

信用等级公告

联合〔2020〕2555号

神州高铁技术股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对神州高铁技术股份有限公司主体长期信用状况和拟 2020 年面向专业投资者公开发行的公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

神州高铁技术股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

神州高铁技术股份有限公司拟 2020 年面向专业投资者公开发行的公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

神州高铁技术股份有限公司

2020年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过5.00亿元（含）

债券期限：3年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：中国投融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2020年8月6日

发行人——神州高铁技术股份有限公司

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 3月
资产总额（亿元）	106.78	104.66	120.45	120.33
所有者权益（亿元）	71.87	74.05	75.76	74.78
长期债务（亿元）	0.00	2.34	2.42	0.01
全部债务（亿元）	11.75	13.88	25.11	28.35
营业收入（亿元）	23.31	25.65	32.20	1.19
净利润（亿元）	8.90	3.42	4.57	-1.08
EBITDA（亿元）	11.08	5.67	7.34	--
经营性净现金流（亿元）	-0.53	-5.91	0.05	-3.10
营业利润率（%）	47.46	47.78	47.67	41.32
净资产收益率（%）	13.32	4.69	6.11	-1.43
资产负债率（%）	32.69	29.25	37.10	37.86
全部债务资本化比率（%）	14.05	15.78	24.89	27.49
流动比率（倍）	1.89	2.03	1.61	1.50
EBITDA全部债务比（倍）	0.94	0.41	0.29	--
EBITDA利息倍数（倍）	34.11	8.95	7.89	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.22	1.13	1.47	--

担保方——中国投融资担保股份有限公司

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	191.65	204.53	265.13
所有者权益（亿元）	100.29	101.27	106.67
营业总收入（亿元）	16.89	28.74	22.97
实际资产负债率（%）	41.08	45.92	56.72

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径，部分合计数与各加总数之和略有差异，系由于四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 公司2020年1-3月财务报表未经审计，相关指标计算未年化；3. 2017-2019年资产负债表数据引用2017年、2018年、2019年审计报告期末数据；4. 公司其他流动负债中的超短期融资债券已调入短期债务指标；5. 担保方担保业务收入贡献度中的担保业务收入为已赚保费

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对神州高铁技术股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内以轨道交通运营维护及安全监测、检测为主业的上市公司，在轨道交通安全检测监测技术、数据采集及分析技术和智能化维护技术的研发与应用等方面具备较强的竞争优势。近年来，公司通过外延并购积极扩张，完成了对轨道交通后市场全产业链布局。2018年11月，公司控股股东变更为中国国投高新产业投资有限公司

（以下简称“国投高新”），国投高新将在业务扩展、资源导入等方面给予公司重要支持，将进一步提升公司市场竞争力。同时，联合评级也关注到公司主营业务受行业政策影响较大、公司大额应收账款和存货对营运资金占用明显、商誉规模很大且存在减值风险、经营性净现金流波动较大、受新冠肺炎疫情影响业绩大幅下降等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，依托于中国大规模的铁路建设投资，城市轨道交通的快速发展以及铁路后市场全产业链的进一步整合完善，公司在轨道交通运维行业中形成的品牌、专业和技术等优势将得到进一步显现，同时业绩有望实现进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，中投保股东背景好，担保实力很强，其担保对本期债券的信用水平有显著积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **轨道交通行业发展潜力大。**我国轨道交通快速发展，运维需求不断增长，轨道交通运营维护行业发展空间较大；行业各细分领域行业壁垒较高，行业头部企业未来发展潜力大。

2. **公司在细分市场地位突出。**公司是中国轨道交通运营维护领域首家涵盖全产业链装备及运营维保服务的上市公司，产品技术性能优势突出，在国内细分市场占有率高；近年来，通过产业并购及资产结构调整，公司综合服务能力进一步增强。

3. **公司在国投集团内职能定位清晰，股东支持力度大。**2018年11月，国投高新通过要约收购成为公司控股股东，明确公司定位为高端装备制造板块业务开拓、资源整合的唯一载体，将在资金支持、业务拓展、产业整合、研发项目孵化等方面为公司提供有力支撑。

关注

1. **行业发展受政策影响大。**公司业务受轨道交通国家相关政策、行业发展规划、投资规模及建设进度的影响较大。

2. **应收账款和存货对营运资金占用明显。**公司业务模式和下游客户的付款周期导致公司存货和应收账款规模较大，截至2019年末，公司存货和应收账款占流动资产的比例分别为12.92%和54.66%，对营运资金占用明显。

3. **商誉规模很大。**近年来，公司持续对外并购，截至2019年末，公司商誉36.63亿元，占非流动资产的比例为67.50%。如被收购单位未来业绩不及预期，公司商誉将存在减值风险。

4. **经营活动净现金流波动较大。**2017—2019年，公司经营活动现金净流量分别为-0.53亿元、-5.91亿元和0.05亿元，波动较大且收入实现质量有待提高。随着公司持续强化应收账款管理，未来现金流状况或将进一步改善。

5. **新冠肺炎疫情影响较大。**2020年1—3月，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司营业收入同比大幅下降61.35%，并出现亏损，需持续关注生产经营能否回归正常水平。

分析师

唐玉丽 登记编号（R0040215110002）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

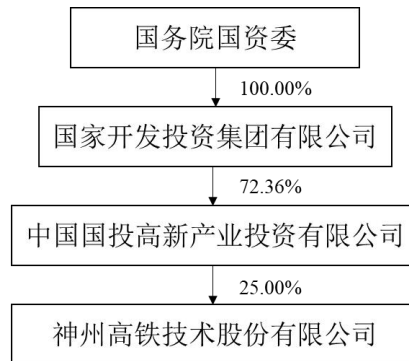


联合信用评级有限公司

一、主体概况

神州高铁技术股份有限公司（以下简称“公司”或“神州高铁”）前身为深圳市锦兴实业股份有限公司（以下简称“深锦兴”）。1989年10月11日，深锦兴经深圳市人民政府深府办（1989）570号文批准成立，并经中国人民银行深圳经济特区分行（1989）深人银复字第122号文批准，深锦兴以内部发行方式按每股面值10元发行普通股100万股，共计1,000万元，并以此为注册资本。1992年，经深交所深证市字（92）第10号文批准，深锦兴于1992年5月7日在深圳证券交易所上市，股票代码为“000008.SZ”，股票简称为“深锦兴A”。1999年以来，深锦兴经过多次增资扩股和股权变更，并先后更名为广东亿安科技股份有限公司、广东宝利来投资股份有限公司；2015年3月10日，公司名称变更为现名，股票简称变更为“神州高铁”，股票代码不变。2016年10月21日，公司原控股股东、实际控制人文炳荣先生及其一致行动人深圳市宝安宝利来实业有限公司（以下简称“宝利来”）与北京市海淀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“海淀国投”）签署了《关于神州高铁技术股份有限公司股份转让协议书》，文炳荣先生、宝利来分别向海淀国投转让其持有的30,000万股股份、5,000万股股份。股权转让完成后，海淀国投持有公司35,000万股股份，占公司总股本12.42%，是公司第一大股东。2018年11月，中国国投高新产业投资有限公司（以下简称“国投高新”）通过要约收购成为公司控股股东。截至2020年7月21日，公司注册资本27.81亿元；国投高新持有公司69,519.88万股股份，占公司已发行股份的25.00%，为公司控股股东；公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。截至2020年6月末，公司控股股东所持公司股份不存在质押情况。

图1 截至2020年7月21日公司股权结构图



资料来源：公司提供、联合评级整理

公司经营范围：轨道交通、计算机网络的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务；销售开发后的产品；计算机系统服务；货物进出口；技术进出口；代理进出口；项目投资；物业管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动）。

截至2020年6月末，公司内设董事会办公室、审计部、PPP事业部、投融资管理部等部门（见附件1）。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共22家，在职员工合计2,618人。

截至2019年末，公司合并资产总额120.45亿元，负债合计44.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计75.76亿元，其中归属于母公司所有者权益为74.58亿元。2019年，公司实现营业收入32.20亿元，净利润4.57亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为4.34亿元；经营活动产生的现金流量净额为0.05亿元，现金及现金等价物净增加额为1.72亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额120.33亿元，负债合计45.56亿元，所有者权益（含少

数股东权益)合计 74.78 亿元,其中归属于母公司所有者权益为 73.49 亿元。2020 年 1—3 月,公司实现营业收入 1.19 亿元,净利润-1.08 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为-1.08 亿元;经营活动产生的现金流量净额为-3.10 亿元,现金及现金等价物净增加额为-1.70 亿元。

公司注册地址:北京市海淀区高梁桥斜街 59 号院 1 号楼 16 层 1606;法定代表人:王志全。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“神州高铁技术股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)”,本期债券规模为不超过 5 亿元(含 5 亿元),期限为 3 年。本期公司债券为固定利率债券,将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定。本期债券采取单利按年计息,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一同支付。本期债券采取网下面向专业投资者询价配售的方式,由公司与簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售。本期债券面向专业投资者公开发行,不向公司股东优先配售。

本期债券由中国投融资担保股份有限公司(以下简称“中投保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后,拟用于偿还存量债务及补充流动资金。

三、行业分析

公司主要业务包括为轨道交通安全运营提供监测、检测、维修、保养设备和服务及整体解决方案,属轨道交通运营维护行业。

1. 行业概况

我国轨道交通快速发展,运维需求不断增长,轨道交通运营维护行业发展环境良好。

轨道交通运营安全、维护行业是轨道交通行业的重点子行业。轨道交通涵盖铁路及城市轨道交通两个主要领域,需要轨道、机车、车辆、通信、电力、信号等多个系统相互协同才能完成轨道交通的正常运营,对安全性要求极高。

长期以来,由于中国铁路建设与经济高速发展的不匹配,导致铁路承载的运输任务繁重,中国铁路以占世界铁路 6%的里程完成了世界铁路 25%的工作量,运输密度和紧张程度世界第一。为了提升中国铁路路网的规模和质量,国家出台了《中长期铁路网规划》(2016—2030 年),提出加强客运专线、区际干线和煤运系统的建设,提高路网质量,扩大运输能力,形成功能完善、点线协调的客货运输网络。根据国家铁路局发布的《2019 年铁道统计公报》,2019 年全国铁路固定资产投资达到历史高位,完成 8,029 亿元,连续六年保持在 8,000 亿以上,全国铁路营业里程达 13.9 万公里,其中高速铁路达到 3.5 万公里。

在铁路建设趋于稳定的同时,国内城市轨道交通建设加速推进。近年来,随着国民经济的发展及各城市轨道交通需求量增大,中国城市轨道交通建设开始进入快车道。2019 年,根据中国城市轨道交通协会发布的《中国城市轨道交通年度统计分析报告》数据显示,截至 2019 年末,中国大陆地区(不含港澳台)共 40 个城市开通运营城市轨道交通,建成投运城轨交通线路 208 条,运营线路总

长度达 6,736.2 公里，新增运营线路 974.8 公里。2019 年全年累计完成客运量 237.10 亿人次，同比增长 12.5%。2019 年，中国大陆地区城轨建设投资完成 5,958.90 亿元，在建项目的可研批复投资累计 46,430.30 亿元。截至 2019 年末，共有 65 个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的 21 个城市），实施的建设规划线路总长达 7,339.40 公里。进入“十三五”的四年来，共有 27 个城市新一轮建设规划或规划调整获国家发展改革委批复，获批项目初步估算总投资额合计约 25,000 亿元，四年共完成建设投资 19,992.7 亿元，年均完成建设投资额 4,998.20 亿元，四年共新增运营线路长度为 3,118.20 公里，年均新增运营线路长度 779.60 公里。规划、建设、运营线路规模和投资额稳步增长，城轨交通保持快速发展趋势。

随着中国轨道交通行业的发展，轨道交通机车车辆保有量不断增加，轨道交通运营安全、维护的成本越来越被关注，机车车辆运营状态数据和检修数据成为判定安全和检修需求的关键依据，运营安全、维护设备的智能化成为发展趋势。

基于信息化、数字化的管理控制技术是实现轨道交通运营安全、维护智能化系统平台的核心，通过射频识别（RFID）、红外感应器、激光扫描器等信息传感设备，把机车车辆正线、段口、段内的检测、检测数据、状态信息与互联网相连接，进行信息交换和通信，以实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理，将各检测、监测设备及各个子系统连接起来，将检修过程、检修工件、检修工艺等检修信息相叠加，实现物流、作业流、信息流在线和离线的高度集成，进一步实现智能自动化系统平台的高度整合。原有的单独检修维护已经逐步升级为以“大数据”为基础的覆盖全产业链的系统平台及数据服务。

2. 行业竞争格局

轨道交通行业内多数企业规模较小，集中度低，但在部分细分领域，行业壁垒较高，市场参与程度低，垄断程度较高。

轨道交通运营安全、维护行业由多种不同的技术细分领域和市场细分领域构成，产品种类繁多，定制化程度较深，加之中国轨道交通运营维护产业发展较为滞后，导致行业内多数企业规模较小，行业集中度低。但就细分领域来说，个别领域市场化程度较低，参与企业少，行业壁垒较高。以信号系统维护业务为例，国内仅有四家公司拥有车站计算机联锁设备的信号系统牌照，分别为中国铁路通信信号股份有限公司、卡斯柯信号有限公司、中国铁道科学研究院通信信号研究所和北京交大微联科技有限公司（以下简称“交大微联”）；而高速铁路供电安全检测监测系统（6C）系统尚处于发展初期，市场较为封闭，1C 业务是由中国铁道科学研究院主要承接，而 6C 业务目前并未向市场放开。

3. 行业政策

国家政策不断完善，对行业技术水平、技术标准、保障能力提出了更高要求。

2017 年 3 月，中国国家铁路局发布《铁路标准化“十三五”发展规划》（以下简称《规划》）。《规划》指出在铁路装备制造领域，要加强基础安全、移动装备、基础设施、通信信号等相关产品标准的研制力度，重点开展高速动车组、高速及重载铁路轨道部件、列车运行控制以及系统间接口等关键核心技术标准的制修订，发挥标准在装备制造领域的支撑和引领作用。在通信信号方面，研制铁路列控系统（CTCS）总体技术规范、铁路列控系统（CTCS）信号安全数据网、铁路车站计算机联锁等标准，制修订铁路闭塞、铁路信号系统内外部接口、铁路数字移动通信系统（GSM-R）接口等标准，开展新一代铁路移动通信系统、高速列车自动驾驶系统、车站计算机联锁电子化等方面的

标准研究，推动创新成果产业化进程。在安全基础方面，修订铁路机车车辆及建筑限界标准，研制高速铁路风、雨、雪等灾害监测与预警系统以及铁路线路防护等安全防护工程相关标准，制修订铁路环境保护和卫生防护标准，开展机车车辆防火安全、结构可靠性、故障导向安全等方面的标准研究，提高铁路安全保障能力。

2017年11月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司联合印发《铁路“十三五”发展规划》（以下简称“发展规划”）。发展规划指出，到2020年，全国铁路营业里程达到15万公里，其中高速铁路3万公里，复线率和电气化率分别达到60%和70%左右。“十三五”期间，要全面提升普速铁路列车运行控制系统技术装备水平，开展基于列车运行控制系统的自动驾驶功能（ATO）研究和下一代列车运行控制系统的研究，逐步形成完善的技术标准体系。同时，进一步健全完善高速铁路、普速铁路检测、监测和修理技术装备体系，提高检测养护机械装备水平，全面提升基础保障能力。

2019年9月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，到2035年基本建成交通强国，建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路、城市轨道交通融合发展。2020年3月，中央政治局常委会召开会议，提出加速推进国家规划的重大工程和基础设施建设，加快5G网络、数据中心、轨道交通建设等新型基础设施建设进度，其中城际高速铁路和城际轨道交通是未来规划布局的重点发展方向。2020年4月20日，国家发改委新闻发布会上，进一步明确深度应用互联网、大数据、人工智能等技术的智能交通基础设施建设是“新基建”中融合基础设施现阶段重要的组成部分。

4. 行业关注

（1）研发资金的投入不足

由于轨道交通运营安全、维护行业的非标准、定制化特性，系统解决方案项目的执行需经过前期整体技术方案的咨询、设计，同时又由于相关系统具有技术含量高、成套化、智能化、信息化等特点，研发难度较大，整个系统需投入大量资金推动研发工作。由于行业整体的基础理论研究相对滞后，资金投入不足导致企业开发的新技术转化为生产力存在一定时滞，制约了行业的快速发展。

（2）国内企业规模相对较小

中国轨道交通运营安全、维护服务尚处于初创发展阶段，多数企业规模偏小，技术力量薄弱，与国际知名企业相比，在平台化系统规模、资金实力等方面存在一定差距。特别是随着中国铁路设备走出国门，中国轨道交通运营安全、维护服务在国际市场仍缺乏足够的影响力。

（3）高端技术人才缺乏

轨道交通行业是技术密集型产业，具有系统项目规模大、技术体系复杂的特点，要求从业技术人员既要有较高的软硬件技术水平，又要有丰富的轨道交通运营维护领域从业经验和项目实施经验。因此，行业对高端复合型人才有较大需求，而高端技术人才的缺乏成为制约行业发展的瓶颈之一。

5. 行业发展

未来中国轨道交通仍将处于高速建设阶段，机车车辆保有量及技术含量不断提高，对运营安全与维护系统解决方案和数据服务的需求将大量增加、技术化水平将不断提升。

从行业需求来看，轨道交通运营安全、维护服务行业是轨道交通行业的新兴高新技术产业，受轨道交通行业投资规模影响较大。国内轨道交通的繁荣发展以及“一带一路”国家战略的实施，为轨道交通行业未来发展提供了良好的机遇。“十三五”铁路总投资规模4万亿，按目前中国铁路后

市场占铁路车辆投资 25% 计算，铁路车辆投资额将达到 8,000 亿元，到 2020 年铁路后市场规模将超过 2,000 亿元，发展空间巨大。根据城市轨道交通协会统计，中国轨道交通在建线路里程到 2018 年达到了 6,374 公里，而 2018 和 2019 年仅分别通车 730 和 970 公里，2020—2021 年，中国通车里程快速增长，预计到 2021 年我国城轨交通线路累计里程有望接近 1 万公里，到 2028 年全国运营里程将达到 1.5 万公里，后市场规模将达到 3,000 到 4,500 亿元。

从行业发展方向来看，随着中国轨道交通信息化建设的推进，原有检测、监测手段及设备已经难以满足中国轨道交通运营安全与维护大数据分析的需求，需要对原来的设备进行平台化、智能化、网络化的改造升级。未来，中国轨道交通运营安全、维护的系统化解决方案及数据服务需求将主要来自于原有设备平台化、智能化的更新改造需求，铁路交通的新增需求、城市轨道交通的新增需求，以及海外市场的新增需求。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司轨道交通运维业务已覆盖全产业链，广泛应用于国内市场，技术水平领先，有较强的综合竞争实力。

公司是国投高新的混合所有制试点企业，下设多家子公司，提供 400 余项轨道交通运营检修维护产品和全面的运营维保专业服务，业务覆盖车辆、信号、线路、供电、站场等专业领域，涉及轨道交通设计、投资、装备提供、运营；是中国轨道交通运营维护领域首家涵盖全产业链装备及运营维保服务的上市公司。

公司轨道交通运营维护产业板块与轨道交通另外两大产业板块（工程及电气化建设板块及车辆制造板块）构成了差异化的产业格局。上述三大产业板块格局涵盖了轨道交通完整的产业体系，具有明显的协同互补效应。

公司产品深度和广度位居国内前列，其中动车组空心轴超声波探伤机、转向架动载试验台、磁悬浮检修系统集成、机车车辆入库轨边综合检测系统、运行故障图像检测系统、车载接触网运行状态检测装置、计算机联锁系统、钢轨焊缝数控精铣机床等多项核心技术产品达到世界领先水平，产品技术性能优势突出，具有国际竞争力。

2. 技术水平

公司专利数量多，产学研合作广，具有较强的研发能力。

公司全资子公司北京新联铁集团股份有限公司（以下简称“新联铁”）是中关村国家自主创新示范核心区 345 家重点创新型企业之一；子公司交大微联、南京拓控信息科技股份有限公司（以下简称“拓控信息”）、武汉利德测控技术有限公司（以下简称“武汉利德”）、苏州华兴致远电子科技有限公司（以下简称“华兴致远”）均是高新技术企业。

公司已形成覆车辆、信号、线路、供电、站场等领域的 400 余项轨道交通运营维保装备和运营维保专业服务，涉及轨道交通建设、投资、装备提供、运营、维护全生命周期。截至 2019 年末，公司拥有研发人员 1,508 名；具备专利技术 603 项、软件著作权 467 项，其中 2019 年新取得授权专利 75 项、软件著作权 112 项。研发投入方面，2017—2019 年，公司研发投入分别为 2.06 亿元、2.43 亿元和 2.70 亿元，占营业收入的比重分别为 8.82%、9.47% 和 8.39%，保持在较高水平。

在保持传统装备优势的基础上，公司制定了以构建轨道交通智能运营检修维护装备体系为核心

的发展战略，以机器人、大数据、工业互联网等技术为核心，开创了轨道交通智能运营检修维护装备体系新时代。公司创新研发的智能运营检修维护装备系统，如：车辆无人检修体系装备、数据修车、桥隧线路无人巡检、供电变电无人值守、全自动无人驾驶、站场智能管理等，有望成为公司业务新增长点。

公司长期坚持自主研发与“产学研用”协作创新相结合的原则，依托中国轨道交通行业市场优势，以运营检修维护核心需求为出发点，坚持技术创新、模式创新。近年来，公司与中国铁道科学研究院、中科院声学所、北京航空航天大学、南京航空航天大学、北京交通大学、西南交通大学等多家高校科研院所签署了战略及项目合作协议，与北美交通运输技术中心（TTCI）、中车集团、华为技术有限公司、沈阳新松机器人自动化股份有限公司等国内外知名企业开展技术合作，并与中国铁路总公司各铁路局用户单位建立了紧密的研发合作关系。

3. 税收优惠

公司各子公司享受税收优惠政策，外部发展环境良好。

武汉利德软件有限公司（以下简称“利德软件”）、新联铁、沃尔新（北京）自动设备有限公司（以下简称“沃尔新”）、交大微联、北京联讯伟业科技发展有限公司（以下简称“联讯伟业”）、拓控信息、株洲壹星科技股份有限公司（以下简称“壹星科技”）、苏州华兴致远、北京华兴致远科技发展有限公司（以下简称“北京华兴致远”）、武汉利德、武汉利德工业技术服务有限公司（以下简称“利德工业”）、北京华高世纪科技股份有限公司（以下简称“华高世纪”）、北京鼎科信息有限公司（以下简称“鼎科信息”）、北京华创智盛科技有限公司和广州神铁牵引设备有限公司（以下简称“广州神铁”）被认定为高新技术企业，自被认定为高新技术企业三年内享受 15% 的企业所得税优惠税率（超出有效期三年可继续申请认定高新技术企业）；根据《西藏自治区人民政府关于印发西藏自治区招商引资优惠政策若干规定（试行）的通知》（藏政发〔2018〕25 号）的有关规定，自 2018 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，西藏神铁创业投资有限公司（以下简称“西藏神铁”）享受 15% 的企业所得税优惠税率；根据《国家税务总局关于实施小型微利企业普惠性所得税减免政策有关问题的公告》（国家税务总局公告 2019 年第 2 号）自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，公司子公司成都微联京泰科技有限公司等适用普惠性所得税减免政策。

根据《财政部国家税务总局关于软件产品增值税政策的通知》（财税〔2011〕100 号）规定，子公司新联铁、沃尔新、交大微联、联讯伟业、拓控信息、壹星科技、苏州华兴致远、北京华兴致远、鼎科信息以及利德软件对于其销售自行开发生产的软件产品，征收增值税后，对增值税实际税负超过 3% 的部分享受即征即退税收优惠政策。

根据《湖北省人民政府办公厅关于降低企业成本激发市场活力的意见》（鄂政办发〔2016〕27 号）文件精神，阶段性下调企业地方教育税附加征收率，从 2016 年 5 月 1 日起，武汉利德、利德工业、利德软件以及武汉青浩精密工业有限公司的地方教育税附加征收率由 2% 下调至 1.5%。

4. 股东支持

公司控股股东在业务开展、资源整合方面对公司支持力度较大。

2018 年 11 月，国投高新通过要约收购成为公司控股股东，国务院国资委成为公司实际控制人；公司作为国投高新直接投资的首家轨道交通行业企业，依托国投高新控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）的国有资本资源优势和自身市场化运营的机制优势，积极参与轨道交通精品 PPP、TOT、租赁等项目投资。

项目投资方面，作为央企控股的混合所有制试点企业，神州高铁在战略规划、业务开展、平台搭建、资源优化等方面，获得了国投集团的大力支持。一方面随着公司加入国投集团，国投集团在与各省市、部委签署的战略合作协议中陆续增加轨道交通运维领域的合作，推动公司与相关地区和机构合作开展业务；另一方面神州高铁的发展战略拟纳入国投集团“十四五”规划，公司将在国投集团智能制造领域的产业投资并购中发挥重要作用。2018年末，国投高新与公司第二大股东海淀国投签署了《战略合作框架协议》，根据协议内容，双方将共同研究推动轨道交通产业投资基金（以下简称“轨交产业基金”）设立，轨交产业基金原则上由国投高新组织成立，海淀国投参与投资并引入社会资本，基金首期规模不低于30亿元，主要用于轨道交通精品PPP、TOT、租赁等与公司业务相关的项目投资，协助公司快速开拓市场。2019年公司在国投集团和国投高新的大力支持下，完成了“智能化运维装备体系提供商+运营维保服务商”的战略升级。

授信支持方面，公司授信已纳入国投集团在各银行的预留授信额度，有助于公司降低银行融资成本。2019年，公司已向国投财务有限公司（以下简称“国投财务”）申请不超过15亿元综合授信额度，以形成对公司银行授信额度的有效补充。受疫情影响，国投财务在公司原有2亿元贷款余额基础上，新给予公司7.5亿抗击疫情专项贷款，以支持公司经营发展。截至2020年4月15日，公司已收到国投财务提供的9.90亿元信贷支持。

5. 人员素质

公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，人员学历和岗位情况可满足公司发展需要。

截至2019年末，公司共有高级管理人员5名，其中总经理1名，副总经理3名（其中1名兼财务总监），董事会秘书1名。

公司董事长王志全先生，1963年出生，中国国籍，硕士研究生学历，教授级高级工程师，无境外永久居留权；曾任北京有色金属研究总院助理工程师，北方交通大学机械工程系讲师；1997年创立新联铁并任董事长；现任公司董事长并在子公司任董事等职务。

公司董事兼总经理钟岩先生，1975年出生，中国国籍，机车运用专业本科、铁道运输专业工程硕士，高级工程师，无境外永久居留权；曾任沈阳铁路局沈阳机务段段长，现任公司董事兼总经理，并在子公司任董事等职务。

截至2019年末，公司合并范围员工合计2,618人；从员工教育程度来看，硕士研究生及以上占10.66%，本科占45.07%，大专及以下占42.28%；从岗位分布来看，生产人员占11.04%，销售人员占10.73%，技术人员占57.60%，财务人员占4.39%，行政人员占16.23%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构较完善，已经建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构。

作为深圳证券交易所上市企业，公司按照《公司法》《证券法》等法律法规和中国证监会、深圳证券交易所有关公司治理规范性文件的要求，建立了完整的公司治理结构。

公司建立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的经理层，并按照中国证监会《关于在上市公司中建立独立董事的指导意见》建立了独立董事制度，形成了公司法人治理机构的基本框架。在此基础上，公司明确了股东大会和股东、董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的职责。

股东大会是公司的权力机构，依法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、监事；审议批准董事会、监事的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，董事任期届满，可连选连任。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，可以设副董事长。董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任经理或者其他高级管理人员职务的董事，总计不得超过公司董事总数的 1/2。董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事任期每届 3 年，可连选连任。公司监事会按照《公司章程》要求，对公司财务状况、董事会专门委员会及董事、独立董事、高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责日常经营管理工作。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

2. 管理体制

公司建立的管理措施对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用。公司重大资产重组实施完毕后，组织结构和管理体系趋于复杂化，公司的经营决策、风险控制难度增加，为公司管理团队的管理水平及驾驭经营风险的能力带来挑战。

公司根据经营需要设立了董事会办公室、审计部、PPP 事业部、投融资管理部等部门，各部门分工明确，能较好地满足业务运营的实际需要。2017 年以来，公司持续进行组织变革，根据机车、车辆、供电、信号、线路、站场等各业务板块对集团内各主体进行整合，另外在总部层面设立 3 个营销平台，分别为铁路、地铁、海外，使各板块协同发展。公司根据经营的实际需要，不断完善符合自身经营特点的管理体系，加大内部监督管理的力度，建立了比较完善的内部管理制度。

子公司管理方面，公司对子公司的董事、监事、重要高级管理人员实行委派制，通过委派董事、监事和高级管理人员等办法实施对子公司的治理监控。公司各职能部门根据《子公司管理制度》及相关内控制度，对子公司进行管理、指导和监督。子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营和自主管理，同时执行公司对子公司的各项管理制度。

在预算管理方面，公司制定了《全面预算管理制度》，以优化资源配置，提高资产运营效率，保证公司战略和发展计划的有效落实。公司预算管理委员会负责组织编制、审议和修改公司中长期发展规划和年度预算，对公司的预算执行情况进行监督和审核。预算编制按照“上下结合、分级编制、逐级汇总、综合平衡”进行，并按年度、季度、月度分解落实，同时按区域及业务模块进行分解。全面预算按照月度控制、灵活调整、年度完成、综合调剂的原则，确保预算体系正常运行。

投融资管理方面，公司通过相关制度建设对投融资行为进行严格管控，制定了《投融资管理制度》《募集资金管理制度》和《内部控制评价管理办法》等相关规定。

生产经营方面，公司内部制订了完善的生产、质量、安全、采购、销售等管理运作程序和体系标准。公司定期对各项制度进行检查和评估，对员工定期进行培训，内部质量监督部门、内部审计部门对公司生产经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用。公司重视环保工作，在生产经营中严格遵守国家相关环保法律法规。公司生产过程主要是零部件加工、部件组装、设备的调试、检测

等，不存在严重环境污染情况。公司根据国家法律法规等有关规定，对生产过程中排出的污染物及噪音采取了必要的措施，各项指标均达到国家规定标准。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受项目增长带动，公司营业收入逐年增长，综合毛利率保持在较高水平。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入和净利润大幅下降。

近年来，公司通过连续重大重组，主营业务由酒店业务转型成为包括机车车辆运营维护系列、轨道交通信号系统、线路维护系列和供电系统运营维护系列四大板块的轨道交通运营安全维护业务。2017—2019年，以上四大板块收入占营业收入的比重分别为94.02%、94.66%和95.32%，主营业务十分突出。

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长17.54%，主要系公司通过重组并购转型轨道交通运维行业，并积极扩展全产业链产品所致；公司净利润波动下降，分别为8.90亿元、3.42亿元和4.57亿元，年均复合下降28.29%，主要系投资收益波动下降所致。

表1 近年来公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2017年度			2018年度			2019年度			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机车车辆运营维护系列	11.49	49.29	46.46	15.94	62.13	48.16	20.01	62.13	44.24	0.51	42.60	31.42
轨道交通信号系统	3.99	17.12	51.84	4.71	18.37	52.82	5.46	16.96	52.42	0.28	23.14	42.27
线路维护系列	4.98	21.36	47.32	2.86	11.13	46.20	4.44	13.78	51.34	0.06	4.75	21.86
供电系统运营维护系列	1.46	6.25	56.72	0.78	3.03	43.26	0.79	2.45	45.12	0.21	17.85	72.16
其他	1.39	5.98	58.03	1.37	5.34	53.24	1.51	4.68	87.19	0.14	11.66	45.28
合计	23.31	100.00	48.90	25.65	100.00	48.92	32.20	100.00	48.64	1.19	100.00	42.37

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2017—2019年，受项目增加带动，公司传统优势产品机车车辆运营维护系列收入逐年增长，年均复合增长31.97%，为公司第一大收入来源；轨道交通信号系统收入逐年增长，年均复合增长16.99%，占营业收入的比重分别为17.12%、18.37%和16.96%；线路维护业务收入波动减少，年均复合下降5.58%，其中2019年同比增长55.38%，主要系部分项目工程按照进度完成验收所致，线路维护业务收入占营业收入比重波动下降；供电系统运营维护系列收入波动减少，主要系公司产品销售高峰期过后，短期内维保服务有限所致，占营业收入比重较低；公司其他业务主要为维护保养项目、材料销售和备品备件销售、融资租赁业务收入等。

从毛利率来看，2017—2019年，受原料价格上涨与结算周期滞后影响，机车车辆运营维护系列毛利率波动下降；轨道交通信号系统毛利率变动不大；线路维护系列毛利率波动上升，主要系售价随订单规模变动所致；供电系统运营维护系列毛利率波动下降，主要系公司产品分地域分布广泛，设备维护需要投入的资源较多所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司综合毛利率整体较为稳定，分别为48.90%、48.92%和48.64%。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，公司工程无法开工，且现场洽谈业务受到一定影响，公司营业收入为1.19亿元，同比下降61.35%，净利润-1.08亿元，较上年同期0.11亿元大幅减少；公司综合毛利率为42.37%，较上年同期下降10.70个百分点。

2. 轨道交通

公司轨道交通业务已完成了轨道交通机车、车辆、信号、供电、站场全产业链布局，各系列分由子公司运营。

近年来，公司多次重组，完成了轨道交通机车、车辆、信号、供电、站场全产业链布局。

公司机车车辆运营维护系列和供电系统运营维护系列的经营主体为新联铁和华高世纪，2017 年公司将持有的新联铁 98% 股权划转至神州高铁车辆技术有限公司（以下简称“神铁车辆”）。机车车辆运营维护系列产品主要包括信息化数据系统、机车车辆检修系统化解解决方案、机车车辆运行故障动态图像检测、机车车辆入库轨边综合检测、机车车辆日常运用维护、机车车辆高级修成检修、车载安全监测等七大系列。

根据原铁道部 2012 年颁布实施的《高速铁路供电安全检测监测系统（6C 系统）总体技术规范》，中国铁路总公司目前正全面建立高速铁路供电安全检测监测系统（6C 系统），包括高速弓网综合检测装置（1C）、接触网安全巡检装系统（2C）、车载接触网运行状态检测系统（3C）、触网悬挂状态检测监测系统（4C）、受电弓滑板监测系统（5C）以及接触网及供电设备地面监测装置（6C），主要为中国铁道交通的供电系统进行安全监测，确保铁路供电的安全。目前，华兴致远已自主研发了 6C 系统中的 2C、3C、4C 及 5C 供电运营维护系统，可以实现对高速铁路供电系统的高清图像采集、识别、对比和分析，并将相关数据传输至铁路供电的终端系统，实现对铁路供电环境的实时监测及预警，避免安全事故发生。

公司轨道交通信号系列的经营主体为交大微联。交大微联作为轨道交通信号系统的重要供应商，专注于该领域产品的研发、生产和销售，其主要产品包括计算机联锁系统（CI）、列控中心系统（TCC）、分散自律调度集中系统（CTC）、信号集中监测系统（CSM）等，广泛应用于轨道交通信号系统领域。

公司线路维护系列的经营主体为武汉利德。线路维护系统通过在线采集钢轨、枕木、道床、构筑物及扣件等部位图像及位置信息，对异常图像进行自动分析和分级预警，实现对基础设施状态的巡检作业质量的监控，以提高故障产生初期的预警能力和联网追踪能力。作为国内轨道线路装备及维护的重要供应商，武汉利德以铁路线路测控系统、高铁钢轨加工成套装备、铁路养护智能装备的研制、销售与服务为主营业务；主要产品包括铁路安全检测监控设备、钢轨焊接加工及铁路养护装备、物流装备定位及信息管理系统、轨道交通装备工业化连锁服务等。公司供电系统运营维护系列的经营主体为华兴致远。

表 2 2018—2019 年公司重要子公司主要财务数据（单位：亿元）

时间	主要子公司	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
2018 年	神铁车辆	37.47	21.89	11.09	1.99
	武汉利德	11.48	5.79	4.31	0.82
	交大微联	11.70	10.06	5.37	1.73
	华高世纪	5.09	4.07	3.52	1.27
2019 年	神铁车辆	49.19	29.17	15.69	2.66
	武汉利德	12.70	6.69	5.91	0.96
	交大微联	13.96	11.03	5.69	1.59
	华高世纪	5.75	4.87	2.83	0.80

数据来源：子公司审计报告合并口径

2019 年，交大微联和华高世纪净利润分别较上年有所下降，若未来发展不及经营预期，收购标的所形成的商誉可能存在减值风险。

(1) 原材料采购

公司采购种类繁多，以国内为主；原材料统一比价采购、定制类单一采购；采购集中度较低。

公司主要原材料实行集中统一采购，所有采购合同均按照逐级授权的方式通过 ERP 系统进行审批；同时，公司也建立了完整的存货管理、发票管理、货款管理、供应商管理系统，确保采购行为的高效与合规性。

考虑到公司产品种类繁多且产品技术含量较高，公司依据产品类别进行采购，采购范围以国内为主，主要分为内部原材料采购和外购定制化设备（详见下表）。机车车辆检修系统化解决方案项目中，少部分外购设备如轮轴压装机、静载试验台等存在客户指定供应商的情况，但金额占比不足项目金额的 10.00%。公司提供的其他产品中，一般很少出现客户指定供应商的情况。

表 3 公司原材料采购内容与模式

项目	内容	采购模式
内部原材料	电气类、机加工类、金属原料和通用件等	公司向供应商提供图纸或技术方案，双方签订详细的技术协议，供应商负责设备的生产、安装并配合完成客户整体验收
外购定制化	外包合作设备	一般由承揽方进行图纸设计，并进行产品的生产，安装、调试、服务，公司无需对设备进行二次加工
	自研外协设备	公司进行图纸设计，承揽方仅进行零件生产，公司进行产品的组装、安装、调试、验收、服务

资料来源：公司提供

采购价格方面，采购金额较小的原材料，公司采取比价采购模式。采购部根据辅助用材申请单和库房提供的《材料计划表》，选择三家以上供应商进行询价，计划质量部对供应商来样产品进行检测，检验合格后，签订采购合同。采购金额较大、采购周期短、供应充足的外购件，采购部会同计划质量部等相关部门，对供货方的资质、信誉、业绩、管理能力、产品质量、供货能力、售后服务能力、性价比等方面进行考察和评价，根据评审结果填写《供方调查评价表》，挑选三家以上供应商列入合格供方名单，有效期一年。公司日常按照项目需求下单采购，供应商按合同日期送货。少量技术含量高的原材料，如空心轴超声波探伤机探头系统和超声单元等，则实行定点采购。

采购结算方面，公司主要按照“预付款、到货款、终验款、质保金”等节点与供应商在合同中进行约定，具体比例因采购的种类、数量及供应商不同而有差异。对于进口物资、独有产品物资、金额较大的物资采购，供应商通常要求支付金额较大的预付款，预付款比例一般达 30%或以上；对于合作时间较长、金额不大的物资采购，公司支付的预付款通常在 30%以下；对于标准件等通用物资，公司通常采取货到付款的方式，不支付预付款。

2017—2019年，公司前五大供应商采购金额占采购总额的比例分别为 19.97%、13.83%和 17.78%，集中度波动下降，并处于较低水平。

表 4 2017—2019 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商	采购金额	占比
2017 年	北京日信安通贸易有限公司	0.72	7.66
	金鹰重型工程机械有限公司	0.37	3.87
	北京经纬信息技术公司	0.33	3.47
	常州神睿检测科技有限公司	0.25	2.62
	中车四方车辆有限公司	0.22	2.35
	合计	1.89	19.97

2018年	北京日新安通贸易有限公司	0.53	5.30
	金鹰重型工程机械有限公司	0.23	2.30
	沈阳铁路信号有限责任公司	0.22	2.25
	嘉善华瑞赛晶变流技术有限公司	0.22	2.17
	西创同驰系统控制技术(北京)有限公司	0.18	1.81
	合计	1.38	13.83
2019年	大连中集特种物流装备有限公司	1.58	8.18
	北京日信安通贸易有限公司	0.67	3.49
	福马检测技术有限公司	0.66	3.43
	金鹰重型工程机械有限公司	0.29	1.50
	中车大连电力牵引研发中心有限公司	0.23	1.18
	合计	3.44	17.78

资料来源：公司提供

(2) 生产经营

公司生产模式为以销定产，随着轨道交通业务规模扩大，公司主要产品产量呈增长趋势。

公司的主要产品构成复杂、种类繁多，且具有高科技含量和高附加值的特点。机车车辆领域中，公司主要系统服务为超声波空心车轴探伤系统、列车清洗系统、轮辋轮辐系统；信号领域中为计算机连锁系统；线路领域中为铁路安全监控系统；供电领域中主要为接触网运行状态检测装置和受电弓检测产品。公司主要采取“以销定产”为主的生产模式，根据取得的订单量或预期能够完成招标的产品数量安排生产。

产品质量方面，公司建立了产品质量控制管理体系，不同产品参考相应的质量管理标准，如《CRH系列动车组空心轴超声波探伤工艺规程》《动车组综合检测列车测力轮对空心车轴超声波探伤工艺规程》《机械设备安装工程施工及验收通用规范》和GB15760-2004《金属切削机床安全防护通用技术条件》等。对生产过程和产品应实施监视和测量，执行“过程和产品监视和测量控制程序”的规定。目前公司尚未出现重大质量问题，未与客户发生过大的产品质量纠纷，未有因违反产品质量、计量标准化等质量技术监督相关法律法规而被处罚的记录。

2017—2019年，公司推进业务资源整合，将产品线衍生至交通整条线路全生命周期，带动轨道交通产品产量波动增长，分别为2,585台/套、2,416台/套和2,703台/套；销量逐年增长，分别为2,789台/套、2,950台/套和2,964台/套。公司供货到完成验收一般需要6~12个月，当年生产供货的产品，通常需等到第二年完成验收并确认收入。

表5 2017—2019年公司轨道交通产品产销量情况(单位：台/套)

项目	2017年	2018年	2019年
销售量	2,789	2,950	2,964
生产量	2,585	2,416	2,703
库存量	1,173	697	436

注：因公司产品种类繁多，且差异性较大，无法按业务板块提供相应产品的销售量和生产量；表中销售量是指供货后客户完成验收，即确认收入的产品数量；表中2018年库存量含当年新增的广州神铁和北京地平线轨道技术有限公司数据

资料来源：公司年报

(3) 产品销售

公司销售主要采用直销模式，受公司发展整线运营模式影响，公司客户集中度大幅下降。

公司产品销售主要采用直销模式。销售业务主要通过与客户接触并参与投标，定价主要由招标或议标确定，根据投标中综合考虑自身产品技术优势及成本利润以及市场竞争情况确定投标价格。

轨道交通类主要产品销售一般需在客户现场进行安装调试，安装调试完毕后需经客户试用并验收合格才能移交客户，在得到客户的验收报告后确认收入。

销售结算方面，公司销售结算一般分为四个阶段，第一阶段为合同签订后的预付款，一般为合同额的 0%~30%；第二阶段为到货付款，指货物发到客户现场，客户确认后的付款，一般为合同额的 0%~30%；第三阶段为验收付款，指产品调试完毕，验收通过后的付款，一般为合同额的 30%~90%；第四阶段是质保金，一般比例为合同额的 10%。公司下游销售客户主要为国内各铁路局（含各站、段）及其他铁路公司。

2017—2019 年，公司前五大销售客户销售金额分别为 10.25 亿元、11.26 亿元和 9.36 亿元，占销售总额的 43.97%、43.89%和 26.80%；公司客户集中度逐年下降，其中 2019 年较上年大幅下降 17.09 个百分点，主要系公司单独设立神州城轨技术有限公司，发展整线运营模式导致的客户结构变化所致。

表 6 2017—2019 年公司前五名客户情况（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售金额	占比
2017 年	中国中车股份有限公司	3.34	14.33
	中国中铁股份有限公司	2.98	12.80
	上海铁路局	1.53	6.58
	广州铁路（集团）公司	1.49	6.40
	北京铁路局	0.90	3.86
	合计	10.25	43.97
2018 年	中国中车股份有限公司	4.58	17.84
	中国中铁股份有限公司	2.67	10.40
	交控科技股份有限公司	1.46	5.68
	上海铁路局	1.42	5.53
	南京华士电子科技有限公司	1.14	4.44
	合计	11.26	43.89
2019 年	中国中铁股份有限公司	2.67	7.65
	中国中车股份有限公司	2.65	7.58
	交控科技股份有限公司	1.57	4.49
	中国铁建股份有限公司	1.29	3.70
	中国电力建设集团	1.18	3.38
	合计	9.36	26.80

资料来源：公司提供

3. 经营效率

2017—2019 年，公司整体经营效率处于行业中下水平。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数有所下降，分别为 1.01 次、0.84 次和 0.88 次；存货周转次数逐年上升，分别为 1.86 次、1.88 次和 2.14 次；总资产周转次数波动上升，分别为 0.25 次、0.24 次和 0.29 次。从同行业对比来看，公司整体经营效率处于行业中下水平。考虑到公司产品交付周期长且交付后应收账款账期较长，随着经营规模的扩大以及账款催收改善，公司经营效率指标或将有所好转。

表 7 2019 年同行业上市公司经营效率指标 (单位: 次)

代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
300455.SZ	康拓红外	0.59	2.19	2.15
000925.SZ	众合科技	0.40	1.67	4.04
300440.SZ	运达科技	0.36	1.12	1.46
300150.SZ	世纪瑞尔	0.38	1.25	2.68
002296.SZ	辉煌科技	0.26	1.10	1.26
300407.SZ	凯发电气	0.72	3.11	2.22
中位数		0.39	1.46	2.19
000008.SZ	神州高铁	0.29	0.96	2.14

注: Wind 与联合评级计算公式上存在差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源: Wind, 联合评级整理

4. 主要投资项目

公司主要在建项目尚需投资规模较大, 存在一定资金支出压力。

(1) 天津地铁 7 号线一期工程 PPP 项目

公司及子公司与中国建筑股份有限公司 (联合体牵头方) 及其关联方组成联合体, 中标天津地铁 7 号线一期工程 PPP 项目, 并于 2019 年 8 月 21 日正式成立项目公司; 项目采用建设-运营-移交 (BOT) 模式运作, 预计 2023 年底开通运营。天津地铁 7 号线全长 42.53 公里, 从北辰区高铁北部新城站至西青区赛达八支路站, 一期工程全长 26.53Km, 设车站 21 座, 预算投资 268.97 亿元, 划入 PPP 项目范围的投资为 196.81 亿元, 其中工程费约 146.51 亿元, 公司参与的联合体中标价格为 109.58 元/车公里, 概算工程费用下浮率为 4.50%, 合作期 26 年, 其中建设期 4.5 年、运营期 21.5 年; 根据协议安排, 公司及其子公司将承担该项目的部分设备供应、运营筹备、整体运营维保和投融资等职责, 公司 (合并口径) 拟投资规模为 1.57 亿元。

(2) 河北省唐山市海港经济开发区聂庄至东港站增二线及东港站改造 PPP 项目

公司投资河北省唐山市海港经济开发区聂庄至东港站增二线及东港站改造 PPP 项目, 使用不超过 1.73 亿元自有资金或自筹资金, 受让项目公司 65% 的股权成为其控股股东, 并于 2019 年 9 月 29 日成立项目公司。该线路总长 14.26Km, 预计年运量 2,600 万吨, 项目总投资 13.30 亿元, 其中包括 10.18 亿元的铁路项目和 3.1 亿元的市政道路和桥梁配套项目, 建安工程费合计 8.8 亿元, 采用“使用者付费+可行性缺口补助”的支付方式。

(3) 三洋铁路河南三门峡至安徽宿州项目

公司将向三洋铁路项目公司 (河南禹亳铁路发展有限公司) 增资 16.00 亿元, 2021 年底前分三次出资 (2020—2021 年, 公司按照 6 亿元、6 亿元、4 亿元分期出资, 截至 2020 年 3 月底已出资 2 亿元, 资金来源于自有资金), 持股比例为 13.25%, 为项目公司第一大股东。该项目全长 664 公里, 设 54 个车站, 总投资约 430 亿元, 分四期建设, 其中一期 83 公里已投入试运营, 其余三期预计将在三年内建设完成, 根据联合体协议约定, 公司及子公司负责项目内的设备集成并负责各专业设备供应, 合同总金额约 18.40 亿元; 据测算, 公司可获取传统技术装备、智能装备、运营维保等业务合作不低于 42 亿元、可持续性获取运营维保收入约 18 亿元/年、可按照股权比例获取运输收入 1.5 亿元/年。

表 8 截至 2020 年 3 月底公司主要项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	2020 年 3 月底已投资	计划投资		
			2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
台州市域铁路 S1 线一期工程 PPP 项目	2.83	2.83	--	--	--
天津地铁 7 号线一期工程 PPP 项目	1.57	0.19	0.22	0.38	0.32
唐山市海港经济开发区聂庄至东港站增二线及东港站改造 PPP 项目	1.73	0.17	0.52	0.69	0.35
三洋铁路项目公司	16.00	2.00	4.00	6.00	4.00
合计	22.13	5.19	4.74	7.07	4.67

资料来源: 公司提供

5. 经营关注

(1) 行业环境变化风险

公司业务发展受行业政策影响较大, 如轨道交通行业政策发生变化, 可能导致市场环境和发展空间出现诸多不确定因素, 给公司经营发展带来风险。随着铁路行业进一步市场化, 以及与公司相关的传统铁路装备市场趋于饱和, 公司主要产品可能因竞争加剧导致销售价格下降、毛利率降低。

(2) 产业链风险

公司开创的轨道交通整条线路全生命周期盈利模式属于轨道交通行业的商业模式创新, 项目的具体实施及模式的最终实现受外部环境变化、自身经营管理能力、产业资源匹配等多种因素的影响, 具有不确定性, 需要不断探索研究过程中遇到的各种问题, 并对战略规划及业务布局进行相应调整。

(3) 集团化经营带来的管理风险

公司目前在全国各地拥有多家参控股公司并成立了海外子公司, 客户和服务领域广泛, 尽管各子公司已建立了相关内控体系, 但仍需公司投入一定的管理资源对其进行监督管理。如果公司集团化管控能力不足, 管理体系无法及时调整完善, 不能适应公司业务及规模迅速扩大带来的变化, 将存在无法充分发挥产业协同性的风险, 并对公司的经营管理造成不利影响。

(4) 受新冠肺炎疫情疫情影响业绩大幅下降

公司多个核心业务子公司位于北京和武汉等地区, 上半年受几轮疫情反复影响, 项目生产、交付、验收受阻, 导致收入同比下降超过 50%, 公司半年度业绩预亏 2.40~3.00 亿元, 需持续关注生产经营能否回归正常水平。

6. 未来发展

公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整, 相关发展战略的安排清晰, 有利于公司未来的稳健发展。

公司制定了以成为世界一流的轨道交通智能运营维保装备提供商和整线智能运营维保服务商为目标的发展战略, 并将加速推动整线智能运营维保战略的落地。

首先, 公司将继续获取整线智能运维业务, 发挥城轨和货运铁路示范线效应, 复制推广公司整线智能运维商业模式, 力争获取 2~3 条优质线路运维业务, 以获取持续、稳定合同和现金流。其次, 公司将继续加大智能装备谱系化研发, 依托机辆、供电、线路、信号等各专业的核心装备, 加快智能化新产品研发进度, 丰富公司运维产品谱系。第三, 公司将继续深化精益制造降本增效, 在全部有生产业务的子公司推行精益制造项目。第四, 公司将继续强化回款降低应收账款, 在全面总结 2019 年经验的基础上, 进一步推动各子公司建立和完善债权管理的长效机制, 力争实现全年应收账款同比增幅不超过营业收入同比增幅。第五, 公司将贯彻落实国有相对控股混合所有制管理指导意见,

在国投高新的指导下实现高质量发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2017—2019 年度财务报表均经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。本报告财务部分 2018 年数据未追溯调整，采用 2018 年审计报告年末数/本年数。

从合并范围来看，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 16 家。2018 年，公司合并范围内子公司未发生变化。2019 年，公司投资新设 5 家子公司。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 22 家。公司会计政策连续，合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 120.45 亿元，负债合计 44.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 75.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 74.58 亿元。2019 年，公司实现营业收入 32.20 亿元，净利润 4.57 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 4.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.72 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 120.33 亿元，负债合计 45.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 74.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 73.49 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.19 亿元，净利润-1.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-3.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.70 亿元。

2. 资产质量

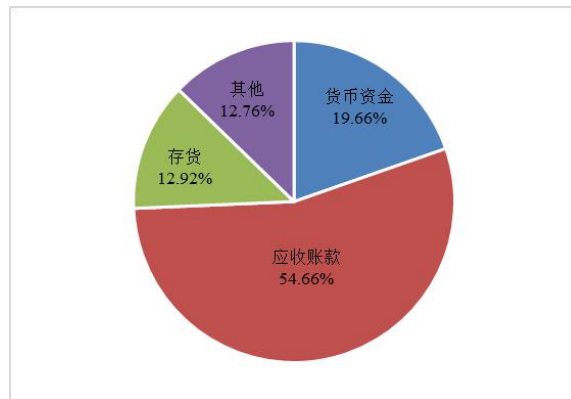
2017—2019 年，公司资产规模波动增长，资产结构相对均衡；流动资产中应收账款和存货对营运资金占用明显；非流动资产中商誉规模很大，存在减值风险，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额波动增长，年均复合增长 6.20%，主要系流动资产增长所致。截至 2019 年末，公司资产总额为 120.45 亿元，较上年末增长 15.08%，其中，流动资产占 54.95%，非流动资产占 45.05%，公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 1.04%。截至 2019 年末，公司流动资产 66.18 亿元，较上年末增长 17.50%，主要系应收账款和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 19.66%）、应收账款（占 54.66%）和存货（占 12.92%）构成。

图 2 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 13.60%。截至 2019 年末，公司货币资金为 13.01 亿元，较上年末增长 5.95%，以银行存款（占 90.78%）为主，使用受限资金为 1.19 亿元（占 9.17%），主要是各类保证金，受限比例较低。

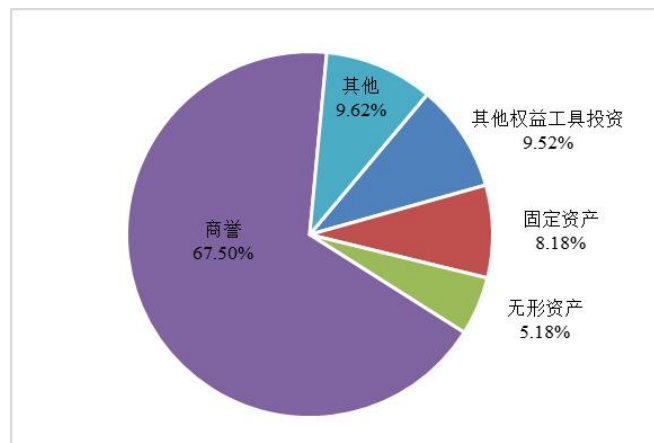
2017—2019 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 20.46%。截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 36.17 亿元，较上年末增长 17.25%，主要系销售规模扩大所致；公司应收账款余额按账龄划分，1 年以内的占 64.76%，1~2 年的占 21.51%，2~3 年的占 10.00%，3 年以上的占 3.73%，账龄偏长；从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计 5.65 亿元，占应收账款余额的 14.30%，集中度一般；公司累计计提应收账款坏账准备 3.37 亿元，计提比例 8.52%。

2017—2019 年，公司存货账面价值波动增长，年均复合增长 10.51%。截至 2019 年末，公司存货账面价值为 8.55 亿元，较上年末增长 23.43%，主要系公司业务规模扩大所致；公司存货主要为原材料（占 31.93%）、在产品（占 20.89%）、已完工未结算资产（占 22.92%）和发出商品（占 20.87%）；公司累计计提存货跌价准备 3.43 万元，计提比例极低。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 13.72%，主要系公司股权投资及中标 PPP 项目增加，使得其他权益工具投资增长所致。截至 2019 年末，公司非流动资产 54.26 亿元，较上年末增长 12.26%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占 9.52%）、固定资产（占 8.18%）、无形资产（占 5.18%）和商誉（占 67.50%）构成。

图 3 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2019年，公司执行新会计准则，将可供出售金融资产项目重新分类为其他权益工具投资。截至2018年末，公司可供出售金融资产为4.63亿元，较上年末大幅增加，主要系公司申购北京中车世纪一期契约型股权投资基金，支付申购款所致。截至2019年末，公司其他权益工具投资为5.17亿元，主要系公司中标多项PPP轨道交通项目所致。

2017—2019年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长34.57%。截至2019年末，公司固定资产账面价值为4.44亿元，较上年末增长44.17%，主要系公司购买机器设备所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占34.79%）、机器设备（占52.09%）、运输设备（占3.13%）和电子设备（占3.78%）构成；公司累计计提折旧1.56亿元，固定资产成新率74.01%，成新率较高，未计提减值准备。

2017—2019年，公司无形资产账面价值逐年增长，年均复合增长18.61%。截至2019年末，公司无形资产账面价值为2.81亿元，较上年末增长20.08%，主要系公司外购及研发无形资产所致。公司无形资产主要由土地使用权（占18.50%）、著作权（占23.35%）、软件使用权（占20.76%）、专利和非专利技术（占36.36%）构成，累计摊销1.28亿元，未计提减值准备。

2017—2019年，公司商誉账面价值较为稳定，分别为35.30亿元、35.96亿元和36.63亿元，截至2019年末，公司商誉较上年末增加0.67亿元，主要系现金收购上海锦申所致；已累计计提商誉减值准备1,915.95万元，计提比例0.52%。考虑到公司商誉规模很大，以及2019年部分被收购标的公司业绩不佳，存在商誉减值风险。

表9 截至2019年末公司商誉账面余额构成（单位：万元）

单位	账面余额	累计计提减值准备	账面价值
北京新联铁集团股份有限公司	96,591.73	802.72	95,789.02
南京拓控信息科技股份有限公司	9,922.87	0.00	9,922.87
北京交大微联科技有限公司	88,588.56	0.00	88,588.56
北京华高世纪科技股份有限公司	65,651.73	0.00	65,651.73
武汉利德测控技术有限公司	56,115.61	0.00	56,115.61
苏州华兴致远电子科技有限公司	18,251.51	0.00	18,251.51
北京联讯伟业科技发展有限公司	17,897.66	0.00	17,897.66
广州神铁牵引设备有限公司	5,064.75	0.00	5,064.75
北京地平线轨道技术有限公司	1,554.33	976.84	577.50
北京全声科技有限公司	295.20	55.26	239.94
北京天熔焊接技术有限公司	81.14	81.14	0.00
上海锦申投资管理有限公司	8,203.86	0.00	8,203.86
合计	368,218.97	1,915.95	366,303.02

资料来源：公司审计报告

截至2019年末，公司受限资产合计为1.23亿元，占资产总额的比例为1.02%，受限比例很低。

表10 截至2019年末公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	受限原因	占资产总额比例
货币资金	11,933.87	承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金	0.99
固定资产	406.76	未办妥产权证	0.03
合计	12,340.63	--	1.02

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 120.33 亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产占 53.89%，非流动资产占 46.11%，资产结构较上年末变化不大。

3. 负债和所有者权益

(1) 负债

2017—2019 年，公司负债规模波动增长，以流动负债为主；整体债务负担较轻，以短期债务为主，债务结构有待调整。

2017—2019 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 13.13%。截至 2019 年末，公司负债总额为 44.68 亿元，较上年末增长 45.94%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 91.82%，非流动负债占 8.18%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 9.38%。截至 2019 年末，公司流动负债为 41.02 亿元，较上年末增长 48.03%，主要系短期借款和应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 49.40%）、应付票据（占 5.86%）、应付账款（占 24.17%）和其他应付款（占 8.55%）构成。

图 4 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 35.58%。截至 2018 年末，公司短期借款 8.47 亿元，较上年末下降 23.16%。截至 2019 年末，公司短期借款 20.27 亿元，较上年末增长 139.21%，主要系银行借款增加所致；公司短期借款由信用借款（占 87.22%）和保证借款（占 12.78%）构成。

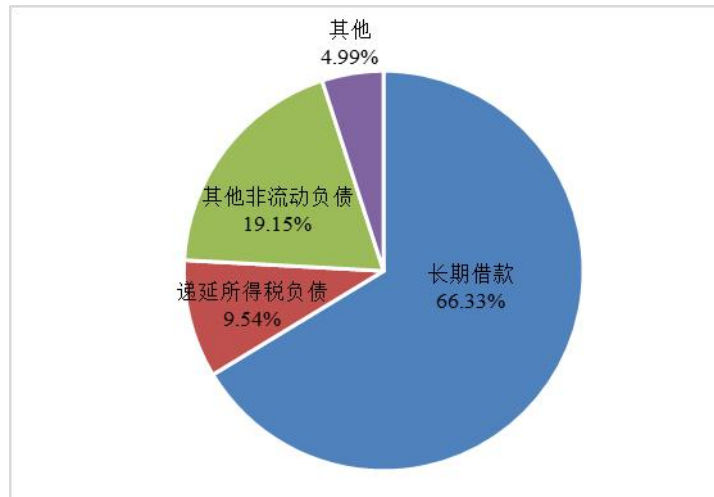
2017—2019 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 100.04%。截至 2018 年末，公司应付票据为 3.04 亿元，较上年末增长 406.50%，主要系公司采购业务增加所致。截至 2019 年末，公司应付票据为 2.41 亿元，较上年末下降 21.00%，其中商业承兑汇票占 63.72%，银行承兑汇票占 36.28%。

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 26.84%。截至 2019 年末，公司应付账款为 9.91 亿元，较上年末增长 45.10%，主要系公司采购业务增加所致；公司应付账款账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 79.53%，1 年以上的占 20.47%。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年下降，年均复合下降 46.02%。截至 2018 年末，公司其他应付款为 4.74 亿元，上年末下降 60.63%，主要系公司支付交大微联业绩承诺保证金，以及支付限制性股票回购及华高世纪股权转让款所致。截至 2019 年末，公司其他应付款为 3.51 亿元，较上年末下降 25.99%，主要系公司支付华高世纪股权转让款所致。

2017—2019年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长142.47%。截至2019年末，公司非流动负债为3.66亿元，较上年末增长26.00%，主要系长期借款和其他非流动负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占66.33%）、递延所得税负债（占9.54%）和其他非流动负债（占19.15%）构成。

图5 截至2019年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

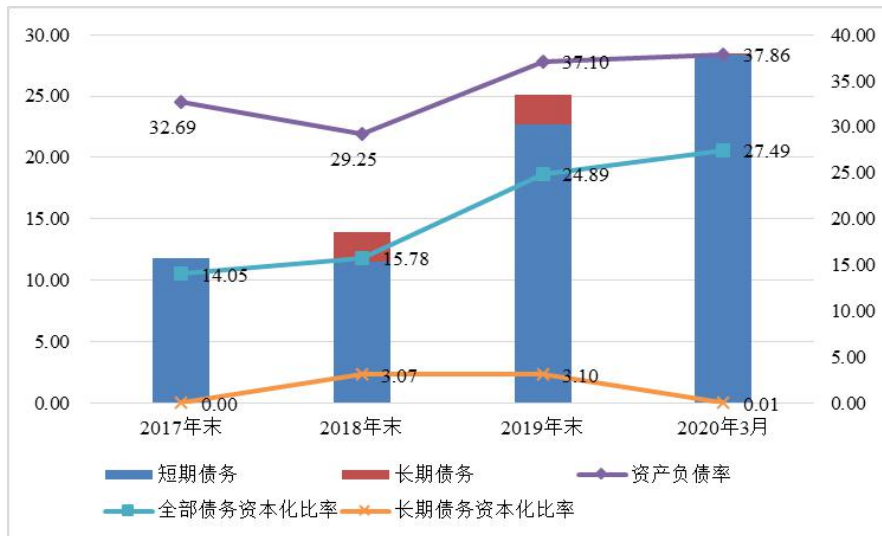
2017—2019年，公司长期借款分别为0.00亿元、2.34亿元和2.42亿元。截至2019年末，公司长期借款较上年末增长3.41%；公司长期借款全部为信用借款。从期限分布看，2020年到期的占42.18%，2021年到期的占57.82%。

2017—2019年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长2.75%。截至2019年末，公司递延所得税负债为0.35亿元，较上年末增长13.01%，主要系公司处置无形资产缓缴所得税所致。

截至2019年末，公司新增其他非流动负债0.70亿元，主要系公司为中航信托·私享32号集合资金信托计划的收益率承担差额补足义务所致。

2017—2019年，公司全部债务逐年增长，分别为11.75亿元、13.88亿元和25.11亿元，年均复合增长46.17%。截至2019年末，公司全部债务较上年末增长80.94%，主要系短期债务增长所致，其中，短期债务占90.34%，长期债务占9.66%，以短期债务为主，公司债务结构有待改善。2017—2019年，公司资产负债率波动上升，分别为32.69%、29.25%和37.10%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为14.05%、15.78%和24.89%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为0.00%、3.07%和3.10%。公司整体债务负担较轻。

图 6 近年来公司全部债务构成及主要指标 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司审计报告、联合评级整理

截至 2020 年 3 月末, 公司负债总额为 45.56 亿元, 较上年末增长 1.96%, 其中流动负债占 95.11%, 非流动负债占 4.89%, 仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月末, 公司全部债务为 28.35 亿元, 较上年末增长 12.93%, 主要系短期债务增长所致。其中, 短期债务 28.34 亿元 (占 99.96%), 较上年末增长 24.96%; 长期债务 0.01 亿元 (占 0.04%), 较上年末下降 99.59%, 主要系长期借款减少所致。截至 2020 年 3 月末, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 37.86%、27.49% 和 0.01%, 较上年末分别上升 0.76 个百分点、上升 2.60 个百分点和下降 3.09 个百分点, 公司债务负担仍属较轻。

(2) 所有者权益

2017—2019 年, 公司所有者权益逐年增长, 资本实力不断增强, 所有者权益结构稳定性较好。

2017—2019 年, 随着未分配利润积累, 公司所有者权益逐年增长, 年均复合增长 2.67%。截至 2019 年末, 公司所有者权益合计 75.76 亿元, 较上年末增长 2.32%, 较上年末变化不大。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 98.43%, 少数股东权益占比为 1.57%。归属于母公司所有者权益 74.58 亿元, 股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 37.29%、37.19%、-0.26%、0.67% 和 27.80%, 公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 3 月末, 公司所有者权益合计 74.78 亿元, 较上年末下降 1.30%, 其中, 归属于母公司所有者权益占 98.28%, 公司所有者权益结构较上年末变化不大。

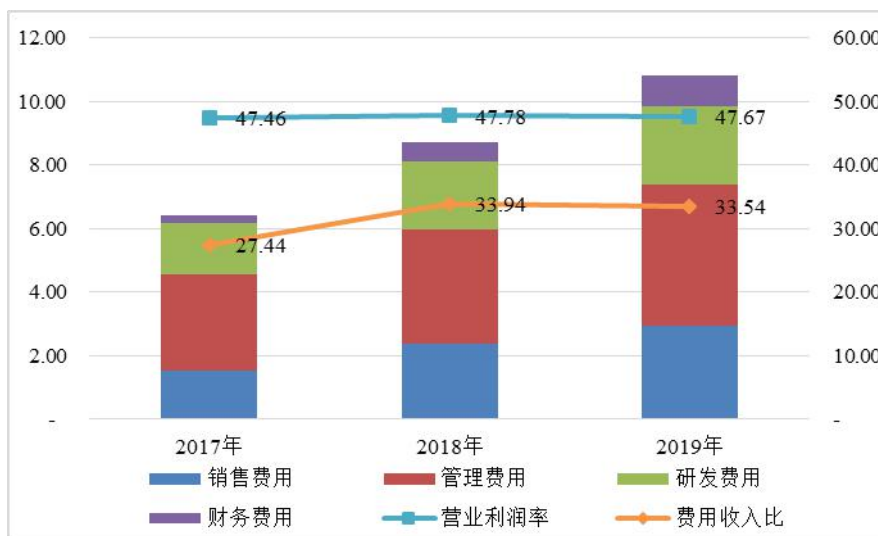
4. 盈利能力

2017—2019 年, 公司收购的各子公司盈利模式均较为成熟, 收入规模稳定增长; 公司所处行业属于技术和人才密集型行业, 期间费用对利润侵蚀严重; 公司投资收益和其他收益可为利润形成一定补充, 投资收益主要来源于非主业子公司的处置收益, 不具备可持续性且波动较大, 影响公司利润稳定性。公司整体盈利能力处于行业中上水平。

2017—2019 年, 公司营业收入逐年增长, 分别为 23.31 亿元、25.65 亿元和 32.20 亿元, 年均复合增长 17.54%, 主要系公司通过重组并购转型轨道交通运维行业, 并积极扩展全产业链产品所致; 公司净利润波动下降, 分别为 8.90 亿元、3.42 亿元、4.57 亿元, 年均复合下降 28.29%, 主要系投资收益波动下降所致。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长29.93%，主要系销售费用和管理费用增加所致。2019年，公司期间费用总额为10.80亿元，较上年增长24.04%，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为27.41%、40.83%、22.99%和8.77%。2017—2019年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长39.03%，主要系职工薪酬、客户招待和服务费增加所致。2017—2019年，公司管理费用逐年增长，年均复合增长20.77%，主要系职工薪酬增加所致。2017—2019年，公司研发费用逐年增长，年均复合增长23.09%，主要系公司加大研发投入所致。2017—2019年，公司财务费用快速增长，年均复合增长115.65%，主要系公司融资规模增加和融资成本上升所致。2017—2019年，公司费用收入比波动上升，分别为27.44%、33.94%和33.54%，期间费用对公司营业利润侵蚀严重。

图7 2017—2019年公司期间费用构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告、联合评级整理

2017—2019年，公司取得投资收益分别为5.04亿元、0.25亿元和0.52亿元，波动较大，其中2017年投资收益主要为公司处置宝利鑫达100%股权取得4.46亿元，2018年投资收益主要为理财产品收益，2019年投资收益有所增加，主要系处置部分长期股权投资所致，占营业利润的比重分别为49.41%、5.76%和9.44%，对公司营业利润稳定性有一定影响，且不具有可持续性。2017—2019年，公司取得的其他收益逐年增长，分别为0.81亿元、0.88亿元和1.01亿元，年均复合增长12.04%，主要为增值税即征即退和各类政府补助，占营业利润的比重分别为7.92%、20.29%和18.43%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率分别为47.46%、47.78%和47.67%，变动不大；总资产报酬率波动下降，分别为11.15%、4.71%和5.68%；净资产收益率波动下降，分别为13.32%、4.69%和6.11%。从行业对比看，公司盈利能力处于行业中上水平。

表11 同行业上市公司2019年盈利能力指标对比（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
300455.SZ	康拓红外	13.09	11.23	32.32
000925.SZ	众合科技	5.61	3.90	28.93
300440.SZ	运达科技	10.51	7.36	48.85
300150.SZ	世纪瑞尔	5.18	4.82	38.75

002296.SZ	辉煌科技	4.54	3.92	43.42
300407.SZ	凯发电气	5.60	3.67	22.67
中位数		5.60	4.37	35.54
000008.SZ	神州高铁	5.88	5.63	48.64

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind，联合评级整理

2020 年 1—3 月，受 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情影响，公司工程无法开工以及现场洽谈业务，机车车辆运营维护系列收入明显下降；公司实现营业收入 1.19 亿元，同比下降 61.35%，净利润-1.08 亿元，较上年同期 0.11 亿元大幅减少。

5. 现金流

2017—2019 年，公司经营活动现金净流量波动较大，无法满足对外投资需求，收入实现质量有待提高；对外部筹资活动依赖较大。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为 20.72 亿元、21.76 亿元和 23.81 亿元，年均复合增长 7.22%，主要系销售商品收到现金增加所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量波动增长，分别为 21.25 亿元、27.67 亿元和 23.76 亿元，年均复合增长 5.75%。综上，2017—2019 年，公司经营活动现金净额波动较大，分别为-0.53 亿元、-5.91 亿元和 0.05 亿元，由净流出转为净流入。2017—2019 年，公司现金收入比波动下降，分别为 72.82%、77.85%和 68.05%，收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量逐年下降，分别为 66.93 亿元、65.82 亿元和 24.61 亿元，年均复合下降 39.36%，其中 2019 年较上年大幅下降 62.61%，主要系赎回理财产品规模减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量逐年下降，分别为 73.79 亿元、55.25 亿元和 31.54 亿元，年均复合下降 34.63%，主要系公司购买理财产品规模减少以及对外收购规模下降所致。综上，2017—2019 年，公司投资活动现金净额分别为-6.86 亿元、10.56 亿元和-6.93 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长，分别为 11.32 亿元、12.59 亿元和 22.29 亿元，年均复合增长 40.30%，其中 2019 年较上年增长 77.05%，主要系公司短期借款增加所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量波动增长，分别为 5.02 亿元、16.71 亿元和 13.68 亿元，年均复合增长 65.02%，主要系偿还债务支付的现金波动增长所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为 6.30 亿元、-4.12 亿元和 8.61 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-3.10 亿元，投资活动产生的现金流量净额-3.25 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 4.65 亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期和长期偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率波动下降，分别为 1.89 倍、2.03 倍和 1.61 倍；速动比率波动下降，分别为 1.69 倍、1.78 倍和 1.40 倍。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2017—2019 年，公司现金短期债务比波动下降，分别为 0.97 倍、1.16 倍和 0.71 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 11.08 亿元、5.67 亿元和 7.34 亿元。2019 年，公司 EBITDA 由折旧（占 5.61%）、摊销（占 7.21%）、计入财务费用的利息支出（占 12.67%）和利润总额（占 74.51%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数逐

年下降，分别为 34.11 倍、8.95 倍和 7.89 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比逐年下降，分别为 0.94 倍、0.41 倍和 0.29 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。

截至 2020 年 6 月末，公司不存在对本期债券发行构成重大不利影响的重大未决诉讼/仲裁或对本期债券发行构成重大不利影响的其他或有事项。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信 76.10 亿元，未使用额度 49.85 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000192184333K），截至 2020 年 6 月 17 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。已结清的信贷信息记录中包含 4 笔不良/违约类贷款及 2 笔欠息记录，为公司重组前产生的历史问题及银行系统问题引起，目前均已正常收回和结清。

7. 公司本部财务概况

公司本部的资产以非流动资产为主；利润水平对投资收益依赖较大，盈利能力一般，经营活动现金流为净流入状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额 69.90 亿元，其中流动资产占 28.14%，非流动资产占 71.86%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 23.34%）、应收账款（占 24.06%）、预付款项（占 5.94%）和其他应收款（占 46.38%）构成，非流动资产主要为长期股权投资（占 91.00%）。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 4.59 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 31.72 亿元，其中流动负债 29.29 亿元（占 92.36%），非流动负债 2.42 亿元（占 7.64%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 42.24%）、应付票据（占 21.62%）和其他应付款（占 27.27%）构成，非流动负债全部为长期借款。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 45.38%，较上年末上升 10.54 个百分点，主要系短期借款增长所致。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 38.18 亿元，其中股本占 72.83%、资本公积占 27.48%、未分配利润占 4.92%、盈余公积占 1.30%，所有者权益稳定性较好。

2019 年，公司本部营业收入为 5.32 亿元，净利润为 0.28 亿元，投资收益 0.88 亿元，公司本部盈利能力一般。

截至 2019 年末，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 8.18 亿元和 6.04 亿元，经营活动现金流量净额为 2.14 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.71 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 2.56 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务合计 28.35 亿元，本期债券拟发行的额度不超过人民币 5 亿元（含），相较于公司目前债务规模，本期发债金额较大，对公司债务规模有一定影响。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 40.34%、30.85%和 6.28%，分别较发行前上升了 2.48 个百分点、3.35 个百分点和 6.27 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到部分募集资金将用于偿还存量债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年的 EBITDA 为 7.34 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 1.47 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。公司 2019 年经营活动现金流入量为 23.81 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 4.76 倍，经营现金流入量对本期债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司在股东背景、行业地位、经营规模、技术水平等方面的优势，其对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据公司与中投保签署的《担保协议书》和中投保出具的《担保函》，中投保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本次债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担担保责任的期间为本次债券的存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

(1) 中投保概况

中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元，2015 年 12 月，中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统，证券代码“834777.OC”。截至 2019 年末，中投保注册资本 45.00 亿元，前五大股东及持股情况见下表，中投保控股股东为国投集团，实际控制人国务院国资委，国投集团为实现专业化经营，将中投保划为金融板块，并委托子公司国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）进行管理。中投保不存在股权被控股股东质押的情况。

表 12 截至 2019 年末中投保前五大股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
国家开发投资集团有限公司	47.20
中信资本担保投资有限公司	11.14
建银国际金鼎投资(天津)有限公司	11.05
鼎晖嘉德(中国)有限公司	10.00
新政泰达投资有限公司	7.62
合计	87.01

资料来源：中投保定期报告

截至 2019 年末，中投保本部设有财富管理中心、综合担保业务中心、保证担保中心、亚行项目业务中心等 7 个前台部门，2 个中台部门（法律事务中心和风险管理中心）以及纪律检查部、审计部、信息技术部、财务会计部、经营管理部等 9 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，控股 6 家公司（含 5 家全资子公司），参股 4 家公司¹；中投保合并口径在职员工共 375 人（母公司 294 人）。

¹公司将参股公司中投保信息技术有限公司转出，此事项于 2020 年 3 月签股权转让协议，但目前还未做完工商变更。

截至 2019 年末，中投保资产总额 265.13 亿元，所有者权益 106.67 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 103.65 亿元；2019 年，中投保实现营业收入 22.97 亿元，其中已赚保费 3.50 亿元；净利润 8.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.15 亿元；经营活动现金流量净额-3.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.45 亿元。

注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层；法定代表人：段文务²。

(2) 中投保经营分析

中投保营业收入以担保业务收入和投资收入为主，营业收入波动较大；受宏观环境影响，中投保主动控制担保业务规模，担保业务收入下降，投资收入占比较高，2018 年以来，受会计核算方式变化的影响，投资收益增幅很大，但该项调整不具有持续性，2019 年仍然获得了较好的投资收益；联合评级关注到中投保传统担保业务规模逐步下降，业务规模回升尚需一定时间，投资业务规模维持在较高水平，面临的市场风险和信用风险需保持关注。

中投保自 2017 年以来担保业务规模逐年下降，投资业务规模较大，并获得了较好的收益，主营业务收入来自于已赚保费和投资收益。

2017—2019 年，中投保分别实现营业收入 16.89 亿元、28.74 亿元和 22.97 亿元，复合增长率为 16.61%。分业务收入来看，由于担保业务规模下降，2017—2019 年中投保已赚保费亦逐年下降，三年复合减少 26.58%，对收入的贡献度有所下降，但仍然为第二大收入来源。中投保投资收益波动较大，其中 2018 年同比大幅增长 129.35%，主要系持有中金公司股权由可供出售金融资产调整为权益法核算的长期股权投资所致（影响投资收益金额为 11.34 亿元），该项调整导致的投资收益增长不具有可持续性，因此 2019 年投资收益出现了下降，为 17.50 亿元，仍然超过了 2017 年水平。中投保近三年净利润表现情况与投资收益变化趋势基本一致，2017—2019 年净利润分别为 6.85 亿元、18.61 亿元和 8.31 亿元。

表 13 中投保营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
已赚保费	6.49	38.46	5.69	19.79	3.50	15.25
其中：担保业务收入	5.48	32.42	3.13	10.88	1.78	7.77
减：分出保费及收入返还	0.05	0.27	0.06	0.20	0.07	0.29
减：提取未到期责任准备金	-1.07	-6.31	-2.62	-9.11	-1.78	-7.76
投资收益	9.69	57.38	22.23	77.35	17.50	76.21
其他	0.70	4.16	0.82	2.86	1.96	8.55
营业收入合计	16.89	100.00	28.74	100.00	22.97	100.00
净利润		6.85		18.61		8.31

资料来源：中投保审计报告，联合评级整理

担保业务

目前中投保担保业务主要为金融担保业务，以公共融资类担保业务为主。近年来受监管政策和经济环境波动影响，中投保主动收缩公共融资类担保业务规模并且不再新增保本投资类担保业务，金融担保业务规模下降明显；同时中投保逐渐加强相关业务储备，鉴于担保业务落地需要一定周期，业务规模回升尚需一定时间；同时非金融担保业务规模有所扩大。

² 2020 年 5 月 14 日，中投保第二届董事会第十七次会议审议并一致通过了《关于选举段文务为公司董事长的议案》，选举段文务担任第二届董事会董事长，任期自董事会审议通过之日起至本届董事会任期届满之日。根据《公司章程》的相关规定，段文务在担任董事长期间同时担任法定代表人。此事项尚需向北京市地方金融监督管理局及北京市工商行政管理局进行备案。

中投保担保业务包括金融产品担保业务和非金融产品担保业务，此外中投保与地方政府合作开展受托担保业务。中投保金融产品担保业务主要包括保本投资类担保、公共融资类担保（主要为公募产品）、房地产类金融产品担保及其他金融产品担保；非金融产品担保业务主要包括银行间接融资担保、履约担保及司法担保等。

由于中投保不再新增保本投资类担保业务，并且近几年外部信用环境较为紧张，因此担保规模逐年下降。2017—2019年，中投保担保发生额分别为168.30亿元、146.19亿元和87.70亿元，复合下降27.82%；中投保期末担保余额持续下降，2019年末降至501.67亿元，扣除分保部分外，在保责任余额489.45亿元。由于中投保担保业务的收缩，融资性担保责任余额逐年下降，而融资性担保放大倍数亦随之下降，截至2019年末为3.24倍。中投保结合外部形势变化加强对担保业务相关市场领域的研究，加强相关领域的业务储备，但担保项目落地需要一定周期，业务收入和规模回升尚需一定时间。

中投保担保业务以金融担保为主，近年来在担保余额中的占比均超过93.00%。中投保金融担保业务主要由保本投资类担保（含基金担保、专户理财担保）、公共融资类担保（含债券担保、信托计划担保）和房地产类金融产品担保三大块业务构成。2016年以来，中投保根据经营规划和政策及市场变化继续推进担保业务结构调整，对于存续期的保本基金，到期后不再新增；对于公共融资类担保业务，根据债券市场发行情况进行调整，仍然以城投债为主；对于房地产类金融担保业务，遵循审慎原则，适度控制此类业务的开展。除保本投资类担保外，中投保金融担保业务中，始终以公共融资类担保（公募）为主，规模及占比显著高于其他品种，其他金融担保主要包括资产证券化产品担保等，2018年规模有所增加，2019年基本保持稳定。

中投保非金融担保业务规模不大，主要包括银行间接融资担保、履约类担保和司法担保。银行间接融资性担保业务主要包括小微企业投贷保联动模式、供应链金融-电票担保产品、政府采购融资担保等；中投保履约担保主要包括工程保证和政府采购履约担保，中投保研发“信易佳”电子保函平台，可实现在线秒开保函，提高了承保效率，履约担保余额逐年上升；中投保司法担保规模较稳定。

中投保未来两年到期较为集中，需关注届时的代偿压力。

从担保期限组合期限来看，截至2019年末的担保业务余额中，2020和2021年中投保担保到期金额较大，到期金额分别为163.79亿元和115.21亿元，合计占比达55.62%。

中投保不再新增保本基金类业务，主要开展公共融资类担保业务，行业较为集中，并且区域集中度提升。

从行业来看，由于中投保不再新增保本基金类业务，因此金融业占比持续下降，而公共融资类担保业务占比提升，主要为城投债，因此水利、环境和公共设施管理业的占比持续提升，截至2019年末其在在保余额中的占比为84.82%，行业较为集中。

从区域分布来看，公共融资类担保项目偏向于经济发达、财政实力较强的地区。中投保公共融资类担保业务第一大区域为江苏省，随着公共融资类业务占比的增加，存量业务区域集中度提升。截至2019年末，江苏省内业务存量占担保业务余额的比重为40.03%，浙江省、山东省和安徽省占比均超过10%，其他地区占比较小。

从客户集中度来看，截至2019年末，中投保担保业务最大客户在保余额为21.00亿元，占期末净资产的比例为19.69%；前十大在保客户在保余额为163.26亿元，占期末净资产的比例为153.05%，但考虑到下表未扣除分保额，因此客户集中度低于测算值。根据四项配套制度《融资担保责任余额计量办法》的规定，2017年10月1日前发生的债券担保业务，集中度按照原有监管制度有关规定

执行，2017年10月1日后发生的债券担保业务，集中度按照新规执行，截至2019年末，中投保的同一被担保人的担保责任余额符合监管要求。

近年来，中投保当年发生代偿金额不大，累计代偿率较低，联合评级将持续关注代偿金额的变化情况及后续追偿的落实情况。

本报告中累计数据皆取自2015年至当期累计数。由于2015年前代偿的项目近几年仍有回收，但未反映在累计代偿额中，因此累计代偿回收指标不能真实反应中投保实际的回收效率。

从代偿指标来看，2015年以来发生的代偿规模不大，截至2019年末为1.90亿元，累计担保代偿率均不足0.1%。2017—2019年中投保分别发生代偿0.55亿元、0.01亿元和0.74亿元（代偿项目如下表所示）；当年代偿率分别为0.07%、0.001%和0.28%，2019年代偿率上升主要系代偿额增加同时解保额下降所致。总体看相对于中投保的业务及资本规模，代偿规模不大，代偿率指标较好，但仍需关注未来回收情况。

投资业务

中投保投资规模较大，对营业收入贡献度很高；构成以股权投资、理财计划和委托贷款为主，近年来新增的委托贷款主要为亚行项目，新增部分未发生过逾期，资产质量较好；但未来仍需要关注市场波动可能对中投保投资标的经营业绩的影响。

从投资规模来看，近年来中投保投资规模波动幅度不大，稳定在170亿元左右。从构成来看，以债务及权益工具投资、长期股权投资和应收款项类投资为主。2017—2018年，中投保信托计划投资规模下降，应收款项类投资规模增加，其他变化不大，长期股权投资的大幅增加主要系中投保调整持有中金公司股权会计核算，由可供出售金融资产调整为权益法核算长期股权投资所致。2019年以来，中投保应收款项类投资和基金投资规模均大幅下降，截至2019年末规模分别为2.80亿元和19.76亿元；长期股权投资持续增长，主要系新投资2家公司（联营企业）所致（新增投资14.23亿元）。中投保委托贷款规模较为稳定，近年来均略高于30亿元，新增的委托贷款业务主要为亚行项目。2016年，中投保申请亚洲开发银行4.58亿欧元长期主权贷款，综合利用信用增进等多种金融工具使用该资金支持京津冀及周边的大气污染治理，中投保成为“京津冀区域大气污染防治中投保投融资促进项目”的执行机构和还款人。该项贷款将用于京津冀以及山东、山西、河南、内蒙、辽宁等周边区域的大气污染防治项目，重点支持生物新能源、光伏、煤炭替代等项目的实施。截至2019年末，中投保已向亚洲开发银行提款约25.97亿元人民币，利率为0.213%。截至2019年末，中投保委托贷款计提减值损失1.10亿元，2013年钢贸行业出现系统性风险，中投保对钢贸企业担保客户发放的委托贷款共计1.42亿元出现逾期，尚未收回；2015年以来中投保新增委托贷款业务到期后均未发生逾期情况。

从合规情况来看，2017年以来，中投保以自有资金进行投资多数为固定收益类金融产品，其中，信托计划投资均为期限固定、固定收益的信托产品，视同为固定收益类金融产品，股权投资等其他投资合计投资成本占净资产比重均不超过20%（《暂行办法》第二十九条）；并且I级资产、II级资产及III级资产规模均能满足监管指标要求（《融资担保公司资产比例管理办法》第九条）。

（3）中投保财务分析

中投保提供了2017—2019年合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，均出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，中投保2017年新增3家合伙企业，2018年新增1家合伙企业，2019年减少1家并新增1家合伙企业，无其他合并范围内子公司变动。

中投保自2019年1月1日起执行财政部修订后的《企业会计准则第22号——金融工具确认和

计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”）。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。2019 年归属母公司所有者权益由于会计政策变更而增加了其他综合收益 2.91 亿元，调减了未分配利润 3.02 亿元，总体看会计政策变更对中投保财务数据影响不大，财务数据可比性强。

资本结构

近年来中投保所有者权益规模及构成变化不大。

近年来中投保主要通过利润留存补充资本。2017—2019 年末，中投保所有者权益年均复合增长 3.13%，截至 2019 年末，中投保股东权益合计 106.67 亿元，较上年末增长 5.33%，其中归属于母公司的所有者权益占比 97.16%，在归属于母公司的所有者权益中股本占比 43.42%，其他权益工具（永续债）占比 24.03%，未分配利润占比 19.57%，中投保所有者权益稳定性尚可。

随着中投保加大了资本市场融资力度及交易性金融负债的增加，杠杆有所上升，并且短期内偿债压力增加。

近年来，中投保负债规模持续增长，2017—2019 年末，中投保负债总额年均复合增长 31.70%，尤其 2019 年末较年初增长 53.46%，主要系融资规模增加所致。截至 2019 年末，中投保负债总额为 158.46 亿元，以短期借款（占 8.97%）、长期借款（占 20.14%）、应付债券（占 32.24%）和交易性金融负债（占 26.51%）为主。

2018 年末无短期借款，2017 和 2019 年末，中投保短期借款分别为 9.00 亿元和 14.21 亿元，短期借款均为信用借款（含利息）。中投保 2019 年 1 月 1 日起执行了新金融工具准则，2019 年末中投保交易性金融负债为 42.01 亿元，主要为开展卖出回购业务形成的债务。中投保长期借款均为信用借款，近几年有所波动，2018 年末较年初增长 61.65%，主要系新增亚行项目贷款，及进行部分短期债务置换所致；2019 年中投保提前归还了部分长期借款，因此年末降至 31.91 亿元。近年来中投保增加了资本市场融资力度，应付债券持续增长，2017—2019 年年均复合增长 60.04%。

随着中投保在资本市场融资规模的增加，2017—2019 年末，中投保全部债务分别为 61.69 亿元、76.72 亿元和 139.21 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 31.70%；同期中投保全部债务资本化比率和实际资产负债率亦持续上升，截至 2019 年末分别为 56.62%和 56.72%。从债务期限结构来看，由于 2019 年新增了较大规模的交易性金融负债，短期债务占比大幅增加，除交易性金融负债外，中投保债务分布较为均匀。

资产质量

近年来中投保货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；中投保投资资产规模较大，面临一定的信用风险和市场风险。

2017—2019 年末，中投保资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 17.62%，主要系中投保保留了较大规模的货币资金及定期存款所致。截至 2019 年末，中投保资产总额 265.13 亿元，较上年末增长 29.63%，中投保资产主要由货币资金（占 21.75%）、定期存款（占 7.94%）和各类投资资产（占 65.25%）组成。

2017—2019 年末，中投保货币资金呈波动增长趋势，2017—2018 年末分别为 11.14 亿元和 6.19 亿元，2019 年末大幅增至 57.68 亿元，主要系中投保结合外部形势及相关要求对资产结构进行了相关调整，受限资金为子公司中投保物流无锡有限公司被司法冻结的 4 万元以及中投保拟设立中投保科技融资担保有限公司而在华夏银行北京通州支行划转的存出投资款及产生的利息合计 10.03 亿元。

2019 年，中投保在持有较大规模的货币资金的同时增加了定期存款的规模，年末为 21.06 亿元，

期限主要在 3 个月至 1 年。中投保各类投资资产规模较大，近几年保持在 170 亿左右，2017—2018 年末占比均超过 80%，截至 2019 年末中投保投资规模为 173.00 亿元，由于货币资金及定期存款的大幅增加，投资资产占比降至 65.25%，但仍然是中投保资产中最主要的组成部分，需关注其未来受外部环境波动可能产生的市场及信用风险。

盈利能力

近年来由于会计科目调整及会计政策变更，中投保各项盈利指标出现了较大波动，但总体盈利能力处于较好水平。

2017—2019 年，受中投保担保业务收入持续下降及投资收益波动增长的双重影响，中投保营业收入出现了一定的波动，总体呈增长趋势。中投保业务及管理费较为稳定，由于资产减值损失的增加，中投保营业成本在 2019 年明显增长，同比增速为 70.85%。

中投保营业成本以业务及管理费、其他业务成本和减值损失为主。近年来，中投保业务及管理费及其他业务成本(主要为利息支出)稳步增长，2017—2019 年年均复合增速分别为 9.39%和 16.37%。2019 年中投保使用新金融工具准则，采用预期信用损失模型计提减值损失，当年新增信用减值损失 1.80 亿元和其他资产减值损失 1.09 亿元。受以上因素影响，中投保利润规模有所波动。

从盈利能力指标来看，2017—2019 年，中投保营业利润率分别为 52.80%、72.99%和 42.25%，呈下降趋势，波动趋势主要受 2018 年部分投资由可供出售金融资产转入权益法计量的长期股权投资而产生了较大的投资收益以及 2019 年会计政策变更导致的减值损失增加的影响。2017—2019 年，中投保净资产收益率分别为 9.31%³、18.46%和 7.99%，总资产收益率分别为 4.25%、9.39%和 3.54%，中投保盈利能力指标表现仍处于较好水平。

赔付情况方面，2017—2019 年，由于代偿规模的波动及担保业务收入的下降，中投保担保赔付率波动较大，分别为 8.40%、0.17%和 21.08%。

资本充足性及代偿能力

中投保资本规模较大，并且流动性较好，能够覆盖未来一年的解保规模；中投保计提了足额的准备金，担保业务整体风险仍可控；另外考虑到中投保股东背景强大，对其支持力度大，中投保整体代偿能力极强。

近年来中投保净资产规模随着利润留存稳步增长，截至 2019 年末，中投保净资产规模 106.67 亿元，资本较为充足。2017—2019 年末，中投保可快速变现资产分别为 137.59 亿元、121.25 亿元和 179.49 亿元，呈波动增长趋势，2019 年末较年初大幅增长 48.03%，主要系货币资金增长所致。由于中投保担保收入及在保余额的下降，准备金之和和逐年下降，2017—2019 年末中投保准备金之和分别为 14.48 亿元、12.97 亿元和 12.68 亿元，年均复合下降 18.51%，代偿准备金率分别为 3.77%、0.07%和 5.82%，2018 年中投保当期代偿规模大幅下降，导致代偿准备金率大幅下降。

从代偿压力来看，截至 2019 年末，中投保可快速变现资产/期末担保余额为 35.78%，2020 年到期解保的期末担保余额 163.79 亿元，可快速变现资产/2020 年到期解保规模为 109.58%，覆盖程度较好。由于应收代偿款的下降，中投保拨备覆盖率逐年大幅提升，准备金足以覆盖已代偿但尚未回收项目对于中投保造成的损失。

截至 2019 年末，中投保已获得合作银行综合授信额度 962.00 亿元，其中已使用综合授信额度约为 39.20 亿元，未使用综合授信额度约为 922.80 亿元，融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 11 日，中投保共在 7 家金融机构办理过信贷业务，目前在 3 家金融机构的业务仍未结清，中长期借款余额为 1.00 亿元，无不良

³此数据计算公式：归属于公司普通股股东的净利润/归属于公司普通股股东的期初期末平均净资产×100%，剔除了发行可转债的影响。

和违约负债，无欠税记录、民事判决记录及强制执行记录，过往履约情况良好。

3. 担保效果评价

从担保效果来看，以 2019 年末中投保财务数据测算，本期债券本金（不超过 5.00 亿元）占中投保资产总额的 1.89%，占所有者权益总额的 4.69%，占比较低。

中投保作为国内首家全国性专业信用担保机构，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大。其担保对本期债券的信用水平有显著积极影响。

十、综合评价

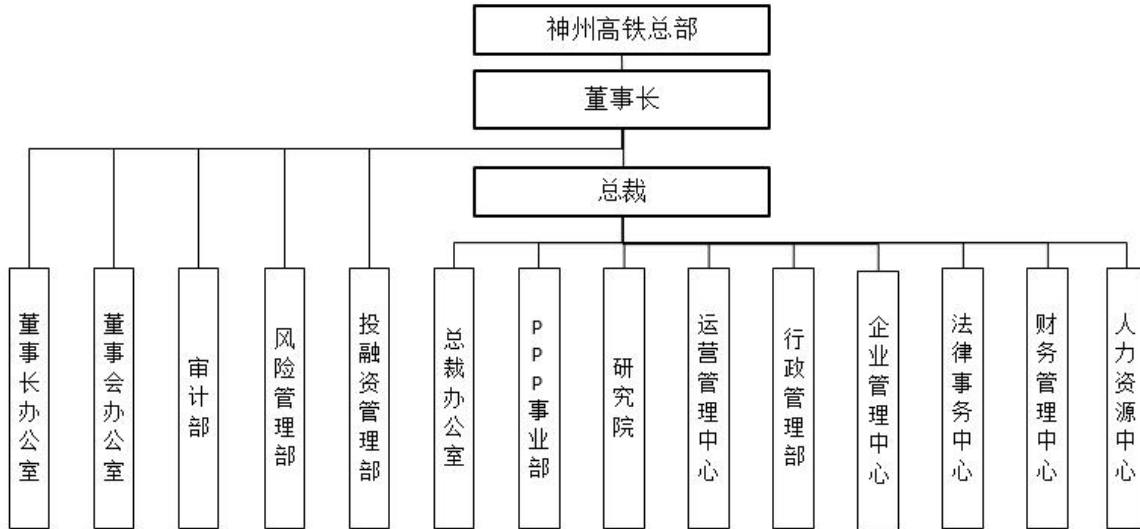
联合评级对公司的评级反映了公司作为国内以轨道交通运营维护及安全监测、检测为主业的上市公司，在轨道交通安全检测监测技术、数据采集及分析技术和智能化维护技术的研发与应用等方面具备较强的竞争优势。近年来，公司通过外延并购积极扩张，完成了对轨道交通后市场全产业链布局。2018 年 11 月，公司控股股东变更为国投高新，国投高新将在业务扩展、资源导入等方面给予公司重要支持，将进一步提升公司市场竞争力。同时，联合评级也关注到公司主营业务受行业政策影响较大、公司大额应收账款和存货对营运资金占用明显、商誉规模很大且存在减值风险、经营性净现金流波动较大、受新冠肺炎疫情影响业绩大幅下降等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，依托于中国大规模的铁路建设投资，城市轨道建设的快速发展以及铁路后市场全产业链的进一步整合完善，公司在轨道交通运维行业中形成的品牌、专业和技术等优势将得到进一步显现，同时业绩有望实现进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，中投保股东背景好，担保实力很强，其担保对本期债券的信用水平有显著积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 6 月末神州高铁技术股份有限公司组织架构图



附件 2 神州高铁技术股份有限公司主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	106.78	104.66	120.45	120.33
所有者权益 (亿元)	71.87	74.05	75.76	74.78
短期债务 (亿元)	11.75	11.53	22.68	28.34
长期债务 (亿元)	0.00	2.34	2.42	0.01
全部债务 (亿元)	11.75	13.88	25.11	28.35
营业收入 (亿元)	23.31	25.65	32.20	1.19
净利润 (亿元)	8.90	3.42	4.57	-1.08
EBITDA (亿元)	11.08	5.67	7.34	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.53	-5.91	0.05	-3.10
应收账款周转次数 (次)	1.01	0.84	0.88	--
存货周转次数 (次)	1.86	1.88	2.14	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.24	0.29	0.01
现金收入比率 (%)	72.82	77.85	68.05	342.49
总资本收益率 (%)	12.32	4.72	5.83	--
总资产报酬率 (%)	11.15	4.71	5.68	--
净资产收益率 (%)	13.32	4.69	6.11	-1.43
营业利润率 (%)	47.46	47.78	47.67	41.32
费用收入比 (%)	27.44	33.94	33.54	144.67
资产负债率 (%)	32.69	29.25	37.10	37.86
全部债务资本化比率 (%)	14.05	15.78	24.89	27.49
长期债务资本化比率 (%)	0.00	3.07	3.10	0.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	34.11	8.95	7.89	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.94	0.41	0.29	--
流动比率 (倍)	1.89	2.03	1.61	1.50
速动比率 (倍)	1.69	1.78	1.40	1.28
现金短期债务比 (倍)	0.97	1.16	0.71	0.56
经营现金流动负债比率 (%)	-1.54	-21.31	0.13	-7.16
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.22	1.13	1.47	--

1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径,部分合计数与各加总数之和略有差异,系由于四舍五入造成,除特别说明外,均指人民币;2. 公司 2020 年 1-3 月财务报表未经审计,相关指标计算未年化;3. 2017-2019 年资产负债表数据引用 2017 年、2018 年、2019 年审计报告期末数据;4. 公司其他流动负债中的超短期融资债券已调入短期债务指标

附件3 中国投融资担保股份有限公司 主要计算指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	191.65	204.53	265.13
可快速变现资产(亿元)	137.59	121.25	179.49
可快速变现资产/期末担保余额(%)	10.89	17.86	35.78
负债总额(亿元)	91.36	103.26	158.46
实际资产负债率(%)	41.08	45.92	56.72
全部债务资本化比率(%)	38.09	43.10	56.62
所有者权益(亿元)	100.29	101.27	106.67
营业总收入(亿元)	16.89	28.74	22.97
已赚保费(亿元)	6.49	5.69	3.50
投资收益(亿元)	9.69	22.23	17.50
净利润(亿元)	6.85	18.61	8.31
担保业务收入贡献度(%)	38.46	19.79	15.25
营业利润率(%)	52.80	72.99	42.25
营业费用率(%)	23.36	15.43	20.55
总资产收益率(%)	4.25	9.39	3.54
净资产收益率(%)	9.31	18.46	7.99
期末担保余额(亿元)	1,263.98	678.98	501.67
融资性担保责任余额(亿元)	619.29	419.11	336.29
融资性担保放大倍数(倍)	6.37	4.25	3.24
累计担保代偿率(%)	0.07	0.05	0.07
担保赔付率(%)	8.40	0.17	21.08
拨备覆盖率(%)	4,403.37	26,859.71	507,712.19
代偿准备金比率(%)	3.77	0.07	5.82

注：担保业务收入贡献度中的担保业务收入为已赚保费

附件 4 主体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-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+少数股东权益

附件 5 担保方主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	(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%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
融资性担保放大倍数	期末融资性担保责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	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+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
全部债务资本化比率	有息负债/ (有息负债+所有者权益) ×100%
代偿准备金比率	当代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
担保赔付率	当代偿额 / 当期担保业务收入× 100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保代偿余额× 100%
可快速变现资产/担保责任余额	期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额× 100%
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额× 100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额× 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额× 100%
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额× 100%
担保业务收入贡献度	担保业务收入/营业收入× 100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入× 100%
营业利润率	营业利润/营业收入× 100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /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%

注：由于执行了新金融工具准则，公司 2019 年的可快速变现资产为货币资金+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+买入返售金融资产-受限资产；短期债务=短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债

附件 6 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。

联合信用评级有限公司关于 神州高铁技术股份有限公司 2020年面向专业投资者公开公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年神州高铁技术股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

神州高铁技术股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。神州高铁技术股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注神州高铁技术股份有限公司的相关状况，如发现神州高铁技术股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如神州高铁技术股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至神州高铁技术股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送神州高铁技术股份有限公司、监管部门等。

