



信用等级通知书

信评委函字[2019]G409-F1号

中铁高新工业股份有限公司：

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拟发行的“中铁高新工业股份有限公司2019年公开发行可续期公司债券（第一期）（面向合格投资者）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年十一月四日

中铁高新工业股份有限公司 2019 年公开发行 可续期公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中铁高新工业股份有限公司
发行规模	本期债券发行总规模不超过人民币 15 亿元(含 15 亿元)。
债券期限及续期选择权	本期债券分为两个品种，品种一以每 3 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，发行人有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 3 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券；品种二以每 5 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，发行人有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 5 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。
付息方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
赎回选择权	（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息权	本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。
资金用途	扣除发行费用后，本期债券募集资金拟用于补充营运资金等。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中铁高新工业股份有限公司 2019 年公开发行可续期公司债券（第一期）（面向合格投资者）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定中铁高新工业股份有限公司（以下简称“中铁工业”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映了发行主体中铁工业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。中诚信证评肯定了中铁工业股东背景强大、行业地位显著、技术优势突出以及财务结构稳健、获现能力良好等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司应收票据及应收账款和存货规模对流动资金占用较大、较易受宏观经济及基建投资波动影响等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 股东背景强大。公司控股股东中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）是中国乃至全球最大的多功能综合型建设集团之一，在基础设施建设、勘察设计与咨询服务、专用工程设备和零部件制造等领域处于行业领先地位。作为中国中铁下属工业装备平台，公司可在业务承揽以及经营管理等方面获得中国中铁大力支持。
- 行业地位显著。公司各项主营业务市场占有率及综合实力均处于国内龙头地位，隧道施工装备及相关服务业务市场占有率连续数年保持国内第一；研发的铁路铺轨机、架桥机完成了全国铁路 90%以上轨排铺设和 T 梁架设施工；高速道岔市场占有率约 65%，重载道岔市场占有率 50%以上，道岔产品在城轨交通业务领域

概况数据

中铁工业	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益(亿元)	148.57	147.90	160.48	171.06
总资产(亿元)	800.40	316.36	338.88	386.99
总债务(亿元)	297.55	31.88	36.34	44.15
营业总收入(亿元)	648.63	158.86	178.98	151.68
营业毛利率(%)	8.18	20.36	20.37	20.45
EBITDA(亿元)	28.60	21.62	22.25	-
所有者权益收益率(%)	7.10	9.23	9.41	9.97
资产负债率(%)	81.44	53.25	52.64	55.80
总债务/EBITDA(X)	10.40	1.47	1.63	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.09	21.29	64.74	-

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、2019 年前三季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

邬敏军

邓晓洁 xjdeng@ccxr.com.cn

邓晓洁

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 11 月 4 日

市场占有率约为 60%~70%；大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%，行业地位显著。

- 技术优势突出。公司各项业务均具有领先的技术优势，截至 2018 年末，共获得国家科技进步奖 11 项；获得授权专利 1,163 件，其中国际发明专利 6 件，国内发明专利 388 件；主（参）编国家或铁道行业标准及工法 124 项，其中国家标准 31 项；特别是主（参）编的 5 项全断面隧道掘进机国家标准首次发布，填补了国内在该领域的空白。
- 财务结构稳健，获现能力良好。重大资产重组完成后，公司财务杠杆水平显著下降，截至 2019 年 9 月末资产负债率及总资本化比率分别为 55.80% 和 20.51%，加之较强的盈利能力保障其自有资本实力稳步增强，财务结构稳健。同时，公司获现能力良好，2016~2018 年 EBITDA 分别为 28.60 亿元、21.62 亿元和 22.25 亿元，可对债务本息偿付提供较强保障。

关注

- 宏观经济及基建投资波动影响。公司产品主要服务于铁路及其他公共交通基建（包括城市轨道交通、公路、桥梁、隧道及其他市政工程）等基础设施建设，国民经济以及国家基础设施建设投资的波动将直接影响相关产品的需求。
- 应收票据及应收账款和存货规模较大。公司产品生产周期普遍较长，且应收款项回笼相对缓慢，日常业务开展中存在较大的垫资压力，截至 2019 年 9 月末应收票据及应收账款和存货规模分别为 77.97 亿元和 127.57 亿元，占流动资产的比重分别为 27.65% 和 45.24%，对流动资金形成大量占用，加剧自身资金周转压力。

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。

概 况

发债主体概况

中铁高新工业股份有限公司（以下简称“公司”或“中铁工业”）前身为中铁二局股份有限公司（以下简称“中铁二局”），是由中铁二局集团有限公司（现已更名为中铁二局建设有限公司，以下简称“二局建设”）、铁道部宝鸡桥梁厂、成都铁路局、铁道部第二勘测设计院和西南交通大学五家发起人于 1999 年发起设立。2001 年 5 月，公司向社会公众首次公开发行人民币普通股 1.1 亿股，并在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“中铁二局”，证券代码“600528”。

2017 年 1 月，公司完成重大资产重组，以其持有的中铁二局工程有限公司（以下简称“二局有限”）100% 股权（中铁二局全部资产和负债注入二局有限，形成二局有限 100% 股权，以下简称“置出资产”），与中国中铁股份有限公司（以下简称“中国中铁”）持有的中铁山桥集团有限公司（以下简称“中铁山桥”）、中铁宝桥集团有限公司（以下简称“中铁宝桥”）、中铁科工集团有限公司（以下简称“中铁科工”）以及中铁工程装备集团有限公司（以下简称“中铁装备”）四家公司 100% 股权（以下简称“置入资产”）的等值部分进行置换，其中置出资产转让作价 72.28 亿元，置入资产作价 116.88 亿元，资产置换差额部分 44.60 亿元由公司前身中铁二局以发行股份的方式（发行价格 11.62 元/股，发行股票数量 3.84 亿股）从中国中铁购买。2017 年 1 月 24 日，公司名称更为现名，证券简称变更为“中铁工业”。2017 年 3 月 27 日，公司完成配套资金募集，向特定投资者非公开发行人民币普通股 3.79 亿股，发行价格 15.85 元/股，募集资金 60.00 亿元，配套资金用于满足募集资金投资项目需求、补充流动资金及支付重组相关税费等。

截至 2019 年 9 月末，公司总股本 22.22 亿股，第一大股东二局建设（中国中铁之全资子公司）和第二大股东中国中铁持股比例分别为 28.58% 和 20.54%，公司控股股东为中国中铁（2017 年 12 月 29 日二局建设与中国中铁签署协议，将其持有的公司全部股权对应的表决权委托给中国中铁行使），

实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

重大资产重组交易前，公司拥有铁路、公路、市政公用等工程总承包特级资质以及城市轨道交通工程专业承包资质，主营各类工程项目的建筑工程施工，并同时布局房地产开发、物资销售等多元化业务。重大资产重组完成后，公司原有业务相关资产置出，主营业务转变为专用工程机械装备及相关服务和交通运输装备及相关服务，涵盖隧道施工设备、工程施工机械、道岔、钢结构制造与安装等装备的研发、制造和配套服务。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司总资产为 338.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 160.48 亿元，资产负债率为 52.64%；2018 年，公司实现营业收入 178.98 亿元，净利润 15.11 亿元，经营活动净现金流 8.32 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司总资产为 386.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 171.06 亿元，资产负债率为 55.80%；2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 151.68 亿元，净利润 12.79 亿元，经营活动净现金流 0.76 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	中铁高新工业股份有限公司 2019 年公开发行可续期公司债券（第一期）（面向合格投资者）
发行规模	本期债券发行总规模不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）。
票面金额及发行价格	本期公司债券面值为 100 元，按面值平价发行。
债券期限及续期选择权	本期债券分为两个品种，品种一以每 3 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 3 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券；品种二以每 5 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 5 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。
债券利率及其确定方式	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。
递延支付利息选择权	（1）本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一

个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。(2) 递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

(1) 强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：1) 向普通股股东分红；2) 减少注册资本。

(2) 利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1) 向普通股股东分红；2) 减少注册资本。

(1) 公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。(2) 公司因会计准则变更进行赎回：根据财政部《关于印发〈永续债相关会计处理的规定〉的通知》(财会〔2019〕2 号)、《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》(财会〔2017〕7 号)、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》(财会〔2017〕14 号)和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》(财会〔2014〕13 号)，公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

还本付息方式 在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途 扣除发行费用后，本期债券募集资金拟用于补充营运资金等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2018 年国内生产总值 900,309 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.60%。分产业看，第一产业增加值 64,734 亿元，比上年增长 3.50%；第二产业增加值 366,001 亿元，同比增长 5.80%；第三产业增加值 469,575 亿元，同比增长 7.60%。2019 年上半年，全国国内生产总值达 450,933 亿元，同比增长 6.3%。其中，第一产业 23,207 亿元，同比增长 3.0%；第二产业 179,984 亿元，同比增长 5.8%；第三产业 247,743 亿元，同比增长 7.0%。

图 1：2014~2018 年国内生产总值及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2019 年前三季度以来，经济走弱压力显现，三季度和二季度 GDP 增速均为 6.2%，较一季度有所放缓。具体来看，先行指标方面，官方制造业 PMI 虽然在 3 月、4 月连续保持在荣枯线以上，但自 5 月起重回收缩区间。从供给端来看，工业生产增长同比增速放缓，上半年工业增加值累计同比增长 6%，增速较一季度回落 0.5 个百分点；从需求端来看，投资增速在稳增长政策效果显现的背景下缓中趋稳，但受短期因素影响，消费需求虽有回升但疲弱态势难改，上半年出口虽然好于预期，但中美贸易摩擦背景下边际走弱预期持续存在。从物价指数来看，PPI、CPI 同比增速水平虽然在二季度均有所回升，但通胀压力仍相对可控。2019 年第三季度，在“六稳”政策和一系列逆周期调节政策的提振作用下，我国经济韧性不断增加，工业生产、投资、社零等部分指标回暖明显。

财政政策方面，积极的财政政策持续发力，2019 年政府工作报告明确提出，将全国一般公共预算的赤字提升至 2.76 万亿元，目标赤字率从去年的 2.6% 提升至 2019 年的 2.8%，而实际赤字率或由去年的 4.2% 提升至 4.5%；全年将减税降费近两万亿元，并安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，为重点项目建设提供资金支持。此外，减税降费政策也在加快落地之中，增值税和企业社保费率下调已分别于 2019 年 4 月和 5 月落地，并带动 5 月工业企业利润出现小幅回升；中央政治局 7 月 30 日会议提出“继续落实落细减税降费政策”、“增加对制造业、民营企业中长期融资”。财政政策加速发力，体现出政府希望通过更加积极的财政政策，加大财政支出力度，降低经济主体税负等方式，实现稳增长的

政策意图。

货币政策方面，2019年前三季度的货币政策在延续稳健中性政策基调的同时，央行通过定向降准、创设新的货币政策工具等操作灵活调整，保持了流动性的松紧适度。具体来看，央行在2019年前三季度共进行5次降准；2019年5月15日开始，央行对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，释放长期资金约2,800亿元。6月，M2增速与上月持平，为8.5%，较上年同期上升0.5个百分点。受5月底包商银行因严重信用风险被接管冲击以及6月季末冲击的影响，央行在6月结构性宽松的货币政策维持了金融市场的稳定。

展望未来，我国经济继续面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。2018年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然我国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

随着经济的企稳，宏观政策相机微调，但基本延续稳增长、防风险的思路。随着经济下行压力的缓解，宏观政策或将边际调整，积极的财政政策继续加力提效，货币政策进一步宽松的可能性减弱，总体或将从前期的“宽货币、宽财政、宽信用”转向“结构宽货币、宽财政、稳信用”。

综合来看，虽然我国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质

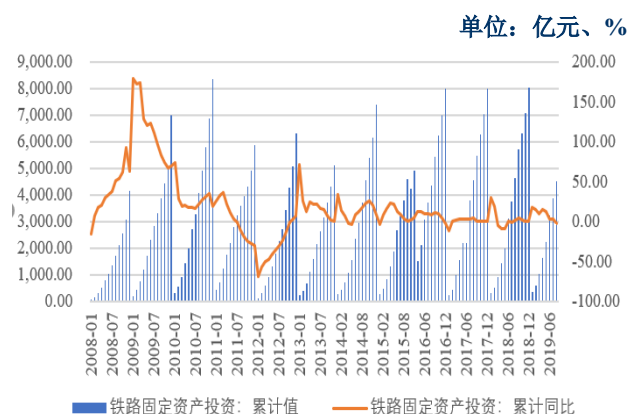
量。因此，中诚信证评认为，我国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

交通基础设施建设

铁路是国家重要的交通基础设施，也是资源型和环境友好型的运输方式之一，加快铁路发展已经成为社会各方面的共识。同时，铁路是大众化的交通工具，在我国综合交通体系中处于骨干地位，铁路事业的发展亦对经济社会发展产生重大作用和深远影响。在未来相当长时期内，铁路仍是长距离、大规模的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输的主要手段。截至2018年末，全国铁路营业里程达到13.1万公里，同比增长3.1%，其中高铁营业里程2.9万公里以上；全国铁路路网密度136.0公里/万平方公里，增加3.7公里/万平方公里。

当前我国经济转型升级、进入新常态的关键时期，铁路建设发展对稳增长、调结构、惠民生所具有的重要意义日益凸显。2017~2018年我国铁路完成固定资产投资分别为8,010亿元和8,028亿元，铁路投资呈现放缓态势。2019年1~8月我国铁路完成固定资产投资为4,496亿元，同比下降2.5%。铁路投资完成情况与经济环境关联性高，目前经济下行压力仍较大，但补短板叠加川藏铁路提速，2019年铁路投资有望维持在较高水平。

图 2：2008.01~2019.08 我国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁道部，中诚信证评整理

根据国家铁路局发布《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达3.5~3.8万亿元，其中基本建设投资约3万亿元，建设新线3万公里。2016年7月20日，国家发改委向全国印发修编的《中长期铁路网规划》，

总体目标为：到 2020 年铁路网规模达到 15 万公里，覆盖 80% 以上城市，到 2025 年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；在“四纵四横”的基础上打造“八纵八横”，实现相邻大中城市间 1~4 小时交通圈、城市群内 0.5~2 小时交通圈。2018 年下半年以来，“基建补短板”政策逐步落地，铁路建设项目迎来密集批复，且济南至青岛高铁、青岛至盐城铁路、重庆至贵阳铁路、广州至深圳至香港高速铁路、哈尔滨至牡丹江高速铁路、杭州至南昌高速铁路杭州至黄山段、北京至哈尔滨高速铁路承德至沈阳段等多条新线开通运营，“八纵八横”高铁网不断延展。2019 年 1 月，中国铁路总公司召开工作会议，明确 2019 年全国铁路固定资产投资保持较大规模，投产新线 6,800 公里，其中高铁 3,200 公里，并全面规划建设川藏铁路。此外，国家发改委公布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，明确指出要依托国家“十纵十横”综合运输大通道，合理建设完善西部和东北地区对外交通骨干网络，在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展，提高铁路覆盖率。

2018 年国家完成旅客发送量 33.75 亿人，同比增长 9.4%，旅客周转量 14,146.58 亿人公里，同比增长 5.1%；全国铁路完成货物总发送量 40.26 亿吨，同比增长 9.1%，货物总周转量 28,820.55 亿吨公里，同比增长 6.9%。2019 年 1~7 月国家完成旅客发送量 21.29 亿人，同比增长 9.7%，旅客周转量 8,757.62 亿人公里，同比增长 4.9%；全国铁路完成货物总发送量 24.63 亿吨，同比增长 6.0%，货物总周转量 16,961.01 亿吨公里，同比增长 3.7%。

城市轨道交通方面，2018 年我国城轨交通依然保持快速发展，规划、在建线路规模稳步增长，年度完成建设投资额创历史新高。根据《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》显示，截至 2018 年末，中国大陆地区共 35 个城市（较 2017 年新增乌鲁木齐一市）开通城轨交通，共计开通城轨交通线路 185 条，运营线路长度达到 5,761.4 公里，其中 2018 年新增运营线路 20 条，新增运营线路长度

728.7 公里。据不完全统计，截至 2018 年末，全国城轨交通累计配属车辆 5,898 列，同比增长 21.1%，当年完成运营里程 35.1 亿车公里，较上年增长 19.4%。

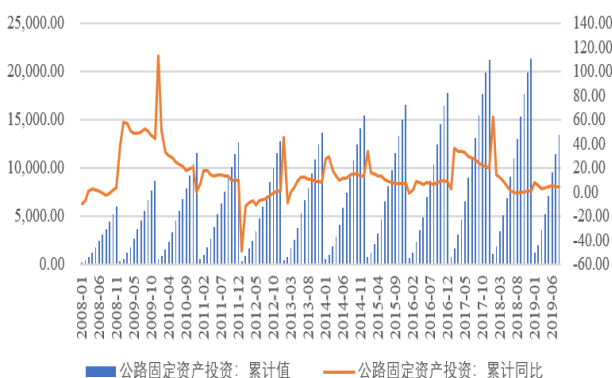
从城轨建设情况看，截至 2018 年末，中国大陆地区有 53 个城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）开工建设城轨交通，共计在建城轨交通线路 258 条，在建线路长度达 6,374 公里，同比增长 2%，建设规模平稳增长。据不完全统计（不含地方政府批复项目的建设资金完成情况），截至 2018 年末，中国大陆地区在建线路可研批复投资累计 42,688.5 亿元，其中初设批复投资累计 35,035.2 亿元。2018 年中国大陆地区完成建设投资 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%，其中全年完成车辆购置费用 378.4 亿元。从规划情况来看，截至 2018 年末，据不完全统计，共有 63 个城市（含地方政府批复的 19 个城市）的城轨交通线网规划获批，其中城轨交通线网建设规划在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7,611 公里（不含已开通运营线路）。

2018 年 7 月 13 日，国务院发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（以下简称“52 号文”），提高了城市修建地铁及轻轨的条件。相比原来的 81 号文，52 号文主要变动有：一般公共预算收入方面，地铁的门槛由原来的大于等于 100 亿元，变为大于等于 300 亿元；GDP 方面，地铁的门槛由原来的大于等于 1,000 亿元，变为大于等于 3,000 亿元；人口方面，数字没有改变，但把“城区人口”变为“市区常住人口”。新规对于准入门槛的规定，客观体现了“量力而行、有序发展”的方针，部分城市已经在建的城市轨道工程并没有遭到“一刀切”的叫停，受影响比较大的是尚未动工或者尚未获得批复的新路线，同时号召各地政府选择更适合自己的交通制式，全面多方位地发展有轨电车、磁悬浮、跨座式单轨等多种制式。据测算，在已获得批复的规划里程中，受新规影响的只有 174 公里，占总规划里程数 2%；若不考虑批复与否，受影响里程数达 2,700 公里，占总规划里程数 25%。由于地铁项目一般建设周期为 4~6 年，且已开工项目不

受影响，因此未来三年内计划通车的项目受到的影响较小。

2018年，在国家防控地方债务、规范PPP宏观政策背景下，全国基础设施建设投资增速下滑，受此影响，当年全国完成公路建设投资21,335亿元，同比增长0.4%，增速较上年回落17.8个百分点。但随着“保基建促投资”发展基调的确立，基建增速有望修复，对公路建设投资仍将形成支撑。2019年1~8月全国公路建设完成投资13,459.77亿元，同比增长3.8%。

图3：2008.01~2019.08全国公路固定资产投资及同比增速



资料来源：Wind，中诚信证评整理

近年来，我国公路总里程及公路密度持续增长。根据交通运输部《交通运输行业发展统计公报》，截至2018年末，全国公路总里程484.65万公里，同比增加7.31万公里；公路密度50.48公里/百平方公里，同比增加0.76公里/百平方公里。

图4：2014~2018年我国公路总里程及公路密度



资料来源：中华人民共和国交通运输部，中诚信证评整理

此外，根据交通运输部、国家发改委发布的《国家公路网规划（2013~2030年）》，预计到2030年，我国国家高速公路里程将达到13.6万公里（含规划远期展望）。“十三五”期间，国家将加快推进由7条首都放射线、11条北南纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线和联络线等组成的国家高速

公路网建设；提高长江经济带和京津冀地区高速公路网络密度和服务水平，推进高速公路繁忙拥堵路段扩容改造；新建改建高速公路通车里程约3万公里。2018年下半年，国务院办公厅发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》提出，加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目，加快推进重点省区沿边公路建设。此外，发改委印发的《2019年新型城镇化建设重点任务》也提出，要在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，促进公路与城市道路有效衔接，更好服务于城市间产业专业化分工协作，加强中小城市与交通干线、交通枢纽城市的连接，加快建设边境地区交通通道，提高公路的技术等级和通行能力，为公路投资建设需求的释放提供了中长期的良好市场环境。

总体来看，未来全国铁路、城轨交通以及公路等基础建设投资仍将维持在较高的合理水平，从而有力地支撑基础设施建设以及相关工程机械领域的发展。

工程机械行业

工程机械行业属于装备制造业，是国家重点鼓励发展的行业之一，工程机械产品的终端客户主要来自与宏观经济状况高度相关的基建设施、工程及能源行业，因此产品需求受经济周期影响较大。

工程机械行业经历了长达5年的向下调整，进入2016年，工程机械行业面临了新的变化。2016年下半年以来，随着下游固定资产投资增长，行业获得中期需求支撑；伴随国三标准强制实施，工程机械存量设备更新逐步释放，2016年我国工程机械产品销售形势出现较大改观，9类主要产品全年累计销售54.46万台，同比增长10.2%，行业实现筑底反弹。2017年以挖掘机、装载机、推土机、压路机和起重机等为代表的工程机械产品销量继续呈现快速增长趋势，在统计的9类工程机械产品总销量达到79.60万台，同比增长45.7%，产品销售热度高涨，各类工程机械产品销售均有出色表现。2018年我国工程机械产品销量为100.93万台，同比增长27.2%，

其中挖掘机累计销量达到20.34万台，同比增长45.0%；装载机累计销量达到11.88万台，同比增长21.72%，挖掘机和装载机等工程机械产品销量均保持两位数增长。2019年上半年继续延续增长趋势，1~6月工程机械行业主要产品累计销量为56.16万台，较上年同期增长4.39%，行业整体呈现平稳增长趋势；其中，挖掘机累计总销量13.72万台，同比增长14.2%；装载机累计总销量6.66万台，同比微增1.57%。

工程机械行业作为强周期性行业，发展受到国内固定资产投资，尤其是房地产投资和基建投资增速等影响。

从下游需求来看，工程机械两个最大下游应用行业是房地产和基础设施建设，在工程机械整体需求中，房地产和基建占比分别达到30%和35%左右，以挖掘机为例，房地产和基建需求分别约占40%和35%。作为工程机械两大需求领域，房地产和基建投资增长是国内工程机械需求的源动力，其增速影响工程机械行业新增需求水平。2016年我国房地产和基础设施建设投资增速均触底反弹，同比分别提高5.9个百分点和0.2个百分点，投资增速回升拉动工程机械行业基本面回暖。2017年我国房地产和基础设施建设投资增速分别同比提高0.1个百分点和1.6个百分点，继续保持增长态势，带动工程机械行业快速发展。2018年我国房地产投资同比增长9.5%，保持高位增长态势。同时，2018年我国基础设施投资同比增长3.8%，增速大幅回落。国内房地产投资和基础设施投资作为工程机械行业的主要需求来源，其增速下滑无法有效带动工程机械的国内新增需求，2018年来工程机械产品主要依靠“更新升级”需求的托底作用，保持销量的快速增长。2019年来随着“保基建促投资”政策的陆续落实，下游基建和房地产投资较上年有所反弹，上半年基础设施投资同比增长4.1%，房地产开发投资同比增长10.9%，继续带动工程机械行业销售增长，尤其是大、中挖等工程机械产品销售。同时，中西部地区和广大农村地区作为补基建短板投资的主要载体，相关项目的投资推进将为小挖等工程机械产品带来新的需求。但整体来看，我国房地产和基建投资

受政策调控影响较大，其投资波动及政策变化将影响工程机械行业全面复苏持续性。

除房地产及基建投资外，制造业及采矿业亦是工程机械行业重要应用领域。2016年下半年来，受益于供给侧改革我国采掘及制造业逐步复苏，随着产能利用率提高、工业品价格回升，企业盈利改善，资本开支回暖，2017年制造业固定资产投资增速反弹，较上年增加0.6个百分点，采矿业固定资产新增投资额下降程度有所放缓。2018年国内制造业固定资产投资增速同比提高4.7个百分点，采矿业投资增速由负转正，同比增长4.1%，制造业及采矿业投资回暖，为工程机械行业发展提供了新的增长动力。2019年上半年制造业投资略有回升，较上年同期增长3.0%。

此外，2013年我国启动“一带一路”发展战略，2015年“一带一路”经济走廊初具规模，中国与沿线65个国家贸易额近2万亿美元。基础设施互联互通作为“一带一路”的排头兵，能直接带动我国工程机械行业回暖。根据中国工程机械工业协会数据，2017年我国工程机械进出口贸易额为241.91亿美元，同比增长19.3%；其中，进口金额40.86亿美元，同比增长23.2%；出口金额201.05亿美元，同比增长18.5%，贸易顺差突破纪录达160.19亿美元，同比扩大23.76亿美元。在主要出口产品中，2017年我国挖掘机出口额14.26亿美元，同比增长30.7%；装载机出口额15.7亿美元，同比增长57.5%；叉车出口额19.39亿美元，同比增长16.7%。2018年工程机械出口总额253.9亿美元，保持增长趋势；其中挖掘机出口量1.91万台，同比增长97.5%；装载机出口量2.33万台，同比增长18.92%，其余种类的工程机械出口，亦有不同幅度的增长。2019年，受中美贸易战以及欧洲市场低迷，以及印度市场强劲的竞争态势等因素影响，当年1~6月我国工程机械出口量为10.26万台，较上年同期减少4.02%。具体看，上半年挖掘机和装载机延续增长趋势，较上年同期分别增长38.70%和4.89%，摊铺机、推土机以及平地机出口呈现较大下滑。

盾构掘进机械方面，在交通基础设施建设推进以及城轨交通的快速发展推动下，国内盾构掘进机

械需求旺盛，行业保持快速发展。2009年之前，我国大约有85%的盾构掘进机依赖进口。2002年开始，国家科技部将盾构技术研究列入“863”计划，实现中国盾构掘进机械技术及质量的快速提升。2004年10月，上海隧道工程股份有限公司推出第一台具有自主知识产权的“先行号”地铁盾构样机。2006年底，“先行2号”盾构在沪制造安装完成并正式下线，首次实现了国内地铁盾构的批量生产。2008年4月，依托“863”计划，由中铁隧道集团隧道设备制造公司牵头研制的复合盾构“中国中铁1号”下线。2009年9月，一台直径为11.22m的具有自主知识产权的大直径泥水盾构“进越号”成功贯穿上海打浦路隧道复线工程，标志着我国进入了具备大直径泥水盾构自主设计、制造和施工技术的盾构强国行列。同时，国内龙头企业通过资本运作方式加快产业发展以及全球化布局战略。中铁装备于2013年11月成功收购德国维尔特公司岩石隧道掘进机业务，成为国际知名的隧道装备综合服务商。2014年辽宁三三工业有限公司（简称“三三工业”）全资收购世界500强、国际工程机械第一品牌美国卡特彼勒公司的子公司——卡特彼勒加拿大隧道设备有限公司，成为全球隧道掘进机制造业领军企业之一。目前，我国已成为全球最大的全断面隧道掘进机生产国和最大的市场，而中铁装备、铁建重工、中交天和、三三工业、北方重工和中船重装等中国品牌盾构机已抢占国内80%以上的市场份额，并不断向海外市场开拓，成为全球盾构掘进机械主要的出口国家之一。未来，在国内城轨和隧道等交通设施建设高速发展，以及“一带一路”和全球化发展战略推动下，盾构掘进机械仍具备良好的发展前景。

总体来看，2017年以来我国工程机械行业保持增长趋势，同时在交通基础设施建设以及城轨交通快速发展推动下，盾构掘进机械市场需求旺盛，行业发展前景良好。

竞争优势

强大的股东背景

中国中铁是中国乃至全球最大的多功能综合型建设集团之一，具有为客户提供全套工程和工业

产品及相关服务的能力。中国中铁在基础设施建设、勘察设计与咨询服务、专用工程设备和零部件制造等领域处于行业领先地位，并延伸产业链条，开展了房地产开发、物资贸易、高速公路运营、矿产资源开发及金融等相关多元业务，且各业务板块之间形成了紧密的上下游关系，逐步形成了纵向“建筑业一体化”、横向“主业突出、相关多元”的产品产业布局。中国中铁连续13年入选《财富》世界500强，2018年排名第56位；入选2018世界品牌500强企业并列中国建筑业企业第一。

在基建领域，中国中铁是科技部、国资委和中华全国总工会授予的全国首批“创新型企业”，拥有“高速铁路建造技术国家工程实验室”、“盾构及掘进技术国家重点实验室”和“桥梁结构健康与安全国家重点实验室”三个国家实验室及7个博士后工作站、13个国家认定的企业技术中心和50个省部认定的企业技术中心，并先后组建了桥梁、隧道、电气化、先进工程材料及检测技术、轨道、施工装备、城市轨道交通工程和磁悬浮交通工程等10个专业研发中心和1个BIM技术应用研发中心。此外，中国中铁在特大桥、深水桥、长大隧道、铁路电气化、桥梁钢结构、盾构及高速道岔的研发制造、试车场建设等方面，积累了丰富的经验，形成了独特的管理和技术优势。桥梁修建技术方面，中国中铁有多项修建技术处于世界先进水平；隧道及城市地铁修建技术处于国内领先水平，部分技术达到世界先进水平；铁路电气化技术代表着当前中国最高水平。截至2018年末，中国中铁资产总额9,426.76亿元，负债总额7,205.32亿元；2018年中国中铁营业总收入7,404.36亿元，利润总额227.11亿元，净利润174.36亿元。截至2019年6月末，中国中铁资产总额10,122.32亿元，负债总额7,823.87亿元；2019年1~6月中国中铁营业总收入3,618.87亿元，利润总额140.14亿元，净利润112.63亿元。

作为中国中铁下属工业装备平台，公司可在业务承揽以及经营管理等方面获得中国中铁大力支持，业务发展支撑实力强。

行业地位显著

公司是目前亚洲最大、全球第二的大隧道掘进

机研发制造商，是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商，国内最大铁路专用施工设备制造商，各项主营业务的市场占有率及综合实力均处于国内龙头地位，行业地位显著。

隧道施工装备及相关服务业务方面，公司是专业从事隧道掘进机研发制造和综合服务的科技创新型企业，多年来始终坚持创新驱动发展战略，加快我国隧道掘进机产品的自主化和智能化步伐，形成了“大”、“小”、“异”不同断面以及土压、泥水、硬岩等不同适应性的全系列隧道掘进机产品，隧道施工装备及相关服务业务市场占有率连续数年保持国内第一。工程施工机械产品方面，公司是国内专业从事铁路施工搬提运架铺设备的龙头企业，研发的铁路铺轨机、架桥机完成了全国铁路90%以上轨排铺设和T梁架设施工，代表了国内高速铁路施工装备研制技术的最高水平。道岔业务方面，公司是我国最早、全球最大的道岔制造企业，是目前国内生产规模最大的线路轨道系统和工务器材供应商，在道岔业务领域涵盖了高中低速、各种轨型和类型的铁路、地铁、城市轨道交通等道岔产品。公司是我国目前唯一获准生产高锰钢焊接辙叉的研发制造企业，在技术壁垒较高的高速道岔（250km/h以上）业务市场占有率约65%，重载道岔市场占有率50%以上，推动了我国铁路的每一次大提速；城轨交通业务领域市场占有率约为60%~70%，是道岔市场的绝对龙头企业。钢结构制造与安装业务方面，公司钢结构制造与安装业务主要以制造、安装各类大型桥梁钢结构为主，同时还包括部分车站、展馆等建筑钢结构业务，是我国钢桥梁制造安装的龙头企业，在大型钢结构桥梁的市场占有率超过60%。

技术优势突出

在隧道施工装备及相关服务方面，公司是中国盾构机行业的开拓者和领军者，在隧道掘进机系列新产品研发方面具有国际领先的技术优势，取得了众多国家级成果。2018年，公司研制的全球首台马蹄形盾构机实现蒙华铁路白城隧道全面贯通，完成隧道施工装备及工程服务模式的重大创新；研制的“彩云号”硬岩掘进机（TBM）在亚洲最长的铁路山

岭隧道——大瑞铁路高黎贡山隧道安全高效掘进，该设备是我国自主研发的最大直径硬岩掘进机（TBM）；研制的我国自主设计制造的最大、世界第三大直径15.8米泥水平衡盾构机“春风号”成功下线，盾构的设计制造迈向高端化；完成15米级超大直径全断面岩石隧道掘进机（TBM）技术研发，设计方案顺利通过专家论证，突破了国外最大直径14.4米的纪录，填补该领域的国际空白。

在工程施工机械方面，公司工程施工机械产品核心技术居国际先进水平，自主研发了具有国际先进水平的1,300吨箱梁搬提运架设备等新产品并在浙江三门湾跨海大桥成功应用，填补国内跨海大桥大跨位成套施工设备的空白；研发40米跨度1,000吨箱梁架运成套设备并在郑（州）济（南）高铁项目上成功应用，使我国成为首个实现高速铁路跨度40米预应力混凝土简支箱梁整孔预制和架设的国家；研发的双轮铣设备已投入到广州地铁项目地下连续墙施工，打破国外企业的长期垄断，与进口设备相比，设备适应性和施工效率大幅提升；掌握高频液压振动技术，创新研发了旧水泥路面共振破碎再生技术及关键设备，打破了国外垄断。

在道岔方面，公司铁路道岔产品的设计、制造居国际领先水平，拥有世界最先进的高锰钢和钢轨的焊接技术、高致密度锰叉制造工艺及爆炸硬化技术，大大提高了高锰钢辙叉产品的使用寿命；突破低碳钢中获得超细贝氏体组织的技术瓶颈，发明铁路辙叉用中低碳中合金超细贝氏体钢及精确热处理关键技术，延长贝氏体钢使用寿命；拥有高速铁路大号码无缝道岔设计、研发，以及高架站无缝道岔设计的关键技术和高速铁路道岔的设计、制造、组装和铺设等成套技术。公司率先研制了世界上长度最长、结构最复杂、速度最高、技术最先进的时速350公里62号高速道岔，支撑我国高速铁路发展；研制适用于高原气候环境的60kg/m钢轨12号单开道岔，并在青藏铁路上应用；1,000毫米轨距50-12号单开道岔应用于都江堰至四姑娘山山地轨道交通项目，填补了米轨线路的道岔及米轨特殊道岔的空白。

在钢结构制造与安装方面，公司拥有绝对领先

的雄厚实力，钢梁钢结构产品的关键制造技术居国际先进水平。公司攻克了超宽板单元制造和自动化焊接技术、大节段钢主梁线形控制及整孔制造技术、钢主梁总拼自动化焊接技术等技术难题，关键技术填补了组合梁钢主梁领域的多项技术空白，研发成果成功应用于港珠港大桥钢梁制造，开创钢主梁总拼生产自动化先河；率先掌握Q420qE、Q500qE等高强度钢焊接技术，形成了相关焊接工艺，填补国内高强钢焊接关键技术空白，并在沪通长江大桥成功应用，加快了高强度钢在现代钢桥梁领域的推广应用步伐；完成超低碳贝氏体高强钢及新型桥梁钢等焊接技术研发，引进世界先进的焊接机器人广泛应用于大型桥梁钢结构制作。

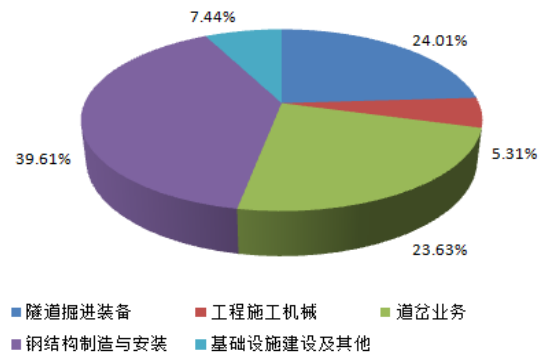
公司拥有3个国家级企业技术中心和4个省部级企业技术中心，3个省部级认定的院士工作站，1个博士后科研工作站；拥有道岔、钢结构制造、工程机械、地下空间、专用设备7个专业设计研究院。截至2018年末，公司共获得国家科技进步奖11项，省部级（含国家认可的社会力量奖）科技进步奖246项，中国专利奖优秀奖2项；通过省部级科技成果鉴定168项，其中27项成果达到国际领先水平，71项成果达到国际先进水平；获得授权专利1,163件，其中国际发明专利6件，国内发明专利388件；主（参）编国家或铁道行业标准及工法124项，其中国家标准31项；特别是公司主（参）编的5项全断面隧道掘进机国家标准首次发布，填补了国内在该领域的空白。

业务运营

2017年1月，重大资产重组完成后，公司原有业务相关资产置出，主营业务从传统的建筑工程施工、房地产开发和物资销售转变为以高端装备制造为主的工业制造业务，涵盖隧道施工设备、工程施工机械、道岔、钢结构制造与安装等装备的研发、制造和配套服务。2018年公司实现主营业务收入177.63亿元，同比增长12.61%，其中隧道掘进装备业务收入42.65亿元，同比增长49.70%，占主营业务收入的比重为24.01%；工程施工机械业务收入9.43亿元，同比增长13.21%，占比为5.31%；道岔业务收入为41.97亿元，同比减少4.53%，占主营业务的

23.63%；钢结构制造与安装业务收入70.36亿元，同比增长14.41%，占比为39.61%；基础设施建设及其他业务实现收入13.22亿元，占比为7.44%。2019年1~9月，公司实现营业总收入151.68亿元，同比增长27.32%，继续保持增长趋势。

图 5：2018 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

生产

隧道施工设备业务方面，公司主要生产和销售包括复合盾构机、土压平衡盾构机、泥水平衡盾构机、矩形盾构顶管机及硬岩盾构机（TBM）等各系列的隧道掘进机、隧道掘进配套设备和隧道施工机械等，截至2019年9月末，具备200台盾构机/TBM新机、80台盾构机/TBM再制造和219台隧道专用设备的年生产能力。目前公司拥有郑州、洛阳、武汉、厦门、成都、德阳和天津等18个隧道掘进机生产基地，共有56条生产线，建立了世界首条全自动滚刀装配检测生产线，生产适应各种不同地质条件的隧道掘进机滚刀，实现滚刀生产由人工组装到全自动生产的跨越，填补了行业空白，工作效率较人工装刀提高5倍以上。得益于各大城市地铁建设的大力推进，近三年公司盾构机/TBM新机及再制造、悬臂掘进机等隧道专用设备产量保持快速增长。

表 2：2016~2019.Q3 公司主要产品产量情况

单位：台、组、个、万吨

	2016	2017	2018	2019.Q3
隧道施工装备				
其中：盾构机/TBM 新机	89	142	160	72
盾构机/TBM 再制造	57	80	87	65
隧道专用设备	42	87	109	122
道岔				
其中：整组道岔	8,319	8,320	8,553	8,292
高锰钢辙叉	19,867	21,213	17,411	11,932
钢结构制造与安装	54.7	90.3	102.6	83.5
工程机械	277	293	453	139

注：上表中 2016 年数据为追溯调整数（下同）¹。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

工程施工机械业务方面，公司主要产品包括铺轨机、架桥机、搬运机等施工特种设备以及起重机械、矿山和地下工程机械等，产品品种较为齐全。公司拥有武汉、九江等4个生产制造基地，各类加工机械、施工设备近2,000台套，其中包括用于重型装备制造的三大关键设备数控双柱式车铣床、数控落地铣镗床、125毫米水平下调式三辊卷板机，具备年产500套大型工程机械设备的生产能力，近年产能规模基本保持不变。2016~2018年公司工程机械整体产量增长，但2019年前三季度受市场需求波动影响而呈现回落趋势。

道岔业务方面，公司主要产品为高速道岔、重载道岔、高锰钢辙叉等，已成功应用于京沪高铁、京广高铁、武广高铁、大秦铁路和蒙华铁路等铁路项目及地铁有轨电车等领域。公司拥有山海关、宝鸡、南京等5个生产基地，拥有先进的AT轨自动压型生产线、垫板自动焊接生产线、日本V法造型生产线、酯硬化水玻璃砂生产线以及全球最先进的道岔闪光焊机，具备年生产铁路道岔2万组、高锰钢辙叉4万个的产能。目前道岔业务处于行业发展的成熟期，道岔市场趋于平稳，2016~2018年及2019年1~9月公司整组道岔产品产量分别为8,319组、8,320组、8,553组和8,292组，整体保持平稳增长；同期，高锰钢辙叉产品产量分别为19,867个、21,213个、17,411个和11,932个，产量有所波动。

在钢结构制造与安装业务领域，公司拥有山海

关、宝鸡、扬州及南京等9个生产拼装基地，拥有先进的U肋板半龙门焊接系统、U肋板组装定位焊接系统、横隔板单元机器人焊接系统、埋弧焊专机焊接系统、焊接机器人等先进生产加工技术，具备年生产钢结构100万吨以上的产能。近年钢结构市场总体趋势向好，一些重量级、国家重点工程陆续开工建设，市场容量增大，近三年公司钢结构产量持续增长。2016~2018年及2019年1~9月，公司钢结构产量分别为54.7万吨、90.3万吨、102.6万吨和83.5万吨。

除隧道专用施工装备有少量库存外，公司产品均为定制产品，根据客户订单生产制造。但公司产品多为大型、重型设备，生产周期普遍较长，其中盾构机生产周期在3~12个月不等，钢结构业务生产周期则根据项目不同有所差异，一般项目交付周期在9~18个月，重大项目交付周期为1~2年，整体周期亦较长。此种情况下，公司生产环节资金占用较大，且随着业务规模的扩张，资金需求量明显增加，截至2019年9月末应收票据及应收账款和存货规模分别为77.97亿元和127.57亿元，应收账款周转效率和存货周转效率分别为2.92次和1.43次，较低的周转效率使得流动资金大量沉淀，加重资金周转压力。

采 购

从采购管理来看，公司采购模式分为集中采购和各子公司自行组织采购两种模式。集中采购主要按照相关规定实行“归口管理集中采购”。按照“采管分离”和“一个主管领导、一个主管部门、一个统一管理体系、一个统一管理平台”的总体要求组织集采。根据其各子、分公司、车间、项目部上报的需求计划，结合公司《生产作业计划》和库存情况，按月统一编制《物资采购计划》，实施采购。物资集中采购的种类主要包括：构成产品主体结构的主要材料，通过大批量集中采购能确保材料质量、降低采购成本的辅助材料等。大宗物资或同类物资从生产厂家一次性采购金额较大的，实行招标采购；同类物资分批供货，年采购额在较多的，通过招标进行定点采购。特殊情况由主管物资供应的领导批准，决定是否议标。主要原材料实施招标采购，价

¹ 以下 2016 年度业务数据口径均为追溯调整数。

格由投标或网上竞价确定。此外，公司对未达到集中采购标准的原材料，由各子公司、分公司及业务部门根据实际生产情况进行自主采购，并在每季度将采购统计表上报公司进行管控。

公司生产所需原材料主要为钢板、钢轨、盾体、泵、外购件、焊材及气体等，其中钢板、钢轨等原材料占比较高。受钢价上涨影响，近年公司钢材采购价格不断上升，且在业务规模扩张下采购量逐年增长，2016~2018年钢材（包括钢板及钢轨等）采购均价分别为4,401元/吨、4,911元/吨和5,275元/吨，同期采购量分别为35.67万吨、49.58万吨和105.42万吨，钢材价格上涨对公司成本控制造成一定压力，未来原材料价格波动对公司盈利水平的影响仍需关注。公司与主要供应商合作年限较长，各方合作关系稳定，2017~2018年及2019年1~9月前五大供应商采购金额占当期营业成本的比例分别为15.95%、11.04%和14.78%，由于产品较为多元且材料种类较多，整体采购集中度较低。结算方面，公司钢材采购需预付货款，其余原材料采购可获得一定账期，主要以银行承兑汇票及银行转账方式结算，一定程度弥补公司日常经营资金周转缺口。

表 3：2019 年 1-9 月公司前五大供应商情况

单位：亿元、%		
供应商	采购金额	占营业成本的比例
单位一	8.22	6.81
单位二	4.28	3.55
单位三	1.83	1.52
单位四	1.75	1.45
单位五	1.74	1.45
合计	17.83	14.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销 售

经过多年的市场开拓，公司已形成了自有的销售体系和稳固的客户群体，依靠产品品质和行业品牌优势来巩固和吸引客户，在注重维护与老客户的良好关系的同时积极开拓新的客户资源。在销售渠道方面，采取直销模式。通过对市场进行调查和追踪，了解到具有需求的项目和客户信息，进行定期的跟踪走访。等到业主发布招标公告或招标邀请，通过公开投标或议标的形式获得项目中标，根据招

标文件的相关条件签订合同，并按合同约定履行相关责任、义务，向客户提供产品和服务。

公司盾构及硬岩掘进机、工程及机械、道岔和钢结构等产品的主要客户为国内外各工程施工单位，属于定制类订单式销售产品，每台设备需要根据不同的项目地质情况、水文情况、管片参数进行针对性的设计，不同地区的产品配置差异较大，造价从数千万元至几亿元不等。2017~2018年公司前五大客户销售占比分别为35.28%和33.47%，2019年1~9月前五大客户销售占比下降至19.98%。作为中国中铁下属工业装备平台，公司与体系内关联方存在较多关联交易，2017及2018年向关联方销售金额合计分别为52.52亿元和57.10亿元，占营业总收入的比重分别为33.06%和31.90%。结算方面，公司一般在合同签订后收取一定比例的预收款，其后根据关键零部件采购、出厂、调试、验收、质保期结束等项目节点或者工程进度收取进度款。2018年及2019年三季度，公司应收账款周转效率分别为2.74次和2.92次，回款相对缓慢，应收账款对流动资金形成较大占用。

表 4：2018 年公司前五大客户情况

单位：亿元、%		
客户	销售金额	销售占比
单位一	48.56	27.13
单位二	4.03	2.25
单位三	3.82	2.13
单位四	1.75	0.98
单位五	1.75	0.98
合计	59.91	33.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

依托“一带一路”倡议的实施，公司近年来大力拓展国际市场，出口区域主要集中于东南亚及欧美地区，2018年海外销售实现收入6.32亿元，占营业总收入的3.53%，目前业务占比相对较小。2018年公司签约两台中国出口海外最大直径土压平衡盾构机用于阿联酋迪拜深埋雨水隧洞项目，并签约阿尔及利亚地铁项目土压平衡盾构机、新加坡地铁环线项目等；工程施工机械产品轮式搬运机、提梁机成功销售至印尼雅万高铁项目；道岔产品成功签约菲律宾马尼拉轻轨项目，打破日本和欧洲企业在东南亚轻轨市场的垄断格局，签约泰国双线铁路道岔

项目，并完成俄罗斯莫（斯科）喀（山）高铁首组道岔试制，与俄罗斯铁路市场链接逐渐成型，海外市场的拓展有望成为公司业绩增长点。

近年公司业务承揽情况良好，2016~2018年及2019年1~9月新签合同额分别为202.50亿元、250.40亿元、308.40亿元和228.93亿元。分业务来看，随着国内各城市地铁建设的兴起以及“加大基础设施领域补短板的力度”安排的贯彻落实，近年公司隧道施工装备及服务业务量显著提升；2017年下半年以来在国家政策宏观引导下，国内钢梁市场容量逐步提升，公司钢结构制造与安装业务承揽量保持增长趋势；工程施工机械业务新签合同随市场需求呈现一定波动；道岔业务合同量较为稳定。截至2019年9月末，公司隧道掘进装备及相关服务、道岔业务、钢结构业务、工程施工机械及其他业务在手合同金额分别为49.61亿元、33.39亿元、135.73亿元、5.00亿元和3.80亿元，合计在手合同金额227.52亿元，较充足的订单储备可为后续业务开展提供有力支撑。

表 5：2016~2019.Q3 公司新签合同情况

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q3
隧道掘进装备及相关服务	50.47	74.73	100.67	64.22
工程施工机械	9.06	10.56	8.57	7.12
道岔	53.55	52.78	52.16	42.98
钢结构制造与安装	71.15	99.07	141.70	110.78
其他	18.26	13.26	5.30	3.83
合计	202.50	250.40	308.40	228.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司在隧道掘进机、道岔和桥梁钢结构等领域保持了领先的市场地位，凭借较强的技术实力及竞争优势，近年新签合同金额持续增长，业务承揽情况良好，较充裕的订单储备为其业务增长提供有力支撑。

公司管治

根据《公司法》、《证券法》及其他有关法律法规的要求，公司建立健全了股东大会、董事会及其专门委员会和监事会，建立了规范的公司治理结构。股东大会是公司权力机构，依法行使决定公司

的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事和监事、决定有关董事和监事的报酬事项、审议批准董事会报告和监事会报告、审议批准公司年度财务预算方案、决算方案等职权。董事会对股东大会负责，由7名董事组成，设董事长1人，下设战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。董事会行使召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，由监事会主席1人和职工代表监事2人构成，其中主席由全体监事过半数选举产生。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。经营管理层方面，公司设总经理1名，副总经理（含总会计师等）5名，由董事会聘任或解聘。目前公司设有董事会办公室、公司办公室、战略规划部、财务部、人力资源部、法律合规部、监察审计部、市场营销部、投资运营部、安全生产部、资产管理部、科技部、国际业务部、党委组织部、党委宣传部、纪委、工会、团委18个部门，各部门设置合理，权责明确，能有效支持公司业务运营。

内控管理方面，公司已建立了较为完善合理的内部控制制度，涵盖了财务管理、对控股子公司管控、关联交易、对外投资、人力资源管理及资金管理等各项业务活动，并得到了一贯有效的遵循和执行，能够对公司的健康运行及执行国家有关法律法规提供保证。同时，公司将根据业务发展和内部机构调整的需要，及时修订并补充内部控制制度，提高内部控制制度的有效性和可操作性，有效地控制经营风险和财务风险，准确提供公司的管理及财务信息，保证生产经营持续、稳健、快速发展。

总体来看，公司建立了较为规范的法人治理结构和符合自身经营的企业管理制度，为长期运营和发展奠定了基础。

发展战略

未来公司将以“一中心、三示范”（即：中铁工业智慧云中心和在工程施工专用装备智能制造领

域、桥梁钢结构智能制造领域、道岔智能制造领域的三家智能制造示范厂)为智能制造信息化建设募投项目的抓手,以川藏铁路建设为契机,大力推动产品向成套化、机械化、信息化、智能化方向发展,开展耐候道岔和耐候钢桥梁的研发,开展适应极端条件的专用施工设备、盾构机/TBM以及隧道施工成套装备的研发制造,为川藏铁路成功建设提供设备保障。同时,在现有行业领先的业务基础上不断优化产品和业务结构,积极拓展地下工程产业链条,探索地下空间开发装备技术及工法研究,开展新制式轨道交通装备系列关键技术研究,研发系列盾构机/TBM掘进机族系产品,加强工业化和信息化的“两化”融合,着力将中铁工业打造成为世界顶尖的基础设施建设领域服务型装备制造制造商。实现从制造业向服务型制造业转型升级,从传统制造业向智能制造业转型升级,实现“中铁工业,世界品牌”的宏伟愿景。

从具体业务来看,隧道施工装备业务方面,公司将以设计和施工需求为导向推进盾构机新产品研发。一是在推出大直径硬岩掘进机、泥水盾构机的基础上,实现单双护盾式TBM、超大直径盾构、多模式盾构、小微盾构和异形盾构等隧道掘进机产品的市场应用,增强对隧道掘进机行业的影响力、引领力和整合能力,多推出类似“彩云号”的精品盾构、超级大盾构、超大直径TBM、异形盾构的品牌;二是积极创新人-机-土一体化的工艺工法、运作模式和商业模式,不断实现对隧道钻爆法施工的行业支撑、技术和模式引领以及升级换代;主动推进实施关键部件国产化,把郑州基地打造成世界先进掘进机的研发中心和地下空间开发中心;开展机械化配套服务,把新乡基地打造成隧道专用设备的制造中心,全球刀具供应中心。

工程施工机械业务方面,公司将以实现产业化发展为目标,推进产品向系列化和模块化发展,做好传统优势产品的升级工作,重点开展架桥机和双轮铣的工程服务,加快板块向服务型制造业转型,将武汉基地打造成桥梁架设和车站维护结构的服务中心。针对川藏铁路极端环境,在工程地质、环保、施工等工程建设重难点问题和技术装备方面,

部署桥隧极端装备开发任务,提前谋划施工装备的针对性开发和供应保障方案,支持川藏铁路建设。

道岔业务方面,公司将通过新品研发和技术升级,提升产品附加值,在把握“高速”和“重载”主线的同时,在中短途铁路、城际铁路、新型轨道交通领域保持领先,开展新产品研发和技术升级,打造道岔产品“4S店”,提供道岔打磨、更换等业务,提高服务占比;在低成本、高品相、高质量上下功夫,加大和各个铁路局的合资合作,树立新一代道岔的市场形象;强化产品研发集聚,把南京基地打造成全球先进道岔研发中心。

钢结构制造与安装业务方面,一是按照“确有必要、谨慎投资”的原则调整产能,中铁工业对子公司上报的产能调整计划进行慎重评审;与此同时,积极协调资源共享,加快资源整合力度,统一协调利用现有生产、营销、技术和资金等资源,最大程度实现资源的优化配置。二是实施降本增效,在制定《钢结构项目成本标准化管理实施指导意见》的基础上继续开展流程再造和系统管理,加强钢结构项目成本管理,促进项目成本管理的科学化、规范化、标准化,不断提高项目管理水平和盈利能力。依托所属各单位制造技术和基地以及品牌等优势,把握行业资源整合、纵向一体化的趋势,向设计、架设安装、维修、保养及智能监测诊断服务延伸;谋划打造企业钢桥的设计研究中心;不断改变营销方式,加大同业主、地方企业的合作,争取更多的“一包”订单。

总体来看,公司发展战略思路清晰,并能根据自身业务发展特点和市场环境的变化,不断推进产业升级和产品结构调整,制定了符合自身发展的战略目标,将为公司的持续发展提供有力支持。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经德勤永华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2016~2017年审计报告、经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告以及未经审计的2019年三季度财务报表。公司于2017年1月5日完成重大资产重组置入资产和置出资产的交割过户手续,合

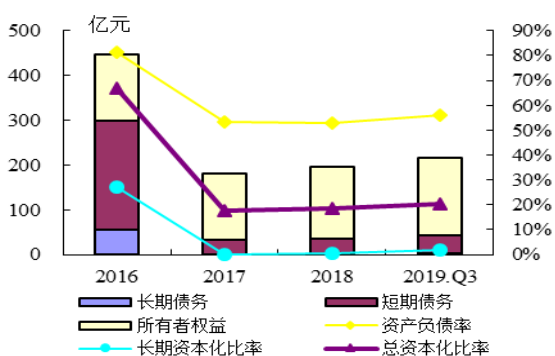
并财务报表按照同一控制下企业合并原则进行编制，以下财务分析中涉及2016年数据均为采用的2017年审计报告期初重述数，包含置出资产二局有限及置入资产。

资本结构

2017年完成重大资产重组以来，公司业务稳步发展，资产和负债规模逐步上升。2016~2018年及2019年9月末公司总资产分别为800.40亿元、316.36亿元、338.88亿元和386.99亿元；同期，总负债分别为651.83亿元、168.46亿元、178.39亿元和215.93亿元。所有者权益方面，2016~2018年及2019年9月末公司所有者权益合计分别为148.57亿元、147.90亿元、160.48亿元和171.06亿元，2017年公司通过非公开发行股票方式充实自有资本，加之经营获利持续积累，净资产规模逐年增长。

财务杠杆比率方面，重大资产重组完成后，公司负债水平显著下降，2016~2018年末，公司资产负债率分别为81.44%、53.25%和52.64%；总资本化比率分别为66.70%、17.73%和18.46%，财务杠杆比率处于合理水平。截至2019年9月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为55.80%和20.51%，2019业务扩张推动债务融资规模上升，财务杠杆比率有所上升，但整体仍处于合理水平。

图 6：2016~2019.Q3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

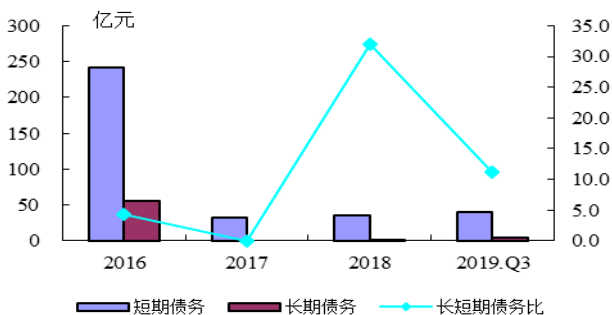
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018年及2019年9月末流动资产占总资产的比重分别为85.35%、76.13%、72.98%和72.87%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项和存货构成，2018年末货币资金50.40亿元，主要包括银行存款47.25亿元和其他货币资金3.15亿元，流动性强；当年末应收票据及应收账款账

面价值65.30亿元，包括应收票据2.32亿元和应收账款62.98亿元，其中应收票据系销售收到的商业承兑汇票和银行承兑汇票；当年末应收账款余额65.98亿元，其中账龄在一年以内的占61.94%，账龄在1~2年的占18.12%，账龄在2~3年的占8.68%，账龄在3年以上的占11.26%，年末累计计提坏账准备3.00亿元，且较长的账龄加大了应收款项的回收风险；当年末预付款项16.85亿元，同比增长22.99%，主要系原材料采购预付款；2018年末存货同比增长28.73%至97.13亿元，主要包括原材料11.75亿元、在产品55.63亿元和库存商品29.61亿元，当年计提跌价准备1.31亿元，面临一定的跌价风险。公司应收账款和存货对流动资金占用较大，当年末两者分别占流动资产的25.47%和39.27%；当年应收账款周转效率和存货周转效率分别为2.74次和1.65次，周转效率较低。因业务扩张导致垫资规模上升，2019年9月末公司应收票据及应收账款账面价值进一步增加至77.97亿元，存货规模上升至127.57亿元，货币资金规模下降至38.95亿元，资金周转压力进一步加大。非流动资产方面，2018年末公司非流动资产占总资产的比重为27.02%，主要集中于固定资产45.61亿元和无形资产14.40亿元，其中固定资产主要系厂房和设备等，无形资产主要系土地使用权。此外，当年末公司长期股权投资8.41亿元，系对合营企业以及联营企业的股权投资，当年追加对成都工投装备租赁有限公司、杭州金投装备有限公司和徐州淮海国际铁路物流港建设有限公司等企业的投资，使得长期股权投资规模同比增长25.72%；当年末在建工程5.10亿元，主要系中铁装备高端再制造中心项目、重载高锰钢辙叉生产基地项目和宝桥综合管理中心项目等施工投入，随着项目投资推进，2019年9月末在建工程增至5.29亿元；2018年末其他非流动资产7.24亿元，同比增加6.33亿元，主要系合同资产、预付购地款和预付设备款，2019年9月末进一步增加至12.95亿元。

从负债结构来看，公司负债集中于流动负债，2016~2018年及2019年9月末流动负债分别为592.17亿元、163.17亿元、172.12亿元和185.80亿元，占负债总额的比重分别为90.85%、97.16%、96.48%和

95.43%。2018年末公司流动负债主要集中于应付票据及应付账款和合同负债，其中应付票据32.84亿元，同比增长38.69%，包括银行承兑汇票32.56亿元和商业承兑汇票0.28亿元；应付账款61.89亿元，同比下降3.62%，主要系应付材料采购款43.62亿元和应付劳务费10.67亿元，2018年公司票据支付规模增加，应付账款规模相应有所下降；合同负债59.42亿元，主要系预收制造产品销售款54.36亿元和预收工程款4.75亿元。随着业务规模扩张，2019年9月末公司应付票据、应付账款和合同负债规模分别上升至36.52亿元、78.86亿元和71.16亿元，较上年末分别增加3.69亿元、16.97亿元和11.74亿元。由于应付代垫款增加，2019年9月末其他应付款由上年末的9.18亿元增加至11.44亿元。2018年末公司非流动负债6.28亿元，主要包括长期借款1.10亿元、长期应付款2.29亿元和递延收益1.89亿元；2019年9月末非流动负债9.87亿元，主要包括长期借款1.27亿元、租赁负债2.36亿元、长期应付款3.44亿元和递延收益1.81亿元。

图 7：2016~2019.Q3 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构看，2016~2018年及2019年9月末，公司总债务分别为297.55亿元、31.88亿元、36.34

亿元和44.15亿元，其中短期债务分别为242.32亿元、31.88亿元、35.24亿元和40.52亿元，债务集中于短期债务。2018年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为32.06倍，2019年9月末指标下降至11.16倍，债务期限结构仍有待改善。

总体来看，公司债务集中于短期债务，但财务杠杆比率维持合理水平，且自有资本实力稳步增强，财务结构较为稳健。

盈利能力

2016~2018年，公司分别实现营业总收入648.63亿元、158.86亿元和178.98亿元；得益于全国铁路建设、各大城市地铁建设推进以及钢结构市场需求量增加，近年公司盾构机以及钢结构项目订单承接情况较好，较为充裕的在手订单储备为业务增长提供有力支撑，2018年专用工程机械装备及相关服务、交通运输装备及相关服务实现收入分别为52.08亿元和112.33亿元，同比分别增长41.43%和6.51%，推动全年营业总收入同比增长12.67%。2019年1~9月，公司实现营业总收入151.68亿元，同比增长27.32%，业务继续保持较高增速。

营业毛利率方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司营业毛利率分别为8.18%、20.36%、20.37%和20.45%，2017年置出基础施工建设业务以来整体营业毛利率基本保持稳定。具体看，受到原材料成本上涨的影响，2018年公司专用工程机械装备及相关服务、交通运输装备及相关服务毛利率分别为26.44%和18.09%，较上年分别下降2.33个百分点和1.13个百分点。

表 6：2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况

产品	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
专用工程机械装备及相关服务	28.51	26.89	36.82	28.77	52.08	26.44
交通运输装备及相关服务	92.17	17.18	105.46	19.22	112.33	18.09
基础设施建设	426.39	5.72	8.31	1.33	3.96	9.46
勘察设计与咨询服务	0.55	-21.57	-	-	-	-
房地产开发	12.73	26.30	-	-	-	-
其他	82.47	1.50	7.14	13.73	9.25	16.74
主营业务收入合计	642.82	-	157.74	-	177.63	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018 年公司的期间费用合计金额分别为 36.30 亿元、16.77 亿元和 20.02 亿元，因业务规模扩张，2018 年期间费用呈现较快增长。公司销售费用主要系运输费、职工薪资及宣传费等，2018 年销售费用 3.59 亿元，同比增长 10.68%；当年管理费用 7.86 亿元，同比增长 18.19%，主要系职工薪资提升所致；研发费用 8.15 亿元，同比增长 27.49%，公司技术研发投入较大；财务费用 0.42 亿元，公司总债务规模较小，利息支出较少，且得益于较大规模的利息收入，整体财务费用较小。2016~2018 年公司期间费用率分别为 5.60%、10.56% 和 11.19%，期间费用控制能力有待提升。2019 年 1~9 月公司期间费用合计 16.97 亿元，期间费用率为 11.07%。

表 7：2016~2019.Q3 公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	4.07	3.24	3.59	2.90
管理费用	14.17	6.65	7.86	6.36
研发费用	9.18	6.39	8.15	7.32
财务费用	8.89	0.48	0.42	0.21
期间费用合计	36.30	16.77	20.02	16.79
营业总收入	648.63	158.86	178.98	151.68
期间费用率	5.60%	10.56%	11.19%	11.07%

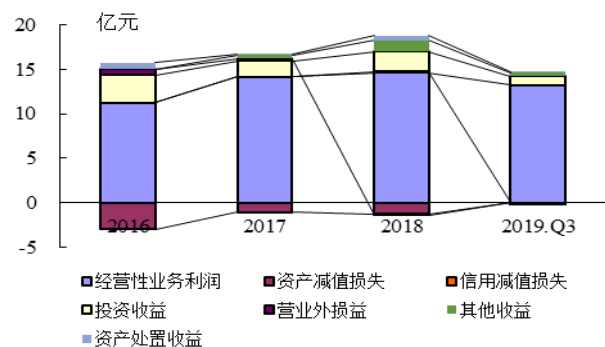
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司利润总额分别为 12.70 亿元、15.63 亿元、17.35 亿元和 14.65 亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成。具体来看，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司经营性业务利润分别为 11.25 亿元、14.13 亿元、14.59 亿元和 13.20 亿元，2017 年以来公司收入规模稳步增长，营业毛利率保持稳定，经营性业务获利能力较好。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司投资收益分别为 3.11 亿元、1.80 亿元、2.26 亿元和 0.99 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益以及其他权益工具投资在持有期间取得的投资收益，能为利润提供一定补充。此外，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司资产减值损失（包括信用减值损失）分别为 3.00 亿元、1.06 亿元、1.14 亿元和 0.04 亿元，主要系应收票据及应收账款坏账损失，对盈利形成

一定侵蚀。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司取得净利润分别为 10.55 亿元、13.65 亿元、15.11 亿元和 12.79 亿元，同期所有者权益收益率分别为 7.10%、9.23%、9.41% 和 9.97%（经年化），整体盈利能力较强。

根据相关协议，中国中铁对 2017 年重大资产重组置入资产 2017 年、2018 年及 2019 年的业绩表现进行了承诺，承诺净利润数为各置入公司合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润，其中中铁山桥各期承诺数分别为 3.99 亿元、4.96 亿元和 5.83 亿元，中铁宝桥各期承诺数分别为 3.26 亿元、3.56 亿元和 3.88 亿元，中铁科工各期承诺数分别为 0.73 亿元、0.85 亿元和 0.97 亿元，中铁装备各期承诺数分别为 3.26 亿元、3.97 亿元和 4.37 亿元。2017 年中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备扣非归母净利润实际数分别为 3.99 亿元、3.34 亿元、0.94 亿元和 3.86 亿元，2018 年上述各公司业绩承诺实现数分别为 5.02 亿元、3.62 亿元、0.86 亿元和 4.20 亿元，两年业绩承诺已完成。

图 8：2016~2019.Q3 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

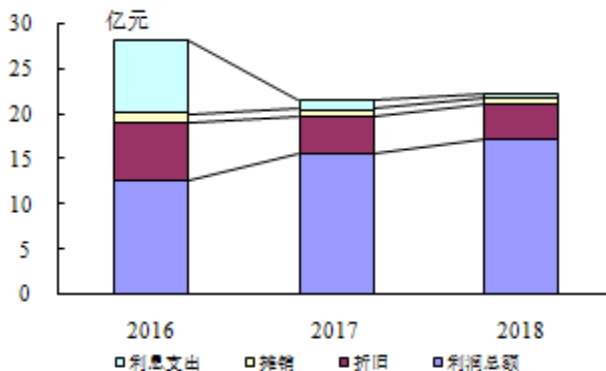
总体来看，近年公司充裕的在手订单储备为业务增长提供有力支撑，收入规模保持增长，整体盈利能力较强，但期间费用控制能力仍有待进一步加强。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2016~2018 年 EBITDA 分别为 28.60 亿元、21.62 亿元和 22.25 亿元，总债务/EBITDA 指标分别为 10.40 倍、1.47 倍和 1.63 倍，EBITDA 利息保

障倍数分别为 3.09 倍、21.29 倍和 64.74 倍,EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

图 9: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



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, 公司上下游结算政策基本匹配, 经营性现金流状态良好。2016~2018 年, 公司经营活动净现金流分别为 26.04 亿元、6.10 亿元和 8.32 亿元, 经营活动净现金/总债务分别为 0.09 倍、0.19 倍和 0.23 倍, 经营活动净现金/利息支出分别为 2.81 倍、6.01 倍和 24.22 倍, 经营性现金流对债务利息的保障程度较高。2019 年 1~9 月, 公司经营活动净现金流为 0.76 亿元, 当期经营性现金流较上年同期经营性现金流净流出状态有所好转。

表 8: 2016~2019.Q3 公司主要偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
总债务 (亿元)	297.55	31.88	36.34	44.15
短期债务 (亿元)	242.32	31.88	35.24	40.52
资产负债率 (%)	81.44	53.25	52.64	55.80
总资本化比率 (%)	66.70	17.73	18.46	20.51
经营活动净现金流 (亿元)	26.04	6.10	8.32	0.76
经营活动净现金/总债务 (X)	0.09	0.19	0.23	0.02*
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.81	6.01	24.22	-
EBITDA (亿元)	28.60	21.62	22.25	-
总债务/EBITDA (X)	10.40	1.47	1.63	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.09	21.29	64.74	-

注: 上表中带“*”指标经年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 作为上市企业, 公司在资本市场融资渠道顺畅, 同时与银行等金融机构保持较好的合作关系, 截至 2019 年 9 月末, 公司共获得各金融机构授信总额 390.14 亿元, 其中未使用的授信额度为 319.71 亿元, 备用流动性充足。

或有负债方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司无对外担保。同期末, 公司作为被告的 1,000 万元以上的尚未了结诉讼、仲裁事项有 3 起, 涉诉标的金额合计 0.81 亿元。

表 9: 2019 年 9 月末公司涉诉情况

单位: 万元	
相关单位	涉诉金额
鞍山市铁东区大白鲨酒店、秦皇岛市山海国际大酒店	2,680.88
邵阳市宏福建筑工程有限公司	3,211.78
九江宸正工程机械有限公司	2,193.08
合计	8,085.74

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

受限资产方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司所有权收到限制的资产为货币资金, 受限货币资金规模为 4.33 亿元, 主要为银行承兑汇票保证金、履约保函保证金及受到限制的银行存款。

总体看, 公司在隧道掘进机、道岔和桥梁钢结构等领域具备领先的行业地位, 竞争优势突出, 近年订单承接情况良好, 充裕的订单储备为其业务增长提供有力支撑。同时, 公司自有资本实力稳步增强, 财务杠杆比例维持合理水平, 财务结构保持稳健, 且盈利能力较强, 获现能力良好, 整体偿债能力极强。

结论

综上, 中诚信证评评定中铁高新工业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望稳定; 评定“中铁高新工业股份有限公司 2019 年公开发行可续期公司债券 (第一期) (面向合格投资者)”信用等级为 **AAA**。

关于中铁高新工业股份有限公司2019年公开发行 可续期公司债券（第一期）（面向合格投资者）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券公司外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

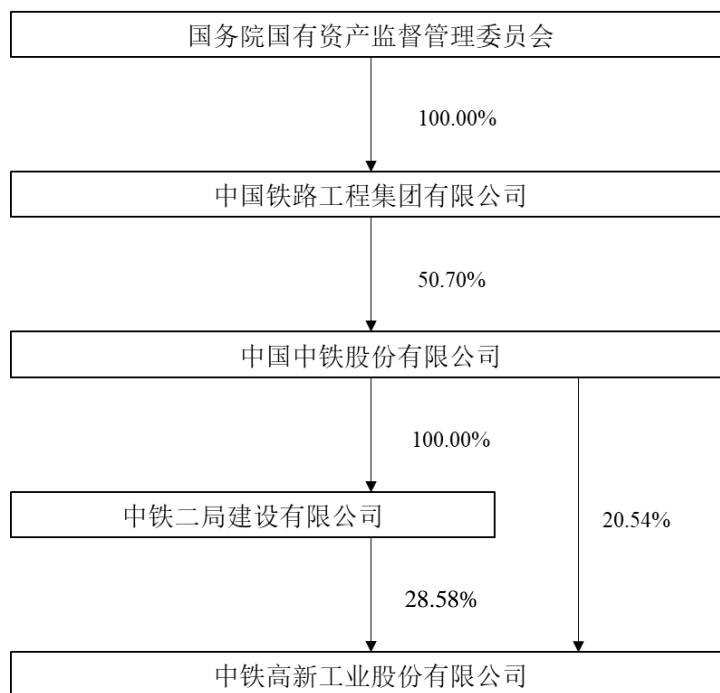
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

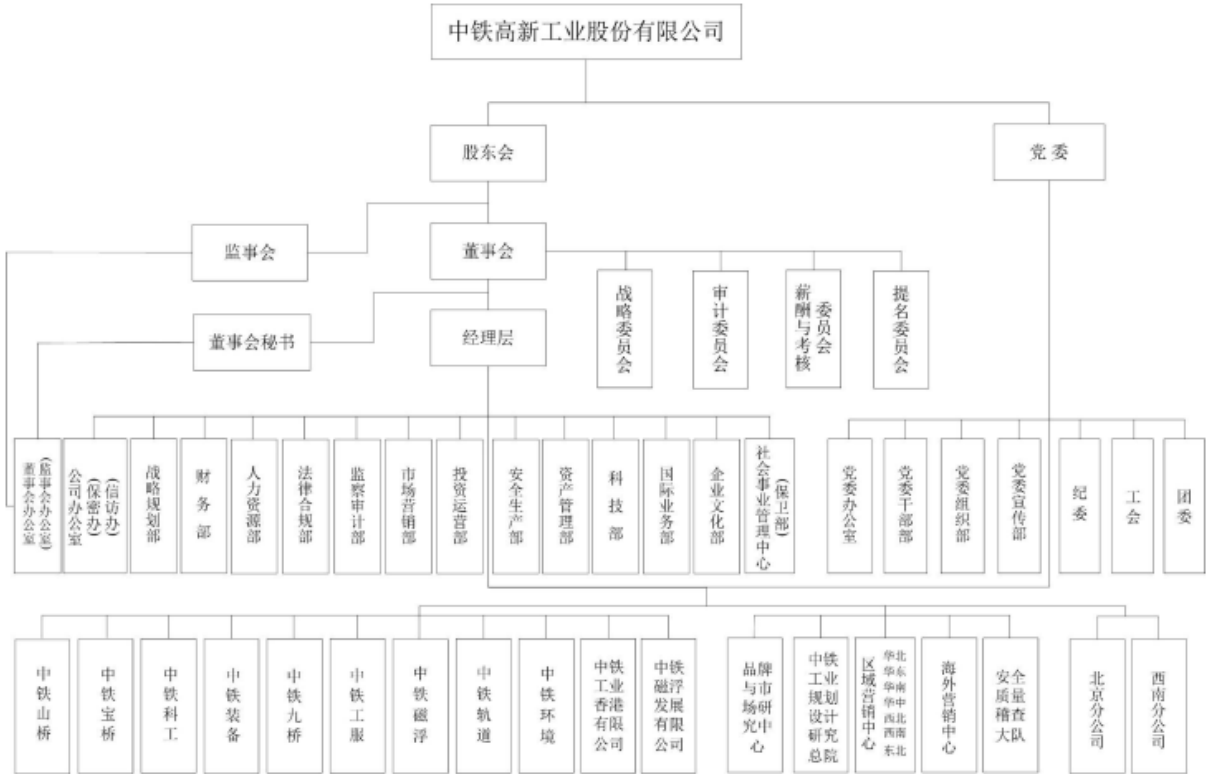
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中铁高新工业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



附二：中铁高新工业股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



附三：中铁高新工业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	837,006.46	684,779.73	504,041.97	389,474.66
应收账款净额	2,110,100.77	677,069.42	629,795.09	755,074.79
存货净额	1,903,842.74	754,524.64	971,283.40	1,275,716.29
流动资产	6,831,422.81	2,408,404.31	2,473,103.03	2,820,034.22
长期投资	136,394.43	98,263.72	84,058.06	101,898.57
固定资产合计	644,551.53	463,783.30	516,844.78	570,350.90
总资产	8,003,974.35	3,163,630.97	3,388,753.81	3,869,899.15
短期债务	2,423,243.14	318,790.83	352,421.69	405,202.77
长期债务	552,300.00	0.00	10,994.00	36,293.25
总债务（短期债务+长期债务）	2,975,543.14	318,790.83	363,415.69	441,496.03
总负债	6,518,251.18	1,684,648.26	1,783,932.99	2,159,267.78
所有者权益（含少数股东权益）	1,485,723.17	1,478,982.71	1,604,820.82	1,710,631.36
营业总收入	6,486,265.08	1,588,558.61	1,789,786.37	1,516,770.55
期间费用前利润	475,583.94	308,985.78	346,077.90	299,899.71
投资收益	31,088.73	18,001.94	22,565.24	9,867.35
净利润	105,540.09	136,484.70	151,083.49	127,882.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	285,973.01	216,242.90	222,519.45	146,536.44
经营活动产生现金净流量	260,428.55	61,030.82	83,233.36	7,611.00
投资活动产生现金净流量	-67,280.11	-69,592.05	-102,858.31	-84,764.24
筹资活动产生现金净流量	-166,933.36	-47,861.31	-176,169.53	-35,957.12
现金及现金等价物净增加额	26,560.16	-56,982.62	-195,034.94	-114,228.44
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	8.18	20.36	20.37	20.45
所有者权益收益率（%）	7.10	9.23	9.41	9.97*
EBITDA/营业总收入（%）	4.41	13.61	12.43	-
速动比率（X）	0.83	1.01	0.87	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.19	0.23	0.02*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.19	0.24	0.03*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.81	6.01	24.22	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.09	21.29	64.74	-
总债务/EBITDA（X）	10.40	1.47	1.63	-
资产负债率（%）	81.44	53.25	52.64	55.80
总资本化比率（%）	66.70	17.73	18.46	20.51
长期资本化比率（%）	27.10	0.00	0.68	2.08

注：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；2019年三季度带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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 - 手续费及佣金收入 - 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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 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 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 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）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

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)

附五：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。