

# 中国中车股份有限公司公开发行

## 2020 年公司债券（第一期）跟踪评级报告(2020)

---

项目负责人：商思仪 [syshang@ccxi.com.cn](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：高 洁 [jgao@ccxi.com.cn](mailto:jgao@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 14 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。

■ 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](http://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]跟踪 0263 号

## 中国中车股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 中车 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十四日

**评级观点：**中诚信国际维持中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 中车 01”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，公司拥有显著的行业地位、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）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	3,752.06	3,575.23	3,835.72
所有者权益合计（亿元）	1,419.20	1,496.85	1,588.28
总负债（亿元）	2,332.87	2,078.38	2,247.44
总债务（亿元）	740.45	490.89	492.73
营业总收入（亿元）	2,110.13	2,190.83	2,290.11
净利润（亿元）	129.97	129.99	138.24
EBIT（亿元）	167.12	167.98	175.79
EBITDA（亿元）	232.08	234.08	245.69
经营活动净现金流（亿元）	161.84	188.69	225.31
营业毛利率(%)	22.68	22.16	23.08
总资产收益率(%)	4.68	4.59	4.74
资产负债率(%)	62.18	58.13	58.59
总资本化比率(%)	34.29	24.70	23.68
总债务/EBITDA(X)	3.19	2.10	2.01
EBITDA 利息倍数(X)	13.89	14.43	23.17

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

#### 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。**2019 年公司轨道交通装备业务稳健发展，当年新签订单约 2,923 亿元，持续处于高位，期末在手订单约 2,571 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，2019 年营业总收入、净利润及经营活动净现金流均同比实现增长，同时货币资金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（以下简称“国铁集团”）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。

#### 本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	存续期
20 中车 01	AAA	AAA	10.00 亿元	2020/04/01~2023/04/01

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

2020年4月公司发行“20中车01”，募集资金总额10.00亿元，按上述债券披露使用用途专款专用，已全部使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

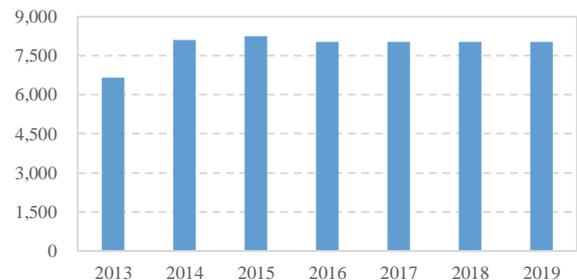
## 近期关注

**铁路固定资产投资和设备投资额保持高位，同时国铁集团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。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，投产新线8,489公里，其中高速铁路5,474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13.9万公里以上，其中高铁营业里程达3.5万公里。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。《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，预计国铁集团将进一步加快推进铁路新项目的开工建设，为轨交设备领域行业发展提供了良好的需求支撑。

表 1：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
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，截至2019年末全国铁路机车拥有量为2.2万台，其中内燃机车0.80万台、电力机车1.37万台；铁路客车拥有量为7.6万辆，其中动车组为3,665标准组、29,319辆；铁路货车拥有量为

87.8万辆。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。

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。国铁集团于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。

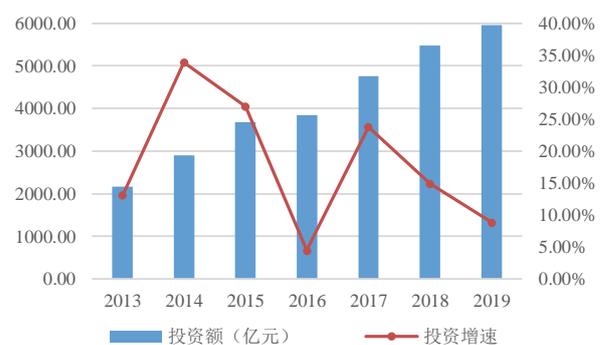
此外，伴随着动车组保有量的逐年扩大以及使用周期的演进，动车组维修后市场日益成为轨交装备板块中不可或缺的业务之一。我国动车组实行计划性预防修的检修体制，分为五级修程，其中一、二级检修为运用检修，在动车组运用所内进行；三、四、五级检修为高级检修，在具备相应的车型检修资质的检修单位进行。动车组的检修采用走行公里周期为主、时间为辅的检修模式，现有动车组型号的二级修周期一般为48万公里或12年，但由于动车组在国内使用强度较高，首次五级修时间一般为投运后8~10年。我国大致从2007年开始大规模配置动车组车辆，2015年以来动车组维修后市场空间保持稳中有增趋势，而目前仅有国铁集团与中国中车具备动车组高级修资质。

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，国铁集团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6,736.2公里。2019年的新增运营里程975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 2：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。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时期，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。

行业政策方面，京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区发展等区域发展战略均提出大力推进城市群、都市圈内的轨道交通建设。根据中共中央、国务院2019年9月印发实施的《交通强国建设纲要》，我国计划在2035年基本形成现代化综合交通体系，基本形成“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通道、全国主要城市3小时覆盖），截至2019年末，累计有63个城市的城轨交通线网规划获得批复，其中2019年新批复建设规划和调整线路里程达687.45公里，较上年有所下降，但仍保持在较高水平，我国城市轨道交通投资预计将在未来较长一段时期保有较好的可持续性。

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。

**跟踪期内，依靠多元化的业务结构，强大的产品研发实力和先进的研发成果，公司继续在轨道交通领域保持显著的行业地位，但国内业务仍受中国铁路订单规划安排影响较大，客户集中风险依然存在；**

公司现主要从事铁路机车、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。作为全球轨道交通装备制造行业的龙头企业，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。2019年，铁路装备业务仍是公司主要的收入来源，其收入规模继续保持稳步增长态势。

**表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）**

收入	2017	2018	2019
铁路装备	1,081.72	1,205.71	1,231.90
城轨与城市基础设施	335.77	347.61	439.35
新产业	538.50	497.00	535.73
现代服务	154.13	140.51	83.12
<b>合计</b>	<b>2,110.13</b>	<b>2,190.83</b>	<b>2,290.11</b>
占比	2017	2018	2019
铁路装备	51.26	55.03	53.79

城轨与城市基础设施	15.91	15.87	19.18
新产业	25.52	22.69	23.39
现代服务	7.31	6.41	3.63
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：数据经四舍五入，2017年数据经重述调整。

资料来源：公司提供

公司仍实行“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。目前铁路机车、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。截至2019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，产能较上年末未发生变化。在未来的一段时期，公司将继续落实供给侧结构性改革，严格控制新增动车组、机车、客车、货车新造及城轨车辆总组装产能。

技术研发方面，近年来公司研发投入逐年增加，其中2019年研发投入122.65亿元，占当年营业收入的比重为5.36%；获得中国专利金奖2项、银奖1项、优秀奖7项，金奖获奖总数排名中央企业首位；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，京张智能高速动车组投入运营，时速160公里动力集中动车组批量交付；时速250公里长编组“复兴号”动车组、4400马力交流传动货运内燃机车、时速160公里快捷货运列车等新产品取得新突破；时速600公里高速磁浮列车、时速400公里可变轨距高速动车组等研制取得重大进展。整体来看，公司研发实力强大，技术优势明显。

采购方面，公司仍实行集中采购和分散采购相结合的采购模式。2019年，公司向前五名供应商的采购金额合计为111.16亿元，占年度采购总额的7.51%，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商品，

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，2019年新签订单2,923亿元，较上年略有回落，但仍持续处于高位，其中国际业务出口签约额增至481亿元；截至当年末在手订单为2,571亿元。订单规模维持在较高水平对公司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，2019年前五大客户的销售收入合计为1,357.64亿元，占营业总收入比重59.28%，其中第一大客户为国铁集团（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50.79%，同比略有下降。结算模式方面，由公司下属各子公司与国铁集团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。

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中高端转变。近年来公司国际业务销售收入稳步增长，2019年为198.67亿元，占营业总收入的8.68%。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，已陆续进入美国、印度、土耳其、泰国、巴基斯坦、澳大利亚、马来西亚等105个国家和地区。2019年公司海外新签订单增至481亿元，当年签约澳大利亚双层客车增购、乌兹别克斯坦电力机车等项目，中标哥伦比亚地铁、墨西哥轻轨、葡萄牙地铁等项目，海外业务实现由单一产品出口到“产品、资本、技术、管理、服务”多种组合

输出转变。公司计划通过开展战略合作与第三方市场合作，形成品牌合作协同效应，持续提升中国中车的全球影响力和国际知名度。

总体来看，得益于较强的市场需求及公司独特的行业优势，轨道交通装备业务在未来一段时期内仍将是公司重要且稳定的收入来源。此外，国家政策和中国铁路的规划安排仍将对公司订单规模、收入和利润水平及账款回收产生较大的影响，中诚信国际将对公司订单情况保持关注。

### 公司铁路装备类产品型谱丰富、规模与技术优势明显，2019年得益于客车销量大幅上升，收入规模进一步增长

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52%以上。

表 3：近年来公司铁路装备业务收入构成情况（亿元）

	2017	2018	2019
动车组	575.41	667.26	641.57
机车	234.37	261.39	230.63
货车	220.10	202.76	206.42
客车	51.84	74.30	153.28
合计	1,081.72	1,205.71	1,231.90

资料来源：公司提供

具体来看，公司仍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，以“复兴号”为代表的动车组产品具有自主知识产权，产业链条完整，规模及技术优势明显。2019年，动车组销量较上年有所下降，销售收入略有减少。

机车业务方面，公司机车产品主要包括最大牵引功率达12000KW、最高时速达200公里的各类直流传动、交流传动电力机车和内燃机车，这些机车作为牵引动力主要用于干线铁路客运和货运服务。2019年，受订单波动及产品结构调整影响，公司机车销量略有增长，但销售收入有所下降。

货车业务方面，公司具有我国完全自主知识产权

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120~160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。2019年，公司客车销量大幅提升，客车业务实现收入有所增长。

**表 4：近年来公司铁路装备产品销量**

	2017	2018	2019
动车组（辆）	2,752	2,608	2,167
机车（台）	1,531	921	932
货车（辆）	51,473	45,974	48,762
客车（辆）	103	485	1,691

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，2019年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国铁集团采购的城际动车组、市域列车、城市轨道交通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交通车辆产品。近年来，公司在城轨交通领域不断完善技术创新体系，2019年大兴机场线时速160公里地铁列车、国内首条氢能源有轨电车、无人驾驶地铁列车等正式运营，技术与产品创新带动公司城轨业务稳步发展。2019年，公司城市轨道交通车辆销售情况较好，带动城轨与城市基础设施业务收入进一步增长。根据我国对“全国123出行交通圈”等建设规划方案，公司城轨及城市基础设施建设未来相当一段时间内仍将具有较好的可持续性。

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，风电业务运营情况较好带动新产业板块整体收入规模增长，物流业务向电商模式转型**

近年来，公司依托轨道交通装备核心专有技术，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、风电电机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。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处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。得益于风电业务增长，2019年公司新产业业务收入较上年增长7.79%。

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。物流和贸易业务方面，公司构建“中车购”电子商务平台，加快物流贸易业务向电商模式转型。

## 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2017年~2019年财务报告，由于会计准则变更，2017年及2018年财务数据分别采用2018年审计报告期初数及2019年审计报告期初数，2019年财务数据采用报告期末数。

### 公司各业务板块稳中有增，带动经营性业务利润上升，信用减值损失对利润侵蚀加重，但盈利能力仍处于很好水平

2019年，公司核心板块铁路装备业务毛利率较为稳定，以城轨与城市基础设施业务为主的其余各板块受产品结构变化及物流贸易业务规模缩减影响，毛利率均有所增长，带动公司营业毛利率水平整体提升。

表 5：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
铁路装备	25.80	25.17	25.01
城轨与城市基础设施	16.86	17.22	17.64
新产业	23.69	21.13	23.67

现代服务	9.95	12.26	19.44
<b>营业毛利率</b>	<b>22.68</b>	<b>22.16</b>	<b>23.08</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来公司业务规模扩大以及研发投入进一步增加，管理费用及销售费用呈现上升态势，同时受益于利息支出减少，加之理财和海外业务带来的利息收入和汇兑收益，公司财务费用大幅下降。受上述因素共同影响，期间费用有所增长，但由于营业总收入规模亦增长，期间费用率较为平稳。

由于公司业务规模及营业毛利率水平稳中有升，2019年公司利润总额有所增长。从构成来看，经营性业务利润仍是公司利润的主要来源，2019年公司铁路装备业务收入增长，城轨与城市基础设施业务及新产业业务利润水平上升，经营性业务利润有所提升。2019年应收账款和长期应收款计提信用减值损失较往年增加，对利润侵蚀加重；但同时由于公司处置固定资产同比增加，资产处置收益较上年增加7.44亿元。

从盈利指标来看，2019年公司业务整体利润水平稳中有增，EBITDA利润率和总资产收益率均有增长，盈利能力保持在很好水平。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	72.18	77.46	85.16
管理费用	239.23	243.28	264.62
财务费用	12.53	12.79	3.73
期间费用合计	323.95	333.53	353.52
期间费用率(%)	15.35	15.22	15.44
经营性业务利润	141.74	142.90	168.46
资产减值损失（含信用减值损失）	27.75	30.38	51.64
投资收益	26.94	20.54	21.53
营业外损益	6.56	6.08	7.86
资产处置收益	9.66	10.09	17.53
利润总额	153.85	153.42	166.08
EBITDA 利润率(%)	11.00	10.68	10.73
总资产收益率(%)	4.68	4.59	4.74

注：中诚信国际在分析时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

### 公司资产和负债规模随业务扩张而有所上升，债务

## 结构有所优化，财务杠杆维持较好水平

近年来，公司流动资产占比维持在63%以上，主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至2019年末上述科目同比均有所增长，其中，货币资金增加主要系公司经营获现能力提升，加之筹资活动净现金流出下降所致。此外，由于公司所持中华联合保险控股股份有限公司等股权账面价值增加，公司非流动资产亦有所增长。

公司流动负债占总负债比重约为89%，主要由短期借款、应付账款、应付票据和预收款项构成。由于公司对上游供应商主要采用信用付款，对下游客户按进度收取定金及进度款，应付类款项及预收款项随公司业务规模扩大而有所增长；同年末，公司短期借款有所增加，主要系银行信用借款融资增加以替换到期的长期债务所致，债务规模较上年末变化不大，债务结构仍以短期债务为主，但公司调整债务期限结构，长短期债务比由10.37倍降至5.92倍，债务结构有所优化；当年末货币资金/短期债务增至1.07倍，对短期债务的覆盖能力较好。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
货币资金	609.02	381.71	449.05
应收账款	776.75	694.83	727.98
存货	552.35	697.79	771.99
长期股权投资	112.14	137.66	155.71
短期借款	324.29	86.34	105.30
应付账款	1,043.57	991.90	1,066.02
应付票据	232.92	219.79	273.39
短期债务	604.60	453.99	421.48
总资本化比率	34.29	24.70	23.68
资本公积	406.88	406.29	407.48
未分配利润	490.10	561.16	631.15
少数股东权益	203.36	212.27	229.35

注：中诚信国际在分析时将使用权资产计入无形资产，将应收款项融资计入应收账款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于公司及下属子公司业务运营稳定和盈利能力较强，2019年末未分配利润及少数股东权益较上年末均有所增长，公司所有者权益合计维持增

长趋势。当年末，资产负债率和总资本化比率较上年末均变化不大，财务杠杆保持较好水平。

## 经营活动现金净流入规模持续增大；以债务滚动为主的筹资活动净现金流出有所减少；公司偿债指标维持很好水平且有所提升

公司经营获现能力维持在较强水平，经营活动现金流入规模较为稳定，且当年对上游供应商现金支付金额较上年有所减少，经营活动现金净流入规模增加。当年投资活动仍保持净流出态势，净流出缺口与上年相近。由于公司2019年较多地采用发行超短期融资券及其他期限较短的债务融资方式，筹资活动现金流入及流出均大幅增加，且当年偿还债务规模仍大于债务融资规模，筹资活动保持净流出状态，但缺口有所收窄。

得益于公司稳定的盈利能力及经营获现能力，2019年EBITDA及经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所增强，且近年来经营活动净现金流在扣除利息支出及股利后对债务本金的覆盖能力持续增强。整体来看，公司获现能力及偿债能力均维持在很好水平。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	161.84	188.69	225.31
投资活动净现金流	-29.75	-43.33	-45.69
筹资活动净现金流	67.49	-319.64	-126.93
经营净现金流/总债务(X)	0.22	0.38	0.46
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.69	11.63	21.25
(CFO-股利)/总债务(%)	10.80	26.28	33.80
总债务/EBITDA(X)	3.19	2.10	2.01
EBITDA 利息倍数(X)	13.89	14.43	23.17

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，无重大未决诉讼，受限资产和对外担保比例维持在较低水平

截至2019年末，公司共获得银行授信额度合计1,604.98亿元人民币和2.55亿美元，其中未使用额度

为1,422.27亿元人民币和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2019年末，公司受限资产合计为113.86亿元，占当年末总资产的2.97%，受限比例不高。其中，受限货币资金为57.59亿元，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44.91亿元。

截至2019年末，公司对外担保余额为46.13亿元，占同期末净资产的比例为2.90%，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，2017~2019年12月31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

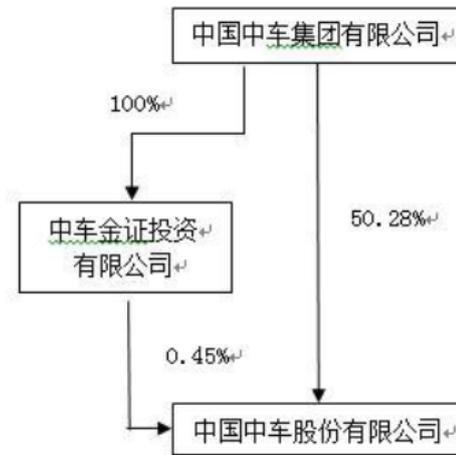
中车集团为全球最大的轨道交通装备制造商和全面解决方案供应商之一，在国内轨道交通装备制造行业具有显著的行业地位，且作为国务院国资委下属企业，在政策方面具有一定优势。截至2020年3月末，中车集团总资产为4,466.23亿元，所有者权益合计为1,643.95亿元；2019年，营业总收入为2,397.52亿元。作为中车集团下属重要子公司，近年公司营业总收入占中车集团营业总收入比重均高于95%，对中车集团收入贡献极高。作为公司控股股东，中车集团能够在资金、研发、生产及资源协调等方面为公司提供有力支持。

## 评级结论

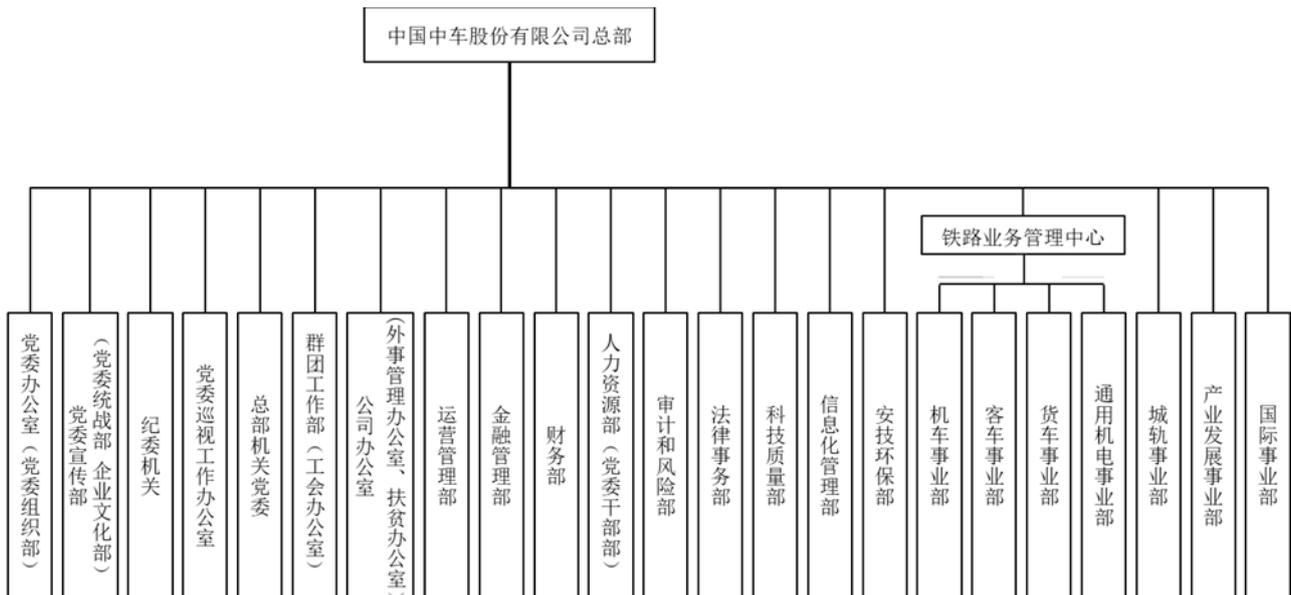
综上所述，中诚信国际维持中国中车股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维

持“20 中车 01”的债项信用等级为 **AAA**。

## 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 年末）



注：2019 年 12 月 30 日中车集团与子公司中车金证投资有限公司（以下简称“中车金证”）签署了《中车金证投资有限公司与中国中车集团有限公司之无偿划转协议》，协议将中车金证所持有中国中车的全部股份 128,871,427 股无偿划转至中车集团，本次拟划转股份占中国中车总股本 0.45%，全部为非限售流通股。本次股份划转完成后，中车集团将直接持有中国中车 50.73% 的股权。截至本报告出具之日，该股权划转事项尚未完成。



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）	2017	2018	2019
货币资金	6,090,228.70	3,817,100.80	4,490,476.40
应收账款净额	7,767,453.10	6,948,324.40	7,279,803.70
其他应收款	334,947.10	302,988.70	259,905.50
存货净额	5,523,483.50	6,977,938.90	7,719,873.40
长期投资	1,544,855.40	1,823,901.80	2,050,038.70
固定资产	5,724,356.20	5,739,072.90	5,909,088.60
在建工程	867,587.90	809,821.30	724,384.90
无形资产	1,778,329.20	1,665,010.40	1,727,578.10
总资产	37,520,646.80	35,752,305.00	38,357,248.50
其他应付款	913,508.60	986,039.60	917,639.70
短期债务	6,045,983.20	4,470,941.60	4,214,836.40
长期债务	1,358,548.20	438,001.10	712,446.10
总债务	7,404,531.40	4,908,942.70	4,927,282.50
净债务	1,314,302.70	1,091,841.90	436,806.10
总负债	23,328,684.60	20,783,842.30	22,474,400.30
费用化利息支出	132,671.30	145,558.50	97,043.90
资本化利息支出	34,409.10	16,688.50	8,975.10
所有者权益合计	14,191,962.20	14,968,462.70	15,882,848.20
营业总收入	21,101,293.50	21,908,264.10	22,901,083.30
经营性业务利润	1,417,385.60	1,429,028.50	1,684,607.70
投资收益	269,430.80	205,392.60	215,337.70
净利润	1,299,741.80	1,299,850.70	1,382,370.10
EBIT	1,671,189.60	1,679,795.70	1,757,876.40
EBITDA	2,320,809.30	2,340,848.50	2,456,882.30
经营活动产生现金净流量	1,618,434.40	1,886,934.40	2,253,053.60
投资活动产生现金净流量	-297,498.10	-433,332.40	-456,886.80
筹资活动产生现金净流量	674,939.10	-3,196,406.50	-1,269,313.70
资本支出	869,705.90	904,177.70	806,482.70
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	22.68	22.16	23.08
期间费用率(%)	15.35	15.22	15.44
EBITDA 利润率(%)	11.00	10.68	10.73
总资产收益率(%)	4.68	4.59	4.74
净资产收益率(%)	9.78	8.92	8.96
流动比率(X)	1.26	1.21	1.26
速动比率(X)	0.98	0.84	0.87
存货周转率(X)	2.98	2.73	2.40
应收账款周转率(X)	2.78	2.98	3.22
资产负债率(%)	62.18	58.13	58.59
总资本化比率(%)	34.29	24.70	23.68
短期债务/总债务(%)	81.65	91.08	85.54
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.38	0.46
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.27	0.42	0.53
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.69	11.63	21.25
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.80	24.67	33.46
总债务/EBITDA(X)	3.19	2.10	2.01
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.52	0.58
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.89	14.43	23.17
EBIT 利息保障倍数(X)	10.00	10.35	16.58

注：1、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；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将使用权资产计入无形资产，将应收款项融资计入应收账款。

### 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）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-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/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
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=股权投资+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。