



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪484号

中国中车集团有限公司：

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
二零一八年六月二十二日

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（2018）

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）		
债券简称	品种一：16 中车 G1 品种二：16 中车 G2		
债券代码	品种一：136242.SH 品种二：136243.SH		
发行主体	中国中车集团有限公司		
发行规模	品种一：人民币 10 亿元 品种二：人民币 15 亿元		
存续期限	品种一：2016/03/03~2021/03/03，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 品种二：2016/03/03~2026/03/03，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	2017/06/23		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

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）		
债券简称	16 中车 G3		
债券代码	136529.SH		
发行主体	中国中车集团有限公司		
发行规模	人民币 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	2017/06/23		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

基本观点

跟踪期内，轨道交通装备产业发展前景良好，中国中车集团有限公司（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，核心主业铁路装备以及城轨与城市基础设施板块发展稳健，在手订单量充足，未来业务发展将得到保障。同时，公司财务杠杆水平维持较合理水平，财务结构稳健，且保持了较强的盈利能力及获现能力，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

- 轨道交通装备行业发展前景良好。随着高铁“走出去”、服务“一带一路”战略以及城市轨道交通投资的持续推进，我国轨道交通装备行业迎来发展机遇，同时在轨交装备存量增长下，后期维修保养市场发展空间较大，为公司发展创造了良好的环境。
- 行业龙头地位稳固，在手订单充足。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，在轨道交通装备市场保持着绝对优势地位，竞争实力极强，2017 年下属子公司中国中车新签订单约 3,141 亿元，同比增长 19.61%，期末在手订单约 2,434 亿元，同比增长 29.40%，在手订单储备充足，未来业务发展得到保障。
- 财务实力仍极强。2017 年公司财务结构依然稳健，保持很强的盈利能力，同时经营性净现金



概况数据

中车集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	1,167.69	1,281.75	1,412.42	1,427.01
总资产(亿元)	3,281.02	3,588.71	4,052.87	4,090.62
总债务(亿元)	660.97	770.05	973.62	956.91
营业总收入(亿元)	2,437.33	2,330.93	2,169.34	338.09
营业毛利率(%)	20.36	20.93	22.76	22.95
EBITDA(亿元)	240.68	244.92	218.00	-
所有者权益收益率(%)	11.34	10.40	7.59	4.01
资产负债率(%)	64.41	64.28	65.15	65.12
总债务/EBITDA(X)	2.75	3.14	4.47	-
EBITDA利息倍数(X)	13.00	12.79	8.53	-

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、2018年一季度所有者权益收益率经年化处理。

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。

关注

- 客户集中度较高。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，且近年海外业务布局不断推进，在日常经营及汇率波动风险等方面的管理压力将增大。

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月22日



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。

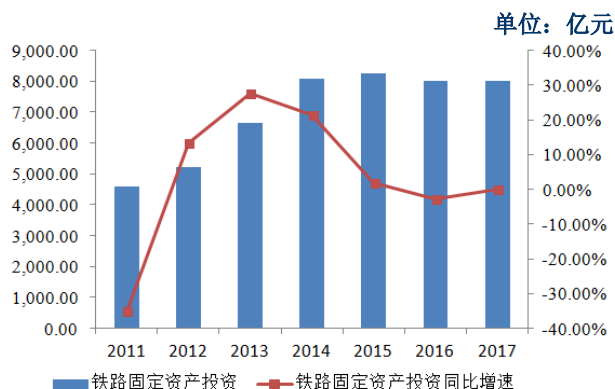
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

随着高铁“走出去”、服务“一带一路”战略以及城市轨道投资的持续推进，我国轨道交通装备行业将迎来发展机遇，同时在轨道交通装备存量持续增长下，维修保养市场发展前景良好

在当前我国经济转型升级、进入新常态的关键时期，铁路建设发展对稳增长、调结构、惠民生所具有的重要意义日益凸显。2017年，全国铁路行业固定资产投资完成8,010亿元，其中国家铁路完成7,606亿元；投产新线3,038公里（其中高速铁路2,182公里），“四纵四横”高铁网提前建成运营。根据中国铁路总公司规划，2018年将安排全国铁路固定资产投资7,320亿元，较上年减少680亿元，同比下降8.5%，为近四年来首次低于8,000亿元，其中机车车辆投资计划减少至800亿元，同比下降20.0%，投产新线4,000公里（其中高铁3,500公里）。尽管2018年铁路固定资产投资规划有所下滑，但全年高铁新线投产里程较2017年增长约60%，对动车组需求将增大，预计2018/2019年动车组交付量可分别达400/450标准列。此外，中央经济工作会议提出扩大铁路货运规模，2018年一季度机车招标量超预期，预计全年铁路设备采购量将在年初铁总工作会议既定目标下有所上调。目前我国高铁在建里程达1.3万公里，2018年预计通车3,500公里，2019~2020年也将有大量线路建成通车，2020年全国高铁运营里程或将大幅超出十三五规划中的3万公里。未来随着我国铁路投产新线加快以及高速铁路迎来通车高峰，动车组的需求量仍将得到支撑。

图1：2011~2017年我国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁道部，中诚信证评整理

2017年国家铁路完成旅客发送量30.84亿人，较上年增长9.6%，旅客周转量13,456.92亿人公里，同比增长7.0%；当年全国铁路完成货运总发送量36.89亿吨，较上年增长10.7%，货运总周转量26,962.20亿吨公里，同比增长13.3%。目前，我国铁路完成的客运周转量与货物周转量已居世界第一位，持续增长的铁路负荷使得行业长期需求依然旺盛。

路网方面，截至2017年末我国铁路营业里程达到12.7万公里，较上年增长2.4%，其中复线里程7.2万公里，较上年增长5.4%，复线率56.5%，较上年提高1.6个百分点；电气化里程8.7万公里，较上年增长7.8%，电化率68.2%，较上年提高3.4个百分点。未来我国铁路网建设将持续推进，国家《中长期铁路网规划》提出，要完善普速铁路网，建成高速铁路网，打造综合交通枢纽，构建现代综合交通运输体系。根据国家铁路局发布《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达3.5~3.8万亿元，其中基本建设投资约3万亿元，建设新线3万公里。2016年7月20日，国家发改委向全国印发修编的《中长期铁路网规划》，总体目标为：到2020年铁路网规模达到15万公里，覆盖80%以上城市，到2025年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里。

铁路移动装备方面，截至2017年末我国铁路机车拥有量为2.1万台，较上年减少372台，其中内燃机车占40.4%，较上年下降1.4个百分点，电力机车占59.5%，较上年提高1.4个百分点。2017年末全国铁路客车拥有量为7.3万辆，较上年增加0.2万辆，其中动车组2,935标准组、23,480辆，较上年增加349标准组、2,792辆；全国铁路货车拥有量为79.9万辆，较上年增加3.5万辆。随着轨道交通装备存量的增长，大量轨道交通装备进入维修期，同时受技术更新换代等因素的持续影响，预计未来轨道交通装备维修保养市场规模将保持较快增速。

城市轨道交通建设投资持续增长。2017年我国城轨交通快速发展，运营规模、客运量、在建线路

长度、规划线路长度均创历史新高，可研批复投资额、投资完成额均为历年之最。根据《城市轨道交通 2017 年度统计和分析报告》显示，截至 2017 年末，中国大陆地区共 34 个城市（新增石家庄、贵阳、厦门、珠海 4 个城市）开通城轨交通，共计开通城轨交通线路 165 条，运营线路长度达到 5,032.7 公里，均创历史新高，其中 2017 年新增运营线路 32 条，同比增长 24.1%，新增运营线路长度 879.9 公里，同比增长 21.2%。据不完全统计，城轨交通 2017 年全年完成客运量 184.8 亿人次，同比增长 23.9 亿人次，增幅为 14.9%。

从建设方面看，据不完全统计，截至 2017 年末，中国大陆地区有 56 个城市（部分地方政府批复项目未纳入统计）开工建设城轨交通，共计在建城轨交通线路 254 条，在建线路长度达 6,246.3 公里，在建城市数量、在线线路数量和在建线路长度均已超过已投运规模，其中 2017 年在建线路长度增加 609.8 公里，较上年增幅为 10.8%。此外，截至 2017 年末，国家发改委批复的 43 个城市（不含包头市）在建线路可研批复投资额累计达到 38,756.1 亿元，创历史新高，其中 2017 年完成投资 4,761.6 亿元，同比增长 23.8%，占可研批复投资的 12.3%。线网规划方面，截至 2017 年末，中国大陆地区城轨交通建设项目已获批复的城市（包含地方政府批复的 18 个城市）为 62 个，规划线网长度 7,424 公里。

2018 年 3 月，国家发改委向各地发出《关于进一步加强城市轨道交通规划建设工作的意见》（以下简称“《意见》”）。根据《意见》，发改委拟提高轨道交通审批门槛，将在地铁和轻轨的审批条件中，把地方财政收入、GDP 等指标要求提高到原有规定的 3 倍（公共财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值 3,000 亿元以上，市区常住人口原则上在 300 万人以上，远期客流规模达到单向高峰小时 3 万人以上），并新增城市近三年的政府债务率不应高于 120%，作为建设规划审批和项目新开工的基本条件，目前正在各省部级政府部门征求意见，并将形成新的正式文件，替代 15 年前的“81”号文。根据新规定，目前发改委已经批复建设规划

的 43 个地铁、轻轨城市中完全符合上述新规定的有 30 个，13 个城市不符合新规定，部分城市规划线路受到影响。但从里程上来看，已获批复的 2.1 万公里中仅约有 2,700 公里不符合新标准，因而新规实质影响不大，2018 年城市轨道交通建设还将保持高速增长。据统计，2018 年前两个月全国各地已开工建设 8 条共 186 公里的轨交线路，全年全国计划新开工 50 余条，总里程约 1,340 公里的城市轨道交通线路，总投资预计将超过 7,700 亿元，“十三五”末期全国轨道交通总里程可能大幅超出预期。

随着高铁“走出去”及服务“一带一路”战略的持续推进，我国轨道交通国际化发展面临机遇。近年来，全球主要经济体和众多发展中国家均公布了铁路（尤其是高速铁路）的发展规划，如俄罗斯计划在 2030 年前建设 5,000 公里高速铁路和 2 万公里新铁路、巴西计划将铁路里程加倍等，全球轨道交通行业正面临高铁经济蓬勃发展的契机。根据德国 SCI Verkehr 铁路工业信息咨询公司的相关统计，预计 2018 年全球轨道交通装备市场规模将突破 1,900 亿欧元。我国高速铁路飞速发展，高铁外交以及“一带一路”倡议等，使世界对中国铁路产品的认可度大大提升，为我国轨道交通装备“走出去”、加快国际化经营提供了重要发展时机。

总体来看，未来我国铁路建设投资将维持在较高的水平，城市轨道交通仍将保持快速发展，同时随着轨道交通装备存量的增长，大量轨道交通装备进入维修期，未来轨道交通装备维修保养市场规模将保持较快增长，轨道交通行业发展环境良好。

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。2017 年公司实现营业收入 2,169.34 亿元，同比减少 6.93%，其中轨道交通装备板块实现收入 1,417.91 亿元，同比增长 5.79%，占营业收入的比重为 65.36%，是公司的主要收入来源；延伸产业实现收入 573.22 亿元，同比减少 3.81%；其他业务实现收入 178.21 亿元，同比减少 54.85%。总体来看，2017 年公司优化调整业务结构、缩减物流业务规模，致使其他板块收入大幅下滑，但核心主业铁路装备稳健发展，城市轨道交通装备业务发展良好，对其他板块收入下滑形成一定弥补，全年营业收入降幅较小。

表1：2017年公司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	1,417.91	65.36%	5.79%
延伸产业	573.22	26.42%	-3.81%
其他	178.21	8.22%	-54.85%
合计	2,169.34	100.00%	-6.93%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2017 年公司客车及动车组业务下滑，但国内货运需求的提升及城轨建设的持续推进较好地支撑了铁路装备及城市轨道交通装备业务的稳健发展，同时公司行业地位稳固，在手订单充足，将有效保障未来业务发展

2017 年公司轨道交通装备板块实现收入 1,417.91 亿元，同比增长 5.79%，该板块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。

表2：中国中车2017年轨道交通装备产品收入及销量

单位：亿元、辆、%

	收入	增幅	销量	增幅
机车	234.37	88.93	1,531	27.69
客车	51.84	-38.14	103	-91.88
动车组	575.41	-23.44	2,752	-23.39
货车	220.10	101.02	51,473	181.97
城轨地铁	335.77	23.72	6,298	26.92
合计	1,417.49	5.75	62,157	112.31

注：机车业务统计中包含了轨道工程机械产品

资料来源：中国中车年报，中诚信证评整理

从细分产品来看，国内货运需求的提升带动了机车及货车产品的销售，2017 年中国中车销售机车（含轨道工程机械产品）1,531 台，同比增长

27.69%，机车业务实现收入 234.37 亿元，同比增长 88.93%；销售货车 51,473 辆，同比增长 181.97%，货车业务实现收入 220.10 亿元，同比增长 101.02%。2017 年中国中车销售客车 103 辆，同比减少 91.88%，客车业务实现收入 51.84 亿元，同比减少 38.14%，高铁大规模开行导致普通客车需求量下降，当年中国中车客车业务收入亦出现下降。2016 年为动车组招标小年，2017 年中国中车动车组交付量下降，全年销售动车组 2,752 辆，同比减少 23.39%，动车组业务实现营收 575.41 亿，同比减少 23.44%，随着 2017 年以来动车组招标量的回升，后期中国中车动车组业务将有望恢复增长。此外，在城市轨道交通建设高景气度下，2017 年中国中车销售城轨地铁 6,298 辆，同比增长 26.92%，城轨地铁业务实现收入 335.77 亿元，同比增长 23.72%。

近年来，公司持续加强国内外市场开拓，积极把握“一带一路”建设和“走出去”战略发展机遇，大力拓展海外市场，目前各类轨道交通装备实现全面出口，出口产品覆盖全球 104 个国家和地区。2017 年，中国中车新签订单约 3,141 亿元（其中国际业务签约额约 57 亿美元），同比增长 19.61%，期末在手订单约 2,434 亿元，同比增长 29.40%。2018 年 1~3 月，中国中车新签订单约 487.4 亿元。总体来看，公司订单承接情况良好，订单储备充足，将有效保障公司未来业务发展。

表3：2015~2017年中国中车订单承接情况

单位：亿元

	2015	2016	2017
新签订单	2,875	2,626	3,141
期末在手订单	2,144	1,881	2,434

资料来源：中国中车年报，中诚信证评整理

从销售客户来看，公司客户集中度较高，2017 年前五名客户销售金额合计占当年营业收入的比例约为 53.11%，其中中国铁路总公司及各铁路局是公司最大的客户。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。

同时，伴随着轨道交通装备存量的快速增长，大量轨道交通装备进入维修期，技术更新换代更加紧迫，轨道交通装备维修服务市场将保持较快增

速。尤其在高速动车组方面，目前动车检修共有五个级别，其中一、二级修为低级修，多由铁路路局负责，而三、四、五级修则属于高级修，需要进厂检修。作为世界一流的动车制造基地，中国中车累计交付的动车组体量大，检修业务将成为其未来稳定的增收业务，并且随着业务向后期运营和维护环节延伸，公司由制造业向制造服务业转身的步伐加快，对其利润的保持与提升也将起到促进作用。

总体而言，在普通客车需求量下降以及动车组招标量减少影响下，2017年公司客车及动车组业务下滑，但国内货运需求的提升及城轨建设的持续推进较好地支撑了铁路装备和城市轨道交通装备业务的稳健发展，未来随着铁路及城轨交通建设的持续推进，以及存量轨道交通装备陆续进入维修期，轨道交通装备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，在持续发展下，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。

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。2017年，公司风电装备进入欧盟市场，未来三年内将为德国的风电巨头提供100台以上风力发电机；收购的德国BOGE公司获得大众公司、戴姆勒公司的订单；城乡环保污水处理业务订单不断取得新进展。受相关新产品交付量下降影响，当年公司延伸产业实现收入573.22亿元，同比减少3.81%。

未来公司将围绕交通、能源、生态环保等高端装备，借助中车技术、品牌优势，加快打造新能源客车、风力发电装备、环保水处理、高分子复合材料等若干个核心竞争能力突出、行业地位领先的支柱产业，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

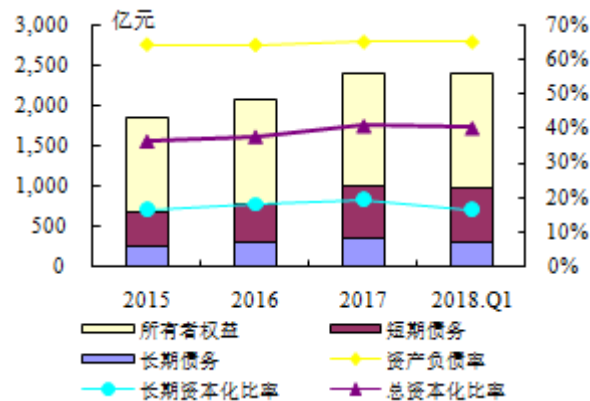
事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表。其中，2016年度数据采用公司2017年年报期初重述数据。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

2017年公司子公司中国中车非公开发行A股股票募集资金119.34亿元，加之当年经营利润的积累，年末所有者权益同比增长10.19%至1,412.42亿元。此外，公司整体资产及负债规模保持增长趋势，2017年末资产总额为4,052.87亿元，同比增长12.93%；负债合计2,640.45亿元，同比增长14.46%。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为65.15%和40.80%，分别较上年上升0.87个百分点和3.27个百分点，财务杠杆比率仍维持在较合理水平。

截至2018年3月末，公司资产总额及总负债分别为4,090.62亿元和2,663.61亿元，所有者权益1,427.01亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为65.12%和40.14%。

图2：2015~2018.Q1公司资本结构分析

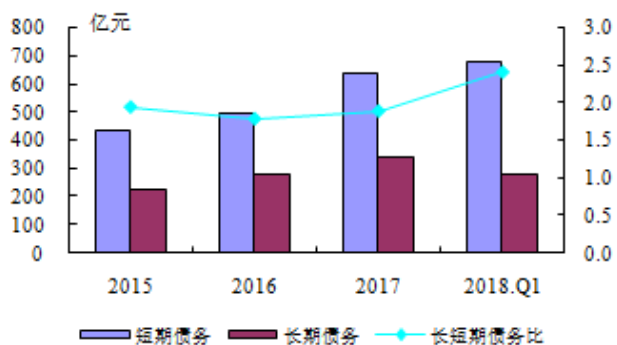


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产结构方面，2017年末公司流动资产合计2,721.11亿元，同比增长17.02%，占资产总额的67.14%，主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。2017年末公司货币资金余额631.84亿元，其中使用受限的货币资金合计48.71亿元，占比7.71%，整体流动性良好；应收票据余额278.63亿元，同比增长83.49%，包括银行承兑汇票109.00亿元和商业承兑汇票169.63亿元；应收账款余额为804.26亿元，年末计提坏账准备54.49亿元，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，但货款回收周期较长，对流动资产形成较大占用；存货余额为637.74亿元，主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品（产成品）构成，年末计提跌价准备35.44亿元，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。同年末公司非流动资产合计1,331.76亿元，同比增长5.41%，主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产构成。其中长期应收款122.06亿元，包括融资租赁款、施工款及BOT特许经营权应收款、分期收款销售商品及质保金；长期股权投资107.27亿元，同比增长28.08%；固定资产607.18亿元；无形资产181.91亿元。

图 3：2015~2018.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，截至2017年末，公司总债务为973.62亿元，同比增长26.44%，其中长期债务336.97亿元，短期债务636.65亿元，长短期债务比为1.89倍，较上年略有上升。2018年3月末，公司总债务为956.91亿元，长短期债务比进一步升至2.41倍，债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

总体来看，尽管目前仍以短期债务为主，但公司自有资本实力稳步增长，财务杠杆比率保持相对稳定。

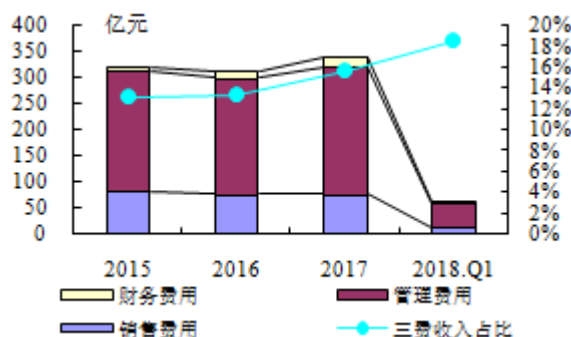
盈利能力

2017年公司缩减物流业务规模，致使其他板块收入大幅下滑，但受益于核心主业轨道交通装备业务的良好发展，全年营业收入小幅下滑6.93%至2,169.34亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入338.09亿元，同比下滑1.32%，但公司在手订单充足，同时随着国内轨道交通行业的发展以及公司国际化战略的实施，未来公司业务发展空间依然较大。营业毛利率方面，2017年公司营业毛利率为

22.76%，较上年提升1.83个百分点，主要受益于公司缩减了获利水平较低的物流业务规模；2018年1~3月，公司营业毛利率为22.95%，依然保持良好的初始获利水平。

期间费用方面，公司销售费用主要由销售人员职工薪酬、预计产品质量保证准备组成，2017年合计74.83亿元，基本与上年持平；管理费用包括管理人员职工薪酬、技术研发费用等，2017年公司发生职工安置费较多，致使管理费用同比增长9.48%至246.53亿元；财务费用以利息支出为主，2017年公司债务规模扩张，利息支出相应增加，当年财务费用为19.24亿元，同比增长50.62%。2017年公司三费合计340.60亿元，同比增长9.09%，三费收入占比为15.70%，较上年增加2.31个百分点。2018年1~3月，公司三费合计62.81亿元，三费收入占比上升至18.58%。总体来看，公司三费规模及三费收入占比均呈现上升趋势，期间费用控制能力有待加强。

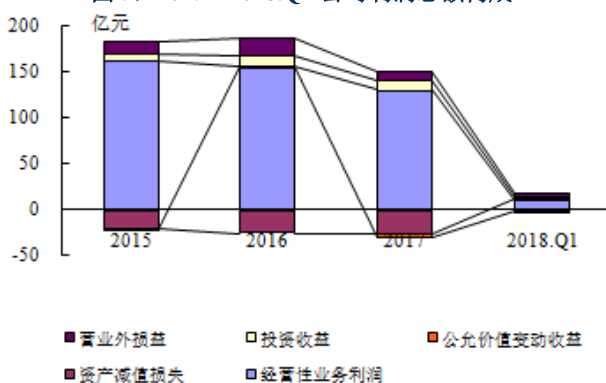
表 4：2015~2018.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2017年公司业务收入下滑，加之期间费用上升，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）130.48亿元，同比减少16.27%。但当年公司取得投资收益11.17亿元和营业外损益9.20亿元，一定程度弥补经营性业务利润下滑的影响，最终实现利润总额130.01亿元，同比减少20.64%，净利润为107.15亿元，同比下滑19.64%。2017年公司净资产收益率为7.59%，较上年下降2.81个百分点，但仍保持在高水平，整体盈利能力表现仍很强。

图 5: 2015~2018.Q1 公司利润总额构成



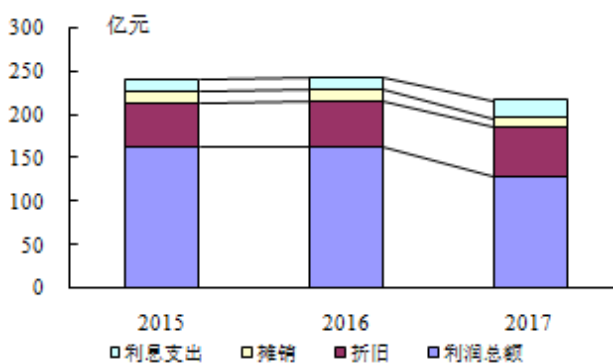
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司经营规模较大, 业务具有竞争优势, 随着行业的进一步发展, 未来业务发展空间仍较大。同时公司营业毛利率有所提升, 依然保持很强的盈利能力。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成。2017 年公司 EBITDA 规模为 218.00 亿元, 同比减少 10.99%, 主要受利润总额下降影响。同期公司总债务/EBITDA 为 4.47 倍, EBITDA 利息倍数为 8.53 倍, EBITDA 对债务利息保障程度高。

图 6: 2015~2017 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

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。2017 年公司经营活动净现金流为 177.24 亿元, 同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.18 倍和 6.94 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, 2017 年末现金比率为 43.87%, 同期货币资金/短期债务为 0.99 倍, 对短期债务的覆盖水平高。

表 4: 2015~2018.Q1 公司主要偿债指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	436.47	493.60	636.65	676.64
总债务 (亿元)	660.97	770.05	973.62	956.91
资产负债率 (%)	64.41	64.28	65.15	65.12
总资本化比率 (%)	36.14	37.53	40.80	40.14
EBITDA (亿元)	240.68	244.92	218.00	-
EBITDA 利息倍数 (X)	13.00	12.79	8.53	-
总债务/EBITDA (X)	2.75	3.14	4.47	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	6.87	11.26	6.94	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.19	0.28	0.18	-0.25*

注: 2018 年一季度带“*”指标经年化处理

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 2017 年末, 公司共获得银行授信额度合计人民币 2,732.00 亿元、美元 11.65 亿元, 其中尚未使用的银行授信额度人民币 2,362.20 亿元、美元 2.97 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 2017 年末, 公司受限资产账面价值合计 92.93 亿元, 受限资产占总资产的比重为 2.29%, 整体占比较小。

截至 2017 年末, 公司对外担保合计 74.98 亿元, 与年末净资产的比率为 5.31%, 包括子公司中国中车对其参股公司芜湖运达轨道交通建设运营公司提供最高金额 74.41 亿元额度担保以及子公司中车大连实业管理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。公司对外担保规模相对较小, 担保风险较小。此外, 截至 2017 年末, 公司无未决的重大诉讼或仲裁事项。

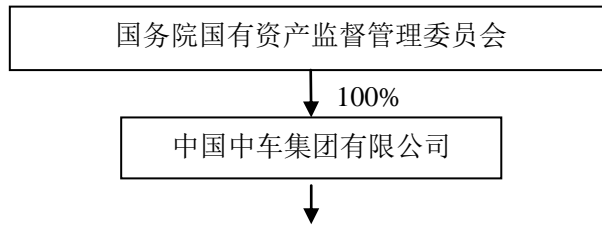
综合来看, 作为国内轨道交通装备行业龙头企业, 公司具有显著的市场地位, 综合竞争实力极强, 轨道交通装备订单量储备充足, 同时公司财务结构较稳健, 盈利能力很强, 同时经营性净现金流、现金资产等对债务利息的保障程度高, 整体偿债能力极强。

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：中国中车集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）

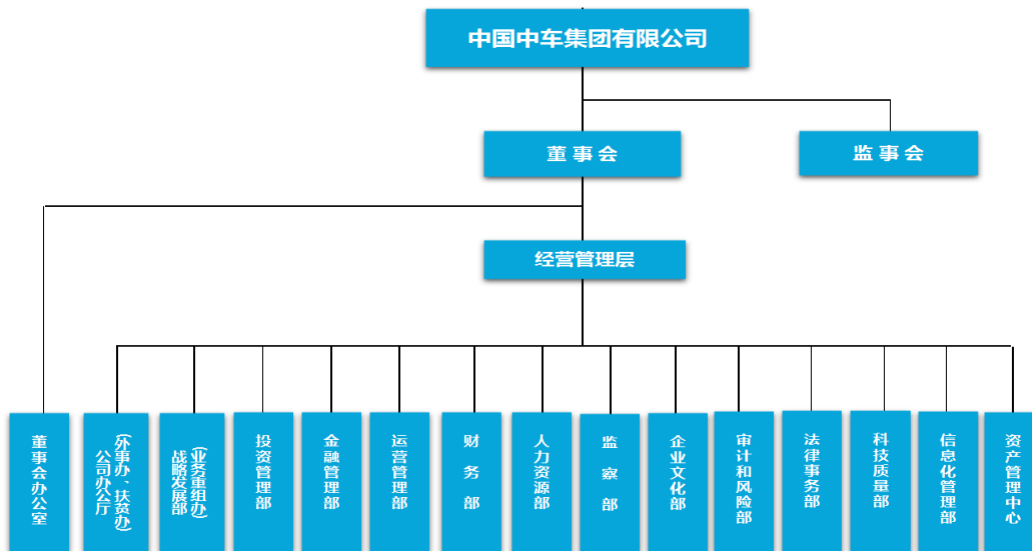


一级子公司	注册资本（万元）	持股比例（%）
中国北车集团齐齐哈尔铁路车辆（集团）有限责任公司	55,489.79	100.00
中车武汉江岸实业管理有限公司	2,834.00	100.00
中车集团天津实业有限公司	13,545.07	100.00
中车铜陵实业有限公司	4,194.70	100.00
中车哈尔滨实业有限公司	5,733.60	100.00
中车洛阳机车产业管理有限公司	17,422.69	100.00
中车眉山实业管理有限公司	15,435.73	100.00
中车济南实业有限公司	10,551.10	100.00
中车襄阳机车产业管理有限公司	2,410.41	100.00
中车资阳实业有限公司	18,106.09	100.00
中车武汉武昌实业管理有限公司	1,487.00	100.00
北车船舶与海洋工程发展有限公司	30,000.00	94.00
中车大连实业管理有限公司	31,413.32	100.00
南车二七（北京）车辆厂有限公司	7,598.20	100.00
中车南京浦镇实业管理有限公司	9,709.28	100.00
中车集团（青岛）四方车辆资产管理有限公司	23,991.51	100.00
中车集团太原实业有限公司	13,041.61	100.00
中车沈阳实业管理有限公司	2,717.55	100.00
中车西安实业有限公司	20,707.09	100.00
中车株洲电力机车实业管理有限公司	31,060.00	100.00
中车株洲车辆实业管理有限公司	11,791.00	100.00
中车集团北京南口实业有限公司	8,173.01	100.00
常州铁道高等职业技术学校	3,528.00	100.00
中车成都实业管理有限公司	4,541.76	100.00
中车石家庄实业有限公司	8,859.19	100.00
中车常州实业管理有限公司	31,332.67	100.00
南车投资管理有限公司	66,395.00	100.00
中车资本控股有限公司	247,826.90	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
北京时代志业机车车辆有限公司	427.45	100.00
中车环境科技有限公司	138,000.00	57.97
湖南中车时代电动汽车股份有限公司	57,352.83	87.37
中车北京二七车辆有限公司	38,187.32	100.00
中国中车股份有限公司	2,869,886.41	55.63

注：持股比例为公司对该一级子公司的合计持股比例。

资料来源：公司提供

附二：中国中车集团有限公司组织结构图（截至2018年3月31日）



资料来源：公司提供

附三：中国中车集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	4,049,500.39	4,659,837.16	6,318,449.45	4,408,382.87
应收账款净额	7,271,671.43	7,466,112.29	8,042,615.50	9,005,284.60
存货净额	6,551,467.52	6,308,171.04	6,377,355.67	7,826,333.40
流动资产	21,548,989.82	23,252,902.03	27,211,125.93	27,350,437.15
长期投资	849,600.87	1,701,951.24	2,094,472.86	2,386,980.66
固定资产合计	6,647,478.51	7,071,111.91	7,118,446.30	7,111,053.37
总资产	32,810,213.60	35,887,056.52	40,528,703.45	40,906,172.37
短期债务	4,364,670.95	4,936,049.69	6,366,496.82	6,766,437.40
长期债务	2,245,024.16	2,764,427.86	3,369,703.36	2,802,650.69
总债务（短期债务+长期债务）	6,609,695.10	7,700,477.56	9,736,200.18	9,569,088.10
总负债	21,133,294.84	23,069,548.62	26,404,505.42	26,636,073.39
所有者权益（含少数股东权益）	11,676,918.76	12,817,507.90	14,124,198.04	14,270,098.98
营业总收入	24,373,283.09	23,309,272.49	21,693,414.01	3,380,858.76
三费前利润	4,825,177.11	4,680,677.90	4,710,807.87	739,911.66
投资收益	83,219.48	109,503.69	111,662.42	14,687.69
净利润	1,324,432.60	1,333,372.73	1,071,467.11	142,943.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,406,834.92	2,449,175.68	2,180,022.18	-
经营活动产生现金净流量	1,271,161.84	2,155,147.66	1,772,422.91	-607,351.75
投资活动产生现金净流量	-657,050.10	-2,728,958.98	-915,100.16	-913,510.91
筹资活动产生现金净流量	-1,356,058.50	330,555.09	1,249,732.98	-330,394.88
现金及现金等价物净增加额	-740,899.14	-194,289.65	2,076,116.99	-1,882,915.56
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	20.36	20.93	22.76	22.95
所有者权益收益率（%）	11.34	10.40	7.59	4.01*
EBITDA/营业总收入（%）	9.87	10.51	10.05	-
速动比率（X）	0.87	0.91	0.98	0.88
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.28	0.18	-0.25*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.29	0.44	0.28	-0.36*
经营活动净现金/利息支出（X）	6.87	11.26	6.94	-
EBITDA 利息倍数（X）	13.00	12.79	8.53	-
总债务/EBITDA（X）	2.75	3.14	4.47	-
资产负债率（%）	64.41	64.28	65.15	65.12
总资本化比率（%）	36.14	37.53	40.80	40.14
长期资本化比率（%）	16.13	17.74	19.26	16.42

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、2015~2017年末长期应付款中包含融资租赁款，2016~2017年末其他非流动负债中包含可转换债券，中诚信证评在计算债务指标时将其调整计入长期债务；3、2015年末其他流动负债系短期应付债券，中诚信证评在计算债务指标时将其调整计入短期债务；4、2018年一季度带“*”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。