



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪096号

## 中国中车股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司承接的“中国中车股份有限公司13南车01、13南车02公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一六年五月二十日

# 中国中车股份有限公司 13 南车 01、13 南车 02 公司债券跟踪评级报告（2016）

<b>承接主体</b>	中国中车股份有限公司
<b>担保主体</b>	中国中车集团公司
<b>发行规模</b>	人民币 30 亿元
<b>存续期限</b>	5 年期：2013/4/22~2018/4/22
	10 年期：2013/4/22~2023/4/22
	23.4 亿元 5 年 2016.8
<b>上次评级时间</b>	2015/4/27
<b>上次评级结果</b>	主体级别 <b>AAA</b>
	债项级别 <b>AAA</b> 评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	主体级别 <b>AAA</b>
	债项级别 <b>AAA</b> 评级展望 稳定

## 概况数据

中国中车	2014	2015
所有者权益（亿元）	1,021.77	1,135.75
总资产（亿元）	2,988.14	3,116.94
总债务（亿元）	468.02	494.80
营业总收入（亿元）	2,219.77	2,419.13
毛利率（%）	20.2	20.2
EBITDA（亿元）	218.31	245.03
所有者权益收益率（%）	12.08	12.41
资产负债率（%）	65.81	63.56
总债务/EBITDA（X）	2.14	2.02
EBITDA 利息倍数（X）	8.21	16.81

中车集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	415.92	1062.58	1167.69
总资产（亿元）	1,281.90	3,133.20	3,281.02
总债务（亿元）	349.80	539.23	599.42
营业总收入（亿元）	985.60	2,248.24	2,437.33
毛利率（%）	17.48	20.08	20.36
EBITDA（亿元）	85.40	216.61	-
所有者权益收益率（%）	10.12	10.95	11.34
资产负债率（%）	67.55	66.09	64.41
总债务/EBITDA（X）	4.10	2.49	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.68	8.14	-

注：1、中国中车毛利率数据与年报保持一致，保留一位小数；  
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 基本观点

2015 年，我国铁路建设投资规模继续保持较高水平，原中国南车股份有限公司（以下简称“中国南车”）和原中国北车股份有限公司（以下简称“中国北车”）合并成立中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”或“公司”）后，受益于良好的行业发展前景和业务资源整合的推进，使得中国中车具备较好的业务成长性，此外强大的财务实力和充足的财务弹性为公司未来业务的良好发展提供了有力保障，上述正面因素均对公司信用质量形成支持。同时，中诚信证评也关注到公司客户集中度较高及南北车合并后业务、技术及内控等层面的管理难度加大等对公司信用质量产生的影响。

综上，中诚信证评评定中国中车主体信用级别 **AAA**，评级展望稳定；评定“中国中车股份有限公司 13 南车 01、13 南车 02 公司债券”信用级别 **AAA**，该债项级别同时也考虑了中国中车集团公司（以下简称“中车集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

## 正 面

- 公司所处行业前景较好。目前我国铁路建设仍保持较大规模，同时城市轨道交通建设进入高峰期，我国轨道交通装备制造业具备较好的行业发展前景；此外，“高铁走出去”已成为国家层面的重大战略，且在“一带一路”、“中国制造 2025”等国家战略的推动下，行业发展前景良好。
- 公司行业地位显著。中国南车与中国北车合并成为中国中车后，资产、收入及利润规模大幅提升，成为全球最大的轨道交通装备制造制造商，在轨道交通行业具备显著的竞争优势，在国际市场亦拥有较高的市场占有率，整体具有极强的竞争实力和抗风险能力。
- 公司业务成长性良好。南北车合并后形成强大

## 分析师

胡辉丽 hhu@ccxr.com.cn

余岑 cyu@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月20日

的规模效益，公司市场地位显著提升有利于提高自身议价能力，扩大海外市场份额；同时通过集中采购和研发互补有利于降低综合成本，提升毛利水平；此外，公司积极整合业务资源，着力发展新产业使得整体业务具备良好的成长性。

- 公司财务实力强大。合并后的中国中车继续保持稳定的财务结构，获现能力能够对债务本息形成有力保障；此外作为 A 股和 H 股上市公司，中国中车能够通过资本市场直接进行权益融资，拥有充足的财务弹性。

## 关注

- 客户集中度较高。来自中国铁路总公司的订单占公司总订单的较大比例，公司订单规模、收入规模和利润水平受国家政策及中国铁路总公司的规划安排影响较大，需关注国内铁路固定资产投资放缓对公司盈利能力和偿债能力产生的影响。
- 管理难度加大。合并后的中国中车旗下子公司众多，在管理方面面临较大挑战；此外，公司在业务、技术及内控等层面的整合协调亦存在不确定性。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项说明

### 2015年6月南北车顺利实现合并，中国南车股份有限公司2013年公司债券（第一期）由中国中车承接

自上年度跟踪评级以来，南北车合并事项顺利推进。2015年5月18日，中国南车和中国北车分别召开股东大会选举产生合并后新公司董事及监事，并审议通过合并后新公司章程（草案）、股东大会会议事规则（草案）、董事会议事规则（草案）、监事会议事规则（草案）；2015年5月20日，中国北车A股及H股股票在沪港两市终止上市；同日，中国北车股东持有的中国北车A股及H股股票按照1:1.10的比例开始相应转换为中国南车A股及H股股票；2015年5月26日和28日本次合并涉及的H股及A股分别完成换股；2015年6月1日，中国南车完成工商变更登记手续，更名为“中国中车股份有限公司”；2015年6月8日，中国中车股票在沪港两市复牌上市交易。本次合并完成后，中国中车同时承继及承接中国南车和中国北车的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务。

2015年6月4日，中国中车发布关于承继中国南车股份有限公司2013年公司债券（第一期）的公告。该公告主要内容为：根据南北车合并方案，中国南车和中国北车的全部资产和负债于本次合并交割日起由中国中车股份有限公司承继及承接，其中包括中国南车发行的中国南车股份有限公司2013年公司债券（第一期）（5年期品种债券简称“13南车01”、债券代码“122251”，10年期品种债券简称“13南车02”、债券代码“122252”）。以上债券名称、简称及代码保持不变。

## 基本分析

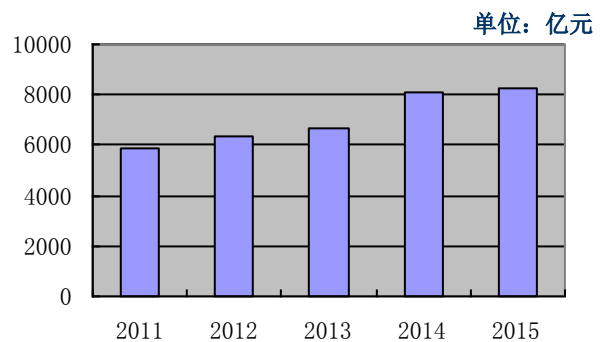
### 2015年我国铁路建设投资继续保持增长态势，南北车合并后，公司抢抓发展机遇、发挥协同效益，实现收入规模和净利润的增长

2015年，我国国内生产总值达到676,708亿元，按可比价格计算，比上年增长6.9%，增速较上年回落0.5个百分点；全年固定资产投资（不含农户）

562,000亿元，比上年名义增长9.8%，扣除价格因素实际增长11.8%。

铁路建设的发展方面，2015年我国铁路固定资产投资完成8,238亿元，同比增长1.85%；投产铁路新线路9,531公里，同比增长13.10%。截至2015年末，我国铁路运营里程达到12.1万公里，居世界第二位，其中高铁运营超过1.9万公里，居世界第一位。2015年全年全国铁路旅客发送量完成25.35亿人，同比增长10.0%；货运总发送量完成33.58亿吨，同比减少11.9%。

图1：2011~2015年我国铁路固定资产投资情况



资料来源：中国铁路总公司，中诚信证评整理

2015年在我国铁路建设投资稳步增长的带动下，公司加强运营监控，根据用户需求全力开拓市场，全年实现市场签约额2,875亿元，其中国际业务实现出口签约额57.81亿美元。南北车合并后协同效益开始显现，为生产经营提供有效保障，公司全年实现营业收入2,419.13亿元，同比增长8.98%，实现净利润140.98亿元，同比增长14.19%。截至2015年末，公司在手未完工订单2,144亿元，对未来业务的发展提供了强大的支撑。

分业务板块来看，2015年公司铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业和现代服务板块分别实现业务收入1,301.99亿元、246.13亿元、529.21亿元和341.80亿元。铁路装备业务收入同比增长2.99%，其中动车组销量增长，客车、货车销量下降；城轨与城市基础设施业务收入同比增长36.31%，主要系2015年度城轨地铁车辆交付增加所致；新产业业务收入同比增长27.98%，主要系发电设备和汽车设备市场有效开拓所致；现代服务业务收入同比减少5.45%，主要系物流、贸易类收入较少所致。

表 1:2015 年公司各业务板块收入构成

业务板块	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
铁路装备	1,301.99	23.75
城轨与城市基础设施	246.13	12.63
新产业	529.21	23.01
现代服务	341.80	7.84
合计	2,419.13	20.21

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

**随着中国铁路对铁路装备需求的提高，公司铁路装备业务规模保持增长态势；公司不断加大产品研发力度，保持铁路装备技术领先水平**

公司的铁路装备业务主要包括动车组和客车业务、机车业务和货车业务等。伴随着我国铁路快速发展，铁路客车技术不断升级换代、产品平台持续完善，公司铁路客车形成了多样化、系列化的产品结构，包括高速动车组、城际动车组、内燃动车组和 25 型系列铁路客车等。其中铁路客车产品主要有时速 120~200 公里座车系列、卧车系列、餐车、行李车、发电车、特种车和高原车等；高速动车组主要由时速 250 公里和 350 公里两个速度等级系列化产品。

公司在铁路客车领域具有雄厚的自主研发能力和制造能力。公司拥有超过 2,000 人的铁路客车研发团队，建有国家工程实验室、多条试验线及国家级企业技术中心、博士后科研工作站等，承担了大量的国际合作项目、国家级重点项目及新产品研发项目。2015 年，公司完成时速 350 公里中国标准动车组型式试验；完成 CRH380AM 高速综合检测列车型式试验。

通过持续的创新能力建设和技术改造，公司已建成具有国际先进水平、制造规模处于全球领先的高速动车组研发制造基地。2015 年，持续增长的高速铁路里程继续保持着对高速动车组的大量需求，同时也推动了中国中车动车组业务的发展。公司动车组业务全年实现营业收入 772.48 亿元，销售动车组 3,782 辆。

机车业务方面，公司已形成了较为完整的产业链体系，旗下拥有一系列机车造修企业和配件生产企业。目前，公司机车业务已形成了直流传动和交

流传动两大主要平台，覆盖了窄轨、标轨、宽轨各系列，全面搭建并掌握了总成、车体、转向架、牵引变流器、网络控制系统、制动系统和驱动装置 9 大核心技术。公司构建了 HXN（和谐内燃）和 HXD（和谐电力）两大系列产品平台，机车产品涵盖 HXD1/HXD2/HXD3/HXN3/HXD5 等 5 大系列 17 个品种。

公司在电力机车和内燃机车领域积极推进铁路重载、高速、交流传动等技术进步，不断推出性能的系列产品，满足轨道交通领域客运、货运多层次多形式的需求。2015 年，公司获准建设大功率交流传动电力机车系统集成国家重点实验室；公司成功研制 SDA1 型交流传动内燃机车并出口澳大利亚，出口澳大利亚窄轨漏斗铁路货车被科技部评为国家重点新产品；成功研制 4,400 马力内燃调车机车填补了我国空白；在 30 吨轴重大功率货运电力机车方面具备批量制造能力。

市场领域方面，2015 年公司机车业务实现营业收入 324.92 亿元，销售机车 2,365 台，产品覆盖国铁 18 个路局及国内全部工矿企业，海外市场主要进入非洲、澳洲、中亚、中东、东南亚和南亚等 98 个国家和地区。

铁路货车以货物为主要运输对象，按用途可分为通用货车和专用货车，其中通用货车包括敞车、棚车和平车等多种货物运输车辆；专用货车包括煤车、集装箱车和散装水泥车等运输某一种运输的车辆。2015 年，受国内经济增速持续下滑的影响，国内铁路货运需求相应放缓，铁路货车采购总量减少。面对市场压力，公司大力开拓市场，加强产品研发与市场营销工作的融合。2015 年公司销售货车 15,797 辆，货车业务实现营业收入 101.78 亿元，货车销量出现下降但仍保持较高的销售规模。

**随着城镇化进程的加快，我国城轨交通建设持续推进，公司凭借在该市场的产品优势，实现城轨与城市基础设施业务收入较快增长**

公司城轨与城市基础设施业务主要包括城市轨道交通车辆和非铁路总公司采购的城际动车组、市域列车。公司是城轨地铁产品品种最齐全、产业链最完整的企业之一，拥有城市轨道交通各类整车研制

技术，全面掌握车体、转向架、列车牵引控制、牵引变流器、牵引电机、制动系统、信号系统等关键技术，具备较强的核心竞争力。得益于强大的研发、制造能力，公司能够提供时速 80/100/120 公里多个速度等级、铝合金、不锈钢、碳钢多种车体材质，A 型、B 型、L 型地铁以及市域列车、现代有轨电车、单轨车、胶轮车、磁浮车等多种类型的城市轨道交通车辆产品。

公司在城轨交通领域不断完善技术创新体系，核心技术实力得到增强。2015 年，公司获批建设轨道交通车辆系统集成国家工程实验室；同时成功试运营首台具有自主知识产权的中低速磁悬浮列车；完成自主化的时速 250 公里和时速 160 公里城际动车组运营考核；在储能式 100% 低地板轻轨车、悬挂式公交系统车辆等产品研发方面进展顺利。

近年来轨道交通产业的快速发展为公司城轨业务提供了良好的外部环境，截至 2015 年末，我国已有 22 座城市开通运营了城市轨道交通，已交付以及待交付的城轨车辆总数超过 23,000 辆。2015 年全年公司销售城轨地铁 4,024 辆，实现销售收入 225.91 亿元，保持较快增长。

### 公司新产业业务和现代服务业务紧跟国家战略和产业政策，呈现良好的发展势头

公司新产业业务以风电装备、新材料、新能源汽车以及环保装备为重点，通过对国家产业政策、行业发展环境和发展趋势的研究，大力推进新产业发展规划，促进新产业稳健发展。受益于国家新能源政策的持续释放、对节能环保的日益重视，新产业业务实现较快增长。2015 年公司以 PPP 模式成功中标江苏省常熟市村镇污水处理项目，实现了农村分散污水治理市场突破；同时公司通过并购英国 SMD 公司在深海机器人市场实现突破，增强船舶海工装备市场竞争力。目前，公司在环保水处理板块已成为国内村镇污水治理领域首选供应商，船舶与海工装备领域的深海机器人在全球市场份额中排名第三，此外光伏发电、智能装备、重型工程机械及矿山机械、信息及软件产业等各细分业务板块均呈现良好发展势头。

公司现代服务业务以金融、类金融和物流服务

为重点，通过开展资源整合和业务重组，促进现代服务业稳健发展，制造业和服务业不断融合。为降低企业成本、增加创收，公司加快金融与类金融业务发展，促进公司内部成员企业相互协作。此外，公司对轨道交通乘客信息服务系统开始进行运营测试。物流业务管理方面，公司积极创新商业模式，运用精益管理理念、专业物流方案设计和信息化手段，转变物流管理模式，打造企业物流业务托管、物资管理咨询、储运一体化循环服务平台，提供专业化服务；物流贸易以集中采购为基础，公司构建了“中车购”电子商务平台，加快向电商模式发展；同时供应链管理平台不断优化、完善，截至 2015 年末，线上采购率达到 68% 以上。

国际业务方面，公司抓住“一带一路”战略机遇，大力实施国际化经营战略。2015 年公司成功中标伊朗地铁项目；成功中标香港史上最大地铁采购；获得以色列 120 列轻轨车订单；动车组产品首次进入欧洲市场；南非本地化电力机车成功下线。与此同时，公司进一步加快海外经营网络布局。2015 年，美国波士顿地铁项目在春田市成功奠基；我国首个铁路装备海外制造基地在马来西亚建成投产；与美国合资成立的货车公司开始生产首批样车。2015 年，得益于国际业务积极有效的开拓，公司国际业务收入为 265.71 亿元，同比增长 66.91%。

### 财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经德勤华永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015 年度审计报告，以及 2014 年重述数据。

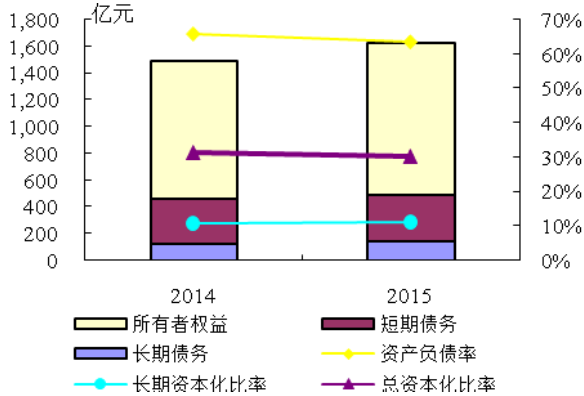
#### 资本结构

2015 年，公司资产规模保持稳步增长；同时，受南北车合并影响及经营所得留存收益的增加使得公司资本实力得到增强。截至 2015 年末，公司资产总计 3,116.94 亿元，同比增长 4.31%，所有者权益合计 1,135.75 亿元，同比增长 11.15%。

债务结构方面，2015 年公司总债务 494.80 亿元，同比增长 5.72%，其中短期债务 351.64 亿元，公司债务期限结构仍以短期债务为主。其他负债方面，截至 2015 年末，公司应付票据、应付账款和

预收款项规模分别为 227.90 亿元、831.79 亿元和 296.93 亿元，分别同比上升 5.75%、16.51% 和下降 17.30%，公司资产负债率为 63.56%，同比下降 2.24 个百分点；总资本化比率为 30.35%，同比下降 1.07 个百分点。

图 2：2013~2015 年公司资本结构分析



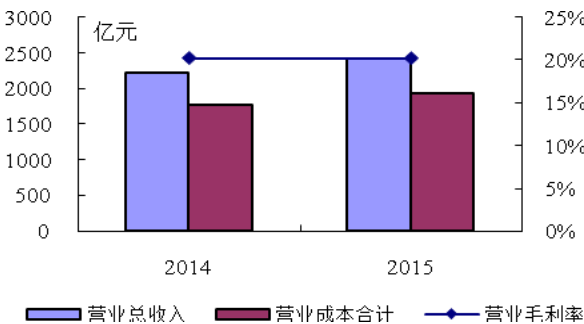
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于南北车合并效应和留存收益的积累，公司资产和权益规模稳步增加，财务结构较为稳健，综合抗风险能力增强。

## 盈利能力

2015 年公司把握国内铁路建设投资加大的机遇，不断强化运营管控，稳步提升发展质量，使得当年业务规模进一步增长，实现收入 2,419.13 亿元，同比增长 8.98%。

图 3：2014~2015 年公司营业收入分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，公司在业务发展、收入扩张的同时，对成本进行了合理有效的控制，保障了良好的毛利空间，其毛利率处于行业领先水平。2014 和 2015 年，公司毛利率分别为 20.2% 和 20.2%，基本保持稳定。

期间费用方面，2015 年公司三费合计为 309.45 亿元，其中销售费用、管理费用与财务费用分别为 79.54 亿元、223.32 亿元和 6.60 亿元。主要受公司

研发费用投入增长影响，公司当年管理费用支出增长。2015 年研发费用投入占管理费用总额的 44.19%，绝对额较上年增长 18.76%，较高的研发费用投入为公司可持续发展蓄力。2015 年三费用收入占比为 12.79%，较上年略降 0.22 个百分点。

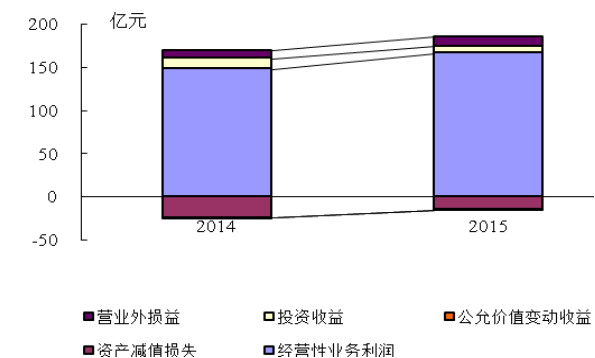
表 2：2014~2015 年公司期间费用分析

	单位：亿元	
	2014	2015
销售费用	74.02	79.54
管理费用	194.53	223.32
财务费用	20.31	6.60
三费合计	288.85	309.45
营业总收入	2,219.77	2,419.13
三费收入占比	13.01%	12.79%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2015 年公司利润总额为 170.48 亿元，同比增长 17.71%。其中，经营性业务利润 166.36 亿元，为公司利润总额的主要来源。公司投资收益有所下降，2015 年获得投资收益 8.00 亿元，同比下降 33.57%，但投资收益规模仍较为可观。此外，公司还享受政府给予的科技项目拨款以及在改制科研机构方面给予的经费补贴等政府补助，2015 年公司获得政府补助 18.02 亿元。

图 4：2014~2015 年公司利润总额构成分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合看来，公司近年来业务规模持续增长，毛利率处于行业较高水平，费用控制能力较好，整体盈利能力很强。

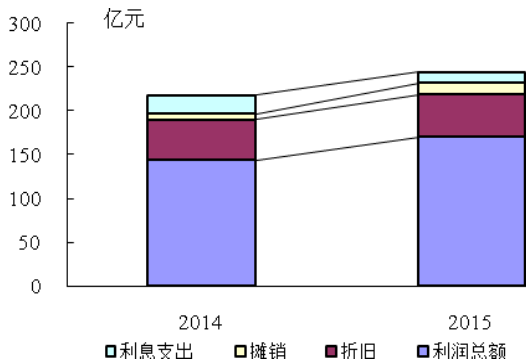
## 偿债能力

从债务规模来看，截至 2015 年末，公司总债务为 494.80 亿元，其中长、短期债务分别为 143.16 亿元和 351.64 亿元，长短期债务比为 2.46 倍，公司短期债务占比较高且规模较大，具有一定的短期偿债压力。



从获现能力来看，利润总额和折旧为公司 EBITDA 的主要构成。2015 年公司业务规模持续扩大，盈利水平稳步提升，利润总额也呈上升态势；同期，公司固定资产逐年扩大，折旧也相应增加。受上述因素影响，2015 年公司 EBITDA 为 245.03 亿元，表现出较好的 EBITDA 获现能力。

图 5：2014~2015 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营性现金流来看，2015 年公司经营性净现金流为 149.82 亿元。从各项偿债指标的表现来看，截至 2015 年末，公司总债务/EBITDA 指标为 2.02 倍，EBITDA 利息倍数为 16.81 倍，经营活动净现金/利息支出 10.28 倍。

表 3：2014-2015 年公司偿债能力分析

财务指标	2014	2015
总债务 (亿元)	468.02	494.80
EBITDA (亿元)	218.31	245.03
资产负债率 (%)	65.81	63.56
长期资本化比率 (%)	10.68	11.19
总资本化比率 (%)	31.42	30.35
EBITDA 利息倍数 (X)	8.31	16.81
总债务/EBITDA (X)	2.14	2.02
经营活动净现金/总债务 (X)	0.61	0.30
经营活动净现金/利息支出 (X)	10.83	10.28

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对外担保（不含对控股子公司担保）；公司对全资及控股子公司担保合计 367.09 亿元，占净资产（不含少数股东权益）的比例为 37.88%。整体看，公司因对外担保所形成的或有负债风险较小。

总体来看，尽管公司短期债务规模较大，但其盈利情况良好，EBITDA 对债务本息有很强的覆盖能力。同时考虑到公司整体资产实力以及畅通的融资渠道、充足的银行授信，中诚信证评认为公司整

体偿债能力极强。

## 担保实力

经国务院国资委批复，2015 年 8 月 5 日，北车集团与南车集团签署《中国北方机车车辆工业集团公司与中国南车集团公司之合并协议》，约定北车集团吸收合并南车集团，南车集团注销，北车集团更名为“中国中车集团公司”。南车集团的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务均由合并后企业中车集团承继。2015 年 9 月 7 日，中国南车股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）2015 年第二次债券持有人会议召开，会议审议通过了《关于中国中车集团公司承继中国南车集团公司对本期债券担保义务的议案》。2015 年 9 月 24 日，北车集团完成工商变更登记，更名为“中国中车集团公司”；南车集团作为中国南车股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）（5 年期）、中国南车股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）（10 年期）的担保人义务由中车集团承继。中车集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 业务运营

从业务来看，作为中车集团最主要的子公司，中国中车主要经营铁路机车车辆、动车组、城市轨道交通车辆及重要零部件的研发、设计、制造、修理、销售、租赁和技术服务。截至 2015 年末，中国中车占中车集团总资产和当年营业收入的比重分别为 95.00% 和 99.25%，具体运营情况如前所述。除中国中车所经营业务外，中车集团业务还包括少部分的铁路配件制造等业务以及少量非轨道交通装备业务，例如钢结构、棕纤维、复合反渗透膜等，业务收入占比很小。2015 年，中车集团实现营业收入 2,437.33 亿元。

整体来看，中车集团以轨道交通装备业务为主，非轨道交通装备相关业务占比很小。中车集团的收入及利润主要来源于中国中车，其在轨道交通装备制造行业具有突出的行业地位和极强的综合竞争实力。

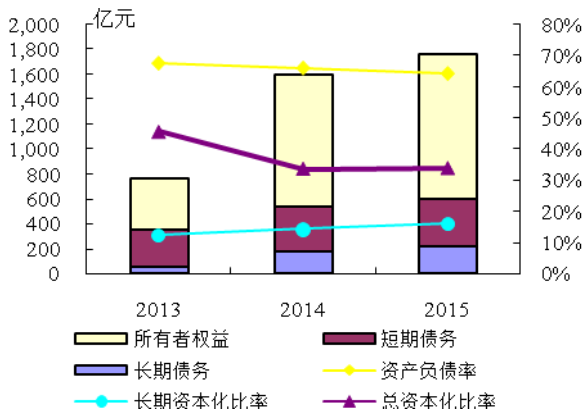
## 财务分析

以下分析基于中车集团提供的经大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015 年度审计报告，2013 年和 2014 年财务数据已重述。

从资本结构来看，中车集团近年业务量不断扩大，资产规模不断增长，截至 2015 年 12 月 31 日，中车集团资产总额达到 3,281.02 亿元，同比增长 4.72%；同期，业务量的提升带动负债总额的增长，中车集团负债总额达到 2,113.33 亿元，同比增长 2.06%。截至 2015 年 12 月 31 日，中车集团资产总计 3,281.02 亿元，负债总计 2,113.33 亿元；资产负债率和总资本化比率分别为 64.41% 和 33.92%，分别同比下降 1.68 个百分点和上升 0.26 百分点，中车集团负债规模仍维持在较合理水平。

从债务期限结构来看，截至 2015 年 12 月 31 日，中车集团总债务为 599.42 亿元，其中长期债务 222.95 亿元，短期债务 376.46 亿元，长短期债务比 1.69。

图 6：2013~2015 年中车集团资本结构分析



资料来源：中车集团财务报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，在我国铁路投资增加的推动下，2015 年中车集团实现营业收入 2,437.33 亿元，同比增长 8.41%。毛利率方面，得益于中车集团较好的成本控制能力，当年毛利率为 20.36%，同比增长 0.28 个百分点，保持了良好的初始获利水平。

表 4：2013~2015 年中车集团主要偿债指标

指标	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	349.80	539.23	599.42
EBITDA (亿元)	85.40	216.61	-
资产负债率 (%)	67.55	66.09	64.41
总债务/EBITDA (X)	4.10	2.49	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.68	8.14	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.52	9.31	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.11	0.46	0.21

资料来源：中车集团财务报告，中诚信证评整理

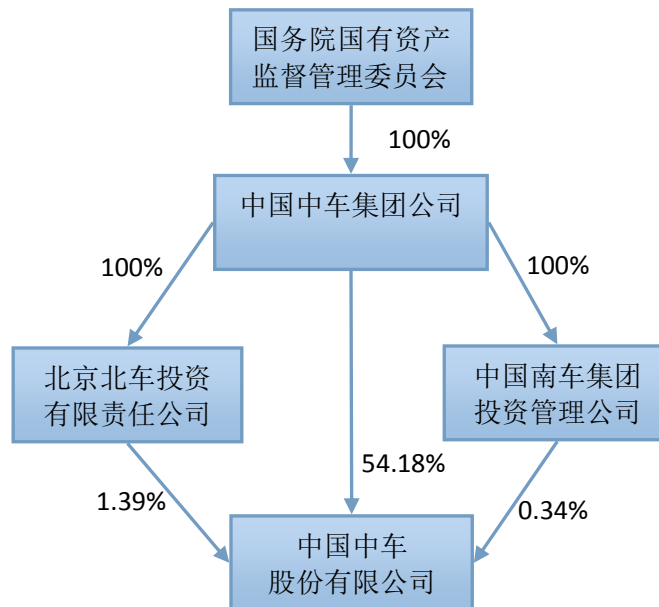
偿债能力方面，中车集团总债务规模扩大至 599.42 亿元，同比增加 11.16%。从经营性现金流情况来看，2015 年中车集团经营性活动净现金达 127.12 亿元，保持了良好的现金流入状态。

综合来看，中车集团具有突出的行业地位和极强的综合竞争实力，具备极强的抗风险能力，其整体偿债能力极强。中诚信证评认为中车集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期公司债券的按期偿还可提供有力的保障。

## 结论

综上，中诚信证评维持承接主体中国中车主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“中国中车股份有限公司 13 南车 01、13 南车 02 公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：中国中车股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



**附二：中国中车股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2014	2015
货币资金	4,889,621.20	3,936,868.70
应收账款净额	5,842,371.90	7,251,439.80
存货净额	5,966,640.30	5,978,620.10
流动资产	20,022,683.10	20,517,803.00
长期投资	583,558.90	696,731.40
固定资产合计	5,881,721.80	6,313,075.60
总资产	29,881,367.60	31,169,372.90
短期债务	3,458,607.70	3,516,401.40
长期债务	1,221,596.40	1,431,625.30
总债务（短期债务+长期债务）	4,680,204.10	4,948,026.70
总负债	19,663,644.70	19,811,915.60
所有者权益（含少数股东权益）	10,217,722.90	11,357,457.30
营业总收入	22,197,655.50	24,191,263.60
三费前利润	4,371,355.20	4,758,105.10
投资收益	120,537.40	80,078.00
净利润	1,234,636.10	1,409,787.80
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,183,096.90	2,450,269.40
经营活动产生现金净流量	2,843,745.50	1,498,151.00
投资活动产生现金净流量	-1,978,483.00	-539,187.00
筹资活动产生现金净流量	727,246.30	-1,668,742.10
现金及现金等价物净增加额	1,584,195.30	-708,996.50
财务指标	2014	2015
营业毛利率（%）	20.20	20.20
所有者权益收益率（%）	12.08	12.41
EBITDA/营业总收入（%）	9.83	10.13
速动比率（X）	0.81	0.86
经营活动净现金/总债务（X）	0.61	0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	0.82	0.43
经营活动净现金/利息支出（X）	10.83	10.28
EBITDA 利息倍数（X）	8.31	16.81
总债务/EBITDA（X）	2.14	2.02
资产负债率（%）	65.81	63.56
总资本化比率（%）	31.42	30.35
长期资本化比率（%）	10.68	11.19

注：1、中国中车毛利率数据与年报保持一致，保留一位小数；

2、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

**附三：中国中车集团公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	996,809.75	5,042,721.16	4,049,500.39
应收账款净额	3,042,910.08	5,878,051.86	7,271,671.43
存货净额	2,376,343.70	6,624,533.05	6,551,467.52
流动资产	7,707,273.34	20,948,254.41	21,548,989.82
长期投资	231,413.67	704,198.62	849,600.87
固定资产合计	2,898,632.71	6,199,105.80	6,647,478.51
总资产	12,818,969.32	31,331,973.73	32,810,213.60
短期债务	2,908,515.37	3,623,342.02	3,764,670.95
长期债务	589,519.57	1,769,007.09	2,229,488.87
总债务（短期债务+长期债务）	3,498,034.94	5,392,349.11	5,994,159.81
总负债	8,659,809.79	20,706,140.34	21,133,294.84
所有者权益（含少数股东权益）	4,159,159.53	10,625,833.39	11,676,918.76
营业总收入	9,856,012.15	22,482,444.28	24,373,283.09
三费前利润	1,656,309.19	4,395,641.54	4,825,177.11
投资收益	27,859.00	87,596.29	83,219.48
净利润	421,074.02	1,163,609.52	1,324,432.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	853,957.38	2,166,069.54	-
经营活动产生现金净流量	379,214.40	2,476,717.53	1,271,161.84
投资活动产生现金净流量	-577,818.89	-1,986,042.84	-657,050.10
筹资活动产生现金净流量	41,629.85	1,081,474.67	-1,356,058.50
现金及现金等价物净增加额	-159,156.40	1,564,013.55	-740,899.14
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	17.48	20.08	20.36
所有者权益收益率（%）	10.12	10.95	11.34
EBITDA/营业总收入（%）	8.66	9.63	-
速动比率（X）	0.71	0.81	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.46	0.21
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.68	0.34
经营活动净现金/利息支出（X）	2.52	9.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.68	8.14	-
总债务/EBITDA（X）	4.10	2.49	-
资产负债率（%）	67.55	66.09	64.41
总资本化比率（%）	45.68	33.66	33.92
长期资本化比率（%）	12.41	14.27	16.03

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+应付短期融资券+应付票据+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

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

总资产报酬率=（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

利息支出=计入财务费用的利息支出+资本化利息支出

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体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
<b>A</b>	受评主体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
<b>BBB</b>	受评主体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
<b>BB</b>	受评主体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>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。