

信用等级公告

联合〔2020〕1474号

联合资信评估有限公司通过对中国国家铁路集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国国家铁路集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“03中铁债”“15铁道MTN002”“16铁道MTN001”“16铁道MTN002”“19铁道MTN001”和“19铁道MTN002”的信用等级为AAA，“20铁道CP001”和“20铁道CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月八日



中国国家铁路集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
03 中铁债	AAA	稳定	AAA	稳定
15 铁道 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
16 铁道 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 铁道 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 铁道 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 铁道 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 铁道 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 铁道 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
03 中铁债	30 亿元	30 亿元	2021/8/25
15 铁道 MTN002	100 亿元	100 亿元	2020/11/2
16 铁道 MTN001	150 亿元	150 亿元	2021/5/19
16 铁道 MTN002	200 亿元	200 亿元	2021/6/8
19 铁道 MTN001	100 亿元	100 亿元	2022/11/15
19 铁道 MTN002	100 亿元	100 亿元	2022/12/02
20 铁道 CP001	100 亿元	100 亿元	2021/4/17
20 铁道 CP002	150 亿元	150 亿元	2021/4/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”或“公司”）前身为中国铁路总公司（以下简称“铁路总公司”），是中华人民共和国原铁道部企业职能的承接主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其评级反映了公司在市场地位和政府支持等方面的显著优势。跟踪期内，公司资产规模继续扩大，现金流状况良好，政府支持力度大。同时，联合资信也关注到 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对铁路运输业行业造成较大影响、铁路建设投资规模大、运输成本上涨等因素对公司未来经营及财务状况可能产生的影响。

铁路在国民经济和社会发展中具有战略地位，行业发展前景良好。随着公司在建项目的持续推进和完工项目逐步投入运营，公司的收入水平和规模经济效益有望保持增长趋势。截至报告出具日，中国疫情已基本得到有效控制，铁路行业生产经营正在有序恢复。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“03 中铁债”“15 铁道 MTN002”“16 铁道 MTN001”“16 铁道 MTN002”“19 铁道 MTN001”“19 铁道 MTN002”的信用等级为 AAA，“20 铁道 CP001”和“20 铁道 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 铁路在国民经济和社会发展中具有重要的战略地位，跟踪期内铁路运输的客货运需求保持较大规模，铁路建设规模不断扩大，铁路行业发展前景良好。
2. 跟踪期内，随着铁路路网结构的优化、车辆装备水平以及运输效率的提升，公司竞争实力明显增强，在铁路运输领域仍保持市场主导地位。
3. 公司 EBITDA、经营净现金流量对跟踪评级债券具有很强的保障能力。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 张 依 刘沛伦

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

关注

- 跟踪期内, 公司持续投资规模较大, 债务规模有所上升。
- 运价体系、公益性线路和运输补贴机制等方面的改革措施仍有待进一步明确和完善。
- 2020年初爆发的新冠肺炎疫情短期内对铁路运输业行业造成较大影响, 全国旅客流动量显著下降, 并导致大量建设工程项目暂停。联合资信将持续关注疫情对铁路运输业及公司的影响。

主要财务数据:

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	1468.17	1145.43	1225.44	1114.35
资产总额(亿元)	76483.87	80023.39	83149.63	83229.18
权益(亿元)	26605.37	27889.60	28290.41	28181.89
短期债务(亿元)	1655.36	458.97	709.31	1226.92
长期债务(亿元)	41886.78	45154.05	47657.35	47931.94
全部债务(亿元)	43542.14	45613.02	48366.66	49158.86
运输收入(亿元)	6942.54	7658.57	8168.46	1419.23
利润总额(亿元)	607.95	705.92	769.85	-473.83
EBITDA(亿元)	2728.89	3266.33	3630.07	--
经营性净现金流(亿元)	1876.96	2317.90	2470.76	12.04
营业利润率(%)	5.11	5.03	4.54	-25.74
净资产收益率(%)	1.88	1.96	1.99	--
资产负债率(%)	65.21	65.15	65.98	66.14
全部债务资本化比率(%)	62.07	62.06	63.09	63.56
流动比率(%)	68.42	75.86	60.31	63.18
速动比率(%)	58.64	64.39	49.15	51.03
现金短期债务比(倍)	0.89	2.50	1.73	0.91
EBITDA利息倍数(倍)	3.59	4.05	3.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.96	13.96	13.32	--

注: 计算净资产收益率时已将税后建设基金考虑在内

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 铁道 CP002	A-1	AAA	稳定	2020/4/24	张 依 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 铁道 CP001	A-1	AAA	稳定	2020/4/10	张 依 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 铁道 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/11/26	张 依 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 铁道 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/11	张 依 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
03 中铁债、15 铁道 MTN002、16 铁道 MTN001、16 铁道 MTN002 跟踪	AAA	AAA	稳定	2019/6/14	张 丽 张 依	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
16 铁道 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/6/2	王丽娟 刘 博	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
16 铁道 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/5/13	王丽娟 刘 博	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
15 铁道 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/9/29	王丽娟 刘 博	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
03 中铁债	AAA	AAA	稳定	2003/8/6	邵立强 张文鹏	资信评级方法 (2003)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国国家铁路集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国国家铁路集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”或“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2019年6月14日，根据《财政部关于中国铁路总公司公司制改革有关事项的批复》（财建〔2019〕315号，以下简称“《改制批复》”），中国铁路总公司（公司曾用名，以下简称“铁路总公司”）由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称变更为现用名，仍由中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）代表国务院履行出资人职责。截至2020年3月底，公司注册资金为17395亿元，不进行资产评估和审计验资；实收国有资本数额以财政部核定的国有资产产权登记数额为准。财政部为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围变更为铁路客货运输；承包与其实力、规模、业绩相适应的对外承包工程项目；并派遣实施上述对外承包工程所需的劳务人员。铁路客货运输相关服务业务；铁路工程建设及相关业务；铁路专用设备及其他工业设备的制造、维修、租赁业务；物资购销、物流服务、对外贸易、咨询服务、运输代理、广告、旅游、电子商务、其他商贸服务业务；铁路土地综合开发、卫生检测与技术服务；国务院或主管部门批准或允许的其他业务；互联网信息服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；提供互联网药品、医疗器械信息服务以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2019 年底，公司资产总额 83149.63 亿元，权益合计 28290.41 亿元。2019 年，公司实现收入合计 11348.41 亿元（其中运输收入 8168.46 亿元），利润总额 769.85 亿元（含税后铁路建设基金 537.45 亿元）。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 83229.18 亿元，权益合计 28181.89 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现收入合计 1883.09 亿元（其中运输收入 1419.23 亿元），利润总额 473.83 亿元（含税后铁路建设基金 120.79 亿元）。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路 10 号；法定代表人：陆东福。

三、存续债券概况

截至2020年3月底，公司由联合资信评级的存续债券共8支，余额合计930.00亿元，跟踪期内，“03中铁债”“15铁道MTN002”“16铁道MTN001”和“16铁道MTN002”均按时付息，“19铁道MTN001”“19铁道MTN002”“20铁道CP001”和“20铁道CP002”发行未满一年，尚未到付息日。跟踪的存续债券情况详见表1。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
03 中铁债	30	2003/8/25	18	4.63
15 铁道 MTN002	100	2015/11/2	5	3.51
16 铁道 MTN001	150	2016/5/19	5	3.35
16 铁道 MTN002	200	2016/6/8	5	3.46
19 铁道 MTN001	100	2019/11/15	3	3.40
19 铁道 MTN002	100	2019/12/02	3	3.38
20 铁道 CP001	100	2020/04/17	1	1.74
20 铁道 CP002	150	2020/04/29	1	1.64

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增

速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个

百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国

规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较

去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前

下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫

情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性

风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

铁路在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国铁路运输的客货运量增长较快，铁路建设规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着铁路运输供给侧结构性改革的逐步深入，中国铁路市场活力不断增强，行业发展前景良好。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

1. 行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的推动力，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在相当长时期内仍将主要依靠铁路。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2019 年底，中国铁路营业里程 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里；全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里；其中，复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国铁路独资投资建设铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由中国铁路控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由中国铁路负责铁路资产后续的运营管理。

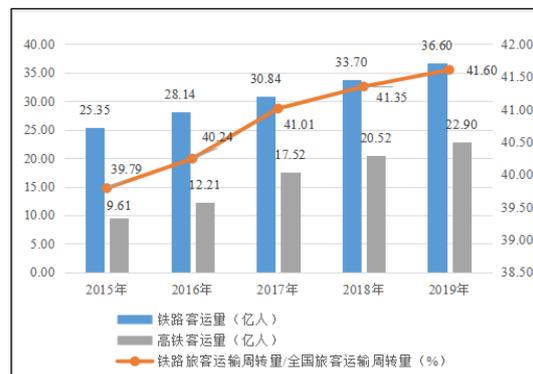
2. 铁路运输

铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019 年，全国铁路旅客发送量 36.60 亿人，同比增长 8.4%；铁路旅客周转量 14706.64 亿人公里，同比增长 4.0%，占全国旅客运输周转量比重为 41.60%，较上年提升 0.25 个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量 22.90 亿人，同比增长 14.2%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至 62.57%，同比提升约 3 个百分点。

客运价格变化方面，2017 年 4 月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30%，一等座涨幅在 65%~70%；2019 年 12 月，中国铁路进一步对 730 余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图 1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019 年，中国铁路货运总发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；铁路货运总周转量 30181.95 亿吨公里，同比增长 4.3%。从运输货种看，

煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%¹左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

货运价格变化方面，2018 年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，中国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，还采取降了低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。

3. 铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，年投资额均维持在 8000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8029 亿元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。

表 3 中国铁路固定资产投资情况（亿元、公里、个）

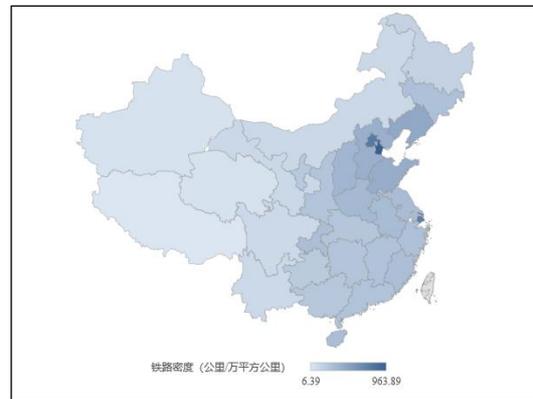
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018 年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公

里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足 100 公里/万平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

图 2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到 15 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3 万公里。截至 2019 年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有 1.1 万公里的差距。根据《2019 年政府工作报告》及中国铁路发布的建设计划，2020 年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资 8000 亿元。

4. 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，中国铁路也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主

¹ 统计口径为国家铁路

体单一、投资效率不足等问题日益凸显；此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争

性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在2015年12月和2017年10月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018年9月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019年9月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。

表4 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015年7月10日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015年10月12日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015年12月23日	《国家发展改革委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	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017年12月14日	《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	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，具体包括：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。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，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
2018年9月17日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019年9月19日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中

国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降，并导致

大量建设工程项目暂停。2020年1—3月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下降55.1%和53.3%，货运总发送量同比增长1.7%，货运总周转量同比下降1.9%；铁路固定资产投资累计完成额同比下降21.0%。截至2020年4月8日，中国境内跨省市交通管控措施均已解除，大众可凭健康码有序流动，铁路客货运需求及投资进度有望逐步恢复。

长期而言，铁路投资是基础设施建设稳增长、拉动内需的重要发力点，尤其在经济下行压力加大的情况下，能够对促进经济平稳健康发展发挥关键作用。目前，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，供需矛盾仍然紧张，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

根据《中长期铁路网规划》，到2025年中国铁路网规模计划达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里；到2030年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司完成所有制改革，继续享有国家和地方各级政府在融资、债务处理、国有资产收益上缴以及公益性运输补贴等方面的支持。

2019年6月，经国务院批准同意，铁路总公司改制为国家铁路，完成工商变更并在北京挂牌。铁路总公司的债权、债务、品牌、资质

证照、知识产权等均由公司承继。公司以铁路客货运输为主业，实行多元化经营；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。

融资支持

(1) 铁路建设债券

2011年10月，国家发改委下发《国家发展改革委办公厅关于明确中国铁路建设债券政府支持性质的复函》，明确提出“铁路建设债券具有政府支持地位”。根据2013年12月30日审计署发布的全国政府性债务审计结果，铁路总公司及原铁道部发行的政府支持债券或以铁路建设基金提供担保等方式形成的债务被定义为政府可能承担一定救助责任的债务。

铁路建设基金是原铁道部直接债务融资本息偿付的重要保证。根据1996年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》(财工字(1996)371号)的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。2007年1月，经国务院批准，铁路建设基金继续予以保留。

发行铁路建设债券是公司融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，极大提升了其偿还的安全性。

(2) 投资人税费优惠

财政部和国家税务总局2011年10月下发《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》(财税〔2011〕99号)，规定对铁道建设债券利息收入减半征收企业所得税。根据财政部和国家税务总局2016年发布的《关于铁路债券利息收入所得税政策问题的通知》(财税〔2016〕30号)，税收优惠政策范围进一步扩大：增加“对个人投资者持有2016—2018年发行的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”；

扩大债券利息税收减免的范围，增加中期票据、短期融资券等债务融资工具。

铁路总公司成立后，继续享有相关税收优惠政策，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。公司改制后，国务院及相关部门给予铁路总公司的支持政策和优惠政策继续适用于公司。

国有资产收益上缴

针对铁路总公司的国有资产收益，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，由公司用于再投入和结构调整。

公益性运输补贴机制

对于铁路承担的学生、伤残军人、涉农物资等公益性运输任务，以及青藏线、南疆线等有关公益性铁路的经营亏损，研究建立铁路公益性运输补贴机制，研究采取财政补贴等方式，对铁路公益性运输亏损给予适当补偿。

截至本报告出具之日，原铁道部、铁路总公司和公司银行借款未发生债务违约情况；根据公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，原铁道部、铁路总公司和公司无逾期或违约偿付记录。总体看，公司信用记录情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，中国铁路改制为国有独资公司，初步建立相对规范的法人治理结构；高级管理人员、管理制度无重大变化。

2019年6月14日，根据《改制批复》，原铁路总公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后名称变更为现用名。

根据《中国国家铁路集团有限公司章程》，公司不设股东会，由财政部代表国务院履行出资人职责。

公司设董事会，对出资人负责，董事会由11名成员组成，其中职工董事1人；设监事会，

监事会机构设置及职责等具体事宜根据《中华人民共和国公司法》以及中央深化国有企业改革部署进行调整完善。

公司设经理层。经理层设总经理1人，总经理兼任董事或副董事长；副总经理、总会计师5人；设总工程师、总经济师、总调度长、安全总监、总法律顾问各1人。

公司设监事会，监事会机构设置及职责等具体事宜根据《中华人民共和国公司法》以及中央深化国有企业改革部署进行调整完善。

跟踪期内，公司高级管理人员、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司收入规模有所增长，运输收入是公司主要收入来源，整体毛利率维持在较低水平。2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，铁路运输业务受到较大冲击，公司收入较2019年同期大幅下降，毛利率由正转负。

2019年，公司实现含税收入11348.41亿元，同比增长3.59%。2019年，受宏观经济环境向好、铁路路网建设推进等因素影响，公司实现运输收入8168.46亿元（含税前建设基金553.92亿元），同比上升6.66%，运输收入仍为公司收入的主要来源。从运输收入构成看，2019年客运收入在运输收入中的比重略有升高，仍为运输收入的主要来源。2019年，公司实现客运收入3918.34亿元，占运输收入的47.97%；实现货运收入3618.82亿元，占运输收入的44.30%；实现其他运输收入631.30亿元，占运输收入的7.73%。除铁路客货运输业务外，公司还从事包括交通运输（物流、装卸等）、批发和零售、建筑、租赁和商务服务（旅行社和广告等）等其他业务，2019年实现收入3179.95亿元，同比下降3.54%。

毛利率方面，受铁路客货运价水平总体较低和铁路折旧成本较大影响，公司综合毛利率处于较低水平，其中运输业务持续处于亏损状态。

表 5 公司收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
运输收入	7658.57	69.91	-11.74	8168.46	71.98	-10.72	1419.23	75.37	-48.67
货运收入	3522.47	32.15	/	3618.82	31.89	/	838.76	44.54	/
客运收入	3569.78	32.58	/	3918.34	34.53	/	452.76	24.04	/
其他运输收入	566.32	5.17	/	631.30	5.56	/	127.71	6.78	/
其他收入	3296.74	30.09	45.57	3179.95	28.02	45.52	463.86	24.63	46.47
合计	10955.31	100.00	5.50	11348.41	100.00	5.04	1883.09	100.00	-25.24

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情短期内对铁路运输业造成较大影响, 全国旅客流动量显著下降。2020 年 1—3 月, 公司实现含税收入 1883.09 亿元, 相当于 2019 年全年的 16.59%。2020 年 1—3 月, 公司实现运输收入 1419.23 亿元, 较 2019 年同期下降 26.58%。其中, 货运收入 838.76 亿元, 较 2019 年同期小幅下降 3.26%; 客运收入 452.76 亿元, 较 2019 年同期大幅下降 51.15%; 其他运输收入 127.71 亿元, 较 2019 年同期下降 8.18%。2020 年 1—3 月, 公司实现其他收入 463.86 亿元。毛利率方面, 2020 年 1—3 月, 公司运输业务亏损加剧, 公司综合毛利率由正转负。

2. 业务经营分析

运输概况

跟踪期内, 公司在铁路运输领域的市场主导地位未发生改变。2019 年, 国家铁路旅客和货物的发送量和周转量保持增长; 2020 年 1—3 月, 受新冠肺炎疫情影响, 国家铁路各项运营数据均较 2019 年同期大幅下降。

客运方面, 2019 年, 公司铁路旅客发送量和旅客周转量分别为 35.79 亿人和 14529.55 亿人公里, 分别较 2018 年增长 7.9% 和 3.3%。公司铁路旅客发送量和周转量全国占有率维持在 97% 以上。货运方面, 近年来, 全国铁路货运量持续回升, 一方面由于宏观经济企稳带动大宗商品需求增加, 供给侧改革加速煤炭、钢铁和铁矿石向先进产能的企业集中; 另一方面由于公路治超、环保治霾的持续向严和货物运输

结构优化的不断推进, 公路货运向铁路货运分流。2019 年, 公司铁路货运发送量和货运周转量分别达到 34.40 亿吨和 27009.55 亿吨公里, 同比分别增长 7.8% 和 4.7%, 公司铁路货运发送量和周转量全国占有率分别为 78.38% 和 89.49%。

表 6 全国及公司铁路运输情况
(单位: 亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
全国铁路旅客发送量	33.75	36.60	3.83
国家铁路	33.17	35.79	3.78
占比	98.28	97.78	98.57
全国铁路旅客周转量	14146.58	14706.64	1722.15
国家铁路	14063.99	14529.55	1720.23
占比	99.42	98.80	99.89
全国铁路货运发送量	40.26	43.89	10.53
国家铁路	31.91	34.40	8.24
占比	79.26	78.38	78.23
全国铁路货运周转量	28820.99	30181.95	6942.03
国家铁路	25800.96	27009.55	6230.79
占比	89.52	89.49	89.75

注: 国家铁路即中国铁路控股的铁路

资料来源: 联合资信根据国家铁路局公布的铁道统计公报及 2020 年 3 月全国铁路主要指标完成情况整理

2020 年初, 因新冠肺炎疫情爆发, 全国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控, 全国旅客流动量显著下降。2020 年 1—3 月, 受新冠肺炎疫情影响, 公司铁路旅客发送量完成 3.78 亿人, 较 2019 年同期大幅下降 54.8%; 公司铁路旅客周转量 1720.23 亿人公里, 较 2019 年同期大幅下降 53.0%。同期, 公司铁路货运总发送量完成 8.24 亿吨, 同比上升 3.1%;

公司铁路货运总周转量完成 6230.79 亿吨公里，同比略有下降 1.3%。联合资信将持续关注本次疫情对公司经营产生的影响及后续客货运输需求恢复情况。

运输安全

2019 年，全国铁路未发生铁路交通特别重大、重大事故；发生较大事故 4 件，同比增加 3 件。铁路交通事故死亡人数 788 人，同比减少 69 人，下降 8.1%。

铁路建设

2019 年，全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元，其中国家铁路完成 7511 亿元；投产铁路新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。2019 年，京张高速铁路、京雄城际铁路北京大兴机场段、昌赣高速铁路、成贵高速铁路、郑万高速铁路郑州至襄阳段、徐盐高速铁路、浩吉铁路等 51 条新线建成投产。2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，全国铁路固定资产投资完成 799 亿元，较 2019 年同期下降 21.0%。

2019 年底，全国铁路营业里程达到 13.19 万公里，其中，高速铁路营业里程达到 3.5 万公里；复线里程 8.3 万公里，复线率 59.0%；电气化里程 10.0 万公里，电化率 71.9%；西部地区铁路营业里程 5.6 万公里。2019 年底，全国铁路路网密度 145.5 公里/万平方公里。

2019 年底，全国铁路机车拥有量为 2.2 万台。其中，内燃机车 0.8 万台，电力机车 1.37 万台。全国铁路客车拥有量为 7.6 万辆，其中，动车组 3665 标准组、29319 辆。全国铁路货车拥有量为 87.8 万辆。

2020 年，全国铁路固定资产投资将保持较大规模，确保投产新线 4000 公里以上，其中高铁 2000 公里。2020 年计划开工建设的铁路项目 20 个，另有储备项目 12 个。按照《中长期铁路网规划》，到 2020 年底中国铁路网规模将达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里；将建成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的现代高速铁路网。

表 7 公司计划 2020 年开工项目情况

(单位：公里)

序号	项目	规模
1	川藏铁路雅安至林芝段	967
2	丰台至雄安至商丘高速铁路	639
3	重庆至昆明高速铁路	699
4	沈阳至白河高速铁路	429
5	西宁至成都铁路西宁至黄胜关段	497
6	包银高速铁路包头至惠农段	419
7	郑济高铁濮阳至济南段	210
8	西安至安康告诉铁路	170
9	西安至延安高速铁路	287
10	西安至十堰高速铁路	257
11	宜昌至郑万高铁联络线	109
12	上海至苏州至湖州高速铁路	163
13	重庆至黔江高速铁路	270
14	乌北至淮东铁路增建二线	187
15	日照岚山疏港铁路	35
16	湖州至杭州西至杭黄联络线	137
17	宁波枢纽庄桥至宁波段新建三四线	7
18	青藏铁路格拉段电化改造	1136
19	兰州至张掖三四线中川机场至武威	194
20	茂名东至博贺港铁路	50

资料来源：公开资料

技术创新及节能减排

重要技术标准制定方面，2019 年，报经国家标准委审批发布铁道国家标准 15 项，发布铁道行业标准（技术标准）公告 9 批、铁道行业标准（工程建设标准）公告 8 批、铁路工程造价标准公告 1 批、关于下调铁路工程造价标准增值税税率的公告 1 批。知识产权及获奖成果方面，2019 年，铁道行业获国家科学技术奖 6 项，完成铁路重大科技创新成果库入库铁路科技项目 280 项。

此外，铁路运输在积极提升科技水平的同时也非常注重节能减排。2019 年，国家铁路能源消耗折算标准煤 1634.77 万吨，比上年增加 10.57 万吨；单位运输工作量综合能耗 3.94 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.13 吨标准煤/百万换算吨公里；单位运输工作量主营综合能耗 3.84 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.03 吨标准煤/百万换算吨公里。

3. 未来发展

2016年7月，国家发改委、交通运输部和公司印发《中长期铁路网规划》（以下简称“《规划》”），规划期为2016—2025年，远期展望到2030年。《规划》中明确要扩大完善铁路基础设施网络和提升运输服务水平，支撑和引领经济社会相关领域深度融合发展。《规划》确定了五点未来铁路发展目标：一是打造“八纵八横”为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间1~4小时交通圈、城市群内0.5~2小时交通圈。二是完善普速铁路网，扩大中西部路网覆盖，优化东部网络布局，实现铁路交通基本覆盖县级以上行政区。三是按照“零距离”换乘要求，同站规划建设以铁路客站为中心、衔接其他交通方式的综合交通体，形成配套便捷、站城融合的现代化交通枢纽。四是培育壮大高铁经济新业态，促进沿线区域交流合作和资源优化配置，加速产业梯度转移，带动制造业和整个经济转型升级。五是鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间投资、外资等在内的社会资本参与铁路投资建设。公司要推进自身改革，加快建立现代企业制度，盘活现有资产，用市场化方式多渠道融资，在铁路建设发展中发挥关键作用。

2019年9月，中共中央、国务院印发实施《交通强国建设纲要》（以下简称“《纲要》”）。铁路及轨道建设方面，《纲要》要求进一步完善铁路先行的措施和方案，制定交通强国铁路先行行动计划，推动铁路发展由速度规模型向质量效益型转变，加大铁路基础设施补短板力度。在基础设施布局方面，推进干线铁路、城

际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；在运输服务方面，构建以高铁为主的大容量、高效率的区际快速客运服务系统；优化运输结构，加快推进“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物和中长距离货物运输向铁路有序转移。

结合《规划》《纲要》等文件，铁路及轨道交通领域发展空间较大。公司结合铁路工作实际，聚焦“三个世界领先、三个进一步提升”的先行目标任务，进一步完善铁路先行的措施和方案，制定交通强国铁路先行行动计划，推动铁路发展由速度规模型向质量效益型转变，努力实现铁路高质量发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报表和2020年一季度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留审计意见。

截至2019年底，公司资产总额83149.63亿元，权益合计28290.41亿元。2019年，公司实现收入合计11348.41亿元（其中运输收入8168.46亿元），利润总额769.85亿元（含税后铁路建设基金537.45亿元）。

截至2020年3月底，公司资产总额83229.18亿元，权益合计28181.89亿元。2020年1—3月，公司实现收入合计1883.09亿元（其中运输收入1419.23亿元），利润总额-473.83亿元（含税后铁路建设基金120.79亿元）。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5294.85	6.62	4343.34	5.22	4495.43	5.40
长期投资	1298.15	1.62	1870.04	2.25	1919.41	2.31
固定资产净值	51885.27	64.84	56353.46	67.77	55990.30	67.27
在建工程	12210.40	15.26	10239.98	12.32	10383.00	12.48
其他	9334.72	11.66	10342.81	12.44	10441.04	12.54

资产总额	80023.39	100.00	83149.63	100.00	83229.18	100.00
------	----------	--------	----------	--------	----------	--------

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，以固定资产、在建工程和其他为主，整体资产质量高。

2019 年底，公司资产总额 83149.63 亿元，较 2018 年底增长 3.91%，主要来自铁路基础设施建设规模扩大导致的固定资产的增加；资产结构以固定资产、在建工程和其他为主，与业务特点相匹配。

2019 年底，公司流动资产 4343.34 亿元，较 2018 年底下降 17.97%，主要系应收款大幅下降所致。2019 年底，公司货币资金较 2018 年底增长 6.99% 至 1225.44 亿元，整体资金较为充裕；应收款 1784.89 亿元，较 2018 年底下降 40.24%。

2019 年底，公司长期投资 1870.04 亿元，较 2018 年底增长 44.05%，系公司所属行政事业单位的资本金。

跟踪期内随着铁路建设持续推进和部分项目完工通车，公司在建工程略有下降，固定资产持续增长。2019 年底，公司固定资产净值 56353.46 亿元，较 2018 年底增长 8.61%，其中固定资产原值 69617.82 亿元，较 2018 年底增长 8.63%，累计计提折旧 13264.36 亿元；在建工程 10239.98 亿元，较 2018 年底下降 16.14%；其他（包括其他流动资产、递延所得税资产、无形及其他长期资产）10342.81 亿元，较 2018 年底增长 10.80%。

2020 年 3 月底，公司资产总额 83229.18 亿元，较 2018 年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司权益略有增长，以资本金为主；债务负担有所上升，但整体负债水平仍处于合理范围。

所有者权益

2019 年底，公司权益合计 28290.41 亿元，

较 2018 年底增长 1.44%，主要系资本金增加。2020 年 3 月底，公司权益合计 28181.89 亿元，较 2019 年底下降 0.38%。

负债

2019 年底，公司负债总额 54859.22 亿元，较 2018 年底增长 5.23%，主要源于国内借款的增加。负债总额中，流动负债占 13.13%，长期负债占 86.87%，公司负债仍以长期负债为主，与铁路建设周期长相适应，债务结构合理。

2019 年底，公司流动负债合计 7201.87 亿元，较 2018 年底增长 3.18%；流动负债由应付款（占 90.15%）和短期负债（占 9.85%）构成。2019 年底，公司长期负债合计 47657.35 亿元，主要是国内借款。

2020 年 3 月底，公司负债合计 55047.29 亿元，较 2019 年底小幅增长 0.34%，负债结构变化不大。

表 9 公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	458.97	709.31	1226.92
长期债务	45154.05	47657.35	47931.94
全部债务	45613.02	48366.66	49158.86
长期债务资本化比率	61.82	62.75	62.97
全部债务资本化比率	62.06	63.09	63.56
资产负债率	65.15	65.98	66.14

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 709.31 亿元、47657.35 亿元和 48366.66 亿元，较 2018 年底均有所增加；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.98%、63.09% 和 62.75%。2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.14%、63.56% 和 62.97%。

根据 2013 年 12 月 30 日审计署发布的全国政府性债务审计结果，将公司（原铁道部）发行政府支持债券或以铁路建设基金提供担保等方式形成的债务定义为政府可能承担一

定救助责任的债务，即如果公司出现偿债困难，政府可能承担一定的救助责任。

4. 盈利能力

2019年，公司收入规模保持增长，整体盈利能力较好，但较2018年略有下降。

2019年，公司实现收入合计11348.41亿元，同比增长3.59%，主要系运输收入增长所致。同期，公司成本合计10776.35亿元，同比增长4.10%，主要系受人工和折旧成本上升影响。2019年，公司实现利润总额769.85亿元（含税后铁路建设基金537.45亿元），同比上升9.06%；公司税后利润为25.24亿元，同比增长23.42%。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率4.54%，同比略有下降；净资产收益率（加税后建设基金）和总资本收益率（加税后建设基金）分别为1.30%和1.99%，同比略有上升。

2020年1—3月，公司实现收入及利润总额分别为1883.09亿元和-473.83亿元（含税后铁路建设基金120.79亿元）。

表10 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	10955.31	11348.41
利润总额	705.92	769.85
营业利润率	5.03	4.54
总资本收益率	1.13	1.30
净资产收益率	1.96	1.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

铁路运输作为中国主要运输方式在短期内不会发生改变，相对较低的运输成本使得铁路运输在与公路、民航运输等方面处于较大的优势，随着国民经济的快速发展，对铁路运输的需求将越来越大，结合铁路运价的市场化调节，铁路网络布局的更加合理，铁路收入将会保持较大的规模，或将支持公司未来收入增长。2020年初爆发的新冠肺炎疫情，短期内对铁路运输业造成较大影响。截至报告出具日，中国疫情已基本得到有效控制，各行业生产经营正在有序恢复。此外，随着铁路投融资体制、运价体系改革和公益性补贴机制的建立，公司盈利能

力有望得到提升。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营性现金流良好，但用于建设和偿还债务的资金规模庞大，对外融资需求很大。

从资金来源看，2019年公司资金来源10583.06亿元，与上年基本持平。其中，贷款占52.98%，扣除营业税后的建设基金占5.23%，其他（指通过发行铁路建设债券等渠道筹集的资金）占23.67%，折旧占17.87%。从资金运用看，2019年公司资金运用合计10503.05亿元，同比小幅下降3.31%，主要用于基建投资和还本付息。

2019年，公司资金来源能够覆盖资金运用所需，差额为80.01亿元。2019年底，公司年末现金为1225.44亿元，较上年增长6.99%，对建设及还本付息支出提供了一定的资金保障。

2020年1—3月，公司资金来源及运用分别达到2205.10亿元和2316.19亿元，资金来源未能覆盖资金支出，差额为111.09亿元，由上年年末现金补足；年末现金为1114.35亿元。

公司经营净现金流入由税后利润、扣除营业税后的建设基金和折旧构成。2019年，公司经营净现金流入量为2470.76亿元，同比增长6.59%。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债指标仍很强，考虑到公司强大的资产和收入规模、很强的资金调配能力、畅通的融资渠道以及显著的行业地位，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2019年底公司流动比率和速动比率分别为60.31%和49.15%；2020年3月底上述两指标分别为63.18%和51.03%。2019年底及2020年3月底，公司现金短期债务比分别为1.73倍和0.91倍。

长期偿债能力方面，2019年，公司

EBITDA 为 3630.07 亿元, EBITDA 利息倍数为 3.75 倍, EBITDA 对利息的保护能力强; 全部债务/EBITDA 为 13.32 倍。公司长期偿债能力很强。

公司与金融机构保持良好的合作关系, 目前商业银行对公司提供的贷款主要为信用贷款。除发行铁路建设债券外, 公司还积极利用信托、保险资金等方式优化债务结构, 确保铁路建设的顺利推进。

二、存续期内债券偿还能力分析

公司 EBITDA、经营净现金流入对存续期内待偿还债券具有很强的保障能力; 同时公司获得国家 and 地方各级政府的大力支持, 有利于缓解公司对外融资压力。公司对存续期内待偿还债券具有极强的偿还能力。

公司由联合资信评级的存续债券共 8 支, 余额合计 930.00 亿元。2019 年, 公司 EBITDA 和经营净现金流入量分别为上述待偿还债券余额的 3.90 倍和 2.66 倍。

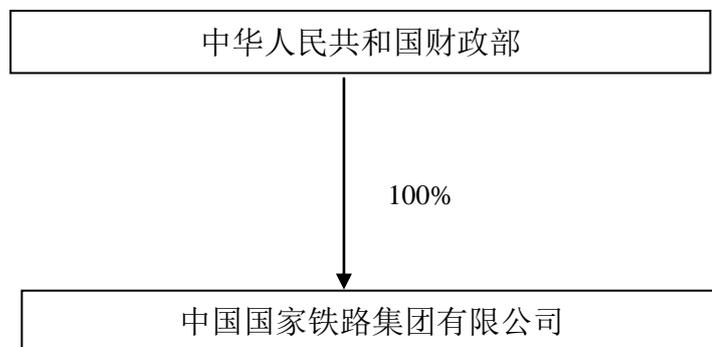
联合资信所评的公司存续债券于 2021 年达到单年最大偿付峰值 630 亿元, 其中“03 中铁债” 30.00 亿元、“16 铁道 MTN001” 150.00 亿元、“16 铁道 MTN002” 200.00 亿元、“20 铁道 CP001” 100 亿元和“20 铁道 CP002” 150 亿元。2019 年公司 EBITDA 和经营净现金流入量分别为偿付债券合计本金峰值的 5.76 倍和 3.92 倍。

此外, 根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》(财工字〔1996〕371 号) 的规定, 铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前, 铁路建设基金作为政府性基金, 纳入基金预算, 实行收支两条线的管理方式。“03 中铁债” 由铁路建设基金提供偿还担保。近年来, 铁路建设基金规模逐年增长, 2019 年为 537.45 亿元。

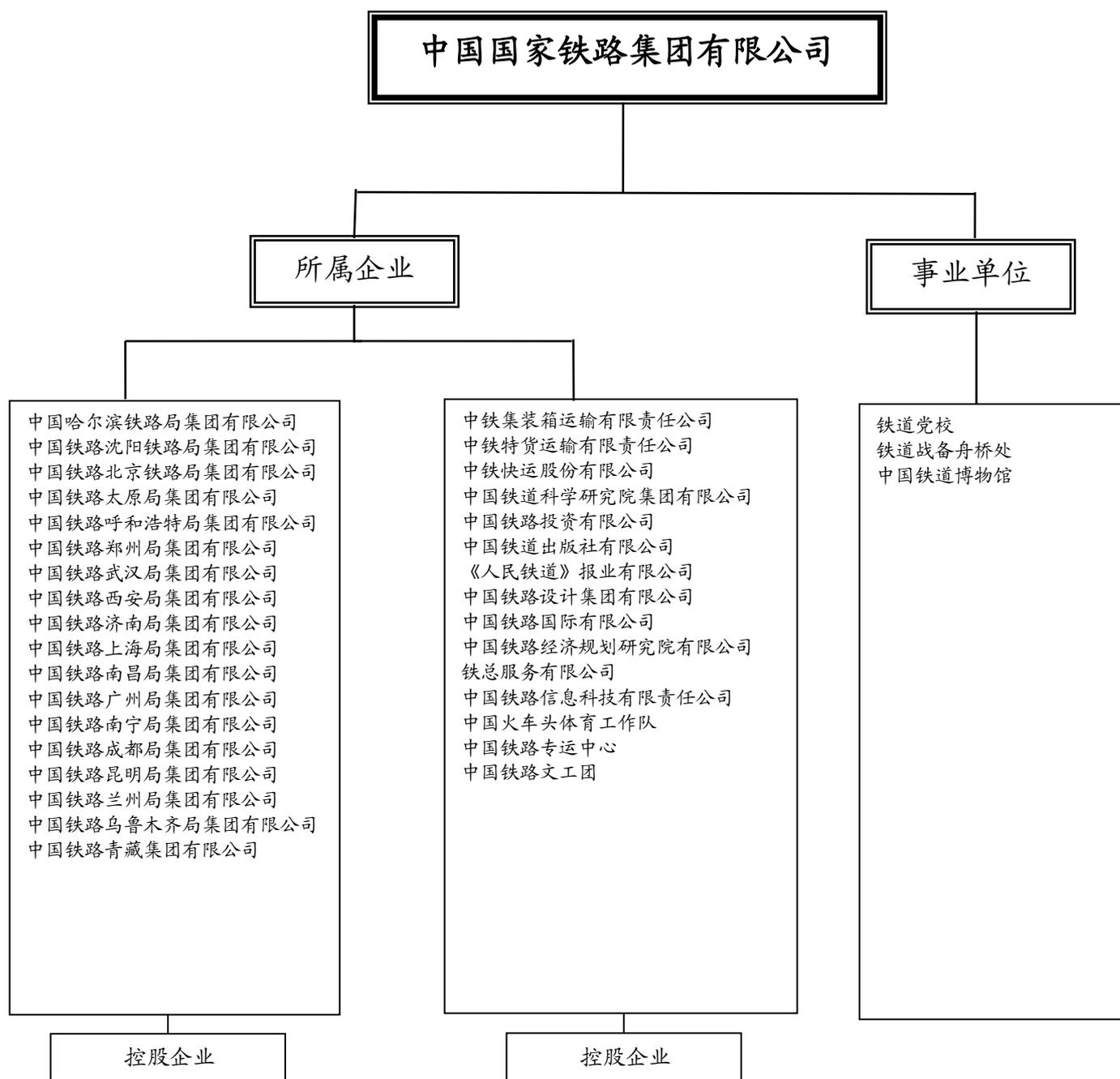
十一、结论

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “03 中铁债” “15 铁道 MTN002” “16 铁道 MTN001” “16 铁道 MTN002” “19 铁道 MTN001” “19 铁道 MTN002” 的信用等级为 AAA, “20 铁道 CP001” 和“20 铁道 CP002” 的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1468.17	1145.43	1225.44	1114.35
资产总额(亿元)	76483.87	80023.39	83149.63	83229.18
所有者权益(亿元)	26605.37	27889.60	28290.41	28181.89
短期债务(亿元)	1655.36	458.97	709.31	1226.92
长期债务(亿元)	41886.78	45154.05	47657.35	47931.94
全部债务(亿元)	43542.14	45613.02	48366.66	49158.86
运输收入(亿元)	6942.54	7658.57	8168.46	1419.23
利润总额(亿元)	607.95	705.92	769.85	-473.83
EBITDA(亿元)	2728.89	3266.33	3630.07	--
经营性净现金流(亿元)	1876.96	2317.90	2470.76	12.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.48	3.71	4.76	--
存货周转次数(次)	10.02	10.82	11.28	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.14	--
营业利润率(%)	5.11	5.03	4.54	-25.74
总资本收益率(%)	1.11	1.13	1.30	--
净资产收益率(%)	1.88	1.96	1.99	--
长期债务资本化比率(%)	61.16	61.82	62.75	62.97
全部债务资本化比率(%)	62.07	62.06	63.09	63.56
资产负债率(%)	65.21	65.15	65.98	66.14
流动比率(%)	68.42	75.86	60.31	63.18
速动比率(%)	58.64	64.39	49.15	51.03
现金短期债务比(倍)	0.89	2.50	1.73	0.91
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	4.05	3.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.96	13.96	13.32	--

注：计算净资产收益率时已将税后建设基金计算在内

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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，违约风险较高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变