

信用等级通知书

信评委函字 [2019]2322D 号

中国国家铁路集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2019年第九期中国铁路建设债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**，本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一九年十月三十一日



2019 年第九期中国铁路建设债券信用评级报告

发行主体	中国国家铁路集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
发行规模	200 亿元
发行期限	5 年期（150 亿元）和 20 年期（50 亿元）
债券担保	铁路建设基金
担保方式	不可撤销的连带责任保证担保
发行目的	70 亿元用于铁路建设项目，130 亿元用于债务结构调整

概况数据

中国铁路	2016	2017	2018
资产合计（亿元）	72,512.61	76,483.87	80,023.39
权益合计（亿元）	25,359.17	26,605.37	27,889.60
长期债务（亿元）	39,507.38	41,886.78	45,154.05
总债务（亿元）	40,884.25	43,542.14	45,613.02
运输收入（亿元）	5,928.36	6,942.54	7,658.57
EBITDA（亿元）	2,377.07	2,728.89	3,266.33
EBITDA 利息倍数（X）	3.16	3.59	4.05
总债务/EBITDA（X）	17.20	15.96	13.96
资产负债率（%）	65.03	65.21	65.15
总资本化比率（%）	61.72	62.07	62.06

注：1.2016 年~2018 年数据来源于中国铁路各期年度报告；2.EBITDA 均含铁路建设基金。

分析师

项目负责人：孙向男	xnsun@ccxi.com.cn
项目组成员：文玥	ywen@ccxi.com.cn
陶丽	ytiao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 10 月 31 日

基本观点

中诚信国际评定中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，简称“中国铁路”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“2019 年第九期中国铁路建设债券”信用等级为 AAA。

中诚信国际充分肯定了我国铁路行业在国民经济中的战略重要性、国家有力的政策支持、很强的规模优势以及综合竞争实力。公司具有资产规模大、资金调配能力强、现金流稳定等优势；同时政府给予了公司强有力的政策支持，为其融资提供了很强的信用支持。中诚信国际也考虑了货运易受经济周期影响、当前铁路建设资本支出规模较大、债务规模持续上升以及公司市场化改革和公司制改革推进等因素对公司未来信用状况产生的影响。

此外，中诚信国际也考虑了铁路建设基金提供的不可撤销连带责任保证担保对中国铁路存续期内的铁路建设债券偿还起到的保障作用。

优势

- 铁路行业是关系国计民生的重要基础设施行业，战略地位重要，在各种交通运输方式中具备很强的竞争优势，国家一直对铁路行业给予高度重视和支持。中国铁路“十三五”规划及《中长期铁路网规划》对铁路建设步伐的延续，使铁路行业在中长期内仍继续保持较快发展的趋势。
- 随着我国国民经济增长，大运力、中长途跨区域旅客运输需求大幅上升，铁路客运已上升至我国主要运输方式周转量第一位，城际客运市场需求潜力巨大，将对我国铁路运输运量增长形成良好的支撑。
- 铁路运输在中长途运输中具有绝对优势，虽然面临公路、民航运输的竞争，但随着快速客运网、西部路网、区际大通道等铁路系统的不断建设完善、路网结构的不断优化以及调整运输结构、增加铁路运输量、打赢蓝天保卫战等政策利好，铁路竞争实力将进一步增强。
- 公司资产规模大、资金调配能力很强、现金流稳定，强有力的政策支持为债务偿还提供了有力支撑。
- 存续期内的铁路建设债券由铁路建设基金提供担保，为铁路建设债券偿还提供了有效保障。

关注

- 根据发展规划，未来铁路建设仍将保持较大规模，公司仍存在一定资本支出压力，债务规模持续上升。
- 货运发送量和周转量易受经济周期和政策因素影响，公司货运业务收入存在波动。
- 持续关注公司作为市场化运作主体，从传统运输生产型企业向现代运输经营型企业转型的进展情况。

10	南同蒲铁路风陵渡至华山段电气化改造工程	铁总计统函(2017)682号	3.58	0.00	0.50
11	皖赣铁路芜湖至宁国段扩能改造工程	铁计函(2010)275号	128.04	42.08	0.30
12	上海至南通铁路(南通至安亭段)	发改基础(2012)3970号	361.29	21.10	5.00
13	衢州至宁德铁路	发改基础(2014)2228号	304.85	42.10	1.00
14	南昌至赣州铁路客运专线	发改基础(2014)2247号	532.50	13.00	13.00
15	怀化至邵阳至衡阳铁路	发改基础(2013)2613号	324.30	80.00	2.00
16	渝怀铁路梅江至怀化段增建第二线	发改基础(2015)2193号	185.52	18.00	3.50
17	长沙至昆明铁路客运专线	发改基础(2010)483号	1,601.40	464.90	3.00
18	成昆铁路永仁至广通段扩能工程	铁计函(2012)1600号	115.50	52.24	1.87
19	格尔木至库尔勒铁路	发改基础(2014)2225号	376.40	101.38	2.50
20	债务结构调整	--	--	--	130.00
合计			8,901.20	1,522.36	200.00

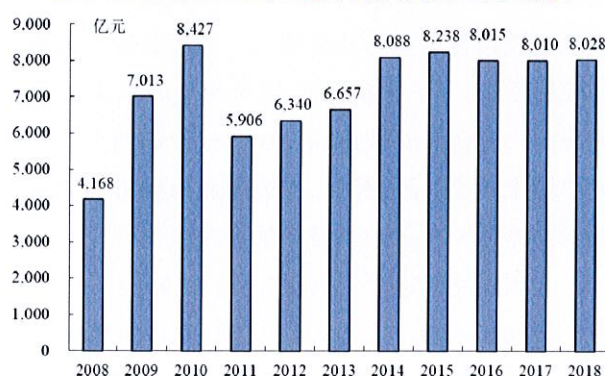
资料来源：公司提供

行业现状

铁路建设有序推进，投资规模稳定，路网结构进一步优化

近年来，全国铁路固定资产投资（含基本建设、更新改造和机车车辆购置）始终保持较大规模。2016年~2018年，全国铁路固定资产投资完成8,015亿元、8,010亿元和8,028亿元。由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。2016年~2018年，投产新线分别为3,281公里、3,038公里和4,683公里，其中高速铁路分别为1,903公里、2,182公里和4,100公里，高速铁路的占比逐年提升。

图1：2008年~2018年全国铁路固定资产投资情况

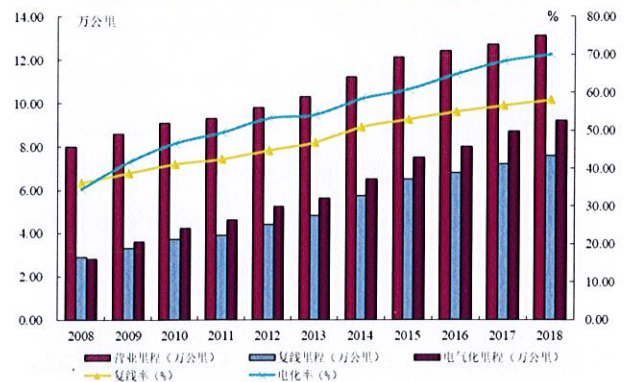


资料来源：铁道统计公报

2018年，全国铁路营业里程达到13.1万公里，比上年增长3.2%。路网密度136.9公里/万平方公里，比2017年增加4.7公里/万平方公里。其中，复线里程7.6万公里，比2017年增长5.6%，复线率58.0%，比上年提高1.5个百分点；电气化里程9.2万公里，比上年增长5.8%，电化率70.0%，比

上年提高1.8个百分点。西部地区营业里程5.3万公里。高铁里程达到2.9万公里，较2017年末增加0.4万公里。

图2：2008年~2018年我国铁路网建设情况



资料来源：铁道统计公报

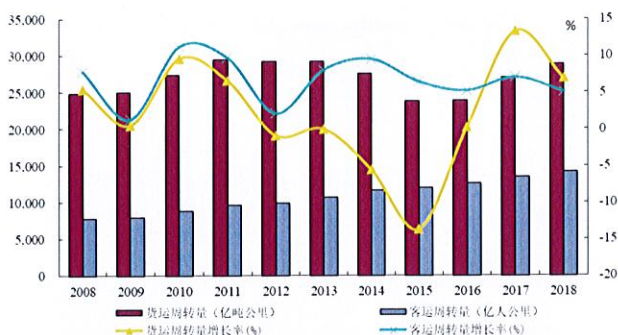
总体来看，新线建成投产、既有线改造和枢纽及客站陆续建成提高了铁路的运输能力，缓解了运能不足的压力，并部分缓解了通道“瓶颈”制约，路网质量得到提高。

“十二五”期间，我国铁路建设有序推进，路网结构进一步优化。“十三五”期间，我国铁路行业发展将更为健康、稳健，安全性能更高，铁路系统的调配管控能力也将进一步增强。

科技创新取得新成果，安全科研方面不断升级；规章和技术标准不断完善

我国的铁路运输在科技创新方面不断取得新成果，形成了具有自主知识产权的高铁技术体系，运输能力进一步增强。2018年铁道行业获国家科学技术奖8项，其中“中南大学轨道交通空气动力学与碰撞安全技术创新团队”获科技进步创新团队奖。中国铁路“‘复兴号’中国标准动车组”获第五届

图 3: 2008 年~2018 年全国铁路客货运周转情况



资料来源: 铁道统计公报

从长远看,我国国土幅员辽阔、人多地少、能源相对缺乏,而铁路具有运能大、能耗低、绿色环保、速度快、占地少等特点,发展铁路运输非常适宜,铁路未来发展潜力和空间依然较大。同时,与世界主要国家相比,我国按国土面积计算的铁路网密度和按人口计算的铁路密度还较低。2018 年末,我国路网密度为 136.9 公里/万平方公里。随着近年铁路建设和经济结构调整,东部路网紧缺已大大缓解,中西部地区路网建设的空间仍较大。因此,未来一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇,国家也将继续保持对铁路的政策支持力度。

货运价格调整有利于增强市场活力,提升铁路货运优势

2003 年以来,国家共上调过 12 次国家铁路货物统一运价。为贯彻落实《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》(中发〔2015〕28 号),深化铁路货运价格市场化改革,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,促进铁路运输行业持续健康发展,国家发改委于 2017 年 12 月 26 日发布《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》,该通知自 2018 年 1 月 1 日开始执行,主要内容包括:1.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,由铁路运输企业依法自主制定。2.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。此外,实施政府指导价的整车运输货物可根据市场供求状况自主在基准价基础上上浮范围从原 10%提升至 15%,下浮依旧不限范围。3.对实行市场调节的货物运价,

确立健全的运价内部管理制度。4.铁路运输企业自觉规范价格行为,落实明码标价规定。5.各级价格主管部门要加强对铁路运输价格的监督检查。

表 2: 2018 年铁路整车货物运输基准运价率

运价号	基价 1		基价 2	
	单位	标准	单位	标准
1	--	--	元/吨公里	0.525
2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
4	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
6	元/吨	26.00	元/吨公里	0.138
机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

注: 运费计算办法: 整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里。

资料来源: 国家发展改革委 2017 年 12 月 26 日下发的《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》(发改价格〔2017〕2163 号)

根据海关总署、财政部、国家税务总局联合发布的《关于深化增值税改革有关政策的公告》,自 2019 年 4 月 1 日起,下调铁路运输服务增值税税率,中国铁路决定,同步对国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价相应下浮,取消翻卸车作业服务费等 6 项杂费,降低货车延期占用费等 4 项收费标准,主动将减税降费效应传递给下游企业,预计每年可向货主和企业让利约 60 亿元,以实际行动落实中央决策部署,支持实体经济发展。2019 年 7 月 1 日起,中国铁路还将采取降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等措施。铁路部门将深入实施运输供给侧结构性改革,坚持以市场需求为导向,认真落实各项便民举措,优化货运产品结构,提升货运服务质量,更好地为经济社会发展提供可靠运输服务保障。

总的来看,铁路货运价格的调整有利于增强市场活力,提高铁路货运的吸引力和优势地位。

铁路发展规划

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程,是综合交通运输体系的骨干和主要运输方式之一,在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。“十二五”期间我国铁路完成固定资产投资 3.58 万亿元、新线投产 3.05 万公里,较“十一五”分别增长 47%、109%,投资规模和投产规模达

“十三五”仍然是铁路改革发展关键时期。铁路发展将紧扣国计民生，继续保持良好态势。“十三五”期间，铁路建设将重点围绕7项重点任务，主要包括完善铁路设施网络，提升技术装备水平，改善铁路运输服务，强化安全生产管理，推进智能化现代化，推动铁路绿色发展，加强国际交流合作。其中在铁路建设方面将以推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等重大国家战略为引领；以中西部干线铁路、高速铁路等建设为重点，推进重点地区和重点方向铁路建设，继续实施既有有线及枢纽配套改造，发展城际和市域（郊）铁路，推动对外骨干通道建设。

表 4：“十三五”铁路建设重点项目

类型	重点项目
高速铁路	建成北京至沈阳、北京至张家口至呼和浩特、大同至张家口、石家庄至济南、济南至青岛、郑州至徐州、宝鸡至兰州、西安至成都、商丘至合肥至杭州、武汉至十堰、南昌至赣州等高速铁路。 建设沈阳至敦化、包头至银川、银川至西安、北京至商丘、太原至焦作、郑州至济南、郑州至万州、黄冈至黄梅、十堰至西安、合肥至安庆至九江、徐州至连云港、重庆至黔江、重庆至昆明、贵阳至南宁、长沙至赣州、赣州至深圳、福州至厦门等高速铁路。
干线铁路	建成哈尔滨至佳木斯、青岛至连云港、九江至景德镇至衢州、黔江至张家界至常德、怀化至邵阳至衡阳、南宁至昆明、重庆至贵阳、衢州至宁德、丽江至香格里拉、敦煌至格尔木、库尔勒至格尔木、蒙西至华中铁路煤运通道等干线铁路。 建设西宁至成都、和田至若羌、拉萨至林芝、酒泉至额济纳、兴国至永安至泉州、金华至宁波、攀枝花至大理等干线铁路。 实施成昆线、焦柳线、集通线、京通线、京原线等电化或扩能改造。
互联互通铁路及口岸铁路	建成同江铁路大桥，建设大理至瑞丽、玉溪至磨憨、防城港至东兴等铁路；规划研究中巴、中吉乌等铁路境内段，临沧至清水河等铁路。 建成同江等铁路口岸，规划建设瑞丽、磨憨、东兴等铁路口岸；规划研究红其拉甫、吐尔尕特（伊尔克什坦）等铁路口岸。

资料来源：《铁路“十三五”发展规划》

根据中国铁路 2019 年工作目标，预计铁路建设将保持较大投资规模，贯彻落实推进“一带一路”建设部署和区域发展总体战略及京津冀协同发展、长江经济带发展等战略，继续推进以中西部地区为重点的铁路建设力度，2019 年固定资产投资将保持强度和规模，投产新线 6,800 公里，其中，高铁 3,200 公里。从高铁方面来看，在全面贯通“四纵四横”

高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设，实施一批客流支撑、发展需要、条件成熟的高速铁路项目，构建便捷、高效的高速铁路网络，拓展服务覆盖范围，缩短区域间的时空距离。

中诚信国际认为，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》、《中长期铁路网规划》（2016 年）以及《铁路“十三五”发展规划》政策的陆续出台，体现了国家对铁路行业的高度重视和支持，为铁路行业未来快速发展奠定了良好的基础，对于缓解未来煤炭、客运运输的紧张状况将起到积极作用。

竞争

二十世纪 90 年代以来，因公路、民航等运输行业的高速发展，铁路在国内运输市场的优势地位已有所下降，我国运输市场从过去客货运输过分依赖铁路、铁路运输负担过重的不合理局面朝着发挥各种运输方式的比较优势、各种运输方式之间既有分工又存在一定竞争的结构优化方向发展。但是自 2008 年高速铁路开通后，我国铁路建设进入发展新阶段，铁路在交通运输中的主导作用再次得以体现，特别是在客运市场。虽然铁路在长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输中具有很强的比较优势，但由于运能不足，客运和货运市场被公路、民航分流。然而随着高铁线路的陆续通车，客运方面铁路实现了对公路的分流，客运方式结构变化巨大。从 2013 年~2018 年统计数据可以看出，铁路客运周转量占全国客运总周转量的比重逐年上升，2015 年以来铁路运输占比超越公路成为最主要的客运方式，2018 年铁路运输占比高达 41.34%。货运方面，受益于水路运输运量大，成本低等优势，水运依旧是货运最主要的方式，但近年来，国家鼓励调整运输结构、增加铁路运量，在煤炭、矿石、多式联运三大业务板块，强化运力保障，优化运输组织，确保了全年铁路货运增量任务目标的超额完成，铁路运输周转量占比扩大至 14.45%。

此外，国家鼓励企业和个人投资铁路建设债券。2014年，财政部、国家税务总局发布通知，对企业持有2014年和2015年发行的中国铁路建设债券取得的利息收入，减半征收企业所得税。2016年，财政部和国家税务总局发布财税[2016]30号文件，对企业投资者持有的2016年~2018年发行的铁路债券（包括中国铁路建设债券、中期票据、短期融资券等债务融资工具）取得的利息收入，减半征收企业所得税；对个人投资者持有的2016年~2018年铁路债券取得的利息收入，减按50%计入应纳税所得额计算征收个人所得税。2019年，根据《财政部、税务总局关于铁路债券利息收入所得税政策的公告》（财政部 税务总局公告2019年第57号），对企业投资者持有2019年~2023年发行的铁路债券取得的利息收入，减半征收企业所得税；对个人投资者持有本次债券取得的利息收入，减按50%计入应纳税所得额计算征收个人所得税。

土地开发方面，国家鼓励盘活铁路用地资源，土地综合开发利用，支持铁路车站及线路用地综合开发，适度提高开发建设强度，鼓励对现有铁路建设用地的地上、地下空间进行综合开发。2014年2月25日，中国铁路土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构选聘正式开标，标志着中国铁路正式启动了土地开发工作。铁路建设对沿线土地价值起到提升作用，进行相关土地资源开发将有力地支持铁路项目建设，中诚信国际对此将持续关注。

资产上市方面，中国铁路加快铁路运输企业股份制改造试点步伐，2006年大秦铁路股改上市融资150亿元；同年，广深铁路回归A股上市融资103亿元，成为国内首家实现同时在纽约、香港、上海三地上市的铁路股。目前，作为中国铁路优质资产的京沪高铁也正式启动了A股上市工作，正在接受上市辅导。

中诚信国际认为，铁路建设资金来源多样化，很强的政府支持对铁路建设起到保障作用。此外，中国铁路不断探索多元化融资方式，增强自身造血能力。

铁路改革

为改变原铁道部政企不分、企业市场主体缺位的状况，原铁道部制定了加快转变铁路发展方式、确立运输企业市场主体地位的改革推进方案，出台了多元化经营、运输管理、建设管理、财务管理等一系列规章制度和企业经营业绩考核等相关配套措施及实施办法，落实企业经营权责，理顺原铁道部与运输企业的管理关系，基本形成了新体制新机器的制度框架。各机关和各运输企业积极转换管理职能及经营机制，为市场健康发展奠定基础。

2013年3月14日，第十二届全国人民代表大会第一次会议审议通过了《国务院机构改革和职能转变方案》（以下简称“《方案》”）。《方案》提出实行铁路政企分开，将原铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部。同日，《国务院关于组建中国铁路总公司有关问题的批复》发布，批准设立中国铁路总公司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。不再保留铁道部。

2017年9月，中国铁路总公司下发《中国铁路总公司关于全面推进铁路局公司制改革的指导意见》（以下简称“改革意见”）。指导意见强调要以提高国铁资本效率效益、增强企业活力为中心，积极推进铁路局公司制改革，加快建立健全产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。改革意见在责任主体；决策程序；改制性质；公司名称；公司治理；土地处置；资产、债权债务处置；职工劳动合同和社保接续；注册资本；公司章程；资质接续；进度目标，共十二个方面进行了详细指导。具体来看，在法人治理结构方面，铁路局改制后由中国铁路行使出资人职责，不设股东会；设立党委会、董事会、经理层和监事会；依法建立职工董事、职工监事制度，健全以职工代表大会为基本形式的企业民主管理制度。截至2017年11月15日，中国铁路所属18个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记，正式挂牌，标志着铁路公司制改革取得重要成果，为我国铁路实现从传

表 6: 2016 年~2018 年公司资本结构

	2016	2017	2018
固定资产净值 (亿元)	45,341.01	48,475.65	51,885.27
总资产 (亿元)	72,512.61	76,483.87	80,023.39
权益合计 (亿元)	25,359.17	26,605.37	27,889.60
长期债务 (亿元)	39,507.38	41,886.78	45,154.05
总债务 (亿元)	40,884.25	43,542.14	45,613.02
资产负债率 (%)	65.03	65.21	65.15
总资本化比率 (%)	61.72	62.07	62.06
长期资本化比率 (%)	60.91	61.16	61.82

资料来源: 中诚信国际根据公司各期年度报告整理

2019 年铁路建设投资仍将保持较大强度和规模, 公司在未来一段时期内仍存在较大的资本支出压力, 但公司很强的资金调配能力以及政府有力的政策支持为其债务偿还提供了有效保障。

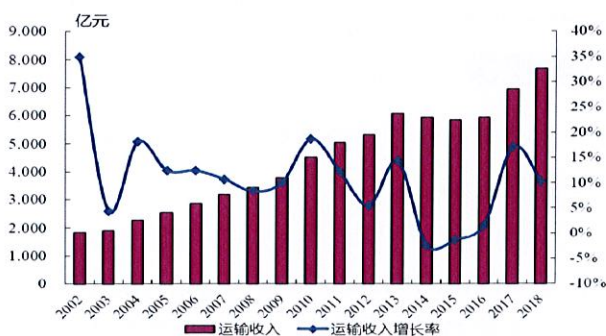
表 7: 2016 年~2018 年公司分业务收入及毛利率情况 (亿元、%)

	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
运输业务	5,928.36	-19.50	6,942.54	-10.84	7,658.57	-11.74
其他业务	3,146.12	47.87	3,211.95	41.15	3,296.74	45.57
合计	9,074.48	3.85	10,154.49	5.60	10,955.31	5.50

资料来源: 中诚信国际根据公司各期年度报告整理

运输业务方面, 2016 年~2018 年公司运输收入分别为 5,928.36 亿元、6,942.54 亿元和 7,658.57 亿元。随着我国铁路路网建设的进一步完善, 铁路运输周转量逐年提升, 公司运输收入逐年增长, 其中 2017 年铁路客运量持续增长, 同时受到宏观经济环境向好, 国家公路治超等环境政策和铁路货运供给侧结构性改革等因素的影响, 铁路货运需求量大幅增长, 公司运输收入增长率达到 17.11%, 创近五年新高; 2018 年公司运输业务收入增长率为 10.31%, 增速略有下滑但仍保持较高水平。

图 5: 2002 年~2018 年公司运输收入增长情况



资料来源: 中诚信国际根据公司各期年度报告整理

具体来看, 公司运输收入主要包括货运 (货运收入口径包括建设基金收入)、客运和其他运输, 2018 年收入分别为 3,522.47 亿元、3,569.79 亿元和

盈利能力

近年来, 公司总收入 (盈利能力分析中收入均包含税前建设基金。) 呈波动性增长趋势, 2016 年~2018 年分别为 9,074.56 亿元、10,154.49 亿元和 10,955.31 亿元。从收入构成来看, 公司收入主要为运输收入和其他收入, 2018 年末分别为 7,658.57 亿元和 3,296.74 亿元。毛利率方面, 受目前铁路客货运价水平总体较低和铁路折旧成本较大影响, 公司营业毛利率处于较低水平, 其中运输业务持续处于亏损状态。

566.32 亿元, 同比增长 11.46%、11.64% 和 -3.16%。从客货运占比来看, 2016 年以前铁路客运量逐年攀升, 而铁路货运业务被陆运侵蚀较大, 使得公司客运收入占比逐年增长。而 2017 年以来交通部公路治超等新政以及国家鼓励调整运输结构、增加铁路运量的政策对铁路货运带来重大利好, 铁路货运收入增幅较大, 收入占比上升至 2018 年末的 45.99%。

表 8: 2016 年~2018 年公司运输收入结构 (%)

	2016	2017	2018
货运收入占比	43.43	45.52	45.99
客运收入占比	47.53	46.06	46.61
其他运输收入占比	9.04	8.42	7.39
合计	100.00	100.00	100.00

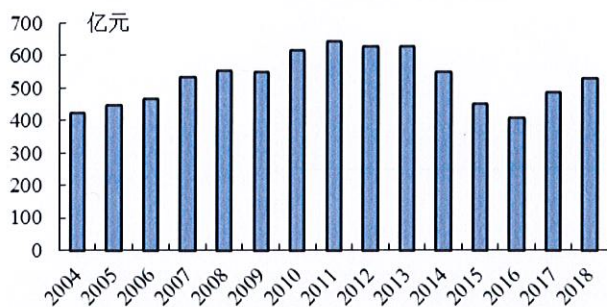
资料来源: 中诚信国际根据公司各期年度报告整理

其他业务方面, 公司大力推进实施多元化经营战略, 依托铁路运输业务, 利用土地、设备、信息等资源, 通过扩展客运服务功能, 推进车站商业和旅行服务市场、广告、旅游、车站商业网络和连锁经营, 通过大力发展物流和其它经营业务增加铁路经营效益。2016 年~2018 年分别完成非运输业务收入 3,146.12 亿元、3,211.95 亿元和 3,296.74 亿元, 毛利率分别为 47.87%、41.15% 和 45.57%。未来随着铁路企业公司制改革逐步深化, 市场主体的地位

按《铁路建设基金管理办法》第九条规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。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。

近年来，随着铁路建设的发展，铁路建设基金保持在较高水平，为本债券偿还提供了有效保障。2016 年~2018 年，公司实现税后建设基金分别为 408.18 亿元、483.26 亿元和 527.57 亿元，受铁路运输业“营改增”和实际运输收入下降影响，2015 年~2016 年铁路建设基金规模下滑，但 2017 年以来，铁路实际运输收入大幅增长，使得铁路建设基金增长幅度较大。

图 6：2004 年~2018 年铁路建设基金情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“十二五”期间，公司积极推进铁路投融资体制改革，全面推进合资建路，同时充分利用资本市场，实现多渠道、低成本融资。“十三五”期间，我国铁路运输市场仍有较大发展空间，因此中诚信国际认为铁路建设基金将为中国铁路建设债券的按期偿还提供可靠保证。

评级展望

中诚信国际充分肯定了我国铁路行业在国民经济中的战略重要性、国家有力的政策支持、很强的规模优势以及综合竞争实力。公司具有资产规模大、资金调配能力强、现金流稳定等优势；同时政府给予了公司强有力的政策支持，为其融资提供了很强的信用支持。中诚信国际也考虑了货运易受经济周期影响、当前铁路建设资本支出规模较大、债务规模持续上升以及公司市场化改革和公司制改革推进等因素对公司未来信用状况产生的影响。

综上，中诚信国际认为公司的信用水平在未来

一定时期内将保持稳定。

结论

中诚信国际评定中国国家铁路集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2019 年第九期中国铁路建设债券”信用等级为 **AAA**。

附二：本报告基本财务指标计算公式

主营业务毛利=运输收入-运输成本（含折旧）

主营业务毛利率=主营业务毛利/运输收入

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=利润总额+折旧+利息

净资产收益率=净利润/权益合计

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

短期债务=短期负债

长期债务=长期负债

总债务=长期债务+短期债务

资产负债率=负债总额/资产合计

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+权益合计）

总资本化比率=总债务/（总债务+权益合计）

EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息

经营净现金流入=税后利润+税后建设基金+折旧

附四：债券信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

中诚信国际关于中国国家铁路集团有限公司 2019年第九期中国铁路建设债券的 跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在中国国家铁路集团有限公司 200 亿元 2019 年第九期中国铁路建设债券的存续期内对本期政府支持债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期政府支持债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2019年10月31日

