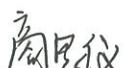


中国中车股份有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn 

项目组成员：高洁 jgao@ccxi.com.xn 

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 3 月 18 日

声明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]0687D 号

中国中车股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国中车股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月十八日

发行要素

| 发行主体 | 本期规模 | 发行期限 | 偿还方式 | 发行目的 |
|------------|---------------------------|------|-----------------|----------|
| 中国中车股份有限公司 | 不超过人民币 10 亿元 (含 10 亿元) | 3 年 | 每年付息一次，到期一次还本付息 | 偿还公司有息负债 |

评级观点：中诚信国际评定中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国中车股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了轨道交通装备制造业良好的发展前景，显著的行业地位、充足的订单储备以及极强的财务实力等因素对公司信用水平起到的支撑作用。但同时中诚信国际也关注到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和整体信用状况造成的影响。

概况数据

| 中国中车（合并口径） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元） | 3,383.22 | 3,752.06 | 3,575.23 | 4,116.44 |
| 所有者权益合计（亿元） | 1,238.16 | 1,419.20 | 1,496.85 | 1,552.15 |
| 总负债（亿元） | 2,145.07 | 2,332.87 | 2,078.38 | 2,564.29 |
| 总债务（亿元） | 643.75 | 740.45 | 497.79 | 659.07 |
| 营业总收入（亿元） | 2,297.22 | 2,110.13 | 2,190.83 | 1,545.20 |
| 净利润（亿元） | 138.94 | 129.97 | 129.99 | 96.66 |
| EBIT（亿元） | 180.36 | 167.12 | 167.98 | -- |
| EBITDA（亿元） | 245.44 | 232.08 | 234.08 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 209.79 | 161.84 | 188.69 | -55.35 |
| 营业毛利率(%) | 20.79 | 22.68 | 22.16 | 22.55 |
| 总资产收益率(%) | 5.55 | 4.68 | 4.59 | -- |
| 资产负债率(%) | 63.40 | 62.18 | 58.13 | 62.29 |
| 总资本化比率(%) | 34.21 | 34.29 | 24.96 | 29.81 |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.62 | 3.19 | 2.13 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 18.31 | 13.89 | 14.43 | -- |

注：中诚信国际根据 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理。

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以及维修保养市场的增长，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。
- 行业地位显著。**公司为全球轨道交通装备制造行业龙头企业，在轨道交通装备市场具有显著的地位，综合竞争实力和抗风险

同行业比较

| 部分装备企业主要指标对比表 | | | | |
|---------------|---------------------|---------------------|-----------------|----------------|
| 公司名称 | 2019 年 9 月末资产总额（亿元） | 2019 年 9 月末资产负债率(%) | 2018 年度营业收入(亿元) | 2018 年度净利润（亿元） |
| 中航工业集团 | 10,147.12 | 66.98 | 4,388.04 | 131.54 |
| 军工集团 | 4,092.18 | 58.06 | 4,549.43 | 126.31 |
| 中集集团 | 1,670.02 | 66.70 | 934.98 | 40.68 |
| 中国中车 | 4,116.44 | 62.29 | 2,190.83 | 129.99 |

注：“中航工业集团”为“中国航空工业集团有限公司”简称；“军工集团”为“中国兵器工业集团有限公司”简称；“中集集团”为“中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

能力极强。

■ 主业经营稳定，充足的订单储备为未来业务发展提供保障。

2018 年公司轨道交通装备业务稳健发展，当年新签订单约 3,049 亿元，持续处于高位，期末在手订单约 2,327 亿元。2019 年前三季度，公司新签订单约 1,770 亿元，在手订单量充足，将有效保障未来业务的发展。

■ 极强的财务实力。

公司资产质量良好，财务结构较稳健，盈利能力很强，同时经营活动净现金流及货币资金等对债务利息的保障程度高，备用流动性充足，整体财务实力极强。

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，公司来自中国国家铁路集团有限公司订单占比较大，订单规模、收入规模和利润水平受其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，业务覆盖领域较广，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。

评级展望

中诚信国际认为，中国中车股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- 可能触发评级下调因素。**受政策影响，铁路固定资产投资大幅下降、行业竞争加剧、公司短期债务急剧增加严重影响短期流动性。

发行主体概况

中国中车股份有限公司是于 2015 年 6 月由中 国南车股份有限公司（以下简称“中国南车”）和中 国北车股份有限公司（以下简称“中国北车”）按照 对等原则合并组建的 A+H 股上市公司。公司是全 球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备 制造商和全面解决方案供应商之一，主要从事铁路 和城轨地铁车辆及重要零部件、风电装备和高分子 复合材料等国家战略性新兴产业和现代服务业。

产权结构：截至 2019 年 9 月末，公司总股本为 28,698,864 千元，其中中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”）¹持有公司 50.28% 股权，是公司控股股东；公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 2019 年 9 月末，公司共有 8 家重要一级子公司。

表 1：公司主要子公司

| 全称 | 简称 |
|------------------|--------|
| 中车青岛四方机车车辆股份有限公司 | 四方股份 |
| 中车长春轨道客车股份有限公司 | 长客股份 |
| 中车株洲电力机车研究所有限公司 | 株洲所 |
| 中车株洲电力机车有限公司 | 株机公司 |
| 中车唐山机车车辆有限公司 | 唐山公司 |
| 中车齐车集团有限公司 | 齐车集团 |
| 中车长江运输设备集团有限公司 | 运输设备公司 |
| 中车南京浦镇车辆有限公司 | 南浦车辆公司 |

本期债券概况

公司本期债券发行规模不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），期限为 3 年，主要用于偿还公司有息负债。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲

击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到

至中车集团，中车集团持有公司股权比例变为 50.73%。

¹2019 年 12 月 30 日控股股东中国中车集团有限公司的一致行动人中车金证投资有限公司将其所持有的全部股份 128,871,427 股无偿划转

较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

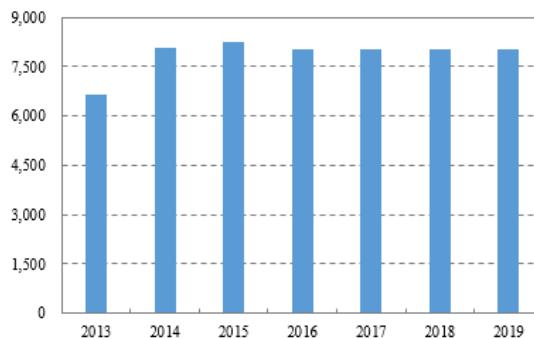
行业及区域经济环境

铁路固定资产投资和设备投资额保持高位，同时铁总招标规模的回升以及动力集中动车组下线、“公

转铁”的不断推进和动车组维修后市场空间的扩大，对铁路装备行业的后续发展提供了良好的驱动力

经过近年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充且铁路固定资产投资维持在较高水平。2018年，全国铁路固定资产完成投资额8,028亿元，较上年小幅增长，投产新线4,683公里，其中高速铁路4,100公里；截至当年末，铁路网络规模进一步扩大，全国铁路营业总里程达13.1万公里以上，其中高铁营业里程达2.9万公里以上。2019年全国铁路固定资产完成投资额8,029亿元，基本与上年持平。基于稳经济、稳投资的国家策略，未来铁路建设投资预计将保持较高的规模，也使得铁路装备领域面临良好的发展空间。

图 1：近年来我国铁路固定资产投资情况（亿元）



资料来源：国家铁路局

根据国家铁路局发布的《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》中提出，总体目标为到2020年铁路网规模达到15万公里，其中高铁约为3万公里，覆盖80%以上大城市，到2025年进一步扩大铁路网络覆盖，预计达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里。中诚信国际认为，全国铁路固定资产投资近年来均稳定在8,000亿元以上的高位，在完成“十三五”目标的最后一年，预计铁总将进一步加快推进铁路新项目的开工建设，对轨交设备领域提供了良好的需求支撑。

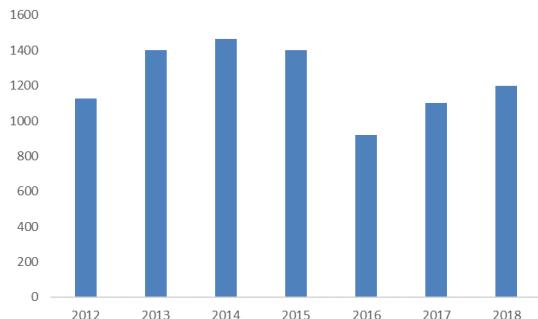
表 2：近年来国家发改委重点铁路项目批复情况

| 项目名称 | 建设工期(年) | 里程(公里) | 计划投资(亿元) | 设计时速(公里/小时) | 批复时间 |
|---------------|---------|--------|----------|-------------|------------|
| 弥勒至蒙自铁路 | 6 | 107 | 136 | 250 | 2018.1.18 |
| 北京至雄安城际铁路 | 3.5 | 92 | 335 | 350 | 2018.2.9 |
| 和田至若羌铁路 | 3.5 | 825 | 222 | 120 | 2018.4.27 |
| 包头至银川铁路银川至惠农段 | 4 | 101 | 129 | 250 | 2018.7.2 |
| 上海经苏州至湖州铁路 | 4 | 164 | 368 | 350 | 2018.10.8 |
| 重庆至黔江铁路 | 5.5 | 265 | 535 | 350 | 2018.10.19 |
| 广西北部湾经济区城际铁路 | 5 | 325 | 517 | 350 | 2018.12.21 |
| 菏泽至兰考铁路 | 3.5 | 85 | 110 | 350 | 2019.7.16 |
| 郑州至济南铁路濮阳至济南段 | 4 | 210 | 409 | 350 | 2019.7.22 |
| 重庆至昆明高速铁路 | 6 | 699 | 1,416 | 350 | 2019.9.4 |
| 集宁经大同至原平铁路 | 4.5 | 270 | 339 | 250 | 2019.12.27 |
| 西宁至成都铁路 | 7.5 | 837 | 815 | 200 | 2020.1.16 |

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

铁路移动装备方面，2016年因“复兴号”“和谐号”新老产品交替期以及规划新增高铁通车里程较低等因素导致铁总动车组招标量大幅降低，当年铁路设备投资额为920亿元。2017年受益于货车和机车需求提升，铁总整体招标量呈现回升态势，当年铁路设备投资额为1,100亿元。2018年，得益于“复兴号”稳定运营和货运需求提升，当年设备投资额超过1,200亿元。截至2018年末全国铁路机车拥有量为2.1万台，其中内燃机车0.81万台、电力机车1.29万台；铁路客车拥有量为7.2万辆，其中动车组为3,256标准组、26,048辆；铁路货车拥有量为83万辆。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保持高位，对运力的需求依然存在，机车和客车的招标规模有望持续。

图2：近年来我国铁路设备投资情况（亿元）



资料来源：国家铁路局

大宗物资运输“公转铁”政策的持续推进将拉

动铁路货车的需求量。2018年6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求2018年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。铁总于2018年7月4日制订了《2018~2020年货运增量行动方案》，明确提出到2020年全国铁路货运量将达到47.9亿吨，较2017年增长30%。国务院于2018年9月17日印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020年）》，目标是到2020年全国货物运输结构得到明显优化，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高，与2017年相比全国铁路货运量增加11亿吨、增长30%。上述政策的出台将推进铁路装备投资力度的提升，扩大机车、货车的购置将为提升铁路运输能力提供重要的保障。

此外，伴随着动车组保有量的逐年扩大以及使用周期的演进，动车组维修后市场日益成为轨交装备板块中不可或缺的业务之一。我国动车组实行计划性预防修的检修体制，分为五级修程，其中一、二级检修为运用检修，在动车组运用所内进行；三、四、五级检修为高级检修，在具备相应的车型检修资质的检修单位进行，费用分别约为新车价格的5%、10%和20%。动车组的检修采用走行公里周期为主、

时间为辅的检修模式，现有动车组型号的五级修周期一般为240万公里或12年和480万公里或12年，但由于动车组在国内使用强度较高，首次五级修时间一般为投运后8~10年。我国大致从2007年开始大规模配置动车组车辆，2015年以来动车组维修后市场空间保持稳中有增趋势，而目前仅有铁总与中国中车具备动车组高级修资质。

中诚信国际认为，近年来我国铁路固定资产投资保持高位，以高铁为代表的铁路运营里程不断增长，有效拉动了铁路装备的市场需求；2018年以来，铁总招标规模的回升以及动力集中动车组下线、“公转铁”的不断推进和动车组维修后市场空间的扩大，亦对铁路装备行业的后续发展提供了良好的驱动力。

我国城市轨道交通投资规模快速增长，为城轨装备产业提供了良好的支持与广阔的发展空间

随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国已进入地下空间资源开发利用的高速发展期。据《2019年中国城市轨道交通市场发展报告》显示，截至2019年末，中国内地累计40个城市开通城轨交通运营线路6,730.27公里。2019年的新增运营里程969公里，为近年来较高水平。2020年预计将有成都、杭州、深圳、青岛、重庆、宁波等25座城市的54条轨道交通线路新增开通运营，总里程达1,152.60公里，预计总投资额达7,528.17亿元。

图3：近年来我国城市轨道交通投资规模及增速



资料来源：根据公开资料整理

城轨运营里程的蓬勃发展带来了对城轨车辆需求的持续增长。2018年，全国购置城轨车辆共计6,398辆，购置费用378.4亿元，同比增长3.5%；截至当年末，城轨运营车辆保有数为37,706辆。2019年，随着新建城轨交通运营线路的进一步增加，全年购置城轨车辆规模亦将呈上升趋势。从轨道交通项目的成本结构来看，机电设备和车辆合计约占30%。从车辆采购周期来看，城市轨道交通项目一般分为决策（前期工作）、设计、施工、验收、试运营、正式运营六个阶段，其中自开工建设到完全通车一般需要3~5年。在工程可行性研究报告阶段即开始车辆选型和确定技术条件，随后车辆生产厂商开始参与设计和制造，正常情况下，车辆在正式通车前一年以内到位。当前，我国城市轨道交通正处于建设与通车的双高峰期，在建和规划建设项目的快速推进，有助于进一步推动对城轨车辆的需求。

图4：近年来我国城市轨道交通车辆保有量及增速



资料来源：根据公开资料整理

行业政策方面，由于城市轨道交通投资巨大、公益性特征明显，部分城市存在规划过度超前、建设投资规模过于集中、资金落实不到位等问题，一定程度上加重了地方债务负担。为此，国务院办公厅于2018年6月印发《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发[2018]52号）（以下简称“52号文”），提高了新建地铁的标准，将“城区人口”改为“市区常住人口”，并在项目建设和运营资金保障方面提出要求。“52号文”提出的轨道交通建设申报条件更为严格，同时对财政资金投入提出了最低比例要求，对地铁建设城市

的财政安排及政府债务控制提出了挑战，对不符合申报条件的城市，其城市轨道交通建设规划预计将受到影响。城市轨道交通目前在建和规划里程仍处于较大规模，但远期规划或将受到“52号文”的影响有所放缓，中诚信国际将对此保持关注。

中诚信国际认为，我国城市轨道交通投资规模逐年上升，较大规模的在建和规划里程为行业发展提供了良好的支持，受益于此，城轨装备领域面临较为广阔的发展空间。

“一带一路”建设为中国铁路技术、装备、标准等相关产业“走出去”提供了良好的发展机遇

近年来，中国轨道交通装备制造企业突破了一系列高端产品的关键技术制造工艺瓶颈，产品竞争力获得了较大的提高。同时，我国轨道交通装备制造业产品出口市场从发展中国家（坦桑尼亚、越南、巴基斯坦、印度等）扩展到部分发达国家和地区（美国、澳大利亚等），实现了对七大洲近100个国家和地区的覆盖。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30个国家洽谈高铁技术引进或签署合作开发方案。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。铁路建设、装备、运输等企业积极开拓国际市场，综合运用国际国内两个市场和两种资源，积极推进我国技术咨询、建设施工、装备制造、运输管理、人才培训及技术标准等全方位对外合作，促进铁路“走出去”向产业链、价值链高端方向发展。预计未来在融合区域经济，实现互融互通的同时，高速铁路建设将迎来良好的外部发展机遇，进而带动包括轨道交通装备在内的一系列产业的发展。

表3：“一带一路”沿线高铁出海部分项目概况

| 项目名称 | 项目概况 |
|----------|---|
| 中巴—中吉乌铁路 | 中巴铁路往南，中吉乌铁路往西，两者在喀什交汇，未来喀什会成为重点发展的口岸城市 |
| 伊安高铁 | 全长500多公里，中国企业第一个海外承揽实施的电气化高速铁路项目，对推动中国高铁“走出去”具有重要战略意义 |

| | |
|----------|--|
| 沙特麦麦高铁 | 全长450.25公里，设计最高时速360公里/小时，投资造价约折合3.8亿美元；荣获“2014~2015年度沙特优秀中资项目” |
| 匈塞铁路 | 中国铁路进入欧盟的第一个项目，其所在地区是“一带一路”的重要板块；2015年11月，中国出口欧洲的首列动车组已经在马其顿成功运行 |
| 莫斯科-喀山高铁 | 全长约770公里，列车运行速度将达400公里/小时；未来可能成为“莫斯科-北京”高铁干线和新丝绸之路计划的一部分 |
| 泛亚铁路 | 全长近1.5万公里，旨在建设一个横跨亚洲大陆、贯通新加坡及土耳其伊斯坦布尔并延伸至欧洲及非洲的铁路网络；可以打通从阿拉山口到伊朗到土耳其到德国的陆上通路 |
| 印尼高铁 | 东南亚首条高铁，全长约150公里，连接了印尼首都雅加达和第四大城市万隆；中印组建中印尼合资公司，负责雅万铁路项目的建设和运营 |
| 非洲铁路 | 海上丝绸之路的另一个端点非洲，中国企业在南非实现了整车产品的技术输出和“整车+核心部件”的全产业链输出 |
| 两洋铁路 | 两洋铁路规划是中国、巴西和秘鲁三国政府的重大战略决策，两洋铁路横跨南美大陆，连接大西洋和太平洋 |
| 美国西部快线高铁 | 全长370公里，将内华达州的南部与加利福尼亚州的南部连接起来 |

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

从全球竞争格局来看，加拿大庞巴迪、日本川崎重工、法国阿尔斯通、德国西门子是传统的轨道交通装备制造，也是为数不多的动车组制造商，是中国企业在海外市场的主要竞争对手，也使得我国企业在国际市场渗透率尚处于低位。

中诚信国际认为，国际政治经济格局错综复杂、国际贸易保护主义制约加大、世界经济复苏缓慢以及国际市场不确定不可控因素增加也将对中国企业在海外市场拓展提出较高的挑战。

业务运营

公司主要从事铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁；同时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、高分子复合材料等国家战略性新兴产业，并开展类金融、物流、贸易等现代服务业。近年来公司营业总收入呈小幅波动态势，其中铁路装备业务为公司最主要的收入来源，近年来收入占比不断升至55%以上；城轨与城市基础设施业务是公司收入的重要补充；同时公司逐步

剥离非主业相关业务，新产业和现代服务业务不断优化，收入规模呈下降趋势。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

| 收入 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 铁路装备 | 1,068.97 | 1,081.72 | 1,205.71 |
| 城轨与城市基础设施 | 271.41 | 335.77 | 347.61 |
| 新产业 | 579.54 | 538.50 | 497.00 |
| 现代服务 | 377.31 | 154.13 | 140.51 |
| 合计 | 2,297.22 | 2,110.13 | 2,190.83 |
| 占比 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 铁路装备 | 46.53 | 51.26 | 55.03 |
| 城轨与城市基础设施 | 11.81 | 15.91 | 15.87 |
| 新产业 | 25.23 | 25.52 | 22.69 |
| 现代服务 | 16.42 | 7.31 | 6.41 |
| 合计 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注：数据经四舍五入，2016~2017 年数据经重述调整。

资料来源：公司提供

公司在轨道交通领域行业地位显著，拥有多元化的业务结构，具备强大的产品研发实力和先进的研发成果，在手订单充足，且海外市场亦实现稳步拓展，但国内业务受中国铁路订单规划安排影响较大，存在一定的客户集中风险

生产方面，公司实行“以销定产”的经营模式，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。生产基地方面，公司铁路机车、客车、动车组、货车、城轨地铁车辆等已经形成了较为成熟的产能布局，其中株洲所、唐山公司、株机公司、四方股份和长客股份为核心子公司和主要的国内研发生产基地。截至 2018 年末，公司动车组、机车、客车、货车新造产能分别为 547 组/年、1,530 台/年、2,300 辆/年和 5.15 万辆/年，城轨车辆总组装能力（含地铁、有轨电车、单轨、中低速磁浮）11,840 辆/年。

技术研发方面，近年来公司研发投入逐年增加，其中 2018 年研发投入 111.79 亿元，占当年营业总收入的比重为 5.10%；获得中国发明专利金奖 1 项、银奖 4 项、优秀奖 10 项，累计获奖量全国排名第二。目前，公司拥有 11 个国家级研发机构、20 个国家级企业技术中心、17 个海外研发中心，形成了由工程院院士领衔、“中车科学家”担纲的高级人才队伍。产品研发方面，2018 年公司 11 个定向“先进

轨道交通”重点专项任务取得阶段性成果，京张智能动车组完成样车研制，全球首辆全碳纤维复合材料地铁车体研制成功；时速 160 公里快速磁浮列车、深海机器人等新产品先后下线，高速列车转向架用轴承、IGBT 芯片重大攻关项目开始实施；智能制造项目取得积极进展，智慧物流在产业链中广泛推广应用。整体看，公司研发实力强大，技术优势明显。

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。公司集中采购主要采取“统一管理、两级集中”，即大宗物料和关键零部件由公司进行统一的供应商管理评估、采购价格管理、采购招投标管理，并进行集中订购和集中结算；其他物料等由子公司根据生产要求制定采购计划，通过集中组织招投标等形式，选择合适的供应商并签订供货合同。公司还搭建了“中车购”电子商务采购平台，以实现采购业务公开、透明以及可追溯性管理，确保生产原料供应及时，降低采购成本。2018 年，公司向前三名供应商的采购金额合计为 129.24 亿元，占年度采购总额的 9.04%，采购集中度较为分散。结算模式方面，由于公司采购的铜、钢、铝等主要原材料属于大宗交易，采购金额和数量都较大，因此主要采用票据方式付款。

销售方面，公司在国内市场全部采用直接销售模式；在国际市场上，一般采用自营或代理的方式开展出口业务。由于轨道交通产品的单体价值量较高，行业的定价模式主要为招标或议标，基础价格主要以成本加成的方式确定。订单方面，近年来公司不断开拓市场，2018 年新签订单 3,049 亿元，持续处于高位，其中国际业务出口签约额增至 430 亿元；截至当年末在手订单为 2,327 亿元。2019 年前三季度，公司新签订单约 1,770 亿元，其中国际业务签约额约为 171 亿元，尽管受招标及国际形势加剧影响，新签订单较上年有所回落，但仍维持较高规模，对未来业务发展和业绩稳定提供了强大的支撑。

公司客户集中度很高，2018 年前五大客户的销售收入合计为 1,266.28 亿元，占营业总收入比重 57.80%，其中第一大客户为中国国家铁路集团有限

公司（含所属铁路局及公司，下同），其销售额占年度营业总收入的比例为51.69%。结算模式方面，由公司下属各子公司与中国国家铁路集团有限公司直接进行结算与支付，支付期限上有一定的信用期，通常会依照购销合同约定按进度支付定金、预付款及进度款。国家政策和中国铁路的规划安排将对公司订单规模、收入和利润水平及账款回收产生较大的影响，中诚信国际将对此保持关注。

公司大力实施国际化战略，已经成为全球领先的轨道交通装备系统解决方案供应商。公司国际业务主要包括铁路机车、高速动车组、重载货车以及城轨地铁车辆等产品的出口，出口形式包括产品+技术+服务，并不断推进出口产品由中低端向高端转变。近年来公司国际业务销售收入稳步增长，2018年为193.66亿元，占营业总收入的8.84%。海外生产方面，近年来公司深度推进海外经营“本地化制造、本地化用工、本地化采购、本地化维护、本地化管理”五本模式，扩大海外业务规模，目前已在美国春田、马来西亚和印度建立了基地和工厂，同时拥有17个海外研发中心，搭建了具有国际先进水平的轨道交通装备设计、制造、产品三大技术平台。市场拓展方面，公司在国际市场抓住“一带一路”以及国际产能合作机遇，自2014年中标美国波士顿线以来已陆续进入印度、土耳其、泰国、巴基斯坦、澳大利亚、马来西亚等国市场。2018年公司海外新签订单增至430亿元，主要由于当年签订了新加坡地铁翻新项目、新西兰轨道交通解决方案服务合作协议、孟加拉国铁道部客车销售合同、土耳其伊斯坦布尔市政府轨道系统部欧洲区轨道系统局地铁销售合同等大额合同所致。截至2018年末，公司产品已经出口105个国家和地区，与阿根廷、美国、印度尼西亚等国家的合作项目亦在陆续实施。

公司铁路装备类产品型谱丰富、规模与技术优势明显，收入规模稳步增长

公司铁路装备产品主要包括动车组、机车、客车、货车以及轨道工程机械等。近年来公司铁路装

备板块收入逐年上升，其中动车组业务收入占比保持在53%以上。

表5：近年来公司铁路装备业务收入构成情况（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----|----------|----------|----------|
| 动车组 | 751.62 | 575.41 | 667.26 |
| 机车 | 124.05 | 234.37 | 261.39 |
| 货车 | 109.49 | 220.10 | 202.76 |
| 客车 | 83.80 | 51.84 | 74.30 |
| 合计 | 1,068.97 | 1,081.72 | 1,205.71 |

注：数据经四舍五入。

资料来源：公司提供

具体来看，公司是我国动车组的唯一生产厂商，拥有动车组整车和核心零部件生产企业，产业链条完整，规模及技术优势明显。近年来，受益于高铁运营里程增加带来的车辆需求，公司动车组业务板块实现了较快发展，近年来收入呈波动态势，销量逐年下降，产品主要为单价较高的350公里/小时的动车组。

机车业务方面，公司机车业务已形成了直流传动和交流传动两大主要平台，覆盖了窄轨、标轨、宽轨各系列，全面搭建并掌握了总成、车体、转向架、牵引变流器、网络控制系统、制动系统和驱动装置等9大核心技术，并构建了HXN（和谐内燃）和HXD（和谐电力）两大系列产品平台，机车产品涵盖HXD1/HXD2/HXD3/HXN3/HXD5共5大系列17个品种。2018年6月，公司首台3000马力节能环保型调车机车下线，关键技术指标达到国际先进水平，填补了中国新能源调车机车的空白。近年来机车销售收入逐年上升，其中，2018年公司机车销量交降幅较大，但由于技术和环保要求的提升以及新能源机车相较于内燃机车占比的增加，带动当年营业收入有所提升。

货车业务方面，公司具有我国完全自主知识产权的载重60、70、80、100吨系列铁路货车产品，研制开发了运行速度160km/h快捷货车和轴重42t~45t重载专用货车。研制开发的自装卸式驮背运输车已投入运用，被列入交通部第一批、第二批多式联运示范工程。随着国家运输结构调整的不断推进以及

《交通强国建设纲要》的实施，铁路重载、快捷运输、多式联运、集装化运输、冷链等领域对装备品种、数量、性能提出新要求，形成货运装备新的增长点，2019年货车业务收入保持平稳。

客车业务方面，公司产品主要有时速120~200公里座车系列、卧车系列、餐车、行李车、发电车、特种车、高原车等。近年来我国铁路客运新增采购中传统客车的占比有所下降，但2018年受益于铁路投产新线增加、客车升级换代及海外销售规模提升等，公司客车销量大幅提升，不过，受收入确认时点影响，客车业务实现收入增幅相对较小。

表 6：近年来公司铁路装备产品销量

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------|--------|--------|--------|
| 动车组（辆） | 3,592 | 2,752 | 2,608 |
| 机车（台） | 1,199 | 1,531 | 921 |
| 货车（辆） | 18,255 | 51,473 | 45,974 |
| 客车（辆） | 1,269 | 103 | 485 |

资料来源：公司年度报告

随着我国城市轨道交通产业的快速发展，近年来公司城轨与城市基础设施业务板块收入规模和销售量不断增长，并以全链条系统解决方案为拓展方向，拥有较大的发展空间

公司城轨与城市基础设施业务主要包括非铁总采购的城际动车组、市域列车、城市轨道车辆以及城轨工程总包等，已形成自主研发、系统配套、规模经营的产业集群。近年来公司城轨地铁销量不断增加，带动城轨与城市基础设施业务收入持续扩大。

公司城轨地铁产品品种齐全、产业链完整，拥有城市轨道交通各类整车研制技术，全面掌握车体、转向架、列车牵引控制、牵引变流器、牵引电机、制动系统、信号系统等关键技术，具备很强的核心竞争力。得益于强大的研发、制造能力，公司能够提供时速80/100/120公里多个速度等级，铝合金、不锈钢、碳钢多种车体材质，A型、B型、L型地铁以及市域列车、现代有轨电车、单轨车、胶轮车、磁浮车等多种类型的城市轨道车辆产品。近年来，

公司在城轨交通领域不断完善技术创新体系，2018年全球首辆全碳纤维复合材料地铁车体研制成功，使得公司在城轨产品研发方面实现了重大突破。

近年来公司先后承担了多个省市的重点城市轨道交通装备项目，分别与青岛地铁集团有限公司、南京地铁建设有限责任公司、合肥城市轨道交通有限公司、广州地铁集团有限公司及香港铁路有限公司等签订地铁车辆销售合同达千亿元人民币，较多的大型项目带动了该业务板块的可持续发展。

未来，公司将努力抓住国家加快推进城镇化建设、大力发展绿色公共交通的机遇，以提供城市轨道交通全链条系统解决方案为发展方向，以产融结合和产业转型为发展路径，延展城市轨道交通相关功能设施和城轨产业链，通过整合、并购、合资、合作等手段，发展信号、供电系统、运营等强相关业务，建立差异化的竞争优势。

积极布局新产业和现代服务业有助于增强公司整体抗风险能力，近年来由于转让新能源汽车业务及持续缩减物流业务规模，板块收入有所下降

近年来，公司依托轨道交通核心专有技术，紧跟国家战略和产业政策，丰富业务体系，形成了新产业和现代服务业两大业务板块。

公司新产业业务包括风电装备、高分子复合材料、新能源汽车、环保产业、船舶与海工装备、光伏发电、智能装备（含工业机器人）、重型工程机械及矿山机械、信息及软件技术等，近年来收入占比超过20%，已发展成为公司第二大业务板块，多元化的业务结构有利于抵御轨道交通领域的波动性风险。受益于国家深入实施“互联网+”、“双创”等系列行动以及新能源政策的实施和对节能环保的日益重视，公司新产业板块重点发展了新能源装备、新材料、环保水处理等细分领域的业务。新能源装备方面，公司在风电装备领域搭建了从风电叶片、风电机组到风电整机的完整产业链，风力发电机不断取得新突破，风电叶片市场占有率稳居全国前三；2017年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，2018 年与新疆金风科技股份有限公司签订了约 78.5 亿元的风力发电机组与配件销售合同。新材料方面，公司高分子复合材料板块已成为全球唯一一家同时为 GE、庞巴迪、阿尔斯通等世界知名机车车辆制造商提供弹性元件的供应商，行业地位显著。环保水处理方面，公司成为国内村镇污水治理领域的首选供应商，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。由于 2017 年风电装备和机车配件等交付量减少，以及 2018 年剥离新能源汽车业务，公司新产业收入逐年下降。

公司现代服务业主要包括金融类业务、物流和贸易类业务等，并不断促进服务业和传统制造业的协同发展。金融类业务方面，公司下属财务公司与中车集团订立了金融服务框架协议，财务公司向中车集团提供存款服务、贷款服务和其他金融服务，充分发挥金融机构优势，促进内部成员企业间相互协作，降低融资成本，近年来创收增效成果显著。2019年11月，公司发布《关于参与发起设立国家制造业转型升级基金股份有限公司的公告》称，该基金公司注册资本为1,472亿人民币，公司作为该基金公司发起人股东，认购股份数额为50,000万股，认股金为50,000万元。该基金公司投向新材料、新一代信息技术、电力装备等领域，与公司业务存在一定的协同作用，同时，公司投资该基金公司有利于创新投资模式，推进产业与资本的有效融合。物流和贸易业务方面，公司积极创新商业模式，运用精益管理理念、专业物流方案设计和信息化手段，转变物流管理模式，打造企业物流业务托管、物资管理咨询、储运一体化循环服务平台，提供专业化服务；物流贸易以集中采购为基础，构建“中车购”电子商务平台，加快向电商模式发展。近年来公司持续缩减物流业务规模，使得现代服务板块收入不断下降。

战略规划及管理

公司发展战略思路清晰，不断推进产业升级和产品

结构调整，制定了符合自身发展的战略目标，将为公司的持续发展提供有力支持

公司“十三五”期间立足于现有产业升级和高质量发展的要求。铁路装备业务方面，将落实交通强国战略，肩负装备支撑使命，以成为世界一流的轨道交通装备系统解决方案供应商为目标，强化基础性、前瞻性、共性和关键技术研究，形成支撑技术引领和产品持续创新的源动力，打造系列化、模块化、标准化的产品技术平台。城轨与城市基础设施业务方面，将加快城轨车辆产品开发和技术创新，持续完善产品结构，增强全寿命周期服务能力和系统解决方案能力，以高品质的产品和服务牢牢占据国内市场、不断扩大国际市场。

新产业业务方面，将以战略性新兴产业尤其是高端装备制造业为主攻方向，依托轨道交通装备核心能力，大力发展战略性新兴产业，培育发展新动能，打造产业新引擎。现代服务业方面，将坚持“产融结合、以融促产”，加强统筹协调，突出风险防范，规范打造金融服务平台、投融资平台和金融租赁平台，推进制造业与服务业融合发展，促进轨道交通核心业务快速发展。此外，国际业务拓展上，要加强顶层设计，制订“一带一路”沿线国家市场开拓专项发展规划及实施方案，积极参与“一带一路”建设，构建“走出去”开放发展新格局。按照整机带动零部件、制造业带动服务业、总承包带动产业链、轨道交通装备带动非轨道交通装备的思路，拓展海外市场领域。

法人治理结构完善，生产、财务管理等制度较为健全

股东大会为公司最高权力机构，董事会和监事会将对股东大会负责。董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责，对公司经营活动中的重大决策进行审议并做出决定。董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会，并制定了相应的工作细则。

此外，公司建立了完整的内控体系，包括投资者关系管理、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、审计监察管理等管理体系，并在上述各领域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能够被有效执行，适应公司管理和发展的要求。但中诚信国际也关注到，公司涉及的下属子公司众多，在内部组织架构以及业务、技术等方面面临一定管理压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年财务报告以及未经审计的 2019 年前三季度财务报表，由于会计准则变更，2016 年及 2017 年财务数据分别采用 2017 年审计报告期初数及 2018 年审计报告期初数，此外财务数据采用报告期末数。

盈利能力

依靠铁路装备业务的竞争优势，公司营业毛利率维持在较高水平，由于公司压缩非铁路装备业务，利润总额有所波动，但盈利能力仍处于较好水平

铁路装备业务作为公司核心板块，其产品市场竞争力强，技术含量高。得益于铁路装备业务稳步运营以及公司业务结构调整等因素共同推动，公司 2017 年营业毛利率水平显著增长；2018 年，铁路装备业务原材料等成本有所增加，该业务板块毛利率水平有所下降，致使公司整体营业毛利率略微下滑，但仍维持在较好水平。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 铁路装备 | 25.34 | 25.80 | 25.17 |
| 城轨与城市基础设施 | 16.27 | 16.86 | 17.22 |
| 新产业 | 23.87 | 23.69 | 21.13 |
| 现代服务 | 6.42 | 9.95 | 12.26 |
| 营业毛利率 | 20.79 | 22.68 | 22.16 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，由于人员负担偏重，加之研发费用较高，导致管理费用逐年增长；销售费用因预计产品质量保证准备、职工薪酬以及运输装卸费用等的变化而有所波动；财务费用受债务规模、融资成本和汇兑损益影响较大，近年来呈现增长态势，其中 2018 年汇兑净损失有所增加带动财务费用上升。受上述因素共同影响，公司三费合计略有增长，期间费用率小幅波动。2019 年 1~9 月，三费合计同比略有增长，但由于营业收入规模上升，期间费用率较上年同期有所下降。

受公司对业务调整所带来的营业收入规模缩减，以及因开展业务及研究所导致的期间费用逐年增长的双重影响，近年来，公司利润总额略有下降。经营性业务利润是公司主要的利润来源，其中 2017 年小幅下降，主要系收入下降及期间费用侵蚀所致；此外，近年来公司计提的资产减值损失和信用减值损失合计呈现增长趋势，主要系下属子公司改制所致，对公司利润造成一定侵蚀。近年来，公司持续获得科技项目拨款、拆迁及投资补助款等各类政府补助，规模较为稳定。此外，投资收益为公司利润带来一定补充，主要由处置子公司股权及合营、联营企业盈利产生，其中，中华联合保险控股股份有限公司、大同 ABB 牵引变压器有限公司和上海阿尔斯通交通电气有限公司等每年均为公司带来较为稳定的投资收益。2019 年 1~9 月，公司营业收入有所增加，带动经营性业务利润同比增加 29.60%，利润总额同比增长 11.43%。

从盈利指标来看，近年来公司依靠铁路装备板块的竞争优势，盈利能力保持在较好水平，其中由于期间费用增长对利润造成侵蚀，EBITDA 波动下滑，但 EBITDA 利润率较为稳定，且处于较高水平；但随着总资产的波动上涨，总资产收益率有所下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~9 |
|------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用 | 72.50 | 72.18 | 77.46 | 50.05 |

| | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 管理费用 | 218.38 | 239.23 | 243.28 | 166.62 |
| 财务费用 | 10.04 | 12.53 | 12.79 | 4.45 |
| 三费合计 | 300.91 | 323.95 | 333.53 | 221.13 |
| 期间费用率(%) | 13.10 | 15.35 | 15.22 | 14.31 |
| 经营性业务利润 | 157.99 | 141.74 | 142.90 | 121.68 |
| 资产减值损失(含信用减值损失) | 23.58 | 27.75 | 30.38 | 13.09 |
| 投资收益 | 16.13 | 26.94 | 20.54 | 3.13 |
| 营业外损益 | 17.62 | 6.56 | 6.08 | 2.68 |
| 利润总额 | 169.19 | 153.85 | 153.42 | 116.11 |
| EBITDA 利润率(%) | 10.68 | 11.00 | 10.68 | -- |
| 总资产收益率(%) | 5.55 | 4.68 | 4.59 | -- |

注：中诚信国际将研发费用计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产和负债规模呈波动态势，资产结构较为稳定，资本实力不断夯实；债务结构虽以短期债务为主，但财务杠杆水平较好，短期债务压力不大

近年来公司资产总额和负债规模整体受产品交付及应收类款项回收进度影响而有所波动，但整体仍呈现增长态势。

公司流动资产占总资产比重约为 65%左右，主要由应收账款、存货及货币资金构成。受当年业务开展及款项回收情况影响，各年末应收账款余额呈现波动态势；2017 年末，货币资金大幅增加，主要系公司收回部分投资及当年非公开发行 A 股股票所致；由于公司核心业务经营情况较为稳定，各年末存货规模及其构成亦相对稳定。截至 2019 年 9 月末，上述科目较上年末均有所增长，由于货款结算及交付集中在年末，且下游需求旺盛，公司增加生产及备料，应收账款及存货余额大幅增加；同期末，货币资金较上年末略有增加。

公司非流动资产占总资产比重约为 35%左右，主要由固定资产、无形资产、长期股权投资和长期应收款构成。近年来，公司固定资产和无形资产规模较为稳定，其中，固定资产以房屋及建筑物和机

器设备为主，截至 2018 年末，尚有价值 80.85 亿元房屋建筑物正在办理产权证书；由于对部分子公司进行处置，公司 2018 年末无形资产和商誉均有所减少，其中受全球乘用车市场表现持续疲软，公司评估并确定下属子公司 CSR New Material Technologies GmbH 的商誉发生减值并计提减值准备 5.30 亿元；长期股权投资规模近年来呈现上升趋势，主要系公司投资的合营、联营企业价值增加所致。此外，由于公司提供工程承包服务系按照履约进度确认收入，确认收入超过结算对价部分计入其他非流动资产-合同资产，以及下属子公司融资租赁款增加，致使 2018 年末其他非流动资产大幅增加。

近年来公司负债规模呈现波动态势，主要以短期债务及应付账款为主，公司在对上游控制力度较高，主要以信用付款为主，应付账款规模较大。带息债务方面，公司近年末亦呈波动态势，2018 年末，总债务规模大幅下降 32.77%，主要系公司当年利用货币资金偿还短期债务所致；截至 2019 年 9 月末，受季节性经营资金需求增加影响，公司加大了短期借款力度，总债务规模随之上升。期间结构方面，公司债务结构以短期债务为主，截至 2019 年 9 月末短期债务占比达 89.69%。同期末，公司货币资金/短期债务为 0.71 倍，对短期债务的覆盖能力尚可。

随着公司业务稳定运营，利润不断积累，公司所有者权益不断增长。2017 年，由于公司非公开发行股票募集资金 119.34 亿元，自有资本实力进一步增强，当年末股本及资本公积均有所增加；由于公司核心业务经营稳定，盈利情况良好，未分配利润呈逐年增长趋势。公司资产、负债波动较大，但整体来看资产负债率及总资本化比率较为稳定，分别保持在 65% 和 35% 以下，维持在行业较好水平。

表 9：近年来公司主要资产、负债及权益情况（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款 | 740.53 | 776.75 | 642.06 | 902.72 |
| 存货 | 544.18 | 552.35 | 551.22 | 747.25 |
| 货币资金 | 455.97 | 609.02 | 381.71 | 422.52 |
| 短期借款 | 219.94 | 324.29 | 86.34 | 163.19 |

| | | | | |
|-------|--------|----------|--------|----------|
| 应付账款 | 919.50 | 1,043.57 | 991.90 | 1,259.72 |
| 应付票据 | 197.97 | 232.92 | 219.79 | 243.03 |
| 短期债务 | 499.04 | 604.60 | 453.99 | 591.10 |
| 股本 | 272.89 | 286.99 | 286.99 | 286.99 |
| 资本公积 | 301.89 | 406.88 | 406.29 | 406.14 |
| 未分配利润 | 448.12 | 490.10 | 561.16 | 601.49 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营获现能力较好，基本满足投资支出，近年来受债务偿付期限及融资安排影响，筹资活动波动较大；较好的盈利及经营获现能力使得公司偿债指标保持良好

2016~2018 年，公司经营活动现金流保持净流入态势，收现比维持在 1.00 倍左右，经营获现情况较好，但受生产交付周期和客户结算进度影响存在一定的波动。公司投资活动持续为净流出态势，其中 2016 年因固定资产等长期资产和理财投资较多，同时收回投资较少使得净流出缺口较大，2017 年投资缺口有所收窄。筹资活动方面，因业务体量较大，公司各年度取得借款和偿还债务产生的现金均保持较高规模，其中 2018 年因借款规模大幅降低使得筹资活动呈现大额净流出态势。虽然公司资金需求量较大，但股权及债券等较为畅通的融资渠道和自身极强的融资能力为经营和投资活动提供了良好的资金支持。

近年来，公司债务规模有所波动，整体偿债指标维持在较好水平。受益于较强的盈利能力，EBITDA 对债务本息的覆盖能力较强，且 2018 年均有所提升。公司经营活动净现金流亦能够完全覆盖债务利息，同时在扣除利息支出、股利及必要资本支出后对总债务仍有一定覆盖能力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~9 |
|----------|---------|--------|---------|----------|
| 经营活动净现金流 | 209.79 | 161.84 | 188.69 | -55.35 |
| 投资活动净现金流 | -247.09 | -29.75 | -43.33 | -93.15 |
| 筹资活动净现金流 | 13.06 | 67.49 | -319.64 | 90.47 |

| | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|
| 经营净现金流/总债务 (X) | 0.33 | 0.22 | 0.38 | -0.11* |
| 经营活动净现金流/利息支出 (X) | 15.65 | 9.69 | 11.63 | -- |
| (CFO-股利)/总债务 (%) | 22.75 | 10.80 | 24.33 | -- |
| 总债务/EBITDA | 2.62 | 3.19 | 2.13 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 18.31 | 13.89 | 14.43 | -- |

注：带“*”指标经年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，无未决诉讼，受限资产和对外担保比例均较低

截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信额度合计 1,839.95 亿元人民币和 2.55 亿美元，其中未使用额度为 1,689.43 亿元人民币和 2.44 亿美元，备用流动性充足；此外，公司作为 A 股和 H 股上市公司，融资渠道畅通。

截至 2018 年末，公司受限资产合计为 98.03 亿元，占当年末总资产的 2.74%，受限比例不高。其中，受限货币资金为 50.28 亿元，主要由承兑汇票保证金及财务公司存放于中央银行法定准备金存款构成；质押应收票据和应收账款合计为 45.08 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额为 58.19 亿元，占同期末净资产的比例为 3.75%，被担保方为公司参股的芜湖市运达轨道交通建设运营有限公司。此外，截至 2019 年 9 月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，2016~2019 年 9 月 30 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为中车集团下属重要子公司，在中车集团收入及利润中贡献较大比重；同时，公司每年享有多项政府补贴，为业务发展带来一定的支持

中车集团为全球最大的轨道交通装备制造商和全面解决方案供应商之一，在国内轨道交通装备制造行业具有强有力的垄断地位，且作为国务院国资委下属企业，在政策方面具有一定优势，享有多项政府补贴。截至 2019 年 9 月末，中车集团总资产为 4,596.42 亿元，所有者权益合计为 1,582.37 亿元；2018 年，营业总收入为 2,293.51 亿元。作为中车集团下属重要子公司，近些年公司营业总收入占中车集团营业总收入比重均高于 95%，对中车集团收入贡献极高。作为公司控股股东，中车集团能够在资金、研发、生产及资源协调等方面为公司提供有力支持。此外，公司每年获得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，为公司发展带来一定的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定中国中车股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国中车股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于中国中车股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，本公司将于本次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，并根据上市规则于每一年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

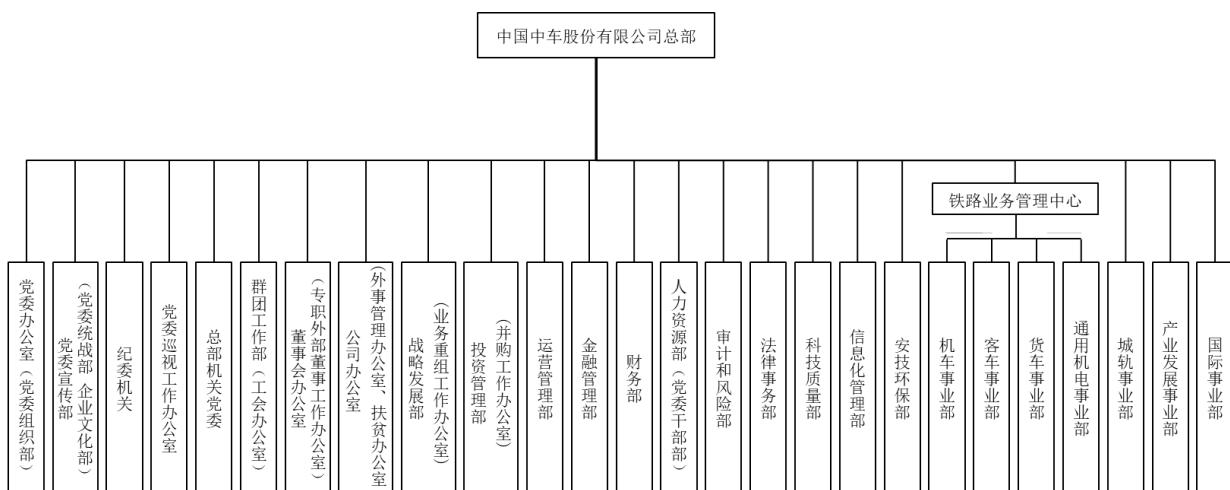
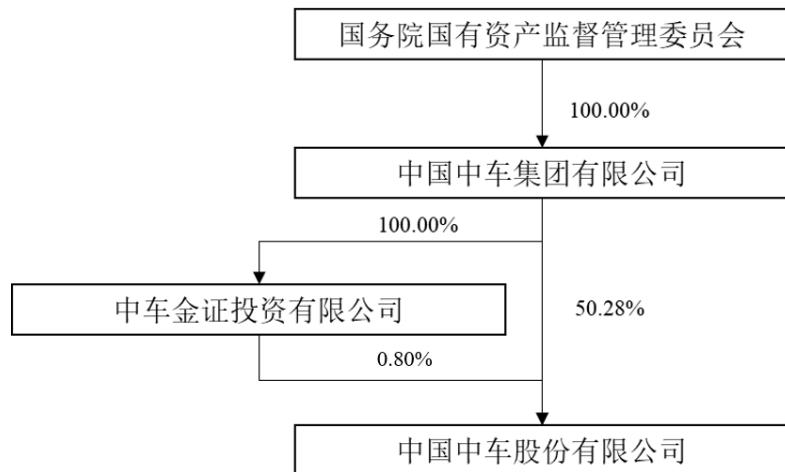
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 03 月 18 日

附一：中国中车股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国中车股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据 (单位: 万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 4,559,702.50 | 6,090,228.70 | 3,817,100.80 | 4,225,150.30 |
| 应收账款净额 | 7,405,276.90 | 7,767,453.10 | 6,420,560.30 | 9,027,219.70 |
| 其他应收款 | 442,052.90 | 334,947.10 | 302,988.70 | 375,920.50 |
| 存货净额 | 5,441,822.90 | 5,523,483.50 | 5,512,150.00 | 7,472,509.70 |
| 长期投资 | 1,325,810.80 | 1,544,855.40 | 1,376,579.20 | 1,493,920.70 |
| 固定资产 | 5,694,062.20 | 5,724,356.20 | 5,739,072.90 | 5,663,989.60 |
| 在建工程 | 932,779.70 | 867,587.90 | 809,821.30 | 825,147.90 |
| 无形资产 | 1,755,366.80 | 1,778,329.20 | 1,665,010.40 | 1,632,217.60 |
| 总资产 | 33,832,222.00 | 37,520,646.80 | 35,752,305.00 | 41,164,353.60 |
| 其他应付款 | 805,337.50 | 913,508.60 | 986,039.60 | 1,097,643.90 |
| 短期债务 | 4,990,352.40 | 6,045,983.20 | 4,539,936.40 | 5,910,975.40 |
| 长期债务 | 1,447,141.20 | 1,358,548.20 | 438,001.10 | 679,742.10 |
| 总债务 | 6,437,493.60 | 7,404,531.40 | 4,977,937.50 | 6,590,717.50 |
| 净债务 | 1,877,791.10 | 1,314,302.70 | 1,160,836.70 | 2,365,567.20 |
| 总负债 | 21,450,664.40 | 23,328,684.60 | 20,783,842.30 | 25,642,895.60 |
| 费用化利息支出 | 111,710.00 | 132,671.30 | 145,558.50 | -- |
| 资本化利息支出 | 22,309.60 | 34,409.10 | 16,688.50 | -- |
| 所有者权益合计 | 12,381,557.60 | 14,191,962.20 | 14,968,462.70 | 15,521,458.00 |
| 营业总收入 | 22,972,159.70 | 21,101,293.50 | 21,908,264.10 | 15,451,986.10 |
| 经营性业务利润 | 1,579,949.50 | 1,417,385.60 | 1,429,028.50 | 1,216,825.50 |
| 投资收益 | 161,309.60 | 269,430.80 | 205,392.60 | 31,298.30 |
| 净利润 | 1,389,441.30 | 1,299,741.80 | 1,299,850.70 | 966,550.80 |
| EBIT | 1,803,618.30 | 1,671,189.60 | 1,679,795.70 | -- |
| EBITDA | 2,454,420.50 | 2,320,809.30 | 2,340,848.50 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 2,097,894.50 | 1,618,434.40 | 1,886,934.40 | -553,484.40 |
| 投资活动产生现金净流量 | -2,470,856.90 | -297,498.10 | -433,332.40 | -931,525.90 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 130,637.80 | 674,939.10 | -3,196,406.50 | 904,709.30 |
| 资本支出 | 1,037,305.10 | 869,705.90 | 904,177.70 | 377,878.80 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
| 营业毛利率(%) | 20.79 | 22.68 | 22.16 | 22.55 |
| 期间费用率(%) | 13.10 | 15.35 | 15.22 | 14.31 |
| EBITDA 利润率(%) | 10.68 | 11.00 | 10.68 | -- |
| 总资产收益率(%) | 5.55 | 4.68 | 4.59 | -- |
| 净资产收益率(%) | 11.71 | 9.78 | 8.92 | 8.45* |
| 流动比率(X) | 1.20 | 1.26 | 1.21 | 1.20 |
| 速动比率(X) | 0.90 | 0.98 | 0.92 | 0.88 |
| 存货周转率(X) | 3.19 | 2.98 | 3.09 | 2.46* |
| 应收账款周转率(X) | 3.13 | 2.78 | 3.09 | 2.67* |
| 资产负债率(%) | 63.40 | 62.18 | 58.13 | 62.29 |
| 总资本化比率(%) | 34.21 | 34.29 | 24.96 | 29.81 |
| 短期债务/总债务(%) | 77.52 | 81.65 | 91.20 | 89.69 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.33 | 0.22 | 0.38 | -0.11* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.42 | 0.27 | 0.42 | -0.12* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 15.65 | 9.69 | 11.63 | -- |
| 经调整的经营活动净现金流/总债务(%) | 22.75 | 10.80 | 24.33 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.62 | 3.19 | 2.13 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.49 | 0.38 | 0.52 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 18.31 | 13.89 | 14.43 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 13.46 | 10.00 | 10.35 | -- |

注：1、2019年三季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------|----------------------|--|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 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+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | =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-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT利润率 | =EBIT/当年营业收入 |
| | EBITDA利润率 | =EBITDA/当年营业收入 |
| 现金流 | 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 |
| | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| 偿债能力 | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT利息保障倍数 | =EBIT/利息支出 |

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 中长期债券等级符号 | 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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|------------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。