



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪252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）”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，维持贵公司本期债券信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月五日

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）跟踪评级报告（2018）

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	2017/06/26		
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

概况数据

南方汇通	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益合计（亿元）	10.76	9.02	9.69	9.64
总资产（亿元）	16.73	17.87	18.19	17.50
总债务（亿元）	1.44	1.17	1.88	1.74
营业总收入（亿元）	9.05	10.09	10.83	2.13
营业毛利率（%）	44.05	43.94	41.47	39.44
EBITDA（亿元）	1.80	2.17	2.30	-
所有者权益收益率（%）	11.26	14.95	13.10	5.78*
资产负债率（%）	35.67	49.53	46.70	44.94
总债务/EBITDA（X）	0.80	0.54	0.82	-
EBITDA 利息倍数（X）	39.27	34.91	11.86	-

中车集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	1,167.69	1,281.75	1,412.42	1,427.01
总资产（亿元）	3,281.02	3,588.71	4,052.87	4,090.62
总债务（亿元）	660.97	770.05	973.62	956.91
营业总收入（亿元）	2,437.33	2,330.93	2,169.34	338.09
营业毛利率（%）	20.36	20.93	22.76	22.95
EBITDA（亿元）	240.68	244.92	218.00	-
所有者权益收益率（%）	11.34	10.40	7.56	4.01*
资产负债率（%）	64.41	64.28	65.15	65.12
总债务/EBITDA（X）	2.75	3.14	4.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	13.00	12.79	8.53	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、加*指标经年化处理；

3、中车集团2016年财务数据采用2017年报期初重述数。

基本观点

2017 年，南方汇通股份有限公司（以下简称“南方汇通”或“公司”）继续保持国内技术领先优势，复合反渗透膜和棕纤维产品的产品结构不断丰富，产能规模不断提升，整体收入规模较为稳定。同时，公司成功发行债券后，债务期限结构进一步优化，财务结构日益稳健。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到复合反渗透膜行业标准尚未形成、绿色睡眠市场替代风险犹存以及公司复合反渗透膜和棕纤维产品产能利用率不足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）”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期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 保持一定市场知名度和行业地位。公司参与制定多项复合反渗透膜国家标准，复合反渗透膜产品通过了美国国家卫生基金会/美国国家标准学会 58、61 等标准认证；同时，公司主导起草了多项国内棕纤维床垫行业标准，其中 2017 年主导起草了具有国际先进水平的《婴幼儿床垫》标准，在业内具有较高的市场知名度和行业地位。
- 具备一定研发实力，技术水平保持国内领先地位。2017 年，公司获得授权专利 25 件，其中发明专利 8 件，实用新型专利 3 件，外观设计专利 14 件，当年公司通过贵州省高新技术企业认定评审，同时获得全国家具标准化先进集体荣誉称号，具备一定研发实力，技术水平保持国内领先地位。
- 担保方中车集团实力极强。中车集团系全球最

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

代琳琳 ldai@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330994

www.ccxr.com.cn

2018年6月5日

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

- 复合反渗透膜行业尚未形成统一国家标准，处于初期阶段。我国复合反渗透膜行业尚未形成统一的国家标准，各企业参照行业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。
- 绿色睡眠用品存在一定的竞争和替代风险。目前国内床垫市场以弹簧床垫和乳胶床垫为主，产品种类繁多，同质化严重，床垫市场行业集中度低，公司绿色睡眠用品的市场竞争激烈，面临一定替代风险。
- 产能利用率偏低，盈利能力呈下降趋势。2017年公司复合反渗透膜和棕纤维产品产能提升，但两大类产品面临的市场竞争加剧，公司产能释放处于偏低水平，2018年一季度，公司营业收入同比下降 14.27%至 2.13 亿元，净利润同比下降 59.62%至 0.14 亿元，中诚信证评对公司的产能利用情况保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

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

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（以下简称“本次债券”）。本次债券采用分期发行，其中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“本期债券”）为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。本期债券于2017年8月7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“17汇通01”，债券代码“112538”。本期债券扣除发行费用后募集资金0.99亿元，截至2017年末，公司将募集资金净额已全部用于补充公司运营资金。

行业分析

受益于水处理行业的政策红利以及家用净水器销量的持续提升，膜的市场规模快速增长，前景良好

膜是具有选择性分离功能的材料，主要用于水处理方面，其中反渗透（RO）膜和超滤（UF）/微滤（MF）膜应用最为广泛，分别主要用于脱盐、超纯水制造、海水淡化领域和污水处理及回用、给水净化、海水淡化预处理领域。污水处理方面，2017年以来，《水污染防治法》、《农村生活污水处理设施技术标准（征求意见稿）》、《近岸海域污染防治方案》、《工业集聚区水污染治理任务推进方案》、及《关于推进环保设施和城市污水垃圾处理设施向公众开放的指导意见》等水环境治理利好政策陆续出台，政策倾斜幅度加大；同时根据《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》，十三五期间，我国重点流域骨干工程项目总投资约7,000亿元，其中城镇污水及配套投资3,161亿元，水环境综合治理2,704亿元，工业污染防治项目505亿元，农业农村污染防治项目462亿元，饮用水源地污染

防治168亿元，水处理市场规模广阔，且不断放量；而《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》首次提出在污水处理领域引入市场机制，并对政府参与的新建污水处理项目全面实施PPP模式，一定程度缓解了污水处理的资金困境。受益于政策扶持、投资规模放量的双重驱动及资本的注入，我国污水处理能力将不断提升，为膜处理设备及中水回用设备需求的增长奠定了坚实的基础。海水淡化方面，2016年底，《全国海水利用“十三五”发展规划》明确“十三五”末全国海水淡化总规模达到220万吨/日以上；2017年《全国海洋经济发展“十三五”规划》则明确提出要加快推进海水淡化反渗透膜材料及元件等核心部件和关键设备的研发应用，开展新型海水淡化关键技术研究。净水器方面，随着消费能力的提升和消费理念的升级，净水器市场需求不断增加且反渗透膜滤芯已成为主流技术。据奥维云网统计，2017年我国净水器零售额达270亿元，同比增长32.9%，其中线上销售中采用反渗透膜技术的净水器销售份额达80%以上，线下销售中反渗透技术净水器销售份额达40%以上。受下游需求扩张的推动，我国水处理膜组件市场规模保持增长，据高工产研膜材料研究所（GGII）统计，2017年我国水处理膜及组件市场规模达189.7亿元，同比增长16.2%，其中反渗透膜市场规模约为44亿元，同比增长18.9%，预计2020年反渗透膜市场规模将达87亿元。

整体而言，水处理行业环保政策持续加码，发展前景良好，作为水处理设备主要部件的膜，市场容量亦随之扩大，未来增长可期。

我国反渗透膜行业市场集中度高，且国外品牌占据高端市场大部分份额，国内企业规模较小，与国外企业存在较大差距

我国反渗透膜市场呈寡头竞争格局，市场集中度高，国外品牌陶氏化学、日东电工、日本东丽三家企业占据70%左右市场份额。具体来看，工业和海水淡化领域，陶氏化学、海德能等高端品牌依旧是工程项目甲方的指定选择，国产反渗透膜短时间内较难切入，部分国产渗透膜仅在中小型工业项目上得到应用。家用净水市场的情况与工业类似，高

端市场仍由国外品牌占据，国产反渗透膜主要集中在家用净水器中低端市场。造成国内反渗透膜市场基本被国外垄断的原因，一方面我国反渗透膜的研究一度中断，而美国、日本等发达国家企业投入大量资金和人力提升水处理膜技术水平、扩大水处理膜产品在各领域的应用，其产品种类丰富且质量稳定，品牌知名度高，市场竞争力强；另一方面反渗透膜生产技术壁垒高、国内企业研发实力有限，资金实力不足，进入反渗透膜生产领域的难度较大，使得反渗透膜的国产化率较低。

国内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，与国际反渗透复合膜龙头企业相比，国内企业规模较小，资金实力较弱，竞争力仍有待提升，实现进口替代存在一定难度。

表 1：国内外知名反渗透复合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
陶氏杜邦 ¹	DWDP.N	3,340.72	4,082.83
日东东丽	3402.T	1,210.28	1,251.67
日本电工	6988.T	456.24	474.18
南方汇通	000920.SZ	10.09	10.83
碧水源	300070.SZ	88.92	137.67
津膜科技	300334.SZ	7.49	6.33

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，我国反渗透复合膜市场仍以国外品牌为主，国内企业在技术、规模等各个方面仍有广大进步空间。

我国床垫行业市场空间广阔，但集中度较低，行业竞争激烈

我国床垫市场已是全球第一大床垫消费市场，受益于房地产住宅销售面积持续增长，居民生活水平提高、消费升级等有利因素，国内床垫销售量及销售总额均保持高速增长。2017 年我国床垫行业规模以上企业共销售床垫约为 6,625 万张，同比增长约 11.61%；实现销售收入约 533 亿元，同比增长约 14.13%，未来受新增住房装修需求以及存量住房二次装修更新需求等因素影响，我国床垫销量仍

有望保持增长。同时，受益于消费理念的升级，消费者将更加注重新材料的应用、床垫的环保性以及品牌，床垫行业龙头企业竞争实力将更加突出。但目前我国床垫行业市场集中度较低，且产品以偏低端的弹簧床垫为主。国内主要床垫品牌慕思、梦百合（606313.SH）和喜临门（603008.SH）等定位中档，其中梦百合和喜临门 2017 年营业收入分别为 23.39 亿元和 31.87 亿元，占当年规模以上床垫销售收入比重均不足 6%，远低于国外成熟市场的品牌集中度；而占据床垫市场主要份额的低档弹簧床企业，规模偏小且较为分散，产品同质化严重，竞争十分激烈，面临较大市场风险。

整体而言，我国床垫市场容量大，且在消费升级的带动下，名优产品竞争力将逐步凸显，但目前行业集中度仍处于较低水平，市场竞争激烈，中小企业面临一定经营压力。

业务运营

公司主要从事复合反渗透膜业务和棕纤维产品业务，以及少量净水设备业务（其他业务）。受益于下游需求的增长以及产品结构的不断丰富，2017 年公司实现营业收入 10.83 亿元，同比增长 7.28%，其中复合反渗透膜和棕纤维产品收入规模分别为 6.21 亿元和 4.31 亿元，同比分别增长 4.81% 和 16.37%。2018 年以来，复合反渗透膜行业竞争日益激烈，公司民用膜产品价格及销量下滑，从而导致了整体收入规模出现下降，一季度实现营业收入 2.13 亿元，同比减少 14.27%。

表 2：公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

营业收入	2015	2016	2017	2018.Q1
复合反渗透膜	5.20	5.91	6.20	1.13
棕纤维产品	3.17	3.65	4.21	0.91
其他主营产品	-	0.04	0.16	0.06
主营业务收入	8.37	9.60	10.57	2.10
营业收入	9.05	10.09	10.83	2.13
毛利率	2015	2016	2017	2018.Q1
复合反渗透膜	50.88	52.97	47.14	47.39
棕纤维产品	39.34	33.10	35.02	29.79
营业毛利率	44.05	43.94	41.47	39.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

¹ 陶氏化学与杜邦均为美股上市公司，二者于 2017 年 9 月 1 日起合并为陶氏杜邦。

公司在复合反渗透膜和棕纤维产品领域具有较高的市场知名度和行业地位，技术的不断创新以及新产品的研发使得公司在生产工艺、产品种类和性能以及品牌知名度等方面的竞争实力不断提升，行业地位得以巩固

公司参与“863”、“973”、“国家振兴装备制造计划”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，且产品通过了美国 NSF/ANSI58 和 NSF/ANSI61 认证标准认证。同时公司是《棕纤维弹性床垫》等行业标准的主导起草单位，并于 2017 年主导起草了具有国际先进水平的《婴幼儿床垫》标准。2017 年，公司获得授权专利 25 件，其中发明专利 8 件，实用新型专利 3 件，外观设计专利 14 件；截至当年末，公司累计获得发明专利 141 项、实用新型专利 182 项和外观设计专利 73 项。2017 年公司顺利通过贵州省高新技术企业认定评审，并获得 2017 年度全国家具标准化先进集体荣誉称号。

复合反渗透膜方面，公司目前研发项目主要为新型耐污染膜和高通量膜等新产品，2017 年新产品上市，产品结构得以丰富，同时配套服务能力及行业市场竞争力有所提升。棕纤维床垫方面，公司目前研发项目主要为植物纤维弹性材料防霉、防虫与天然乳胶改性研究，棕榈种植及深加工关键技术研究，以及电商及线下新产品开发等。截至 2017 年末，公司完成了电商及线下 10 个系列新产品的开发，产品系列日益完善。

整体而言，公司重视研发，技术创新及新产品研发使得公司在生产工艺、产品性能和市场竞争力等方面有所提升，行业地位得以巩固。

公司复合反渗透膜应用领域不断拓展，且产能规模保持增长，但膜市场竞争日趋激烈，公司相关产品销量呈现下滑，未来产能释放情况需关注

2017 年我国环保要求不断提高，相关政策陆续出台及进一步趋严执行，工业制造领域面临环保设施升级改造，水处理市场需求增加，带动工业用膜增长；而民用净水行业增速趋缓，卷膜企业陆续进

入市场，加剧市场的无序竞争。由于环保升级改造，废水深度处理需求增加，市场需求进一步转向高耐污染、高稳定性的膜产品。民用净水市场更加关注大流量、小型化产品。2017 年，公司完成新型耐污染膜、高通量膜等高性能膜产品研制及批量上市，产品应用领域不断拓展，8 寸膜（主要用于工业、环保及海水淡化等较大型工程领域）的市场认可度不断提升，推动当年复合反渗透膜产量（按平方米计算）的提升。尽管 2017 年公司复合反渗透膜销量有所减少，但其产品结构由家用膜向 8 寸膜拓宽，且 8 寸膜的用料较多、售价相对较高，整体销售收入仍实现增长，当年公司复合反渗透膜实现收入 6.21 亿元，同比增长 4.81%。2018 年以来，卷膜进入民用膜市场，民用膜市场竞争日益激烈，一季度公司民用膜销量有所下滑，并导致了整体复合反渗透膜业务收入出现萎缩。

表 3：2016-2018.Q1 公司复合反渗透膜产销情况

指标	2016	2017	2018.Q1
产量（万支）	815.02	769.06	179.98
销量（万支）	909.86	740.55	169.10
产销比率（%）	111.64	96.29	93.95
产能（万平米/年）	1,700	1,700	2,000
产量（万平方米）	1,219	1,342	303.84
产能利用率（%）	71.71	78.94	60.77*

注：2018 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

2016 年，公司沙文工业园 900 万平米生产能力（复合反渗透膜 600 万平米/年，超滤膜 300 万平米/年）项目全面达产，复合反渗透膜产能增至 1,700 万平米/年。2017 年 3 月，沙文工业园二期项目陆续建设，计划总投资 2.6 亿元，设计产能 580 万平方米/年，预计达产年限为 2020 年。截至 2018 年 3 月末，二期项目进度良好，公司复合反渗透膜产能增至 2,000 万平米/年，产能规模不断扩增，为其复合反渗透膜业务发展夯实基础。但公司现有产能利用效率不高，且 2018 年以来复合反渗透膜销量有所下滑，未来产能释放情况仍需关注。

整体看来，环保政策带动工业膜需求增长，但民用膜则处于低价无序竞争阶段，受此影响，公司复合反渗透膜销量有所波动。同时，公司复合反渗透膜产能持续扩充，产能利用效率不高，关注后续

产能释放情况。

2017年，公司棕纤维产品结构得到丰富，销售网络逐步完善，产销量保持增长，但其产能扩张速度过快，市场推广进度相对滞后，现有产能释放率低，且在激烈的市场竞争下，未来业务拓展压力较大

目前公司“大自然”品牌床垫产品涵盖各个年龄段，拥有“婴堡”婴幼儿床垫、“快乐时光”青少年床垫、“大自然”成人床垫、“强护脊”中老年床垫以及“翡洛奇”高端床垫等30余个产品系列，2017年公司开发了森梦、森语、v8、格调等45款新产品，新产品实现销售收入0.86亿元。产品推新的同时，公司逐步完善销售网络，2017年新增6家直销店，直销店数量增至34家。受益于产品结构的丰富以及营销网络的扩张，公司棕纤维产品产销量持续增长，2017年棕纤维产品产量为6.17万立方米，同比增长6.23%；销量为6.10万立方米，同比增长5.79%。但因我国床垫市场集中度低，各品牌竞争较为激烈，公司棕纤维产品的产销比率有所下滑，同时库存量有所上升，2015~2017年棕纤维产品的产销比率分别为106.76%、99.12%和98.01%，同期库存量分别为868立方米、1,381立方米和2,058立方米，大自然品牌床垫面临一定市场竞争风险。

表4：公司棕纤维产品产销情况

单位：立方米

指标	2015	2016	2017
产能	70,000	70,000	130,000
产量	51,146	58,157	61,661
产能利用率(%)	73.07	83.08	47.43
棕纤维产品销量	54,604	57,644	60,984
其中：床垫	48,601	55,315	60,431
枕头	477	356	553
库存量	868	1,381	2,058

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2017年末，公司床垫生产厂区整体搬迁扩建项目累计投资2.46亿元（计划总投资2.6亿元），项目建设基本完工，产能达到设计水平13万立方米/年（折合成标准床垫为40万床），产能规模迅速提升，但市场竞争激烈，公司市场推广进度慢于产能扩张速度，产品产销量增速不及产能扩张，

产能释放率大幅降至47.43%，未来产能释放情况仍需关注。

整体来看，2017年，受益于新产品的开发及销售网络的完善，公司棕纤维产品产销量及收入规模持续提升。但目前我国床垫市场行业集中度低，市场竞争激烈，公司产能快速扩张下，市场推广进度相对滞后，现有产能释放率低，未来业务拓展压力较大。

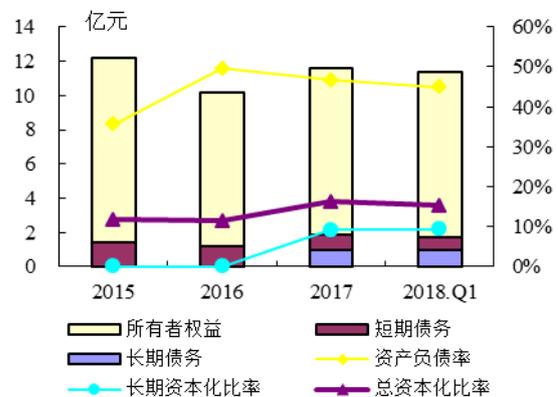
财务分析

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2015~2017年审计报告，以及未经审计的2018年一季报财务报告。

资本结构

2017年受益于经营利润的积累，公司净资产和资产规模均有所增长，当年末规模分别为9.69亿元和18.19亿元，同比分别增长7.47%和1.76%；同期，公司负债总额8.49亿元，同比减少4.06%。截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为46.70%和16.26%，其中资产负债率较上年同期下降2.83个百分点，总资本化比率较上年上升4.81个百分点。截至2018年3月末，公司总资产和净资产分别为17.50亿元和9.64亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为44.70%和15.26%，财务杠杆比率维持在合理水平。

图1：2015~2018.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2017年末及2018年3月末，非流动资产分别为13.27亿元和12.93亿元，占总资产的比重分别

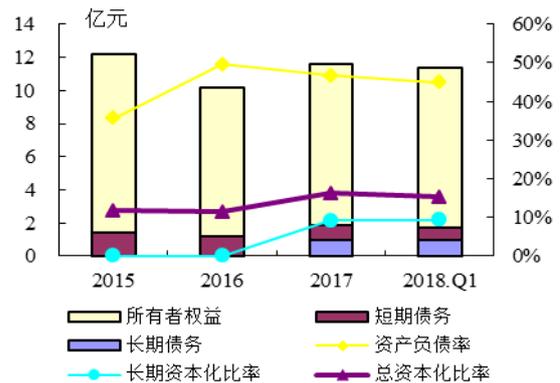
为 72.95% 和 73.90%，主要为可供出售金融资产、固定资产和无形资产。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 5.04 亿元，其中按公允价值计量和成本计量的可供出售金融资产分别为 2.30 亿元（持有的海通证券股份）和 2.74 亿元；当年末公司可供出售金融资产同比减少 0.38 亿元，主要系海通证券股价波动所致，中诚信证评对公司投资风险保持关注。当年末公司固定资产为 5.12 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备及运输设备等；无形资产为 0.99 亿元，主要为土地使用权和软件。流动资产方面，2017 年末，公司流动资产合计 4.92 亿元，占总资产的比重为 27.05%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，分别为 2.58 亿元、0.38 亿元和 1.08 亿元。其中，货币资金中受限货币资金为 0.30 亿元，整体流动性较好；应收账款账龄 1 年内的占 96.91%，销售回款较快，回收风险相对可控；存货主要为原材料和在产品，占存货账面价值的比重分别为 45.89% 和 28.80%，因产销比率的下降，库存规模逐步上升，面临一定跌价风险。总体来看，公司资产质量较好，但资产以长期资产为主，流动性较弱。

负债构成方面，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动负债分别为 5.54 亿元和 5.04 亿元，占负债总额的比重分别为 65.20% 和 64.07%。2017 年末公司流动负债主要包括应付账款 1.18 亿元、其他应付款 2.46 亿元和一年内到期的非流动负债 0.58 亿元，其中应付账款为应付的材料款、劳务及设备款等；其他应付款中拆借自中车产业投资有限公司的款项为 2.40 亿元，年利率为 4.35%，期限为 1 年；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期应付款。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司非流动负债分别为 2.96 亿元和 2.83 亿元。2017 年末，公司非流动负债主要由应付债券、长期应付款和递延收益组成，其中应付债券 0.99 亿元；长期应付款 0.58 亿元，系应付股权款；递延收益 0.88 亿元，主要为抗污染复合反渗透膜及组件产业化项目等收到的政府补助。

债务方面，2017 年末公司债务规模为 1.88 亿元，同比增长 61.29%，主要系当年发行了 1 亿元

公司债券。债券发行后，公司债务期限结构优化，长短期债务比降至 0.90 倍。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 1.74 亿元，其中短期债务因应付票据的减少而降至 0.74 亿元，当期长短期债务比进一步降至 0.75 倍。2018 年 5 月，公司成功发行债券 2.85 亿元，债务期限结构进一步优化。整体来看，公司债务期限结构逐步改善，短期偿债压力较小。

图 2：2015~2018.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 2017 年以来，债券发行使其债务期限结构得以改善，财务结构较稳健。

盈利能力

公司复合反渗透膜应用领域逐步拓宽，产品销量的提升及销售结构的优化使得膜业务收入逐年增长；同时公司不断开展棕纤维产品的新品研发、技术改造和销售渠道拓展等，棕纤维产品业务规模逐步增加。受益于此，2017 年公司实现营业收入 10.83 亿元，同比增长 7.28%；但膜行业竞争激烈，2018 年一季度，公司复合反渗透膜销量及价格均同比下滑，当期营业收入为 2.13 亿元，同比减少 14.27%。

营业毛利率方面，2017 年以来民用膜低价竞争激烈，且受环保关停、石油涨价等因素影响原材料价格增长明显，膜业务的毛利率同比下滑 5.83 个百分点至 47.14%，但因该产品技术含量高，仍具备较高获利空间。床垫市场行业集中度低，市场竞争激烈，2017 年公司加强对生产技术的改造升级，成本管控能力及生产效率提升，棕纤维产品毛利率有所提高，当年毛利率由 2016 年的 33.10% 提升至

35.02%。2017年及2018年一季度，公司营业毛利率分别为41.47%和39.44%，整体仍处于较高水平。

表 5：2015~2018.Q1 公司主要产品毛利率

项目名称	2015	2016	2017	2018.Q1
复合反渗透膜	50.88	52.97	47.14	47.39
棕纤维产品	39.34	33.10	35.02	29.79
营业毛利率	44.05	43.94	41.47	39.44

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017年公司期间费用为3.05亿元，主要集中于销售费用1.10亿元和管理费用为1.75亿元。受产品宣传力度及投入增加的影响，公司销售费用逐年小幅上升；管理费用主要包括技术人工费用、开发费用和修理、折旧费用等，2017年研发费用支出减少，当期管理费用有所回落；财务费用为0.20亿元，随着债务规模增加，利息支出大幅增加。2017年及2018年一季度，公司三费收入占比分别为28.16%和30.56%，期间费用规模高企，侵蚀大量经营所得。

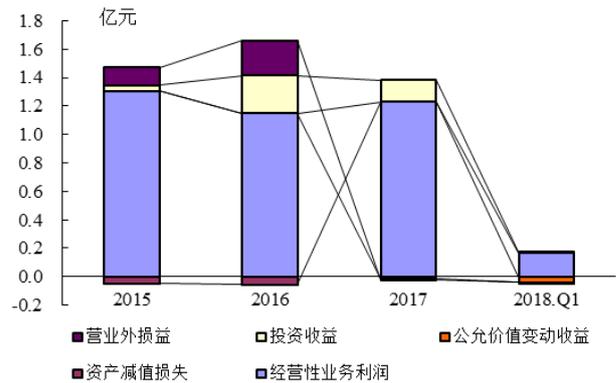
表 6：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

项目名称	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.90	0.97	1.10	0.21
管理费用	1.75	2.15	1.75	0.41
财务费用	-0.04	0.05	0.20	0.04
三费合计	2.62	3.16	3.05	0.65
营业总收入	9.05	10.09	10.83	2.13
三费收入占比	28.91	31.30	28.16	30.56

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和投资收益构成。2017年，公司收入规模保持增长，当年经营性业务利润增至1.23亿元；同期，公司取得投资收益0.15亿元，主要来源于持有可供出售金融资产所得的投资收益。2017年，公司实现利润总额1.55亿元，净利润1.27亿元，盈利水平相对稳定。2018年一季度，公司利润总额和净利润分别为0.20亿元和0.14亿元；较上年同期0.43亿元和0.35亿元，分别下降53.75%和59.62%。

图 3：2015~2018.Q1 公司利润总额变化及其构成



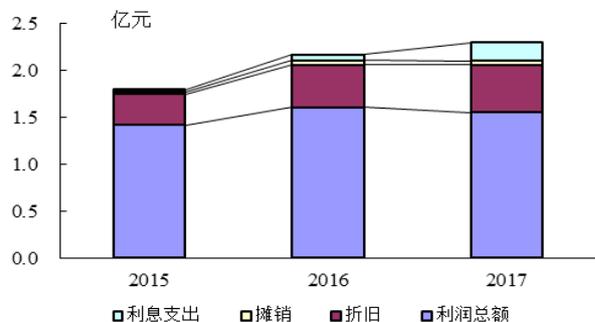
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017年公司复合反渗透膜业务及棕纤维业务均实现增长，虽因所处行业市场竞争较为激烈，整体盈利空间有所收窄，但毛利率整体处于较高水平，盈利能力表现尚可；但2018年以来，受市场竞争激烈影响，公司收入及净利润明显下滑，盈利水平的呈现一定波动性。

偿债能力

2017年公司EBITDA为2.30亿元，维持小幅增长趋势；从EBITDA构成来看，公司EBITDA主要由利润总额和折旧构成，其中近年利润总额相对稳定，而折旧规模则随资产规模的不断增长不断扩大。从EBITDA对债务本息的保障程度来看，2017年，公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为0.82倍和11.86倍，2017年债务规模的扩大使EBITDA对债务本息的保障程度有所削弱，但仍处于较高水平。

图 4：2015~2017 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

经营活动现金流方面，因下游回款速度有所放缓，公司经营性净现金流规模逐年降低，2015~2017年公司经营性净现金流分别2.20亿元、1.89亿元和1.16亿元。2015~2017年，公司经营性净现金流/

总债务分别为 1.53 倍、1.62 倍和 0.62 倍；同期经营活动净现金流利息保障倍数分别为 48.10 倍、30.41 倍和 6.01 倍。2017 年经营性现金流对债务本息的保障程度较往年有所减弱，但仍具备一定保障能力。2018 年一季度，公司备货规模增加，当期经营性净现金流为-0.11 亿元。

表 7：2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
EBITDA (亿元)	1.80	2.17	2.30	-
总债务/EBITDA (X)	0.80	0.54	0.82	-
EBITDA 利息倍数(X)	39.27	34.91	11.86	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	1.53	1.62	1.16	-0.83*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	48.10	30.41	6.01	-9.29
资产负债率 (%)	35.67	49.53	46.70	44.94
总资本化比率 (%)	11.82	11.46	16.26	15.26
长期资本化比率 (%)	0.00	0.00	9.28	9.33

注：2018 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，2018 年 3 月末，公司担保仅为对下属子公司时代沃顿担保的余额为 218.23 万元。截至 2018 年 3 月末，公司不存在未决诉讼仲裁形成的或有负债。

财务弹性方面，2018 年 3 月末，公司获得银行授信额度总计 22,000.00 万元，其中未使用授信额度 21,781.77 万元，能够为公司偿付债务提供一定的流动性支持。

整体来看，公司复合反渗透膜的核心技术仍处于国内领先水平，同时棕纤维产品具有一定行业地位。目前，公司财务杠杆比率处于合理水平，受益于债券发行，债务期限结构得以改善，财务结构较为稳健，且获现能力较好，对债务本息的保障程度较高，公司整体偿债能力很强。

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”）就本期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

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

表 8：2017 年公司各业务板块收入情况

单位：亿元

项目	收入	占比	收入同比增减
轨道交通装备	1,417.91	65.36%	5.79%
延伸产业	573.22	26.42%	-3.81%
其他	178.21	8.22%	-54.85%
合计	2,169.34	100.00%	-6.93%

资料来源：中车集团年报，中诚信证评整理

轨道交通装备方面，从细分产品来看，国内货运需求的提升带动了机车及货车产品的销售，2017 年中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”，系中车集团轨道交通装备主要经营实体）销售机车 1,531 台（含轨道工程机械产品），同比增长 27.69%，机车业务实现收入 234.37 亿元，同比增长 88.93%；销售货车 51,473 辆，同比增长 181.97%，货车业务实现收入 220.10 亿元，同比增长 101.02%。2017 年中国中车销售客车 103 辆，同比减少 91.88%，客车业务实现收入 51.84 亿元，同比减少 38.14%，高铁大规模开行导致普通客车需求量下降，当年中国中车客车业务收入亦出现下降。2016 年为动车组招标小年，2017 年中国中车动车组交付量下降，全年销售动车组 2,752 辆，同比减少 23.39%，动车组业务实现营收 575.41 亿元，同比减少 23.44%，随着 2017 年以来动车组招标量的回升，后期中国中车动车组业务将有望恢复增长。此外，在城市轨道交通建设高景气度下，2017 年中国中车销售城轨地铁 6,298 辆，同比增长 26.92%，城轨地铁业务实现

收入 335.77 亿元，同比增长 23.72%。

表9：中国中车2017年轨道交通装备产品收入及销量

单位：亿元、辆、%

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

注：机车业务统计中包含了轨道工程机械产品

资料来源：中国中车年报，中诚信证评整理

近年来，中车集团持续加强国内外市场开拓，积极把握“一带一路”建设和“走出去”战略发展机遇，大力拓展海外市场，目前各类轨道交通装备实现全面出口，出口产品覆盖全球 104 个国家和地区。2017 年，中国中车新签订单约 3,141 亿元（其中国际业务签约额约 57 亿美元），同比增长 19.61%，期末在手订单约 2,434 亿元，同比增长 29.40%。2018 年 1~3 月，中国中车新签订单约 487.4 亿元。总体来看，中车集团订单承接情况良好，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，并且随着业务向后运营和维护环节延伸，中车集团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10：2015~2017年中国中车订单承接情况

单位：亿元

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

资料来源：中国中车年报，中诚信证评整理

延伸产业方面，中车集团延伸产业主要包括机电设备、新能源及环保设备、工程机械、汽车装备和复合新材料等业务。2017 年，中车集团风电装备

进入欧盟市场，未来三年内将为德国的风电巨头提供 100 台以上风力发电机；收购的德国 BOGE 公司获得大众公司、戴姆勒公司的订单；城乡环保污水处理业务订单不断取得新进展。受相关新产业产品交付量下降影响，当年中车集团延伸产业实现收入 573.22 亿元，同比减少 3.81%。未来中车集团将围绕交通、能源、生态环保等高端装备，借助中车技术、品牌优势，加快打造新能源客车、风力发电装备、环保水处理、高分子复合材料等若干个核心竞争能力突出、行业地位领先的支柱产业，非传统业务收入规模将有望持续提升，成为公司收入的重要组成部分。

整体来看，国内货运需求的提升及城轨建设的持续推进较好地支撑了中车集团轨道交通装备业务的稳定发展；同时中车集团不断发展延伸产业，对收入形成有益补充，整体业务运营较为稳健。

财务分析

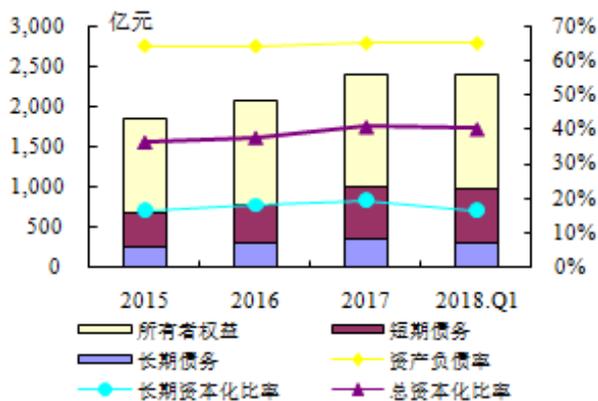
以下财务分析基于中车集团提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，其中 2016 年数据采用 2017 年年报期初重述数据。中车集团各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

2017 年中车集团子公司中国中车非公开发行 A 股股票募集资金 119.34 亿元，加之当年经营利润的积累，年末所有者权益同比增长 10.19% 至 1,412.42 亿元。此外，中车集团整体资产及负债规模保持增长趋势，2017 年末资产总额为 4,052.87 亿元，同比增长 12.93%；负债合计 2,640.45 亿元，同比增长 14.46%；期末资产负债率和总资本化比率分别为 64.15% 和 40.80%，分别较上年上升 0.87 个百分点和 3.27 个百分点，财务杠杆比率维持在较合理水平。

2018 年 3 月末，中车集团资产总额及总负债分别为 4,090.62 亿元和 2,663.61 亿元，所有者权益 1,427.01 亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为 64.12% 和 40.14%。

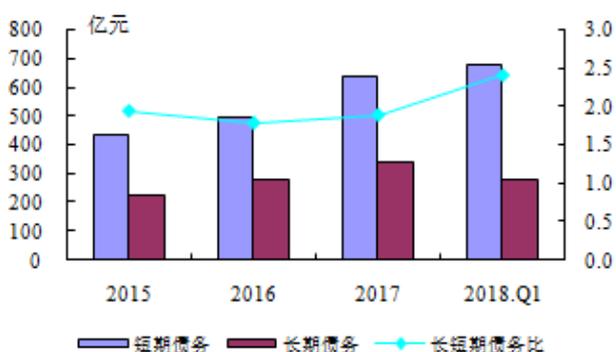
图 5：2015~2018.Q1 中车集团资本结构分析



资料来源：中车集团审计报告，中诚信证评整理

中车集团资产以流动资产为主，2017 年末，流动资产 2,721.11 亿元，占总资产的比重分别为 67.14%，主要由货币资金（631.84 亿元）、应收账款（804.26 亿元）和存货（637.74 亿元）构成；其中货币资金中受限部分仅为 48.71 亿元，占比 7.71%，整体流动性良好；应收账款客户以中国铁路总公司等大型国有企业为主，回收风险不大；受订单规模大且付款周期较长等因素影响，中车集团应收账款逐步增长，2017 年末同比增长 7.72%；中车集团在手订单较多，同时产品生产周期相对较长，整体存货保持较高水平。2017 年末中车集团非流动资产合计分别为 1,331.76 亿元，占总资产的比重为 32.86%，主要由固定资产（607.18 亿元）、长期应收款（122.06 亿元）、长期股权投资（107.27 亿元）和无形资产（181.91 亿元）构成。其中，长期应收款主要为融资租赁款和工程施工款及 BOT 特许经营权应收款；长期股权投资对象主要中华联合保险控股股份有限公司（年末账面价值 49.16 亿元，下同）和济青高速铁路有限公司（13.02 亿元）等。

图 6：2015~2018.Q1 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

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

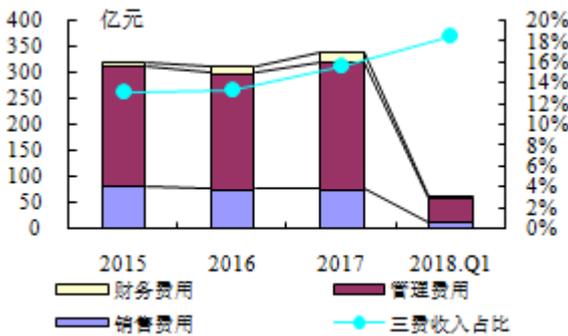
总体来看，尽管目前仍以短期债务为主，但中车集团自有资本实力稳步增长，财务杠杆比率保持相对稳定。

盈利能力

2017 年中车集团缩减物流业务规模，致使其他板块收入大幅下滑，但受益于核心主业轨道交通装备业务的良好发展，全年营业收入小幅下滑 6.93% 至 2,169.34 亿元。2018 年 1~3 月，中车集团实现营业收入 338.09 亿元，同比下滑 1.32%，但公司在手订单充足，同时随着国内轨道交通行业的发展以及公司国际化战略的实施，未来公司业务发展空间依然较大。营业毛利率方面，2017 年中车集团营业毛利率为 22.76%，较上年提升 1.83 个百分点，主要受益于公司缩减了获利水平较低的物流业务规模；2018 年 1~3 月，中车集团营业毛利率为 22.95%，依然保持良好的初始获利水平。

期间费用方面，中车集团销售费用主要由销售人员职工薪酬、预计产品质量保证准备组成，2017 年合计 74.83 亿元，基本与上年持平；管理费用包括管理人员职工薪酬、技术研发费用等，2017 年中车集团发生职工安置费较多，致使管理费用同比增长 9.48% 至 246.53 亿元；财务费用以利息支出为主，2017 年中车集团债务规模扩张，利息支出相应增加，当年财务费用为 19.24 亿元，同比增长 50.62%。2017 年中车集团三费合计 340.60 亿元，同比增长 9.09%，三费收入占比为 15.70%，较上年增加 2.31 个百分点。2018 年 1~3 月，中车集团三费合计 62.81 亿元，三费收入占比上升至 18.58%。总体来看，中车集团三费规模及三费收入占比均呈现上升趋势，期间费用控制能力有待加强。

图 7: 2015~2018.Q1 中车集团期间费用分析



资料来源: 中车集团审计报告, 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, 2017 年受业务收入下滑, 加之期间费用上升, 当年中车集团取得经营性业务利润 (营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费) 130.48 亿元, 同比减少 16.27%; 投资收益 (11.17 亿元) 和营业外损益 (9.20 亿元) 一定程度弥补经营性业务利润下滑的影响, 中车集团最终实现利润总额 130.01 亿元, 同比减少 20.64%, 净利润为 107.15 亿元, 同比下滑 19.64%。2017 年中车集团净资产收益率为 7.59%, 较上年下降 2.81 个百分点, 但仍保持在高水平, 整体盈利能力表现仍很强。

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

偿债能力

2017 年, 受利润总额下滑影响, 中车集团 EBITDA 降至 218.00 亿元, 当年中车集团总债务/EBITDA 为 4.47 倍, EBITDA 利息保障倍数为 8.53 倍。经营活动现金流方面, 中车集团业务盈利能力很强, 同时上下游货款收付进度控制较好, 近年来经营活动现金流保持净流入。2017 年中车集团经营活动净现金流为 177.24 亿元, 同期中车集团经营活动净现金/总债务为 0.18 倍, 经营活动净现金/利息支出为 6.94 倍, 经营性净现金流对债务利息的保障程度保持在较高水平。此外, 中车集团持有大量现金资产, 2017 年货币资金/短期债务进一步增至 0.99 倍, 对短期债务的覆盖水平高。

表 11: 2015~2018.Q1 中车集团主要偿债指标

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

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 2017 年末, 中车集团取得主要合作银行授信额度合计为 2,732.00 亿元人民币和 11.65 亿美元, 其中, 尚未使用的银行授信额度为 2,362.20 亿元人民币和 2.97 亿美元; 此外, 作为中国中车、时代新材和南方汇通的控股公司, 能够通过上述上市子公司在资本市场直接进行权益融资, 亦有助于提高财务弹性。中车集团整体备用流动性充足。

受限资产方面, 截至 2017 年末, 中车集团受限资产账面价值合计 92.93 亿元, 整体受限资产占当期末总资产的比重小, 为 2.29%。截至 2017 年末, 中车集团及其控股子公司为第三方提供担保余额 74.98 亿元, 占净资产的比重为 5.31%。

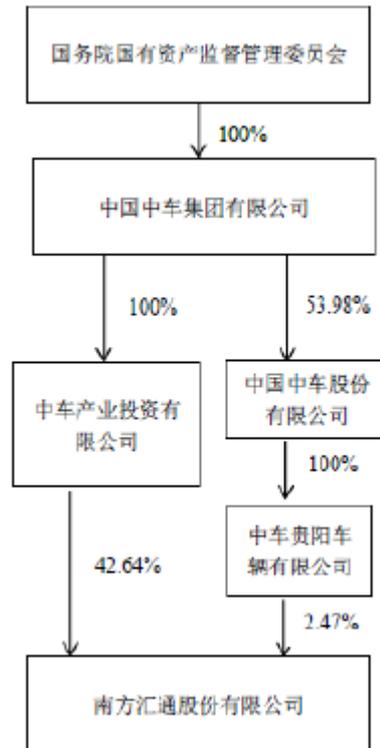
截至 2017 年末, 公司对外担保合计 74.98 亿元, 与年末净资产的比率为 5.31%, 包括子公司中国中车对其参股公司芜湖运达轨道交通建设运营公司提供最高金额 74.41 亿元额度担保以及子公司中车大连实业管理有限公司对其改制的集体企业银行贷款提供担保 0.57 亿元。公司对外担保规模相对较小, 担保风险较小。此外, 截至 2017 年末, 公司无未决的重大诉讼或仲裁事项。

综合来看, 中车集团系国资委全资企业, 在轨道交通装备行业处于龙头地位, 具有突出的行业地位和极强的综合竞争实力, 具备极强的抗风险能力, 可为本期债券的还本付息提供有力保障。

结 论

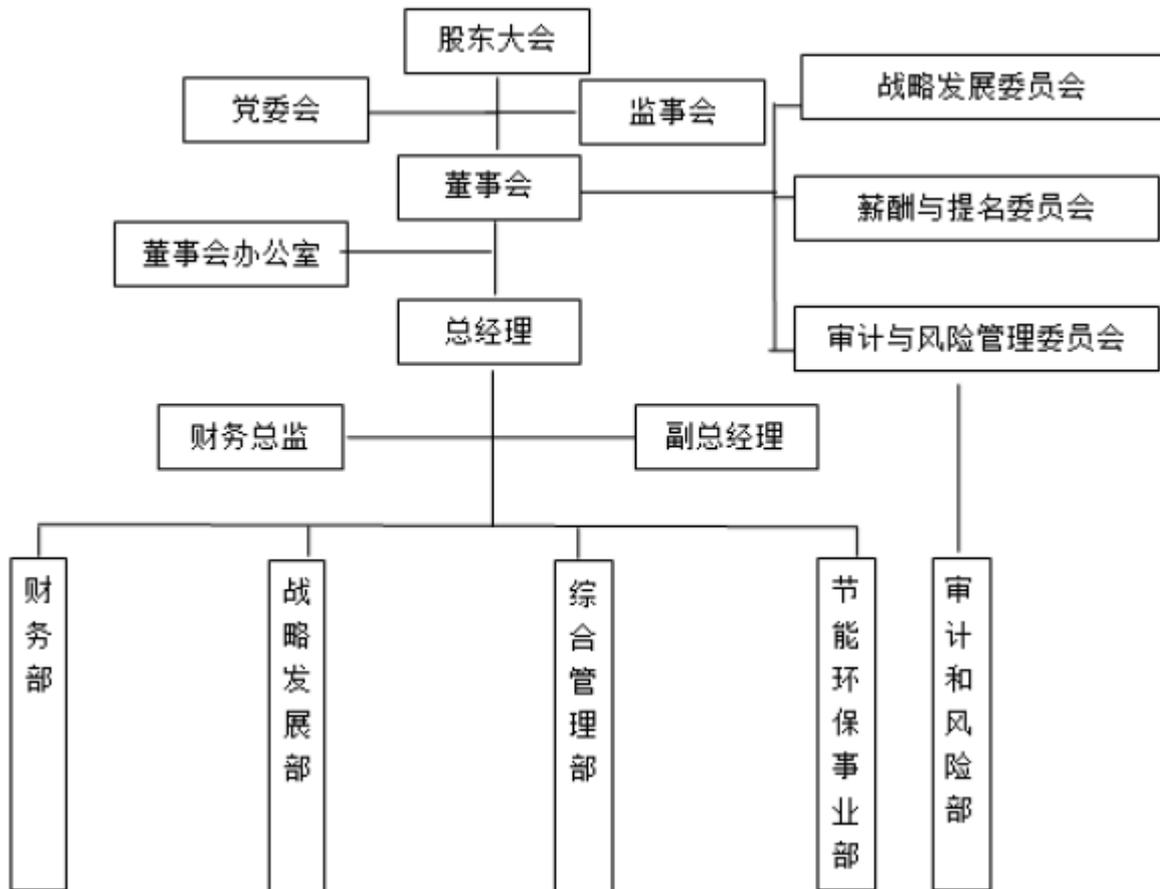
综上，中诚信证评维持南方汇通股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 **AAA**。

附一：南方汇通股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，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 3 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	20,574.94	30,035.41	25,842.99	15,384.23
应收账款净额	5,675.84	3,368.93	3,845.23	7,554.03
存货净额	12,001.71	12,542.35	10,752.37	11,807.89
流动资产	44,939.70	49,466.77	49,466.77	45,683.67
长期投资	52,671.07	54,546.13	56,727.23	54,261.07
固定资产合计	42,239.80	52,415.10	51,224.77	50,836.19
总资产	167,315.41	178,725.23	181,864.99	175,030.24
短期债务	14,426.40	11,673.90	8,908.10	7,436.34
长期债务	0.00	0.00	9,920.56	9,920.56
总债务（短期债务+长期债务）	14,426.40	11,673.90	18,828.66	17,356.90
总负债	59,688.34	88,522.56	84,925.44	78,665.47
所有者权益（含少数股东权益）	107,627.06	90,202.68	96,939.55	96,364.77
营业总收入	90,459.36	100,938.01	108,284.08	21,257.82
三费前利润	39,205.03	43,068.98	42,769.40	8,166.93
投资收益	406.37	2,676.31	1,509.27	46.34
净利润	12,123.63	13,483.84	12,702.33	1,393.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	17,991.25	21,688.86	22,960.89	-
经营活动产生现金净流量	22,038.43	18,891.64	11,632.16	-3,597.09
投资活动产生现金净流量	-35,370.34	-11,284.29	-14,296.83	-3,663.79
筹资活动产生现金净流量	6,373.48	2,932.94	-2,622.73	-1,979.71
现金及现金等价物净增加额	-6,690.81	10,619.08	-5,191.51	-9,248.61
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	44.05	43.94	41.47	39.44
所有者权益收益率（%）	11.26	14.95	13.10	5.78
EBITDA/营业总收入（%）	19.89	21.49	21.10	-
速动比率（X）	0.77	0.61	0.69	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	1.53	1.62	0.62	-0.83*
经营活动净现金/短期债务（X）	1.53	1.62	1.31	-1.93*
经营活动净现金/利息支出（X）	48.10	30.41	6.01	-
EBITDA 利息倍数（X）	39.27	34.91	11.86	-
总债务/EBITDA（X）	0.80	0.54	0.82	-
资产负债率（%）	35.67	49.53	46.70	44.94
总资本化比率（%）	11.82	11.46	16.26	15.26
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	9.28	9.33

注：2018 年第一季度加*指标均经过年化。

附四：中国中车集团有限公司主要财务数据及指标

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

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015年末其他流动负债为短期应付债券，在计算债务指标时调整计入短期债务；

3、2015~2016 年末长期应付款中融资租赁款，以及 2016 年末其他非流动负债中 2016 可转换债券（嵌入衍生金融工具），在计算债务指标时调整计入长期债务。

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

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/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

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。