



信用等级通知书

信评委函字[2016]G099-1号

中国中车集团公司：

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拟发行的“中国中车集团公司公开发行2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年二月二十三日

中国中车集团公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国中车集团公司
发行规模	基础发行规模为20亿元，可超额配售不超过20亿元
债券期限	本期发行的公司债券有两个品种：“16中车G1”为5年期，附第3年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权，基础发行规模为10亿元；“16中车G2”为10年期，附第5年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权，基础发行规模为10亿元。
债券利率	本期债券票面利率将由发行人与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定；本期债券采用单利按年计息，不计复利
偿还方式	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

概况数据

中车集团	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	371.03	415.92	1,062.58	1,155.86
总资产（亿元）	1,137.22	1,281.90	3,133.20	3,364.68
总债务（亿元）	349.66	349.80	709.12	658.15
营业总收入（亿元）	922.95	985.60	2,248.24	1,497.23
营业毛利率（%）	14.72	17.45	20.28	22.24
EBITDA（亿元）	70.49	85.40	216.61	161.35
所有者权益收益率（%）	9.51	10.12	10.95	10.83
资产负债率（%）	67.37	67.55	66.09	65.65
净负债率（%）	67.33	60.14	19.28	22.98
总债务/EBITDA（X）	4.96	4.10	3.27	4.08
EBITDA 利息倍数（X）	5.13	5.68	8.14	15.19

注：1、2014年中车集团财务数据来源于审阅报告及备考财务报表，审阅报告假设自2014年1月1日起北车集团同南车集团完成合并，中车集团按照此框架持续经营；

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；

3、2015年前三季度所有者权益收益率已作年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国中车集团公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体中国中车集团公司（以下简称“中车集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了轨道交通装备制造业较好的行业前景，原中国北方机车车辆工业集团公司（以下简称“北车集团”）和原中国南车集团公司（以下简称“南车集团”）合并后，公司在国内轨道交通装备市场具有垄断地位，具有良好的业务成长性及财务弹性等正面因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注公司客户集中度较高、对下属子公司管理难度加大等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 较好的行业前景。目前我国铁路建设仍保持在一定规模，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”已成为国家层面重大战略，且在“一带一路”、“中国制造 2025”等国家战略推动下，我国轨道交通企业将面临较大的发展机遇。
- 行业地位优势显著。北车集团吸收合并南车集团后，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，在轨道交通市场具有显著的市场地位，在海外市场亦拥有较高市场占有率，整体具有极强的竞争实力和抗风险能力。
- 业务成长性良好。合并后的中车集团将形成规模效益，市场地位的显著提升有助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亦有利于降低综合成本；此外，合并后通过业务资源整合，着力发展新兴

分 析 师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

李荣一 ryli@ccxr.com.cn

李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 2 月 23 日

产业，公司业务整体具有良好的成长性。

- 很强的财务实力。合并后的中车集团继续保持了稳定的财务结构，刚性债务占比较低，获现能力能够对债务本息形成有力保障；此外，作为中车股份的控股公司，能够通过中车股份在资本市场直接进行权益融资，拥有良好的财务弹性。

关 注

- 客户集中度较高。轨道交通装备行业客户集中度高，中车集团来自中国铁路总公司订单占比较大，其订单规模、收入规模和利润水平受中国铁路总公司的规划安排及国家政策影响较大，应关注国内铁路投资放缓对公司业务产生的影响。
- 管理难度加大。合并后的中车集团旗下子公司众多，在管理方面面临一定挑战；此外，合并后公司在业务、技术及内控各层面上的整合亦存在不确定性。

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、除因本期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 and 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。

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，并及时对外公布。

概 况

发行主体概况

中国中车集团公司（以下简称“中车集团”或“公司”）前身为中国北方机车车辆工业集团公司（以下简称“北车集团”），是经国务院国有资产监督管理委员会批准，在原中国铁路机车车辆工业总公司所属部分企事业单位的基础上组建的全资国有大型骨干企业，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）履行出资人职务对其进行领导和监管。2015年8月5日，北车集团同原中国南车集团公司（以下简称“南车集团”）签署了《合并协议》，由北车集团吸收合并南车集团，南车集团注销，同时北车集团更为现名。合并后，中车集团仍由国务院国资委全资控股，截至2015年9月30日，中车集团实收资本230亿元。

吸收合并前的北车集团和南车集团是国内轨道交通装备制造龙头企业之一，合并后的中车集团成为全球最大的轨道交通装备制造制造商，在国内市场形成了垄断地位。中车集团主要从事铁路机车、客车、货车、动车组、城轨车辆及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁，在机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆等各业务领域市场占有率超过95%。

截至2014年12月31日¹，公司资产总额3,133.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,062.58亿元，资产负债率66.09%；2014年公司实现营业总收入2,248.24亿元，取得净利润116.36亿元，经营活动净现金流247.67亿元。

截至2015年9月30日，公司资产总额3,364.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,155.86亿元，资产负债率65.65%；2014年公司实现营业总收入1,497.23亿元，取得净利润93.88亿元，经营活动净现金流-120.91亿元。

¹ 以下中车集团2014年财务数据均依据经大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的经审阅的2014年度审阅报告及备考财务报表，审阅报告假设自2014年1月1日起北车集团同南车集团完成合并，中车集团按照此框架持续经营。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

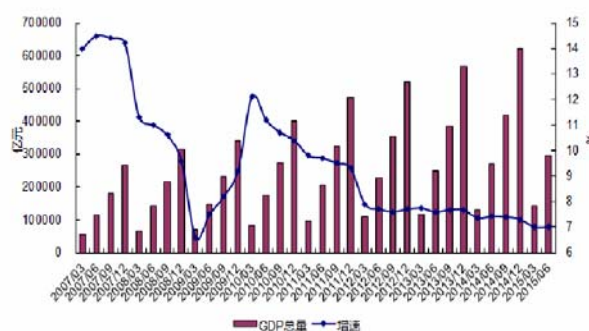
基本条款	
发行主体	中国中车集团公司
债券名称	中国中车集团公司公开发行2016年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模为20亿元，可超额配售不超过20亿元
债券期限	本期发行的公司债券有两个品种：“16中车G1”为5年期，附第3年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权，基础发行规模为10亿元；“16中车G2”为10年期，附第5年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权，基础发行规模为10亿元。上述两个品种共可超额配售不超过20亿元，两个品种间在总发行规模（含超额配售部分）内，可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。
债券利率	本期债券票面利率将由发行人与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定；本期债券采用单利按年计息，不计复利
偿还方式	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
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充公司流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宏观经济和政策环境

2015年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，上半年GDP增长7%，增速较上年同期和上年平均水平分别低0.4个百分点和0.3个百分点，是2009年以来的同期最低水平。未来，经济下行压力依然较大，但随着“一带一路”战略、京津冀区域协调发展等持续推进，一系列稳增长、促改革措施持续发力，下半年中国经济有望延续底部企稳态势运行。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从需求角度来看，我国2014年以来需求结构

呈现投资增长进一步放缓、消费相对稳定，出口明显改善的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量；最终消费需求对经济增长的贡献进一步提升。受房地产调整、制造业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速递减；基础设施投资虽然小幅下降，但增速依然保持高位。汽车相关的消费增长略有改善，限制“三公”消费支出的影响逐渐减弱，餐饮收入增速提升，与住房相关的消费以及网络购物、电子商务等新兴消费业态等共同带动消费平稳增长。随着美国、东盟、韩国等主要贸易伙伴经济的改善，进出口贸易顺差持续扩大。从产业来看，受需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，工业生产增速总体呈回落态势；服务业持续保持高于第二产业的速度发展，产业结构持续优化；物价水平持续走低，通缩压力依然存在。

货币政策方面，上半年央行坚持稳中求进的总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。除了常规的公开市场操作，出台了不对称降准、降息以及 MLF 续作等政策，引导实体经济融资成本下行，适时调整流动性。2015 年上半年，全社会融资总额 8.81 万亿元，比上年同期下降 1.46 万亿左右。其中，委托贷款受表外业务监管加强等原因同比有所下降，人民币贷款和股票融资均比上年同期有所增加。随着公开市场力度增强以及季末贷款数据高增，5 月份以后 M2 增速有所回升。综合考虑中国目前的通胀水平以及经济增长情况，预计下半年货币政策延续稳中趋松，调控手段或将有所微调，在保持银行间流动性的同时，调增合意贷款规模，加强信贷政策支持再贷款、信贷质押再贷款、抵押补充贷款等定向宽松调控手段将更多使用。此外，随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，近两年，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，我国财政收入增长不断放缓。2015 年上半年中央财政收入增长 6.6%，增速虽然比一季度有所回升，但比上年同

期下降 2.2 个百分点。与此同时，受收入增长约束，财政支出增长比上年同期放缓 4 个百分点。但财政支出增长持续高于财政收入政策，财政收支压力不减。下半年，预计财政政策将更加积极，加大稳增长力度。一方面，严格执行全年预算额度，通过加大转移支付、增加发债额度、盘活存量等加大财政支出，提升财政资金使用效率；同时，将政府债务置换额度增加至 3 万亿元，发挥置换债券增量效应；另一方面，加快推出 PPP 项目，鼓励社会资本参与基础设施建设，通过城镇化基金模式，拓展新的融资渠道。与此同时，加大结构性减税的力度。

未来，房地产市场调整、财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。在“低增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革为调控核心。围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，土地征地制度改革、财税金融体制改革、“国退民进”、国有企业改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革将释放新的动力和活力，更大限度地激发发展的内生动力，为实现新常态下经济社会科学发展提供动力。中诚信证评认为，宏观调控和改革将对我国经济面临的下行压力起到缓解作用，总体上 2015 年中国经济将缓中趋稳。

行业分析

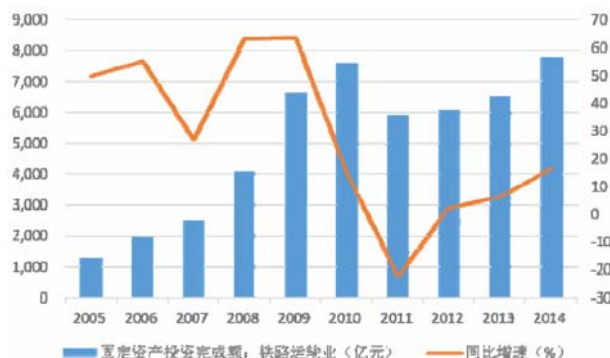
铁路建设

铁路作为我国交通运输的主要工具，是国民经济的大动脉，在社会发展中起着重要作用。随着宏观经济的快速增长、铁路运输需求稳定增长及国家政策大力扶持的作用下，我国铁路建设得到快速发

展，成果显著。

投资方面，2005~2010 年间，我国铁路固定资产投资和基本建设投资均保持高速增长，年复合增长率分别达到 43.93% 和 51.71%。进入 2011 年，受温州动车事件影响，致使当年铁路建设投资大幅下滑，大部分铁路建设项目被延缓甚至停工，当年铁路固定资产投资为 5,906.09 亿元，其中基本建设投资为 4,610.84 亿元，分别较上年下降了 29.91% 和 34.83%。但此后随着经济增速的回升，煤炭等货运需求的增长，铁路建设投资支出增加，2012~2013 年铁路投资规模恢复平稳上升态势。2014 年，我国铁路固定资产投资为 8,088 亿元，其中，铁路建设投资 6,623 亿元，同比增长 12.6%；机车车辆购置投资为 1,465 亿元，同比增长 22.2%。新成立的中国铁路总公司在 2013 年 8 月重启了铁路车辆的招标，铁路机车车辆市场呈现恢复性增长。2014 年 1 月召开的铁路工作会议上，中国铁路总公司表示 2014 年将安排铁路固定资产投资 6,300 亿元，后经三次调整，目前全年铁路固定资产投资计划已上调至 8,000 亿元，其中车辆购置及更新改造方面的计划投资规模已由 1,200 亿元上调至 1,430 亿元，截至 2014 年末，已超额完成任务指标。

图 2：2005~2014 年我国铁路投资情况



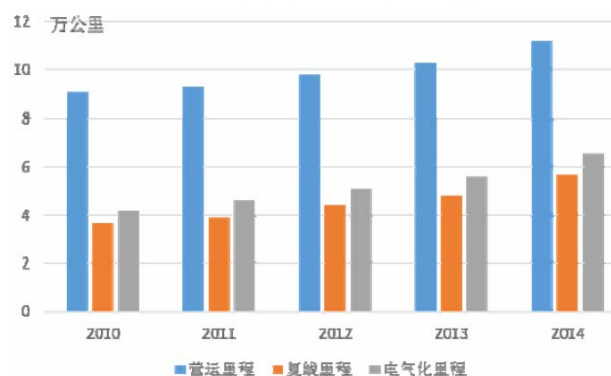
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

高速铁路网建设方面，近年来，中国铁路投资额经历跨越式增长，铁路固定资产投资额维持在较高水平。截至 2014 年末，我国高速铁路线路总里程达到 1.6 万公里，占铁路营业里程比例为 14.3%，居世界高铁里程榜首。“十二五”期间，高速铁路得到快速发展，基本建成快速铁路网，贯通京沪、京港、京哈、杭福深及徐兰、沪昆、青太、沪汉蓉等“四纵四横”客运专线；同时有序建设区域间快速铁

路，进一步扩大了快速铁路网覆盖面。目前，铁路投资的重点已经由全国高铁网向中西部铁路。2015 年初，中国铁路总公司公布了 60 个铁路新开工项目，以中西部铁路为主。全年铁路投资规模预计保持 8,000 亿元的水平。截至 2015 年 9 月，铁路运输业投资完成额达到 4,798 亿元，同比增长了 13%。

路网建设方面，截至 2014 年末，全国铁路营业里程达到 11.2 万公里，同比增长 8.4%。其中高铁营业里程达 1.6 万公里。路网密度 116.48 公里/万平方公里，比上年增加 9.04 公里/万平方公里。其中，复线里程 5.7 万公里，比上年增长 17.7%，复线率 50.8%，比上年提高了 4.0 个百分点；电气化里程 6.5 万公里，比上年增长 16.9%，电气化率 58.3%，比上年提高 4.2 个百分点。西部地区营业里程达到 4.4 万公里，比上年增长 4,020 公里，增长 10.2%。截至 2015 年末，全国铁路运营里程预计将达到 12 万公里左右，其中快速铁路网 4.5 万公里左右，西部铁路 5 万公里左右，提前实现《中长期铁路网规划（2008 年调整）》中 2020 年的建设目标。根据最新的“十三五”规划建议，国家将推进交通运输低碳发展，实行公共交通优先，加强轨道交通建设；实施智能制造工程，构建新型制造体系，为国内轨道交通装备等行业的发展奠定了坚实的基础。

图 3：近年来我国铁路建设情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信证评整理

运输需求方面，随着国民经济的快速增长，各行业对铁路运输的需求稳步增加，我国铁路运输量近几年呈现上升态势。2014 年，我国铁路完成货运总发送量 38.13 亿吨，同比减少 3.9%；完成货运总周转量 27,530.19 亿吨公里，比上年减少 1,643.70 亿吨公里，同比下降 5.6%；完成旅客发送量 23.57 亿人，同比增长 11.9%；完成旅客周转量 11,604.75

亿人公里，较去年上升 9.5%。未来几年，我国经济增长预计仍将保持较高水平，运输需求将持续增长。

总体来看，我国铁路建设仍有很大的空间，未来铁路建设仍将处于持续、快速发展时期。随着铁路路网的逐步完善以及铁路运输量的上升，后续铁路车辆设备等的购置、更新投资也有望大幅上升。

城市轨道交通建设

城市轨道交通系统是解决大城市交通问题的最重要途径，承载着当代许多世界大都市的客运交通任务。目前，世界上已有 40 多个国家的 100 多个城市拥有自己的地铁，有些城市的轨道交通载客量已占整个城市客运量的 50~80%，成为城市交通的骨干。城市化进程的加快带动以连接区域城市为核心的城际铁路网络快速发展。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》提出以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领，形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带。发挥城市群辐射带动作用，优化发展京津冀、长三角、珠三角三大城市群，形成东北地区、中原地区、长江中游、成渝地区、关中平原等城市群。发展一批中心城市，强化区域服务功能。支持绿色城市、智慧城市、森林城市建设和城际基础设施互联互通。未来以实现干线铁路、城际铁路网络和城市轨道交通系统“三网融合”为发展目标，组成全国范围内完整的轨道交通网络。截至 2014 年底，各城市群规划城际铁路总里程超过 2 万公里。

从我国城市轨道交通发展来看，截至 2014 年底，我国内地已有北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、武汉、南京、沈阳、长春、大连、成都、西安、昆明、苏州、杭州、佛山等 22 个城市累计开通 94 条城市轨道交通运营线路（含试运营线路），总运营里程达到 3,173 公里。其中地铁 2,361 公里，占 74.4%；轻轨 239 公里，占 7.5%；现代有轨电车 141 公里，占 4.4%；磁浮 30 公里，占 0.9%；市域快轨 308 公里，占 9.7%；APM4 公里，占 0.1%。

表 2：2005~2014 年我国轨道交通建设情况

	2001~ 2005	2006~ 2010	2011	2012	2013	2014
建设里程	399	885	283	321	395	427
累计运营里程	545	1,430	1,713	2,064	2,539	3,173

资料来源：中国城市轨道交通协会，中诚信证评整理

机车保有量方面，截至 2014 年末，我国机车、客车、火车和动车组保有量分别为 2.11 万台、6.06 万辆、71.01 万辆及 1,404 组，2008~2014 年年均复合增长率分别为 2.3%、5.1%、3.1% 及 41.4%。国内轨道交通装备保持稳定增长，随着技术的更新换代，未来轨道交通装备维修保养市场规模保持较快增速。

然而，与世界其他主要大城市相比，我国轨道交通在整个城市公共客运系统中承担的客运量比重较低。以北京、上海为例，轨道交通客运分担率分别为 32% 和 24%，远低于欧美城市水平；人均拥有量和网路密度方面，北京分别为 0.18km/万人和 0.02km/km²，上海为 0.18km/万人和 0.07km/km²，仍存在较大差距。发展规划方面，截至 2030 年，我国城际铁路总规划里程达到 24,745 公里。截至目前，各地区已经初步建成的区域城际铁路约 1,412 公里，主要来自于长三角、武汉、成渝等地区。在建里程约 1,813 公里，主要来自于山东、武汉、珠三角、长株潭、成渝等地区。未来，我国轨道交通行业的快速发展将给公司带来巨大的发展空间和良好的发展机遇。

海外市场

高铁海外市场主要涵盖欧、美、非及亚洲诸国国内高铁线路的建设以及国际间链接欧亚大陆的高铁线路建设两部分。根据国际铁路联盟（UIC）2014 年 9 月 1 日发布的统计报告，世界上现有运营、在建和规划高铁的国家和地区总共有 22 个，运营高铁总里程 22,954 公里，在建高铁线路里程 12,754 公里，计划建设里程 4,459 公里，远期规划建设里程 14,382 公里，总计 54,550 公里。据统计，目前在建及未来规划建设的高铁里程合计达到 31,595 公里。国外高铁线路建设订单主要通过招投标方式取得。经过多年发展，我国高铁建设具有技术、成本等多方面竞争优势，在国际市场竞争实力较强。

同时受益于国家领导人的大力推销，目前我国高铁海外订单增速较快。2014 年我国企业参与境外的铁路建设项目达到 348 个，同比增加 113 个，累计签订合同额达到 247 亿美元，同比增长 3 倍多，营业额达 76 亿美元，同比增长 31%。

国际间高铁线路的建设则将主要依托“一带一路”战略规划的逐步落实。2014 年 APEC 会议期间，“一带一路”即“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略规划被提出。一带一路规划将在推动区域经济一体化、欧亚大陆经济融合的同时逐步解决我国行业产能过剩，资源过度集中、区域经济发展不平衡等问题。作为实现区域经济一体化的桥梁，高铁线路的建设将在一带一路规划中起到关键作用。同时我国还计划建设泛亚高铁、中亚高铁、欧亚高铁、中俄加美高铁等四条世界级的高铁线路，同时，中国已与包括美国、俄罗斯、巴西、泰国等 28 个国家洽谈高铁技术引进或签署合作开发方案。预计在融合区域经济，实现互融互通的同时，高速铁路建设将迎来前所未有的发展机遇，进而带动包括轨道交通装备在内一系列产业的发展。

表 3：主要国家高铁规划情况

国家/区域	高铁规划
俄罗斯	计划修建高铁近 5,000 公里
东南亚	规划中的“马新高速铁路”里程约 400 公里；泰国计划修建两条长约 1,392 公里的高速铁路；越南远景规划 1,570 公里的高速铁路
印度	计划推出连接印度四大城市的“钻石四边形高速铁路”里程长达 4,500 公里
欧洲	法、德、西班牙等国计划修建高铁 1 万公里
非洲	阿尔及利亚规划高铁 66 公里；南非规划高铁 721 公里；摩洛哥规划到 2035 年高铁里程达 1,500 公里
墨西哥	规划 3 条高铁，用于连接国内各大城市
美国	计划到 2030 年成长达 5,000 公里的国家高速铁路
南美洲	巴西计划修建 518 公里高铁；阿根廷计划投资 40 亿美元修建 710 公里高铁

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

轨道交通装备行业受国家铁路局规划影响大

轨道交通行业的最主要客户为中国铁路总公司及国家铁路局，它们既决定轨道交通装备行业的需求量与结构，也决定了行业的发展方向和政策，对行业的业务发展和盈利水平均有较大影响。大客

户的强势地位也影响行业的资金结算方式和结算周期，进而影响到行业内企业的现金流状况。2013 年 3 月 14 日，第十二届全国人民代表大会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》），根据该《方案》：不再保留铁道部，原铁道部之行政职责和企业职责分别由交通运输部和铁路总公司承担。随着铁道部改革的推进与实施，及未来行业范围的持续扩张，包括城轨车辆、机电产品以及海外业务的发展，交通运输部和铁路总公司的影响在一定程度上将会被削弱。但未来短期内，铁路建设仍为轨道交通装备行业最主要的订单来源，中国铁路总公司未来规划方向及国家政策环境对轨道交通装备行业均产生较大影响。

轨道交通设备行业受安全生产和运营的影响

随着高速列车、重载机车和城市轨道车辆运营数量的大幅增加，轨道交通装备制造企业及其运营企业面临确保轨道交通装备安全、可靠运营的考验。2011 年的 7.23 动车相撞事故以及高铁运营过程中频繁出现故障等问题，引发了政府和社会各界对铁路运输特别是高速铁路安全的高度关注，以至于影响未来铁路建设的规划和发展。因此，需关注未来铁路运行的安全以及轨道交通设备的安全生产及运行情况。

竞争实力

较高的行业壁垒

轨道交通装备制造业进入的政策性壁垒很高。由于我国有相对特殊的铁路技术规范和标准（TB—铁标），凡是要进入我国铁路网运营的所有设备首先要满足这个标准，新的铁路机车车辆制造参与者需要投入巨大的资金和长期的努力才有可能向我国铁路网提供产品。因此，对于我国已经掌握并批量生产产品的企业，技术标准将对潜在竞争者形成一个无形的行业准入限制。对于高端产品，原铁道部采用国际招标的形式进行采购，但通常会提出包括技术转让和与国内厂商合作生产的要求。本地化生产要求限制了外资企业直接进入我国铁路装备市场。

行业资本密集型的特点决定新进入者难以筹到能实现最低限度的生产和销售所需要的巨额初始资本，前期巨大投资为新进入者制造了较高的进入壁垒，从而抑制新企业进入。

此外，原铁道部还实行生产许可证管理，凡有能力生产某项铁路机车车辆产品的企业，自行研发的或能够证明有合法的产品设计来源渠道的产品，需要通过试制样车进行试验，达到国家及原铁道部标准的，经专家组评审，通过认证，才可发放生产许可证。只有拥有生产许可证的企业才可参加原铁道部相关项目的投标。

合并后行业地位突显

南车集团和北车集团合并后，从两者业务简单叠加来看，中国中车在机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆等各业务领域市场占有率已超过95%。公司的竞争者主要包括庞巴迪、阿尔斯通、西门子、通用电气和川崎重工等公司的轨道交通运输装备业务部门，由于产业政策和一些技术准入壁垒的限制，目前国外轨道交通装备制造企业尚不能在国内独立开展整车生产业务，对公司在国内市场没有形成正面的竞争；同时公司积极和庞巴迪、川崎重工、西门子、通用电气等合作开发、生产高速动车组、大功率电力机车和大功率内燃机车等，使这些产品技术水平在国内处于领先地位。

北车集团吸收合并南车集团成为全球最大的轨道交通装备制造制造商，将促进资源整合，有利于降低运营成本、提高管理效率。成本端方面，从部分铁路车辆零部件厂商供货情况看，供应商对合并前的北车集团和南车集团各个车厂供货并不集中，普遍存在供应商为其中一家企业供货的情况，得益于合并后的规模效应，合并后的中车集团将有望向核心供应商集中采购，扩大采购规模，从而降低采购成本；从销售端来看，合并后一方面国内车辆厂竞争趋缓，有利于提高中车集团在国内的议价能力，另一方面能够缓解海外低价竞争问题，合并后有利于减少内耗、提升中国企业品牌形象，进而扩大铁路装备出口，并提高销售毛利率；此外，合并后可以在渠道、研发等方面进行整合，进而降低成本开支，提高利润水平。未来随着业务及资源整合的深

入，规模效应将继续显现，中车集团在国内将继续保持垄断地位，国际市场竞争实力亦将不断提升。

领先的技术优势及完整的产品组合

合并前北车集团和南车集团均拥有很强的研发实力，合并后，中车集团成为世界领先的轨道交通装备研发平台：拥有国家级研发机构9个，国家级企业技术中心19个，省级研发机构41个，海外研发中心9个，博士后工作站14个，院士专家工作站10个。此外，中车集团拥有一支经验丰富、行业技术领先的研发团队和一批国家、省（部）级专家人才，组成了完整的产品研发、工艺、质量控制和售后技术服务等人才队伍。中车集团决策层高度重视人才战略的实施，力求使人才优势转化为产业优势，从根本上提高企业的执行力、创造力和市场竞争能力。截至2015年9月30日，中车集团拥有66名首席专家、390名资深专家、1,500名专家、140多名享受国务院特殊津贴的专家、7,900多名高级职称人才与51,000多名其他各类专业技术及经营管理人才。

北车集团同南车集团合并后，中国中车的研发实力进一步增强，已拥有完整的轨道交通装备产品组合，包括铁路电力机车、内燃机车、客车、货车、内燃动车组、电力动车组、城轨车辆和信号系统，同时具备对上述产品强大的修理能力，能够满足客户对制造及修理不同轨距与供电方式轨道交通装备产品多样化的需求和全方位的服务。此外，公司还生产轨道交通装备产品配套的牵引系统、网络控制系统、制动系统、齿轮传动系统、换热冷却系统等关键核心系统及涡轮增压器、大功率半导体器件等关键零部件产品。

整体来看，轨道交通行业具有较高的进入壁垒，北车集团与南车集团合并后公司在国内市场处于垄断地位，随着资源和业务的整合，将促进运营成本的降低及管理效率的提升；合并后，中车集团的研发能力的技术实力进一步提升，技术优势显著，具有极强的竞争及抗风险能力。

业务运营

合并前，北车集团营业收入主要来自新造业

务、配件业务、维修及改造业务及物流贸易等板块，近年四者收入合计占比约为 95%，2014 年上述板块分别实现收入 600.56 亿元、160.80 亿元、88.07 亿元和 182.95 亿元。从各业务板块毛利率来看，业务收入占比最高的新造业务毛利水平表现良好，近年来随着新造业务毛利的提升，北车集团整体毛利水平亦有所提高，2012~2014 年北车集团销售毛利率分别为 14.73%、17.48%和 18.65%，呈现逐年上升趋势。

表 4：2012~2014 年北车集团营业收入分板块情况

单位：亿元、%

业务类型	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
新造业务	534.35	17.38	518.70	22.32	600.56	23.00
配件业务	122.34	22.91	140.99	20.46	160.80	18.56
维修及改造业务	64.14	7.75	81.55	13.54	88.07	16.50
物流贸易	173.37	2.47	189.61	2.45	182.95	2.97
工程收入	16.39	1.90	35.92	9.97	5.97	7.71
房地产、物业	0.00	-	3.57	26.47	1.24	14.97
技术服务、租赁等	8.43	56.89	11.68	55.97	13.08	64.23
动能销售	2.28	-8.32	2.36	2.04	2.58	5.64
其他	1.64	51.37	1.21	68.46	1.78	-1.55
合计	922.95	14.73	985.60	17.48	1,057.04	18.65

资料来源：北车集团审计报告，中诚信证评整理

南车集团合并前的主要产品包括机车、客车、货车、动车组及城轨地铁，近年来上述五个板块收入合计占比约 60%~70%，2014 年上述板块分别实现营业收入 229.09 亿元、77.75 亿元、74.49 亿元、377.69 亿元和 124.27 亿元，合计占营业总收入的 72.81%。此外，专有技术延伸和其他产品两个板块亦构成南车集团重要收入来源，2014 年分别实现收入 132.38 亿元和 168.39 亿元，合计占总收入的 21.15%。

表 5：2012~2014 年南车集团营业收入分板块情况

单位：亿元、%

业务类型	2012		2013		2014	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机车板块	145.01	15.65	199.40	19.86	229.09	18.88
客车板块	77.77	8.39	66.19	6.59	77.75	6.41
货车板块	118.90	12.83	99.06	9.86	74.49	6.14
动车组板块	216.42	23.36	193.38	19.26	377.69	31.13
城轨地铁板块	79.89	8.62	82.67	8.23	124.27	10.24
专有技术延伸	117.21	12.65	131.15	13.06	132.38	10.91
其他产品	158.54	17.11	218.37	21.74	168.39	13.88
钢构及建安产品	-	-	-	-	1.49	0.12
渗透膜产品	-	-	-	-	4.00	0.33
棕榈产品	-	-	-	-	2.95	0.24
其他业务收入	12.70	1.37	-	-	20.71	1.71
合计	926.44	100.00	1,004.24	100.00	1,213.21	100.00

资料来源：南车集团审计报告，中诚信证评整理

由于北车集团对南车集团的吸收合并于 2015 年 8 月才开始实施，故目前合并的内容主要集中于股权及管理框架层面，而在业务运营方面尚有待于深度整合和梳理。2014 年及 2015 年 1~9 月，中车集团口径分别实现营业收入 2,248.23 亿元和 1,497.23 亿元，其中以轨道交通装备板块为主，占比分别为 76.09%和 76.78%；此外延伸产业以及新兴业务也成为公司核心业务的重要补充，2014 年及 2015 年 1~9 月，公司分别实现延伸产业收入 154.02 亿元和 144.03 亿元，实现其他收入 383.51 亿元和 203.67 亿元。

表 6：2014 年及 2015.Q3 中车集团营业总收入分板块情况

单位：亿元、%

业务类型	2014		2015.Q3	
	收入	占比	收入	占比
轨道交通装备	1,710.72	76.09	1,149.53	76.78
延伸产业	154.02	6.85	144.03	9.62
其他	383.51	17.06	203.67	13.60
合计	2,248.24	100.00	1,497.23	100.00

资料来源：北车集团审计报告，中诚信证评整理

基于合并前的北车集团和南车集团的业务情况进行分析，合并后的中车集团业务主要包括高速动车组、机车、城轨地铁、货车、客车的新造和修

理业务以及其他业务。

生产方面，近年来北车集团和南车集团均实行“以销定产”的生产模式，合并后，采用多品种、批量或小批量的柔性生产模式，在提高生产效率的同时，及时满足用户的个性化需求。根据客户的订货合同来安排、组织生产，既避免成品积压，又可以

根据订单适当安排生产满足客户需求。目前公司铁路机车、客车、货车、动车组和城轨地铁车辆的主要新造和修理基地共 24 家，从 2012~2014 年以及 2015 年 1~9 月的产量情况来看，各类产品的新造和修理业务量多呈现一定波动，主要受产品交付进度安排的影响。

表 7：2012~2014 年及 2015 年 1~9 月相关方产量情况

项目	2012			2013			2014			2015.1~9 中车集团
	北车集团	南车集团	合计	北车集团	南车集团	合计	北车集团	南车集团	合计	
高速动车组新造（辆）	1,136	1,256	2,392	1,200	1,152	2,352	1,480	1,666	3,146	2,735
高速动车组修理（辆）	560	2,104	2,664	1,088	3,522	4,610	1,616	2,003	3,619	2,757
机车新造（台）	776	560	1,336	652	654	1,306	772	896	1,668	422
机车修理（台）	1,001	1,354	2,355	1,107	1,326	2,433	609	1,535	2,144	1,083
城轨地铁新造（辆）	1,519	1,435	2,954	1,236	1,490	2,726	1,479	1,994	3,473	2,906
城轨地铁修理（辆）	-	-	-	-	-	-	12	-	12	69
货车新造（辆）	26,248	19,800	46,048	25,222	18,354	43,576	14,802	9,846	24,648	10,582
货车修理（辆）	26,708	31,666	58,374	23,387	32,658	56,045	26,141	33,974	60,115	42,657
客车新造（辆）	1,384	2,089	3,473	1,468	1,343	2,811	1,032	1,721	2,753	1,080
客车修理（辆）	1,781	1,856	3,637	2,118	1,954	4,072	1,889	1,858	3,747	2,345

注：表中 2012~2014 年合计数为北车集团和南车集团业务量简单加总，未剔除关联交易内容。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售模式上，公司产品的国内市场销售全部为直接销售，不通过代理商和中间商；在国际市场上，一般采用自营或代理的方式开展出口业务。定价方面，通过招标议标的方式确定最终价格，其中招标议标的基础价格以成本加成的方式确定。

采购方面，公司实行集中采购和分散采购相结合的采购模式，将普通物料的需求汇集，并集中选择供应商实行统一采购，实现批量采购折扣；特殊物料的采购则由各子公司负责，选择合适的供应商并谈判签订合同。集中采购和分散采购相结合的采购模式有利于保证原料供应，降低采购成本。

订单方面，2014 年中车集团口径²新增订单金额 2,927.57 亿元，其中新增国内订单和海外订单分别为 2,655.44 亿元和 272.13 亿元，占比分别为 90.70% 和 9.30%；期末在手未完成订单 2,113.69 亿元；2015 年 1~9 月，中车集团口径新增订单金额 2,063.05 亿元，其中新增国内订单和海外订单分别

为 1,885.09 亿元和 177.96 亿元，占比分别为 91.37% 和 8.63%；期末在手未完成订单 2,278.67 亿元，其中国内订单和海外订单保有量分别为 1,845.09 亿元和 433.58 亿元，占比分别为 80.97% 和 19.03%。2014 年以来南车集团和北车集团订单获取情况良好，中车集团充足的订单保有量为未来业绩增长打下良好的基础；未来随着海外市场的开拓，海外订单数量将有所提升。

公司客户集中度很高，中国铁路总公司及各铁路局是公司最大的客户。北车集团 2012~2014 年前五大客户的销售收入占营业收入的比例分别为 56.25%、58.25% 和 61.50%。2012~2014 年，南车集团前五大客户的销售收入占营业收入的比例分别为 51.34%、47.99% 和 54.53%，其中中国铁路总公司是南车集团最大的客户，2014 年南车集团对其销售额占其年度营业收入的 46.35%。整体来看，公司销售订单规模、收入和利润水平受中国铁路总公司的规划安排影响较大。

² 2014 年和 2015 年 1~9 月中车集团口径是指假设 2014 年 1 月 1 日北车集团完成对南车集团的吸收合并，中车集团按照此框架持续经营的口径，下同。

高速动车组业务

从运营主体来看，北车集团高速动车组业务主要由长客股份公司和唐山客车公司两个主体运营新造和维修业务；南车集团高速动车组业务的经营主体包括四方股份、株机公司、浦镇公司和BST公司等整车企业，以及株洲所、电机公司、戚墅堰所等核心部件企业。

产品谱型方面，动车产品型谱方面，北车集团车型主要包括时速分别为200公里和300公里以上的动车组；其中时速200公里以上动车组以与阿尔斯通合作的CRH5型动车组为代表，其网络系统、牵引控制系统、转向架、车体钢结构、空调系统等均具备国际先进水平，且车辆寿命、平稳性、安全性、舒适性、先进性、车辆的维护便捷性等在国内外同行业中首屈一指，具有很强的市场竞争力和广阔的市场前景；时速300公里以上动车组以唐山客车公司与西门子合作生产的CRH4“和谐号”动车组为代表，是首列国产时速350公里的动车组，创造了时速394.3公里的“中华第一速”，标志着中国铁路技术装备现代化取得又一重大成果，中国由此成为世界上仅有的几个能制造时速350公里高速铁路交通装备的国家之一。南车集团生产的时速200公里以下动车组主要型号包括先锋号、曙光号，时速200公里及以上动车组主要型号包括CRH1、CRH2等，时速300公里及以上动车组主要型号包括CRH2-300、CRH380A、CRH380AL等；此外，南车集团以高速列车技术为基础，研制出多种编组形式、速度等级、供电制式的城际（市域）动车组，为解决城市集群中的快速客运需求，提供了全新的解决方案；目前，时速200公里CRH6A型城际动车组已完成30万公里运用考核；时速160公里CRH6F型城际动车组已通过载客运行评审；时速140公里城际动车组首列双流制样车已完成试制。至此，南车集团形成了由上述三大系列产品组成的动车组平台，使其在城际交通领域继续保持领先地位。

技术研发方面，北车集团研发达到国际领先水平的CRH380B型高寒动车组拥有世界最高设计时速，实现多项重大技术原创，目前已投入批量运用，

标志着北车集团高速动车组设计制造技术新的跃升；时速200~250公里CRH3A型、CRH3G型城际动车组完成总组装；国家科技项目智能列车、谱系化列车研制按照计划积极推进；此外，北车集团向巴基斯坦铁路提供客车组装机技术支持，迈出了技术出口的又一新步伐。2014年，南车集团制定和组织实施了国家标准动车组项目推进方案，并同步开展内部配套技术的研发，技术方案已通过用户评审；CRH2G型耐高寒抗风沙动车组完成试制，列车可在高寒、风沙、高海拔、强紫外线等恶劣环境条件下运行，同时也能在高温下运行，环境适应温度在-40℃至+45℃之间，且能够抵抗30米/秒的大风；此外，动车组前瞻性研发项目亦取得重大进展：国内首列永磁高速列车成功下线；国内首列智能化高速列车样车通过验收；CRH380AM型综合检测列车上线试验，将对动车组的技术完善起到助推作用。

订单取得方面，2014年及2015年1~9月，中车集团口径动车组业务分别新增合同金额984亿元和969亿元，预计2015年全年新增订单量将同比增长突破1,000亿元；同期制造动车数量分别为3,146辆和2,735辆。充足的订单量为公司未来业绩的增长奠定了良好的基础。

总体看，公司动车组产品型谱丰富，产品研发取得重大进展。近年来订单数量稳步上升，为公司动车组业务的快速发展提供了保障。此外，目前“高铁走出去”已成为国家层面重大战略，给我国高速动车组的出口带来很大的推动作用，凭借较低的市场价格和较强的制造能力，公司海外高速动车组订单有望取得重大突破，将助力动车组业务板块进一步做大做强。

机车业务

运营主体方面，北车集团机车新造业务主要有大连车辆公司、同车公司和二七装备公司三个生产基地。北车集团机车修理业务由太原装备公司、兰州装备公司、大连车辆公司、同车公司及二七装备公司承担。其中太原装备公司作为中国最大的电力机车检修基地，是我国唯一一家电力机车专业化修理企业，产品几乎涵盖所有的电力机车的修理，特别是在高端产品的改造和修理上，一直走在行业前

列。

南车集团机车业务主要生产用于城际、快速牵引的客运机车和重载的货运机车，经营主体包括株机公司、资阳公司、戚墅堰公司、洛阳公司、成都公司、广机公司等机车造修企业，以及株洲所、戚墅堰所、电机公司等主要配件生产企业，已形成较为完整的产业链体系。南车集团大功率机车应用于中国大部分地区的货运铁路，占上线运营机车总数的 50% 以上，满足不同区域、不同气候环境的特殊需求，适用环境温度范围在 $\pm 40^{\circ}\text{C}$ 之间。

研发实力方面，北车集团下属大连车辆公司拥有具有国际一流的内燃机车和电力机车的研制能力，是目前我国唯一能够同时批量生产大功率交流传动电力机车和内燃机车的企业，其生产的内燃机车总量居于全国同行业第一位，与东芝合作的大功率交流传动电力机车和与美国 EMD 合作的大功率交流传动内燃机车均达到世界先进水平。同车公司与阿尔斯通合作生产的八轴 10,000kW 大功率交流传动 HXD2 型电力机车是目前国内功率最大的机车，体现了当今世界货运重载牵引动力的最高技术水平。二七装备公司是铁路牵引动力内燃机车及电力机车的专业制造商，是中国第一台内燃机车的研制者，其自主研发的内燃调车机车处于国内技术领先水平，研制的适合在青藏高原恶劣自然环境和海拔条件下运行的 DF7G 型内燃机车作为唯一的国产调车机车配属在青藏铁路。

南车集团推动铁路重载、高速、交流传动技术进步的同时，更加注重节能环保技术的开发和应用。采用交流传动的两款新能源机车——3,000 马力油电混合动力机车和 5,000 马力双燃料内燃机车研制成功，相关的节能和减排指标表现优异；4,400 马力交流传动内燃调车机车（HXN5B 型）实现批量销售；高原客运电力机车完成优化调整，2014 年内完成 30 台车批量生产并投入运用；DK2 制动系统在 HXN5B 机车批量装用；机车铸铁制动盘达到批量装车水平；铸钢制动盘年内形成小批量装车，实现客运机车完全装用国产化制动系统。出口机车研制也颇见成效，出口泰国的 SDA3 型内燃机车 2 台样车完成泰方验收并发运；出口南非的 21E 型

机车完成 2 台样车的试验并发运。

市场方面，近年随着中国高速、重载铁路的发展，北车集团机车产品的市场需求持续上升，产品升级换代带动单价上升较为明显；而 2014 年南车集团机车产品的国内市场份额亦有所提升，海外市场快速增长，新签南非电力机车项目，金额超过 20 亿美元，是我国高端轨道交通装备整车出口最大订单。2014 年及 2015 年 1~9 月，中车集团口径机车业务分别新增合同金额 711 亿元和 194 亿元；同期制造机车数量分别为 1,668 辆和 422 辆，新增订单为公司机车业务的增长提供支持。

总体看，近年来公司机车业务具有较强的研发实力，引领中国铁路牵引动力新型装备的发展，在国内机车市场上占有重要份额，并在海外市场获得重大订单，整体发展态势良好。

城轨交通业务

北车集团城轨交通产品类型主要包括直线电机车辆、地铁车辆、轻轨车辆、城际列车和有轨电车等，其城轨地铁车辆制造及修理业务主要由其下属长客股份公司、长客装备公司、大连机车公司和唐山客车公司来进行。长客股份公司目前产销总量在国内各大城轨地铁制造厂家中位居第一；大连机车公司利用传统机车车辆技术与当今最先进的 VVVF 传动技术的成功集成，被国内权威专家誉为集成创新的成功典范。南车集团亦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，具有较强的核心竞争力；南车集团城轨交通业务经营主体包括四方股份、株机公司、浦镇公司等三个具有城市轨道交通整车生产资质企业，以及株洲所、戚墅堰所等主要部件企业，已形成自主研发、系统配套、规模经营的产业集群。

产品研发方面，北车集团近年来加大产品研发力度，首列自主化 100% 低地板轻轨车正式载客运行；为哈尔滨成功研制了国内首列耐高寒地铁车辆，该设计获得了德国 IF 汉诺威工业设计大奖；采用混合动力配置的沈阳浑南现代有轨电车项目进

展顺利；时速 120~160 公里、200~250 公里城际（市域）电动车组完成了技术规范，细化了技术条件和总体方案。2014 年，南车集团产品研发亦取得相应成果，其首创的纯超级电容储能 100%低地板现代有轨电车研制成功，无需架设空中电缆，在进站时仅需 30 秒就能完成充电；正在自主研发符合国内现有 CJ287 标准的单轨车辆，还通过合资合作引进包括道岔、轨道在内的 INNOVIA300 单轨交通成套技术，为开展相关工程机电总包业务打下基础。

市场方面，2014 年在城轨整车市场，国内共有 21 个城市的 39 个项目招议标，公司已全部取得；2015 年 1~9 月，国内共有 19 个城市的 33 个项目招议标，已全部由公司取得，在订单执行方面，公司当年交付了 2,044 辆车。2014 年及 2015 年 1~9 月，公司分别取得城轨地铁业务订单金额 324 亿元和 325 亿元，为未来业绩的成长奠定了良好的基础。

总体看，合并后的中车集团全面掌握城轨地铁产品关键技术，具有较强的总体集成能力，并不断研发新产品，向绿色环保方向发展。相对动车组而言，城轨地铁业务的竞争相对激烈，合并后公司国内市场占有率仍在 80%以上，竞争能力较强。随着我国城市化建设不断推进，各主要城市均开始大力建设轨道交通，公司城轨地铁业务将迎来较大的市场空间。

货车业务

北车集团货车制造能力强，产品覆盖敞、棚、平、罐、漏斗等全部车型，货车新造业务主要通过齐齐哈尔装备公司、济南装备公司、西安装备公司、太原装备公司以及哈尔滨装备公司来进行，目前拥有 3.8 万辆/年的货车新造能力，在国内货车新造市场占有率在 50%左右。齐齐哈尔装备公司主持起草了中国铁路货车代表产品的设计、制造、试验、检修等国家标准和行业标准，是中国铁路货车设计、制造的骨干企业和出口基地，也是中国铁路货车研发、制造领域的领军企业；济南装备公司建有国内一流的货车柔性生产线，具备“多品种、小批量、快节奏、低成本”的生产能力，能够制造目前国内在用的所有型号货车，并自主开发设计了国内第一辆活动棚钢卷运输专用平车；西安装备公司主持起

草了铁路罐车行业标准，是中国铁路货车制造骨干企业，也是国内唯一拥有铁路罐车设计、制造主导权的国有大型企业，在国内外享有良好的企业信誉和市场声誉。此外，北车集团货车修理业务主要由齐齐哈尔装备公司、哈尔滨装备公司、西安装备公司和太原装备公司来运营，拥有敞车、平车、棚车、罐车、漏斗车以及长大货物特种车等绝大部分车型的检修资质。

南车集团货车业务的经营主体为长江公司、眉山公司、二七公司、石家庄公司和贵阳公司。南车集团以市场为导向，为近年加大在新技术和产品可靠性方面的研究。在国内市场，南车集团研制的 27t 轴重 DZ2 型摆式和 DZ3 型副构架式转向架批量装车运用考验，各项性能指标表现优异；优化设计的新型 30t 轴重铝合金煤炭漏斗车，可实现载重 100t、自重小于 20t 的技术指标，性能达到世界领先水平；完成了 160km/h 快捷棚车技术经济性论证、技术方案设计和样机试制，可满足电商货物铁路快捷运输需求。在海外市场，南车集团为澳大利亚等国客户提供了大轴重矿石漏斗车和大容积棚车等多种高品质产品，满足了海外客户不同的铁路货运需求。

但近年来国内铁路货运需求随经济增速放缓而下降，铁路货车采购总量大幅减少，尤其南车集团近三年货车业务收入缩减明显，2012~2014 年，南车集团货车业务收入分别为 104.70 亿元、114.69 亿元和 74.34 亿元，呈下降趋势。2014 年及 2015 年 1~9 月，中车集团口径货车业务分别新增合同金额 225 亿元和 87 亿元；同期制造货车数量分别为 24,186 辆和 10,582 辆，2015 年全年订单数量及制造数量难以达 2014 年水平。

总体看，合并后的中车集团货车业务具有良好的生产和研发能力，但随铁路货运需求下降而逐年下滑，短期内，在以中高速、优结构、新动力和多挑战为主要特征的“经济新常态”下，我国铁路货运需求难以快速回升，公司货车业务收入规模或将保持在较低水平。

客车业务

北车集团客车新造业务主要依托长客股份有限公司和唐山客车公司两个生产基地。长客股份公

有国内规模最大、装备最强的转向架生产线、车体生产线、装配生产线和调试线，是我国最大的铁路客车研发、生产和出口基地，具有较强的自主研发能力，销售收入多年居国内同行业首位；唐山客车公司传统普通碳钢客车的市场份额一直稳定在 20% 左右，目前正在以 25 型高档客车模块化研制为基础，加强铁路客车产品标准化、系列化、模块化的研究，构建包括国际铁路市场客车在内的一系列铁路客车技术平台，是国内一流的客车制造商。北车集团承担客车修理业务主要有长客装备公司、唐山客车公司和西安装备公司，其中长客装备公司、唐山客车公司的业务主要为铁路高档客车和特种客车的修理，在产品技术、质量上占据领先优势。

南车集团客车业务的经营主体为浦镇公司、四方股份、四方有限、成都公司、BST 公司等。截至 2014 年末，中国铁路营业里程达到 11.2 万公里，在高速铁路形成网络的同时，传统客运亦得到足够重视，全国铁路客车保有量维持着约 4.8 万辆的规模。南车集团基于铁路市场对集中供电、配备空调及带集便器的高档客车的需求，通过开展模块化设计、加强准高速客车技术创新、推行精益生产，在产品的质量、效率和效益上持续提升，增强了在传统客车市场的竞争力。

订单方面，2014 年及 2015 年 1~9 月，中车集团口径客车业务分别新增合同金额 181 亿元和 93 亿元；同期制造客车数量分别为 2,753 辆和 1,080 辆，预计 2015 年全年订单数量同比将有缩减。

总体看，近年来随着高铁的快速发展，我国铁路客运新增采购中传统客车的占比有所下降，未来传统客车业务大幅扩张的潜力不大。但随着铁路电气化设施的改造、既有线路提速、旅客对出行要求提升等，高档旅客列车的需求将逐渐增多，传统客车产品结构将有所调整。

其他业务

近年来，北车集团以战略规划为引导，积极优化产业布局，开拓新兴产业。合并前，北车集团其他产业主要包括通用机电、现代服务业以及战略新兴业务板块。

北车集团通用机电业务分为工程机械装备业

务和电机业务。工程机械装备业务主要由齐齐哈尔装备公司、太原装备公司、永济电机公司、兰州装备公司和二七装备公司来进行。齐齐哈尔装备公司具备 15~160 吨等固定臂、伸缩臂系列产品研制能力，产品技术含量、工艺装备及制造水平居行业领先地位，其中 160 吨伸缩臂铁路起重机是目前我国铁路起重机主导产品；太原装备公司自主设计开发的 TY 系列工程作业车进入全国各主要路局和主要铁路工程局市场，在客户群中形成品牌效应；永济电机公司拥有铁道部颁发的 GCD-470 和 GCD-1000 重型轨道车辆生产资质；兰州装备公司掌握相关的机械、液压及电气等核心技术，先后开发了铁路起重机系列、工矿电机车系列和铺轨机架桥机平车系列以及接触网维护车等具有较强市场竞争力的产品，在铁路起重机系列产品和工矿电机车系列产品等领域具有良好的市场知名度；二七装备公司是铁道部确定的引进国际知名企业先进技术、搭建国内大型养路机械制造平台的三家企业之一。北车集团电机业务的运营主体主要是永济电机公司。永济电机公司在风力发电电机市场领域发展较快，拥有风力发电电机用户超过 20 家，电机产品功率等级覆盖 600 千瓦、750 千瓦、800 千瓦、1 兆瓦、1.5 兆瓦、2 兆瓦、3 兆瓦系列，基本满足我国风电设备制造业对各等级电机产品的需求。此外，其生产的机电产品还包括内燃机/电力机车、动车组、城轨地铁的牵引电机、变流装置、电器系统等。2012~2014 年，通用机电业务板块营业收入分别为 22.62 亿元、18.00 亿元和 16.94 亿元。

北车集团现代服务业务主要包括物流服务、设备租赁、工程总承包等业务，2012 年，北车集团组建了北车建设工程有限公司，在沈阳等地开展轨道交通项目总承包，承建的沈阳浑南新区现代有轨电车项目是北车集团以 BT 模式承接的第一个项目，项目建成后，沈阳市将成为全国现代有轨电车线路里程最长的城市，北车集团亦将实现由“北车制造”向“北车投资建设”的延伸。该项目已于 2013 年 8 月正式运营。2012~2014 年，现代服务业务板块营业收入分别为 203.03 亿元、227.45 亿元和 190.06 亿元。

北车集团战略新兴业务主要包括智能气动机械、采油设备业务及节能环保业务等，2012 年，公司面向现代信息技术，完成了对北京清软英泰信息技术有限公司（以下简称“清软英泰公司”）的股权收购。清软英泰公司主要为制造业企业提供信息化产品与服务，在轨道交通、工程机械、纺织机械等行业有着较为广泛的客户群。2012~2014 年，战略新兴业务板块营业收入分别为 28.42 亿元、41.73 亿元和 53.11 亿元。

近年来，南车集团积极利用技术能力和优势拓展新产业，包括风电设备、新能源客车、工程机械及复合材料等领域。2012~2014 年，南车集团新产业业务收入分别为 109.59 亿元、131.15 亿元和 133.63 亿元。其中，2014 年，南车集团新产业中风电设备收入 28.05 亿元，同比增长 4%；汽车装备收入 29.49 亿元，同比增长 32.96%；工程机械收入 17.68 亿元，同比减少 33.65%；复合材料收入 19.64 亿元，同比下降 3.27%。

在风电设备领域方面，南车集团搭建了从风电叶片、风电电机到风电整机的完整产业链，近年来获得多个风电整机项目订单，合计向市场提供近百台风电整机。同时，南车集团与金风科技签订了 24 亿元的风力发电机合同，刷新签约金额记录。

在新能源客车领域，南车集团联合宁波市政府并购整合了宁波申江控股旗下的商用车公司，成立“浙江南车电车有限公司”，定位于基于超级电容的新能源客车的研制及销售，丰富了其新能源客车型谱和产品线。

在工程机械领域，南车集团于 2013 年 8 月成功并购德国 E+M 公司钻井技术 55% 的控股权，增加了多功能车载钻机业务，可广泛用于深层水井、地热开采、煤层气及页岩气开采领域，进一步提升了其在民用工程机械市场的竞争力。

在复合材料领域，南车集团在国内橡塑弹性元件行业具有领先优势，是风力发电橡胶减震产品的国内唯一供应商，国内市场占有率高达 70%。2014 年 9 月，南车集团与德国 ZF（采埃孚）集团旗下的 BOGE（博戈）公司完成对橡胶与塑料业务整体收购的交割工作，并购标的达 2.9 亿欧元。依托外方

的技术、销售网络和客户资源，南车集团进入前景广阔的汽车减振降噪材料领域，在世界非轮胎橡胶行业排名大幅提升至第 15 位左右。

合并后的中车集团将根据铁路改革发展走势，结合公司自身发展战略，进一步调整优化机车、货车以及动车组检修业务产能布局；将不断优化资源配置，推动公司资源向战略新兴产业、价值链高端转移，利用轨道交通装备的核心技术积极拓展新能源汽车、风电装备等新能源、新材料等国家战略性新兴产业；通过政企合作、合资合作以及供应链整合等方式，构建战略合作体系，不断优化城市轨道交通业务布局，积极推进新能源汽车、风电装备等新能源、新材料等新兴产业发展，加快产业结构调整 and 转型升级。

总体看，随着中车集团在业务、资本等各个层面的深入整合，公司将跟随铁路改革发展以及能源结构调整等大趋势，利用自己的资源和优势，发展战略新兴业务布局，未来非传统业务收入规模亦将有望大幅提升，成为公司收入的重要组成部分；此外，多元化布局亦有助于公司抵抗单一行业波动风险，整体抗风险能力亦将得到增强。

公司治理

治理结构

作为国务院国资委全资子公司，中车集团由国务院国资委作为权力机构行使股东职权，设立有董事会、监事会和总经理。公司实行董事会领导下的总经理负责制，按照《公司法》、《中国中车集团公司章程》及相关法律法规和现代企业制度要求，建立了科学有效的董事会制度，形成了规范的董事会运作支撑体系，制定了董事会会议制度、规章制度管理办法、战略和规划管理办法、全面风险管理制度、三重一大监督管理办法、财务管理规定、国有资产评估管理暂行办法、法律事务管理规定、效能监察暂行办法及产权登记管理办法等规章制度。

公司经理层是公司行政的执行机构，设总经理一名，副总经理三人，下设 1 个厅、4 个组和 14 部门：其中 1 厅指办公厅，4 组包括产业投资筹建组、资产管理筹建组、新设业务筹建组和教育培训筹建

组，14 部包括战略发展部、财务部、资本管理部、风险管理部、法律事务部、运营管理部、人事部、劳动工资部、监察部、企业文化部、质量管理部、信息化管理部、安技环保部和行政管理部等 14 个部门。

内部管理

公司建立了一套完整的内控体系，包括人力资源管理、财务控制、物资装备管理、行政事务管理、市场营销管理、科技管理、海外业务管理、战略研究与新事业管理、质量管理、审计监察管理等方面的管理体系，各领域均制定了专门的管理规章制度进行规范。公司现有的各项内部控制制度健全且被有效执行，能够较好地适应公司管理和发展的要求。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较为健全的治理结构和内控体系，能够支持公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。但中诚信证评也关注到，原北车集团和南车集团涉及下属子公司众多，合并后的中车集团在内部组织架构调整以及业务层面整合方面面临一定挑战。

战略规划

宏观方面，公司将不断强化目标引领，统筹做好发展规划工作，准确把握国内外宏观经济发展走势，深入分析全球竞争环境，着手制订“十三五”发展规划。贯彻落实国家创新驱动发展战略，紧紧融入“一带一路”、周边国家互联互通等战略的实施，积极参与“中国制造 2025”和“互联网+”，担当起振兴国家高端装备制造业的重大使命。

从业务层面来看，北车集团吸收合并南车集团后，将积极探索创新经营模式，加快企业转型升级，主要体现在以下几个方面：不断完善业务主导的管理模式，强调企业以市场为导向，以市场来决定资源配置；大力推动系统集成的总包模式，充分利用社会资源，寻求创新的发展模式，提升整体实力；积极推进产品+服务的转型模式，重点抓好全生命周期服务、产融结合、两化融合等工作，加快服务转型；积极拓展内涵式发展的协同模式，进一步推

进产业链的纵向联合与企业间的横向联动，提升整体竞争优势，实现集约发展；通过内部市场拉动，加快核心技术与关键系统的不断突破；加大关键系统和部件的内部采购力度，实现优势互补；横向上，进一步加强同类企业的资源共享，包括研发力量、试验装备以及生产加工能力等，消除重复建设和重复开发。

市场方面，公司将加快全球业务布局，着力打造中国品牌，大力拓展国际市场，继续密切关注和跟踪“一带一路”、周边国家互联互通以及高铁“走出去”等战略规划落地，融入国际产能合作，加大“联合出海”力度。着力打造中国品牌，把品牌战略作为重点工作。有效配置全球资源，努力培养一批熟悉、掌握国际市场规则，具备跨国经营管理能力和风险管控能力的国际化人才队伍，积极推动对外投资并购，努力向跨国公司和全球企业方向发展。

总体来看，内部方面，随着合作后对经营模式的探索，公司未来将对已有资源进行深度整合，实现资源共享和优势互补，不断完善以业务为主导的管理模式，提升整体竞争优势；外部方面，随着“一带一路”及“中国制造 2025”等规划的实施，公司将着力打造中国品牌，加快海外市场拓展力度，继续提升有海外市场的知名度和占有率。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012、2013 年度审计报告，经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审阅的 2014 年度审阅报告以及未经审计的 2015 年 9 月财务报表。

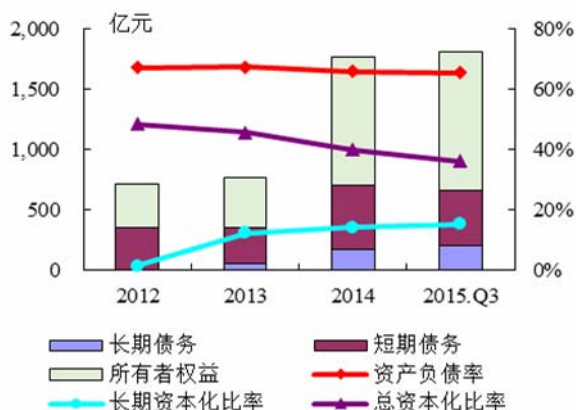
资本结构

近年来，随着原北车集团和南车集团的合并，公司资产和负债规模均实现迅速扩张，2012~2014 年末，公司资产总额分别为 1,137.22 亿元、1,281.90 亿元及 3,133.20 亿元；同期负债总额分别为 766.19 亿元、865.98 亿元及 2,070.61 亿元。自有资本方面，得益于北车集团和南车集团合并，公司自有资本实力不断夯实，2012~2014 年末，公司所有者权益分别为 371.03 亿元、415.92 亿元及 1,062.58 亿元。财务

杠杆方面，2012~2014 年末公司资产负债率分别为 67.37%、67.55% 及 66.09%；同期公司总资本化比率分别为 48.52%、45.68% 及 40.02%，处于较低水平，刚性债务占比较低。

另截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产总额为 3,364.68 亿元，负债总额为 2,208.82 亿元，所有者权益为 1,155.86 亿元；公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.65% 及 36.28%，合并后公司财务杠杆水平仍保持平稳。

图 4：2012~2015.Q3 公司资本结构分析



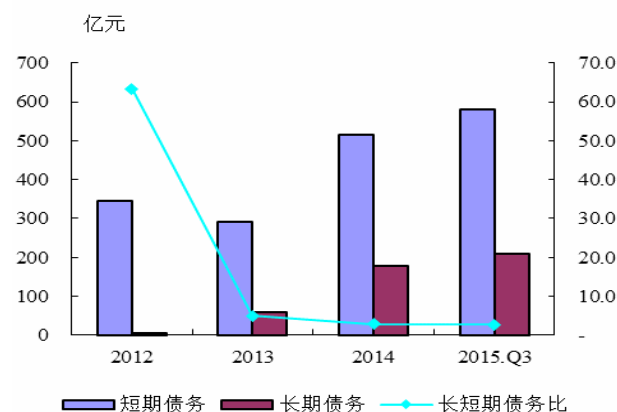
资料来源：公司提供经审计和审阅的财务数据，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，流动资产占比分别为 61.30%、60.12%、66.86% 和 68.09%，合并后流动资产比重未发生重大变化。截至 2014 年末，公司流动资产合计 2,094.83 亿元，主要由货币资金、应收账款及存货构成。其中公司货币资金年末余额为 504.27 亿元，使用受限的货币资金合计 55.37 亿元，占比 10.98%。截至 2014 年末，公司应收账款余额为 587.81 亿元，主要由应收货款等款项构成，其中账龄在 1 年以内的比例为 81.72%，考虑到账龄较短且应收单位以中国铁路总公司等大型国有企业为主，故账款回收风险不大。公司年末存货余额为 662.45 亿元，主要由原材料、自制半成品及库存商品（产成品）构成，截至 2014 年末，三者余额分别为 219.91 亿元、315.70 亿元及 110.69 亿元。

非流动资产方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司非流动资产合计 1,038.37 亿元，主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。公司固定资产年末余额为 529.92 亿元，其中房屋及建筑物账面价值 287.34 亿元，占比 54.22%；机器设备账面价值

212.66 亿元，占比 40.13%，其中用于担保而使用受限的固定资产价值 0.52 亿元，占比较少；同期末公司在建工程余额为 87.14 亿元，其中主要系大连机车旅顺基地建设项目、退城入园项目工程、北车北京轨道交通装备产业园建设项目一期工程等项目；截至 2014 年末，公司无形资产余额为 161.57 亿元，其中主要由土地使用权构成，年末余额为 141.97 亿元，使用受限的无形资产为 0.37 亿元，占比较小。

图 5：2012~2015.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司提供经审计和审阅的财务数据，中诚信证评整理

负债构成方面，公司负债以流动负债为主，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，流动负债占比分别为 91.84%、86.49%、85.34% 和 83.67%。截至 2014 年 12 月 31 日，公司负债主要由应付票据、应付账款、预收款项及应付债券构成。截至 2014 年末公司应付票据余额为 216.43 亿元；应付账款年末余额 720.74 亿元，其中 1 年以内到期金额为 688.03 亿元，占比 95.46%；同期公司预收款项余额为 367.34 亿元，账龄在 1 年以内的占比 85.18%；公司年末应付债券余额为 141.39 亿元，主要系继承原北车集团和南车股份在合并前发行的中期票据和公司债券等。

债务期限结构方面，由于公司债务以银行短期借款和票据融资为主，故公司债务以短期债务为主，符合公司生产和销售周期较短的业务特征，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 63.34 倍、4.93 倍、3.01 倍及 2.15 倍，得益于近年长期债券的发行，公司债务期限结构有所优化。

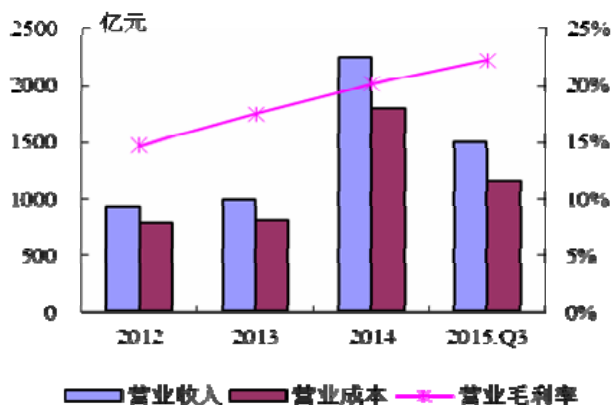
总体来看，近年来北车集团依靠合并重组，其资产规模和负债规模实现快速扩张，合并后资产和负债结构未发生重大改变，财务杠杆处于合理范围

内，近年来得益于长期债券的发行，公司债务期限结构有所优化。

盈利能力

近年来，得益于我国轨道交通建设投资持续增长以及公司在合并之后竞争力的不断提升，公司业务总收入规模快速上升，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司分别实现营业总收入 922.95 亿元、985.60 亿元、2,248.24 亿元和 1,497.23 亿元。毛利率方面，得益于近年毛利水平较高的海外业务的拓展，以及合并后公司整体议价能力的提升和综合成本的下降等因素，公司近年来营业毛利率呈现逐年上升趋势，2012~2014 年及 2015 年 1-9 月份，公司营业毛利率分别为 14.72%、17.45%、20.28% 和 22.24%。

图 6：2012~2015.Q3 公司营业收入分析



资料来源：公司提供经审计和审阅的财务数据，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司三费主要销售费用和管理费用构成，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司销售费用分别为 17.31 亿元、20.41 亿元、75.29 亿元及 54.19 亿元；同期管理费用分别为 68.00 亿元、78.32 亿元、200.07 亿元和 149.95 亿元。2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司期间费用分别为 95.68 亿元、110.22 亿元、294.99 亿元和 212.95 亿元；同期公司期间费用占当期营业总收入比重分别为 10.37%、11.18%、13.12% 和 14.22%，呈现逐年上升趋势，公司期间费用控制能力有所弱化。

表 8：2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司三费分析

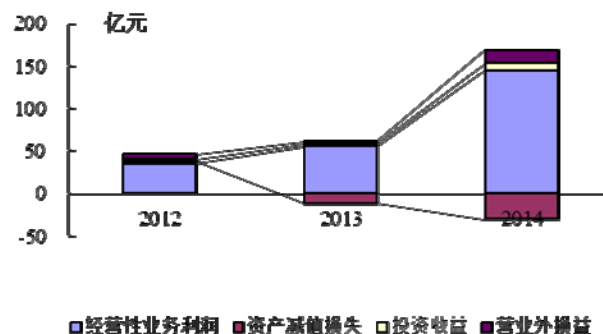
单位：亿元、%

指标	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用	17.31	20.41	75.29	54.19
管理费用	68.00	78.32	200.07	149.95
财务费用	10.37	11.49	19.63	8.81
三费合计	95.68	110.22	294.99	212.95
营业总收入	922.95	985.60	2,248.24	1,497.23
三费收入占比	10.37	11.18	13.12	14.22

资料来源：公司提供经审计和审阅的财务数据，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2012~2014 年公司经营性业务利润分别为 35.46 亿元、55.42 亿元、144.58 亿元和 111.77 亿元。另外，公司参股子公司、合营公司和联营公司经营状况较好，每年为公司带来较为客观的投资收益，为公司利润总额形成一定补充，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司投资收益分别为 2.66 亿元、2.79 亿元、8.76 亿元和 5.88 亿元。同时，公司每年还享受政府给予的科技项目拨款及在改制科研机构方面给予的经费补贴等政府补助，2012~2014 年公司分别获得政府补助 6.24 亿元、4.71 亿元及 14.90 亿元。综上，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司分别实现利润总额 41.38 亿元、49.54 亿元、138.55 亿元和 116.41 亿元。

图 7：2012~2014 年公司利润总额结构分析



资料来源：公司提供经审计和审阅的财务数据，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来业务规模持续增长，在合并重组之后大幅提升，营业收入及毛利率均实现逐年上升，投资收益及财政补助亦能够对利润形成一定补充，整体盈利能力很强。

偿债能力

近年来随着公司业务规模快速扩张，外部融资需求同步增长，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，

公司债务规模分别为 349.66 亿元、349.80 亿元、709.12 亿元和 658.15 亿元。现金流方面，由于公司上下游货款收付进度控制较好，近年来公司经营活动现金流保持稳定增长，2012~2014 年及 2015 年 9 月末公司经营活动现金流分别为 18.18 亿元、37.92、247.67 亿元和-120.91 亿元，2014 年由于公司合并重组，经营活动现金流呈大幅上升态势。现金流偿债指标方面，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.05 倍、0.11 倍、0.35 倍及-0.18 倍；同期公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 1.32 倍、2.52 倍、9.31 倍及-11.38 倍，公司经营所得对债务本息偿还的保障能力有所改善。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司 EBITDA 分别为 70.49 亿元、85.40 亿元、216.61 亿元及 161.35 亿元。偿债能力指标方面，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司总债务/EBITDA 分别为 4.96 倍、4.10 倍、3.27 倍及 4.08 倍；同期公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.13 倍、5.68 倍、8.14 倍及 15.19 倍，公司偿债指标逐年增强。

表 9：2012 年~2014 年公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014	2015.Q3
总债务（亿元）	349.66	349.80	709.12	658.15
EBITDA（亿元）	70.49	85.40	216.61	161.35
经营活动净现金流（亿元）	18.18	37.92	247.67	-120.91
经营活动净现金流利息倍数（X）	1.32	2.52	9.31	-11.38
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	0.11	0.35	-0.18
EBITDA 利息倍数（X）	5.13	5.68	8.14	15.19
总债务/EBITDA（X）	4.96	4.10	3.27	4.08

资料来源：公司提供经审计和审阅的财务数据，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司取得各类金融机构授信额度合计为 1,708.58 亿元，其中已使用授信额度 309.88 亿元，尚未使用的银行授信额度为 1,398.70 亿元；此外，作为中车股份的控股公司，能够通过中车股份在资本市场直接进行权益融资，亦有助于提高公司的财务弹性。

或有负债方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司及其子公司不存在为第三方（指公司合并报表范围

外的主体）提供对外担保的情况，公司对外担保所形成的或有负债风险较小。

综合来看，近年来，中车集团财务结构较为稳健，合并后中车集团的收入及利润规模迅速扩大，具有很强的盈利能力，利润及经营性现金流对债务本息偿还均能形成有力保障；同时考虑到其具有突出的行业地位和极强的综合竞争力，中车集团具备极强的抗风险能力，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定中国中车集团公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国中车集团公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用级别 **AAA**。

关于中国中车集团公司 公开发行2016年公司债券（第一期）跟踪评级安排

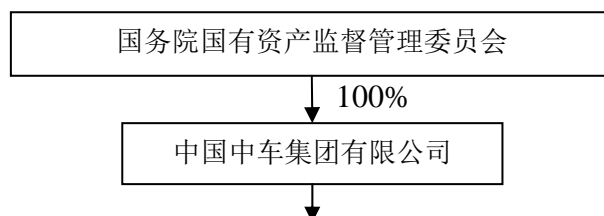
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

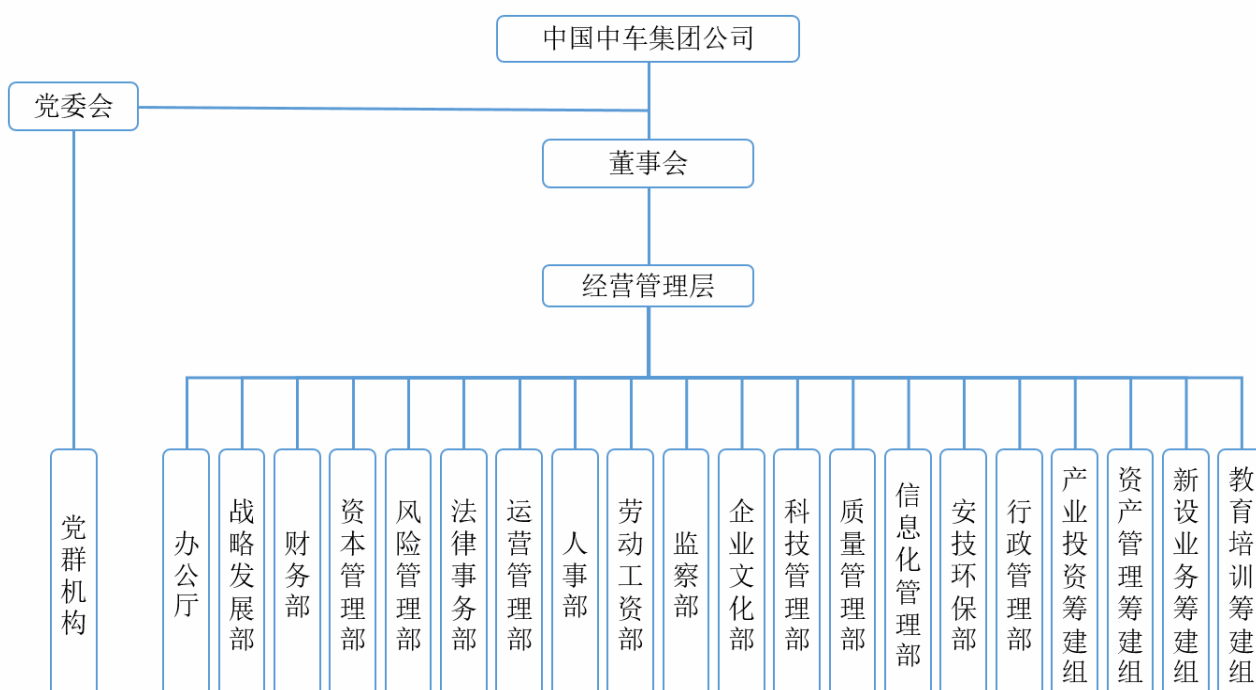
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中国中车集团公司股权结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



企业名称	注册资本（万元）	持股比例
中国北车集团齐齐哈尔铁路车辆（集团）有限责任公司	51,244.80	100%
中国北车集团哈尔滨车辆有限责任公司	6,551.45	100%
中国北车集团沈阳机车车辆工贸总公司	2,237.00	100%
大连大力轨道交通装备有限公司	19,869.42	100%
中国北车集团天津机车车辆厂	13,545.07	100%
中国北车集团北京南口机车车辆机械厂	8,600.40	100%
北京北车投资有限责任公司	81,507.37	100%
中国北车集团太原机车车辆厂	23,053.60	100%
中国北车集团济南机车车辆厂	10,551.10	100%
中国北车集团西安车辆厂	21,436.00	100%
北车船舶与海洋工程发展有限公司	30,000.00	94%
道和鑫达产业投资管理有限公司	10,000.00	100%
中国中车股份有限公司	2,728,875.83	55.91%
太原东湖房地产开发有限公司	2,000.00	100%
北车澳大利亚公司	180.00	100%
中国南车集团株洲电力机车厂	38,658.20	100%
中国南车集团资阳机车厂	18,106.09	100%
中国南车集团戚墅堰机车车辆厂	4,192.67	100%
中国南车集团南京浦镇车辆厂	5,269.78	100%
中国南车集团株洲车辆厂	7,606.92	100%
中国南车集团眉山车辆厂	15,435.7	100%
中国南车集团武昌车辆厂	1,629.28	100%
中国南车集团铜陵车辆厂	4,978.32	100%
中国南车集团成都机车车辆厂	4,880.17	100%
中国南车集团洛阳机车厂	13,399.72	100%
中国南车集团襄阳机车厂	5,796.92	100%
中国南车集团北京二七车辆厂	7,598.18	100%
中国南车集团石家庄车辆厂	5,151.52	100%
中国南车集团武汉江岸车辆厂	1,914.70	100%
中国南车集团（青岛）四方车辆资产管理有限公司	4,491.51	100%
南方汇通股份有限公司	28,287.99	42.64%
常州铁道高等职业技术学校	6,268.50	100%
中国南车集团投资管理公司	157,954.80	100%

附二：中国中车集团公司组织结构（截至 2015 年 9 月 30 日）



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）	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	998,420.83	996,809.75	5,042,721.16	3,925,089.99
应收账款净额	2,183,630.93	3,042,910.08	5,878,051.86	7,256,170.22
存货净额	2,876,478.63	2,376,343.70	6,624,533.05	8,405,013.09
流动资产	6,971,210.78	7,707,273.34	20,948,254.41	22,911,159.81
长期投资	214,718.06	231,413.67	704,198.62	680,407.56
固定资产合计	2,636,365.99	2,898,632.71	6,199,105.80	6,382,085.60
总资产	11,372,180.62	12,818,969.32	31,331,973.73	33,646,798.38
短期债务	3,442,241.40	2,908,515.37	5,322,231.22	4,494,489.04
长期债务	54,348.34	589,519.57	1,769,007.09	2,087,057.91
总债务（短期债务+长期债务）	3,496,589.74	3,498,034.94	7,091,238.31	6,581,546.94
总负债	7,661,902.65	8,659,809.79	20,706,140.34	22,088,169.68
所有者权益（含少数股东权益）	3,710,277.96	4,159,159.53	10,625,833.39	11,558,628.70
营业总收入	9,229,456.50	9,856,012.15	22,482,444.28	14,972,302.14
三费前利润	1,311,421.41	1,656,309.19	4,395,565.34	3,247,154.79
投资收益	26,605.14	27,859.00	87,596.29	58,845.41
净利润	353,014.85	421,074.02	1,163,609.52	938,819.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	704,880.67	853,957.38	2,166,069.54	1,613,524.16
经营活动产生现金净流量	181,777.48	379,214.40	2,476,717.53	-1,209,135.57
投资活动产生现金净流量	-704,687.25	-577,818.89	-1,986,042.84	-123,098.56
筹资活动产生现金净流量	683,351.02	41,629.85	1,081,474.67	420,436.39
现金及现金等价物净增加额	160,682.76	-159,156.40	1,564,013.55	-908,908.23
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	14.72	17.45	20.28	22.24
所有者权益收益率（%）	9.51	10.12	10.95	10.83
EBITDA/营业总收入（%）	7.64	8.66	9.63	10.78
速动比率（X）	0.58	0.71	0.81	0.78
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.11	0.35	-0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.13	0.47	-0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	1.32	2.52	9.31	-11.38
EBITDA 利息倍数（X）	5.13	5.68	8.14	15.19
总债务/EBITDA（X）	4.96	4.10	3.27	4.08
资产负债率（%）	67.37	67.55	66.09	65.65
总债务/总资本（%）	48.52	45.68	40.02	36.28
长期资本化比率（%）	1.44	12.41	14.27	15.29

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015 年前三季度所有者权益收益率已作年化处理。

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+交易性金融负债+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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-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

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/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/期末所有者权益

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）

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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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。