

跟踪评级公告

联合[2019]666号

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“18 铁龙 01”进行跟踪评级，确定：

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司公开发行的“18 铁龙 01”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：
二零一九年五月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：AA+

上次评级结果：AA+ 评级展望：AA+

债券信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 铁龙 01	7.50 亿元	AA+	AA+	2018/7/19

本次跟踪评级时间：2019 年 5 月 17 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	88.27	95.82
所有者权益 (亿元)	52.84	56.91
长期债务 (亿元)	1.00	10.91
全部债务 (亿元)	14.05	13.76
营业收入 (亿元)	116.84	156.38
净利润 (亿元)	3.28	5.09
EBITDA (亿元)	6.94	10.15
经营性净现金流 (亿元)	3.61	8.47
营业利润率 (%)	5.47	6.14
净资产收益率 (%)	6.36	9.27
资产负债率 (%)	40.14	40.60
全部债务资本化比率 (%)	21.00	19.47
流动比率 (倍)	1.57	1.89
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.49	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.43	20.84
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.93	1.35

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款主要为国开发展基金投资款，已计入长期债务。

评级观点

2018 年，中铁铁龙集装箱物流股份有限公司（以下简称“铁龙物流”或“公司”）持续加强对铁路特种集装箱资源的投入、加大沙鲮铁路区域货源营销及与港口的互利合作，并根据市场需求变化优化运营模式，特种箱发送量、铁路货运及临港物流业务到发量均持续增长，盈利能力得到提升。此外，公司优化了债务结构，短期债务明显下降，现金类资产充裕，财务状况稳健。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到宏观经济放缓、与公路竞争激烈、地产项目去化速度较慢等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司铁路特种集装箱业务规模的不断扩大，市场占有率得到提升，公司整体盈利能力和抗风险能力或将继续保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“18 铁龙01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2018 年，公司持续加大对铁路特种集装箱资源的投入，根据市场需求变化优化运营模式，铁路特种集装箱发送量持续增长。

2. 2018 年，公司加大沙鲮铁路区域货源营销及港口互利合作，铁路货运及临港物流业务到发量、以及港口装卸量持续增长；同时新的铁路清算政策实施，公司综合毛利率有所提升。

3. 公司短期债务规模显著下降，债务结构得到优化，整体债务负担仍较轻，经营活动现金流状况良好。

关注

1. 2018 年，铁路货物运输行业受宏观经济放缓影响较大，且与公路、水路运输竞争激烈，下游货源工厂因销售不畅产量下滑等情况，对公司业务拓展造成一定不利影响。

2. 2018 年，公司地产项目去化速度较慢，对公司资金形成占压；执行新的铁路货运清算政策后，公司收入实现质量有所降低。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司（以下简称“公司”或“铁龙物流”）于1993年2月经大连市经济体制改革委员会批准，由原大连铁路分局、大连铁路经济技术开发总公司等五家发起人共同发起，采用定向募集方式设立。公司设立时总股本为6,000万股，其中，国有法人股3,454.15万股，法人股145.85万股，内部职工股2,400万股。

1998年4月，公司向社会公开发行人民币普通股2,500万股（股票简称：铁龙物流；股票代码：600125.SH）。2018年，公司注册资本未发生变化，截至2018年底，公司股份总数为130,552.19万股；公司第一大股东为中铁集装箱运输有限责任公司，持股比例15.90%，实际控制人为中国铁路总公司。公司股权关系如下图所示。

图1 截至2018年底公司股权关系图



资料来源：公司年报

2018年，公司经营范围与组织结构无变化。截至2018年底，公司全资及控股子公司20家，共有在职员工2,154人。

截至2018年底，公司合并资产总额95.82亿元，负债合计38.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.91亿元，其中归属于母公司所有者权益56.68亿元。2018年，公司实现营业收入156.38亿元，净利润（含少数股东损益）5.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.08亿元；经营活动产生的现金流量净额8.47亿元，现金及现金等价物净增加额4.64亿元。

公司注册地址：大连高新园区火炬路32号创业大厦A座2716号；法定代表人：辛明。

二、债券概况

经中国证券监督管理委员会《关于核准中铁铁龙集装箱物流股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2018]1508号文）核准，公司于2018年11月7日发行“中铁铁龙集装箱物流股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”，债券简称：“18铁龙01”；债券代码：155014.SH。本次债券发行规模7.50亿元，发行后扣除承销费净募集资金7.46亿元。发行期限为2年，票面利率为4.70%，于2018年12月13日在上海交易所上市交易，“18铁龙01”采用单利按年计息，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。

截至本报告出具日，公司发行的“18 铁龙 01”募集资金已按募集运用计划用于偿还到期的 2013 年公司债券（第二期）本金及利息，剩余用于偿还金融机构借款。“18 铁龙 01”尚未到首次付息时间。

三、行业分析

公司所属行业为铁路货运行业。铁路作为优质的路上运输工具，运输排污量较小，运输价格更便宜。而与铁路运输竞争最激烈的为公路运输，由于公路运输灵活性好，能够实现“门对门”服务，公路货运市场份额远大于铁路货运。2018 年 10 月，国务院办公厅正式发布了《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》，提出以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向。在国家大力推广“公转铁”的背景下，2018 年铁路货运占比有所提高。2018 年全国铁路完成货物发送量 40.22 亿吨，同比增长 9.1%，增运 3.34 亿吨，其中，国家铁路完成货物发送量 31.9 亿吨，同比增长 9.3%，增运 2.72 亿吨。增加的货运量与公路完成同样货运量相比，可节省 299 万吨标准煤，减少二氧化碳排放 736 万吨。而 2018 年全国公路货运量为 395.90 亿吨，同比增加 7.4%。相较于 2017 年，公路与铁路货运量的差距在 2018 年从 10 倍缩短至 9.8 倍。在运输结构调整的政策下，铁路运量增速加大，铁路货运增速逐渐接近甚至超过公路货运增速，未来公路转铁路趋势可期。

铁路运输收费方面，根据《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》，自 2018 年 5 月 1 日起，下浮铁路主要货物运价，铁路运输服务增值税税率从 11% 降至 10%。随着税率的下调，铁路货运价格将有一定程度的下降，将提高铁路运输的市场竞争力。

2018 年 1 月 1 日起，全国正式执行新的《铁路货物运输进款清算办法》（以下简称“新铁路货运清算办法”），新铁路货运清算办法由原来的“分段计算、管内归己，直通清算”改为以承运企业为核算主体的“承运清算”方式，新铁路货运清算办法将充分释放始发路局的盈利敏感性，在行业下行时避免运价非理性促销下滑，在行业上行时通过提价，在清算成本固定的基础上增加盈利。同时也极大程度激活了始发路局揽货积极性，让铁运企业营业利润增速提升。

总体看，政策大力推进运输结构调整，铁路资源将被更好挖掘利用，“公转铁”政策将进一步提高铁路货运量；增值税税率降低、新货运清算办法也将进一步促进企业利润提升。预计未来铁路货运量将稳定提升，改革红利突出。

四、管理分析

2018 年，公司组织结构、核心管理团队无重大变化，相关管理架构、管理制度延续以往模式，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，全年实现收入 156.38 亿元，同比增长 33.85%，主要系铁路特种集装箱投入增加、沙鲛铁路业务拓展以及执行新的清算政策所致；实现归属于上市公司股东的净利润 5.08 亿元，同比增长 53.54%，主要系收入及毛利率增长所致。

从各业务板块看，2018 年，铁路特种箱业务方面，公司克服宏观经济下行、铁路集装箱调价等

因素影响，实现收入 14.01 亿元，同比增长 15.09%；铁路货运及临港物流业务方面，公司加大沙鲮铁路区域货源营销及港口互利合作，同时由于实施新的铁路清算办法后，该板块收入、成本结构发生巨大变化，收入同比大幅增长 117.01%至 24.39 亿元。2018 年，公司继续开展钢材供应链项目，受钢材价格上涨及产销量增加双重因素影响，公司委托加工贸易业务实现销售收入 112.84 亿元，较上年同期增长 26.83%；公司铁路客运业务受部分车辆到期退出经营影响，实现营业收入 0.44 亿元，同比降低 19.49%；公司加大既有房源营销力度，房地产业务实现收入 3.69 亿元，较上年同期增长 9.60%。具体情况如下表所示。

表 1 2017~2018 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

分行业	2017 年			2018 年			同比上年	
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	收入变化	毛利率变化
铁路特种集装箱业务	12.25	10.48	18.61	14.10	9.01	19.56	15.09	增加 0.95 个百分点
铁路货运及临港物流业务	11.24	9.62	20.44	24.39	15.60	18.14	117.01	减少 2.30 个百分点
委托加工贸易业务	88.97	76.15	1.38	112.84	72.16	1.49	26.83	增加 0.11 个百分点
铁路客运业务	0.55	0.47	57.29	0.44	0.28	53.08	-19.49	减少 4.21 个百分点
房地产业务	3.36	2.88	12.36	3.69	2.36	18.07	9.60	增加 5.71 个百分点
其它业务	0.47	0.40	28.73	0.93	0.59	19.70	99.21	减少 9.03 个百分点
合计	116.84	100.00	5.70	156.38	100.00	6.36	33.85	增加 0.66 个百分点

资料来源：公司年报，毛利率变化计算差异系原始数据四舍五入影响。

从毛利率情况来看，2018 年，由于毛利率较高的铁路货运及临港物流业务收入占比提升，公司综合毛利率较上年有所提升，其中，铁路特种集装箱业务和委托加工贸易业务毛利率稳中有升，分别为 19.56%和 1.46%；铁路货运及临港物流业务主要受铁路运输清算政策调整的影响，毛利率为 18.14%，较上年下降 2.30 个百分点；房地产业务毛利率 18.07%，较上年提高 5.71 个百分点，主要系销售价格提升所致。

总体看，2018 年，公司经营情况良好，收入规模大幅增长，综合毛利率水平有所提高。

2. 铁路特种集装箱业务

2018 年，在宏观经济增长放缓、货源工厂销售不畅的大背景下，公司根据市场需求变化，加大新箱投入，同时拓展多式联运，融合多种运输方式，发展全程物流服务链。公司新投入约 1.55 万只特种箱陆续上线，特种集装箱的核心增长效益正逐步释放。2018 年，公司特种集装箱保有量为 8.32 万只，较上年有较大增长，主要为 20 英尺干散货集装箱和 20 英尺不锈钢罐式集装箱的增长。2018 年，公司完成发送量 130.21 万 TEU，较上年同期 93.94 万 TEU 增长 38.62%，主要系公司加大揽货力度，干散货箱和框架式罐箱发送量均有较大幅度增长；其中不锈钢罐箱发送量有所下降，主要系适箱货源出现阶段性下降。具体情况如下表所示。

表 2 2017~2018 年公司特种集装箱数量变化（单位：只）

特种箱类别	2017 年	2018 年
20 英尺干散货集装箱	37,448	58,564
20 英尺弧型罐式集装箱	1,658	1,658
20 英尺散装水泥罐式集装箱	3,058	3,058
20 英尺框架式润滑油罐式集装箱	4,196	4,196
20 英尺水煤浆箱	98	98
45 英尺冷藏集装箱	297	500

20 英尺不锈钢罐式集装箱	9,201	11,501
40 英尺鲜活水产品冷藏箱	1	1
20 英尺石油沥青罐箱	1,710	3,300
20 英尺电石箱	40	40
20 英尺台架式卷钢箱	--	300
合计	57,707	83,216

资料来源：公司提供

表 3 2017~2018 年公司特种集装箱发送量（单位：TEU）

特种箱发送量	2017 年	2018 年
干散货箱	805,060.00	1,165,716.00
轻油罐箱	5,654.00	2,594.00
水泥罐箱	29,291.00	29,346.00
框架式罐箱	39,082.00	43,999.00
不锈钢罐箱	51,138.00	50,936.00
冷藏箱	3,271.50	1,563.00
沥青罐箱	5,861.00	7,942.00
合计	939,357.50	1,302,096.00

资料来源：公司提供

收费方面，公司向货主收取的特种集装箱使用费标准执行《铁路货物运价规则》及铁道部有关规定，不同的集装箱适用费率不同。公司根据与铁路总公司签署的《铁路特种集装箱服务协议》，向铁路总公司支付综合服务费用（特种箱使用费收入总额的 20%），同时承担与特种箱资产相关的折旧、维修费、运营管理费用、研发费用等。清算方式上，全路各站根据货票收取的特种集装箱使用费全部上缴铁道部，由铁路总公司资金清算中心轧差（特种箱使用费收入扣除 20% 综合服务费的净额）于次月向公司清算。特种箱铁路两端物流业务采用市场化运作模式，以市场定价为收费标准，通过与终端客户签订物流业务合同，直接从终端客户获得物流收入；通常向小客户预收物流费用，与大客户定期进行结算，结算周期为 1~2 个月。公司通过建立客户信用评级体系，按照客户信用级别决定是否给予账期。2018 年，公司铁路特种集装箱与铁路总公司结算方式未发生变化，与客户结算周期未发生变化。

总体看，2018 年，在宏观经济持续下行情况下，公司持续加大对铁路特箱资源的投入，根据市场需求变化优化运营模式，扩大了业务规模。

3. 铁路货运及临港物流业务

2005 年 10 月，公司与沈阳铁路局签订收购协议，完成了对沙鲅铁路的收购，并成立沙鲅铁路分公司（以下简称“沙鲅公司”）和铁龙营口实业有限责任公司（以下简称“营口实业”）分别负责运营铁路货运和临港物流业务。沙鲅铁路与哈大铁路干线接轨，紧邻营口港，业务范围辐射全国铁路各货运营业站，是辽宁环渤海经济带、东北三省和内蒙古东部地区物资运输最近的进出海铁路通道。截至 2018 年底，沙鲅支线所辖总里程为 162.458Km（含专用线），公司拥有的沙鲅铁路区间长度 14.4Km，设计运行速度最高 100Km/h，占地面积 140.04 万平方米（其中沙鲅支线占地 110.47 万平方米，营口实业占地 29.57 万平方米），沙鲅公司根据港口吞吐量的不断大幅度增加，分别于 2008 年、2010 年进行两次改造和扩建，目前设计最大输送能力 8,500 万吨/年。

公司临港物流业务由营口实业承担，营口实业拥有 3 个现代化仓储物流基地（在范屯站还有 18.7

万平的仓储用地储备, 根据市场需要将开发成集装箱、散堆装等业务的装卸、仓储用地), 毗邻营口港及沈大高速公路, 总面积 29.6 万平方米, 拥有 9 条铁路专用线、龙门吊 4 台、轮胎吊 1 台、叉车 22 台、铲车 2 台。营口实业主要从事东北各钢厂铁路运输钢材集港运输、仓储业务。近年来, 营口实业以现有钢材仓储业务为依托, 积极推进多元化业务的开展, 变过去的单一接卸仓储钢材为现在的接卸仓储多品类并进的经营模式, 先后开展了接卸集装箱、装卸镁碳砖、大理石等业务, 并根据经营需要适时开发范屯站仓储用地, 为下一步的发展拓宽了经营业务。

铁路货运及临港物流业务仍主要指公司在沙鲅铁路从事的铁路货物运输及相关的仓储、装卸、短途运输等物流延伸服务业务。2018 年, 公司加大沙鲅铁路区域货源营销及港口互利合作, 经营局面进一步打开, 到发量合计完成 5,440.38 万吨, 较上年 5,017.84 万吨增长 8.42%。

表 4 2017~2018 年公司铁路货运及临港业务到发量及钢材装卸量 (单位: 万吨)

项目	2017 年	2018 年
铁路发送量	2,359.65	2,381.70
铁路到达量	2,658.19	3,058.68

资料来源: 公司提供

在老清算办法的框架下, 货物铁路运输对于始发路局和过路路局均为按照按里程 (基价 1+基价 2) 收费的模式, 运价以国家规定的基准运价为上限确定。由于沙鲅铁路本身里程较短, 单笔货物的承运收入相对固定, 因此在应对行业竞争加剧、下游需求不振等不利因素时基本只能通过降价增量的方式保障收入及利润规模。在新清算办法执行后, 公司承运收入将主要依赖于沙鲅铁路作为始发站的货物运输规模及全程运输距离, 由于沙鲅铁路作为集疏港经路, 位置优势显著, 按照全程运输距离确认运费收入将显著提高公司铁路运输业务的收入及利润水平。此外, 在新的铁路运价政策下, 在行业上行时, 公司还可以通过价格的调整进一步提升盈利空间。

2018 年, 公司执行新的铁路清算办法。实施新清算办法后, 实现营业收入 24.39 亿元, 较上年同期增长 117.01%; 营业成本 19.97 亿元, 与收入变化一致, 主要系清算成本大幅提升, 人工成本和折旧变化不大; 毛利润有所增加。

表 5 2017~2018 年公司铁路货运及临港物流业务成本构成 (单位: 万元)

成本项目	2017 年	2018 年
人工成本	15,162.80	16,684.43
折旧	3,074.53	2,995.27
营运成本	71,178.74	179,973.46
合计	89,416.07	199,653.16

资料来源: 公司提供

总体看, 2018 年, 公司加强加大沙鲅铁路区域货源营销及港口互利合作, 铁路货运及临港物流业务到发量及临港装卸量有所增加。执行新的清算政策后, 公司收入和成本有较大变化, 清算后公司盈利有所增加。

4. 委托加工贸易业务

2014 年 5 月, 为了应对不利的经济环境, 缓解公司经营压力, 拓展新的利润增长点, 公司在物流供应链经营上进行了全新尝试, 开展钢材委托加工贸易业务。具体而言, 公司通过在物流行业长期积累形成的优势, 对钢材加工的主要原材料 (如铁矿石、焦炭等) 进行采购, 委托钢铁生产厂商

进行加工，最后由公司进行销售。公司委托加工贸易业务主要由子公司中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司（以下简称“国贸公司”）负责运营。

上游采购方面，公司委托加工贸易业务产品全部为钢材，主要原材料为铁矿石、焦炭等。公司采购的铁矿石以外矿为主，焦炭、煤炭主要以国内居多。2018年，累计销售委托加工钢材等共324.87万吨，较上年同期305.60万吨增长6.31%。受钢材价格上涨及产销量增加双重因素影响，公司实现销售收入112.84亿元，较上年同期增长26.83%。公司委托加工贸易采购情况如下表所示。

表6 2017~2018年公司委托加工贸易业务采购情况（单位：万元、万吨）

品种	2017年		2018年	
	金额	采购量	金额	采购量
内矿	96,817.08	161.91	111,405.49	180.87
外矿	173,713.43	380.00	192,920.15	377.65
焦炭	290,248.06	181.46	355,131.68	182.12

资料来源：公司提供

定价及结算方面，由于铁矿石、焦炭等钢材生产的主要原材料价格相对透明、国内外供应商众多，公司采购价格主要根据市场价格确定。2018年主要供应商主要为境内外贸易商，2017~2018年，公司向前五大供应商采购额占总采购额的比重分别为29.21%和24.51%。结算方式上，公司原则上采取先供货、再付款的方式，外矿采购主要以预付款为主。销售方面，公司主要依靠代加工钢铁生产厂商的固有客户资源，且全部针对国内客户进行销售。结算方式方面，全部采取预收货款的形式以控制资金风险。2018年客户主要境内外贸易商，2017~2018年，公司向前五大客户销售额占总销售额的比重分别为20.02%和22.66%。

总体看，公司加大委托加工贸易业务规模，带动营业收入大幅增长，但该业务板块毛利率仍然较低，对公司利润贡献有限。

5. 房地产业务

公司主要地产项目为已建成的位于大连市的连海金源项目及位于太原市的颐和天成项目。连海金源项目位于大连市甘井子区金柳路中段，西山水库南侧，所处区域为西城国际旅游商务区，是大连市内最大的绿色核心区域。连海金源项目总占地面积4.09万平方米，建筑面积11.07万平方米，可售面积8.34万平方米。物业类型为普通住宅及商铺，其中普通住宅用房共798户，开盘时间为2011年7月，竣工时间为2012年6月。截至2018年底，连海金源项目累计销售面积为7.48万平方米，剩余可售面积为0.86万平方米，去化率90%左右。

颐和天成项目位于太原市迎泽区长风东街天成路36号，项目总占地面积15.60万平方米，建筑面积23.76万平方米，可售面积19.27万平方米。颐和天成项目物业类型为普通住宅、别墅及商铺，开盘时间为2017年6月，竣工时间为2017年12月。截至2018年底，颐和天成项目累计销售面积为8.54万平方米，剩余可售面积为10.73万平方米。颐和天成项目整体去化率较低，主要系颐和天成项目是公司在山西省太原市开发的高端楼盘，产品主要是别墅和少量洋房所致。

表7 截至2018年底公司房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	累计销售面积	剩余可售面积	2018年销售收入	已销售但未确认收入的销售面积
大连连海金源项目	7.48	0.86	0.58	0.17
太原颐和天成项目	8.54	10.73	2.98	2.63

资料来源：公司提供

总体看，公司待售地产项目主要为高端住宅项目，销售速度较慢，对公司形成一定资金占压。

6. 在建项目

公司加快发展现代物流和集装化运输的需求，巩固优势箱型市场地位，持续扩展新箱型市场空间，加大特种箱板块的投入。2018年，公司特种箱购建项目总预算10.56亿元，截至2018年底，特种箱购建项目进度为99.00%。

冷链物流基地位于大连普湾新区食品物流园区，根据公司冷链产业发展规划，公司拟使用自有资金投资8.63亿元在大连普湾新区三十里堡临港工业区建设冷链物流基地（一期）项目。大连冷链物流基地（一期）项目主要投资建设低温仓、多温仓、恒温及常温仓、常温仓、商务综合楼、服务中心、集装箱堆场及相关配套设施等，占地38.30万平方米。大连冷链物流基地（一期）项目由公司使用自有资金投资，前期已完成了土地购置2.92亿元，取得项目用地规划许可证、项目建设工程规划证等建设许可，完成了项目前期设计、勘察、监理招标、取得了能评、环评等备案手续，前期工程施工有序推进。截至2018年底，冷链物流基地项目进度为60.00%。

表8 截至2018年底公司重要在建项目（单位：亿元、%）

项目名称	预计总投资	资金来源	资金情况	项目进度	工程累计投资
特种箱购建	10.56	自筹	到位	99%	9.04
冷链基地项目（一期）	8.63	自筹	到位	60%	5.51

资料来源：公司提供

总体看，截至2018年底，公司特种箱购建项目接近完工，公司冷链物流基地（一期）项目有序推进，未来投资压力较小。

7. 经营关注

（1）2018年，铁路货物运输行业受宏观经济放缓影响较大，且与公路运输竞争激烈，下游货源工厂因环保政策限制出现停产情况，对公司业务拓展造成了不利影响。

（2）2018年，公司地产项目去化速度较慢，对公司资金形成占压；执行新的铁路清算政策后，经营活动现金净流量虽有所增加，但收入实现质量大幅降低。

8. 未来发展

2018年，物流行业受经济下行的影响显著，公司在细分市场上明显承压。另外，铁路运输价格体系和清算体系的调整也极大的挑战了公司应对成本变化的能力。2019年政策面向好，公司一方面将关注运输结构调整、绿色发展带来的市场机会，一方面防范业内同质化投入带来的供给过剩和价格下跌。公司在新产品研发和新技术推广方面的投入存在一定不确定性，需要积极跟进行业先进性的同时提升研发创新的成功率。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略可行性高。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2018年，公司财务报表编制所采用的会计准则未发生变更，公司合并范围新增3家

子公司，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 95.82 亿元，负债合计 38.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 56.68 亿元。2018 年，公司实现营业收入 156.38 亿元，净利润（含少数股东损益）5.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.64 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 95.82 亿元，较年初增长 8.56%，主要系非流动资产增长所致。从资产结构来看，流动资产占比 52.26%，非流动资产占比 47.74%。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 50.07 亿元，较年初下降 3.00%，主要系存货和其他流动资产增长所致；流动资产以货币资金（占 22.36%）、存货（占 58.51%）和其他流动资产（占 8.08%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 11.20 亿元，较年初增长 55.38%，主要系新发行公司债募集资金到账所致；公司货币资金全部为银行存款（11.18 亿元）和少量库存现金，无使用权受到限制的货币资金。

截至 2018 年底，应收账款 2.30 亿元，较年初增长 63.07%，主要系应收物流业务款增加所致；应收账款余额中，1 年以内占 96.19%，公司已计提坏账准备 0.14 亿元，应收账款账龄较短，发生坏账风险较低；前五大客户集中度 37.82%。

截至 2018 年底，公司存货 29.30 亿元，较年初下降 13.38%，主要系地产项目结转收入所致。截至 2018 年底，存货主要为原材料 5.92 亿元和开发产品 15.50 亿元；开发产品主要为公司房地产连海金源项目和太原颐和天成项目竣工产品。截至 2018 年底，公司未计提存货减值准备，但公司面临一定房地产去化压力。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 4.05 亿元，较年初下降 13.38%，主要系委托银行理财业务下降所致；公司其他流动资产主要由委托银行理财 2.00 亿元和进项税额 1.49 亿元构成。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 45.75 亿元，较年初增长 24.84%，主要系固定资产增长所致；非流动资产以固定资产（占 82.60%）和无形资产（占 8.54%）为主。

截至 2018 年底，公司固定资产 37.79 亿元，较年初增长 24.02%，主要系集装箱投入增加所致；其中，集装箱占比 68.60%，线路占比 9.31%。截至 2018 年底，固定资产累计折旧 18.05 亿元，成新率 67.71%，成新率一般；公司固定资产减值准备合计 476.78 万元，全部为房屋减值。

截至 2018 年底，公司无形资产账面净值 3.91 亿元，较年初下降 2.72%，主要为公司冷链基地项目土地使用权；已抵押的土地使用权账面价值 1.50 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 1.50 亿元，占总资产的 1.57%，全部为抵押的土地使用权。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长，货币资金大幅增长并且无受限；存货占比高，地产项目去化速度较慢，公司资产抵押率很低，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 38.91 亿元，较年初增长 9.82%，主要系非流动负债增长所致。从负债结构来看，流动负债占比 68.06%，非流动负债占比 31.94%，流动负债占比大幅下降，但负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 26.48 亿元，较年初下降 19.42%。流动负债主要以短期借款、应付账款和预收款项为主，分别占 10.57%、32.75%和 46.52%。

截至 2018 年底，公司短期借款 2.80 亿元，较年初增长 12.00%；年初 4.46 亿元的应付票据已全部偿还；应付账款账面价值 8.67 亿元，较年初下降 7.96%，主要系应付的购料款下降所致；预收款项 12.31 亿元，较年初增长 47.92%，主要系受公司预收货款和预收房款大幅增长所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 12.43 亿元，较年初增长 3.85 倍。非流动负债以长期借款（占 25.75%）、应付债券（占 60.06%）和递延收益（占比 12.09%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款余额 3.20 亿元，较年初增长 25.75%；应付债券 7.46 亿元，系 2018 年发行的公司债券“18 铁龙 01”所致；递延收益 1.50 亿元，较年初下降 3.25%，主要系公司获得的动迁补偿款结转至其他收益所致。

从债务构成情况看，截至 2018 年底，公司全部债务为 13.76 亿元，较年初下降 2.03%，但债务结构明显改善，短期债务大幅下降，长期债务在全部债务中的占比由年初的 7.12% 上升至 79.29%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.60% 和 19.47%，分别较年初上升 0.47 个百分点和下降 1.53 个百分点，变化不大，仍处于较低水平；公司长期债务资本化比率为 16.09%，较年初上升 14.23 个百分点。

总体看，2018 年底，公司整体债务规模保持稳定，债务负担仍很轻；公司积极优化债务结构，短期债务明显下降。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 56.91 亿元，较年初增长 59.40%，主要系 2018 年留存收益增加所致，其中，归属于母公司的所有者权益占比 99.59%。截至 2018 年底，归属于母公司的所有者权益中，股本占比 23.03%、资本公积占比 2.78%、盈余公积占比 10.76%、未分配利润占比 63.42%。

总体看，2018 年底，公司所有者权益大幅增长，但未分配利润占比较高，权益稳定性仍较弱。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 156.38 亿元，较上年增长 33.85%。2018 年，公司加大沙鲮铁路区域货源营销及港口互利合作，同时新铁路运输清算政策提升了公司整体的揽货积极性，使得毛利率较高的铁路货运及临港物流业务收入占比提升，公司综合毛利率同比提高 0.66 个百分点至 6.36%。2018 年，公司实现营业利润 6.91 亿元，同比增长 55.46%；实现净利润 5.09 亿元，同比增长 55.05%，其中归属于母公司的净利润为 5.09 亿元。投资收益和营业外收入规模较小，对净利润的影响不大。

2018 年，公司期间费用合计 3.01 亿元，同比大幅增长 48.19%，其中，销售费用占比 48.32%，同比增长 73.72%，主要系运杂费增加所致；管理费用占比 36.54%，同比增长 21.10%；财务费用占比 15.13%，同比增长 59.50%，主要系利息费用增加所致。2018 年，公司费用收入比为 1.92%，较上年上升 0.18 个百分点，考虑到公司毛利率水平，公司成本管控能力仍较强。

从盈利指标来看，2018 年，受主营业务毛利率上升、费用控制能力增强等因素影响，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.09%、8.04% 和 9.27%，较上年分别上升 2.61 个百分点、2.17 个百分点和 2.91 个百分点，公司盈利能力有所提升。

总体看，2018 年，受益于毛利率较高的铁路货运及临港物流业务收入占比提升，以及费用控制能力的增强，公司整体盈利能力有所提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2018年，公司经营活动现金流入量为132.76亿元，同比增长9.51%，以主营业务回款为主，主营业务回款增幅明显小于当期收入增幅，主要系公司执行新的清算政策，收入和成本结构发生变化，但现金流入却未同步增长所致；公司经营活动现金流出量为128.64亿元，同比增长6.60%。受上述因素影响，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额8.47亿元，同比增长134.56%。从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比为84.90%，较上年明显下降，公司收入实现质量较差。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入量为25.19亿元，同比增长94.94%，主要为收回委托银行理财资金；公司投资活动现金流出量为31.86亿元，同比增长71.91%，主要为购买委托银行理财支出。受上述因素影响，2018年，公司投资活动产生的现金流量净额-6.67亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动现金流入14.80亿元，同比增长4.91倍，主要系发行债券和取得借款增加所致；公司筹资活动现金流出11.95亿元，同比增长11.44倍，主要系偿还到期的公司债本金和利息所致。受上述因素影响，2018年，公司筹资活动现金流量净额2.85亿元，同比增加84.87%。

总体看，2018年，公司经营活动现金流仍为净流入状态，但收现质量有所下降；公司投资活动资金缺口主要为购买理财产品产生，同时考虑到在建项目较少，公司外部筹资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2018年底，公司流动比率由年初的1.57倍提高至1.89倍，速动比率由年初的0.54倍提高至0.78倍；由于公司优化债务结构，偿还了应付票据，公司现金短期债务比由年初的0.59倍提高至4.16倍。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力来看，2018年，随着盈利能力的提升，公司EBITDA增长至10.15亿元；公司EBITDA主要由折旧和利润总额构成，2018年分别占25.61%和68.25%。2018年，公司EBITDA利息倍数为20.84倍，覆盖倍数由上年的22.43倍下降至20.84倍，但仍处于很高水平。EBITDA全部债务比为0.74倍，较上年的0.49倍有一定提升，公司长期偿债能力很强。

截至2018年底，公司已获得银行授信总额为27.00亿元，公司目前已使用授信额度5.30亿元，尚未使用的银行授信额度为21.70亿元，间接融资渠道畅通；考虑到公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年底，公司不存在重大未决诉讼、对外担保等或有事项。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G1021020100018840Q），截至2019年4月17日，公司无关注类、不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

总体看，跟踪期内，公司作为国内铁路行业现代物流示范性企业，公司整体偿债能力仍很强。

7. 本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达11.84亿元，为“18铁龙01”债券额度（7.50亿元）的1.58倍，公司现金类资产对“18铁龙01”的覆盖程度较高；净资产达56.91亿元，约为“18铁龙01”债券本金的7.59倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18铁龙01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为10.15亿元，约为“18铁龙01”债券本金的1.35倍，公

司EBITDA对“18铁龙01”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入132.76亿元，约为“18铁龙01”债券额度的18.28倍，公司经营活动现金流入量对“18铁龙01”的覆盖程度很高。

总体看，2018年，公司作为国内铁路行业现代物流示范性企业，盈利能力增强；资产规模较大、现金类资产较为充足，公司对“18铁龙01”的偿还能力很强。

七、综合评价

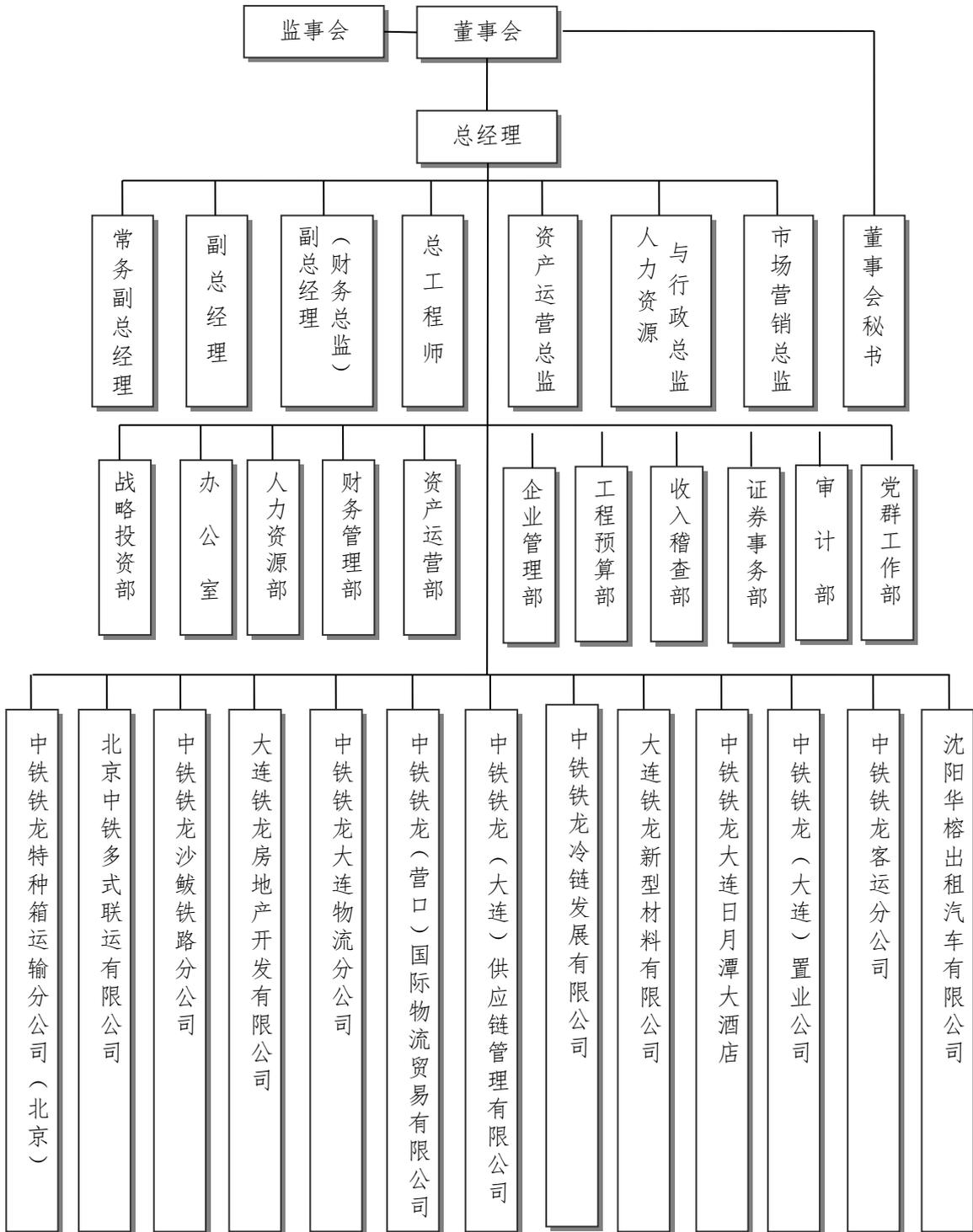
公司持续加强对铁路特种集装箱资源的投入、加大沙鲮铁路区域货源营销及与港口的互利合作，并根据市场需求变化优化运营模式，特种箱发送量、铁路货运及临港物流业务到发量均持续增长，盈利能力得到提升。此外，公司优化了债务结构，短期债务明显下降，现金类资产充裕，财务状况稳健。同时，联合评级也关注到宏观经济放缓、与公路竞争激烈、地产项目去化速度较慢等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司铁路特种集装箱业务规模的不断扩大，市场占有率得到提升，公司整体盈利能力和抗风险能力或将有望继续保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“18铁龙01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 中铁铁龙集装箱物流股份有限公司

组织结构图



附件 2 中铁铁龙集装箱物流股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	88.27	95.82
所有者权益 (亿元)	52.84	56.91
短期债务 (亿元)	13.05	2.85
长期债务 (亿元)	1.00	10.91
全部债务 (亿元)	14.05	13.76
营业收入 (亿元)	116.84	156.38
净利润 (亿元)	3.28	5.09
EBITDA (亿元)	6.94	10.15
经营性净现金流 (亿元)	3.61	8.47
应收账款周转次数 (次)	90.70	74.01
存货周转次数 (次)	3.63	4.64
总资产周转次数 (次)	1.43	1.70
现金收入比率 (%)	103.76	84.90
总资本收益率 (%)	5.48	8.09
总资产报酬率 (%)	5.87	8.04
净资产收益率 (%)	6.36	9.27
营业利润率 (%)	5.47	6.14
费用收入比 (%)	1.74	1.92
资产负债率 (%)	40.14	40.60
全部债务资本化比率 (%)	21.00	19.47
长期债务资本化比率 (%)	1.86	16.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.43	20.84
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.49	0.74
流动比率 (倍)	1.57	1.89
速动比率 (倍)	0.54	0.78
现金短期债务比 (倍)	0.59	4.16
经营现金流动负债比率 (%)	10.99	31.99
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.93	1.35

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级