

铁路运输行业信用评级方法

一、行业界定

铁路运输行业是我国交通运输、仓储和邮政业的重要组成部分，担负着旅客运输、货物运输、运输辅助活动的重要任务，在国民经济中具有重要的战略地位。

《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录中铁路运输业是指铁路的安全管理、调度指挥、行车组织、客运组织、货运组织，以及机车车辆、线桥隧涵、牵引供电、通信信号、信息系统的运用及维修保养；不包括铁路机车车辆、线桥隧涵、牵引供电、通信信号、信息系统设备的制造厂（公司）、建筑工程公司、商店、学校、科研院所、医院等活动。

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要界定，适用于本评级方法的铁路运输行业企业包括：铁路客运企业包括客运业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；企业客运业务的营业收入比重小于 50%，但其收入和利润均在所有业务中最高，且均占企业总收入和总利润的 30%以上（包含本数）；铁路货运企业包括货运业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；企业货运业务的营业收入比重小于 50%，但其收入和利润均在所有业务中最高，且均占企业总收入和总利润的 30%以上（包含本数）。本评级方法适用于铁路运输行业企业（以下也称“受评主体”或“企业”）的主体长期信用评级，是对其偿债能力和偿债意愿的综合评估。

二、行业分析

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，在国民经济社会发展中具有重要作用。安融评级在对铁路运输行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国铁路运输行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

（一）行业间竞争激烈

由于国家铁路在铁路运输业内所占的市场份额长期处于绝对优势地位，人们一直把我国铁路运输业视作最接近于完全垄断的行业，但是，在整个交通运输业内，由于各种运输方式具有较高的替代性，加之随着市场化进程的加快，铁路运输行业将面临公路、水运、航空运输等交通运输方式的激烈竞争，致使其在整个交通运输业内的市场地位受到一定的冲击。

（二）存在债务压力

铁路运输行业属于资本密集型行业，燃料、电力、机车车辆等固定资产、土地使用权等无形资产的投资需要大量的资金，同期资金投入不足致使的资金缺口只能通过企业自筹资金的渠道来解决。我国国情和路情决定了铁路必须承担公益性运输，它的服务使公共集体获得利益而自身的收益小于成本或者甚至没有收益。随着“十四五”铁路建设的有序推进，加之我国利率市场化改革的加强，铁路运输业未来债务

规模和财务费用有可能进一步增加。

（三）安全管理工作面临挑战

铁路运输的开放程度较高，其很容易受到外部条件的影响，比如自然和环境因素、社会治安因素等，随着铁路运输的不断发展和铁路网络的规模变大，确保全面的铁路运输安全任务艰巨；铁路运输的快速发展离不开铁路的建设，而铁路施工的场地是相当密集的，施工的工作内容也是频繁的，安全施工压力有所增大；不断有新的科技技术与装置设备应用于规模变大的铁路建设之中，在生产方面以及劳动的组织方面，对工作人员的素质有了更高的要求。

（四）受政策的影响

完善铁路运价机制，将铁路客货运价格实行政府定价和市场调节价相结合，营改增税收政策的推进，势必会影响铁路运输行业的盈利能力。“十四五”期间，铁路建设任务仍十分繁重，继续坚持补短板强弱项防风险，分类分层推进建设，铁路建设的推进对铁路运输的营业里程、覆盖范围等产生直接影响，中西部铁路的大规模建设，鉴于铁路建设的特点，会增加铁路对政策支持力度的依赖。

三、评级思路

按照安融信用评级有限公司《信用评级方法总论》，安融评级对中国铁路运输企业的评级思路是：评级对象自身信

用风险程度的高低与其面临的经营风险和财务风险密切相关，是二者综合影响的结果。在相同财务风险的情况下，经营风险低的评级对象的信用质量会高于经营风险高的评级对象。同样，在经营风险相同的情况下，财务风险低的评级对象的信用质量也会高于财务风险高的评级对象。

评级对象的违约概率还和其可能获得的外部支持密切相关。评级对象能从外部获取支持的程度越高，出现财务困境的概率越低，偿债能力就越有保障。在同等条件下，获得外部支持强的评级对象，往往信用风险会显著低于获得外部支持弱的评级对象。

综上，主体信用评级分析首先从评级对象的经营风险开始，然后进行财务分析和特殊事项风险分析，在整体考量经营风险、财务风险和特殊事项风险后，判定评级对象的个体信用等级。其后，在个体信用级别的基础上结合评级对象的各项外部支持因素，确定评级对象的主体信用等级。

四、评级要素

（一）经营环境分析

1、宏观环境

宏观环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策、政府投资政策等在内的宏观经济调控政策。铁路运输易受经济周期、政策等外部环境影响。如 2020 年

初爆发的新冠肺炎疫情短期内对铁路运输行业造成较大冲击，全国旅客流动量显著下降。积极的财政政策大规模减税降费，对平稳经济运行发挥了重要作用，有助于增加有效投资。货币政策灵活适度、精准导向，供应量和社融规模合理增长，有助于综合融资成本的下降，相反，会增加综合融资成本。为有效解决铁路企业重复征税和税负失衡问题，提高铁路企业经济效率和市场竞争力，顺应国家“营改增”税制改革的实际需要，2014年1月1日铁路企业实行了营业税改征增值税，规范的税制管理有助于规范经营，提高市场竞争力。

安融评级主要关注：（1）国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动；（2）货币、财政和税收政策。

2、产业政策

国家出台的产业发展政策和发展规划对行业未来发展思路、发展方向具有重大影响，主要表现为对铁路运输行业产业布局、价格水平、进入壁垒等进行引导和规范。通常，与产业规划和政策吻合度高的产业，更容易获得产业政策的支持，也容易形成竞争优势，相反，不符合产业发展政策的企业将被要求整改，对其获利能力产生不利影响。

安融评级主要关注：（1）相关铁路规划和投资计划对铁路运输行业结构、产业布局、产业发展趋势的影响；（2）行业相关法律法规（如交通部和环保部分别推出的公路治超和

强力治霾新政)对铁路运输的影响;(3)运输行业改革(如供给侧结构性和运价改革)对铁路运输的影响。

(二) 经营能力

1、规模和多元化

铁路运输企业的经营规模是决定其市场份额与定价能力的主要因素。同等条件下,规模大的铁路运输企业能取得一定的规模效益,对上下游议价能力相对越强,能够较容易形成成本优势和收入优势,盈利水平稳定性越好,也能较好的抵御不利因素的影响。同时,经营往往较为稳定,管理较为规范。反之,经营不确定性较大,抵御风险能力较弱。此外,规模优势也会对竞争产生正向影响,具有更好的融资优势,同时,规模往往与业务多样性有互相依存的关系,庞大的规模趋向支持业务多样性,反之,多样性可扩大业务规模。

安融评级主要关注:(1)总资产规模、旅客周转量、货物发送量、货运密度和换算周转量、运输收入和净资产并与行业内的企业比较;(2)地区短途客运、长途客运、货运、基础设施(铁路网络与车站)、后勤服务、交通运输故障救援等业态多元化及占比情况及其营业收入分布情况。

2、市场地位

市场占有率是市场地位的一个核心指标,指一个企业的销售量(或销售额)在市场同类行业中所占的比重,可以衡

量企业运营模式稳定性与发展潜力。较高的市场份额是公司具备相对竞争优势的结果，持续的高市场份额有利于降低经营风险，在获得资源和相关政府支持方面具有很强的优势，也易形成低成本和较强议价的优势。相反，市场份额较低，较低的市场地位不利于形成竞争优势，经营风险较大。

安融评级主要关注：（1）运营网络的广度，以及对其控制力；（2）同类运输模式间市场份额的比较；（3）不同类运输模式间市场份额的比较。

3、铁路运输安全

铁路运输企业安全反映铁路的管理水平、设备质量、人员素质和社会秩序的状况，是铁路运输质量的重要表现。铁路运输安全涉及公共、人身、财产等方面的安全，如遇有外部不可抗因素，导致发生重大安全事故，铁路运输企业经营业绩将受到影响，所以要重点关注企业安全生产情况。

安融评级主要关注：（1）安全科研成果数量和获奖情况；（2）重要安全技术制定标准及节能减排情况；（3）企业安全生产制度制定及执行情况；（4）企业所采取的安全措施、安全文化建设、应急管理体系建设及责任追究体制；（5）有无发生特别重大、重大铁路交通事故及铁路交通事故死亡人数变化。

4、公司治理

一般而言，完善的公司治理结构和机制有助于保障企业

经营决策的科学高效，能有效促进企业的利润创造，使企业核心竞争力不断提升，且在市场竞争中保持持续性优势，进而实现利润最大化。较高的管理素质对市场环境有良好的分析判断和创新能力，能及时把握市场机遇和规避市场风险，并采取有效经营决策，不断扩大经营规模和调整产品结构，以维持和提高市场占有率，同时加强成本控制力度。

安融评级主要关注：（1）股权结构及股权集中度；（2）股东会、董事会、监事会机制运行的有效性等；（3）公司治理对债权人权利的保障程度等；（4）管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度等；（5）企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；（6）内部控制制度是否健全。

（三）财务分析

1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。铁路运输行业是资本密集型行业，长期资产如固定资产、无形资产、在建工程等为铁路运输企业资产的主要构成部分，其折旧、减值以及由于技术的更新导致的提前报废都需要重点分析。同时，运营效率高、容易变现的资产，资产质量较高，对收入和盈利具有较强的正向影响，相反，运营效率低、不容易变现的资产，资产没有有效的利用，变现损失的可能性较大，对盈利产生负面影响。

安融评级主要关注：（1）资产结构及稳定性；（2）固定资产规模及占比；（3）无形资产规模以及内容，在建工程规模以及变化情况；（4）资产中受限资产总额及占比；（5）总资产周转率，流动资产周转率，存货周转率；（6）固定资产折旧、减值政策及变化；（7）资产变现难易程度。

2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。资本中债务占比较高，企业财务风险较高，风险偏好激进，而资本中净资产占比较高，企业财务风险较低，风险偏好保守。资本中债务结构合理、债务与资本匹配较好，能够较好的稀释企业的财务风险，相反，短期债务过多，增加短期偿债压力，长期债务过多，长短期结构不合理，若短期资本用于长期资产，会导致偿债出现风险。

安融评级主要关注：（1）资产负债率；（2）总资本化比率；（3）有息债务规模大小、债务负担的程度；（4）债务结构及与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度；（5）净资产的稳定性。

3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利持续性及其稳定性是企业连续获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。对于铁路运输企业而言，不仅需要考察铁路运输企业当前的盈利，还需对其收入

和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察，并对影响企业未来盈利持续性和稳定性的主要因素及其变化情况做出判断。

安融评级主要关注：（1）费用、收入构成及增长情况以及匹配情况；（2）不同运输业务对收入、营业利润、利润总额和净利润的贡献率及变化情况；（3）对超过一个行业周期的营业利润、利润总额和净利润进行分析，来判断其盈利的持续性和稳定性；（4）营业毛利率、EBITDA/运输收入、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率以及社会负担和固定费用支出对企业盈利的影响。

4、现金流量

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要。在考察铁路运输企业经营现金流入结构及其变化和流出结构及其变化的基础上对经营活动现金流量净额及稳定性进行判断。此外，还应关注企业的投资活动现金流和筹资活动现金流的情况，并结合企业经营活动现金流的情况，考察企业的资金需求情况、企业融资能力及未来的资本支出压力。

安融评级主要关注：（1）现金流量资本支出比率；（2）企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；（3）投资计划对资金的需求；（4）筹资现金流动规模与经营规模的匹配性。

5、偿债能力

铁路运输企业偿债能力是其信用风险最直接的揭示。通过考察短期、长期偿债能力综合判断，短期债务集中，偿债压力较大，长期债务集中，需要提前进行偿债准备，以增强企业的偿债能力。作为铁路运输企业也会自发形成商业信用形式的负债，重点关注其履约历史和当前的偿债保障。通常，债务与资产之间有一定的匹配关系，匹配合理，有利于增强偿债能力，反之，会面临一定的偿债压力。

安融评级主要关注：（1）短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；（2）流动比率、速动比率和经营现金流动负债比；（3）EBITDA 利息保障倍数；（4）全部债务/EBITDA。

（四）外部支持

根据行业特点和企业自身情况，在某些特定情况下，企业可以获得外部支持。能获得外部支持的企业往往在业务经营和发展、财务安全等方面可以获得额外的保障，同时如果支持方实力足够强，企业发生危机时也容易依靠外部支持度过难关，安融评级重点考察受评企业获得来自政府和股东的支持。

1、政府支持

通常，市场地位突出、符合绿色交通政策导向等方面的企业，能够取得政府更大的支持，包括资本金投入、特许经

营权、财政补贴等。

安融评级主要关注：（1）政府财政实力、政府债务负担状况；（2）受评企业业务特征、获得支持的相关文件完备性、历史获得支持的实际情况和具体支付方式。

2、股东支持

一般来说，股东实力越强，对受评企业的支持力度越大，企业信用风险会显著低于同类型其他企业。企业在股东整个战略定位中的位置、在股东业务体系里面的地位、股东历史支持情况使得企业能够较大程度获得股东支持。

安融评级主要关注：（1）股东企业性质；（2）股东的行业地位、竞争能力和财务状况；（3）企业在股东中的战略位置和地位；股东历史支持内容、力度和频次。

（五）特殊调整因素

安融评级对其它特殊事件也会重点关注，如重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大环保问题或环保管理漏洞、重大安全事故、公关危机等。

五、评级指标体系

表：铁路运输行业企业主体长期信用评级指标

一级 指标	二级指标	三级指标
经营	宏观环境	国家经济发展、宏观经济增速、

环境		经济周期波动；货币、财政和税收政策
	产业政策	相关铁路规划和投资计划对铁路运输行业结构、产业布局、产业发展趋势的影响；行业相关法律法规（如交通部和环保部分别推出的公路治超和强力治霾新政）对铁路运输的影响；运输行业改革（如供给侧结构性和运价改革）对铁路运输的影响
经营能力	规模 and 多元化	总资产规模、旅客周转量、货物发送量、货运密度和换算周转量、运输收入和净资产并与行业内的企业比较；地区短途客运、长途客运、货运、基础设施（铁路网络与车站）、后勤服务、交通运输故障救援等业态多元化及占比情况及其营业收入分布情况
	市场地位	运营网络的广度，以及对其控制力；同类运输模式间市场份额的比较；不同类运输模式间市场份额的比较
	铁路运输安全	安全科研成果数量和获奖情况；重要安全技术制定标准及节能减排情

		<p>况；企业安全生产制度制定及执行情况；企业所采取的安全措施、安全文化建设、应急管理体系建设及责任追究体制；有无发生特别重大、重大铁路交通事故及铁路交通事故死亡人数变化</p>
	<p>公司治理</p>	<p>股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会机制运行的有效性等；公司治理对债权人权利的保障程度等；管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度等；企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；内部控制制度是否健全</p>
<p>财务 分析</p>	<p>资产质量</p>	<p>资产结构及稳定性；固定资产规模及占比；无形资产规模以及内容；在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；总资产周转率；流动资产周转率；存货周转率；固定资产折旧、减值政策及变化；资产变现难易程度</p>

	<p>资本结构</p>	<p>资产负债率；总资本化比率；有息债务规模大小、债务负担的程度；债务结构及与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度；净资产的稳定性</p>
	<p>盈利能力</p>	<p>费用、收入构成及增长情况以及匹配情况；不同运输业务对收入、营业利润、利润总额和净利润的贡献率及变化情况；对超过一个行业周期的营业利润、利润总额和净利润进行分析，来判断其盈利的持续性和稳定性；营业毛利率、EBITDA/运输收入、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率以及社会负担和固定费用支出对企业盈利的影响</p>
	<p>现金流量</p>	<p>现金流量资本支出比率；企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性</p>
	<p>偿债能力</p>	<p>短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；</p>

		流动比率、速动比率和经营现金流动负债比；EBITDA 利息保障倍数；全部债务/EBITDA
外部支持	政府支持	政府财政实力、政府债务负担状况、受评企业业务特征、获得支持的相关文件完备性、历史获得支持的实际情况和具体支付方式
	股东支持	股东企业性质；股东的行业地位、竞争能力和财务状况；企业在股东中的战略位置和地位；股东历史支持内容、力度和频次
特殊调整因素	外内部重大事件	重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大环保问题或环保管理漏洞、重大安全事故、公关危机等