



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪439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已发行的“中国中车集团公司公开发行2016年公司债券（第一期）”和“中国中车集团公司公开发行2016年公司债券（第二期）”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，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十三日

中国中车集团公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

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）		
发行主体	中国中车集团公司		
发行规模	品种 1：10 亿元 品种 2：15 亿元		
存续期限	品种 1：2016/03/03~2021/03/03（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权） 品种 2：2016/03/03~2026/03/03（附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2016/06/20		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	中国中车集团公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）		
发行主体	中国中车集团公司		
发行规模	15 亿元		
存续期限	2016/07/07~2021/07/07（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2016/07/04		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中车集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	1,051.64	1,167.69	1,281.75	1,359.94
总资产（亿元）	3,128.54	3,281.02	3,588.71	3,676.91
总债务（亿元）	719.08	660.97	770.05	777.83
营业总收入（亿元）	2,250.27	2,437.33	2,330.93	342.61
营业毛利率（%）	20.18	20.36	20.93	22.38
EBITDA（亿元）	216.27	240.68	244.92	-
所有者权益收益率（%）	11.09	11.34	10.40	4.33
资产负债率（%）	66.39	64.41	64.28	63.01
总债务/EBITDA(X)	3.32	2.75	3.14	-
EBITDA 利息倍数(X)	7.66	13.00	12.79	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

跟踪期内，中国中车集团公司（以下简称“中车集团”或“公司”）作为全球轨道交通装备制造行业龙头企业，持续保持着绝对优势地位，同时 2016 年公司主业经营稳定，在手订单量充足，财务实力仍极强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司对单一客户依赖度较大，且面临的经营管理压力增大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持中车集团主体信用级别 AAA，评级展望稳定；维持“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，维持“中国中车集团公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用级别 AAA。

正 面

- 良好的行业前景。当前国内铁路网、城轨网等项目建设持续推进，轨道交通装备市场需求水平维持高位，同时随着“一带一路”等国家层面战略的推动，未来行业发展前景良好，为公司业务发展创造较好的外部条件。
- 行业龙头地位稳固。公司为全球轨道交通装备制造行业龙头企业，凭借领先的技术等优势，2016 年在国内铁路轨道交通装备新造市场占有率大于 90%，城市轨道交通装备新造市场占有率约 97%，在轨道交通装备市场保持着绝对优势地位，行业地位稳固。
- 主业经营稳定，充足的订单量保障未来发展。尽管受外部宏观环境影响，2016 年公司轨道交通装备板块业务有所下滑，但延伸产业板块发展迅速，整体营收规模保持相对稳定。同时，公司轨道交通装备在手订单量充足，将有效保障未来业务发展。
- 财务实力仍极强。公司资产质量良好，财务结构较稳健，盈利能力很强，同时经营性净现金流、现金资产等对债务利息的保障程度高，备

用流动性充足，整体财务实力仍极强。

分析师

莫 蕾 lmo@ccxr.com.cn

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月23日

关 注

- 对单一客户依赖度较大。轨道交通装备行业客户集中度高，公司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，需关注单一客户需求波动对公司盈利及偿债能力产生的影响。
- 经营管理压力增大。公司旗下子公司众多，业务全国覆盖面积广，且近年海外市场逐步拓展，在日常经营及汇率波动风险等方面的管理压力将增大。

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委托方构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

募集资金使用情况

2016年3月3日，公司发行中国中车集团公司公开发行2016年公司债券（第一期），发行规模总计25亿元，扣除发行费用后，全部募集资金用于补充公司流动资金；截至2016年末，募集资金余额为0.00元，本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

2016年7月7日，公司发行中国中车集团公司公开发行2016年公司债券（第二期），发行规模总计15亿元，扣除发行费用后，全部募集资金用于补充公司流动资金；截至2016年末，募集资金余额为99,791.19元（账户利息），本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

行业环境

2016年我国铁路固定资产投资有所下滑，但仍维持在高水平，未来随着铁路网建设、高铁“走出去”、服务“一带一路”战略以及城市轨道交通投资的加快推进，我国轨道交通装备市场将保持增长，产业发展前景良好

铁路固定资产投资总体将维持高水平。相较于2015年全国完成铁路总投资8,238亿元，其中机车车辆投资完成约1,400亿元，投产新线9,531公里（其中高速铁路3,306公里）；2016年全国完成铁路固定资产投资8,015亿元，其中机车车辆投资完成约920亿元，投产新线3,281公里（其中高速铁路1,903公里），各项指标值都出现一定下滑。不过，从近年的铁路固定资产实际投资额来看，2016年我国铁路固定资产投资仍处于历史高位。同时，根据中国铁路总公司提出的铁路建设计划，2017年全国铁路行业投资在保持上年规模的基础上，全面完成国家下达的固定资产投资计划，2017年铁路固定资产投资总投资将维持高位。

表 1：2009~2016 年我国铁路固定资产投资情况

单位：亿元

年份	计划投资额	实际投资额	计划完成率
2009	7,007	7,013	100.09%
2010	8,235	8,427	102.33%
2011	8,500	5,906	69.48%
2012	5,000	6,340	126.79%
2013	6,500	6,657	102.42%
2014	6,300	8,088	128.38%
2015	8,000	8,238	102.98%
2016	8,000	8,015	100.19%

资料来源：铁道统计公报，中诚信证评整理

路网方面，2016年末我国铁路营业里程达到12.4万公里，同比增长2.5%，其中高速铁路2.2万公里以上，同比增长15.79%。根据2016年7月国家发改委、交通运输部和铁路总公司联合发布的《中长期铁路网规划》，至2020年我国铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市；在高速铁路网方面，在原规划“四纵四横”主骨架基础上，形成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的高速铁路网；在普速铁路网方面，重点围绕扩大中西部路网覆盖，完善东部网络布局，提升既有路网质量，推进周边互联互通；另外，规划还提出进一步优化铁路客、货运枢纽布局，形成系统配套、一体便捷、站城融合的现代化综合交通枢纽。

表 2：《中长期铁路网规划》发展目标

年份	发展目标
2020	一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市，为完成“十三五”规划任务、实现全面建成小康社会目标提供有力支撑
2025	铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化，骨干作用更加显著，更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用
2030	基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖

资料来源：《中长期铁路网规划》，中诚信证评整理

铁路移动装备方面，截至2016年末全国铁路机车保有量为2.1万台，客车保有量为7.1万辆，动车组保有量为2,586标准组，货车保有量为76.4万辆。2012~2016年上半年期间，我国铁路机车和客车的招标数量较为平稳，2016年下半年受中国铁路总局换届及中国标动体系未确立等因素影响，铁

路车辆购置低于预期。目前，我国铁路机车和客车替换需求稳定，且“十三五”规划期间铁路建设力度不断加大，对运力的需求依然存在，机车和客车的招标规模有望持续，为行业龙头企业中车集团的发展奠定坚实基础。

城市轨道交通建设投资持续发力。根据《城市轨道交通 2016 年度统计和分析报告》显示，截至 2016 年末，中国大陆地区共 30 个城市（新增福州、东莞、南宁、合肥 4 个城市）开通城轨交通运营，运营线路 133 条，总长度达 4,152.8 公里，同比增长 14.78%，其中 21 个城市拥有 2 条及以上城轨交通线路，城轨交通网络化运营已成趋势。据不完全统计，城轨交通全年完成客运量总计 160.9 亿人次，同比增长 16.6%。其中，北京客运量达到 36.6 亿人次（不含 77 公里市域快轨），首次实现日均客运量超千万人次。

从建设方面看，截至 2016 年末，中国大陆地区有 48 个城市（部分地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 5,636.5 公里，同比增长 26.7%。其中，23 个城市在建线路超过 100 公里，成都、武汉、广州、青岛、北京 5 市在建线路均超过 300 公里。同时，据不完全统计，截至 2016 年末，中国大陆地区在建线路可研批复投资累计 34,995.4 亿元；初设批复投资累计 28,458.6 亿元。2016 年全国城轨完成投资 3,847 亿元，同比增长 4.45%。

从规划方面看，截至 2016 年末，据不完全统计，中国大陆地区已获得城轨交通建设项目批复的城市有 58 个（包括地方批复的淮安、南平、珠海、红河州、文山州、韩城、黄果树、三亚、黄石、泉州、台州、德令哈、天水、毕节 14 个城市），规划线路总规模为 7,305.3 公里。其中，50 个城市批复规划线路均超过 2 条，线网规模超 100 公里的有 28 个城市。据不完全统计，58 个城市已批复规划线路总投资 37,018.4 亿元，其中，14 个城市投资计划超过 1,000 亿元。根据 2016 年 5 月国家发改委印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，在城市轨道交通建设方面，将加强规划管理建设，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市

轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资 1.6 万亿元。从成本结构来看，轨道交通项目中机电设备和车辆合计约占 30%，随着我国城市轨道交通建设的持续推进，为在国内城轨车辆领域占据绝对优势地位的中车集团带来较大的市场机遇。

海外市场潜力巨大，随着高铁“走出去”及服务“一带一路”战略的推进，我国轨道交通发展空间加大。根据国际铁路联盟（UIC）发布的全球高铁发展状况报告显示，目前全球已建成运营的高铁里程为 35,000 公里，在建的高铁里程为 15,452 公里，已规划即将建设的高铁里程为 4,264 公里，长期规划建设的高铁里程为 32,065 公里，其中美洲的巴西、墨西哥、美国、加拿大共计 2,829 公里，非洲的埃及、摩洛哥和南非合计 4,080 公里。截至目前，欧亚、中亚、泛亚和中俄加美等多条高铁线路已在规划或建设中，中国已与包括美国、俄罗斯、巴西、泰国在内的约 30 个国家洽谈高铁技术引进或签署合作开发方案，为全球主要高铁车辆供应商之一的中车集团带来较大的市场机遇。

总体来看，随着铁路网、城轨网建设以及国家发展政策的加大推动，我国轨道交通装备产业将保持发展态势，轨道交通产业的行业环境良好。

业务运营

公司目前主要从事轨道交通装备及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁，以及依托轨道交通装备专有技术的延伸产业。近年来，公司不断拓展其他业务板块，包括机电产品制造、新能源及环保设备研发制造、新材料、工程机械、融资租赁和金融服务等领域。

作为全球轨道交通装备制造行业的龙头企业，同时也是国内最大的综合轨道交通装备制造企业，公司高速动车组、大功率机车、重载货车、城轨车辆等轨道交通装备整机产品达到世界先进水平，系全球技术领先的轨道交通装备供应商。同时公司拥有显著的技术优势、完整的产品组合及持续优化的产品体系，在中国铁路轨道交通装备新造市场占有率大于 90%（按中国轨道交通装备新造市场新车销售金额统计），中国城市轨道交通装备新造市场占有率约 97%（按中国城轨车辆整车新造市场 2016

年公开招标数据统计)，在轨道交通装备市场保持着绝对优势地位。

表3：公司2016年各业务板块收入情况

单位：亿元

项目	收入	占比	收入同比增减
轨道交通装备	1,340.32	57.50%	-12.89%
延伸产业	595.94	25.57%	15.54%
其他	394.66	16.93%	3.06%
合计	2,330.93	100.00%	-4.37%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司实现营业收入2,330.93亿元，同比减少4.37%，其中轨道交通装备板块实现收入1,340.32亿元，同比减少12.89%，占营业收入的比重为57.50%，是公司主要收入来源；延伸产业当年实现收入595.94亿元，同比增长15.54%，业务占比为25.57%；其他业务2016年实现收入394.66亿元，同比增长3.06%，业务占比为16.93%。总体来看，2016年国内宏观经济仍处于弱势状态，铁路装备市场需求下滑，当年公司轨道交通装备板块主要产品订单减少、交付量下降，但得益于延伸产业板块收入增长较快，整体营业规模保持相对稳定。

2017年1~3月，受轨道交通装备产品生产周期和在手订单交付期影响，公司实现营业收入342.61亿元，同比减少15.75%。

2016年国内货车市场低迷，机车需求大幅萎缩，加之高铁通行产生的替代效应，当年公司轨道交通装备板块业务下滑较快。但公司在轨道交通装备行业竞争中保有优势，未来随着城市轨道交通大发展和铁网建设推进，行业需求提升下公司发展空间仍较大

公司轨道交通装备业务经营主体主要为中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”）及其下属子公司。截至2016年末，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23家。销售模式方面，公司产品在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，公司主要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。

表4：中国中车2016年轨道交通装备产品收入及销量

单位：亿元、辆

产品	收入	增幅	销量	增幅
机车	124.05	-61.82%	1,199	-49.30%
客车	83.80	-18.47%	1,269	-43.70%
动车组	751.62	-2.70%	3,592	-5.02%
货车	109.49	7.58%	18,255	15.56%
城轨地铁	271.41	20.14%	4,962	23.31%
合计	1,340.37	-12.27%	29,277	3.74%

注：机车业务统计中包含了轨道工程机械产品。

资料来源：中国中车公告，中诚信证评整理

2016年公司轨道交通装备板块实现收入1,340.32亿元，同比减少12.89%。从细分产品销量来看，轨道交通装备业务经营主体中国中车2016年机车业务实现收入124.05亿元，实现销售1,199辆（含轨道工程机械产品），受近两年国内货车市场低迷，客车牵引机车需求被替代等因素影响，机车市场需求大幅萎缩，当年机车业务深度下滑；由于高铁大规模开行而停开普通客车，2016年客车需求量下降，当年客车实现收入83.80亿元，销量为1,269辆；2016年中车中车动车组实现收入751.62亿元，销量为3,592辆，与上年保持相对稳定；货车方面，随着煤炭货运缺口需求以及公路运费提升，2016年货车需求有所回升，当年实现收入109.49亿元，销量为18,255辆，同比有所上升。城轨地铁方面，近年来国内各大中城市大规模修建地铁，市场需求维持高位，中国中车依托其极强的技术实力和良好的产品品质，2016年城轨地铁产品实现收入271.41亿元，销量保持增长，为4,962辆。未来我国各级政府把轨道交通建设作为稳增长的重要举措，把城市综合交通体系作为推动新型城镇化建设的重要内容，国内轨道交通装备需求维持高位，并将带动公司城轨地铁业务较快增长。

近年来，公司加强国内外市场开拓，新增订单量充足，产品目前已出口澳大利亚、美国和德国等100多个国家和地区，在海外市场拥有较高市场占有率，品牌影响力逐步扩大。2015年中国中车全年新签订单2,875亿元（其中国际业务签约额57.81亿美元），期末在手订单为2,144亿元；2016年中国中车新签订单约2,626亿元（其中国际业务签约额约81亿美元，同比增长40%），期末在手订单约

1,881 亿元；2017 年 1~3 月，中国中车新签订合同金额合计 417.5 亿元，包括 139.8 亿元动车组合同、120.2 亿元机车合同、119.1 亿元货车合同，25.1 亿元城轨地铁合同（其中 19.7 亿元为国际业务订单），以及 13.3 亿元机车修理合同。公司订单储备量充足，将有效保障公司未来业务发展。

从销售客户来看，公司客户集中度较高，2016 年前五大客户销售金额合计占营业总收入的比重为 52.08%，其中中国铁路总公司及各铁路局是公司最大的客户，其余还包括各地铁路局、城轨地铁运营公司以及大型工矿企业等。公司销售订单规模和营业收入受中国铁路总公司的规划安排影响较大，对单一客户依赖度较大。

总体来看，2016 年国内宏观经济弱势，国内货车市场低迷，加之高铁设备的替代效应，当年公司轨道交通装备板块业务下滑较快。但公司在全球轨道交通装备行业竞争中保有优势，未来随着城市轨道交通大发展和铁网建设推进，行业需求提升下公司发展空间仍较大。

公司延伸产业紧跟国家战略和产业政策，近年来发展迅速，有望成为公司收入的重要组成部分

近年来，公司依托轨道交通装备核心专有技术，不断发展新材料、新能源装备、电传动及工业自动化等延伸产业，丰富业务体系。持续发展的延伸产业业务为公司带来了新的业绩增长点，当年实现收入 595.94 亿元，同比增长 15.54%。

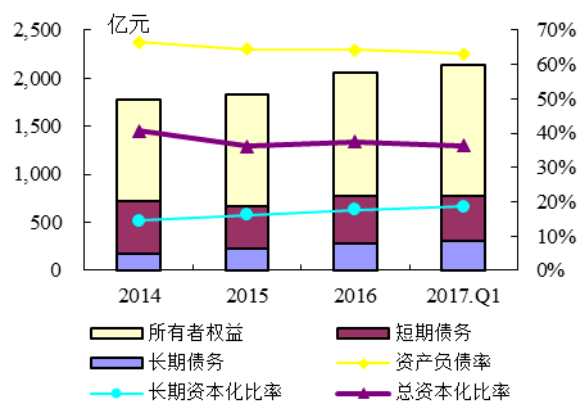
公司延伸产业主要包括机电设备、新能源及环保设备、工程机械、汽车装备和复合新材料等业务。2016 年受益于国家新能源政策持续释放、节能环保业务日益重视，新能源汽车产业、环保装备业务实现较快发展，以及并购整合德国 BOGE 公司、英国 SMD 公司成效显著，公司风电装备和新能源汽车及汽车装备等业务交付量增加，整体发展良好。未来公司将利用自身资源和优势，重点发展战略新兴业务布局，非传统业务收入规模将有望持续提升，成为公司收入的重要组成部分。

财务分析

以下财务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 2015~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。其中，2014 年度数据采用公司 2015 年年报期初重述数据。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 1：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

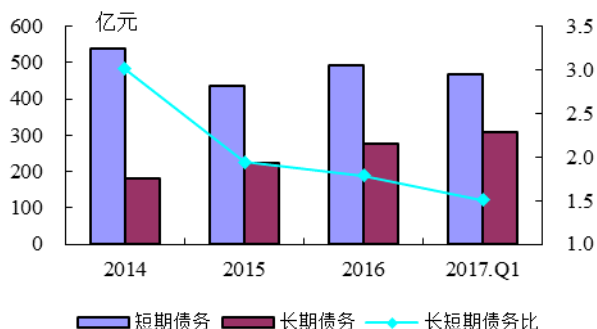
2016 年公司保持盈利经营，随着留存收益的积累，自有资本实力逐年增强。2016 年末公司净资产总额为 1,281.75 亿元，同比增长 9.77%；2017 年 1 月，子公司中国中车非公开发行 A 股股票成功募集资金 119.34 亿元，进一步增强了资本实力，截至 2017 年 3 月末公司净资产总额为 1,359.54 亿元，较上年末增长 6.10%。资产和负债方面，随着生产经营规模的扩大，公司整体资产和负债规模保持增长趋势。2016 年末公司总资产和总负债分别为 3,588.71 亿元和 2,306.95 亿元，同比分别增长 9.38% 和 9.16%。

资产结构方面，2016 年末公司流动资产合计 2,325.29 亿元，占资产总额的 64.79%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。公司货币资金年末余额 465.98 亿元，其中使用受限的货币资金合计 45.99 亿元，占比 9.87%，整体流动性良好；应收账款年末余额为 746.61 亿元，主要为应收客户货款，年末计提坏账准备 44.29 亿元，考虑到应收客户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；存货年末余额为 630.82 亿元，主要由原材料（190.71 亿元）、自制半成品及在产品（245.91 亿元）

和库存商品（产成品）（144.85亿元）构成，年末计提跌价准备38.36亿元；公司在手订单较多，同时产品生产周期相对较长，整体存货规模较大。公司2016年末非流动资产合计1,263.42亿元，占总资产的比重为35.21%，主要由固定资产和无形资产构成。公司固定资产年末余额为598.00亿元，主要为房屋建筑物和机器设备；无形资产年末余额为178.98亿元，主要包括土地使用权、专利权和软件等。2017年3月末，公司资产规模较期初增长2.46%至3,676.91亿元，负债规模则较期初增长0.43%至2,316.97亿元。

财务杠杆方面，2016年末公司资产负债率为64.28%，较上年同期减少0.13个百分点；总资本化比率为37.53%，同比增加1.39个百分点。2017年3月末公司资产负债率和总资本化比率分别为63.01%和36.39%。公司财务杠杆水平保持相对稳定。

图 2：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

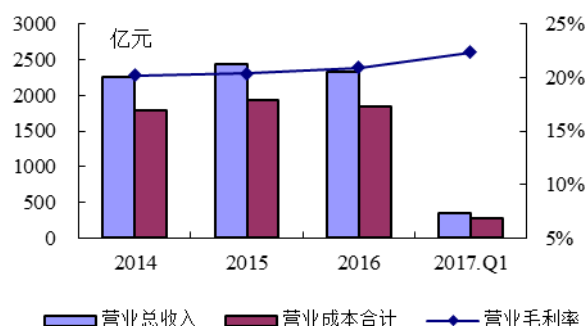
债务方面，2016年末公司总债务770.05亿元，同比增长16.50%，2017年3月末总债务增至777.83亿元。从债务结构来看，随着公司近年长期债券的发行，债务期限结构有所优化，2016年末短期债务/长期债务比为1.79倍，较上年同期减少0.15倍；2017年3月末长短期债务比为1.51倍，债务结构以短期债务为主。

总体来看，随着业务发展，公司近年资产和负债规模逐年扩张，财务杠杆保持相对稳定，财务结构较为稳健。公司目前债务期限结构有所改善，但整体仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

盈利能力

2016年公司实现营业收入2,330.09亿元，同比减少4.37%，当年轨道交通装备板块主要产品订单减少、交付量下降，但延伸产业板块收入增长较快，整体营业规模保持相对稳定。2017年1~3月，受轨道交通装备产品生产周期和在手订单交付期影响，公司实现营业收入342.61亿元，同比减少15.75%。但公司轨道交通装备在手订单量充足，将有效保障未来业务发展，同时产品市场竞争能力强，未来随着行业需求的持续释放，公司业务发展空间仍较大。

图 3：2014~2017.Q1 公司收入成本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

毛利率方面，公司轨道交通装备产品具有核心技术优势，同时得益于合并重组整合效应和业务结构调整等因素推动，营业毛利率呈现逐年上升趋势，2016年营业毛利率为20.93%，2017年1~3月为22.38%。

表 5：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

项目	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	75.36	81.10	74.28	11.13
管理费用	200.07	230.26	225.17	45.10
财务费用	21.09	8.30	12.77	3.72
三费合计	296.52	319.66	312.23	59.95
营业总收入	2,250.27	2,437.33	2,330.93	342.61
三费收入占比	13.18%	13.12%	13.39%	17.50%

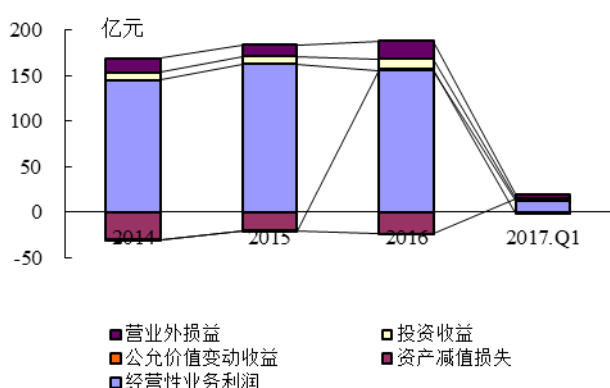
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司管理费用主要包括职工薪酬、技术研发费、无形资产摊销和折旧费等，2016年管理费用同比减少2.21%，主要系本年根据财政部相关文件规定，将原计入管理费用的税金调整计入税金及附加所致；销售费用主要由职工薪酬、预

计产品质量保证准备等组成，当年公司收入减少及产品结构不同使预计产品质量保证准备减少，同时海外收入下降使得运输费和海外销售费用减少，当年销售费用同比减少 8.41%。公司财务费用主要包括利息收入、利息支出和汇兑损益，2016 年财务费用同比增长 53.98%，主要系利息收入减少及汇兑收益下降（2016 年为-1.23 亿元，同比减少 65.22%），导致财务费用增加。2016 年公司三费合计 312.23 亿元，较上年减少 2.32%，但受收入下滑影响，当年三费收入占比为 13.39%，相较上年同期小幅上升 0.27 个百分点。2017 年 1~3 月公司三费合计 59.95 亿元，尽管费用规模较上年保持持续下降趋势，但收入较快的下降使其三费收入占比上升至 17.50%。

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2016 年公司业务收入下滑，当年取得经营性业务利润（营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费）155.84 亿元，同比减少 4.31%。但当年公司取得投资收益 10.95 亿元和营业外损益 20.02 亿元，分别同比增长 31.58% 和 60.09%，一定程度弥补经营性业务利润的下滑，最终取得利润总额 163.84 亿元，净利润 133.34 亿元，基本与上年持平。2016 年公司净资产收益率为 10.40%，同比下降 0.94 个百分点，整体盈利能力表现仍很强。

图 4：2014~2017.Q1 公司利润总额构成

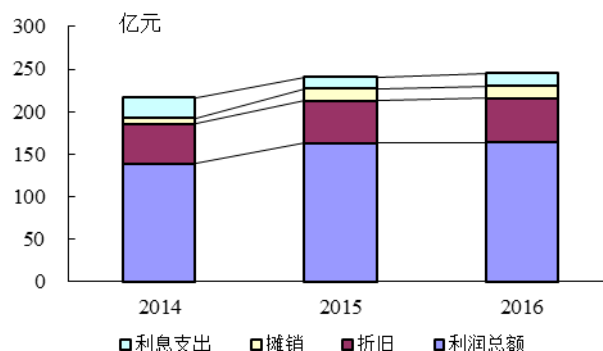


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司经营规模较大，业务具有竞争优势，未来随着行业需求的持续释放，业务发展空间仍较大。同时公司营业毛利率较高，期间费用控制良好，整体盈利能力很强。

偿债能力

图 5：2014~2016 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。公司对厂房及设备长期资产不断增加投入，历年折旧规模逐年增大，同时 2016 年经营效益良好，当年 EBITDA 同比增长 1.76% 至 244.92 亿元，同期总债务/EBITDA 为 3.14 倍，EBITDA 利息倍数为 12.79 倍，EBITDA 对债务本息保障程度高。

经营活动现金流方面，公司业务盈利能力很强，同时上下游货款收付进度控制较好，近年来经营活动现金流保持净流入。2016 年公司经营活动净现金流为 215.51 亿元，同期经营活动净现金/总债务为 0.28 倍，经营活动净现金/利息支出为 11.26 倍，经营性净现金流对债务利息的保障程度较高。此外，公司持有大量现金资产，2016 年末现金比率为 25.39%，同期货币资金/短期债务为 0.94 倍，对短期债务的覆盖水平高。

表 6：2014~2017.Q1 公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产 (亿元)	3,128.54	3,281.02	3,588.71	3,676.91
总债务 (亿元)	719.08	660.97	770.05	777.83
资产负债率 (%)	66.39	64.41	64.28	63.01
总资本化比率 (%)	40.61	36.14	37.53	36.39
经营活动净现金流 (亿元)	247.67	127.12	215.51	-154.26
经营活动净现金/总债务 (X)	0.34	0.19	0.28	-0.79
经营活动净现金/利息支出 (X)	8.77	6.87	11.26	-28.64
EBITDA (亿元)	216.27	240.68	244.92	-
总债务/EBITDA (X)	3.32	2.75	3.14	-
EBITDA 利息倍数 (X)	7.66	13.00	12.79	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2016 年 12 月末，公司取得主要合作银行授信额度合计为人民币 2,310.40 亿元，美元 1 亿元，其中已使用授信额度人民币 321.96 亿元，尚未使用的银行授信额度为人民币 1,988.44 亿元，美元 1 亿元；此外，作为中国中车、时代新材和南方汇通的控股公司，公司能够通过上述上市子公司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。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产账面价值合计 74.19 亿元，其中包括货币资金 45.99 亿元（主要为银行承兑汇票保证金 22.54 亿元和下属财务公司存放于中央银行法定准备金存款 18.82 亿元）、应收票据 24.11 亿元、应收账款 3.38 亿元（应收账款保理）、固定资产 0.67 亿元（银行借款担保）和无形资产 0.04 亿元（银行借款担保），整体受限资产占总资产的比重小，为 2.07%。

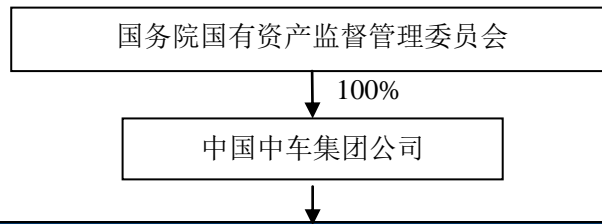
截至 2016 年末，公司本部对内担保 57.35 亿元，合并口径对外担保 0.57 亿元。公司本部对内担保对象包括中国中车（担保余额 30.00 亿元）和中车股权投资有限公司（担保余额 27.15 亿元）等 5 家子公司；合并口径对外担保系由子企业中国中车集团大连大力轨道交通装备有限公司对其改制的集体企业银行贷款提供担保 0.57 亿元。总体来看，公司担保所形成的或有负债风险较小。此外，截至 2016 年末，公司无未决的重大诉讼或仲裁事项。

综合来看，作为国内轨道交通装备行业龙头企业，公司具有显著的市场地位，综合竞争实力极强，轨道交通装备订单量储备充足，同时近年来通过业务资源整合，着力发展新兴产业，未来业务发展空间较大。公司财务结构较稳健，盈利能力很强，同时经营性净现金流、现金资产等对债务利息的保障程度高，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评维持中车集团主体信用级别为**AAA**，评级展望稳定；维持“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**，维持“中国中车集团公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用级别**AAA**。

附一：中国中车集团公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）

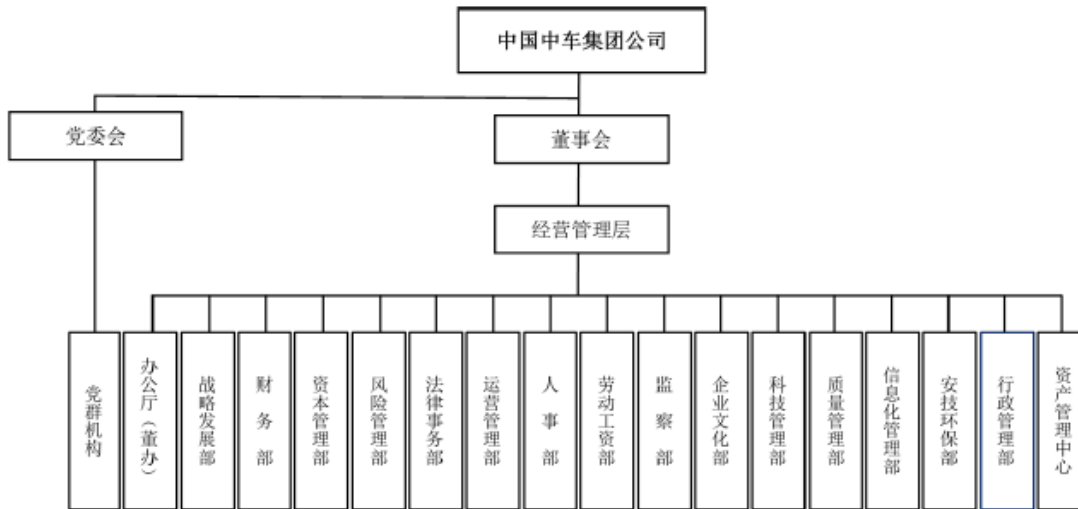


企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
中国北车集团齐齐哈尔铁路车辆（集团）有限责任公司	55,489.79	100.00
中车集团武汉江岸车辆厂	1,914.70	100.00
中国北车集团天津机车车辆机械厂	17,099.70	100.00
中车集团铜陵车辆厂	4,194.70	100.00
中车集团哈尔滨车辆有限公司	5,733.60	100.00
中车集团洛阳机车厂	12,399.70	100.00
中车集团眉山车辆厂	15,435.73	100.00
中国北车集团济南机车车辆厂	10,551.10	100.00
中车集团襄阳机车厂	3,204.00	100.00
中车集团资阳机车厂	18,106.09	100.00
中车集团武汉武昌车辆厂	2,894.20	100.00
北车船舶与海洋工程发展有限公司	30,000.00	94.00
中国中车集团大连大力轨道交通装备有限公司	30,910.59	100.00
中国南车集团北京二七车辆厂	7,598.20	100.00
中车集团南京浦镇车辆厂	7,134.00	100.00
中车集团（青岛）四方车辆资产管理有限公司	4,491.51	100.00
中车集团太原机车车辆厂	23,053.60	100.00
中车集团沈阳机车车辆工贸总公司	2,717.55	100.00
中车集团西安车辆厂	20,707.09	100.00
中车集团株洲电力机车厂	31,060.00	100.00
中车集团株洲车辆厂	11,791.00	100.00
中车集团北京南口机车车辆机械厂	19,351.81	100.00
常州铁道高等职业技术学校	3,528	100.00
中车集团成都机车车辆厂	4,880.00	100.00
中车集团石家庄车辆厂	5,516.60	100.00
中车集团常州戚墅堰机车车辆厂	5,606.20	100.00
中国南车集团投资管理公司	66,394.99	100.00
中车资本控股有限公司	40,000.00	100.00
中车产业投资有限公司	230,975.86	100.00
中车置业有限公司	235,000.00	100.00
北车澳大利亚公司	30 万澳元	100.00
北京时代志业机车车辆有限公司	10.00	100.00
中国中车股份有限公司	2,728,875.83	54.18
中车金证投资有限公司	70,507.37	100.00

注：1、中国南车集团投资管理公司已于2017年4月7日办理完成更名为“南车投资管理公司”的工商变更登记手续；

2、经中国中车2015年年度股东大会审议通过并经中国证监会批准，2017年1月，中国中车非公开发行1,410,105,755股人民币普通股（A股），中车集团认购705,052,878股A股。前述新增发行股份已于2017年1月17日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成登记托管相关事宜。发行完成后，中国中车注册资本由27,288,758,333元增至28,698,864,088元，中车集团直接持有中国中车股份比例由54.18%变更为53.98%。

附二：中国中车集团公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：中国中车集团公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	5,042,721.16	4,049,500.39	4,659,837.16	3,665,299.35
应收账款净额	5,871,420.12	7,271,671.43	7,466,112.29	8,009,276.42
存货净额	6,517,730.10	6,551,467.52	6,308,171.04	7,272,103.70
流动资产	20,893,314.35	21,548,989.82	23,252,902.03	23,973,059.65
长期投资	704,198.62	849,600.87	1,701,951.24	1,795,777.72
固定资产合计	6,198,316.98	6,647,478.51	7,071,111.91	7,062,046.50
总资产	31,285,372.41	32,810,213.60	35,887,056.52	36,769,137.62
短期债务	5,398,316.22	4,364,670.95	4,936,049.69	4,678,168.62
长期债务	1,792,508.12	2,245,024.16	2,764,427.86	3,100,104.34
总债务（短期债务+长期债务）	7,190,824.34	6,609,695.10	7,700,477.56	7,778,272.96
总负债	20,768,993.75	21,133,294.84	23,069,548.62	23,169,732.77
所有者权益（含少数股东权益）	10,516,378.66	11,676,918.76	12,817,507.90	13,599,404.85
营业总收入	22,502,676.78	24,373,283.09	23,309,272.49	3,426,087.64
三费前利润	4,413,258.85	4,825,177.11	4,680,677.90	729,151.76
投资收益	87,596.29	83,219.48	109,503.69	15,573.53
净利润	1,166,243.43	1,324,432.60	1,333,372.73	147,326.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,162,725.00	2,406,834.92	2,449,175.68	-
经营活动产生现金净流量	2,476,717.53	1,271,161.84	2,155,147.66	-1,542,639.78
投资活动产生现金净流量	-1,986,042.84	-657,050.10	-2,728,958.98	392,675.00
筹资活动产生现金净流量	1,081,474.67	-1,356,058.50	330,555.09	695,251.87
现金及现金等价物净增加额	1,564,013.55	-740,899.14	-194,289.65	-456,447.84
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	20.18	20.36	20.93	22.38
所有者权益收益率（%）	11.09	11.34	10.40	4.33
EBITDA/营业总收入（%）	9.61	9.87	10.51	-
速动比率（X）	0.81	0.87	0.91	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.34	0.19	0.28	-0.79
经营活动净现金/短期债务（X）	0.46	0.29	0.44	-1.32
经营活动净现金/利息支出（X）	8.77	6.87	11.26	-28.64
EBITDA 利息倍数（X）	7.66	13.00	12.79	-
总债务/EBITDA（X）	3.32	2.75	3.14	-
资产负债率（%）	66.39	64.41	64.28	63.01
总资本化比率（%）	40.61	36.14	37.53	36.39
长期资本化比率（%）	14.56	16.13	17.74	18.56

注：1、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；2、2014年财务数据采用2015年年报期初重述数据；3、2014~2015年末其他流动负债均为短期应付债券，在计算债务指标时调整计入短期债务；4、2014~2016年末长期应付款中融资租赁款，以及2016年末其他非流动负债中2016可转换债券（嵌入衍生金融工具），在计算债务指标时调整计入长期债务；5、2017年3月末长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中2016可转换债券（嵌入衍生金融工具），因公司未提供明细数据，在计算债务指标时未调整计入总债务指标；6、2017年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

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

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 - 手续费及佣金收入 - 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) / 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

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。