



2023 年第十期中国铁路建设债券 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20233573D-01

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。
- 我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 10 月 10 日

发行人及评级结果	中国国家铁路集团有限公司	AAA/稳定
本期债项评级结果	2023 年第十期中国铁路建设债券（5 年期品种）	AAA
	2023 年第十期中国铁路建设债券（30 年期品种）	AAA
发行要素	拟发行金额为 200 亿元，分为 5 年期和 30 年期两个品种，其中 5 年期品种的发行规模为 100 亿元，30 年期品种的发行规模为 100 亿元，发行规模共 200 亿元。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。募集资金中 135.60 亿元用于项目建设，64.40 亿元用于债务结构调整。	
评级观点	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、具备大运量和中长途跨区域的运输优势以及路网建设不断完善和结构不断优化下铁路运输的综合竞争实力持续增强，同时公司具有资产规模大、资金调配能力强等优势，以及铁路建设基金提供强有力的建设保障。但中诚信国际也考虑了外部环境复杂多变对公司客运业务的影响、当前铁路建设资本支出规模较大、债务规模或将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铁路建设债券偿还起到的保障作用。	
评级展望	中诚信国际认为，中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”或“公司”）信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 不适用。 可能触发评级下调因素： 公司战略地位及重要性明显下降、财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。	

正面

- 铁路行业是关系国计民生的重要基础设施行业，国家一直对铁路行业给予高度重视和支持
- 铁路运输能够满足大运量、中长途跨区域旅客运输需求，近年来，与同期其他运输方式相比，铁路客运周转量具有明显优势
- 随着铁路系统的不断建设完善、路网结构的不断优化以及政策利好，铁路竞争实力将进一步增强
- 公司资产规模大、资金调配能力强，同时铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，为铁路建设债券偿还起到了有效保障

关注

- 在复杂多变的外部环境影响下，公司客运业务受到较大冲击，业务恢复情况及盈利情况需保持关注
- 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，偿债压力仍然较大
- 持续关注公司转型以及公司制改革的进展情况

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：李路易 lyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

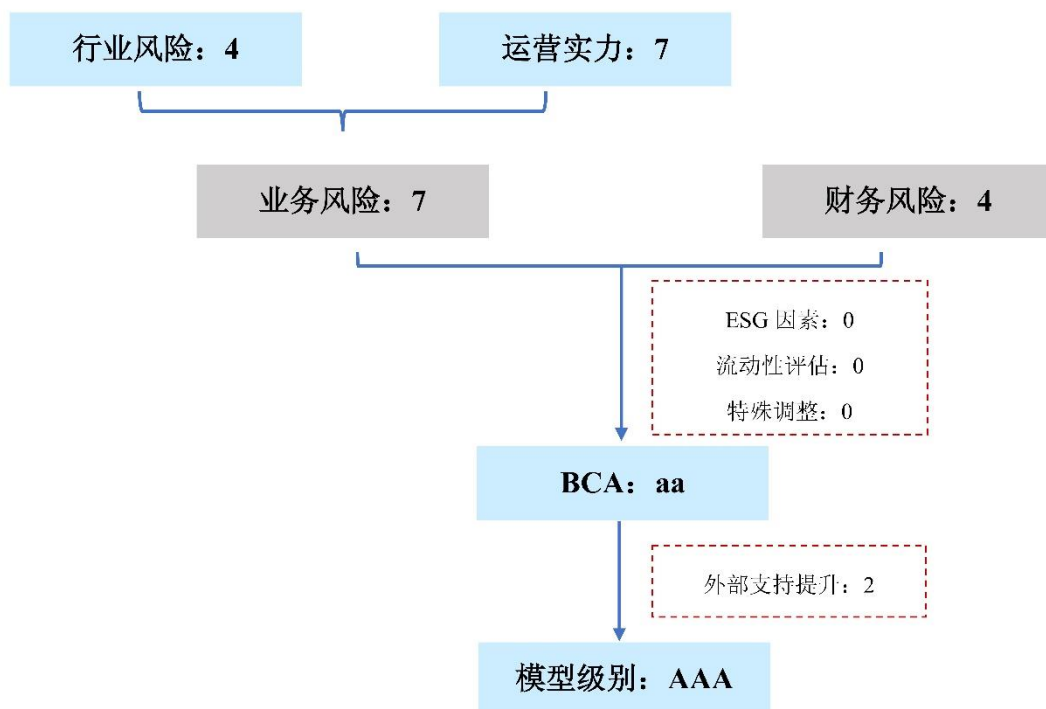
财务概况

中国铁路（合并口径）	2020	2021	2022
资产合计（亿元）	87,072.92	89,228.07	91,997.33
权益合计（亿元）	29,933.56	30,038.85	30,928.85
长期债务（亿元）	42,627.88	43,412.27	45,459.94
总债务（亿元）	47,326.11	49,827.85	51,231.08
营业总收入（亿元）	10,667.84	11,313.47	11,272.46
资产负债率（%）	65.62	66.33	66.38
总资本化比率（%）	61.26	62.39	62.36

注：1、中诚信国际根据中国铁路提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2020~2022 年审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

● 评级模型

中国国家铁路集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2022_03

■ 业务风险：

中国铁路属于铁路运营行业，受政策影响较大，铁路运营行业风险评估为较低；公司业务在行业内处于极强的垄断地位，业务风险评估为极低。

■ 财务风险：

在需求回落的背景下，公司盈利水平显著下降，但债务结构稳定，凭借其较好的内部流动性、顺畅的外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对中国铁路个体基础信用等级无影响，中国铁路具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

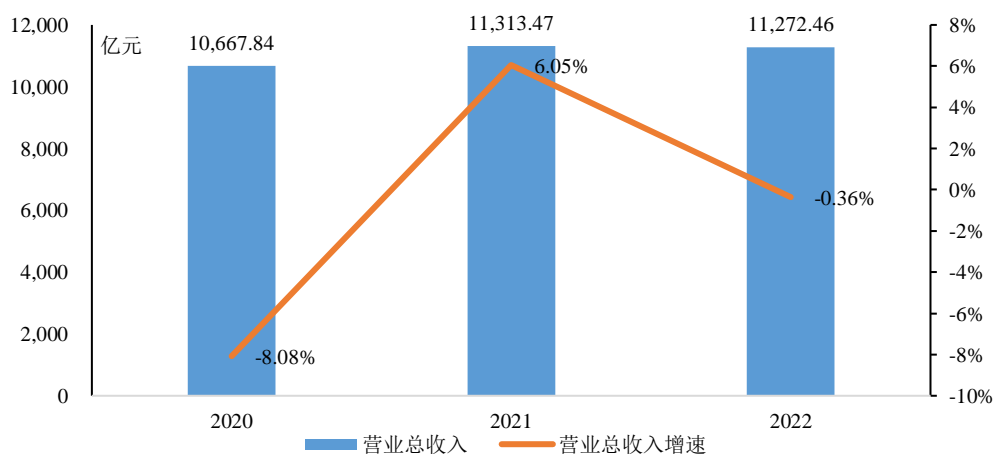
公司为国家授权投资机构和国家控股公司，由财政部代表国务院履行出资人职责。各级政府在政策优惠，协调行政、金融等资源等方面为公司持续提供支持，政府支持意愿极强。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

发行人概况

2013 年 3 月，根据《国务院关于提请审议国务院机构改革和职能转变方案》，铁道部被撤销，组建中国铁路总公司，同时将原铁道部相关资产、负债和人员划入中国铁路总公司，将原铁道部对所属 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中国铁路总公司的国有资本。2018 年 12 月，原国家工商总局网站公示披露，“中国国家铁路集团有限公司”企业名称已获核准。2019 年 6 月，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，完成工商变更并在北京挂牌。原中国铁路总公司的债权、债务、品牌、资质证照、知识产权等均由改制后的中国国家铁路集团有限公司承继。公司主要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。

截至 2022 年末，公司资产总额为 91,997.33 亿元，所有者权益合计为 30,928.85 亿元，资产负债率为 66.38%。2022 年，公司实现总收入 11,272.46 亿元，净利润为-695.61 亿元。

图 1：近年来营业总收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：公司是经国务院批准、依据《中华人民共和国公司法》设立、由中央管理的国有独资公司。经国务院批准，公司为国家授权投资机构和国家控股公司，由财政部代表国务院履行出资人职责¹。截至 2022 年末，公司下设 18 个铁路局集团公司、其他企业等 33 个以及 3 个事业单位。

本期债券概况

本期债券以中央国债登记结算有限责任公司企业债券招标发行系统招标方式，通过承销团成员在银行间市场以及上海证券交易所、深圳证券交易所向机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）公开发行。

¹按照财政部和人力资源社会保障部 2020 年有关规定，公司将财政部持有股权的 10% 一次性划转给社保基金理事会，截至 2022 年末，上述股权变更尚未完成工商变更登记手续。

本期债券发行规模 200 亿元，分为 5 年期和 30 年期两个品种，其中 5 年期品种的发行规模为 100 亿元，30 年期品种的发行规模为 100 亿元。

本期债券采用固定利率方式，票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差，最终基本利差和最终票面年利率将由公司根据市场招标结果，按照国家有关规定确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期限内固定不变。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。自发行首日开始计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券发行募集资金 200 亿元，其中 135.60 亿元用于项目建设，64.40 亿元用于债务结构调整。上述资金的使用，将有利于增强公司可持续发展能力。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年上半年中国经济仍处于复苏进程中，一季度开局良好，但二季度不及预期，特别是预期不稳下需求不足问题进一步凸显，持续复苏仍需要政策的支撑与呵护。

2023 年上半年中国经济持续复苏，GDP 同比增长 5.5%，两年复合同比增长 4%，产出缺口延续收窄，三次产业和三大需求增长贡献率总体回归至常态水平，物流货运及人员流动等社会秩序层面的修复已基本完成。其中，一季度经济开局良好 GDP 环比增长 2.2%，二季度复苏力度明显减弱 GDP 环比增长 0.8%。

中诚信国际认为，上半年经济复苏主要受服务业生产及消费的恢复性增长所拉动，但随着预期不稳下的需求不足问题进一步凸显，投资与消费的修复节奏在二季度出现放缓，叠加外需走弱下的出口下行，当前经济整体处在“弱复苏”区间。同时，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂；从增长动能看，需求不足对经济复苏的拖累有所加剧，且短期内较难逆转；从微观预期看，居民与企业信心偏弱，消费、投资的意愿与能力仍受制约；从债务压力看，宏观债务风险仍处于高位，经济运行中的庞氏融资占比抬升，加大经济金融脆弱性，尤其需要关注地方政府的结构性、区域性债务风险。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政的改善依然承压，资产负债表收缩的风险并未消除。

中诚信国际认为，当前经济运行已经进入修复关键期、风险高发期和发力窗口期，宏观经济政策将继续保持宽松取向，并注重加大政策有效性和精准性。财政政策继续“加力提效”，加大增量财政资金落地，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，发力带动全社会投资和促进消费。货币政策更加注重“精准有力”，积极配合财政政策落地见效，持续引导实体经济融资成本下行。此外，宏观经济政策或将加强总体统筹与预期引导，继续做好短期稳增长与中长期结构调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，下半年宏观经济或将筑底企稳并延续修复，2023 年全年 GDP

增速为 5.3% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年上半年宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10474?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，近年来，复杂多变的外部环境对铁路客运需求产生了较大冲击，但铁路建设仍然稳步有序推进，优质增量供给持续提升，铁路运输依然保持较强的竞争力，国家对铁路行业的发展高度重视并持续给予大力支持，随着外部环境优化，出行需求回升，铁路客运量有望触底回升，行业整体情况向好。

近年来，面对复杂多变的外部环境，铁路客运需求呈波动下降态势，但货运量保持持续增长，随着外部环境的持续优化，人员流动需求逐步释放，铁路客运量有望触底回升，同时在经济稳增长的大背景下，货运量亦有支撑基础，行业景气度将整体呈上行态势。

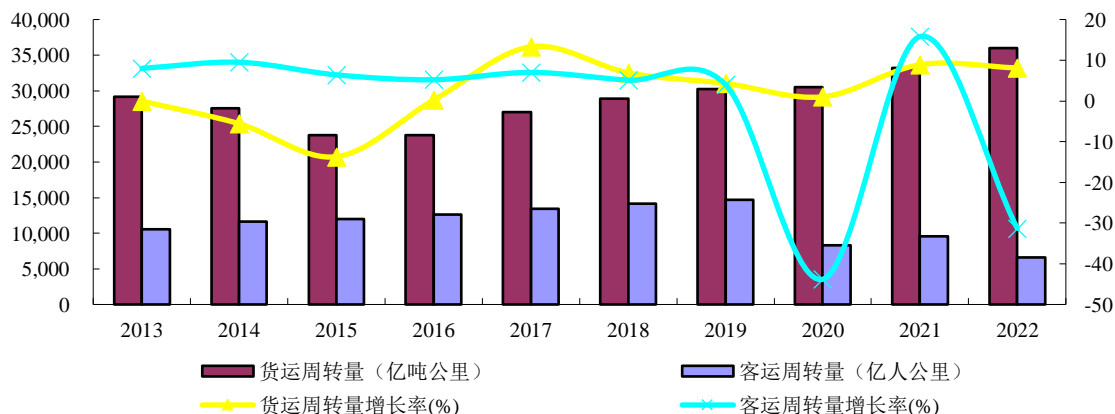
客运方面，2020 年以来，受复杂外部环境的影响，旅客发送量整体呈波动下降趋势。随着外部环境的持续优化，铁路客运量有望触底回升。货运方面，2020 年以来，面对复杂多变的外部环境，铁路运输替代效应凸显，在保障重点物资运输的同时打通供应链产业链，保持了货物发送量的高位运行。2020 年完成货物总发送量完成 45.52 亿吨，同比增长 3.2%。2021 年，中国铁路进一步优化货运布局，释放煤运大通道运力，大力发展多式联运，促进货运量持续增长，全年货运总发送量进一步增长至 47.74 亿吨。2022 年，铁路货运量保持增长态势，全年发送量达到 49.84 亿吨，货运总周转量达到 35,945.69 亿吨，同比分别增长 4.4% 和 8.1%。2023 年在稳字当头、稳中求进的经济发展总基调的大背景下，铁路货运需求或仍将保持增长态势。

表 1：全国铁路客货物运输量

	2020	2021	2022
货物总发送量（亿吨）	45.52	47.74	49.84
货运总周转量（亿吨公里）	30,514.46	33,238.00	35,945.69
旅客发送量（亿人）	22.03	26.12	16.73
旅客周转量（亿人公里）	8,266.19	9,567.81	6,577.53

资料来源：2021 年以前数据来自铁道统计公报，2022 年数据来自交通运输部网站，中诚信国际整理

图 2：2013 年~2022 年全国铁路客货运周转情况

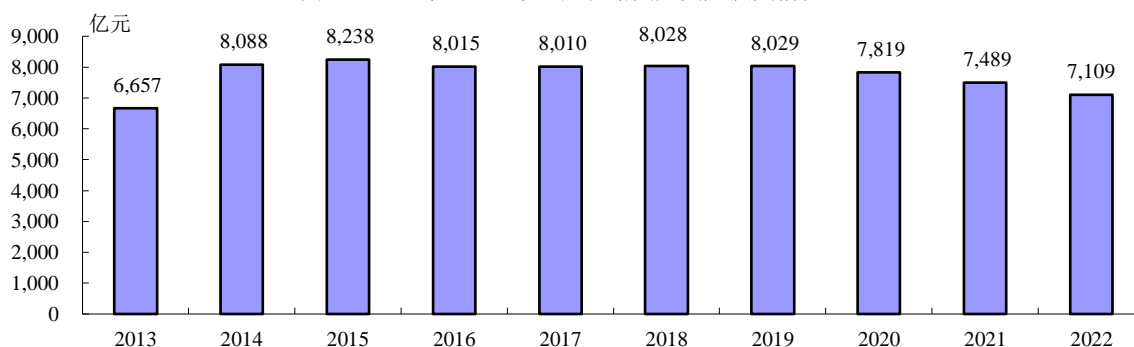


资料来源：2021 年以前数据来自铁道统计公报，2022 年数据来自交通运输部网站，中诚信国际整理

近年来，铁路建设有序推进，投资规模稳定，路网结构进一步优化，优质增量供给持续提升。

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。随着铁路大规模建设，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，且列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。从新线投产里程来看，近年投产新线里程波动变化且高铁在建设中占据重要地位，2020~2022 年，投产新线分别为 4,933 公里、4,208 公里和 4,100 公里，其中高速铁路分别为 2,521 公里、2,168 公里和 2,082 公里²。

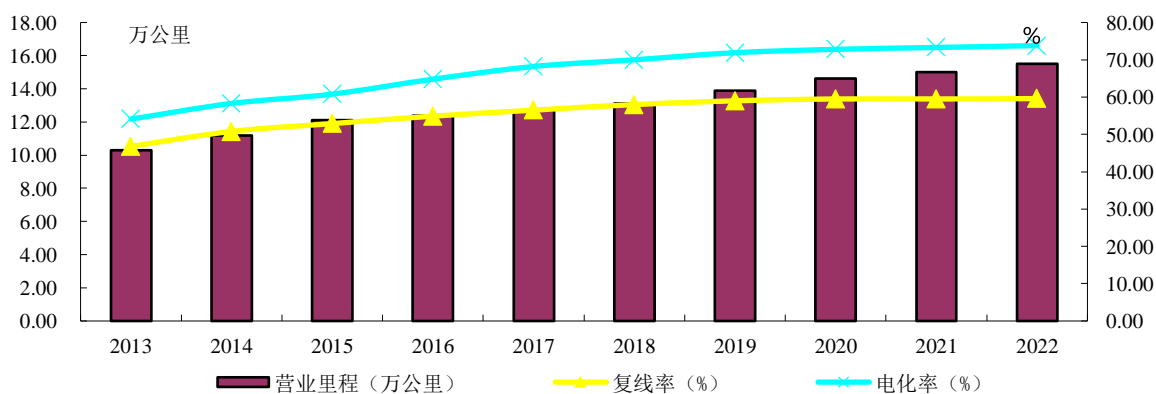
图 3：2013 年~2022 年全国铁路固定资产投资情况



资料来源：2021 年及以前数据来自铁道统计公报，2022 年数据来自交通运输部网站，中诚信国际整理

从全国铁路路网建设现状来看，根据国家铁路局网站公开信息，截至 2022 年末，全国铁路营业里程达到 15.5 万公里，其中，高速路营业里程达到 4.2 万公里；复线率 59.6%；电化率 73.8%。我国建成世界上最大的高速铁路网和先进的铁路网。2023 年，中国铁路将继续加快实施《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》102 项重大工程中的铁路项目，加强区域间基础设施互联互通，高质量推进川藏铁路等国家重点工程，有序推进新藏、滇藏铁路前期工作，投产新线 3,000 公里以上，其中高铁 2,500 公里。

图 4：2013 年~2022 年我国铁路网建设情况



资料来源：2021 年及以前数据来自铁道统计公报 2022 年数据来自国家铁路局网站，中诚信国际整理

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。

近年来，铁路在国内运输市场保持很强的竞争力，特别是在客运周转方面具有较为明显的优势，铁路网的完善以及城际客运市场需求逐步释放，将对我国铁路运输运量增长形成良好的支撑。

² 2019~2021 年数据来自铁道统计公报，2022 年数据来自中国国家铁路集团有限公司网站。

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得以体现。近年来，铁路客运周转量占全国客运总周转量的比重逐年上升，2022 年铁路运输占比首次超过 50.00%。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维持在 15% 以上。

表 2: 2020 年~2022 年我国主要运输方式周转量构成情况 (%)

		2020	2021	2022
客运	铁路	42.94	48.42	50.90
	公路	24.11	18.36	18.63
	水运	0.11	0.17	0.17
	民航	32.78	33.05	30.29
货运	铁路	15.45	15.23	15.89
	公路	30.60	31.67	30.49
	水运	53.83	52.97	53.50
	民航	0.12	0.13	0.11

资料来源：2020 及 2021 年数据来自各年交通运输行业发展统计公报，2022 年数据来自交通运输部网站，中诚信国际整理

国家对铁路行业的发展高度重视并给予大力支持，为铁路行业未来快速发展奠定了良好的基础；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。

2020 年 8 月，中国铁路发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》（以下简称“规划纲要”），围绕以上目标，提出了铁路领域更加详细的发展目标，《规划纲要》提出从 2021 年到本世纪中叶分两个阶段推进的发展目标：到 2035 年，全国铁路网 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；到 2050 年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设。2021 年 3 月，根据国办函【2021】27 号文，国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于进一步做好铁路规划建设工作意见通知。要求铁路建设坚持稳中求进工作总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，科学有序推进铁路规划建设，防范化解债务风险，全面增强铁路安全质量效益、服务保障能力和综合发展实力。2021 年末，国务院印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》（以下简称《综合规划》）。《综合规划》指出，到十四五末，铁路营业里程预期达到 16.5 万公里，其中高速铁路营业里程达到 5 万公里，以“八纵八横”高速铁路主通道为主骨架，以高速铁路区域连接线衔接，以部分兼顾干线功能的城际铁路为补充，主要采用 250 公里及以上时速标准的高速铁路网对 50 万人口以上城市覆盖率达 95% 以上，普速铁路瓶颈路段基本消除。

中诚信国际认为，上述政策文件的陆续出台，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。

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。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。

运营实力

中诚信国际认为，中国铁路作为国家授权投资机构和国家控股公司，在铁路运营行业具有极强的垄断地位，资源控制力强，资本实力雄厚，业务多元化发展，抗风险能力极强。

公司资本实力雄厚，且随着铁路建设的逐步推进，总资产规模保持持续增长，抗风险能力极强。

2020~2022 年，公司总资产分别为 87,072.92 亿元、89,228.07 亿元和 91,997.33 亿元，净资产分别为 29,933.56 亿元、30,038.85 亿元和 30,928.85 亿元，具有明显的规模优势并保持逐年增长态势。2022 年公司完成固定资产投资 6,208 亿元，占全国铁路固定资产投资的比例达到 87.33%。2021 年北京至哈尔滨、连云港至乌鲁木齐高铁全线贯通，张吉怀、安九、赣深高铁等重大项目建成投产，沿江高铁武宜段等一批服务国家重大战略的项目开工建设。雅万高铁、匈塞铁路、中泰铁路等境外项目也在推进中。2021 年 6 月 25 日，历时六年的西藏拉萨至林芝电气化铁路建成通车，此外，川藏铁路最为艰难的新都桥至波密段完成初步设计和施工图设计，川藏两省区分别于 2021 年 12 月 13 日、14 日开工建设，实现了川藏铁路雅安至林芝段全线开工建设目标。2021 年 12 月 3 日，中老铁路昆明至万象 1,035 公里全线通车。2022 年，川藏铁路攻坚态势进一步发展巩固，京雄商高铁雄安新区至商丘段、天津至潍坊高速铁路、瑞金至梅州铁路等 26 个项目开工建设，和田至若羌铁路、合杭高铁湖杭段、银川至兰州高铁中卫至兰州段等 29 个铁路项目建成投产。

“十四五”期间铁路规划建设重点包括川藏铁路建设和着力填补西部铁路“留白”，并加速完成“八纵八横”高速铁路网，拓展普速铁路网覆盖；推进都市圈城际铁路和市郊铁路建设也是重点任务。随着铁路建设的逐步推进，公司未来铁路投资规模仍较大，总资产规模有望进一步增加，资本实力将持续增强。

近年来，受复杂多变的外部环境影响，公司铁路客运收入受到冲击；公司坚持以货补客的经营格局，同时持续推进非运输业务，提高多元化及抗风险能力。未来随着外部环境有所优化，公司客运业务或将迎来恢复性增长。

公司的核心业务是铁路运营业务。其中，铁路客运方面，2020 年以来，受复杂多变外部环境的影响，公司客流量呈波动下行趋势。在此背景下，公司积极推进客运提质计划，更加精确实施“一日一图”，动态优化客运供给，最大限度降低外部环境的影响。2022 年公司铁路旅客发送量大幅下降，完成旅客发送量 16.10 亿人，同比下滑 36.40%。2023 年一季度，随着外部环境持续优化，中国铁路适应旅客出行需求增长需要，加大运力投放，国家铁路累计发送旅客 7.53 亿人，同比增长 66%。货运方面，公司坚持把以货补客作为运输经营的大格局，深入实施货运增量行动，全面优化货运布局，释放煤运大通道动力，大力发展多式联运，实施铁路 95306 整体升级，促进货运量持续增长，2022 年国家铁路完成货物发送量 39.03 亿吨、同比增长 4.8%。2023 年一季度，国家铁路累计发送货物 9.7 亿吨，同比增长 2.3%，铁路货运持续保持高位运行，屡创历史新高。

公司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

发展物流和其他经营业务增加铁路经营效益，具有极强的多元化能力。在土地开发方面，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。

总体来看，公司铁路运营收入占比较高，非铁路运营业务收入是公司收入的重要补充，未来随着外部环境优化以及铁路网络的不断完善和机车车辆品质结构的不断优化，公司铁路运量及运输效率或将进一步提高，同时运输和非运输经营开发协力同增，将为公司营业收入增长提供支撑。

表 3：公司铁路客货物运输量

	2020	2021	2022
货物发送量（亿吨）	35.81	37.26	39.03
占全国货物总发送量比重（%）	78.67	78.05	78.31
货运周转量（亿吨公里）	27,397.83	29,950.01	32,668.36
占全国货物总周转量比重（%）	89.79	90.11	90.88
旅客发送量（亿人）	21.67	25.33	16.10
占全国旅客发送量比重（%）	98.37	96.98	96.24
旅客周转量（亿人公里）	8,266.19	9,567.81	6,571.76
占全国旅客周转量比重（%）	99.90	99.91	99.91

资料来源：2020 及 2021 年数据来自铁道统计公报，2022 年数据来自交通运输部网站及《中国国家铁路集团有限公司 2022 年统计公报》，中诚信国际整理

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，同时中国铁路不断探索多元化融资方式。

公司承担了原铁道部所属企业经营范围内的铁路运输经营、建设和安全职责，并作为铁路建设的主要融资主体。中国铁路根据《国务院关于投融资体制改革的决定》的要求，确定了“政府主导、多元化投资、市场化运作”的铁路投融资改革总体思路，提出了扩大合资铁路规模、积极推进铁路企业股改上市、扩大铁路建设债券发行规模、研究建立铁路产业投资基金、扩大利用外资规模、合理使用银行贷款等方面的重点项目和必要的政策措施，并得到国家有关部门的大力支持。目前铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。除此之外，中国铁路也在积极探索土地开发、资产上市等增强自身造血能力的路径。

铁路建设基金是国家批准开征的用于铁路建设的专项基金，是铁路建设的重要资金来源。按照 1996 年财政部颁布的《铁路建设基金管理办法》的规定，铁路建设基金可用于与建设有关的还本付息，是铁路融资担保的重要手段。

中国铁路鼓励各类社会资本以合资、合作、联营等方式参与铁路建设、经营。中国铁路先后与全国 31 个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。近年来地方控股项目增多，而且 2019 年 6 月 26 日国务院办公厅印发的《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》中提到：“中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的组织实施职责，包括建设、养护、管理、运营等具体执行事项，其中

干线铁路的运营管理由中央企业负责实施。中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任。”因此，随着地方政府参与度增强，或在一定程度上缓解中国铁路的投资压力。

铁路建设债券方面，中国铁路加强与银行合作，与多家主要银行签订战略合作协议，推进融资方式多样化。自 1995 年起，截至 2023 年 4 月 30 日，中国铁路累计发行中国铁路建设债券 25,336.62 亿元，并利用信托、保险资金等方式优化债务结构，降低筹资成本，确保了铁路建设的顺利推进。

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。

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，丰富资金来源。

公司在铁路运营行业处于极强的垄断地位，随着铁路改革的持续推进，公司的经营管理水平和市场竞争力有望进一步夯实，中诚信国际将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以及公司制改革的进展情况。

截至 2022 年末，公司铁路营业里程 13.4 万公里，占全国铁路营业里程的 86.45%，复线率 61.9% 和电化率 75.6%，均高于全国平均水平，在行业内处于极强的垄断地位，且短期内其市场地位难以撼动。

铁路改革方面，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制的制度框架。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。

2019 年 6 月 18 日，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并正式挂牌。改制后成立的中国国家铁路集团有限公司由中央管理，是依据《中华人民共和国公司法》设立的国有独资公司，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，中国铁路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、资质证照、知识产权等均由改制后的中国国家铁路集团有限公司承继。依照国家有关法律法规，中国铁路不设股东会，由财政部代表国务院履行出资人职责。中国铁路设董事会、经理层，建立法人治理结构。中国铁路依照国家有关法律法规和政策，

建立符合现代企业制度要求和生产经营需要的劳动、人事和分配制度，建立健全财务、会计制度。公司根据业务发展需要，可依法设立子公司、分公司、代表处等分支机构。中国铁路各全资子公司和控股公司，在公司集中统一组织指挥下，依法开展铁路客货运输及其他各类经营业务，承担安全、经营、稳定的主体责任。2020 年，公司公司制改革基本完成，现代企业制度和运行机制初步建立，铁路发展动力和经营活力不断增强。2022 年公司企业改革三年行动圆满收官，110 项改革任务全部完成，结合 95306 系统升级，全面实现货运业务集中办理。

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。继 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之后，2020 年 1 月，京沪高铁股份有限公司（证券简称京沪高铁，证券代码 601816.SH）在上海证券交易所主板挂牌上市；同年 8 月，北京铁科首钢轨道技术股份有限公司（证券简称铁科轨道，证券代码 688569.SH）在上海证券交易所科创板挂牌上市。2021 年，公司完成金鹰重型工程机械股份有限公司（证券简称金鹰重工，证券代码 301048.SZ）、中铁特物流股份有限公司（证券简称中铁特货，证券代码 001213.SZ）股改上市。2022 年哈尔滨国铁科技集团股份有限公司（证券简称哈铁科技，证券代码 688459.SH）成功上市。

总的来看，中国铁路政企分开有利于加强中国铁路的市场主体地位、提高其组织管理效能、提高运输效率；铁路局公司制改革、机关内设机构改革为推动铁路高质量发展提供了重要体制机制保障；中国国家铁路集团有限公司的成立，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，提高公司资本效率效益，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，提升公司企业的经营管理水平和市场竞争力；有利于促进公司加快走向市场，提升铁路客货运输服务品质。

财务风险

中诚信国际认为，受需求回落的影响，中国铁路盈利能力弱化，总负债和总债务规模有所上升，资本结构保持稳定；公司基建投融资规模大，保持一定的现金储备；考虑相关支持，公司具有极强的偿债能力。

盈利能力

2020 年以来，需求下降给公司盈利能力带来较大的冲击，公司利润呈持续亏损状态。

2020 年，公司客运量下滑使得公司营业总收入同比下降 8.08%，为 10,667.84 亿元。2021 年，公司旅客发送量实现恢复性增长，达到 25.33 亿人，同比增长 16.9%，客运收入完成 3,021 亿元，同比增长 21.7%。货物发送量保持增长态势，达到 37.26 亿吨，同比增长 4.0%，货运收入完成 4,359 亿元，同比增长 8.4%，全年营业总收入同比增长 6.05% 至 11,313.47 亿元。2022 年，公司旅客发送量大幅下降，为 16.10 亿人，同比下降 36.4%，货运总发送量完成 39.03 亿吨，同比增长 4.8%，综合影响下，全年营业收入同比下降 0.36% 至 11,272.46 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，2020 年以来营业收入受行业需求萎缩影响有所下降，而折旧等固定支出仍保持较大规模，营业毛利率均为负，2022 年为-7.06%，为近三年最低值。未来随着需求的改善，公司营业

毛利率或将回升。

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。随着铁路企业市场化程度的提高，未来多元化业务规模和盈利水平有望提升。

税后利润方面，2020 年以来在营业总收入下降和支出加大双重压力下，公司出现较大规模亏损，2022 年公司利润总额及净利润亏损规模扩大至-588.60 和-695.61 亿元。

表 4：近年公司利润情况（亿元、%）

	2020	2021	2022
利润总额	-358.16	-348.41	-588.60
净利润	-554.86	-498.55	-695.61
净资产收益率	-1.85	-1.66	-2.28

注：公司未提供利润表相关科目明细。

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度审计报告整理

资产质量

总资产和总负债随项目推进逐年增长，债务结构以长期为主，资本结构近年保持稳定。

随着新建项目逐步推进，近年来公司资产总额增长迅速，截至 2022 年末总资产为 91,997.33 亿元，较年初增长 3.10%，其中固定资产净额 61,688.04 亿元，占总资产的比重为 67.05%。截至 2022 年末，公司所有者权益合计 30,928.85 亿元，较年初增长 2.96%。

在政府稳增长扩内需调结构的政策下以及铁路网络布局加快的规划下，近年来，我国铁路投资保持较大规模，项目量的增加推动了公司融资规模的增长。公司债务以长期债务为主，截至 2022 年末，公司长期债务占比达 88.74%，以长期债务为主的债务结构符合铁路建设周期长、回款慢的行业特征。

随着铁路投融资改革逐步推进，铁路建设市场针对新建铁路实行分类投资建设，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和经营权，铁路投资主体更趋多元化和市场化，在一定程度上缓解了公司的投融资压力。2022 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 66.38% 和 62.36%，资本结构保持稳定。

表 5：近年公司资本结构（亿元、%）

	2020	2021	2022
固定资产	58,095.29	60,091.30	61,688.04
总资产	87,072.92	89,228.07	91,997.33
权益合计	29,933.56	30,038.85	30,928.85
长期债务	42,627.88	43,412.27	45,459.94
总债务	47,326.11	49,827.85	51,231.08
资产负债率	65.62	66.33	66.38
总资本化比率	61.26	62.39	62.36
长期资本化比率	58.75	59.10	59.51

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度审计报告整理

2023 年铁路建设投资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。

现金流及偿债情况

公司基建投融资规模大，保持一定的现金储备，考虑相关支持，公司具有极强的偿债能力。

从公司现金流量表来看，公司固定资产投资规模较大，外部融资在公司资金来源中占比较高，且资金主要用于基建投资和还本付息。同时，公司持有现金规模较大，为日常运营提供了一定现金储备，整体上看公司资金较为充裕，现金流较为稳定。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	2,339.89	2,544.36	2,675.90
投资活动产生的现金流量净额	-4,415.20	-3,807.19	-3,852.21
其中：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,267.54	3,887.25	3,774.50
筹资活动产生的现金流量净额	2,419.43	1,656.92	1,070.05
其中：取得借款收到的现金	7,455.53	7,758.90	8,081.88
吸收投资收到的现金	1,953.28	1,155.09	1,361.94
偿还债务支付的现金	5,299.03	5,342.67	6,585.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,031.29	2,009.13	2,025.79

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度审计报告整理

近年公司经营活动获现能力较好，经营活动净现金流入保持较大规模，2020~2022 年，受复杂多变外部环境的影响，公司经营活动净现金流保持在相对较低规模。从偿债能力指标看，公司经营活动净现金流对债务本金保障能力较弱，对利息覆盖能力较好。此外，考虑到国家发改委将铁路建设债券明确为政府支持债券，财政部、国家税务总局均出台了相关政策为公司融资提供支持，中诚信国际认为，公司依然具有极强的偿债能力。

铁路建设资金的主要来源为铁路建设基金、国内外银行借款和铁路发展基金，资金的运用主要是基建投资、对债务融资的还本付息和设备更新。自 1995 年起，截至 2023 年 4 月 30 日，发行人共发行中国铁路建设债券 25,336.62 亿元，其中已兑付 7,671.62 亿元，尚未到期 17,665 亿元，未出现未及时偿付本息的情况。铁路运输行业在我国交通运输中具有重要的战略地位，且公司与国内外金融机构保持良好的合作关系。这些因素将拓宽公司的融资渠道，从而对其未来债务压力起到缓解作用。同时，公司具有很强的资金调配能力，能够较好控制长短期债务结构，合理安排债务偿还的期限，保证其到期债务的按时偿还。

预测与假设³

假设

——客运收入方面，随着居民出行意愿上升，预计 2023 年全国铁路客运量及客运周转量将大幅上升，全年公司铁路旅客发送量及客运收入呈大幅增长态势。

——货运收入方面，近年来货运收入保持稳定的增长，预计 2023 年公司货运收入稳定上升。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年公司在建项目投资规模整体与上年大体相当。

——2023 年公司债务规模保持增长。

预测

表 7：预测情况表（%，X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	62.39	62.36	62.50~65
总债务/EBITDA	14.14	15.33	12~14

资料来源：中诚信国际根据公司各期年度审计报告整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，中国铁路的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司经营获现能力保持在较好水平，合并口径现金及等价物储备尚可，不过由于债务规模较大，对债务覆盖程度一般。公司强劲的外部支持使得公司在资本市场融资渠道通畅，财务弹性较好，此外，铁路建设债券发行顺畅，利率位于市场较优水平。公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资，资金平衡状况尚可。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，铁路作为重要的绿色交通工具在我国国民运输体系中发挥着重要的作用，积极履行其社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，铁路节能环保、绿色低碳等特点，在“双碳”背景下，作为主要绿色交通工具的作用愈发突出。安全运营方面，制定实施了《铁路技术管理规程》《中国铁路总公司安全管理规定》等规章制度，规范了铁路技术管理，提高了铁路安全管理水平，保证了铁路运输秩序，保障了铁路运输和旅客生命财产安全。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高。

治理方面，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）和《中国国家铁路集团有限公司章程》及中国国家铁路集团有限公司有关制度，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；公司设经理层，经理层设总经理 1 人，总经理兼任董事或者副董事长，副总经理、总会计师 5 人，公司设总工程师、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。2022 年公司董事长、总经理完成换届，根据中央关于公司正职调整的决定，刘振芳任公司董事长、党组书记，郭竹学任公司董事、总经理、党组副书记；免

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

去陆东福公司董事长、党组书记职务以及杨宇栋公司董事、总经理、党组副书记职务。

外部支持

铁路作为国民经济的大动脉，国家重要基础设施和大众化交通工具，政府对公司发展高度重视，并给予多方面的支持。

公司承担了原铁道部所属企业经营范围内的铁路运输经营、建设和安全职责，并作为铁路建设的主要融资主体。因此可持续获得中央和地方各级政府在融资（公司发行的铁路建设债券均由铁路建设基金提供担保）、债务处理、公益性运输补贴以及国有资产收益免缴等方面的有力支持。

同行业比较

考虑到铁路行业的公益属性以及公司的地位，国内与铁路行业相关的公司在业务和财务方面同中国铁路可比性较低，因此未选取同业进行比较。

偿债保障措施

铁路建设基金提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债券的还本付息起到了极强的保障作用。

中国铁路发行的铁路建设专项债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保。

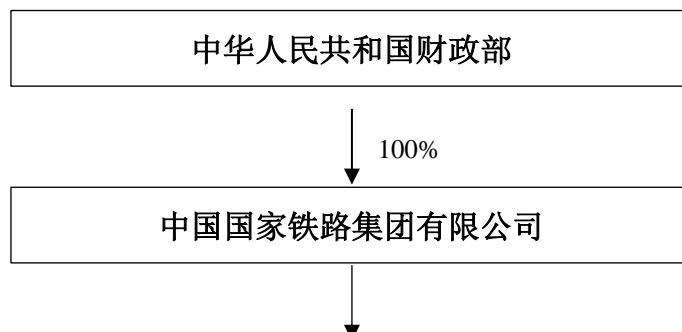
根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371 号）规定，铁路建设基金是国务院批准征收的专门用于铁路建设的政府性基金，也是国家铁路投资建设的主要资金来源。

目前，铁路建设基金纳入政府性基金预算管理，专款专用，年终结余转下年度继续使用。此外，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，铁路建设基金收入保持在较高水平，为本期债券偿还提供了有效保障。“十四五”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。

评级结论

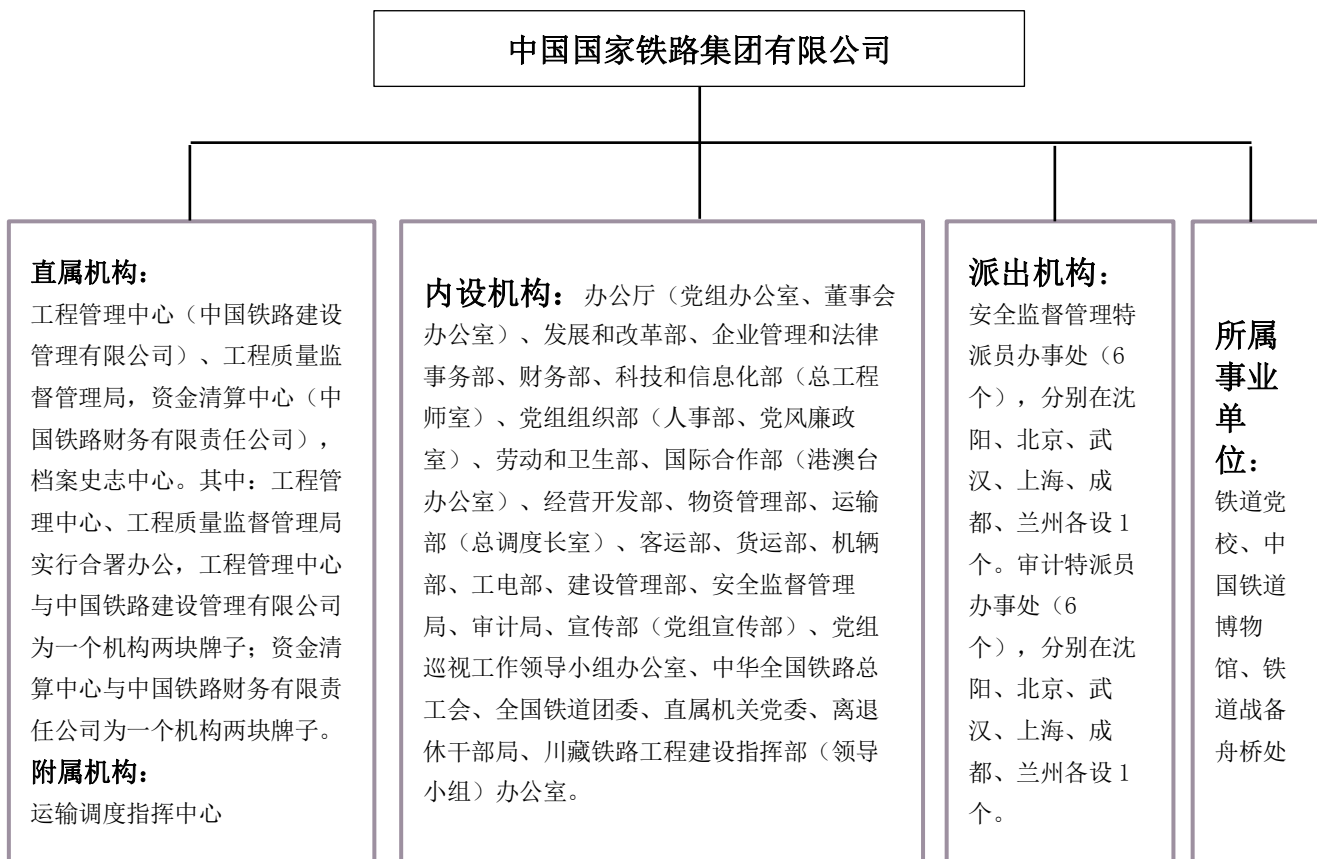
综上所述，中诚信国际评定中国国家铁路集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2023 年第十期中国铁路建设债券（5 年期品种）”和“2023 年第十期中国铁路建设债券（30 年期品种）”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国国家铁路集团有限公司股权结构图和组织架构图（截至 2022 年末）



序号	名称	企业类型	注册地	业务性质
1	中国铁路哈尔滨局集团有限公司	境内非金融子企业	哈尔滨	铁路客货运输
2	中国铁路沈阳局集团有限公司	境内非金融子企业	沈阳	铁路客货运输
3	中国铁路北京局集团有限公司	境内非金融子企业	北京	铁路客货运输
4	中国铁路太原局集团有限公司	境内非金融子企业	太原	铁路客货运输
5	中国铁路呼和浩特局集团有限公司	境内非金融子企业	呼和浩特	铁路客货运输
6	中国铁路郑州局集团有限公司	境内非金融子企业	郑州	铁路客货运输
7	中国铁路武汉局集团有限公司	境内非金融子企业	武汉	铁路客货运输
8	中国铁路西安局集团有限公司	境内非金融子企业	西安	铁路客货运输
9	中国铁路济南局集团有限公司	境内非金融子企业	济南	铁路客货运输
10	中国铁路上海局集团有限公司	境内非金融子企业	上海	铁路客货运输
11	中国铁路南昌局集团有限公司	境内非金融子企业	南昌	铁路客货运输
12	中国铁路广州局集团有限公司	境内非金融子企业	广州	铁路客货运输
13	中国铁路南宁局集团有限公司	境内非金融子企业	南宁	铁路客货运输
14	中国铁路成都局集团有限公司	境内非金融子企业	成都	铁路客货运输
15	中国铁路昆明局集团有限公司	境内非金融子企业	昆明	铁路客货运输
16	中国铁路兰州局集团有限公司	境内非金融子企业	兰州	铁路客货运输
17	中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司	境内非金融子企业	乌鲁木齐	铁路客货运输
18	中国铁路青藏集团有限公司	境内非金融子企业	西宁	铁路客货运输
19	中国铁路投资有限公司	境内非金融子企业	北京	投资管理
20	中铁集装箱运输有限责任公司	境内非金融子企业	北京	集装箱铁路运输
21	中铁快运股份有限公司	境内非金融子企业	北京	货物运输
22	中国铁路信息科技集团有限公司	境内非金融子企业	北京	信息技术服务
23	中国铁路经济规划研究院有限公司	境内非金融子企业	北京	技术服务
24	铁总服务有限公司	境内非金融子企业	北京	服务业
25	中国铁道科学研究院集团有限公司	境内非金融子企业	北京	技术与研究开发
26	中国铁路设计集团有限公司	境内非金融子企业	天津	技术咨询
27	《人民铁道》报业有限公司	境内非金融子企业	北京	新闻出版业
28	中国铁路国际有限公司	境内非金融子企业	北京	投资运营
29	中国铁路财务有限责任公司	境内金融子企业	北京	金融业
30	中国铁路建设管理有限公司	境内非金融子企业	北京	建设工程项目管理
31	川藏铁路有限公司	境内非金融子企业	林芝	铁路客货运输

注：1、子公司列表为 2022 年审计报告中列示的主要子公司情况。2、按照财政部和人力资源社会保障部 2020 年有关规定，公司将财政部持有股权的 10% 一次性划转给社保基金理事会，截至 2022 年末，上述股权变更尚未完成工商变更登记手续。



资料来源：公司审计报告、公司网站相关信息，中诚信国际整理

附二：中国国家铁路集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：亿元）	2020	2021	2022
货币资金	1,558.77	1,967.94	1,854.93
应收款项	1,505.11	1,266.65	1,519.27
存货	879.88	905.35	911.94
其他流动资产	564.29	627.69	539.03
流动资产合计	4,508.05	4,767.62	4,825.17
长期投资	2,386.36	2,715.01	3,163.68
固定资产	58,095.29	60,091.30	61,688.04
在建工程	9,725.32	8,170.22	7,162.52
无形资产	10,431.43	11,034.65	11,672.92
资产总计	87,072.92	89,228.07	91,997.33
流动负债合计	11,655.53	13,001.57	12,809.36
短期债务	4,698.23	6,415.59	5,771.13
长期债务	42,627.88	43,412.27	45,459.94
总债务	47,326.11	49,827.85	51,231.08
负债合计	57,139.36	59,189.22	61,068.48
所有者权益合计	29,933.56	30,038.85	30,928.85
营业总收入	10,667.84	11,313.47	11,272.46
EBITDA	3,423.34	3,525.00	3,341.76
利润总额	-358.16	-348.41	-588.60
净利润	-554.86	-498.55	-695.61
经营活动产生的现金流量净额	2,339.89	2,544.36	2,675.90
投资活动产生的现金流量净额	-4,415.20	-3,807.19	-3,852.21
筹资活动产生的现金流量净额	2,419.43	1,656.92	1,070.05
财务指标	2020	2021	2022
资产负债率（%）	65.62	66.33	66.38
总资本化比率（%）	61.26	62.39	62.36
长期资本化比率（%）	58.75	59.10	59.51
速动比率（X）	0.31	0.30	0.31
总债务/EBITDA（X）	13.82	14.14	15.33
EBITDA 利息倍数（X）	1.81	1.84	1.73
营业毛利率（%）	-4.48	-4.03	-7.06
净资产收益率（%）	-1.85	-1.66	-2.28

注：1、2020~2022 年财务报表依据《企业会计准则》编制；2、2020 年财务数据为 2021 年审计报告按照《企业会计准则》编制并追溯调整的 2020 年数据；2021 年数据为 2022 年审计报告按照《企业会计准则》编制并追溯调整的 2021 年数据（利润表和现金流量表数据）和 2022 年期初数（资产负债表数据），2022 年财务数据为审计报告期末数；3、公司未提供 2020~2022 年现金流量表补充资料以及资本化利息相关数据，上表中利息、折旧按审计报告利润表中财务费用、折旧计算，EBITDA=营业利润+折旧+财务费用。

附三：本报告基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+一年内到期的非流动负债
	长期债务	=长期借款+应付债券
	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)
盈利能力	营业毛利	=营业总收入-运输成本-非运输成本
	营业毛利率	=营业毛利/营业总收入 =(营业总收入-运输成本-非运输成本)/营业总收入
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=营业利润+折旧+财务费用
	净资产收益率	=净利润/所有者权益均值
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/财务费用

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn