



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪580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
二零一九年六月二十一日

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（2019）

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	2018/06/22		
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）		
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	2018/06/22		
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	

基本观点

2018 年轨道交通装备产业发展良好，中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”或“公司”）作为行业龙头企业，市场地位稳固，核心主业轨道交通装备板块发展稳健，在手订单充足，未来业务发展得到保障。同时，公司财务结构依然稳健，且保持了较强的盈利能力及获现能力，财务实力极强。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资产减值损失规模持续扩大，客户集中度依然较高，且随着海外业务布局的不断推进，面临的业务及风险管理压力上升等因素对公司信用水平的影响。

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

- 行业发展前景良好。2018 年我国铁路及城轨建设投资依然保持高位，为公司发展创造了良好的环境，未来在公转铁战略方针逐步推进下，货车及机车需求将迎来大幅增量，同时随着铁路投产新线加快以及高铁迎来通车高峰，动车组的需求量仍将得到支撑。
- 行业龙头地位稳固，在手订单量充足。作为轨道交通装备制造龙头企业，公司在轨道交通装备制造领域保持绝对优势地位，竞争实力极强，核心主业保持稳健发展。2018 年公司下属子公司中国中车新签订单约 3,049 亿元，期末在手订单约 2,327 亿元，在手订单储备充足，未来业务发展得到保障。
- 财务实力极强。2018 年公司财务结构依然稳健，保持了较强的盈利能力及获现能力，同时经营性净现金流、现金资产等对债务利息的保障程度较高，整体财务实力极强。



概况数据

中车集团（合并）	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	1,281.75	1,412.42	1,507.54	1,567.37
总资产（亿元）	3,588.71	4,052.87	3,984.73	4,258.89
总债务（亿元）	766.39	968.50	787.57	-
营业总收入（亿元）	2,330.93	2,169.34	2,293.51	409.84
营业毛利率（%）	20.93	22.76	22.20	22.14
EBITDA（亿元）	244.92	218.00	216.68	-
所有者权益收益率（%）	10.40	7.59	6.37	4.48
资产负债率（%）	64.28	65.15	62.17	63.20
总债务/EBITDA（X）	3.13	4.44	3.63	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.79	8.53	7.35	-
中车集团（母公司）	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	336.81	345.60	355.83	354.00
总资产（亿元）	516.64	616.50	657.02	677.91
总债务（亿元）	144.75	223.84	269.88	292.64
营业总收入（亿元）	0.10	0.25	0.63	0.00
营业毛利率（%）	10.16	42.00	37.49	-
所有者权益收益率（%）	5.71	8.44	5.24	-2.07
资产负债率（%）	34.81	43.94	45.84	47.78

注：1、合并口径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、合并口径 2016 及 2017 年度数据均采用下年年报期初重述数据；
3、2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

关注

- 资产减值损失规模持续扩大。2018 年公司资产减值损失合计 32.93 亿元（包括信用减值损失 15.51 亿元），同比增长 24.61%，持续增长的资产减值损失对公司盈利产生一定负面影响，后期相关资产减值及款项回收情况值得关注。
- 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易受中国铁路总公司的规划安排及国家政策影响，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

郭敏军 mjwu@ccxr.com.cn

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 21 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 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。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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018 年我国铁路及城轨建设投资依然保持高位，为公司发展创造了良好的环境，未来在公转铁战略方针逐步推进下，货车及机车需求将迎来大幅增量，同时随着铁路投产新线加快以及高铁迎来通车高峰，动车组的需求量仍将得到支撑

2018 年全国铁路固定资产投资完成 8,028 亿元，仍维持 8,000 亿元以上高位，投产新线 4,683 公里（其中高铁 4,100 公里），同比增长 54.15%。根据中国铁路总公司的会议，2019 年铁路工作的主要目标包括：全国铁路固定资产投资保持强度规模，优质高效完成国家下达的任务目标，确保投产新线 6,800 公里，其中高铁 3,200 公里，投产新线总里程较 2018 年同比大幅增加。

图1：2011~2018年我国铁路固定资产投资情况



资料来源：choice 数据，中诚信证评整理

路网方面，截至 2018 年末我国铁路营业里程达到 13.1 万公里，较上年增长 3.1%，其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。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。根据《中长期铁路网规划》，我国铁路建设总体目标为：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 2018 年末我国铁路

机车拥有量为 2.1 万台，与上年基本持平；全国铁路客车拥有量 7.2 万辆，较上年减少 0.1 万辆，其中动车组 3,256 标准组、26,048 辆，较上年增加 321 标准组、2,568 辆；全国铁路货车拥有量为 83.0 万辆，较上年增加 3.1 万辆。2018 年以来，我国多部委屡提“提升铁路运量”，7 月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，正式定下大宗货物公路汽车运输转向铁路运输（以下简称“公转铁”）的战略方针。据中国铁路总公司《2018-2020 年货运增量行动方案》显示，到 2020 年，全国铁路货运量要达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%，货车、机车需求将迎来巨大增量。动车组方面，未来三年面临在建高铁通车高峰，动车组经历小年后将迎来小高潮，每年至少 300 列以上的需求确定性较强，随着我国铁路投产新线加快以及高铁迎来通车高峰，动车组的需求量仍将得到支撑。

从后期维修保养市场来看，随着我国铁路运营时间的延长，线路和列车特别是动车逐步进入不同的检测及维修阶段，轨交运维需求将稳步提升。根据中国铁路总公司官网公告，2015 年高级修招标中，动车组三级修的招标数量为 213 列，四级修为 0 列；2016 年动车组三级修招标数量为 269 列，并首次出现四级修，招标数量为 7 列；2017 年动车组三级修招标数量为 467 列，四级修招标数量 22 列；2018 年两次高级修招标中，动车组三级修招标数量 365 列，四级修招标数量 15 列，整体维修需求呈现扩大趋势。

城市轨道交通方面，2018 年我国城轨交通依然保持快速发展，规划、在建线路规模稳步增长，年度完成投资额创历史新高。根据《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》显示，截至 2018 年末，中国大陆地区共 35 个城市（较 2017 年新增乌鲁木齐一市）开通城轨交通，共计开通城轨交通线路 185 条，运营线路长度达到 5,761.4 公里，其中 2018 年新增运营线路 20 条，新增运营线路长度 728.7 公里。据不完全统计，截至 2018 年末，全国城轨交通累计配属车辆 5,898 列，同比增长 21.1%，当年完成运营里程 35.1 亿车公里，较上年增长 19.4%。

从城轨建设情况看，截至 2018 年末，中国大陆地区有 53 个城市（部分由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 258 条，在建线路长度达 6,374 公里，同比增长 2%，建设规模平稳增长。据不完全统计（不含地方政府批复项目的建设资金完成情况），截至 2018 年末，中国大陆地区在建线路可研批复投资累计 42,688.5 亿元，其中初设批复投资累计 35,035.2 亿元。2018 年中国大陆地区完成建设投资 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%，其中全年完成车辆购置费用 378.4 亿元。从规划情况来看，截至 2018 年末，据不完全统计，共有 63 个城市（含地方政府批复的 19 个城市）的城轨交通线网规划获批，其中城轨交通线网建设规划在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7,611 公里（不含已开通运营线路）。

2018 年 7 月 13 日，国务院发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（以下简称“52 号文”），提高了城市修建地铁及轻轨的条件。相比原来的 81 号文，52 号文主要变动有：一般公共预算收入方面，地铁的门槛由原来的大于等于 100 亿元，变为大于等于 300 亿元；GDP 方面，地铁的门槛由原来的大于等于 1,000 亿元，变为大于等于 3,000 亿元；人口方面，数字没有改变，但把“城区人口”变为“市区常住人口”。新规对于准入门槛的规定，客观体现了“量力而行、有序发展”的方针，部分城市已经在建的城市轨道工程并没有遭到“一刀切”的叫停，受影响比较大的是尚未动工或者尚未获得批复的新路线，同时号召各地政府选择更合适自己的交通制式，全面多方位地发展有轨电车、磁悬浮、跨座式单轨等多种制式。据测算，在已获得批复的规划里程中，受新规影响的只有 174 公里，占总规划里程数 2%；若不考虑批复与否，受影响里程数达 2,700 公里，占总规划里程数 25%。由于地铁项目一般建设周期为 4~6 年，且已开工项目不受影响，因此未来三年内计划通车的项目受到的影响较小。

此外，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。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，城轨交通建设仍将持续推进，同时随着技术的更新换代及保有量的稳定增长，轨道交通装备维修保养市场规模预期保持较快增长，行业发展环境良好。

业务运营

公司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。2018 年公司实现营业收入 2,293.51 亿元，同比增长 5.72%，业务规模稳步提升。

表1：2018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	1,553.35	67.73	9.55
延伸产业	568.34	24.78	-0.85
其他	171.82	7.49	-3.58
合计	2,293.51	100.00	5.72

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司轨道交通装备业务依然保持稳健发展，同时行业地位稳固，现有在手订单充足，未来业务发展得到保障

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，行业地位稳固。2018 年公司轨道交通装备板块实现收入 1,553.35 亿元，同比增长 9.55%，占营业收入的比重为 67.73%，较上年提升 2.37 个百分点，依然是

公司最主要的收入来源，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2018年轨道交通装备产品收入及变动情况

单位：亿元、%

	收入	增幅
机车	261.39	11.53
客车	74.30	43.33
动车组	667.26	15.96
货车	202.76	-7.88
城轨地铁	321.59	-4.22
合计	1,527.30	7.75

注：机车业务统计中包含了轨道交通工程机械产品

资料来源：中国中车年报，中诚信证评整理

从细分业务来看，2018年中国中车机车业务实现收入 261.39 亿元，同比增长 11.53%，货车业务实现收入 202.76 亿元，同比减少 7.88%，随着国家“公转铁”政策逐步推行，货车及机车业务将迎来发展机遇。受益于客车需求量的提升，2018年中国中车客车业务实现收入 74.30 亿元，同比增长 43.33%。当年动车组业务实现收入 667.26 亿元，同比增长 15.96%，随着我国铁路投产新线加快以及高铁迎来通车高峰，未来动车组需求量仍将得到保障。此外，2018年中国中车城轨地铁实现收入 321.59 亿元，同比减少 4.22%。总体看，未来随着铁路及城轨交通建设的持续推进，公司业务发展空间依然较大。

从销售客户来看，公司客户集中度较高，2018年前五大客户销售金额合计占当年营业收入的比例约为 55.21%，较上年上升 2.10 个百分点，其中中国铁路总公司及各铁路局是公司最大的客户。公司销售订单及收入规模、利润水平等易受中国铁路总公司的规划安排影响，对单一客户依赖度较大。

近年来，公司不断加速国际化进程，积极把握“一带一路”建设和“走出去”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 105 个国家和地区。2018年中国中车新签订单约 3,049 亿元（其中国际业务签约额约 430 亿元），同比减少 2.93%，期末在手订单约 2,327 亿元，同比减少 4.40%。尽管 2018 年公司新签及在手订单均有所减少，但整体规模仍处于较高水平，现有订单储备充足，将有效保障未来业务发展。

表3：2016~2018年中国中车订单承接情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
新签订单	2,626	3,141	3,049
期末在手订单	1,881	2,434	2,327

资料来源：中国中车年报，中诚信证评整理

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。

总体来看，2018年公司轨道交通装备业务发展稳健，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。

公司紧跟国家战略和产业政策延伸产业，丰富业务体系，在持续发展下，有望成为公司收入的重要组成部分

近年来，公司紧跟国家战略和产业政策，依托轨道交通装备核心专有技术，不断发展机电产品制造、新能源及环保设备研发制造、新材料、金融服务、物流服务等新领域，丰富业务体系。

2018年公司特种变压器首次进入船舶领域；风电叶片市场占有率稳居全国前三；高分子复合材料产业已在行业树立起以技术领先的领导者形象；城乡污水治理装备核心技术不断突破，国产净化槽污水处理装备成功下线，环保污水处理总包业务稳步增长。全年延伸产业实现收入 568.34 亿元，规模基本与上年持平。

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提升，并成为

公司收入的重要组成部分。

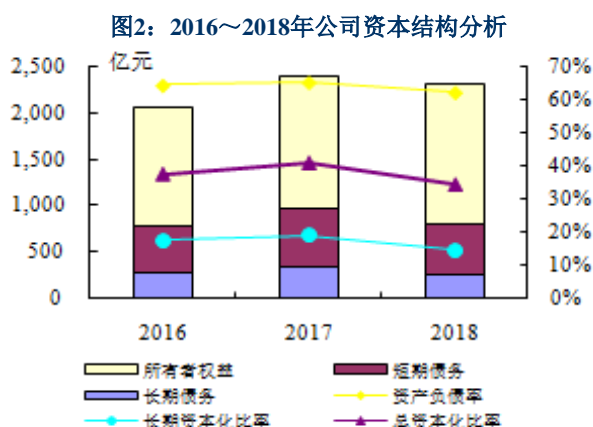
财务分析

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 2016~2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年一季度报表，其中 2016 及 2017 年度数据均采用下年年报期初重述数据。

资本结构

2018 年末公司所有者权益合计 1,507.54 亿元，同比增长 6.73%，在经营利润累积下自有资本实力进一步提升。而随着降杠杆的推进，公司整体资产及负债规模呈现不同程度下降，年末资产总额为 3,984.73 亿元，同比减少 1.68%；负债合计 2,477.20 亿元，同比减少 6.18%。2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.17% 和 34.32%，分别较上年下降 2.98 个百分点和 6.36 个百分点，财务杠杆比率维持在较合理水平。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额及总负债分别为 4,258.89 亿元和 2,691.52 亿元，所有者权益 1,567.37 亿元，期末资产负债率为 63.20%，较上年末小幅上升。



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产结构方面，2018 年末公司流动资产合计 2,480.21 亿元，同比减少 8.85%，占资产总额的 62.24%，主要由货币资金、应收票据及应收账款、存货、合同资产和其他流动资产构成。其中货币资金 409.50 亿元（其中银行存款 369.45 亿元），同比减少 35.19%，主要是当年偿还大量债务所致。2018 年末公司应收票据及应收账款 840.26 亿元（包括应

收票据 161.14 亿元和应收账款 679.12 亿元），同比减少 22.41%，主要系当年公司开展中车信托资产支持票据项目及应收账款保理终止确认 116.96 亿元应收账款以及执行新收入准则部分款项转入合同资产及其他债权投资核算所致；年末公司累计计提应收账款坏账准备 54.08 亿元，计提比例 7.38%，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，对流动资金形成较大占用。2018 年末公司存货 649.07 亿元，规模较上年变动不大，主要包括原材料 165.38 亿元、自制半成品及在产品 313.20 亿元和库存商品 118.12 亿元，年末累计计提跌价准备 28.00 亿元，计提比例 4.14%，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；合同资产 146.37 亿元，系执行新收入准则新增，包括销售商品及工程承包合同资产；其他流动资产 100.75 亿元，同比增长 32.94%，主要包括留底税费 40.74 亿元及其他债权投资 43.08 亿元。

非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产合计 1,504.53 亿元，同比增长 12.97%，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。其中可供出售金融资产 83.23 亿元，包括可供出售债务工具 1.54 亿元和可供出售权益工具 81.69 亿元，年末账面价值同比减少 5.30%，主要因当年公司处置了部分债务工具；长期应收款 84.36 亿元，同比减少 30.89%，主要包括融资租赁款、工程施工款及 BOT 特许经营权应收款及分期收款销售商品及质保金等。2018 年末公司长期应收款（包含一年内到期的长期应收款）累计计提信用损失准备 26.45 亿元（其中融资租赁款信用损失准备 23.84 亿元），计提比例为 13.54%。近年公司下属子公司中车投资租赁有限公司部分融资租赁项目出现逾期，公司持续计提较大规模信用损失准备，对盈利产生一定负面影响，中诚信证评将持续关注后期融资租赁款信用损失及款项回收情况。由于当年公司对合营及联营企业投资增加，年末长期股权投资同比增长 37.04% 至 147.00 亿元；固定资产和无形资产分别为 613.59 亿元和 181.77 亿元，规模基本与上年相当；

在建工程 104.47 亿元，同比增长 14.57%；其他非流动资产 167.75 亿元，同比增长 259.23%，主要因执行新收入准则下新增合同资产非流动部分 89.24 亿元。

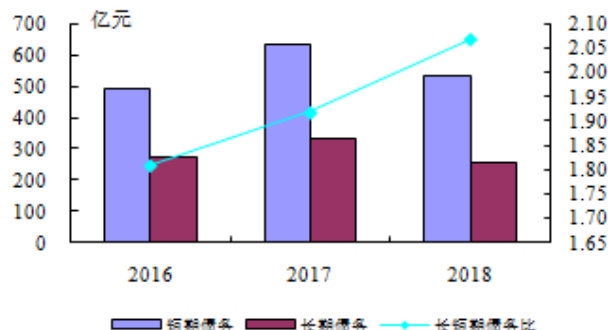
负债结构方面，2018 年末公司流动负债合计 2,044.01 亿元，同比减少 4.23%，主要由短期借款、应付票据及应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018 年公司降杠杆成效显著，有息负债规模大幅下降，其中年末短期借款 147.16 亿元，同比减少 55.37%，借款条件以信用和保证为主。年末公司应付票据及应付账款 1,260.93 亿元（包括应付票据 234.70 亿元和应付账款 1,026.23 亿元），同比减少 4.48%；合同负债 219.04 亿元，主要是执行新收入准则下，已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务转入本科目核算所致；其他应付款 127.32 亿元，同比增长 10.38%，主要包括代收款、往来款、设备款及工程进度款等；一年内到期的非流动负债 119.12 亿元，同比增长 122.28%，主要是一年内到期的长期借款及应付债券（子公司中国中车“14 北车 MTN002”20 亿元中票于 2019 年 3 月到期兑付；2016 年 6 亿美元 H 股可转换债券回售权条款于 2019 年 2 月生效，并于当月赎回 2.40 亿美元）大幅增加。

2018 年末公司非流动负债为 433.19 亿元，同比减少 14.41%，主要包括长期借款、应付债券、长期应付职工薪酬、预计负债和递延收益。其中长期借款 61.39 亿元，同比减少 30.70%，主要受一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债核算影响；应付债券 193.76 亿元，同比减少 19.97%，主要是一年内到期的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债以及“13 南车 01”15 亿元公司债券、“13 北车集 MTN1”20 亿元中期票据到期兑付。2018 年末公司长期应付职工薪酬 42.61 亿元，同比增长 11.38%；预计负债 54.98 亿元，规模与上年相当，主要为产品质量保证金；递延收益 69.01 亿元，同比增长 8.06%，为各项政府补助。

从债务期限结构来看，2018 年末公司总债务为 787.57 亿元，同比减少 18.68%，其中长期债务 256.59 亿元，同比减少 22.68%，短期债务 530.98

亿元，同比减少 16.60%，长短期债务比由年初的 1.92 倍小幅升至 2.07 倍，仍以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

图3：2016~2018年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从母公司层面来看，2018 年末母公司资产总额为 657.02 亿元，同比增长 6.57%，以其他应收款和长期股权投资为主。其中其他应收款 126.48 亿元，同比减少 16.16%，主要为内部往来款；长期股权投资 484.66 亿元，同比增长 8.02%，主要是当年对下属子公司投资有所增加。同期末母公司负债总额为 301.20 亿元，同比增长 11.19%，资产负债率为 45.84%，较上年增加 1.90 个百分点，负债水平维持上行，但仍处于较合理水平。有息债务方面，2018 年末母公司总债务合计 269.88 亿元，同比增长 20.57%，总资本化比率为 43.13%，较上年增加 3.82 个百分点，长短期债务比为 0.32 倍，较上年末上升 0.16 倍，债务规模呈现上升趋势，但债务期限结构较为合理。

总体来看，尽管目前公司仍以短期债务为主，但自有资本实力稳步增长，且 2018 年债务规模降幅明显，财务杠杆比率维持合理水平。

盈利能力

2018 年公司核心主业轨道交通装备板块业绩稳步增长，收入规模维持小幅增长，全年实现营业收入 2,293.51 亿元，同比增长 5.72%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 409.84 亿元，同比增长 21.22%，同时，公司现有在手订单充足，随着国内轨道交通行业的发展以及国际化战略进一步推进，未来业务发展空间依然较大。营业毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 22.20%，较上年下降 0.56 个百分点，2019 年 1~3 月综合毛利率为 22.14%，

整体获利空间较为稳定。

期间费用方面，2018 年公司销售费用合计 82.57 亿元，同比增长 10.34%，主要受预计产品质量保证准备及运输装卸费等销售相关费用增长影响；主要因职工薪酬增加，管理费用同比增长 9.50% 至 158.95 亿元；研发费用为 113.41 亿元，同比增长 11.88%；财务费用为 24.03 亿元，同比增长 24.88%，主要是利息支出有所增加。2018 年公司期间费用合计 378.95 亿元，同比增长 11.26%，期间费用率为 16.52%，较上年增加 0.82 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 69.41 亿元，占营业收入的比重 16.94%，期间费用率呈现持续上升趋势，期间费用控制能力有待加强。

表4：2016~2018年公司期间费用分析

单位：亿元

	2016	2017	2018
销售费用	74.28	74.83	82.57
管理费用	225.17	145.16	158.95
研发费用	-	101.37	113.41
财务费用	12.77	19.24	24.03
期间费用合计	312.23	340.60	378.95
营业总收入	2,330.93	2,169.34	2,293.51
期间费用率	13.39%	15.70%	16.52%

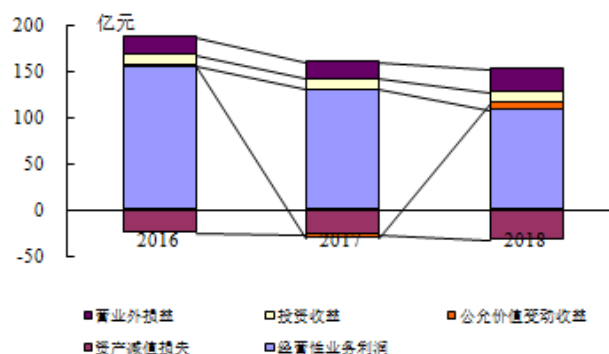
注：根据财会〔2018〕15号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2016年度未追溯调整

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，2018 年公司毛利水平略有下滑，加之期间费用率上升，全年取得经营性业务利润 107.62 亿元，同比减少 17.52%。但当年公司公允价值变动收益、投资收益及营业外损益均较上年有不同程度增长，规模分别为 8.58 亿元、11.29 亿元和 25.54 亿元，一定程度上弥补了经营性业务利润下滑的影响，全年利润总额为 120.11 亿元，同比减少 7.62%。2018 年公司最终实现净利润 96.05 亿元，同比减少 10.35%，所有者权益收益率为 6.37%，较上年下降 1.22 个百分点，但整体盈利规模仍较为可观。值得注意的是，近年公司资产减值损失规模持续增长，2018 年资产减值损失为 32.93 亿元（包括信用减值损失 15.51 亿元），同比增长 24.61%，主要包括长期应收款信用减值损失 9.78 亿元、应收票据及应收账款信用减值损失 5.71 亿元和商誉减值损失 5.30 亿元等，后

期相关资产减值及款项回收情况值得关注。

图4：2016~2018年公司利润总额构成



注：中诚信证评将其他收益及资产处置收益纳入营业外损益列示，将信用减值损失纳入资产减值损失列示

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

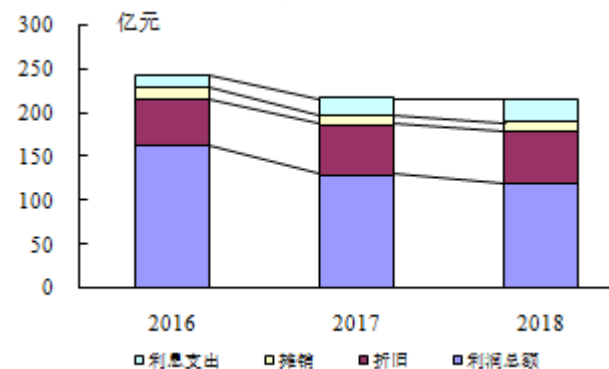
从母公司层面来看，母公司以投资为主，不从事具体业务，收入规模较小，2018 年实现营业收入 0.63 亿元，较上年增加 0.38 亿元；同期投资收益为 24.20 亿元，同比减少 26.98%。母公司融资规模较大带来较高的财务费用，经营性业务持续为负，2018 年为 -5.98 亿元，但受益于投资收益的补充，全年实现利润总额 18.66 亿元，同比减少 36.01%，投资收益对盈利影响较大。

总体来看，2018 年公司整体利润规模仍较为可观，盈利能力很强，随着行业的进一步发展，未来业务发展仍有空间。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，2018 年 EBITDA 规模为 216.68 亿元，基本与上年持平。同期公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.63 倍和 7.35 倍，EBITDA 对债务利息的覆盖仍保持在较高水平。

图5：2016~2018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，2018 年公司经营活动净

现金流为 186.73 亿元，同比增长 5.35%，保持了良好的现金流入状态，经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/利息支出分别为 0.24 倍和 6.34 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，2018 年末货币资金/短期债务为 0.77 倍，对短期债务的覆盖水平依然较高。

表5：2016~2018年公司主要偿债指标

项目	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	493.60	636.65	530.98
总债务（亿元）	766.39	968.50	787.57
资产负债率（%）	64.28	65.15	62.17
总资本化比率（%）	37.42	40.68	34.32
EBITDA（亿元）	244.92	218.00	216.68
EBITDA 利息倍数（X）	12.79	8.53	7.35
总债务/EBITDA（X）	3.13	4.44	3.63
经营活动净现金流/利息支出（X）	11.26	6.93	6.34
经营活动净现金流/总债务（X）	0.28	0.18	0.24

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从母公司口径来看，母公司经营活动现金流主要表现为与下属子公司等企业的资金往来，2018 年经营活动净现金流为-30.93 亿元，呈现持续流出状态，经营性现金流对债务本息的保障能力有限。

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司本部及中国中车本部共获得银行授信额度合计人民币 2,174.00 亿元、美元 5.69 亿元，其中尚未使用的银行授信额度人民币 1,849.18 亿元、美元 5.67 亿元；此外，作为中国中车和南方汇通等上市公司的控股股东，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 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 104.28 亿元，包括货币资金 55.06 亿元、应收票据及应收账款 45.16 亿元、长期应收款（含一年内到期）2.44 亿元、固定资产 1.55 亿元和无形资产 0.07 亿元，受限资产占期末净资产的比重为 6.92%，整体占比较小。

截至 2018 年末，除子公司中国中车对参股公司芜湖市运达轨道交通建设运营公司提供担保实际发生额 58.19 亿元，子公司中车大连实业管理有限公司对其改制的集体企业大连机车车辆厂配件

分厂银行贷款提供担保 0.21 亿元外，公司及其控股子公司不存在为第三方提供对外担保的情形。

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，经营性净现金流、现金资产等对债务利息的保障程度较高，整体偿债能力极强。

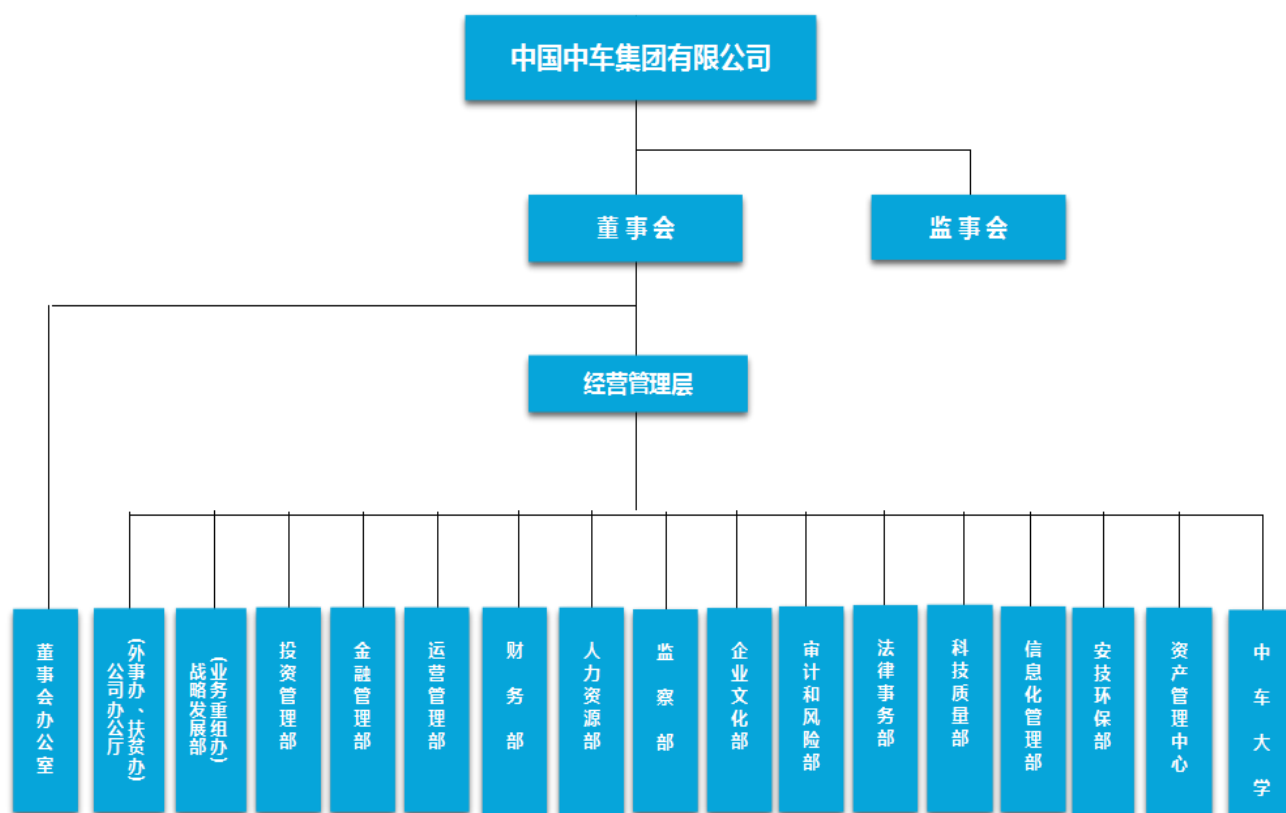
结 论

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 12 月 31 日）



附二：中国中车集团有限公司组织结构图（截至2018年12月31日）



附三：中国中车集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	4,659,837.16	6,318,449.45	4,094,970.30	4,196,580.30
应收账款净额	7,466,112.29	8,042,615.50	6,791,231.18	-
存货净额	6,308,171.04	6,377,355.67	6,490,743.23	8,234,964.86
流动资产	23,252,902.03	27,211,125.93	24,802,079.43	27,529,918.69
长期投资	1,701,951.24	2,094,472.86	2,302,356.28	2,527,617.38
固定资产合计	7,071,111.91	7,118,446.30	7,352,791.39	7,313,579.38
总资产	35,887,056.52	40,528,703.45	39,847,344.98	42,588,941.03
短期债务	4,936,049.69	6,366,496.82	5,309,804.22	-
长期债务	2,727,818.19	3,318,527.83	2,565,877.96	-
总债务（短期债务+长期债务）	7,663,867.88	9,685,024.65	7,875,682.18	-
总负债	23,069,548.62	26,404,505.42	24,771,987.44	26,915,201.18
所有者权益（含少数股东权益）	12,817,507.90	14,124,198.04	15,075,357.54	15,673,739.84
营业总收入	23,309,272.49	21,693,414.01	22,935,095.17	4,098,387.31
三费前利润	4,680,677.90	4,710,807.87	4,865,710.19	870,542.13
投资收益	109,503.69	111,662.42	112,916.21	14,788.89
净利润	1,333,372.73	1,071,467.11	960,529.42	175,640.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,449,175.68	2,180,022.18	2,166,798.88	-
经营活动产生现金净流量	2,155,147.66	1,772,422.91	1,867,333.36	-483,202.64
投资活动产生现金净流量	-2,728,958.98	-915,100.16	-1,277,098.55	-298,769.52
筹资活动产生现金净流量	330,555.09	1,249,732.98	-2,302,720.01	605,660.20
现金及现金等价物净增加额	-194,289.65	2,076,116.99	-1,711,239.08	-201,201.15
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	20.93	22.76	22.20	22.14
所有者权益收益率（%）	10.40	7.59	6.37	4.48*
EBITDA/营业总收入（%）	10.51	10.05	9.45	-
速动比率（X）	0.91	0.98	0.90	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.18	0.24	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.44	0.28	0.35	-
经营活动净现金/利息支出（X）	11.26	6.93	6.34	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.79	8.53	7.35	-
总债务/EBITDA（X）	3.13	4.44	3.63	-
资产负债率（%）	64.28	65.15	62.17	63.20
总资本化比率（%）	37.42	40.68	34.32	-
长期资本化比率（%）	17.55	19.03	14.54	-

注：1、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、2016~2018年末的长期应付款中包括应付融资租赁款，中诚信证评在计算债务指标时将其调整计入长期债务；3、2018年末其他流动负债中包括超短期融资券，中诚信证评在计算债务指标时将其调整计入短期债务；4、2016及2017年度数据均采用下年年报期初重述数据；5、2019年一季度带“*”指标经年化处理。

附四：中国中车集团有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	49,199.61	64,242.74	12,208.44	4,953.06
应收账款净额	0.00	0.00	1,451.20	1,451.20
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	1,071,001.16	1,574,819.14	1,364,743.59	1,503,387.05
长期投资	3,752,423.83	4,510,787.10	5,128,756.08	5,199,536.43
固定资产合计	71,683.94	69,697.52	67,788.30	67,225.13
总资产	5,166,429.72	6,164,950.76	6,570,240.87	6,779,093.67
短期债务	0.00	301,980.00	650,000.00	998,000.00
长期债务	1,447,518.57	1,936,457.32	2,048,797.61	1,928,360.85
总债务（短期债务+长期债务）	1,447,518.57	2,238,437.32	2,698,797.61	2,926,360.85
总负债	1,798,290.28	2,708,933.17	3,011,965.50	3,239,135.88
所有者权益（含少数股东权益）	3,368,139.44	3,456,017.58	3,558,275.37	3,539,957.79
营业总收入	975.35	2,482.50	6,326.87	0.00
三费前利润	-348.38	441.36	1,467.63	-423.97
投资收益	222,758.19	331,422.83	242,011.37	85.37
净利润	192,278.43	291,566.86	186,563.72	-18,317.57
经营活动产生现金净流量	-68,681.08	-347,951.37	-309,250.10	-86,064.30
投资活动产生现金净流量	-32,948.56	-299,593.02	-35,773.37	-120,767.57
筹资活动产生现金净流量	25,693.03	662,587.53	292,989.16	199,576.49
现金及现金等价物净增加额	-75,936.60	15,043.14	-52,034.31	-7,255.38
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	10.16	42.00	37.49	-
所有者权益收益率（%）	5.71	8.44	5.24	-2.07*
速动比率（X）	3.27	2.06	1.42	1.15
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	-0.16	-0.11	-0.12*
经营活动净现金/短期债务（X）	-	-1.15	-0.48	-0.34*
资产负债率（%）	34.81	43.94	45.84	47.78
总资本化比率（%）	30.06	39.31	43.13	45.26
长期资本化比率（%）	30.06	35.91	36.54	35.26

注：1、2019年一季度带“*”指标经年化处理；2、母公司口径未计算EBITDA等相关指标。

附五：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

期间费用率=（财务费用+管理费用+研发费用+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）

附六：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。