



CREDIT RATING REPORT

报告名称

中国国家铁路集团有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力

跟踪评级公告

大公报 SD【2019】386 号

大公国际资信评估有限公司通过对中国国家铁路集团有限公司及“03 中铁债”和“05 铁道债”的信用状况进行跟踪评级，确定中国国家铁路集团有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“03 中铁债”、“05 铁道债”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月二十六日



评定等级



主要观点

主体信用					
跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定		
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定		
债项信用					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
03 中铁债	30	18	AAA	AAA	2018.06
05 铁道债	50	15	AAA	AAA	2018.06

中国国家铁路集团有限公司(原“中国铁路总公司”,以下简称“中国铁路”或“公司”)是经国务院批准、由中央管理的国有独资企业,负责我国铁路运输统一调度指挥、经营管理国家铁路客货运输及铁路建设等。跟踪期内,公司铁路建设稳步推进,路网结构进一步优化,客货运输量进一步增长,收入继续增长;同时,铁路运价整体水平仍不高,公司盈利能力受到一定限制,整体债务压力继续增大。铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

主要财务数据和指标(单位:亿元)				
项目	2019年 1~3月	2018	2017	2016
货币资金	1,555	1,145	1,468	2,068
总资产	80,336	80,023	76,484	72,513
权益合计	27,652	27,890	26,605	25,359
收入合计	2,618	10,955	10,154	9,074
利润总额	169	706	608	396
现金流入总额	2,305	10,540	10,513	12,830
资产负债率(%)	65.58	65.15	65.21	65.03
速动比率(倍)	0.72	0.59	0.55	0.65
营业利润率(%)	5.65	7.20	7.48	5.20
净资产收益率(%)	-0.01	0.07	0.07	0.04

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 铁路运输是国民经济的基础行业,是我国交通运输综合体系中的重要组成部分,“一带一路”战略逐步实施,铁路行业未来发展面临新机遇;
- 2018年,铁路建设不断发展,铁路建设投资保持较大规模,路网结构进一步优化,公司铁路客货运中转量继续增加,公司收入继续增长;
- 公司承担我国铁路建设职能,获得政府的有力支持,其中铁路建设债券被明确为政府支持债券;
- 铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

主要风险/挑战:

- 铁路运价整体水平有待提高,在成本上涨等因素的影响下,公司的盈利能力仍受到一定限制;
- 公司有息债务规模很大,且在总负债占比仍很高,债务压力继续增大。

注:公司 2018 年度及 2019 年 1~3 月财务报表来自中国货币网,天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年及 2019 年 1~3 月财务报表分别进行了审计,并均出具了标准无保留意见的审计报告。中国国家铁路集团有限公司财务报表按照企业会计准则、《企业会计制度》和世界银行贷款国家铁路项目协定的要求编制。

评级小组负责人:唐川
 评级小组成员:李若冰 董超 温彦芳
 电话:010-51087768
 传真:010-84583355
 客服:4008-84-4008
 Email: dagongratings@dagongcredit.com



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公信用评级方法总论》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的中国铁路存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合其外部环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况 (单位: 亿元)

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
03 中铁债	30	2003. 08. 25~2021. 08. 25	项目建设	募集资金已全部按要求使用
05 铁道债	50	2005. 07. 29~2020. 07. 29	项目建设	募集资金已全部按要求使用

数据来源: 根据公司提供资料整理

发债主体

(一) 主体概况

公司是主管全国铁路工作的国务院组成部门,其前身是 1949 年 1 月成立的中国人民革命军事委员会铁道部;1954 年 9 月改为中华人民共和国铁道部;1970 年 7 月,与交通部、邮电部合并为交通部;1975 年恢复成立铁道部。2013 年 3 月 15 日,根据第十二届全国人民代表大会第一次会议审议通过的《国务院机构改革和职能转变方案》(以下简称“方案”),不再保留原铁道部,组建铁路总公司。自组建之日起,铁路总公司承担和履行原铁道部发行的中国铁路建设债券、非金融企业债务融资工具(短期融资券、中期票据)及其他有关合同、协议项下的权力、义务,以及相应的债权债务关系和法律责任。

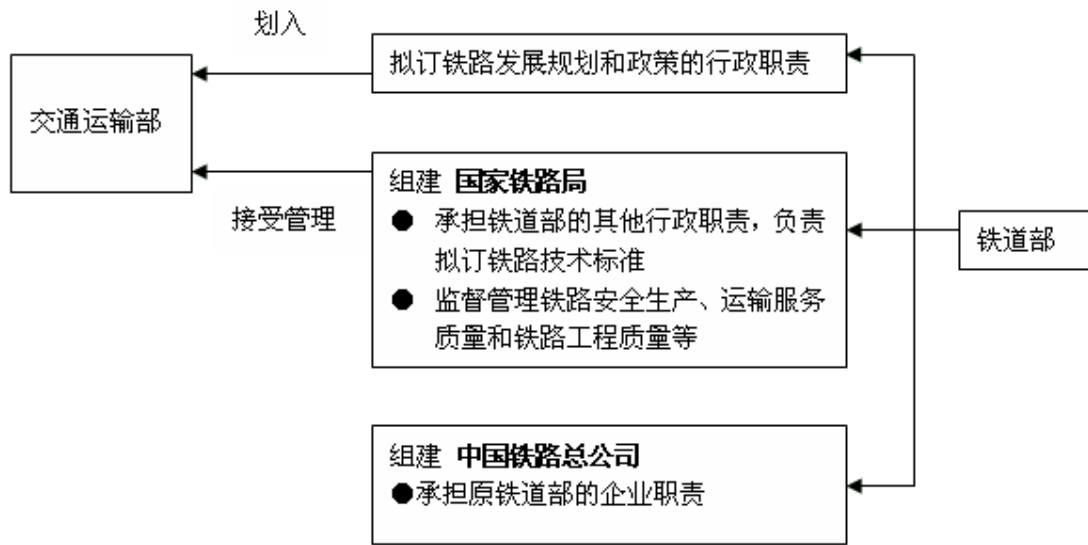


图 1 组建中国铁路总公司实行铁路政企分开的议案

资料来源：根据公开资料整理

根据国务院向交通运输部、财政部、国家铁路局印发的《关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》（以下简称“《批复》”）（国函【2013】47号），同意将原铁道部相关资产、负债和人员划入铁路总公司，将原铁道部所属 18 个铁路局（含广州铁路集团公司、青藏铁路公司）、3 个专业运输公司及其他企业的权益作为铁路总公司的国有资本。中国铁路总公司的国有资产收益，应按照国家有关法律法规和有关规定执行，历史债务问题没有解决前，国家对公司暂不征收国有资产收益。在保证有关企业合法权益和自身发展需要的前提下，公司可集中部分国有资产收益，用于公司再投入和结构调整。

经国务院批准同意，中国铁路总公司改制成立中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”），于 2019 年 6 月 18 日在北京挂牌。改制后成立的中国铁路由中央管理，是依据《中华人民共和国公司法》设立的国有独资公司，截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为人民币 17,395 亿元。

中国国家铁路集团有限公司实行两级法人（中国国家铁路集团有限公司、铁路局集团公司）、三级管理（中国国家铁路集团有限公司—铁路局集团公司—站段）。截至 2018 年末，中国国家铁路集团有限公司下设 18 个铁路局集团公司（设置运输站段 845 个），3 个专业运输公司等 34 家企业，3 个事业单位。

中国铁路承担国家规定的铁路运输经营、建设和安全等职责，负责铁路运输统一调度指挥，统筹安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。经国务院批准，公司为国家授权投资机构和国家控股公司，原中国铁路总公司的债权、债务、品牌、资质证书、知



知识产权等均由改制后的中国铁路继承。中国铁路的成立，有利于发挥铁路作为国家综合交通运输体系骨干的重要作用，提高国铁资本效率效益，增强企业发展的内生动力、市场活力和抗风险能力，更好地服务国家战略和经济社会发展；有利于加快构建现代企业制度，完善法人治理结构，提升国铁企业的经营管理水平和市场竞争力；有利于促进国铁企业加快走向市场，提升铁路客货运输服务品质，满足人民群众日益增长的美好生活需要。未来公司将继续深化铁路企业改革，按照建立现代企业制度的要求，推进体制机制创新，逐步建立完善的公司法人治理结构。

（二）征信信息

公司债务来源包括银行借款、发行债券以及世界银行等国际融资渠道等，截至 2019 年 3 月末，公司总债务 52,683.72 亿元。截至本报告出具日，公司未提供中国人民银行企业基本信用信息报告，公司在债券市场公开发行的所有债务融资工具均已按期还本付息。

偿债环境

中国宏观及政策环境稳健，政治、经济稳健发展，铁路建设不断发展，铁路建设投资保持较大规模，路网结构进一步优化；铁路投融资体制改革政策持续推进，未来铁路行业融资方式将更加市场化；深入扩大铁路对外开放和走出去，更好地服务“一带一路”建设，铁路行业将面临新的机遇。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点；其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。2018 年，全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增



长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

2018 年，铁路建设不断发展，铁路建设投资保持较大规模，路网结构进一步优化；铁路投融资体制改革政策继续推进，未来铁路行业融资方式将更加市场化，收入来源逐步多元化，社会资本投资铁路为铁路行业迎来改革红利，2019 年公司加快推动股份制改造，促进铁路高质量发展。

由于铁路行业融资需求过高，加之其半公益性的特点，铁路行业整体债务负担很重，2018 年，铁路行业投融资改革市场化政策继续推进，铁路运营逐步向市场化经营化发展。

铁路总公司成立后，2013 年 5 月国务院下发《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作的意见》进一步为铁路行业市场化改革提出意见和建议；2013 年 8 月《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》明确指出推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金；对铁路运价机制不断完善，建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，全面开放铁路建设市场，向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，鼓励社会资本投资建设铁路；盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用等政策；2014 年 4 月的国务院常务会议确定设立铁路发展基金，并初设基金总规模每年 2,000~3,000 亿元；2014 年 7 月《铁路发展基金管理办法》正式发



布，2014 年 9 月，铁路发展基金正式设立。

2014 年 8 月，国务院印发《关于支持铁路建设实施土地综合开发意见》，对土地综合开发进行细化，对存量和增量土地形成明确建议，有助于铁路运输企业扩大融资规模，实现收入方式的多样化。2015 年 12 月，国家发改委印发《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》（发改价格【2015】3070 号），决定从 2016 年 1 月 1 日起放开高铁动车票价，改由铁路总公司自行定价。高铁定价权的放开有助于提高铁路行业的盈利水平和市场化运营水平，更有利于吸引社会资本进入铁路建设领域。

国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》（以下建设“通知”）（发改价格【2017】2163 号），“通知”指出决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系。铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节；将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平。

杭州经绍兴至台州铁路全线初步设计获浙江省发改委批复并开工建设，杭绍台铁路是国家首批社会资本投资铁路示范项目之一。随着铁路改革推进，铁路行业相关公司有望迎来红利。

2019 年，中国铁路总公司将加快推动股份制改造。按照政企分开、政资分开和公平竞争原则，紧密结合铁路行业特点，进一步扩大优质存量资产债转股、股权资本上市融资和吸引增量资本直接投资比重，切实降低资产负债率；通过多层次、多渠道的股份制改造，加快构建现代企业法人治理体系，理顺控股投资公司与资本运营公司的权责与管理关系，着力推进法治化市场化经营管理机制建设；探索多元投资、股权监管与专业化经营管理优势互补、优化资本经营效率效益的实现形式，进一步增强国铁资本的影响力和控制力，创新体制机制，促进铁路高质量发展。

综合来看，预计未来铁路建设融资方式将日趋市场化，收入来源将更加多元化。

2018 年，铁路建设不断发展，铁路建设投资保持较大规模，路网结构进一步优化，铁路客运和货运周转量进一步增加，未来中国铁路总公司将深入实施复兴号品牌战略，深入扩大铁路对外开放和走出去，更好地服务“一带一路”建设，铁路行业将面临新的机遇。

2018 年以来，铁路客运和货运周转量进一步增加。截至 2018 年末，我国铁



路营运里程达到 13.1 万公里，同比增长 0.4 万公里，其中高铁运营里程为 2.9 万公里以上。全国铁路完成固定资产投资 8,028 亿元，其中国家铁路完成 7,603 亿元，新开工项目 26 个，新增投资规模 3,382 亿元，投产新线 4,683 公里，其中高铁 4,100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里以上，其中高铁 2.9 万公里以上。

2018 年，铁路客货运双双大幅增加，全国铁路完成旅客发送量 33.7 亿人次，同比增加 2.9 亿人次，增长 9.4%，其中国家铁路完成 33.2 亿人次，同比增加 2.8 亿人次，增长 9.2%，其中动车组 20.1 亿人次，同比增长 16.8%，发送总量占全路的 60.4%。全国铁路完成货物发送量 40.2 亿吨，同比增加 3.3 亿吨，增长 9.1%，其中国家铁路完成货物发送量 31.9 亿吨，同比增长 2.7 亿吨，增长 9.3%。

截至 2019 年 3 月末，我国高铁累计运输旅客超过 100 亿人次，累计完成旅客周转量 3.34 万亿人公里，同时，我国铁路客运周转量、货运发送量、换算周转量和运输密度等主要运输经济指标稳居世界第一位。总体来看，铁路建设不断发展，铁路建设投资保持较大规模，路网结构进一步优化，铁路客运和货运周转量进一步增加。

2019 年，中国铁路总公司将深入实施复兴号品牌战略，到 2019 年投入运用的复兴号将达到 850 组，中国铁路总公司将深化铁路运输供给侧结构性改革，深入实施货运增量行动、客运提质计划、复兴号品牌战略三大举措，持续提升铁路运输服务和经营管理水平。

同期，中国铁路总公司将以开好中欧班列、推进境外项目建设、强化国际交流合作等为重点，进一步扩大铁路对外开放和走出去，更好地服务“一带一路”建设。一是持续打造中欧班列国际物流品牌，发挥中欧班列运输联合工作组作用，推动协调完善国际合作议事规则，进一步健全中欧班列国际合作机制；完善班列运输组织体系和质量评价体系，优化运价形成机制，加强回程货源组织，健全中欧班列突发情况信息通报和协调处理机制，推进中欧班列高质量发展；拓展陆海新通道铁海联运班列，提升中欧班列国际物流品牌的辐射面和影响力。二是扎实推进境外重点铁路项目实施，强化组织协调、项目监管和风险控制，加强施工质量安全管控，确保完成 2019 年雅万高铁投资计划；围绕“精品工程、廉洁之路”建设目标，确保中老铁路 2019 年土建工程决战决胜；加快匈塞铁路项目塞尔维亚段施工建设；推动中泰铁路合作项目线上总体合同正式签署，适时开展分包商招标投标工作。三是强化铁路领域国际双边、多边交流合作。履行铁盟亚太区主席职责，推动与国际铁路组织及有关国家铁路部门在规划研究、技术咨询、工程设计、建设管理、人才培养等领域的合作，扩大中国铁路话语权。

综合来看，未来中国铁路总公司将深入实施复兴号品牌战略，深入扩大铁路



对外开放和走出去，更好地服务“一带一路”建设，铁路行业将面临新的机遇。

财富创造能力

2018 年，公司收入继续增长，运输业务仍是公司收入的主要来源，在行业中具有绝对垄断地位；客、货运输业务均有所增长，毛利率水平相对稳定。

公司收入由运输业务和其他业务构成，运输业务收入来自货运、客运及其他运输收入；其他业务收入来自批发和零售、建筑、租赁和商务服务等经营活动。2018 年，公司收入继续增长，运输业务仍是公司收入的主要来源，在行业中具有绝对垄断地位。

表 2 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月铁路总公司收入及利润构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收入合计	2,618	100.00	10,955	100.00	10,154	100.00	9,074	100.00
运输业务	1,933	73.82	7,659	69.91	6,943	68.38	5,928	65.33
货运	867	33.11	3,522	32.15	3,160	31.12	2,575	28.38
客运	927	35.39	3,570	32.58	3,197	31.49	2,817	31.04
其他运输	139	5.31	566	5.17	585	5.76	536	5.91
其他业务	686	26.18	3,297	30.09	3,212	31.63	3,146	34.67
毛利润合计	122	100.00	603	100.00	569	100.00	349	100.00
运输业务	-144	-118.19	-899	-149.13	-752	-132.16	-1,157	-331.52
其他业务	266	218.19	1,502	249.13	1,322	232.34	1,506	431.52
毛利率	4.65		5.50		5.60		3.85	
运输业务	-7.45		-11.74		-10.84		-19.50	
其他业务	38.76		45.57		41.16		47.87	

数据来源：2016~2018 年度及 2019 年 1~3 月审计报告

2018 年，公司实现收入 10,955 亿元，同比增长 7.89%；其中运输收入 7,659 亿元，同比增长 10.31%，运输收入占总收入的比重为 69.91%。2018 年，运输业务中，随着路网的进一步完善，客运业务收入 3,570 亿元，同比增长 11.64%，在运输收入中的占比提升至 46.61%；同期，公司按照调整运输结构、增加铁路运量原则开展货运增量行动，货运收入继续增长，实现货运收入 3,522 亿元，同比增长 11.46%，在运输收入中的占比为 45.99%。同期，其他业务收入来源稳定，收入规模继续增长，是公司收入的重要补充。

2018 年，受设备使用带来的折旧快速增长影响，整体运输成本继续增长，其他业务毛利润增幅显著，带动公司毛利润小幅增长；同期，公司毛利率水平相对稳定。

2019 年 1~3 月，公司各项收入继续增长，收入合计 2,618 亿元，同比增长 6.60%，运输收入同比增长 8.18%；其中，货运收入同比增长 3.06%，客运收入同



比增长 11.98%，其他业务收入同比增长 2.36%。

总体来看，2018 年，公司收入继续增长，运输业务仍是公司收入的主要来源，在行业中具有绝对垄断地位；其中，客、货运输业务均有所增长，其他业务的盈利能力较强，对利润形成重要补充，毛利率水平相对稳定。预计短期内，公司营业收入将持续增长。

2018 年，铁路固定资产投资仍保持较大规模；作为国家重要基础设施，铁路建设将保持有序推进的势头，完善铁路布局，加快形成发达铁路网；公司在融资方面得到政府大力支持。

为完善我国铁路运输网络，提高运输能力，2018 年铁路固定资产投资仍保持较大规模。

2019 年铁路工作的主要目标为：铁路安全保持稳定，坚决确保高铁和旅客列车安全，国家铁路完成旅客发送量 35.35 亿人次，货物发送量 33.68 亿吨；全国铁路固定资产投资保持强度规模，优质高效完成国家下达的任务目标，确保投产新线 6,800 公里，其中高铁 3,200 公里。

2018 年，公司继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。对企业设立和重组改制过程中涉及的各项税费政策，按国家规定执行，不增加铁路改革成本。

偿债来源

由于铁路运输业务建设和运营成本较大，盈利能力较弱，利润来源主要依赖非运输业务；外部债务收入是公司偿债主要来源，且债务收入来源多样化，公司资产规模很大，主要由固定资产构成，债务清偿能力很强。

（一）盈利

2018 年，公司其他业务毛利润显著增长，带动利润总额及税后利润继续增长；铁路运输业务成本仍较高，公司盈利能力仍受到一定限制。

2018 年，其他业务的毛利润显著增长，带动公司利润总额及税后利润继续增长。

**表 3 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入及盈利情况 (单位: 亿元、%)**

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
收入合计	2,618	10,955	10,154	9,074
成本合计	2,497	10,352	9,585	8,725
营业利润	109	551	519	308
利润总额	169	706	608	396
减: 税后建设基金	129	528	483	408
税前利润	40	178	125	-12
所得税	43	158	107	-22
税后利润	-2	20	18	11
总资产报酬率	0.48	1.89	1.79	1.58
净资产收益率	-0.01	0.07	0.07	0.04

数据来源: 2016~2018 年度及 2019 年 1~3 月公司审计报告

2018 年, 公司的整体盈利能力有所提升, 税前利润为 178 亿元, 递延所得税后利润为 20 亿元, 同比上升 11.11%; 公司运输收入继续增长, 但受成本增长较快影响, 公司盈利能力仍受到一定限制。总资产报酬率同比上升 0.10 个百分点, 净资产收益率同比保持不变。

综合来看, 2018 年, 公司其他业务毛利润显著增长, 带动利润总额及税后利润继续增长; 铁路运输业务成本仍较高, 公司盈利能力仍受到一定限制。

(二) 自由现金流

公司融资能力很强, 2018 年以来, 持续稳定的现金流对债务偿还仍具有很强的保障能力。

公司现金流入的来源主要为客货运收入、税后建设基金和国内外融资借款。铁路总公司国内融资主要来自国家开发银行贷款和其他金融机构借款以及债券市场融资, 国外融资主要来自亚行银行、世界银行及其他国家的政府借款。

2018 年及 2019 年 1~3 月, 公司资金来源合计分别为 10,540 亿元和 2,305 亿元, 其中通过国内外借款取得的资金分别为 5,715 亿元和 1,420 亿元, 扣除营业税后的建设基金分别为 544 亿元和 133 亿元。同期, 公司资金流出分别为 10,863 亿元和 1,896 亿元, 主要用于基建投资、还本付息、设备更新和上缴政府等。2018 年及 2019 年 1~3 月, 公司还本付息资金分别为 4,901 亿元和 495 亿元。

2018 年及 2019 年 1~3 月, 公司经营性净现金流分别为 2,318 亿元和 605 亿元; 经营性净现金流/流动负债为分别为 30.96%和 8.67%; 经营性净现金流/总负债分别为 4.54%和 1.15%; 经营性净现金流利息保障倍数分别为 2.87 倍和 2.79 倍。经营性净现金流对债务的保障能力有所提升。

综合来看, 2018 年以来公司现金流获取能力仍很强, 经营性净现金流对债



务具有很强的保障能力。

（三）债务收入

公司债务偿付较大程度依赖于借新还旧，外部融资规模很大，融资渠道多元。

2018 年，公司融资规模很大，融资渠道多元，金融机构借款、国内外债券市场发行债券以及通过世界银行贷款等方式为公司业务开展提供多渠道的资金来源；此外铁路建设基金亦为公司提供了可观的偿债收入来源。2018 年公司扣除营业税后的建设基金为 544 亿元，国内外贷款 5,714.54 亿元。

（四）外部支持

公司继续享有国家的税收优惠政策，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。

公司继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。对企业设立和重组改制过程中涉及的各项税费政策，按国家规定执行，不增加铁路改革成本。同时，中央政府在铁路投融资、行业定价等方面制定了多项政策以支持铁路建设发展。

（五）可变现资产

随着铁路建设有序推进，2018 年以来，公司资产规模继续上升，资产仍以固定资产和在建工程为主；预计未来资产仍将随着铁路建设的有序推进保持增长。

2018 年以来，随着我国铁路建设项目完工，公司固定资产规模继续保持增加，以固定资产和在建工程为主的总资产保持增长。2018 年末，公司总资产规模为 80,023 亿元，同比增长 4.63%；截至 2019 年 3 月末，公司总资产规模为 80,336 亿元，较 2018 年末增长 0.39%。

表 4 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年 3 月末		2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	6,187	7.70	5,295	6.62	5,468	7.15	5,943	8.20
长期投资	1,923	2.39	1,298	1.62	1,277	1.67	1,046	1.44
固定资产净值	51,061	63.56	51,885	64.84	48,476	63.38	45,341	62.53
在建工程	11,872	14.78	12,210	15.26	12,807	16.74	12,041	16.60
其他	9,293	11.57	9,335	11.66	8,457	11.06	8,142	11.23
资产总计	80,336	100.00	80,023	100.00	76,484	100.00	72,513	100.00

数据来源：2016~2018 年度及 2019 年 1~3 月审计报告

截至 2019 年 3 月末，公司流动资产构成中货币资金为 1,555 亿元，在流动



资产中占比为 25.13%；应收款为 3,472 亿元，在流动资产中占比为 56.12%，其中包括应收账款 484 亿元，其他应收款 2,988 亿元；同期，存货为 820 亿元，在流动资产中的占比为 13.25%。2019 年 3 月末公司长期投资、固定资产同比均保持增长。

截至 2019 年 3 月末，公司未提供受限资产情况。

总体来看，随着铁路建设的推进，2018 年以来，公司资产规模继续上升。预计未来，随着铁路建设投入的不断加大，公司资产将保持增长。

偿债能力

公司货币资金充裕、获得外部支持力度大、拥有很强的债务融资能力，流动性还本付息能力良好，但有息债务规模很大，偿债能力较大依赖于借新还旧。

随着铁道建设的持续推进，债务融资规模不断上升，2018 年以来，公司总体负债规模继续扩大，长期负债占比继续上升。

表 5 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年 3 月末		2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
有息负债合计	46,631	88.51	45,613	87.49	43,542	87.30	40,884	86.70
流动负债	6,978	13.25	6,980	13.39	7,992	16.02	7,646	16.22
短期负债	925	1.76	459	0.88	1,655	3.32	1,377	2.92
应付款	6,053	11.49	6,521	12.51	6,336	12.70	6,269	13.30
长期负债	45,706	86.75	45,154	86.61	41,887	83.98	39,507	83.78
总负债	52,684	100.00	52,134	100.00	49,879	100.00	47,153	100.00

数据来源：2016~2018 年度及 2019 年 1~3 月审计报告

公司流动负债由短期负债和应付款构成，2019 年 3 月末，公司短期负债为 925 亿元，同比下降 33.42%。长期负债主要是公司用于基本建设支出的各类国内外借款，2019 年 3 月末为 45,706 亿元，其中国内借款 43,114 亿元，日元借款 20 亿元、世界银行借款 106 亿元、亚行借款 180 亿元等合计国外借款 362 亿元，其他借款 2,230 亿元。同期，公司有息债务合计为 46,631 亿元，在总负债中的占比仍很高，有息债务规模及占比均不断上升，公司债务压力不断加重。

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保情况。

总体来看，未来铁路建设仍将保持一定规模，公司的债务融资需求仍较大，负债规模将继续增长。

公司流动性偿债来源以债务收入和外部支持为主，经营性净现金流对公司流动性偿债来源形成补充；清偿性偿债来源变现能力很强，对公司存量债务保障能力很强。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性



偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为可变现资产。

公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物、债务收入为主，2018 年公司期初现金规模 1,468 亿元，全年获得国内外贷款 5,715 亿元，建设基金 544 亿元，债务收入来源规模很大，流动性偿债能力极强。

清偿性偿债来源为公司可变现资产，公司可变现资产主要为存货、应收款和固定资产等，可变现资产规模很大，对债务清偿性能力很强。

总体来看，公司可变现资产对总债务覆盖能力很强，清偿性还本付息能力很强；由于铁路运输业务持续亏损，利润来源主要来自于非运输业务，综合盈利能力对债务覆盖能力一般。

铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

铁路建设基金是经国务院批准开征的用于铁路建设的专项基金，是铁路建设投资的重要资金来源，同时也是铁路融资担保的重要手段。1996 年，财政部印发《铁路建设基金管理办法》（财工字【1996】371 号），铁路建设基金纳入政府性基金预算管理，主要用于国家计划内的大中型铁路建设项目以及与建设有关的支出，包括铁路基本建设项目投资、与建设有关的还本付息等。根据《财政部关于公布 2007 年全国政府性基金项目目录的通知》（财综【2008】11 号），铁路建设基金继续予以保留。随着铁路建设和通行量的增加，铁路建设基金始终保持较大规模，为我国铁路基础建设资金来源提供了强有力的保障。2018 年，税后铁路建设基金为 527.57 亿元。

铁路总公司自 2013 年组建后，继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行，继续明确铁路建设债券为政府支持债券。对企业设立和重组改制过程中涉及的各项税费政策，按国家规定执行，不增加铁路改革成本。2014 年 1 月 29 日，财政部与国家税务总局发布《关于 2014、2015 年铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》（财税【2014】2 号），明确对企业持有 2014 年和 2015 年发行的中国铁路建设债券取得利息收入，减半征收企业所得税；同时，国家发展和改革委员会明确原铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券，为铁路建设有序推进提供了政策支持。

总体而言，铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。



结论

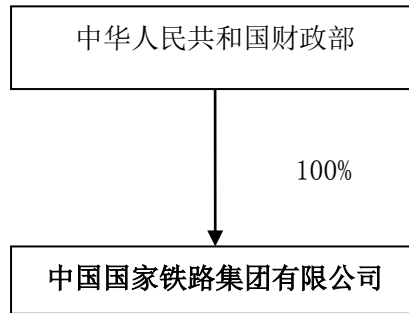
综合来看，公司的抗风险能力极强。铁路运输是国民经济的基础行业，是我国交通运输综合体系中的重要组成部分；国家铁路在我国铁路运输中处于主导地位，中国铁路主要负责承担原铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，经营铁路客货运输业务，承担专运、特运任务，负责铁路建设，承担铁路安全生产主体责任等职责；2018 年以来，铁路运输仍面临良好的发展环境，铁路固定资产投资仍保持较大规模，随着铁路建设的有序推进，我国铁路路网结构不断完善，铁路的运输能力进一步增强；2018 年，铁路总公司客货运数量继续增加，运输收入有所增加。同时，随着对铁路建设的持续投资，公司负债总额继续增长；铁路运价整体水平不高，在成本上涨等因素的影响下，公司的盈利能力仍受到一定限制。铁路建设基金为“03 中铁债”、“05 铁道债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“03 中铁债”、“05 铁道债”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



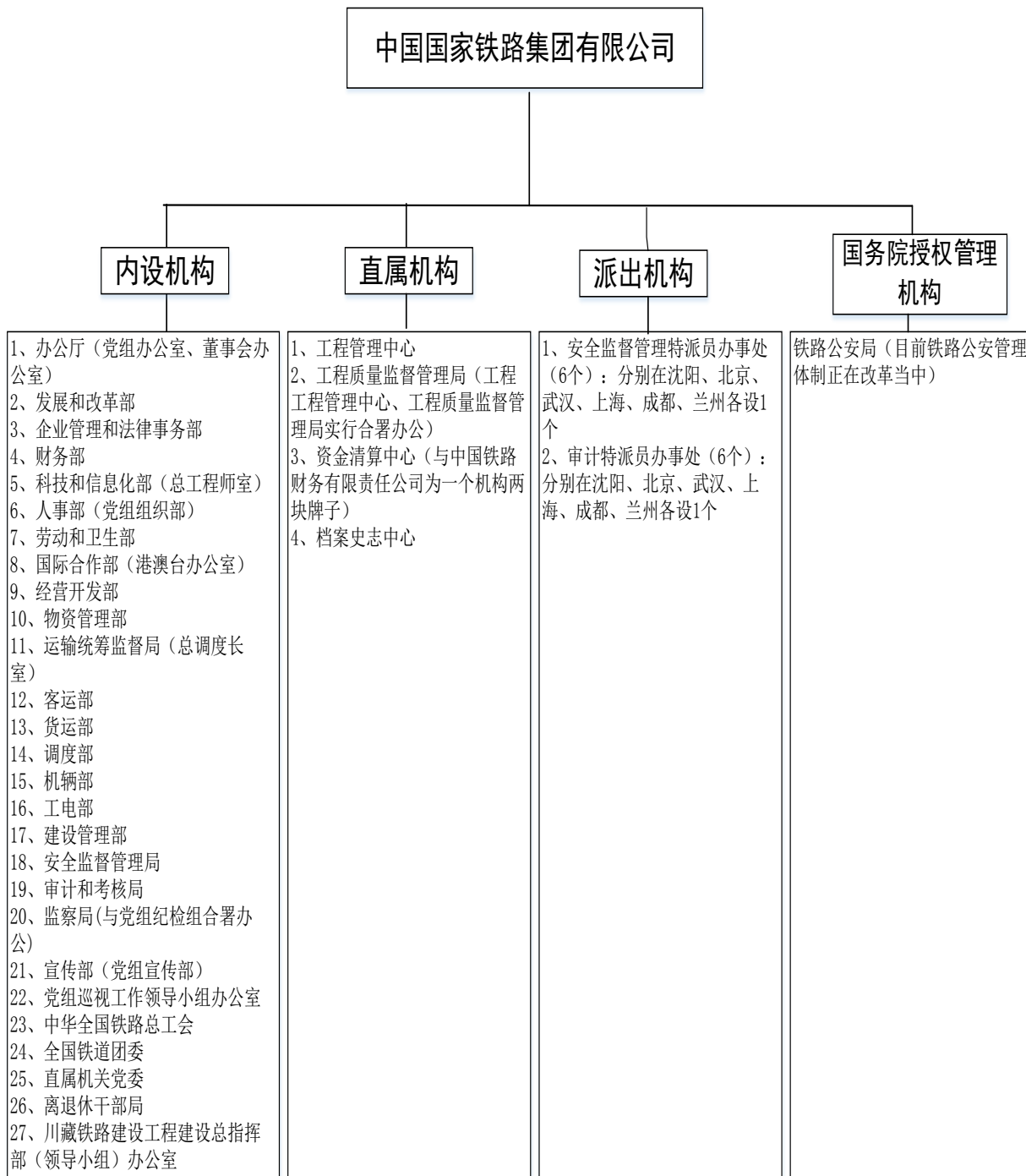
附件 1 公司治理

1-1 截至本报告出具日中国国家铁路集团有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年 3 月末中国国家铁路集团有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 中国国家铁路集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：亿元)

项目	2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
资产类				
货币资金	1,555	1,145	1,468	2,068
存货	820	800	782	755
应收款	3,472	2,987	2,924	2,908
其他	341	362	294	212
流动资产合计	6,187	5,295	5,468	5,943
长期投资	1,923	1,298	1,277	1,046
固定资产净值	51,061	51,885	48,476	45,341
在建工程	11,872	12,210	12,807	12,041
其他	9,293	9,335	8,457	8,142
资产总计	80,336	80,023	76,484	72,513
占资产总额比 (%)				
货币资金	1.94	1.43	1.92	2.85
存货	1.02	1.00	1.02	1.04
应收款	4.32	3.73	3.82	4.01
其他	0.42	0.45	0.38	0.29
流动资产合计	7.70	6.62	7.15	8.20
长期投资	2.39	1.62	1.67	1.44
固定资产净值	63.56	64.84	63.38	62.53
在建工程	14.78	15.26	16.74	16.60
其他	11.57	11.66	11.06	11.23
负债类				
短期负债	925	459	1,655	1,377
应付款	6,053	6,521	6,336	6,269
流动负债小计	6,978	6,980	7,992	7,646
国内借款	43,114	42,652	39,769	37,735
世行借款	106	107	103	100
日元借款	20	22	25	31
其他借款	2,465	2,373	1,990	1,642
长期负债小计	45,706	45,154	41,887	39,507
负债合计	52,684	52,134	49,879	47,153



2-2 中国国家铁路集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：亿元）

项目	2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
占负债总额比 (%)				
短期负债	1.76	0.88	3.32	2.92
应付款	11.49	12.51	12.70	13.30
流动负债小计	13.25	13.39	16.02	16.22
国内借款	81.84	81.81	79.73	80.03
世行借款	0.20	0.21	0.21	0.21
日元借款	0.04	0.04	0.05	0.07
其他借款	4.68	4.55	3.99	3.48
长期负债小计	86.75	86.61	83.98	83.78
权益类				
资本金	28,137	28,353	26,414	25,243
资本公积	470	458	345	920
盈余公积	141	128	106	46
未分配利润	-1,097	-1,048	-260	-850
权益合计	27,652	27,890	26,605	25,359
损益类				
货运	867	3,522	3,160	2,575
客运	927	3,570	3,197	2,817
其他运输收入	139	566	585	536
运输收入合计	1,933	7,659	6,943	5,928
其他收入	686	3,297	3,212	3,146
收入合计	2,618	10,955	10,154	9,074
不含折旧的运输成本	1,602	6,804	6,335	5,856
折旧	474	1,754	1,361	1,228
运输成本合计	2,077	8,558	7,695	7,085
其他成本	420	1,794	1,890	1,640
成本合计	2,497	10,352	9,585	8,725
营业利润	109	551	519	308
利润总额	169	706	608	396
减：税后建设基金	129	528	483	408
税前利润	40	178	125	-12
所得税	43	158	107	-22
税后利润	-2.11	20.45	18.17	10.76



2-3 中国国家铁路集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：亿元)

项目	2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	605	2,318	1,877	1,660
基建投资	1,200	4,965	4,916	5,851
主要分析指标				
EBIT	386	1,513	1,368	1,149
EBITDA	861	3,266	2,729	2,377
毛利率(%)	4.65	5.50	5.60	3.85
营业利润率(%)	5.65	7.20	7.48	5.20
总资产报酬率(%)	0.48	1.89	1.79	1.58
净资产收益率(%)	-0.01	0.07	0.07	0.04
资产负债率(%)	65.58	65.15	65.21	65.03
债务资本比率(%)	62.77	62.06	62.07	61.72
长期资产适合率(%)	98.93	97.75	96.45	97.44
流动比率(倍)	0.89	0.76	0.68	0.78
速动比率(倍)	0.72	0.59	0.55	0.65
保守速动比率(倍)	0.22	0.16	0.18	0.27
存货周转天数	35.10	8.32	35.93	38.71
应收账款周转天数	150.37	34.73	151.22	165.53
经营性净现金流/流动负债(%)	8.67	30.96	24.01	22.56
经营性净现金流/总负债(%)	1.15	4.54	3.87	3.77
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	2.79	2.87	2.47	2.21
EBIT利息保障倍数(倍)	1.78	1.88	1.80	1.53
EBITDA利息保障倍数(倍)	3.97	4.05	3.59	3.16
现金比率(%)	22.28	16.41	18.37	27.04



附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$
23. 可变现资产 = $\sum \text{资产科目} * \text{变现系数}$



24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持产生的现金流净额 + 经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和利息 + 股利 + 或有负债（确定的支出项） + 其他确定的收购支出



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。