



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪222号

南方汇通股份有限公司：

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“南方汇通股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“南方汇通股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”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AA，评级展望稳定，维持贵公司上述债券信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月二十三日

南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）、2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	南方汇通股份有限公司		
债券名称	南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	17 汇通 01		
债券代码	112538.SZ		
发行规模	人民币 1 亿元		
存续期限	5 年期（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）： 2017/07/03—2022/07/03		
上次评级时间	2018/06/05		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA	评级展望	稳定

发行主体	南方汇通股份有限公司		
债券名称	南方汇通股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	18 南方 01		
债券代码	112698.SZ		
发行规模	人民币 2.85 亿元		
存续期限	5 年期（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）： 2018/05/15—2023/05/15		
上次评级时间	2018/05/04		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA	评级展望	稳定

基本观点

2018 年，南方汇通股份有限公司（以下简称“南方汇通”或“公司”）在复合反渗透膜领域仍保持国内领先技术水平和行业地位，受益于复合反渗透膜市场需求增加，公司整体收入规模小幅增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到我国尚未形成完善统一的复合反渗透膜国家标准，公司棕纤维产品业务运营压力上升及整体盈利能力弱化等因素可能对公司业务发展及信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持南方汇通主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“南方汇通股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 AAA。上述债项级别同时考虑了中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”）提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 保持复合反渗透膜行业领先地位，业务规模稳中有升。公司系国内经营规模最大、膜产品品类最全的复合反渗透膜生产企业之一，具有一定行业地位。受益于我国水处理行业的不断发展，2018 年公司复合反渗透膜业务实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 6.52%，业务规模稳中有升。
- 复合反渗透膜领域研发实力较强，技术水平国内领先。公司复合反渗透膜研发中心系分离膜材料及应用技术国家地方联合工程研究中心、贵州省省级工业设计中心，承担多个国家及项目并牵头制定多项复合反渗透膜国家标准，2018 年新增发明专利 3 项，当年末公司有效专利增至 93 项，其中发明专利 38 项，实用新型专利

南方汇通	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益合计 (亿元)	9.02	9.69	9.81	11.32
总资产 (亿元)	17.87	18.19	20.16	22.22
总债务 (亿元)	1.17	1.88	4.60	4.89
营业总收入 (亿元)	10.09	10.83	11.05	2.29
营业毛利率 (%)	43.94	41.47	40.14	34.46
EBITDA (亿元)	2.17	2.30	2.23	-
所有者权益收益率 (%)	14.95	13.10	10.64	10.06*
资产负债率 (%)	49.53	46.70	51.32	49.06
总债务/EBITDA (X)	0.54	0.82	2.06	-
EBITDA 利息倍数 (X)	34.91	11.86	7.42	-

中车集团	2016	2017	2018
所有者权益 (亿元)	1,281.75	1,412.42	1,507.54
总资产 (亿元)	3,588.71	4,052.87	3,984.73
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
营业毛利率 (%)	20.93	22.76	22.20
EBITDA (亿元)	244.92	218.00	216.68
所有者权益收益率 (%)	10.40	7.59	6.37
资产负债率 (%)	64.28	65.15	62.17
总债务/EBITDA (X)	3.13	4.44	3.63
EBITDA 利息倍数 (X)	12.79	8.53	7.35

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、加*指标经年化处理；
3、中车集团2016~2017年财务数据均采用期初重述数。

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

代琳琳 lldai@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月23日

55项，并获得2017年度贵州省科学技术进步一等奖。公司在复合反渗透膜领域具有较强的研发实力，技术水平处于前列。

- 担保方中车集团实力极强。中车集团系全球最大的轨道交通装备制造制造商，资产和权益规模大，具备极强的财务实力，整体运营状况良好，担保实力极强，可为本期债务本息的偿还提供有力保障。

关注

- 复合反渗透膜领域尚未建立完善统一的国家标准体系，行业发展处于初级阶段。我国复合反渗透膜国家标准少，且均为推荐性标准，行业未形成完善统一的国家标准，不利于相关企业的发展。
- 棕纤维产品业务运营压力上升。我国床垫市场分散且竞争压力大，2018年公司棕纤维产能利用率仅为45.67%，2019年一季度公司棕纤维产品年化产能利用率进一步降至27.40%，产能存在闲置，公司棕纤维业务市场拓展能力较弱，业务运营压力上升。
- 盈利能力弱化。公司所处复合反渗透膜和床垫行业市场竞争激烈，初始获利空间被挤压，营业毛利率持续下滑，整体盈利能力弱化。中诚信证评将长期关注公司盈利能力变动对其对资信等级的影响。

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。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2003号文核准，公司公开发行面值不超过3.90亿元的公司债券，由于受累计债券余额不超过最近一期净资产40%的限制，本次债券发行总规模为不超过3.85亿元。2017年7月公司发行的南方汇通股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“17汇通01”），系本次债券项下的首期发行，发行规模1.00亿元，期限为5年（即2017年7月3日至2022年7月3日），附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为4.80%，采取按单利计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至2018年末，17汇通01募集资金净额已全部用于补充公司运营资金。

2018年5月公司发行的南方汇通股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期），系本次债券的第二期，发行规模2.85亿元，期限为5年（即2018年5月15日至2023年5月15日），付第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为5.17%，采取按单利计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券于2018年6月5日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台同时挂牌上市交易，债券简称“18南方01”，债券代码“112698”。本期债券扣除发行费用后募集资金2.83亿元，截至2018年末，公司使用募集资金2.64亿元用于补充营运资金。

行业分析

我国海水淡化及污水治理相关政策持续加码，海水淡化工程和污水治理不断取得进展，上游工业膜产品具有强力市场支撑和良好发展前景

复合反渗透膜最主要的应用市场为工业水处理，领域包括海水淡化和工业污水治理。随着我国水资源短缺及水污染问题的日益凸显，海水淡化及水污染治理持续获得政策倾斜。海水淡化方面，自

2007年国家海洋局颁布《海水利用专项规划》首次正式提及海水淡化行业的整体规划情况后，发改委、科技部、海洋局等国家相关部门陆续颁布各项政策引导海水淡化，根据《全国海水利用“十三五”规划》，到“十三五”末，全国海水淡化总规模达到220万吨/日以上，沿海城市新增海水淡化规模105万吨/日以上，海岛地区新增海水淡化规模14万吨/日以上，海水直接利用规模达到1,400亿吨/年以上。同时《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018~2020年）》在新材料关键技术产业化中提到，要加快海水淡化处理用膜、锂离子电池用软包装膜、偏光片及配套膜材料等先进有机材料关键技术产业化，为海水淡化提供技术保障等。在政策的强力推动下，我国海水淡化取得显著进展，根据2018年12月自然资源部海洋战略规划与经济司发布的《2017年全国海水利用报告》显示，截至2017年末，全国已建成海水淡化工程136个，工程规模118.91万吨/日，其中已建成最大海水淡化工程规模20万吨/日；年利用海水作为冷却水量¹为1,344.85亿吨。截至2017年末，我国海水利用成果与《全国海水利用“十三五”规划》目标仍有差距，2018~2020年，我国海水淡化工程仍有广阔发展空间。

污水处理方面，2018年及2019年《政府工作报告》中均提到实施重点流域和海域综合治理，全面整治黑臭水体，加大污水处理设施建设力度等污水治理目标。此外，2018年是新修订的《中华人民共和国水污染防治法》和《中华人民共和国环境保护税法》实施第一年，根据新的《水污染防治法》和污水处理“十三五”相关规划的要求，国家和地方相继出台了一系列与水污染治理相关的政策、法规和管理制度，包括环保部发布饮料酒制造业、船舶制造业、屠宰及肉类加工、制浆造纸、制糖、陶瓷、炼焦化学、玻璃制造等行业污染防治技术指南；中央办公厅和国务院办公厅印发《农村人居环境整治三年行动方案》；生态环境部和住建部联合发布《关于加快制定地方农村生活污水处理排放标准的通

¹ 海水直接利用主要包括海水直流冷却、海水循环冷却和大生活用海水等，其中海水直流冷却为最主要的应用。

知》；环保部通过《“绿盾 2018”国家级自然保护区监督检查专项行动方案》及《2018 年黑臭水体整治和城镇、园区污水处理设施建设专项行动方案》等。在政策支持下，我国污水处理工作取得了很大进展，截至 2018 年末，36 个重点城市 1,062 个黑臭水体中，95% 消除或基本消除黑臭，实现攻坚战年度目标。据不完全统计，36 个重点城市直接用于黑臭水体整治的投资累计超过 1,140 亿元，共建设污水管网近 2 万公里、污水处理厂（设施）305 座，新增日处理能力 1,415 万吨，超过 97% 的省级及以上工业园区建成污水集中处理设施并安装自动在线监控装置。2019 年，我国中央及地方政府将继续加强污水治理力度，做好“打黑、消灭、治污、保源、建制”工作。其中深圳市《深圳市水污染治理决战年工作方案》提出 2019 年深圳市计划完成水污染治理投资近 500 亿元，到 2020 年全市将累计完成治水投资近 1,200 亿元，确保在 2019 年底前全面消除黑臭水体；湖北省《关于进一步加强城镇水环境治理工作的通知》要求 2019 年底全省所有新建生活污水处理厂出水排放执行一级 A 标准，2019 年 6 月底所有乡镇生活污水处理厂全面转入试运行，2020 年底全省乡镇生活污水处理率达到 75%。受益于海水淡化市场增长及环保政策驱动等因素，我国复合反渗透膜市场有望迎来高速增长。根据高工产研膜材料研究所（GGII），2018-2020 年，随着相关政策支持、下游市场端的需求增长以及中国反渗透膜生产企业产能的释放，GGII 预计 2020 年中国反渗透膜市场规模达 87 亿元。

整体而言，我国海水淡化及污水治理等相关政策导向明确且取得一定进展，为上游工业膜产品提供了有力的市场支撑和良好的发展前景。

我国在膜处理技术领域尚未形成完善的国家标准体系，不利于行业内企业发展

在膜处理技术领域，我国研究起步较晚，目前出台的国家标准和行业标准较少，均为推荐性标准，无强制性国家标准，且主要集中于海洋应用领域。标准作为行业发展的一个重要步骤，起着肯定已有成果、引导行业发展方向的重要作用，具有很强的指导性。目前我国复合反渗透膜行业尚未形成

完善统一的国家标准体系，各企业参照行业标准及少量国家标准对复合反渗透膜产品进行质量控制，产品质量参差不齐，不利于行业内企业发展。目前我国具备自主研发实力的企业仅南方汇通、碧水源和津膜科技等几家企业，与国际反渗透膜企业相比，国内企业规模普遍较小，资金实力较弱，竞争力仍有待提升。

表 1：国内外知名膜生产企业收入规模

单位：亿元

企业名称	股票代码	营业收入		
		2016	2017	2018
陶氏杜邦	DWDP.N	3,340.72	4,082.83	5,731.80
日东东丽	3402.T	1,210.28	1,251.67	1,302.32
日本电工	6988.T	456.24	474.18	505.76
碧水源	300070.SZ	88.92	137.67	115.18
南方汇通	000920.SZ	10.09	10.83	11.05
津膜科技	300334.SZ	7.49	6.33	6.86

注：国外企业收入已按历史汇率折算。

资料来源：wind，中诚信证评整理

整体而言，我国在膜处理技术领域尚未形成完善统一的国家标准体系，不利于行业内企业发展，同时目前国内膜处理技术企业规模小，综合实力仍有待提升。

我国床垫市场需求规模大但集中度低，行业或面临整合

我国人口基数大，床垫市场需求规模大，根据川财证券研究报告测算，2018~2020 年床垫内销规模分别为 669.86 亿元、729.02 亿元和 790.00 亿元，复合增速为 8.82%。尽管我国床垫市场规模大，但受国内中小品牌多、床垫创新技术较弱、品牌宣传力度有限、销售渠道布局不足、行业缺乏整合等综合因素影响，市场集中率很低，CR5 仅为 15% 左右，较成熟的美国床垫市场 CR5 在 79% 左右，仍处于很低水平。据华泰证券测算，2013~2017 年我国床垫零售业排名前五的国内品牌分别是慕思、喜临门（603008.SH）、爱蒙、顾家家居（603816.SH）和梦百合（606313.SH），其中慕思和喜临门 2017 年的市场占有率分别为 7.7% 和 5.5%，分列第一名和第二名。国内床垫龙头企业在品牌宣传、门店布局、产品技术含量等方面占据一定优势，但市场占有率

仍处于较低水平。2018年10月14日，顾家家居与喜临门控股股东绍兴华易投资有限公司（以下简称“华易投资”）签署了《股权转让意向书》，顾家家居或其指定的控股子公司拟通过支付现金方式以单价不低于每股人民币15.20元，总价不低于人民币13.80亿元的价格（最终交易价格由双方协商确定，并符合证券监管机构的相关规定）收购华易投资持有的喜临门合计不低于23%的股权。若收购完成，顾家家居或将成为喜临门最大股东，且其床垫业务通过整合，市场份额或将得到显著提升。同时，对于床垫行业而言，顾家家居收购喜临门或将成为床垫行业整合的，加速床垫行业的整合。整体而言，我国床垫行业市场规模大，但集中度低，未来或面临行业整合。

业务运营

公司主要从事复合反渗透膜业务、棕纤维产品业务以及少量净水设备业务（其他业务），运营主体分别为时代沃顿科技有限公司（以下简称“时代沃顿”）、贵州大自然科技股份有限公司（以下简称“大自然股份”）和贵州中车汇通净水科技有限公司（以下简称“汇通净水”）。其中，净水设备业务主要产品为“泉卫士”品牌民用及商用净水机及其配件，因净水机市场竞争激烈，汇通净水持续亏损经营，2017及2018年前三季度净利润分别为-536万元和-199万元，因此2018年11月公司清算注销汇通净水，不再从事净水设备业务的运营。2018年公司复合反渗透膜和棕纤维产品分别实现营业收入6.61亿元和4.27亿元，同比增速分别为6.52%和-1.09%；全年实现营业收入11.05亿元，同比增长2.06%。2019年一季度，公司实现营业收入2.29亿元，同比增长7.79%。

表 2：公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

产品	2017		2018	
	营业收入	比重	营业收入	比重
复合反渗透膜	6.21	57.33	6.61	59.84
棕纤维产品	4.31	39.84	4.27	38.61
净水设备产品	0.16	1.47	0.01	0.11
其他业务	0.15	1.36	0.16	1.44
营业收入	10.83	100.00	11.05	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司在复合反渗透膜领域具备一定行业地位，受益于国内水处理行业的日益发展，膜产品业务规模和产能利用率保持增势。2018年公司中标的首个中水回用项目或将起到示范效应，利于后续水处理项目的承接

时代沃顿是国内经营规模最大、膜产品品类最全的复合反渗透膜生产企业之一，拥有全套的复合反渗透膜的中试生产线及国内一流的膜和膜过程分析研究实验室，承担过“863计划”、“国家振兴装备制造计划”、“国家科技支撑计划”以及“国家重点研发计划”等多个国家级项目，牵头制订了《卷式聚酰胺复合反渗透膜元件》、《反渗透膜测试方法》和《纳滤膜测试方法》三项国家标准，并通过美国NSF/ANSI 58和NSF/ANSI 61认证。时代沃顿研发中心系分离膜材料及应用技术国家地方联合工程研究中心，2018年新增发明专利3项，截至2018年末，时代沃顿累计拥有有效专利93件，其中发明专利38件，实用新型55件。2018年时代沃顿获得2017年度贵州省科学技术进步一等奖，研发中心被评为贵州省省级工业设计中心。时代沃顿在复合反渗透膜领域具备较强的研发实力，技术水平领先，在业内享有一定行业地位。

公司专注于复合反渗透膜业务的发展，扩产项目建设不断推进，2018年四季度年产580万平米复合反渗透膜的沙文工业园二期项目的生产设备进入工艺调试，新增三条生产线逐步进入试生产阶段，截至2018年末，膜产能达2,000万平方米/年，产能规模的扩大为业务规模的持续增长奠定基础。受益于我国水处理行业日益发展、膜产品下游市场需求不断增加以及自身较为有利的行业地位和产

品优势，2018 年公司复合反渗透膜产量达 1,551 万平方米，同比增长 15.57%，当年产能利用率升至 77.55%。2019 年一季度，公司产量同比增长 45.47%至 442 万平方米，产能利用率提升至 88.37%，较 2018 年全年水平提升 10.82 个百分点。此外，从复合反渗透膜尺寸来看，2018 年及 2019 年一季度，公司按平方米计算膜产量呈同比上升趋势，但同期按支计算的产量同比分别减少 4.26%和 32.42%至 736.31 万支和 121.63 万支，产品结构向较大尺寸的复合反渗透膜倾斜。

表 3：2016~2019.Q1 公司复合反渗透膜产能情况

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
产能（万平方米/年）	1,700	1,700	2,000	2,000
产量（万平方米）	1,219	1,342	1,551	442
产能利用率（%）	71.71	78.94	77.55	88.37
产量（万支）	815.02	769.06	733.86	121.63
销量（万支）	909.86	822.89	736.31	99.03
产销比率（%）	111.64	107.00	100.33	81.42

注：2019 年一季度产能利用率经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年以来，我国环保政策进一步趋严，水环境治理标准和执行力度得到进一步增强，工业环保设施升级改造、高浓水回收及废水近零排放等工业膜的市场需求进一步增长；同时饮用水、提标改造工程和精细化水处理需求促使工业膜向高耐污染和高稳定性转变。公司不断拓展苦咸水膜、超低压膜、抗污染膜等高性价比的工业膜在细分领域的应用，工业用膜销售规模提升。2018 年在下游市场需求上升的刺激下，公司复合反渗透膜业务实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 6.52%，规模持续增长。需关注的是，工业膜通常面向工业领域，应用于规模较大的水处理项目，整体结算周期较长，工业膜销售规模的提升或将增加公司货款回收压力。

此外，2018 年 4 月公司收到中广核联达节能科技有限公司 50,000 吨/天中水回用项目中标通知，并于 8 月签订正式合同。公司将承担天津天钢联合特钢有限公司各生产工序生产过程中所产生的工业废水回收处理后回用项目的融投资、设计、建设、设备采购及运营维护（以下简称“天钢项目”）。该项目投资总额预计 2.20 亿元，建设期为 330 天，运营期长达 10 年，运营期收益来源于污水处理服务

费，预期项目总收入达 10.63 亿元。截至 2018 年末，公司已投资 1.15 亿元，项目进度达 52.12%，预期 2019 年 6 月末完工。作为首个水处理工程项目，该项目的成功推进将起到示范作用，有助于公司拓宽业务范围，提升业务规模，进一步增强竞争力。

整体来看，公司技术水平及行业地位领先，受益于我国水处理行业的持续发展，公司复合反渗透膜业务持续增长，且产能规模的提升及首个中水回用项目承接的示范效应将进一步提升公司业务承接能力。

我国床垫市场分散且竞争压力大，2018 年公司棕纤维产品产销量同比下滑，产能利用率持续处于较低水平，同时业务规模收缩，业务运营压力上升

大自然股份系《软体家具棕纤维弹性床垫》国家标准及《床垫用纤维丝》等行业标准的主导起草单位，截至 2018 年末，累计获得授权专利 277 项，其中发明专利 57 项、实用新型专利 127 项和外观设计专利 43 项。大自然股份产品范围涵盖婴幼儿、青少年、成人及中老年各年龄段，产品系列多达 30 余个，2018 年推出 14 款新产品床垫上市，产品结构进一步丰富。但受行业竞争激烈等因素影响，2018 年公司棕纤维产品产销量同比分别减少 3.71%和 4.22%至 5.94 万立方米和 5.84 万立方米，当年棕纤维产品产能利用率为 45.67%，持续处于较低水平。2018 年，公司棕纤维业务实现营业收入 4.27 亿元，同比下降 1.09%。2019 年一季度，公司棕纤维产品产能利用率进一步降至 27.40%，较上年同期下降幅度较大（2018 年一季度年化产能利用率为 53.12%），产能存在闲置风险，市场拓展能力较弱，该业务面临运营压力上升。

表 4：公司棕纤维产品产销情况

单位：立方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
产能	70,000	130,000	130,000	130,000
产量	58,157	61,661	59,371	8,904
产能利用率(%)	83.08	47.43	45.67	27.40
棕纤维产品销量	57,644	60,984	58,412	11,255
其中：床垫	55,315	60,431	57,897	11,187
枕头	356	553	516	68
库存量	1,381	2,058	3,017	666

注：2019 年一季度产能利用率经年化。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为改善棕纤维床垫业务运营状况，公司从产品性能及销售渠道等多方面提升竞争力。产品性能方面，棕纤维床垫气味大、重量大及弹性小系制约其发展的重要问题，2018 年公司通过产品研发及生产工艺改进，使床垫的总挥发性有机物（即 TCOV）排放量由 0.109mg/m².h 下降到了 0.0405mg/m².h，降幅达到了 58.72%，气味明显下降，同时在确保床垫产品质量的前提下，床垫的回弹性能提升，密度有所下降，产品性能提高。销售渠道方面，公司棕纤维产品以经销方式为主，2018 年末全国总经销商达 238 家，其中一级经销商 32 家，较上年末分别增加 23 家和 3 家，未来公司销售网络将进一步向临街专卖店、社区店和商超店延伸。长期来看，产品性能和销售渠道的延伸有望提振公司棕纤维业务业绩，中诚信证评将持续关注公司棕纤维业务的运营情况及相关措施对经营业绩的影响。

整体来看，我国床垫行业分散，市场竞争激烈，目前公司棕纤维产品产能利用率较低，市场拓展力度相对不足，收入规模呈现下滑，业务承压运营。

财务分析

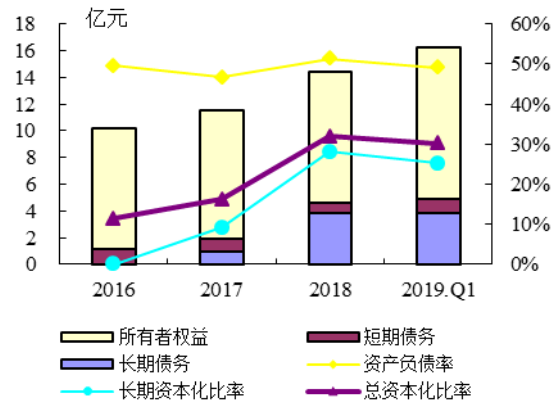
以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季报财务报告，以下数据均为合并口径。

资本结构

受益于经营利润的积累，公司所有者权益规模稳中有升，2018 年末所有者权益增长 1.23%至 9.81 亿元。但随着工业膜水处理项目垫资规模的增加，

公司负债水平明显提高，同期末负债总额 10.90 亿元，同比增长 21.84%，总资产因此同比增长 10.85%至 20.16 亿元。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 51.32%和 31.93%，较上年末分别上升 4.63 个百分点和 15.66 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司总资产和所有者权益分别为 22.22 亿元和 11.32 亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为 49.06%和 30.17%，财务杠杆比率较为合理。

图 1：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

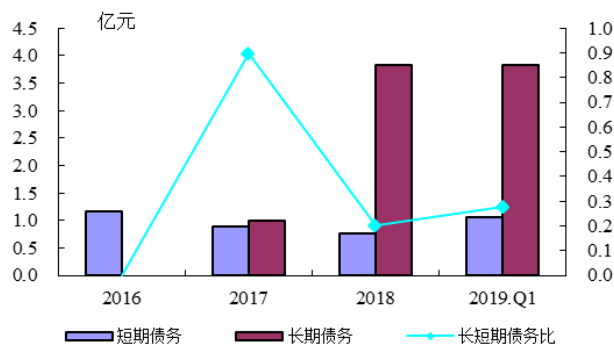
2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 13.97 亿元和 15.99 亿元，占总资产的比重分别为 69.28%和 71.97%，主要由可供出售金融资产、固定资产和无形资产构成。2018 年末，公司可供出售金融资产 4.35 亿元，同比下降 13.63%，其中按公允价值计量和成本计量的可供出售金融资产分别为 1.57 亿元（海通证券股份有限公司）和 2.78 亿元，同比分别增加-31.62%和 1.46%，以公允价值计量的可供出售金融资产同比减少 0.73 亿元，主要系海通证券股价波动所致。2018 年末公司固定资产因折旧同比下降 5.99%至 4.82 亿元，无形资产则因摊销和自用土地转出租计入投资性房地产同比下降 21.60%至 0.79 亿元。此外，2018 年公司承建天钢项目，截至年末天钢项目投入 1.15 亿元，计入其他非流动资产，使得其他非流动资产增至 1.41 亿元。2019 年 3 月末，公司将可供出售金融资产重分类为其他权益工具投资，受公允价值变动影响增至 5.98 亿元；随着天钢项目建设推进，其他非流动资产增至 1.64 亿元。

流动资产方面，2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动资产分别为 6.19 亿元和 6.23 亿元，占总资产的比重为 30.72%和 28.03%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。2018 年末，公司货币资金 2.65 亿元，同比增长 2.84%，其中受限货币资金为 0.29 亿元，整体流动性较好；2019 年 3 月末，货币资金 2.55 亿元，略有减少。2018 年公司膜业务中工业膜业务比重上升且工业膜产品销售回款周期较长，导致当年应收账款同比增长 245.99%至 1.33 亿元；从账龄看，1 年内应收账款余额比重约为 99.47%，应收账款周转率由上年 30.02 次/年降至 12.89 次/年，周转效率放缓。2019 年 3 月末，公司应收账款增至 1.55 亿元，年化周转率进一步降至 6.36 次/年，工业膜业务持续扩张使得应收账款周转效率降低。2018 年末公司存货同比增长 4.82%至 1.13 亿元，主要由原材料、在产品及发出商品等构成，当年未计提存货跌价准备，并转回上年对库存产品计提的坏账准备（26.83 万元），公司所处行业竞争激烈，存货仍面临一定跌价风险。总体来看，公司资产以非流动资产为主，且应收账款等流动资产的周转速度放缓，资产流动性弱化。

负债构成方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动负债分别为 5.08 亿元和 5.25 亿元，占负债总额的比重分别为 49.09%和 48.15%，主要由应付账款和其他应付款构成。2018 年末，公司应付账款 1.39 亿元，同比增长 18.27%，集中于一年以内；其他应付款 2.13 亿元，主要为拆借自中车产业投资有限公司的款项为 2.00 亿元，年利率为 4.35%，期限为 1 年。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动负债分别为 5.27 亿元和 5.65 亿元，主要由应付债券和递延收益构成。2018 年 5 月，18 南方 01 发行成功，公司应付债券增至 3.82 亿元；递延收益 0.82 亿元，主要为对公司研发项目的政府补助。

债务方面，债券发行使公司债务规模扩大，但债务期限结构得以优化。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务分别为 4.60 亿元和 4.89 亿元，其中短期债务分别为 0.77 亿元和 1.06 亿元，长期债务均为 3.83 亿元，长短期债务比分别为 0.20 倍和 0.26 倍，债务期限结构合理，短期偿债压力可控。

图 2：2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司负债水平适中，且债券的发行使其债务期限结构得以改善，财务结构保持稳健。

盈利能力

随着国内环保要求升级，工业领域污水处理需求逐步释放，公司膜业务规模收入逐年增长，2018 年该板块业务实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 6.52%；同年因床垫行业竞争激烈，公司棕纤维业务收入同比下降 1.09%至 4.27 亿元。全年公司实现营业收入 11.05 亿元，同比增长 2.06%。2019 年一季度，公司实现营业收入 2.29 亿元，同比增长 7.79%。

营业毛利率方面，公司所处行业竞争激烈，膜业务和棕纤维业务的毛利率呈波动下滑趋势，2018 年分别为 44.31%和 34.60%，同比分别下降 2.83 个百分点和 0.42 个百分点，当年公司营业毛利率由上年的 41.47%降至 40.14%，同比下降 1.33 个百分点。2019 年一季度公司营业毛利率为 34.46%，同比下滑 4.98 个百分点，初始获利空间呈收缩态势。

表 5：2016~2018 年公司主要产品毛利率

单位：%			
项目名称	2016	2017	2018
复合反渗透膜	52.97	47.14	44.31
棕纤维产品	33.10	35.02	34.60
营业毛利率	43.94	41.47	40.14

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 3.05 亿元，同比增长 3.17%，其中产品宣传费用和相关人工费用增加导致销售费用同比增长 3.44%，在复合反渗透膜及棕纤维床垫等方面研发投入增加导致研发费用同比增长 22.42%，债务规模扩张利息

支出上升导致财务费用同比增长 28.62%，但当年公司加强费用管控，管理费用同比下降 10.10%。2018 年及 2019 年一季度，公司期间费用收入占比分别为 28.46% 和 25.00%，期间费用规模维持高位，侵蚀大量经营所得。

表 6：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

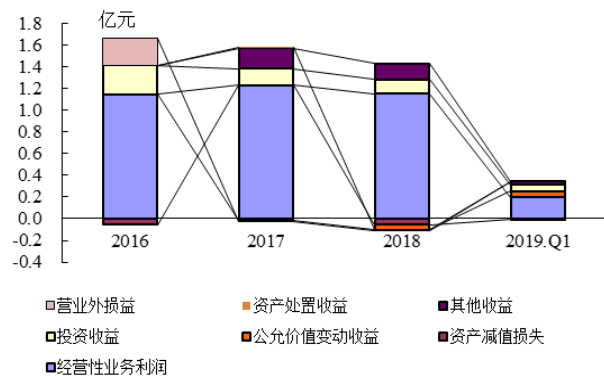
项目名称	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.97	1.10	1.14	0.16
管理费用	2.15	1.20	1.08	0.25
研发费用	-	0.54	0.66	0.10
财务费用	0.05	0.20	0.26	0.07
期间费用合计	3.16	3.05	3.15	0.57
营业总收入	10.09	10.83	11.05	2.29
期间费用收入占比	31.30%	28.16%	28.46%	25.00%

注：2016 年研发费用仍归集至管理费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，同时投资收益和其他收益系重要补充。2018 年，公司收入规模保持增长，但初始获利能力弱化且期间费用规模高企，经营性业务利润同比下降 6.34% 至 1.15 亿元。当年受益于可供出售金融资产被投资单位分红等，公司获得投资收益 0.13 亿元，同比下降 13.40%，投资收益的整体稳定性不足。此外，2018 年公司获得各项政府补助，形成其他收益 0.15 亿元。2018 年，公司实现利润总额 1.31 亿元，净利润 1.04 亿元，同比分别减少 15.43% 和 17.79%。2019 年一季度，受益于业务规模扩张及费用控制能力提升，公司经营性业务利润同比增加 295.12 万元至 0.20 亿元。同时公司因交易性金融资产处置及持有期间收益分别确认投资收益 561.22 万元和公允价值变动收益 597.70 万元，同比分别增加 514.88 万元和 989.02 万元。当期公司最终实现利润总额 0.34 亿元和净利润 0.28 亿元，同比分别增长 73.66% 和 104.22%。整体看，投资收益等非经常性损益系公司重要的利润补充，但其缺乏持续性和稳定性，中诚信证评将长期关注公司非经常性损益的持续性及盈利能力的稳定性。

图 3：2016~2019.Q1 公司利润总额变化及其构成



注：中诚信证评将信用减值损失纳入资产减值损失列示

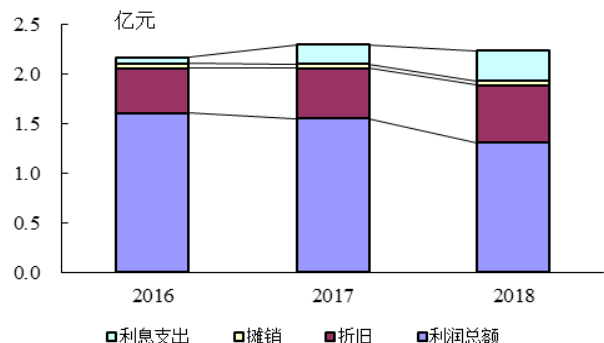
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司复合反渗膜业务及棕纤维业务所处行业竞争激烈，初始获利空间受挤压，同时期间费用高企，盈利能力有所削弱。尽管投资收益等非经常性损益对净利润形成重要补充，但其缺乏持续性和稳定性，公司非经常性损益的持续性和盈利能力的稳定性需长期关注。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，同时随着债务规模的扩张，利息支出对利润总额的贡献度上升。2018 年因利润总额下滑，公司实现 EBITDA 规模为 2.23 亿元，较上年下降 2.67%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年债务规模的扩张使得公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数较上年弱化，分别为 2.06 倍和 7.42 倍，但仍可对债务本息形成一定保障。

图 4：2016~2018 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018 年结算周期较长的工业膜业务收入比重上升使得当期公司经营活动净现金流规模萎缩，当年公司经营性净现金流/总债务和经营活

动净现金流/利息支出分别为 0.04 倍和 0.61 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力大幅下降，但仍具备一定保障能力。2019 年一季度，公司经营活动净现金为-0.02 亿元，呈净流出状态。

表 7：2016~2019.Q1 公司部分偿债指标

单位：亿元				
指标	2016	2017	2018	2019.Q1
投资活动净现金	-1.13	-1.43	-1.41	-0.14
筹资活动净现金	0.29	-0.26	1.31	-0.02
经营活动净现金	1.89	1.16	0.18	-0.22
经营活动净现金/总债务 (X)	1.62	0.62	0.04	-0.18*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	30.41	6.01	0.61	-
EBITDA	2.17	2.30	2.23	0.34
总债务/EBITDA (X)	0.54	0.82	2.06	-
EBITDA 利息倍数 (X)	34.91	11.86	7.42	-

注：2019 年一季度带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，2019 年 3 月末，公司除对下属子公司时代沃顿提供担保 210.32 万元外，无其他对外担保；同期末，公司不存在未决诉讼仲裁形成的或有负债；受限资产合计 1.67 亿元，占净资产和总资产的比重分别为 7.51%和 14.74%，比重较小。

财务弹性方面，2019 年 3 月末，公司获得银行授信额度总计 2.20 亿元，其中未使用授信额度 2.07 亿元，能够为公司偿付债务提供一定流动性支持。

综上，公司复合反渗膜的核心技术仍处于国内领先水平，业务规模保持增长，且当前公司财务杠杆比率处于合理水平，债务集中于长期偿付，短期偿债压力较小，EBITDA 对债务本息仍具备一定保障能力，整体偿债能力很强。

担保实力

中国中车集团有限公司（简称“中车集团”，原“中国中车集团公司”）就本次债券提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

业务运营

中车集团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，其轨道交通业务由其下属上市子公司中国中车股份有限公司（以下

简称“中国中车”）运营。2018 年中车集团实现营业收入 2,293.51 亿元，同比微降 5.72%。当年中国中车营业收入同比增长 3.82%至 2,190.83 亿元，占中车集团营业收入的 95.52%。除中国中车所经营业务外，中车集团业务还包括少部分铁路配件制造等业务以及钢结构、棕纤维和复合反渗透膜等少量非轨道交通装备业务，但业务收入占比很小。

轨道交通业务方面，中国中车系全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商，轨道交通装备业务销售规模连续多年位居全球首位。2018 年中国中车时速 350 公里长编复兴号动车组、160 公里动力集中动车和 17 辆超长编组动车组等相继投入运行，复兴号动车实现谱系化发展，时速 160 公里中速磁悬浮城轨列车成功下线，首条智轨快运系统示范线开通运营，跨座单轨、悬挂单轨以及无人驾驶地铁列车等新型城轨车辆实现新突破，轨道交通装备行业地位更加巩固。

从轨道交通业务细分业务看，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%。总体来看，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。

表 8：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

从轨道交通业务订单看，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。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。

表 9：2016~2018 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

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。公司销售订单规模和营业收入受中国铁路总公司的规划安排影响较大，对单一客户依赖度较大。

总体来看，2018 年中车集团铁路装备和城市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中车集团发展空间仍较大。

财务分析

以下财务分析基于中车集团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，其中 2016 及

2017 年度数为重述数据。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，且所用数据均为合并口径。

资本结构

从资本结构来看，2018 年末中车集团所有者权益合计 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。且随着降杠杆的推进，中车集团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，中车集团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。

资产结构方面，2018 年末中车集团流动资产合计 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、存货和合同资产构成。中车集团 2018 年偿还大量债务，年末货币资金同比减少 35.19%至 409.50 亿元（银行存款 369.45 亿元）。2018 年末中车集团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；年末中车集团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 年末中车集团存货 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%，中车集团在手订单较多，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。

非流动资产方面，2018 年末中车集团非流动资产合计 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、

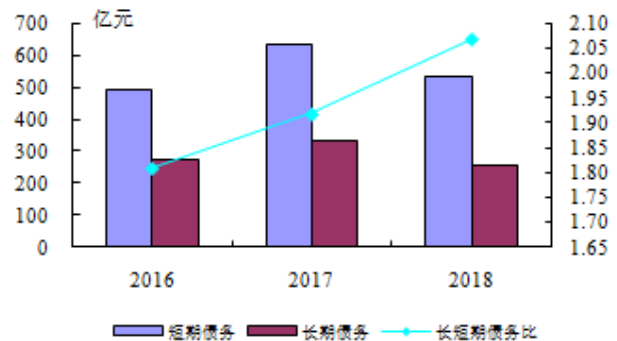
固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。其中可供出售金融资产 83.23 亿元，包括可供出售债务工具 1.54 亿元和可供出售权益工具 81.69 亿元，年末账面价值同比减少 5.30%，主要因当年公司处置了部分债务工具；长期应收款 84.36 亿元，同比减少 30.89%，主要包括融资租赁款、工程施工款及 BOT 特许经营权应收款及分期收款销售商品及质保金等；由于当年中车集团对合营及联营企业投资增加，年末长期股权投资同比增长 37.04%至 147.00 亿元；固定资产和无形资产分别为 613.59 亿元和 181.77 亿元，规模基本与上年相当；在建工程 104.47 亿元，同比增长 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 年末中车集团流动负债合计 2,044.01 亿元，同比减少 4.23%，主要由短期借款（147.16 亿元）、应付票据及应付账款（1,260.93 亿元）、合同负债（219.04 亿元）、其他应付款（127.32 亿元）和一年内到期的非流动负债（119.12 亿元）构成。2018 年中车集团降杠杆成效显著，有息负债规模大幅下降，其中年末短期借款同比减少 55.37%。年末应付票据及应付账款同比减少 4.48%；合同负债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同比增长 122.28%，主要是一年内到期的长期借款及应付债券大幅增加。2018 年末中车集团非流动负债为 433.19 亿元，同比减少 14.41%，主要包括长期借款（61.39 亿元）、应付债券（193.76 亿元）等。受一年内到期核算及部分债券到期兑付影响，中车集团长期借款同比减少 30.70%，应付债券同比减少 19.97%。

从债务期限结构来看，2018 年末中车集团总债务为 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 5：2016~2018 年中车集团债务结构分析



资料来源：中车集团审计报告，中诚信证评整理

总体来看，尽管目前中车集团仍以短期债务为主，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 年中车集团全年营业收入小幅下滑 5.72%至 2,293.51 亿元，但轨道交通业务保持增长，且轨道交通在手订单充足，未来业务发展空间依然较大。营业毛利率方面，2018 年中车集团营业毛利率为 22.20%，较为稳定，保持良好的初始获利水平。期间费用方面，2018 年中车集团期间费用合计 378.95 亿元，同比增长 11.26%，其中因业务规模上升、职工薪酬增加、研发支出增加及利息支出增加，各项期间费用同比均有上升。当年中车集团期间费用率为 16.52%，较上年增加 0.82 个百分点，期间费用规模及费用率均呈现上升趋势，期间费用控制能力有待加强。

表 10：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元

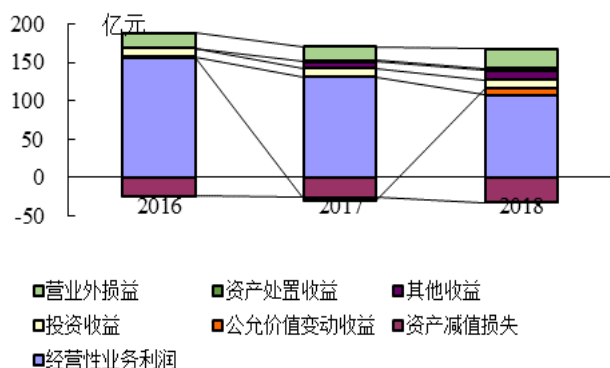
	2016	2017	2018
销售费用	74.28	74.83	82.57
管理费用	225.17	145.16	158.95
研发费用	-	101.37	113.41
财务费用	12.77	19.24	24.03
期间费用合计	312.23	340.60	378.95
营业总收入	2,330.93	2,169.34	2,293.51
期间费用率	13.39%	15.70%	16.52%

注：2016 年研发费用仍归集至管理费用。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

中车集团利润总额主要来源于经营性业务利润，2018年中车集团毛利水平有所下滑，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%。但当年中车集团公允价值变动收益、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年中车集团最终实现净利润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，近年中车集团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34.61%，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 6：2016~2018 年中车集团利润总额构成



注：中诚信证评将 2018 年信用减值损失纳入资产减值损失列示
资料来源：中车集团审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018年中车集团盈利有所下滑，但整体利润规模仍较为客观，随着行业的进一步发展，未来业务发展仍有空间。

偿债能力

中车集团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。同期中车集团总债务/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。

经营活动现金流方面，2018年中车集团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6.33倍，经营性净现金流对债务利息的保障程度较高。此外，中车集团持有大量现金资产，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 11：2016~2018 年中车集团主要偿债指标

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	6.33
经营活动净现金流/总债务（X）	0.28	0.18	0.24

资料来源：中车集团审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至2018年末，中车集团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、时代新材和南方汇通的控股中车集团，中车集团能够通过上述上市子中车集团在资本市场直接进行权益融资，亦有助于提高中车集团的财务弹性。

受限资产方面，截至2018年末，中车集团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。

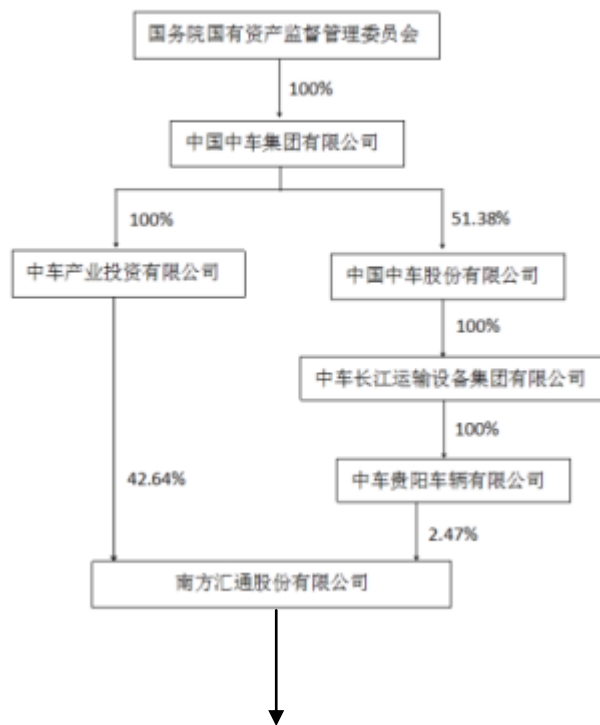
截至2018年末，除子公司中国中车对参股公司芜湖市运达轨道交通建设运营公司提供担保实际发生额58.19亿元，子公司中车大连实业管理有限公司对其改制的集体企业大连机车车辆厂配件分厂银行贷款提供担保0.21亿元外，中车集团及其控股子公司不存在为第三方提供对外担保的情形。

综合来看，作为国内轨道交通装备行业龙头企业，中车集团具有显著的行业地位，综合竞争实力，抗风险能力及整偿债能力极强。中诚信证评认为中车集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期公司债券的按期偿还可提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持南方汇通股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；维持“南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“南方汇通股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 **AAA**。

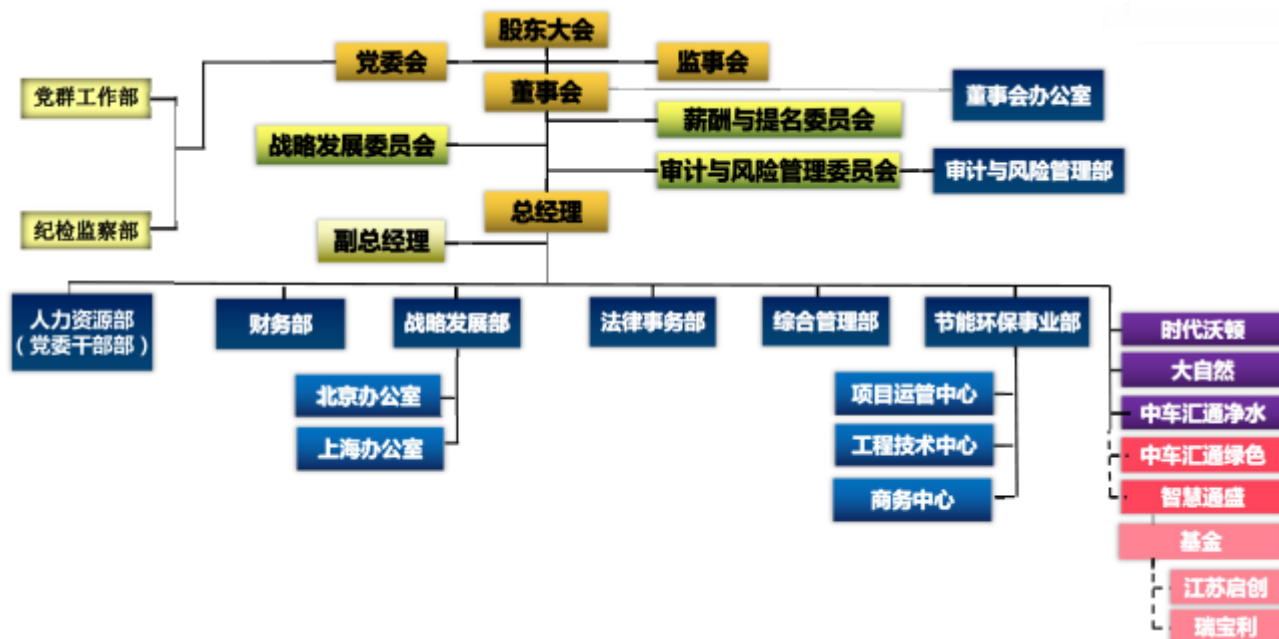
附一：南方汇通股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
时代沃顿科技有限公司	贵阳	贵阳	制造业	100.00%	0.00%	同一控制下企业合并
北京时代沃顿科技有限公司	北京	北京	销售	0.00%	100.00%	同一控制下企业合并
贵州大自然科技股份有限公司	贵阳	贵阳	制造业	56.44%	0.00%	现金设立

资料来源：公司 2018 年报，中诚信证评整理

附二：南方汇通股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：南方汇通股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	30,035.41	25,842.99	26,577.16	25,466.30
应收账款净额	3,368.93	3,845.23	13,304.04	15,510.10
存货净额	12,542.35	10,752.37	11,270.22	11,856.91
流动资产	49,466.77	49,188.37	61,931.23	62,267.87
长期投资	54,546.13	56,727.23	51,527.82	7,740.99
固定资产合计	62,011.46	63,372.06	64,679.31	66,551.48
总资产	178,725.23	181,864.99	201,603.06	222,155.25
短期债务	11,673.90	8,908.10	7,722.54	10,590.64
长期债务	0.00	9,920.56	38,300.25	38,300.25
总债务（短期债务+长期债务）	11,673.90	18,828.66	46,022.80	48,890.90
总负债	88,522.56	84,925.44	103,471.70	108,983.67
所有者权益（含少数股东权益）	90,202.68	96,939.55	98,131.37	113,171.58
营业总收入	100,938.01	108,284.08	110,511.44	22,914.40
三费前利润	43,068.98	42,769.40	42,956.51	7,692.65
投资收益	2,676.31	1,509.27	1,307.03	561.22
净利润	13,483.84	12,702.33	10,442.64	2,845.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	21,688.86	22,960.89	22,347.64	-
经营活动产生现金净流量	18,891.64	11,632.16	1,842.54	-2,197.14
投资活动产生现金净流量	-11,284.29	-14,296.83	-14,129.67	-1,395.96
筹资活动产生现金净流量	2,932.94	-2,622.73	13,135.41	-232.34
现金及现金等价物净增加额	10,619.08	-5,191.51	832.03	-3,904.48
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	43.94	41.47	40.14	34.46
所有者权益收益率（%）	14.95	13.10	10.64	10.06*
EBITDA/营业总收入（%）	21.49	21.20	20.22	-
速动比率（X）	0.61	0.69	1.00	0.96
经营活动净现金/总债务（X）	1.62	0.62	0.04	-0.18*
经营活动净现金/短期债务（X）	1.62	1.31	0.24	-0.83*
经营活动净现金/利息支出（X）	30.41	6.01	0.61	-
EBITDA 利息倍数（X）	34.91	11.86	7.42	-
总债务/EBITDA（X）	0.54	0.82	2.06	-
资产负债率（%）	49.53	46.70	51.32	49.06
总资本化比率（%）	11.46	16.26	31.93	30.17
长期资本化比率（%）	0.00	9.28	28.07	25.29

注：2019 年第一季度加*指标均经过年化。

附四：中国中车集团公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	4,659,837.16	6,318,449.45	4,094,970.30
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
流动资产	23,252,902.03	27,211,125.93	24,802,079.43
长期投资	1,701,951.24	2,094,472.86	2,302,356.28
固定资产合计	7,071,111.91	7,118,446.30	7,352,791.39
总资产	35,887,056.52	40,528,703.45	39,847,344.98
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	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
所有者权益（含少数股东权益）	12,817,507.90	14,124,198.04	15,075,357.54
营业总收入	23,309,272.49	21,693,414.01	22,935,095.17
三费前利润	4,680,677.90	4,710,807.87	4,865,710.19
投资收益	109,503.69	111,662.42	112,916.21
净利润	1,333,372.73	1,071,467.11	960,529.42
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
投资活动产生现金净流量	-2,728,958.98	-915,100.16	-1,277,098.55
筹资活动产生现金净流量	330,555.09	1,249,732.98	-2,302,720.01
现金及现金等价物净增加额	-194,289.65	2,076,116.99	-1,711,239.08
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	20.93	22.76	22.20
所有者权益收益率（%）	10.40	7.59	6.37
EBITDA/营业总收入（%）	10.51	10.05	9.45
速动比率（X）	0.91	0.98	0.90
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	6.33
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
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、中车集团2016~2018年末的长期应付款中包含应付融资租赁款，中诚信证评在计算债务指标时将其调整计入长期债务；3、中车集团2018年末其他流动负债中包含超短期融资券，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。

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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+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））/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+销售费用+研发费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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。