

信用等级公告

联合[2018]1490 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拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年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：

二零一八年七月十九日

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

公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本次发行规模：不超过 15 亿元（含）
本次债券期限：不超过 5 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2018 年 7 月 19 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	75.60	75.07	88.27	93.57
所有者权益（亿元）	48.83	50.34	52.84	54.15
长期债务（亿元）	6.26	7.07	1.00	1.00
全部债务（亿元）	17.88	13.76	14.05	12.85
营业收入（亿元）	63.16	63.12	116.84	28.83
净利润（亿元）	2.80	2.42	3.28	1.28
EBITDA（亿元）	5.87	5.60	6.94	--
经营性净现金流（亿元）	4.23	4.68	3.61	-1.65
营业利润率（%）	7.97	7.56	5.47	8.19
净资产收益率（%）	5.85	4.88	6.36	--
资产负债率（%）	35.40	32.94	40.14	42.13
全部债务资本化比率（%）	26.81	21.46	21.00	19.18
流动比率（倍）	2.42	2.66	1.57	1.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.41	0.49	--
EBITDA 利息倍数（倍）	12.01	13.58	22.01	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.39	0.37	0.46	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。4、长期应付款中的有息债务部分已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为国内铁路行业现代物流示范企业，在股东背景、铁路特种集装箱运营、沙鲮铁路运营权等方面具有较强的独特优势。近几年，随着公司委托加工贸易业务规模的扩大，公司收入规模整体呈大幅增长态势，盈利状况保持稳定，经营活动现金流较为稳健。同时，联合评级也关注到公司所属的铁路运输行业受国家宏观经济情况及政策影响较大，宏观经济不景气使得终端运输需求下降，委托加工贸易业务毛利率低等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着铁路货运价格市场化改革的推进，公司收入水平及盈利能力有望得以提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是我国全面经营铁路特种集装箱资产及业务的重要主体，目前特种集装箱种类丰富，并开展货物门到门的全程物流，可最大限度满足客户需求。

2. 公司拥有沙鲮铁路经营权，依托营口的区位优势及吞吐量优势，公司积极开展物流综合服务业务。

3. 2017 年 12 月，国家发改委下发《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》。自 2018 年起，中国铁路总公司开始实施新的《铁路货物运输进款清算办法（试行）》，未来随着铁路货运价格市场化改革的推进，公司收入水平及盈利能力有望得以提

升。

4. 公司债务负担较轻，盈利能力稳定，经营获现能力较强。

关注

1. 铁路运输行业呈现较为明显的周期性，受宏观经济影响较大；同时持续受到汽运、海运等运输方式的竞争，近几年全国铁路货运总发送量波动较大。

2. 公司特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务的线上费率主要由中国铁路总公司确定，公司在业务定价方面缺乏一定自主权。

3. 公司房地产项目竣工时间较早，但尚未去化完毕，项目存在一定的去化压力。

4. 随着委托加工贸易业务规模的扩大，公司毛利率水平有所降低，盈利能力有所下滑。

分析师

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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.unitedrating.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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



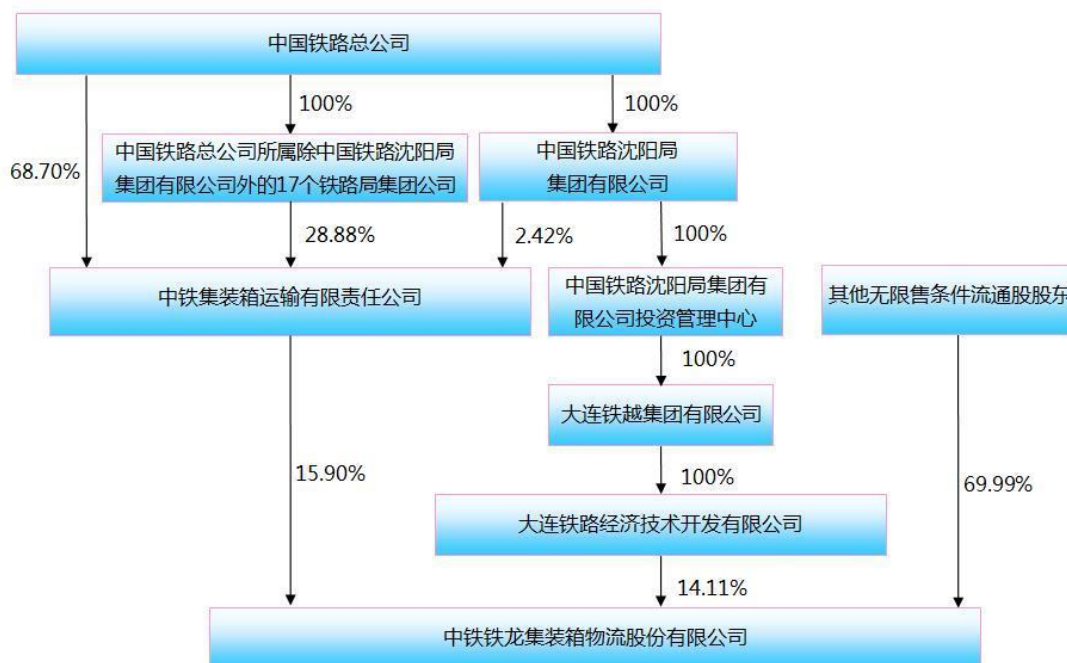
联合信用评级有限公司

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”）原名为大连铁龙实业股份有限公司（以下简称“铁龙实业”）（2005 年更为现名），于 1993 年 2 月 16 日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。

1998 年 4 月 16 日，经中国证监会证监发字[1998]48 号及证监发字[1998]49 号文件批准，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”）。后经多次送股、配股与资本公积转增股本等，截至 2018 年 3 月底，公司股本为 130,552.19 万股，第一大股东为中铁集装箱运输有限责任公司（以下简称“中铁集运”），持股比例 15.90%，实际控制人为中国铁路总公司。公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围：铁、公、水路运输；货物专用运输（集装箱）；仓储；货物装卸；设备租赁；铁路设备维修；集装箱现场维修；承办陆路、水路、航空国际货运代理业务（包括揽货、订舱、中转、集装箱拼装拆箱、报关、报验、相关短途运输服务及咨询业务）；物流技术开发、技术服务；化工产品（不含危险化学品及一类制毒化学品）、危险化学品（详见危险化学品经营许可证）批发；货物、技术进出口、国内一般贸易（法律、法规禁止的项目除外；法律法规限制的项目取得许可证后方可经营）；（以下仅限分公司经营）销售蔬菜、果品、肉、蛋、禽及水产品、预包装食品及散装食品；停车场管理服务。

公司下设战略投资部、办公室、人力资源部、财务部、资产运营部、企业管理部、工程预算部、收入稽查部、证券事业部、审计部和党群工作部等职能部门。（详见附件 1）。截至 2017 年底，全资及控股子公司 18 家，共有在职员工 2,116 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 88.27 亿元，负债合计 35.43 亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 52.84 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 52.64 亿元。2017 年, 公司实现营业收入 116.84 亿元, 净利润(含少数股东损益) 3.28 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 3.31 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 3.61 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.46 亿元。

截至 2018 年 3 月底, 公司合并资产总额 93.57 亿元, 负债合计 39.42 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 54.15 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 53.93 亿元。2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 28.83 亿元, 净利润(含少数股东损益) 1.28 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 1.29 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-1.65 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.26 亿元。

公司注册及办公地址: 大连市高新园区火炬路 32 号创业大厦 A 座 2716 号; 法定代表人: 辛明。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中铁铁龙物流集装箱股份有限公司公开发行 2018 年公司债券”, 发行规模为不超过 15 亿元(含), 采用分期发行方式, 其中首期发行规模不超过 8 亿元(含), 并附超额配售选择权。本次债券期限为不超过 5 年, 票面金额为 100 元, 按面值发行; 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。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后, 拟用于补充公司营运资金和/或偿还金融机构借款和/或偿还到期的公司债券。

三、行业分析

公司两大主营业务板块分别是铁路特种集装箱运输及物流业务和铁路货运及临港物流业务, 属于铁路运输行业的子行业。

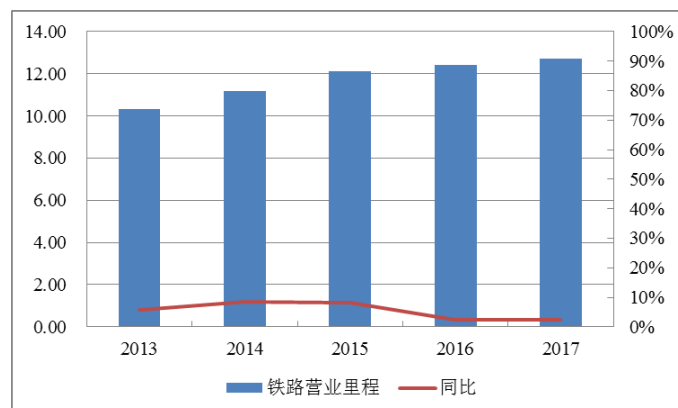
1. 铁路运输行业发展概况

铁路货运系统作为社会经济系统的一个重要组成部分, 与社会经济的发展相互依存、相互促进。在中国, 铁路运输不论目前还是在未来相当长一段时间, 都是交通运输网中的骨干和中流砥柱。与公路、水运、航空等运输方式相比, 铁路货物运输具有准确性和连续性强、运速快、运量大、安全可靠、对环境污染小等优点。

(1) 铁路建设情况

近年来, 铁路营业里程逐年增加, 如下图所示。截至 2017 年底, 全国铁路营业里程达到 12.7 万公里, 比上年增长 2.4%。其中, 高速铁路 2.5 万公里, 居世界第一位。

图 2 2013~2017 年全国铁路营业里程及增长情况（万公里、%）



数据来源：交通部

截至 2017 年底，全国铁路路网密度 132.2 公里/万平方公里，比上年增加 3.0 公里/万平方公里。其中，复线里程 7.2 万公里，比上年增长 5.4%，复线率 56.5%，比上年提高 1.6 个百分点；电气化里程 8.7 万公里，比上年增长 7.8%，电化率 68.2%，比上年提高 3.4 个百分点。西部地区铁路营业里程 5.2 万公里，比上年增加 1,663.5 公里，增长 3.3%。

截至 2017 年底，全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，比上年减少 372 台，其中，内燃机车占 40.4%，比上年下降 1.4 个百分点，电力机车占 59.5%，比上年提高 1.4 个百分点。全国铁路客车拥有量为 7.3 万辆，比上年增加 0.2 万辆；其中，动车组 2,935 标准组、23,480 辆，比上年增加 349 标准组、2,792 辆；全国铁路货车拥有量为 79.9 万辆。

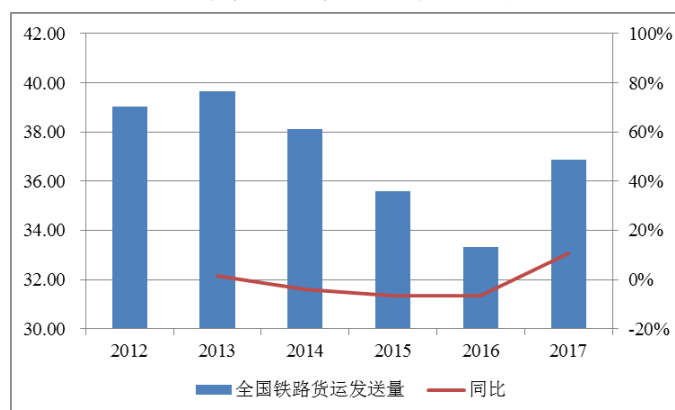
2013~2015 年，全国铁路固定资产投资完成额逐年增长，全国铁路固定资产投资（含基本建设、更新改造和机车车辆购置）由 2013 年的 6,638 亿元上升至 8,238 亿元；2016~2017 年，全国铁路固定资产投资完成额为 8,015 亿元和 8,010 亿元，有所下降，但仍维持在较高水平。

总体看，近年来全国铁路营业里程逐年增长，但固定资产投资完成额近两年呈下降趋势，行业未来发展前景一般。

（2）铁路货运情况

2013~2017 年，中国铁路货运量有所波动，受我国经济增速减缓、铁路货源减少影响，2014~2016 年我国铁路货运量同比下降幅度较其他年份相对较大；2014 年全国铁路货运量为 38.13 亿吨，同比下降 3.88%；2015 年全国铁路货运总发送量完成 33.58 亿吨，比上年下降 11.9%。2016 年全国铁路货运总发送量完成 33.32 亿吨，比上年下降 0.8%。与此同时，铁路运输业务经营情况有恶化的趋势，运输成本长期在高位运行。2017 年，全国铁路货运总发送量完成 36.89 亿吨，比上年增长 10.70%，集装箱、商品汽车、散货快运发送量比上年分别增长 47.90%、58.00%和 9.30%。

图3 2012~2017年中国铁路货运量及其增速情况(亿吨、%)



数据来源：交通部

总体看，铁路货运量受宏观经济影响较大，近几年出现了一定的波动。

2. 政策环境

从政策方面来看，中国铁路总公司2015年初发布了《关于加快发展铁路集装箱与集装化运输的实施意见》和《关于加快发展集装箱国际物流的实施意见》，提出大力发展集装箱并设计了发展规划，后继根据货运改革精神又发布了《关于加快推进铁路现代物流发展的意见》，其核心内容均利好特种集装箱业务企业的发展。整体看，未来特色物流、现代化物流聚集及业务模式的创新将成为物流企业创新发展的选择，在国际跨境物流、冷链物流等方面，将会有重大发展机会。2016年中共中央一号文件中指出要完善跨区域农产品冷链物流体系，开展冷链标准化示范，实施特色农产品产地预冷工程。2016年8月30日交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》，该标准严格限制货车重量最高不能超过49吨，同时要求，车货总高度从地面计算不超过4米，车货总宽度不超过2.55米，车货总长不得超过18.1米，每超1吨罚款500元，超限最高罚3万元。受此影响，长途公路货运成本或增加25%至35%，由此导致公路货运特别是大宗公路货运向铁路货运转移。

从区域环境来看，2015年，中国（大连）跨境电子商务综合试验区获得国务院批准，大连作为全国首批沿海开放城市，外向型经济特征十分显著，具备较好的对外开放先行优势；铁龙物流冷链基地项目被列为大连市（普湾新区）重点项目，存在巨大的市场前景。2016年9月，《大连国际物流中心建设规划（2016-2020年）》出台，推动大连市建设东北亚国际物流中心，带动区域经济转型升级。提出以大连为中心，重点开拓东北亚地区和东南亚及南太平洋地区物流市场，在东北地区采取直接投资、跨区域合作等形式，建立与大连国际物流中心一体化运营的物流节点体系，形成全方位内外开放的国际物流空间基本格局。2016年大连市重点开展的工作包括引导物流业与制造业联动发展、加快冷链物流业发展、加强智慧物流体系建设、完善应急物流系统建设、促进绿色低碳物流发展等。同时提出加强统筹协调、优化口岸物流软环境、建立健全物流业投融资体系等5项保障措施，进一步营造良好的物流发展环境。

2017年物流行业政策密集出台，1月4日，交通运输部等18部门联合发布《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》，强调“依法加强监管，营造良好市场环境；夯实发展基础，提升支撑保障能力；深化行业改革，创新运输服务模式；推动信息共享，加快装备技术进步；深化对外合作，拓展国际联运市场”；10月13日国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，提出到2020年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖

我国重点产业的智慧供应链体系。

总体看，铁路行业改革已向系统性、深层次进行，国际跨境物流、冷链物流等将面临发展机会。

3. 行业竞争

(1) 铁路特种箱

从目前集装箱运输行业整体来看，铁路集装箱体量较小，尚不具备很大的行业影响力。近些年随着成本增加，特别是土地和劳动力变得缺乏和相对昂贵。我国沿海港口经济开始向内陆延伸。在这种经济背景下，铁路集装箱物流体系未来将构成我国港口经济向内陆延伸的物流动脉。

近年来随着高铁网络的基本建成，铁路运力的大量释放，铁路货运迎来新的发展机遇。我国正在经济发达、集装箱集疏运量大的区域经济中心和铁路网重要枢纽，建设北京、成都、深圳、广州、乌鲁木齐、哈尔滨、青岛、天津、郑州、大连等集装箱中心站，形成具有运输、仓储、装卸、搬运、一关两检、信息服务等功能齐全的全局性或区域性铁路集装箱运输中心和物流中心。

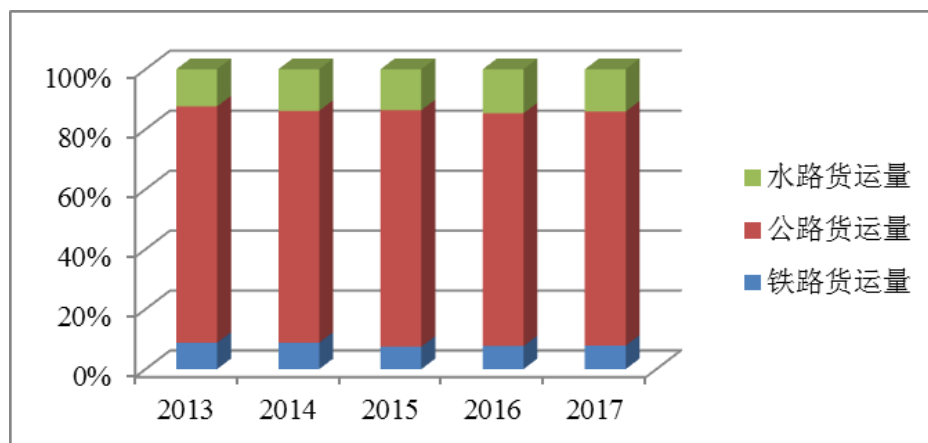
国内铁路集装箱运输行业内，铁龙物流是国内铁路特种箱的经营主体，拥有各类干散货箱、各类罐式箱、冷藏箱等 10 余种箱型，开展了钢材、粮食、矿石、水泥及冷鲜、液体化工品等运输业务。

(2) 铁路货运

由于铁路货运具有区域性和垄断性，铁路货运企业的竞争往往是与其他运输方式之间的竞争，目前主要竞争对手是汽车运输，特别是 500~1,000 公里短途汽车运输方式。从近几年发展情况来看，在各种运输方式中，铁路运输货运量有所下降。2013~2017 年，全国总货运量波动增长，年均复合增长 1.13%，其中，铁路年均增长速度为-1.80%，公路年均增长速度为 0.90%，水路货运增长速度为 4.43%。

从各种运输方式货运量情况来看，公路运输总货运量中的占比较大，但是占比有所下降，由 2013 年的 78.78% 下降至 2017 年的 78.05%；水路运输总货运量占比提升，由 2013 年的 12.42% 提升至 2017 年的 14.12%；铁路运输总货运量占比下降，由 2013 年的 8.80% 下降至 2017 年的 7.82%。

图 4 2013~2017 年中国各种运输方式货运量结构（单位：亿元）



数据来源：交通部

总体看，铁路特种箱运输和铁路货运行业内部目前还属于垄断格局，这两个细分行业内的企业主要竞争来自于汽车运输等替代运输方式的冲击。

4. 行业关注

(1) 经济周期波动

铁路运输行业所在的物流业是国民经济的基础产业，是典型的周期性行业，尤其是铁路货运与经济周期息息相关。经济周期的波动，会对铁路运输行业产生很大影响。主要因为经济周期的变化，往往会影响铁路货源，如煤炭、钢铁、矿石、粮食、化肥等大宗物资的运量变化，对铁路运输行业经营产生影响。

(2) 政策风险

2013 年铁路开始实行政企分开，交通运输部统筹规划铁路发展，负责铁路网络布局规划、建设。国家铁路局，由交通运输部管理，承担铁道部的其他行政职责，负责拟订铁路技术标准，监督管理铁路安全生产、运输服务质量和铁路工程质量等。中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，经营铁路客货运输业务。未来铁路政策和规划的调整，都会对行业发展产生重大影响。

(3) 行业竞争加剧风险

行业竞争加剧风险主要体现在两方面：一是，随着铁路政企分开改革的逐步深化，铁路市场化趋势明显，民间资本可能进入这一市场，现有铁路运输行业内部的垄断格局可能将逐渐被打破。二是，不同种类交通工具之间的竞争将进一步加剧，近年来我国公路、海运以及空运行业都得到了飞速的发展，已经对铁路货源产生了一定的冲击，如果未来替代运输工具的发展速度更快，铁路运输业将受到影响。

(4) 对铁路网络建设的依赖

铁路运输需要依靠铁路网，相对于公路网而言，铁路线路的建设相对刚性，网络的丰富程度不及公路。铁路运输企业选择余地相对较小，按照市场需求进行技术升级和速度调整受到很大限制。

(5) 定价波动

我国铁路运输由于历史原因，长期由铁道部统一管理，受政策影响程度较高，市场化程度较低。2013 年，根据国务院机构改革和职能转变方案，实行铁路政企分开，铁道部撤销、组建铁路总公司，铁路运输行业开始进行市场化改革，但截至目前，在铁路运输行业的很多方面仍然主要由国家政策进行管控。在铁路运输价格方面，目前仍实行政府指导价，国家发改委对货运价格有明确的定价原则及收费标准。未来随着铁路行业市场化改革的深化，铁路货运的定价规则、清算制度等相关政策体系均可能发生较大的调整变化，从而可能对行业内公司的成长性及经营状况、盈利能力造成重大影响。

5. 行业发展

从铁路特种集装箱行业发展来看，随着我国高铁运营网络的全面建设，将带来我国铁路货运能力将得到极大释放，逐步解决运输瓶颈问题。例如京沪高铁开通的初期，该铁路线释放的运输能力每天可增运货物 14 万吨左右，年增加货运能力约 5,000 万吨。同时随着铁路复线、电化率和铁路客运专线进程的加快，高铁对传统铁路旅客的分流将增加传统铁路的运力供给，加快提高铁路货物运输能力，长期制约集装箱运输发展的运力和基础设施问题将得到有力改善。此外铁路特种集装箱经营模式，已经从过去单纯的租箱模式正在逐步的向全程物流模式转换。特种集装箱业务将迎来快速发展的良好机遇。

就铁路货运行业来看，随着铁路改革的逐步深化，从以往铁路货物运输流程来看，多头管理、

多项杂费征收,使得低廉的铁路运价不能真实体现在客户一方,而繁多的办理环节也使铁路运输效率不高,直接影响了商品的流通速度。在陆续推出的地方铁路货运改革方案中,开始更多的关注客户体验,更多的提到一口价、实货制、全程物流、门到门等等,可以看出此次铁路货运改革的主旨是要将运输业务由被动变主动。

总体看,作为我国运输行业必不可少的工具,随着铁路运力逐步释放和改革的逐步深化,特种集装箱业务将迎来快速发展的良好机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

(1) 铁路系统平台优势

公司是我国铁路系统的优质企业之一及首家铁路 A 股上市公司,其业务运营充分依托于我国的铁路网络系统,与其他类型运输企业相比,具有很强的市场、客户、管理、技术、信息等方面资源优势,使公司能够在业务运营过程中更为有效地开拓市场、提升内部管理效率及进行技术革新和改造等,并得到了行业主管部门及主要股东在各方面的大力支持。

(2) 铁路特种集装箱运输及物流业务优势

目前,公司是我国全面经营铁路特种集装箱资产及业务的重要主体。同普通集装箱相比,特种集装箱具有许多独特的产品优势,比如无包装运输、专货专箱、专箱专用等特点,大幅降低了客户的成本,并可以根据不同的客户需求、不同的货源特点,进行有针对性的物流方案设计和产品开发,为客户提供差异化的服务和产品,最大限度地满足客户需求。

(3) 管理优势

公司是铁路系统内最早实行股份制运作的企业之一,近年来公司一直走在铁路企业改革的前列,公司对铁路系统和市场经济都有着较为深刻的理解,积累了丰富的管理经验。作为铁路第一家 A 股上市公司,公司在建立了规范的法人治理结构、组织模式及管理制度基础上,兼容吸纳了铁路系统多年形成的合理管理方法,公司的经营决策都经过科学的调研与论证,是市场化的行为。

总体看,公司借助铁路系统平台在特种集装箱和铁路货运业务拥有较强的竞争能力,其铁路行业管理经营丰富,在行业内拥有良好信誉和大量客户,具有独特的竞争优势。

2. 人员素质

截至2018年3月底,公司有9名董事:董事长1人,副董事长1人,另有独立董事3人。此外,公司有6名监事,其中2名职工监事。公司高级管理人员共有13名。

公司董事长吴云天先生,1959年9月出生,大学本科学历。2004年11月至2007年2月任铁道部运输指挥中心(运输局)基础部副主任;2007年2月至2014年4月任兰州铁路局局长;2014年4月至今任中铁集装箱运输有限责任公司董事长、总经理;铁龙物流董事长。

公司总经理辛明先生,1971年2月出生,大学本科学历,硕士学位。2006年5月至2010年12月任沈阳铁路局大连客运段段长兼党委副书记;2010年12月至2013年2月任沈阳铁路局大连站站长兼党委副书记;2013年2月至2015年2月任沈阳铁路局大连站站长兼党委副书记兼局驻大连市协调组组长。2015年2月至今任公司总经理。

截至2017年底,公司拥有在职员工2,116人。公司员工的专业结构、受教育程度结构如下表所示。

表1 截至2017年底公司员工构成情况

项目	类别	员工人数(人)	占总人数的比例(%)
专业划分	生产人员	1,084	51.23
	技术人员	116	5.48
	财务人员	85	4.02
	行政人员	330	15.60
	服务人员	501	23.68
	总计	2,116	100.00
受教育程度	本科及本科以上	536	25.33
	大专	368	17.39
	高中及中专	656	31.00
	高中以下	556	26.28
	总计	2,116	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司核心管理人员行业从业经验丰富，综合素质较高；以生产人员为主的人员构成符合行业特点，目前的人才梯队结构能满足公司生产经营的实际需要。

3. 股东实力

公司控股股东为中铁集运，实际控制人为中国铁路总公司（以下简称“中国铁路”）。

中国铁路是经国务院批准，依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》设立，由中央管理的国有独资企业，截至2018年3月底，中国铁路实收资本26,641.39亿元。

中国铁路以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营，负责铁路运输统一调度指挥；负责国家铁路客货运输经营管理，承担国家规定的公益性运输，保证关系国计民生的重点运输和特运、专运、抢险救灾运输等任务；负责拟订铁路投资建设计划，提出国家铁路网建设和筹资方案建议；负责建设项目前期工作，管理建设项目；负责国家铁路运输安全，承担铁路安全生产主体责任。

截至2018年3月底，中国铁路资产总额77,274.26亿元，所有者权益合计26,836.98亿元。2017年，中国铁路实现营业总收入10,154.49亿元，净利润18.19亿元。

总体看，中国铁路作为由中央管理的大型国有独资企业，资本实力雄厚，公司股东背景好。

五、公司管理

1. 公司治理

公司作为上市公司和央企控股公司，按照《公司法》、《证券法》、《中国共产党章程》和其他有关规定等法律法规，建立起规范的公司治理结构。

公司设股东大会，是公司的权力机构，股东大会职权主要为决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换由非职工代表担任的监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设董事会，对股东大会负责，由9名董事组成，设董事长1人，副董事长1人，独立董事3名，董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任。董事会职权主要包括召集股东大会，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；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、收购公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案等。

公司设总经理1人，由董事会聘任或解聘，并须经全体董事三分之二以上同意并做出决议。公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监、安全总监、人力资源与行政总监、资产运营总监、营销总监、物流服务总监、技术工程总监为公司高级管理人员。总经理每届任期3年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职权为主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

公司设监事会，监事会由6名监事组成，设1名监事会主席，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会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。监事会的主要职权包括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、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；提议召开临时股东大会等。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理制度

公司下设战略投资部、办公室、人力资源部、财务部、资产运营部、企业管理部、工程预算部、收入稽查部、证券事业部、审计部和党群工作部等职能部门。

对子公司管理方面，公司严格执行分子公司管理制度，公司对资金实行集中统一管理，建立公司与下属分子公司的总分账户体系（也称作“资金池”）。公司资金管理遵循严格账户管理、收支两条线、严格预算管理的三大原则。财务管理部是公司的资金归口管理部门，负责资金的资金统筹调配、融资、资金计划、内部结算等管理工作。各分子公司财务管理部门是资金管理的执行部门，各分子公司不得对外提供担保。资金结算中心定期或不定期对各分子公司的资金使用进行稽核。子公司的发展战略纳入公司统一管理，由公司指导制定，子公司履行相应审批程序后实施。子公司进行经营范围及重大经营业务调整或开拓新的重要业务，须经过公司指导下，履行相应审批程序后方可实施。公司也会定期或不定期实施对子公司的审计监督，必要时聘请外部审计机构承担对子公司的审计工作。

投资管理方面，公司严格执行投资管理制度，主要包括两个方面，一是项目投资决策方面。公司的投资管理实行集中决策，统一管理，授权经营，讲求效益的原则。公司战略投资部根据公司战略发展方向，搜集项目投资机会、对项目投资机会进行评估、筛选出拟投资项目机会，报总经理审批后，列入拟投资项目的立项调研管理。组织开展市场调查，投资评估，撰写项目投资建议书，如果需要可组织开展专题会进行论证。项目投资建议书经总经理审核后，提报总经理办公会或者董事会审议，审议通过后，进入项目投资管理阶段。二是项目投资管理方面。分子公司对现有业务的追加投资管理原则上由分子公司组织实施，并需要纳入公司的年度经营计划和预算以及业绩考核。新投资项目必须组建单独的项目组负责运作，项目组成员由总经理提议，经总经理办公会审批后成立。新项目投资转入运营状态或条件成熟后，可设立新公司或转入既有分子公司，由公司相关职能部门进行管理。

财务管理方面，公司制定了统一的财务管理制度，规定了责任追究条款，并单独对会计政策

变更、会计估计、重大会计差错更正、资产减值等做出相关规定。下属子公司的财务管理制度需参照母公司的制度进行制定。分子公司须将相关财务管理信息以规定的表单形式按规定的时间以书面形式和电子文本形式汇报至公司财务管理部。此外，为进一步提升财务管理的整体水平，公司还建立了财务管理信息报告制度，并遵循定表、定时、定人、定责原则，公司财务管理部应及时对分子公司上报的财务管理信息进行汇总，形成简报，报公司总经理及相关高层。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，对对外担保调查、审批权限与审查程序，对外担保合同约定，担保风险监控，对外担保信息披露，责任追究等方面进行了详尽的规定。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务板块包括铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、委托加工贸易业务、铁路客运业务、房地产业务及其他业务。近三年公司营业收入波动增长，年均复合增长 36.01%，主要系委托加工贸易业务 2017 年收入规模大幅增长所致；同期，公司净利润分别为 2.80 亿元、2.42 亿元和 3.28 亿元，波动增长。

分业务板块来看，近三年，铁路特种集装箱业务方面，分别实现营业收入 12.68 亿元、12.93 亿元和 12.25 亿元，整体规模较为稳定，占营业收入比重分别为 20.08%、20.48%和 10.48%，2017 年由于委托加工贸易业务规模大幅增长，导致铁路特种集装箱业务收入占比大幅下降 10.00 个百分点。近三年，铁路货运及临港物流业务收入呈波动下降态势，但整体波动不大，2017 年得益于加强沙鲛铁路市场拓展、货源的组织和营销，收入同比增长 6.21%至 11.24 亿元，占比为 9.62%。近三年，公司委托加工贸易业务规模快速增长，年均复合增长 57.05%，主要系 2017 年公司委托加工钢材规模同比大幅增长以及钢材价格上涨共同影响所致，2017 年实现收入 88.97 亿元，占营业收入比重达 76.15%。近三年，铁路客运业务由于部分车辆到期退出运营，收入逐年下降，2017 年实现收入 0.55 亿元；房地产业务受项目结转节奏影响，有所波动，2017 年实现收入 3.36 亿元，占比 2.88%；铁路客运业务、房地产业务和其他业务收入规模整体较小，对公司收入影响不大。

表 2 近三年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路特种集装箱业务	126,823.89	20.08	15.34	129,305.09	20.48	15.50	122,496.26	10.48	18.61
铁路货运及临港物流业务	122,310.58	19.37	15.31	105,817.25	16.76	14.85	112,391.81	9.62	20.44
委托加工贸易业务	360,697.43	57.11	1.53	375,811.69	59.53	1.45	889,667.96	76.15	1.38
铁路客运业务	7,126.23	1.13	70.13	6,939.20	1.10	67.68	5,502.22	0.47	57.29
房地产业务	11,053.26	1.75	23.00	9,575.40	1.52	17.59	33,637.09	2.88	12.36
其它业务	3,590.86	0.56	31.48	3,799.61	0.60	29.22	4,656.12	0.40	28.73
合计	631,602.25	100.00	8.29	631,248.24	100.00	7.71	1,168,351.46	100.00	5.70

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，公司毛利润贡献较大的业务板块为铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务和委托加工贸易业务。近三年，随着毛利率较低的委托加工贸易业务规模逐年增长以及委托加工贸易业务自身毛利率水平的逐年下滑，公司综合毛利率水平呈逐年下滑态势，由 2015 年的 8.29%下滑至 2017 年的 5.70%。具体来看，近三年，铁路特种集装箱业务毛利率逐年小幅上升，

主要系公司根据市场需求变化优化运营模式所致，2017 年该业务毛利率为 18.61%；铁路货运及临港物流业务毛利率有所波动，2017 年毛利率为 20.44%，同比上升 5.59 个百分点，主要系公司加强了提高了运输组织效率，节支降耗所致；委托加工贸易业务受业务性质所限，本身毛利率水平较低，近三年毛利率分别为 1.53%、1.45%和 1.38%，呈持续下降态势。公司铁路客运业务、房地产业务和其他业务占比较小，对公司毛利率影响较小。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.83 亿元，同比增长 41.84%，主要系委托加工贸易业务、铁路货运及临港物流业务收入同比增长所致；实现净利润 1.28 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.29 亿元。

总体看，近三年，随着委托加工贸易业务规模的扩大，公司收入水平呈大幅增长态势，公司整体毛利率水平较低，且由于毛利较低的委托加工贸易规模占比上升，公司整体毛利率水平有所下降。

2. 铁路特种集装箱业务

铁路特种集装箱业务是公司的核心业务之一，公司是国内运营铁路线上特种集装箱的重要主体，未来该项业务仍将作为公司的核心业务继续运营。

2006 年 1 月，按照原铁道部《关于出售特种箱有关问题的批复》（铁政法函【2005】997 号），公司收购集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，作为铁路特种箱的所有权人，负责经营铁路特种箱业务，并负责铁路特种箱的购置、维修，确保集装箱箱体符合铁路运输的安全质量要求，承担由于箱体问题所引发的事故、损失责任。多年来，公司根据市场需求不断优化特种箱资产结构、增大资产规模、拓展全程物流业务，铁路特种集装箱业务利润占比不断提高。目前公司运营的铁路特种集装箱主要包括各类干散货集装箱、各类罐式集装箱、冷藏箱等。

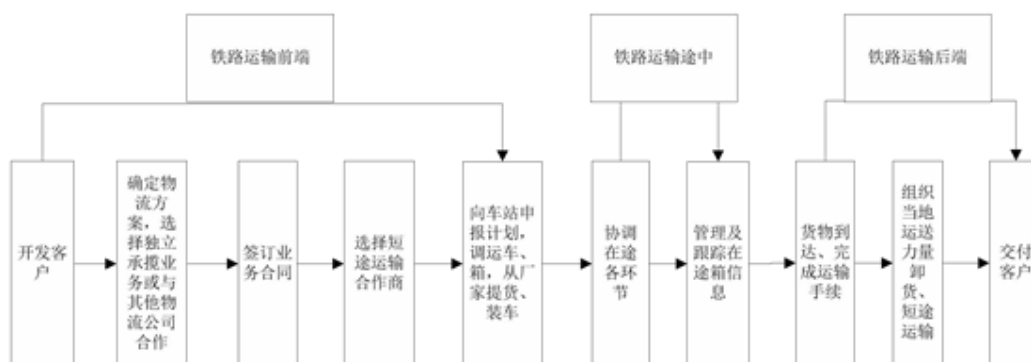
公司铁路特种集装箱业务经营模式有两种：一种为铁路特种集装箱的铁路线上经营业务，由托运人或发货地外运机构依照铁路运输计划的安排，填写铁路运单并办理托运交货、装箱、交付运输费用后，公司作为代理方进行发车准备并完成铁路线上运输，最终由收货人依据铁路货运单据到铁路系统指定地点进行货物验收及提取，特种集装箱使用费由货运办理站根据货票收取并上缴铁路总公司后由铁路总公司向公司结算。另一种为特种集装箱现代物流服务业务，即提供“门对门”的现代物流服务，特种箱现代物流服务业务环节除包括集装箱的铁路线上运输部分外，还包括客户开发、物流方案策划、门到门短途汽车运输等。

盈利模式方面，铁路特种集装箱线上业务收入主要为集装箱使用费收入，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》及铁道部有关集装箱使用费的规定，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》，向铁路总公司支付特种箱使用费收入总额的 20%的综合服务费用，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，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及相应期限。

业务流程方面，铁路特种集装箱线上业务流程为：客户向公司提出用箱需求、公司调配特种集装箱、铁路局运输特种箱；特种集装箱物流业务针对货物门到门的全程物流，不仅包括铁路线

上流程还包括两端物流，其业务流程如下图：

图 5 公司特种集装箱物流业务流程图



资料来源：公司提供

近三年，公司将特种集装箱业务作为核心业务之一大力发展，特种集装箱保有量不断增加，2016 年，公司对特种箱业务板块进行了重组，成立了特种箱事业部，构建了以专业公司和区域公司相结合的业务结构，公司在特种箱事业部以下设立 5 个专业经营公司，按照干散货、化工品及葡萄汁、冷藏箱、沥青、植物油细分市场进行划分，并由特种箱事业部统一进行管理。

2015~2017 年，公司特种集装箱保有量分别为 35,470 只、42,210 只和 57,707 只。从集装箱数量来看，2015~2017 年，公司 20 英尺干散货集装箱、20 英尺框架式润滑油罐式集装箱、20 英尺不锈钢罐式集装箱和 20 英尺石油沥青罐箱的保有量有所增长，且集装箱结构进一步优化。

表 3 2015~2017 年公司特种集装箱数量变化（单位：只）

特种箱类别	2015 年	2016 年	2017 年
20 英尺干散货集装箱	20,776	25,264	37,448
20 英尺弧型罐式集装箱	1,700	1,658	1,658
20 英尺散装水泥罐式集装箱	3,060	3,058	3,058
20 英尺框架式润滑油罐式集装箱	2,472	3,696	4,196
20 英尺水煤浆箱	100	98	98
45 英尺冷藏集装箱	200	200	297
20 英尺不锈钢罐式集装箱	6,821	7,441	9,201
40 英尺鲜活水产品冷藏箱	1	1	1
20 英尺石油沥青罐箱	300	754	1,710
20 英尺电石箱	40	40	40
合计	35,470	42,210	57,707

资料来源：公司提供

近三年公司根据市场需求变化，充分利用目前造箱成本较低的有利时机加大新箱投入，提升特种箱资产规模，努力消化运费下浮对经营的影响，加大了多式联运发展力度，融合多种运输方式，加快发展完整的、连续的全程物流服务链条。从发送量来看，近三年公司特种集装箱发送量规模较大，特种箱结构较之前发生了较大变化，公司近三年特种集装箱发送量呈上升趋势。具体来看，2016 年，公司根据市场需求购置各类特种箱近 1.8 万只并陆续上线，规模优势进一步显现，总计完成铁路特种箱发送量 68.75 万 TEU¹，较 2015 年度增加 14.71 万 TEU，同比增长 27.22%；

¹ twentyfoot equivalent unit 的缩写，标准箱（系集装箱运量统计单位，以长 20 英尺的集装箱为标准）

2017 年度，公司积极把握宏观经济回暖的有利契机，积极开展营销，努力拓展市场，总计完成发送量 93.94 万 TEU，较 2016 年度增加 25.19 万 TEU，同比增长 36.64%。近三年公司特种集装箱发送量的增长主要来自于干散货箱和框架式罐箱的增长，如下表所示。

表 4 2015~2017 年公司特种集装箱发送量（单位：TEU）

特种箱发送量	2015 年	2016 年	2017 年
干散货箱	442,106.00	564,550.00	805,060.00
轻油罐箱	8,428.00	5,587.00	5,654.00
水泥罐箱	24,641.00	35,444.00	29,291.00
框架式罐箱	16,392.00	21,519.00	39,082.00
不锈钢罐箱	47,066.00	56,531.00	51,138.00
冷藏箱	1,198.00	1,444.50	3,271.50
沥青罐箱	622.00	2,400.00	5,861.00
合计	540,453.00	687,475.50	939,357.50

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司持续提升特种箱业务资产规模，特种箱发送量逐年快速增长。同时，联合评级也关注到公司铁路特种集装箱的使用费率主要定价权归属于中国铁路总公司，近年来特种集装箱的使用费率下降，公司依靠提高特种集装箱的发送量和优化特种箱种类来增加该项业务收入。

3. 铁路货运及临港物流业务

铁路货运及临港物流业务主要为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。公司以铁路承运人的身份与托运人签订货物运输合同，办理承运、货物运输和交付业务并收取运费；临港物流业务主要是公司对营口港和营口经济技术开发区各企业单位到发货物提供仓储、转运、装卸等各项业务，收取各项服务费用。

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 2017 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，目前设计年最大输送能力 8,500 万吨。

公司临港物流业务由营口实业承担，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。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。

从盈利模式来看，铁路货运方面，沙鲅铁路运价执行主要参照原铁道部《铁路货物运价规则》（铁运【2005】46 号）及国家发改委《关于调整铁路货物运价有关问题的通知》（发改价格【2014】

210 号) 制定的货物运费和杂费收费标准确定。沙鲮铁路建设基金由公司作为代收款上缴中国铁路总公司；沙鲮铁路的铁路运输收入清算，按照《铁路运输进款清算办法》（铁财【2005】16 号）有关规定执行，采取“一次核收、分段计算”的方式，通过中国铁路总公司资金清算中心清算。

2017 年 12 月 14 日，国家发改委下发《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》（发改价格【2017】2163 号），规定自 2018 年 1 月 1 日起，“实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平”。同时，从 2018 年 1 月 1 日起，中国铁路总公司开始实施新的《铁路货物运输进款清算办法（试行）》，按照新清算办法，铁路运输企业货物运输收入的清算方式由原来的“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，即承运企业发送货物从货主收取的（货票）收入扣除铁路建设基金等项目后全部计入承运人收入，并向货物途经的其他铁路运输企业支付机车牵引、线路使用、车辆服务、到达服务、综合服务费用。

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。由于沙鲮铁路本身里程较短，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鲮铁路作为始发站的货物运输规模及全程运输距离，由于沙鲮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。

临港物流方面，按照铁路运输规范组织铁路运输活动，完成运输服务即完成销售过程，按照铁路统一收费要求完成收费结算，属于延伸服务的部分，依据运输过程，一同结算。公司实行客户预付款结算方式，极其特殊情况为可靠用户提供短期信用支持。

公司铁路货运及临港物流业务主要为运输和物流延伸服务业务，营业计划主要取决于公司物流服务辐射范围的物流运输情况，公司每年通过走访客户，分析经济环境，签订运输服务合同的方式落实经营计划，受季节因素影响较小。

沙鲮铁路主要运输产品包括煤炭、铁矿石、集装箱、钢材、化肥等，受宏观经济影响较大。2016 年，公司铁路货运及临港物流业务到发量合计 3,868.54 万吨，同比增长 3.51%；2017 年，到发量合计 5,017.84 万吨，同比增长 29.71%，主要系钢铁行业回暖及公路货源回流的背景下，公司加强沙鲮铁路的市场拓展、货源的组织和营销所致。

表 5 2015~2017 年公司铁路货运到发量及钢材装卸量（单位：万吨、万元）

项目	2015年	2016年	2017年
铁路发送量	1,659.00	1,826.64	2,359.65
铁路到达量	2,078.40	2,041.90	2,658.19
临港业务（钢材装卸量）	433.78	478.17	513.98
铁路货运及临港物流业务收入	122,310.58	105,817.25	112,391.81

资料来源：公司提供

总体看，铁路货运及临港物流业务是公司另一项核心业务，其收入对公司营业收入贡献较大；主要运输产品受宏观经济影响较大，2017 年在钢铁行业回暖的背景下，公司铁路货运到发量大幅增长；该项业务盈利模式比较固定和清晰，随着铁路货运价格市场化改革的推进，公司铁路货运

业务收入及利润水平有望取得增长。

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。

表6 2015~2018年3月公司委托加工贸易业务采购情况（单位：万元、万吨）

品种	2015年		2016年		2017年		2018年1~3月	
	金额	采购量	金额	采购量	金额	采购量	金额	采购量
内矿	26,037.31	53.04	34,994.14	72.50	96,817.08	161.91	19,195.84	27.74
外矿	134,439.62	372.86	119,266.16	341.57	173,713.43	380.00	54,563.62	111.84
焦炭	86,117.78	110.78	103,083.50	114.06	290,248.06	181.46	90,445.32	46.99

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。结算方式上，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。

由于委托加工贸易业务与公司主营的特种箱运营、铁路运输及物流业务相关度较低，不属于公司的业务战略发展方向，因此，公司在开展钢材委托加工业务的过程中一直强调经营模式稳健、控制业务规模。2015~2016年，公司分别委托加工钢材222.60万吨和212.20万吨；2017年，公司在钢铁行业大幅回暖的有利窗口期适当增加了业务规模，委托加工钢材305.60万吨，同比大幅增长44.02%。2015~2017年，公司委托加工贸易销售金额分别为36.07亿元、37.58亿元和86.99亿元，2017年同比大幅增长131.48%，主要系2017年公司委托加工钢材规模同比大幅增长以及钢材价格上涨共同影响所致。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。

总体看，2014年为应对不利的经济环境，缓解公司经营压力，公司新增委托加工贸易业务，带动营业收入大幅增长；但该业务板块毛利率较低，拉低了公司整体的毛利率水平。

5. 房地产业务

房地产业务是公司为实现多元化经营、抵御经济周期对铁路物流行业的不利影响而开展的业务，近三年房地产业务收入分别为11,053.26万元、9,575.40万元和33,637.09万元，收入波动增长，近两年由于国内房地产调控，公司未再进行新地块开发，只对剩余房地产住宅和商铺进行销售。

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 3 月末，连海金源项目累计销售面积为 7.36 万平方米，剩余可售面积为 0.98 万平方米，去化率为 88.25%。

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 3 月末，颐和天成项目累计销售面积为 6.42 万平方米，剩余可售面积为 12.85 万平方米，去化率为 33.32%。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太原开发的高端楼盘，产品主要是别墅和少量洋房所致。

总体看，公司房地产业务体量较小，不属于公司战略发展方向，项目均已竣工，但颐和天成项目由于项目定位较为高端的原因，整体去化率低。

6. 铁路客运业务及其他业务

近三年，公司铁路客运业务收入不断下降，近三年分别为 7,126.23 万元、6,939.20 万元和 5,502.22 万元，主要系公司拥有的列车使用寿命陆续到期，客运量减少所致。公司主要与沈阳铁路局合作从事部分线路的铁路客运业务，业务分为两种模式：一是与沈阳铁路局合作经营优质优价旅客列车业务，沈阳铁路局负责旅客列车的生产运行、乘客服务、车辆维护等工作，公司主要负责市场调查、市场开发与培育、业务人员培训、列车客票收入核查等业务管理事项。运营线路包括大连-上海、大连-北京、大连-沈阳北、大连-牡丹江、大连-大庆、大连-齐齐哈尔等。在收益分配上，旅客列车运行票价收入中基本票价以上加价收入的 60% 为公司的收入。二是 25T 和 25Z 列车租赁业务，2004 年末，公司投资 2.60 亿元购置了 59 辆 25T 型和 7 辆 25Z 型旅客列车，租赁给沈阳铁路局用于沈阳-广州间旅客运输，租赁车辆在租赁期内由沈阳铁路局使用，沈阳铁路局每年向公司支付租金，截至 2017 年末，公司共运营列车 75 辆。

由于铁路客运经营由铁路总公司统一运营管理，公司铁路客运业务运营期限以列车使用寿命为限，随着公司拥有的列车使用寿命陆续到期，公司目前正逐步退出铁路客运业务。

公司其它业务主要包括商品混凝土生产销售、酒店运营、出租车经营等。2015~2017 年，公司其他业务实现收入分别为 3,590.86 万元、3,799.61 万元和 4,656.12 万元。

总体看，近三年，公司铁路客运业务收入逐年下降，未来随着拥有的列车使用寿命陆续到期，公司将逐步退出铁路客运业务；其他业务收入规模小，对公司收入水平影响小。

7. 在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司重要在建项目主要有特种箱购建项目、冷链基地土地项目以及混凝土基地工程项目，如下表所示。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司重要在建项目（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	资金来源	资金情况	项目进度	工程累计投入占预算比例
特种箱购建	1.29	自筹	到位	98.00	95.28
冷链基地项目	8.63	自筹	到位	41.00	44.07

资料来源：公司提供

2017 年公司积极响应市场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。公司特种箱购建项目总预算 1.29 亿元，截至

2018年3月底，特种箱购建项目项目进度为98.00%。新箱的大量投入缓解了市场利润摊薄对公司经营的影响。

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3月底，冷链物流基地项目进度为41.00%。

总体看，目前公司在建项目冷链物流基地（一期）项目已完成项目定位，进入了开工建设期，公司未来资本支出压力较小。

8. 经营效率

2015~2017年，由于公司委托加工贸易业务规模大幅增长，同时在结算政策上采取预收货款的形式以控制资金风险导致应收账款规模增速小于收入规模增速，公司应收账款周转率呈波动上升态势，分别为63.48次、59.57次和84.07次。公司存货周转率分别为2.47次、2.32次和3.63次，2017年有所上升，主要系2017年业务规模大幅上升导致营业成本增长所致。公司总资产周转率分别为0.89次、0.84次和1.43次，2017年有所提升，主要系营业收入大幅增加所致。

总体看，公司经营效率水平较高。

9. 经营关注

（1）宏观经济波动风险

公司属于铁路交通运输行业，该行业与宏观经济状况关系密切，并受国内经济周期波动及对外贸易规模的影响。公司目前核心业务为铁路特种集装箱运输及物流业务和铁路货运及临港物流业务，如煤炭、粮食、钢铁、机械、化工、建筑等行业出现景气度持续下滑等不利变化，可能会对公司的货物运输量及经营业绩产生影响。

（2）铁路行业政策变化的风险

公司作为一家主要从事铁路运输行业的公司，受国家铁路运输价格体系等相关产业政策的影响较大。对于铁路客货运输的价格，国家有关部门已颁布了明确的定价原则和较为详细的收费标准。公司目前不具备改变这些定价原则的能力。未来收费结构与收费形式等的调整变化均将直接影响公司的收益。

（3）公司房地产项目去化压力大

公司房地产项目连海金源项目和颐天成项目竣工时间均较早，但均尚未完全去化完毕，存在较大的去化压力。

10. 未来发展

2017年，公司大力推进现有箱型技术改造和装备升级，促进自动化、智能化发展。深入开展理念、模式、技术、业态等多方面创新。重塑企业竞争优势，为产业升级开辟新道路。特种箱板块瞄准行业一流，站在国内整个行业中定位自己的目标。重点提高全链条专业化物流服务质量。

西北和西南仍然是特种箱业务集中度较高的区域，新成立的特种箱物流事业部加强了区域市场的建设与管理，在稳固客户服务的同时强化了市场开发；公司以发展增量和提高质量为核心，

积极应对市场波动和行业变革带来的挑战，稳步发展原有箱型，不断提升箱周转率、精细化管理、提高物流服务水平；2017 年公司启动了特种箱业务国际化发展战略，成功开行了中哈、中俄冷藏班列，并针对跨境冷链业务做持续投入。

公司 2017 年临港物流业务发展迅速，受益于宏观经济面的转好和大宗商品价格上涨等因素，沙鲮铁路收入利润稳步增长。公司临港物流业务板块 2018 年将在稳定现有业务基础上试点延伸服务链条、扩大服务范围，为长远发展做储备。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

七、财务分析

公司提供的 2015~2017 年的合并财务报表均已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审计意见。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》编制。

从合并范围变化来看，2016~2017 年公司合并范围均未发生变更。截至 2017 年底，公司合并范围内共有子公司 18 家。公司财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 88.27 亿元，负债合计 35.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 52.64 亿元。2017 年，公司实现营业收入 116.84 亿元，净利润（含少数股东损益）3.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.46 亿元。

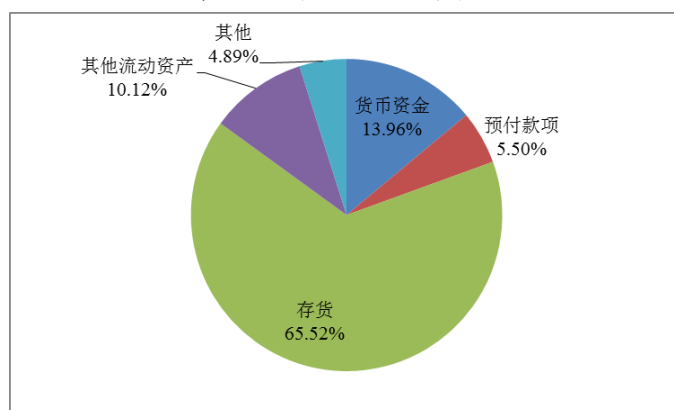
截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 93.57 亿元，负债合计 39.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 53.93 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.26 亿元。

1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 8.06%。截至 2017 年底，公司资产总额 88.27 亿元，较年初增长 17.59%，主要系存货、其他流动资产和固定资产增长所致；其中流动资产占比 58.49%，非流动资产占比 41.51%，资产构成较为均衡。

2015~2017 年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 6.36%。截至 2017 年底，公司流动资产 51.62 亿元，较年初增长 20.69%，主要系存货和其他流动资产增长所致；公司流动资产主要由货币资金、预付款项、存货和其他流动资产构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金呈大幅减少态势，年均复合减少 16.54%，主要系 2016 年公司偿还债务支付现金规模较大所致。截至 2017 年底，公司货币资金账面余额 7.21 亿元，较年初下降 6.17%；公司的货币资金以银行存款为主，占比 90.90%，其中受限资金 0.66 亿元，占货币资金总额的 9.09%，主要为银行承兑汇票保证金，资金受限比例低。

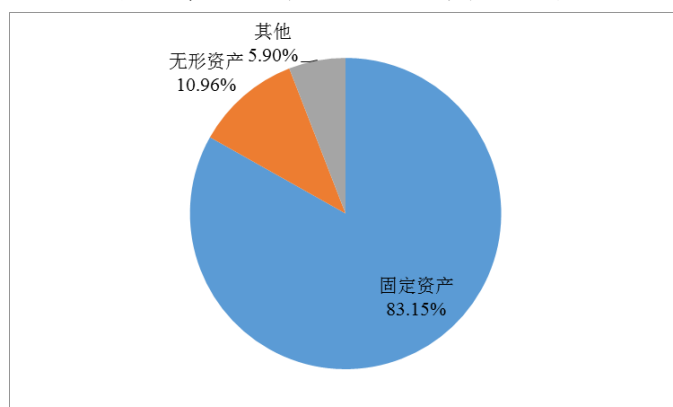
2015~2017 年，公司预付款项逐年下降，年均复合下降 21.14%，主要系公司加强预付款管理以及预付款完工结算所致。截至 2017 年底，公司预付款项 2.84 亿元，主要是预付货款，账龄集中在 1 年以内（占比 98.80%），前五名预付款合计 2.07 亿元，占比 72.81%。

2015~2017 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 20.35%，主要系委托加工贸易业务规模扩大所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 33.83 亿元，较年初增长 25.85%；主要由房地产开发产品（18.40 亿元，占比 54.41%）、原材料（9.48 亿元，占比 28.03%）、发出商品（3.47 亿元，占比 10.27%）和库存商品（2.44 亿元，占比 7.22%）构成；公司未计提存货跌价准备。公司开发产品主要为颐和天成项目（16.74 亿元）和连海金源项目（1.50 亿元）以及部分车位。连海金源项目竣工于 2012 年 6 月，截至 2018 年 3 月底，去化率为 88.25%；颐和天成项目竣工于 2017 年 12 月，截至 2018 年 3 月底去化率为 33.32%，去化率较低主要系该项目定位较为高端所致。

2015~2017 年，公司其他流动资产有所波动，三年分别为 5.22 亿元、2.64 亿元和 5.22 亿元，其波动主要系委托银行理财规模波动所致。截至 2017 年底，公司其他流动资产主要是委托银行理财 3.00 亿元和进项税额 1.48 亿元。

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为 10.60%，主要系固定资产增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 36.64 亿元，较年初增长 13.48%，主要系固定资产增长所致；主要由固定资产和无形资产构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 13.92%，主要系公司在特种集装箱板块持续投入，集装箱资产逐年增加所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 30.47 亿元，账面原值 46.05 亿元，累计折旧 15.53 亿元，成新率 66.27%，成新率一般；构成主要是集装箱（占比 68.60%）、线路（占比 9.21%）和房屋建筑物（占比 15.65%）。

2015~2017 年，公司无形资产呈波动增长态势，年均复合增长 80.85%，主要系土地使用权增加所致。截至 2017 年底，公司无形资产 4.02 亿元，主要是土地使用权（占比 93.06%）。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 2.19 亿元，其中受限货币资金 0.66 亿元，受限无形资产 1.53 亿元；受限资产占总资产比重为 2.48%，受限比例低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 93.57 亿元，较年初增长 6.00%，主要系预付款项、存货和在建工程增加所致。流动资产和非流动资产占比分别为 59.28%和 40.72%，较年初变动不大。预付款项 4.97 亿元，较年初增长 74.97%，主要系预付购料款等增加；存货较年初增长 7.40%至 36.33 亿元，主要系委托加工产品增加所致；在建工程 2.25 亿元，较年初增长 125.49%，主要系构造特种箱等增加所致。

总体看，近三年，得益于公司在特种集装箱板块的持续投入以及委托加工贸易业务规模的扩大，公司资产规模呈波动增长态势；公司资产以存货和固定资产为主，资产受限比例低，资产流动性一般，固定资产成新率一般，整体看，公司资产质量一般。

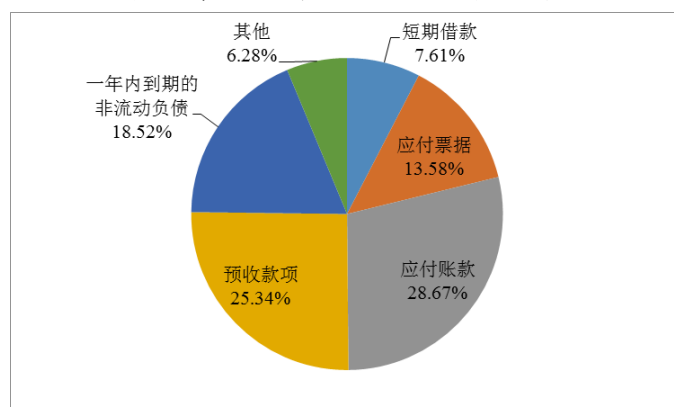
2. 负债及所有者权益

（1）负债

2015~2017 年，公司负债总额呈波动增长态势，年均复合增长 15.05%。截至 2016 年底，公司负债较上年底下降 7.62%，主要系公司对到期债务进行了大额偿付所致；截至 2017 年底，公司负债总额较上年底增长 43.29%，主要系应付账款和预收款项增长所致。截至 2017 年底，公司负债合计 35.43 亿元，其中流动负债占比 92.76%，非流动负债占比 7.24%，以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债 32.86 亿元，年均复合增长 31.90%，主要系短期借款、应付账款和预收款项增长所致；主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2015~2016 年，公司无短期借款；截至 2017 年底，公司短期借款 2.50 亿元，全部为信用借款。

2015~2017 年，公司应付票据有所波动，三年分别为 4.13 亿元、6.68 亿元和 4.46 亿元，其波动主要系应付银行承兑汇票的波动所致。截至 2017 年底，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 61.34%。截至 2017 年底，公司应付账款 9.42 亿元，较年初大幅增长 188.93%，主要系应付材料款增加所致。

2015~2017 年，公司预收款项逐年大幅增长，年均复合增长 118.33%，主要系委托加工贸易规模扩大，预收货款逐年增长所致。截至 2017 年底，公司预收款项 8.33 亿元，构成主要是预收货款（占比 73.45%）和预收房款（占比 17.35%）。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.09 亿元，主要是一年内到期的应付债券（占比 98.36%）。

2015~2017 年，公司非流动负债波动大幅下降，年均复合下降 42.93%。截至 2017 年底，公司非流动负债 2.56 亿元，较年初大幅下降 70.43%，主要系“13 铁龙 02”债券转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，非流动负债主要由长期借款（占比 29.25%）、长期应付款（占比 9.79%）和递延收益（占比 60.55%）构成。

2015 年，公司无长期借款；2016~2017 年，公司长期借款分别为 0.80 亿元和 0.75 亿元，规模较小。

2015~2017 年，公司长期应付款分别为 0.30 亿元、0.30 亿元和 0.25 亿元，主要为国开发展基金投资款。本报告已将其计入长期债务。

2015~2017 年，公司递延收益分别为 1.60 亿元、1.58 亿元和 1.55 亿元，波动较小。公司递延收益主要为政府补助。

2015~2017 年，公司全部债务分别为 17.88 亿元、13.76 亿元和 14.05 亿元，其中 2016 年全部债务规模大幅下降 23.08%，主要系公司对到期债务进行了偿付所致；2017 年债务规模小幅增长 2.13%，主要系新增短期借款 2.50 亿元所致。截至 2017 年底，公司全部债务合计 14.05 亿元，其中短期债务占比 92.88%，长期债务占比 7.12%，以短期债务为主，主要系应付债券重分类至一年内到期非流动负债所致。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 35.40%、32.94%和 40.14%，其中 2017 年资产负债率大幅上升，主要系 2017 年委托加工贸易业务规模大幅增长导致公司负债规模大幅增长所致；公司全部债务资本化比率分别为 26.81%、21.46%和 21.00%，逐年下降，主要系债务规模整体呈下降态势所致；长期债务资本化比率分别为 11.36%、12.32%和 1.86%，呈快速下降态势，主要系长期债务快速减少所致。公司整体债务负担轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 39.42 亿元，较年初增长 11.26%，主要系预收款项大幅增长所致。流动负债占比 93.53%，非流动负债占比 6.47%，流动负债占比小幅上升。公司预收款项 15.45 亿元，较年初大幅增长 85.56%，主要系预收货款增长所致。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 12.85 亿元，较年初下降 8.52%，主要系应付票据下降所致，其中短期债务和长期债务占比分别为 92.20%和 7.80%，债务结构较年初变动不大；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 42.13%、19.18%和 1.82%，均较年初无较大变动。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 4.02%，主要系利润累积所致。截至 2017 年底，公司所有者权益 52.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益占比 99.63%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 24.80%、资本公积占比 3.00%、盈余公积占比 10.60%、未分配利润占比 61.61%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 54.15 亿元，较年初增长 2.48%，所有者权益构成较年初变动不大。

总体看，近三年，随着业务规模的扩大，公司负债规模整体呈上升态势；公司有息债务规模波动下降，随着应付债券即将到期，公司债务结构转为短期债务为主；目前公司债务负担较轻。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别 63.16 亿元、63.12 亿元和 116.84 亿元，其中 2017 年同比大幅增长 85.09%，主要系委托加工贸易业务收入大幅增长所致。同期，公司净利润分别为 2.80 亿元、2.42 亿元和 3.28 亿元，变动趋势同收入变动趋势基本一致，但 2017 年净利润同比增长 35.47%，低于营收增速，主要系委托加工贸易业务毛利率水平较低所致。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，年均符合增长率为 9.39%，主要系销售费用增长所致。2017 年，公司费用总额 2.03 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 41.22%、44.72%和 14.06%。2015~2017 年，公司销售费用年均复合增长 43.63%，主要系业务规模扩大所致；管理费用有所波动，三年分别为 0.87 亿元、1.02 亿元和 0.91 亿元；财务费用逐年下降，年均复合下降 17.89%，主要系利息支出减少所致。近三年，公司费用收入比分别为 2.69%、2.91%和 1.74%，费用控制能力强。

利润构成方面，2015~2017 年，公司投资收益、营业外收支规模均不大，对利润水平影响较小。

2015~2017 年，公司营业利润率分别为 7.97%、7.56%和 5.47%；总资本收益率分别为 5.19%、4.33%和 5.48%；总资产报酬率分别为 5.93%、4.92%和 5.87%；净资产收益率分别为 5.85%、4.88%和 6.36%。上述指标在 2016 年均略有小幅下降，主要系 2016 年公司利润水平有所下降所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.83 亿元，同比增长 41.84%，主要系委托加工贸易业务、铁路货运及临港物流业务收入同比增长所致；实现净利润 1.28 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.29 亿元。

总体看，随着委托加工贸易业务规模的扩大，公司收入水平快速增长，但由于委托加工贸易业务毛利率较低，公司营业利润率有所下降；公司费用控制能力强。整体看，公司盈利能力一般。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，随着业务规模的扩大，公司经营活动流入现金规模逐年增长，年均复合增长率为 32.50%，2017 年经营活动流入现金 124.28 亿元；公司经营活动流出

现金变动趋势同经营活动流入现金趋势基本一致，年均复合增长率为 34.65%，2017 年经营活动流出现金 120.67 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生现金流量净额分别为 4.23 亿元、4.68 亿元和 3.61 亿元，持续呈净流入状态。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动主要是委托银行理财和委托银行贷款业务；随着委托银行理财和委托银行贷款规模的变化有所波动；投资活动产生现金流量净额分别为 -6.39 亿元、0.55 亿元和 -5.61 亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入金额波动下降，三年分别为 6.26 亿元、1.80 亿元和 2.50 亿元，筹资手段主要是发行债券和银行借款；筹资活动现金流出金额分别为 1.17 亿元、9.94 亿元和 0.96 亿元，其中 2016 年流出规模大幅增长 750.75%，主要系当年偿还债务规模较大所致；公司筹资活动现金流量净额分别为 5.09 亿元、-8.14 亿元和 1.54 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 -1.65 亿元；投资活动现金流量净额 -0.10 亿元；筹资活动现金流量净额为 1.49 亿元。

总体看，近三年，公司经营活动现金流呈持续净流入状态，较为稳健；投资活动主要是委托银行理财和委托银行贷款活动，波动较大；公司筹资压力一般。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 2.42 倍、2.66 倍和 1.57 倍；速动比率分别为 1.18 倍、0.99 倍和 0.54 倍，流动比率和速动比率在 2017 年均均有较大幅度下降，主要系 2017 年公司流动负债大幅增长所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.91 倍、1.17 倍和 0.59 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度有待提高。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 22.38%、29.18%和 10.99%。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 8.70%，主要系利润总额波动增长所致，2017 年公司 EBITDA 为 6.94 亿元，主要由折旧（占比 29.00%）和利润总额（占比 64.64%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 12.01 倍、13.58 倍和 22.01 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.33 倍、0.41 倍和 0.49 倍。EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均很高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司授信总额为 20.00 亿元，尚未使用的授信额度为 14.24 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司无对外担保以及重大未决诉讼情况。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G1021020100018840Q），截至 2018 年 5 月 4 日，公司无不良和关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力强。考虑到公司的股东背景以及公司作为国内铁路行业现代物流示范性企业，现金获取能力较强、融资渠道畅通的优势，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 3 月底，公司债务总额为 12.85 亿元，本次债券拟发行规模为不超过 15 亿元，相对于公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司整体债务水平影响较大。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 15 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 22.81%、33.97%和 50.12%，分别较未发行前上升 20.99 个百分点、14.78 个百分点和 8.00 个百分点，债务负担大幅上升，但仍处于较低水平，同时考虑到部分募集资金拟用于偿还金融机构借款或偿还到期公司债券，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2017 年底的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 6.94 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.46 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金流入 124.28 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 8.29 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度高；现金类资产 7.64 亿元，为本次债券发行额度（15 亿元）的 0.51 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较低。

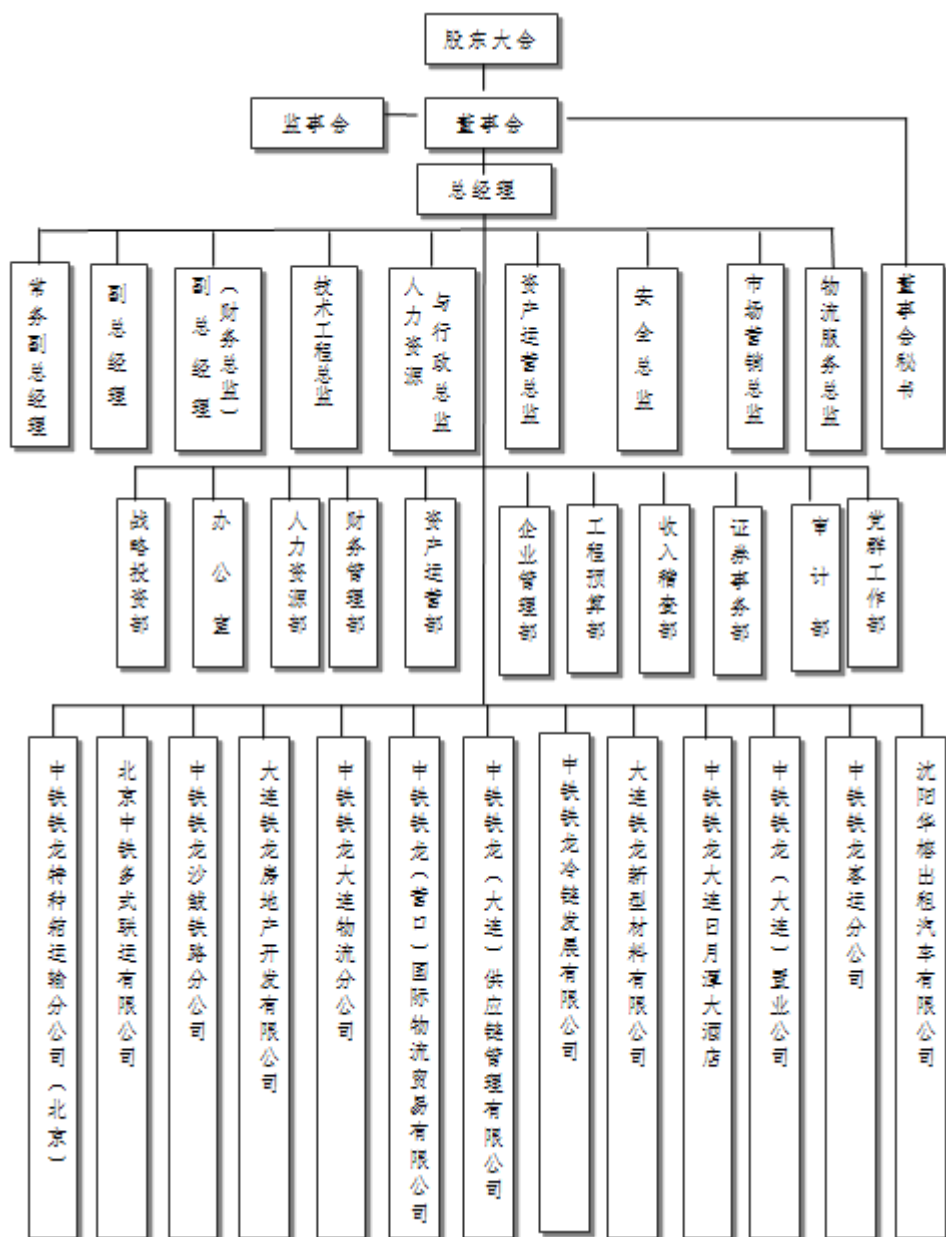
综合以上分析，并考虑到公司是我国铁路系统的优质企业之一及首家铁路 A 股上市公司，在股东背景、业务资质、业务规模等方面具有较强的行业竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为国内铁路行业现代物流示范性企业，在股东背景、铁路特种集装箱运营、沙鲮铁路运营权等方面具有较强的独特优势。近几年，随着公司委托加工贸易业务规模的扩大，公司收入规模整体呈大幅增长态势，盈利状况保持稳定，经营活动现金流较为稳健。同时，联合评级也关注到公司所属的铁路运输行业受国家宏观经济情况及政策影响较大，宏观经济不景气使得终端运输需求下降，贸易业务毛利率低等因素对公司信用水平产生的不利影响。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	75.60	75.07	88.27	93.57
所有者权益（亿元）	48.83	50.34	52.84	54.15
短期债务（亿元）	11.62	6.68	13.05	11.85
长期债务（亿元）	6.26	7.07	1.00	1.00
全部债务（亿元）	17.88	13.76	14.05	12.85
营业收入（亿元）	63.16	63.12	116.84	28.83
净利润（亿元）	2.80	2.42	3.28	1.28
EBITDA（亿元）	5.87	5.60	6.94	--
经营性净现金流（亿元）	4.23	4.68	3.61	-1.65
应收账款周转次数（次）	63.48	59.57	84.07	--
存货周转次数（次）	2.47	2.32	3.63	--
总资产周转次数（次）	0.89	0.84	1.43	--
现金收入比率（%）	108.01	108.33	103.76	94.52
总资本收益率（%）	5.19	4.33	5.48	--
总资产报酬率（%）	5.93	4.92	5.87	--
净资产收益率（%）	5.85	4.88	6.36	--
营业利润率（%）	7.97	7.56	5.47	8.19
费用收入比（%）	2.69	2.91	1.74	2.24
资产负债率（%）	35.40	32.94	40.14	42.13
全部债务资本化比率（%）	26.81	21.46	21.00	19.18
长期债务资本化比率（%）	11.36	12.32	1.86	1.82
EBITDA 利息倍数（倍）	12.01	13.58	22.01	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.41	0.49	--
流动比率（倍）	2.42	2.66	1.57	1.50
速动比率（倍）	1.18	0.99	0.54	0.52
现金短期债务比（倍）	0.91	1.17	0.59	0.59
经营现金流动负债比率（%）	22.38	29.18	10.99	-4.48
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.39	0.37	0.46	--

1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2018年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。4、长期应付款中的有息债务部分已计入长期债务。

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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	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 + 营业费用 + 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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 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。

联合信用评级有限公司关于 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，在每年中铁铁龙集装箱物流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，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。

中铁铁龙集装箱物流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。中铁铁龙集装箱物流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中铁铁龙集装箱物流股份有限公司的相关状况，如发现中铁铁龙集装箱物流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。

如中铁铁龙集装箱物流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，直至中铁铁龙集装箱物流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中铁铁龙集装箱物流股份有限公司、监管部门等。

