

信用评级公告

联合〔2020〕4350号

联合资信评估股份有限公司通过对神州高铁技术股份有限公司及其拟 2020 年面向专业投资者公开发行的公司债券（第二期）的信用状况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，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（第二期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二〇年十一月十七日



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（第二期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过4亿元（含）

本期债券期限：3年

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

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟用于偿还存量债务及补充流动资金

评级时间：2020年11月17日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对神州高铁技术股份有限公司（以下简称“公司”或“神州高铁”）的评级，反映了公司在轨道交通安全检测监测技术、数据采集分析技术、智能化维护技术的研发与应用等方面具备综合优势。近年来，公司通过产业并购积极扩张，完成了对轨道交通市场全产业链布局，所有者权益和收入规模持续增长，主业盈利能力有所好转。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，联合资信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。联合资信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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，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，行业头部企业发展潜力大。
2. **公司在细分市场地位突出。**神州高铁是中国首家在轨道交通运营维护领域涵盖全产业链装备及运营维保服务的上市公司，参与国家标准制定，在国内细分市场占有率高；近

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	3	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F2	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	2	
			现金流量	3	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由				调整子级	
—				—	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：唐玉丽

李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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，公司商誉为 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—9 月，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入同比大幅下降，净利润出现亏损，需持续关注生产经营能否回归正常水平。

主要财务数据：

发行人—神州高铁技术股份有限公司

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	10.79	11.24	14.85	--
资产总额(亿元)	106.78	104.66	120.45	122.66
所有者权益(亿元)	71.87	74.05	75.76	73.17
短期债务(亿元)	11.75	11.53	22.68	27.03
长期债务(亿元)	0.00	2.34	2.42	8.22
全部债务(亿元)	11.75	13.88	25.11	35.25
营业收入(亿元)	23.31	25.65	32.20	9.53
利润总额(亿元)	10.19	4.35	5.47	-2.40
EBITDA(亿元)	11.08	5.67	7.34	--
经营性净现金流(亿元)	-0.53	-5.91	0.05	0.56
营业利润率(%)	47.46	47.78	47.67	34.71
净资产收益率(%)	12.38	4.62	6.04	-3.21
资产负债率(%)	32.69	29.25	37.10	40.35

全部债务资本化比率(%)	14.05	15.78	24.89	32.51
流动比率(%)	189.03	203.24	161.32	142.21
经营现金流动负债比(%)	-1.54	-21.31	0.13	--
现金短期债务比(倍)	0.92	0.97	0.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	34.11	8.95	7.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.06	2.45	3.42	--

公司本部(母公司)				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	60.98	61.80	69.90	74.43
所有者权益(亿元)	39.80	40.28	38.18	36.92
全部债务(亿元)	8.44	8.64	21.14	27.25
营业收入(亿元)	0.84	1.11	5.32	0.17
利润总额(亿元)	1.40	1.47	0.24	-1.08
资产负债率(%)	34.73	34.83	45.38	50.39
全部债务资本化比率	17.49	17.66	35.63	42.47
流动比率(%)	83.95	72.06	67.13	54.66
经营现金流动负债比	8.08	45.64	7.30	0.99

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—9 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，长期应付款中的融资租赁款已调入长期债务指标，合并口径现金类资产已扣除受限货币资金

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

担保方—中国投融资担保股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	191.65	204.53	265.13	281.51
所有者权益(亿元)	100.29	101.27	106.67	135.40
净资产(亿元)	48.85	35.66	41.33	--
营业收入(亿元)	16.89	28.74	22.97	32.91
利润总额(亿元)	8.82	20.95	9.70	12.26
净资产收益率(%)	8.20	18.46	7.99	7.47
期末担保余额(亿元)	1263.98	678.98	501.67	518.81
融资性担保放大倍数(倍)	6.37	4.25	3.24	--
净资产担保倍数(倍)	25.87	19.04	12.14	--
净资本/净资产比率	48.71	35.22	38.74	--
当期担保代偿率(%)	0.07	0.0013	0.28	0.21
累计担保代偿率(%)	0.07	0.05	0.07	0.08

资料来源：中投保审计报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/08/06	唐玉丽 李敬云	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法(主体) 原联合信用评级有限公司工商企业信用评级模型	阅读全文
AA	稳定	2019/08/12	张豪若 李明 刘丙江	一般工商企业主体信用评级方法(2019 年) 一般工商企业主体信用评级模型(2019 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由神州高铁技术股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

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（第二期）

信用评级报告

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。1989年10月11日，公司经深圳市人民政府深府办（1989）570号文批准成立，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，公司以内部发行方式按每股面值10元发行普通股100万股，共计1000万元，以此作为注册资本。1992年，经深交所深证市字（1992）第10号文批准，公司股票于1992年5月7日在深圳证券交易所上市流通，股票代码：000008.SZ。1999年以来，公司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，于2015年3月10日变更为现名。

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区宝利来实业有限公司（以下简称“宝利来实业”）与北京市海淀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“海淀国投公司”）签署了《关于神州高铁技术股份有限公司股份转让协议书》，文炳荣先生和宝利来实业分别向海淀国投公司转让其持有的30000万股、5000万股公司股份。股权转让完成后，海淀国投公司持有公司35000万股股份，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9月末，公司股本为278079.53万股，国投高新持有公司71241.85万股份（持股比例25.62%，无质押），为公司控股股东，海淀国投公司为第二大股东（持股比例12.59%）。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”）。

公司经营范围：轨道交通、计算机网络的软件开发、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9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。公司组织架构图详见附件。

截至2019年末，公司合并资产总额120.45亿元，所有者权益合计75.76亿元（含少数股东权益1.19亿元）；2019年，公司实现营业收入32.20亿元，利润总额5.47亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额122.66亿元，所有者权益73.17亿元（含少数股东权益1.29亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入9.53亿元，利润总额-2.40亿元。

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

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（第二期）”，本期债券规模为不超过4亿元（含4亿元），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。

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。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷

中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处

于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出

口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元(同比增长-1.8%)，对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元(同比增长 5.6%)，对美国累计进出口额为 1.64 万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为 1.03 万亿元(同比增长 0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上

年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期(分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出

(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元,较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善。2020 年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%,较 3 月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。为应对经济下行压力,帮助企业渡过难关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模性财政政策,大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元(较上年增加 1.6 万亿元,增幅 74.4%),并加快发行使用进度和使用范围,支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,同时增加用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金;发行抗疫特别国债 1 万亿元,增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元,赤字率 3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行,加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合,实施三次降准,为市场注入了适度充裕的流动性;三次下调 LPR 报价利率,引导贷款利率下行;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”),为小微企业信贷融资创造了良好环境,不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本,而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元,中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点,调整后,3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%,再贴现利率为 2%,进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。为此,下半年财政政策要更加积极有为、注重实效,要保障重大项目建设资金,注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%)，下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、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 8029 亿元，连续六年保持在 8000 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。据中国国家铁路集团有限公司统计数据显示，2020 年上半年全国铁路投产新线 1178 公里，其中高速铁路 605 公里，固定资产投资完成 3258 亿元，与 2019 年同期投资基本持平，呈高位平稳趋势。

城市轨道交通方面，城市轨道交通与城市发展关系密切，是国家战略的重点推进方向。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 6736.2 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 5958.90 亿元，在建项目的可研批复投资累计 46430.30 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 7339.40 公里。根据城市轨道交通协会统计显示，2020 年上半年我国内地新增运营线路 272.54 公里，新增投资约 2306.15 亿元，持续高速增长，累计已有 41 个城市开通城市轨道交通运营线路 6917.62 公里，再创历史新高。

货运铁路市场方面，2020 年 7 月 30 日，中共中央政治局会议提及“加快形成以国内大

循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。“公转铁”“铁水联运”等方式能有效降低整体物流运输成本，提高物流效率和经济性。根据地方铁路协会数据显示，截止 2019 年 12 月末，全国货运线路共计 625 条，运营里程为 10.6 万公里。

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

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，系统化解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

着中国铁路设备走向国门，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化解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 8000 亿元，到 2020 年铁路后市场规模将超过 2000 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 6374 公里，而 2018 和 2019 年分别通车 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 3000 到 4500 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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，公司股本为278079.53万股，公司控股股东为国投高新，持股比例为25.62%，未质押，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司是国家开发投资集团有限公司控股子公司国投高新旗下上市公司以及国投高新混合所有制试点企业，具备轨道交通运营维保全产业链智能装备系统和智能运维服务体系，是中国唯一一家完成了机车、车辆、信号、供电五大专业领域系统布局的公司。

公司是国投高新的混合所有制试点企业，下设多家子公司。经过多年持续投入，公司完成了从运维装备提供商到运营综合服务商的战略跨越，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。公司运维装备覆盖车辆、信号、线路、供电等全专业领域，在国铁市场为18个铁路局的300余个高铁、普铁检修基地和段所提供了运维装备，为高铁等2500余个车站提供信号系统；在城轨市场为42座城市提供了运维装备及系统集成。公司引进国内顶尖的运营管理团队，先后布局天津地铁7号线、天津地铁2号线、三洋货运铁路等项目的线路运营，目前已获取合计超过1000延长公里的长期运营权。

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。

3. 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 1508 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，有望成为公司业绩新增长点。

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。

4. 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%。

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 2020 年 9 月末，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2618人，人员学历和岗位情况可满足公司发展需要。

表2 截至2019年末公司员工情况

类别	构成	占比(%)
教育程度	硕士研究生及以上	10.65
	本科	46.07
	大专及以下	43.28
岗位分布	生产人员	11.04
	销售人员	10.73
	技术人员	57.60
	财务人员	4.39
	行政人员	16.23

资料来源：公司提供

6. 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9月末，公司在国投财务公司的贷款余额为10.00亿元，承兑业务余额为0.21亿元。

表3 截至2020年9月末公司在国投财务公司的存贷款余额（单位：万元）

项目	金额
存款余额	3134.39
贷款余额	100000.00
承兑业务余额	2074.90

资料来源：公司提供

7. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91110000192184333K），截至2020年11月3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1笔承兑汇票垫款记录，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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设

立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

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. 管理水平

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。

七、经营分析

1. 经营概况

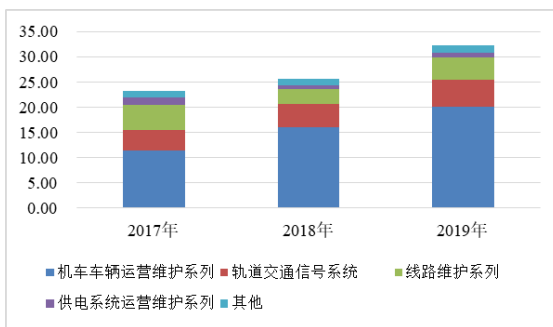
2017—2019年,受项目增长带动,公司营业收入逐年增长,综合毛利率保持在较高水平。

2020年1—9月受新冠肺炎疫情影响,公司营业收入和利润总额均大幅下降。

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。

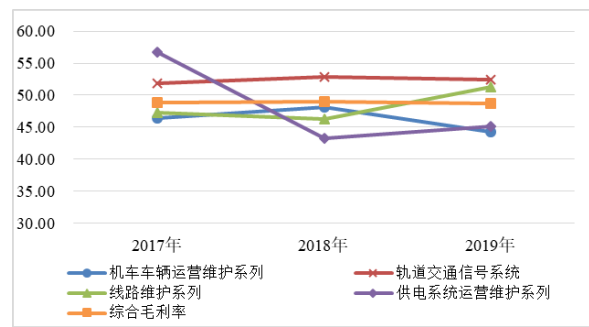
2017—2019年,公司营业收入逐年增长,年均复合增长17.54%,主要系公司通过重组并购转型轨道交通运维行业,并积极扩展全产业链产品所致;公司利润总额波动下降,分别为10.19亿元、4.35亿元和5.47亿元,年均复合下降26.76%,主要系投资收益波动下降所致。

图1 2017—2019年及2020年1—9月主要收入构成情况(单位:亿元)



资料来源:公司提供

图2 2017—2019年及2020年1—9月公司主要业务板块毛利率变化趋势(单位:%)



资料来源:公司提供

表4 2017—2019年及2020年1—9月公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—9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	5.52	57.93	29.84
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	1.88	19.72	45.85
线路维护系列	4.98	21.36	47.32	2.86	11.13	46.20	4.44	13.78	51.34	0.96	10.11	24.98
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	0.50	5.20	68.99
其他	1.39	5.98	58.03	1.37	5.34	53.24	1.51	4.68	87.19	0.67	7.04	45.43
合计	23.31	100.00	48.90	25.65	100.00	48.92	32.20	100.00	48.64	9.53	100.00	35.64

资料来源:公司提供

注: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

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%，占营业收入的比重波动下降；线路维护业务收入波动减少，年均复合下降5.60%，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。

2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，公司主要子公司均分布于武汉、北京等疫区，项目机会、招投标、订单获取、生产、交付、验收受影响严重，机车车辆运营维护系列收入同比下降35.39%，轨道交通信号系统收入同比下降43.62%，线路维护系列收入同比下降66.13%；供电系统运营维护系列收入同比增长182.55%，主要系公司收购上海锦申铁道科技有限公司（以下简称“上海锦申”）所致。综合以上因素影响，2020年1—9月，公司实现营业收入9.53亿元，较上年同期下降38.91%，利润总额为-2.40亿元。

从毛利率来看，2020年1—9月，公司机车车辆运营、轨道交通信号系统、线路维护系列毛利率分别较上年同期下降23.95个百分点、6.87个百分点和24.37个百分点，主要系①2018年开始公司逐步拓展城市轨道业务（毛利率低于大铁业务），城轨业务占比逐步提升；②受新冠肺炎疫情影响，2020年上半年新签合同下降，

收入确认以2019年存量合同中的集成业务为主，相较于单品业务，集成业务毛利率较低、工期较长；③受新冠肺炎疫情影响，项目工期延长了施工成本所致。2020年1—9月，公司供电系统运营维护系列毛利率较上年同期上升19.11个百分点，主要系上海锦申毛利率较高所致。综合以上因素影响，2020年1—9月，公司综合毛利率为35.64%，较上年同期下降17.66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）、接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。

表5 2018-2019年及2020年1-9月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
2020 年 1-9 月	神铁车辆	48.99	29.19	4.41	-0.01
	武汉利德	13.26	6.34	0.84	-0.34
	交大微联	13.54	11.19	1.88	0.21
	华高世纪	5.50	4.89	0.67	0.01

资料来源：子公司财务报表合并口径

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。

2019 年，交大微联和华高世纪净利润较上年有所下降。2020 年 1-9 月，受疫情影响，公司重要子公司的营业收入及净利润均较上年同期明显下降。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 6 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，公司向前五大供应商采购金额占采购总额的比例波动下降，并处于较低水平。2020 年 1—9 月，公司向前五大供应商采购金额为 2.00 亿元，占采购总额的比例为 11.09%。

表 7 2017—2019 年公司前五大供应商情况

(单位: 亿元、%)

年份	供应商	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
	嘉善华瑞赛晶交流技术有限公司	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；信号领域中为计算器连锁系统；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，销量逐年增长。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 8 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	2789	2950	2964
生产量	2585	2416	2703
库存量	1173	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: 公司提供

(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, 公司向前五大销售客户销售金额占销售总额的比例逐年下降, 其中 2019 年较上年大幅下降, 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。2020 年 1—9 月, 公司向前五大客户的销售金额为 7.93 亿元, 占销售总额的 43.78%。

表 9 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, 公司整体经营效率一般。

2017—2019 年, 公司销售债权周转次数波动下降, 分别为 1.07 次、0.89 次和 0.91 次; 存货周转次数持续上升, 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。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的改善, 2019 年公司经营效率指标较上年有所好转。

表 10 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 与联合资信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；销售债权周转次数由应收账款周转率替代

资料来源：Wind，联合资信整理

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年末开通运营。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2600万吨，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。

表11 截至2020年9月末公司主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2020年9月末已投资	计划投资		
			2020年10—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	0.00	--	--
天津地铁7号线一期工程PPP项目	1.57	0.19	0.00	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	0.00	0.17	0.32
三洋铁路项目公司	16.00	6.00	0.00	6.00	4.00
台州杭绍台高铁投资管理合伙企业（有限合伙）	0.95	0.70	0.10	0.15	0.00
合计	23.08	9.89	0.10	6.70	4.64

资料来源：公司提供

(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增资16.00亿元，2021年末前分三次出资（2020—2021年，公司按照6亿元、6亿元、4亿元分期出资，截至2020年9月末已出资6.00亿元），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。

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，受几轮疫情反复影响，项目生产、交付、验收受阻，导致收入同比大幅下降，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。

八、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—9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2017—2019年数据引用2017年、2018年和2019年审计报告期末数/本期数。

从合并范围来看，截至2017年末，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年末，公司纳入合并范围的子公司共22家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2019年末，公司合并资产总额120.45亿元，所有者权益合计75.76亿元（含少数股东权益1.19亿元）；2019年公司实现营业收入32.20亿元，利润总额5.47亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额122.66亿元，所有者权益73.17亿元（含少数股东权益1.29亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入9.53

亿元，利润总额-2.40亿元。

2. 资产质量

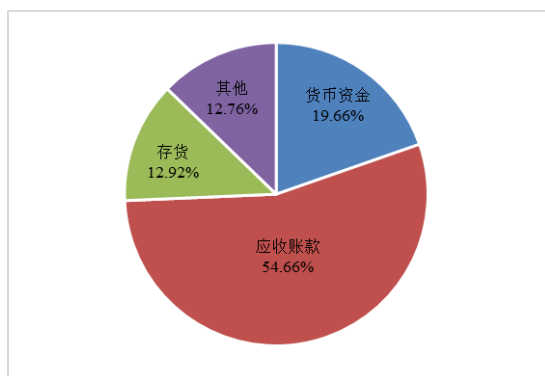
2017—2019年末，公司资产规模波动增长，资产结构相对均衡；流动资产中应收账款和存货对营运资金占用明显；非流动资产中商誉规模很大，存在减值风险，整体资产质量一般。

2017—2019年末，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年末，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3 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年末，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年末，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

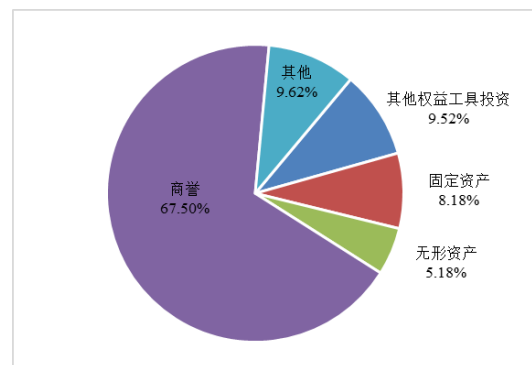
17.25%，主要系销售规模扩大所致；公司应收账款余额按账龄划分，1年以内的占64.76%，1~2年的占21.51%，2~3年的占10.00%，3年以上的占3.73%，账龄偏长；从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计5.65亿元，占应收账款余额的14.30%，集中度一般；公司累计计提应收账款坏账准备3.37亿元，计提比例8.52%。

2017—2019年末，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年末，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4 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年末，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年末，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年末，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1915.95万元，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 12 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	累计减值准备	账面价值
北京新联铁集团股份有限公司	96591.73	802.72	95789.02
南京拓控信息科技股份有限公司	9922.87	0.00	9922.87
北京交大微联科技有限公司	88588.56	0.00	88588.56
北京华高世纪科技股份有限公司	65651.73	0.00	65651.73
武汉利德测控技术有限公司	56115.61	0.00	56115.61
苏州华兴致远电子科技有限公司	18251.51	0.00	18251.51
北京联讯伟业科技发展有限公司	17897.66	0.00	17897.66
广州神铁牵引设备有限公司	5064.75	0.00	5064.75
北京地平线轨道技术有限公司	1554.33	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	8203.86	0.00	8203.86
合计	368218.97	1915.95	366303.02

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 13 截至 2019 年末公司受限资产情况
(单位: 万元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	11933.87	0.99	承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金
固定资产	406.76	0.03	未办妥产权证
合计	12340.63	1.02	--

资料来源：公司审计报告

截至2020年9月末，公司合并资产总额为122.66亿元，较上年末变化不大。其中，公司货币资金8.22亿元，较2019年末下降36.85%，主要系公司支付联营企业投资款增加所致；长期应收款7.89亿元，较上年末增长202.62%，主要系公司融资租赁业务增加所致；公司长期股权投资6.61亿元，较上年末增长730.37%，主要系公司增加对联营企业投资所致。公司资产结构中流动资产占46.42%，非流动资产占53.58%，非流动资产较上年末占比上升8.53个百分点。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2017—2019 年末，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 年末，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%。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 9 月末，公司所有者权益合计 73.17 亿元，较上年末下降 3.43%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.23%，公司所有者权益结构较上年末变化不大。

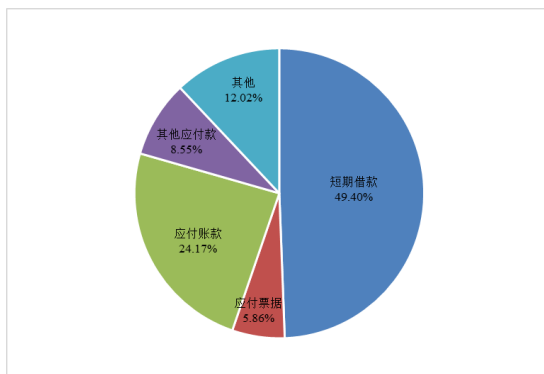
(2) 负债

2017—2019 年末，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 年末，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 年末，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 5 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 年末，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。

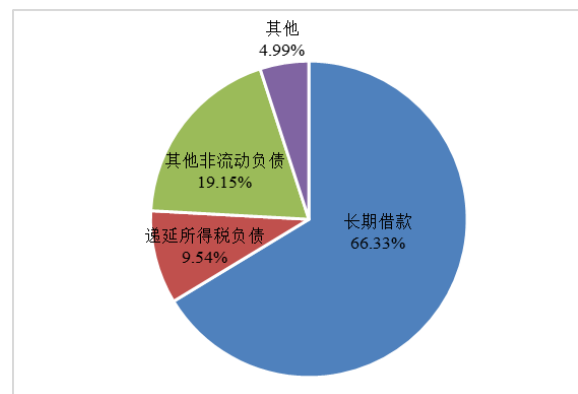
2017—2019 年末，公司应付票据波动增长，年均复合增长 100.04%。截至 2018 年末，公司应付票据为 3.04 亿元，较上年末增长 406.50%，主要系公司采购业务增加所致。截至 2019 年末，公司应付票据为 2.41 亿元，较上年末下降 21.00%，其中商业承兑汇票占 63.72%，银行承兑汇票占 36.28%。

2017—2019 年末，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 年末，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 年末，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 6 截至 2019 年末公司非流动负债构成



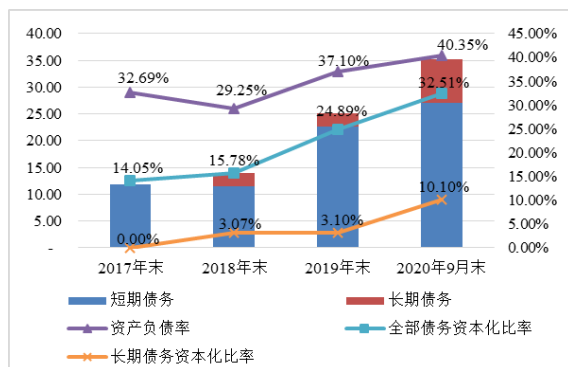
资料来源：公司审计报告

2017—2019 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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 7 2017—2019 年末及 2020 年 9 月末公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额为 49.49 亿元，较上年末增长 10.76%，主要系公司增加

银行借款和发行公司债券所致。其中，流动负债占 80.90%，非流动负债占 19.10%，负债结构较上年末变化不大。

截至 2020 年 9 月末，公司全部债务为 35.25 亿元，较上年末增长 40.40%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 27.03 亿元（占 76.68%），较上年末增长 19.18%，主要系短期借款增加所致；长期债务 8.22 亿元（占 23.32%），较上年末增长 238.96%，主要系发行公司债券和新增融资租赁借款所致。截至 2020 年 9 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 40.35%、32.51%和 10.10%，较上年末分别上升 3.25 个百分点、7.62 个百分点和 7.00 个百分点，公司债务负担有所加重。

4. 盈利能力

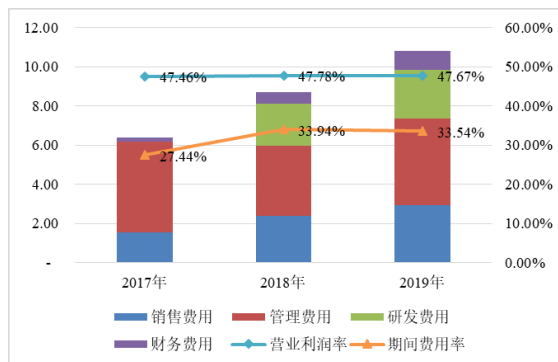
2017—2019 年，公司收购的各子公司盈利模式均较为成熟，收入规模稳定增长；公司所处行业属于技术和人才密集型行业，期间费用对利润侵蚀严重；公司投资收益和其他收益可为利润形成一定补充，投资收益主要来源于非主业子公司的处置收益，不具备可持续性且波动较大，影响公司利润稳定性。公司整体盈利能力处于行业中上水平。

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；公司利润总额波动下降，分别为 10.19 亿元、4.35 亿元和 5.47 亿元，年均复合下降 26.76%，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、

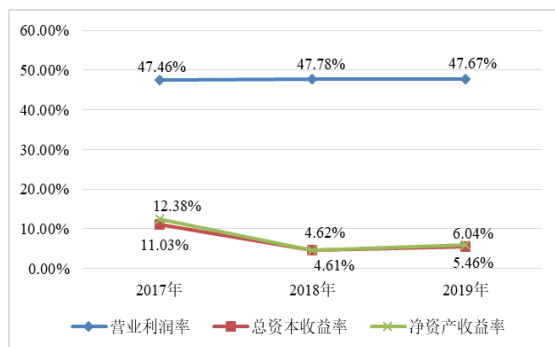
客户招待和服务费增加所致。2017—2019 年，公司管理费用逐年增长，年均复合增长 20.77%，主要系职工薪酬增加所致。2017—2019 年，公司研发费用逐年增长，年均复合增长 23.09%，主要系公司加大研发投入所致。2017—2019 年，公司财务费用快速增长，年均复合增长 115.65%，主要系公司融资规模增加和融资成本上升所致。2017—2019 年，公司期间费用率波动上升，分别为 27.44%、33.94%和 33.54%，期间费用对公司营业利润侵蚀严重。

图 8 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、联合资信整理

图 9 2017—2019 年公司盈利指标 (单位：%)



资料来源：公司审计报告、联合资信整理

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，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 12.38%、4.62%和 6.04%。从行业对比看，公司盈利能力处于行业中上水平。

表 14 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 与联合资信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，联合资信整理

2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，公司主要子公司均分布于武汉、北京等疫区，项目机会、招投标、订单获取、生产、交付、验收受影响严重，公司实现营业收入9.53亿元，较上年同期下降38.91%，利润总额-2.40亿元。

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。

表 15 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司现金流量情况 (单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入量	20.72	21.76	23.81	22.11

经营活动现金流出量	21.25	27.67	23.76	21.55
经营活动现金流量净额	-0.53	-5.91	0.05	0.56
投资活动现金流入量	66.93	65.82	24.61	5.69
投资活动现金流出量	73.79	55.25	31.54	21.05
投资活动现金流量净额	-6.86	10.56	-6.93	-15.37
筹资活动现金流入量	11.32	12.59	22.29	40.29
筹资活动现金流出量	5.02	16.71	13.68	29.92
筹资活动现金流量净额	6.30	-4.12	8.61	10.36
现金收入比 (%)	72.82	77.85	68.05	204.84

资料来源：公司财务报告

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，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，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，由净流出转为净流入。2017—2019 年，公司现金收入比波动下降，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，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，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。

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，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，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。公司对外部筹资活动依赖较大。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流较上年同期由净流出转为净流入；投资活动现金流量净额较上年同期增长 171.00%，主要系公司支付联营企业投资款、支付华高世纪及上海锦申股权转让价款所致；筹资活动现金净流入量较上年同期增加 8.60 亿元，主要系公司发行超短期融资券、公司债券及借款增加所致。

6. 偿债能力

2017—2019 年，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，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，公司流动资产对流动负债的保障程度仍属较高。2017—2019 年，公司现金短期债务比波动下降，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。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，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍属较高。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 逐年上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。截至 2020 年 9 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。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	189.03	203.24	161.32
	速动比率 (%)	168.61	178.25	140.48
	经营现金流动负债比 (%)	-1.54	-21.31	0.13
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.92	0.97	0.65
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	11.08	5.67	7.34
	全部债务/EBITDA (倍)	1.06	2.45	3.42
	EBITDA 利息倍数 (倍)	34.11	8.95	7.89

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年9月末，公司无对外担保。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系。截至2020年9月末，公司共获得银行授信71.91亿元，未使用额度44.02亿元，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。

7. 母公司财务分析

母公司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，母公司资产总额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，母公司货币资金为4.59亿元。

截至2019年末，母公司负债总额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，母公司资产负债率为45.38%，较上年末上升10.54个百分点，主要系短期借款增加所致。

截至2019年末，母公司所有者权益为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。

盈利能力方面，公司主要经营实体为下属子公司，母公司层面收入规模小，盈利水平对投资收益依赖大。2019年，公司母公司实现营业收入5.32亿元，利润总额0.24亿元。

截至2019年末，母公司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。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务有一定影响；公司EBITDA和经营活动现金流对本期债券保障能力较强。

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2020年9月末，公司全部债务合计35.25亿元，本期债券拟发行的额度不超过人民币4亿元（含），占公司全部债务总额的11.35%。

以2020年9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42.23%、34.92%和14.31%，分别较发行前上升了1.88个百分点、2.40个百分点和4.21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（4.00亿元）的1.83倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。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（4.00亿元）的5.95倍，经营现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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。

十、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 2020 年 9 月末，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家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”），实际控制人国务院国有资产监督管理委员会，国投公司为实现专业化经营，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。截至 2020 年 3 月末中投保不存在股权被控股股东质押的情况。

表 17 截至 2020 年 9 月末股东持股情况单位
(单位: %)

股 东	持股比例
国家开发投资集团有限公司	48.93
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	88.74

资料来源：中投保 2020 年三季报，联合资信整理

中投保业务范围：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务；监管部门批准的其他业务：债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务，与担保

业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；仓储服务；组织、主办会议及交流活动。

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 3 家公司。

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（含少数股东权益 3.03 亿元）；2019 年，中投保实现营业收入 22.97 亿元，其中担保业务收入¹3.50 亿元，利润总额 9.70 亿元。

截至 2020 年 9 月末，中投保资产总额 281.51 亿元，所有者权益 135.40 亿元（含少数股东权益 0.05 亿元）；2020 年 1—9 月，中投保实现营业总收入 32.91 亿元，其中担保业务收入 2.07 亿元，利润总额 12.26 亿元。

中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层。

中投保法定代表人：段文务。

(2) 经营风险分析

经营概况

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，受会计核算方式变化的影响，投资收益增幅很大，2019 年仍然获得了较好的投资收益；联合资信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¹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

¹ 本文担保业务收入均指已赚保费

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。中投保近三年利润表现情况与投资收益变化趋势基本一致，2017—2019 年利润总额分别为 8.82 亿元、20.95 亿元和 9.70 亿元。

表 18 中投保营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	收入	占比	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	2.07	6.30
其中：担保业务收入	5.48	32.42	3.13	10.88	1.78	7.77	1.71	5.19
减：分出保费及收入返还	0.05	0.27	0.06	0.20	0.07	0.29	0.03	0.09
减：提取未到期责任准备金	-1.07	-6.31	-2.62	-9.11	-1.78	-7.76	-0.40	-1.20
投资收益	9.69	57.38	22.23	77.35	17.50	76.21	26.58	80.76
其他	0.70	4.16	0.82	2.86	1.96	8.55	4.26	12.94
营业收入合计	16.89	100.00	28.74	100.00	22.97	100.00	32.91	100.00
利润总额	8.82		20.95		9.70		12.26	

资料来源：中投保审计报告、三季度报表，联合资信整理

2020 年初由于受新冠肺炎疫情影响，中投保业务发展速度放缓，随着国内疫情逐渐缓解，业务逐渐恢复到正常状态。2020 年 1—9 月，中投保实现营业收入 32.91 亿元，同比增长 121.72%；其中投资收益为 26.58 亿元，同比增长 164.03%；公允价值变动收益为 1.71 亿元，同比增长 694.01%；已赚保费 2.07 亿元，同比减少-25.29%；其他业务占比较小。由于 2020 年 1—9 月中投保提取担保赔偿准备金和信用减值损失的大幅增长，中投保营业成本同比增长 161.98%，为 20.63 亿元。2020 年 1—9 月利润总额为 12.26 亿元，同比增长 75.88%。

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

非金融担保业务规模有所扩大，但占比仍较小。

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信贷保联动模式、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为稳定。

2020 年以来，中投保业务规模有所回升，截至 2020 年 9 月末，中投保担保业务余额为 518.81 亿元，融资性担保放大倍数为 3.25 倍，较年初变化不大。

表 19 中投保担保余额情况（单位：亿元、倍）

类别	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
金融产品担保	1246.07	647.13	469.17	--
其中：保本投资类担保	456.27	60.61	0.00	--
公共融资类担保	719.68	477.47	377.92	--
其中：公共融资类担保-公募	713.08	472.92	374.50	--
公共融资类担保-私募	6.60	4.55	3.43	--
房地产类金融担保	19.80	33.90	18.80	--
其他金融产品担保	50.32	75.14	72.45	--
非金融产品担保	17.91	31.86	32.50	--
其中：银行间接融资性担保	11.70	16.29	12.81	--
履约类担保	1.98	11.34	15.46	--
司法担保	4.24	4.23	4.23	--
合计	1263.98	678.98	501.67	518.81
扣除分保后担保余额	1241.22	653.60	489.45	--
融资性担保责任余额	619.29	419.11	336.30	387.31
融资性担保放大倍数	6.37	4.25	3.24	3.25

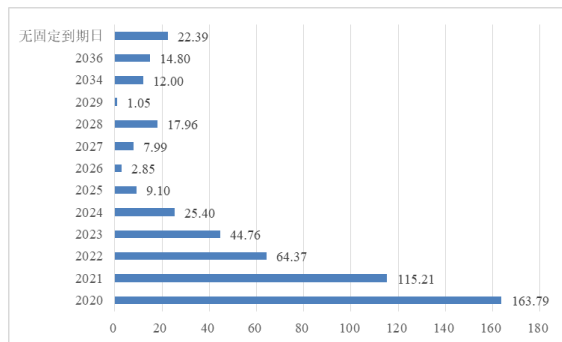
数据来源：中投保提供资料，联合资信整理

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，分别为 163.79 亿元和 115.21

亿元，合计占比达 55.62%。

图 10 截至 2019 年末中投保担保业务到期情况
(单位: 亿元)

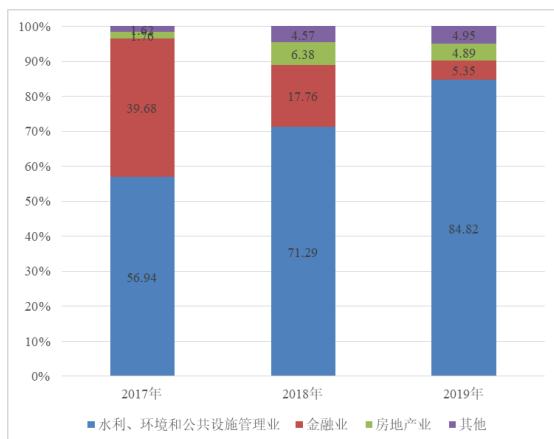


数据来源: 中投保提供, 联合资信整理

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。

图 11 中投保担保业务行业集中情况

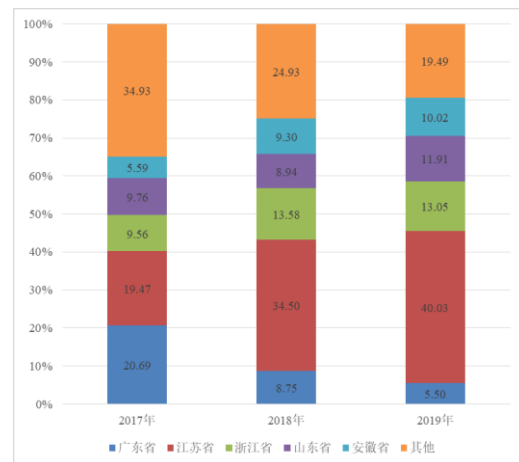


数据来源: 中投保提供资料, 联合资信整理

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。

图 12 中投保担保业务区域集中情况



数据来源: 中投保提供, 联合资信整理

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。

表 20 截至 2019 年末中投保前十大在保客户情况
(单位: 亿元)

客户名称	在保余额
嵊州市投资控股有限公司	21.00
新沂市交通投资有限公司	20.30
平度市国有资产经营管理有限公司	18.00
海盐县国有资产经营有限公司	17.40
丹阳投资集团有限公司	15.00
荣成市经济开发投资公司	15.00
宿州市城市建设投资集团(控股)有限公司	14.96
深圳市世纪海翔投资集团有限公司	14.80
广德县国有资产投资经营有限公司	14.00
如皋市经济贸易开发总公司	12.80
合计	163.26

数据来源: 中投保提供, 联合资信整理

2017 年以来, 中投保代偿金额不大, 累计

代偿率较低，联合资信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。

表 21 中投保代偿及回收水平（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
累计代偿额	1.15	1.16	1.90	2.21
累计代偿回收额	5.19	5.72	6.07	6.17
累计担保代偿率	0.07	0.05	0.07	0.08
当年代偿额	0.55	0.01	0.74	0.30
当年代偿回收额	1.00	0.53	0.35	0.10
当年解保额	778.14	731.18	265.01	146.22
当年代偿率	0.07	0.001	0.28	0.21

资料来源：中投保提供，联合资信整理

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。

截至 2020 年 9 月末，中投保投资规模为 198.91 亿元，较上年末增长 14.98%。

表 22 中投保投资业务投资品种情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
长期股权投资	0.50	20.57	30.14
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2.14	9.24	--
交易性金融资产	--	--	87.72
债务工具-债券投资	--	--	1.27
债务工具-信托计划	--	--	5.80
债务工具-理财计划	--	--	42.98
权益工具-股权投资	--	--	17.92
权益工具-基金投资	--	--	19.76
买入返售金融资产	2.01	2.38	0.11
应收款项类投资	35.21	45.20	--
委托贷款	31.61	32.20	--
应收款项类投资	3.60	13.00	--
可供出售金融资产	122.30	103.46	--
债务工具-债券投资	4.88	4.01	--
债务工具-信托计划	47.30	31.67	--
债务工具-理财计划	15.44	19.50	--
债务工具-其他	1.01	3.45	--
权益工具-股权投资	21.38	7.89	--
权益工具-基金投资	32.28	36.93	--
债权投资	--	--	32.64
委托贷款	--	--	29.80
应收款项类投资	--	--	2.84
其他债权投资	--	--	22.39
信托计划	--	--	17.91
债券投资	--	--	4.34
应计利息	--	--	0.14
合计	162.16	180.86	173.00

资料来源: 中投保提供, 联合资信整理

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) 财务风险分析

财务概况

中投保提供了2017—2019年及2020年1—9月合并财务报表,安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)对上述年度财务报表进行了审计,均出具了无保留的审计意见,2020年1—9月数据未经审计。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。

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(含少数股东权益3.03亿元);2019年,中投保实现营业收入22.97亿元,其中担保业务收入²3.50亿元,利润总额9.70亿元。

截至2020年9月末,中投保资产总额

281.51亿元,所有者权益135.34亿元(含少数股东权益0.05亿元);2020年1—9月,中投保实现营业总收入32.91亿元,其中担保业务收入2.07亿元,利润总额12.26亿元。

资本结构

近年来,中投保所有者权益规模及构成变化不大。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,2019年杠杆明显上升,2020年以来随着可续期债券的发行,杠杆水平有所回落。

2017年以来中投保主要通过利润留存和发行可续期债券补充资本。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(可续期债券)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。截至2020年9月末,中投保所有者权益135.40亿元,其他权益工具为54.87亿元,较上年末增长120.36%,主要系发行了30.00亿元可续期债券所致,占比由2019年年末的25.08%上升为40.54%,其它主要组成部分较上年末变化不大。

2017—2019年,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(占比为8.97%)、长期借款(占比为20.14%)、应付债券(占比为32.24%)和交易性金融负债(占比26.51%)为主。

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4.00亿元)占中投保资产总额的1.51%,占所有者权益总额的3.75%,占比较低。

中投保作为国内首家全国性专业信用担

² 本文担保业务收入均指已赚保费

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。

十一、结论

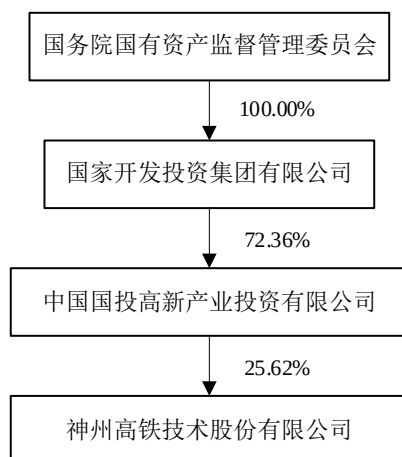
联合资信对公司的评级，反映了公司作为中国轨道交通整线运营维保全产业链智能装备系统和智能运维服务体系，在轨道交通安全检测监测技术、数据采集分析技术、智能化维护技术的研发与应用等方面具备综合优势。近年来，公司通过产业并购积极扩张，完成了对轨道交通市场全产业链布局，所有者权益和收入规模持续增长，主业盈利能力有所好转。2018年11月，公司控股股东变更为国投高新，国投高新将在业务扩展、资源导入等方面给予公司重要支持，将进一步提升公司市场竞争力。同时，联合资信也关注到公司主营业务受行业政策影响较大、公司大额应收账款和存货对营运资金占用明显、商誉规模很大且存在减值风险、经营性净现金流波动较大、受新冠肺炎疫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。联合资信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。

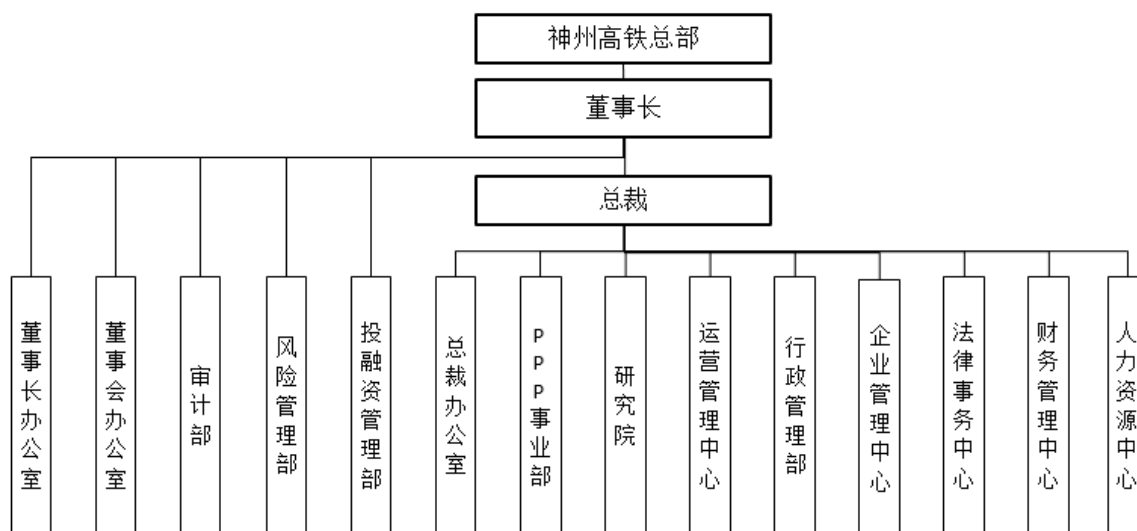
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月末神州高铁技术股份有限公司股权结构图



资料来源：公开资料

附件 1-2 截至 2020 年 9 月末神州高铁技术股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年末神州高铁技术股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
1	神铁车辆	轨道交通检测设备研发与制造	5000.00	100.00	投资设立
2	武汉利德	轨道交通工务线路维护设备研发与制造	12000.00	100.00	非同一控制下合并
3	交大微联	轨道交通信号设备研发与制造	10000.00	90.00	非同一控制下合并
4	华高世纪	轨道交通车载电子信息系统及安全监控系统研发与制造	5300.00	100.00	非同一控制下合并
5	神铁投资	投资管理	8600.00	100.00	投资设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 主体主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.79	11.24	14.85	--
资产总额（亿元）	106.78	104.66	120.45	122.66
所有者权益（亿元）	71.87	74.05	75.76	73.17
短期债务（亿元）	11.75	11.53	22.68	27.03
长期债务（亿元）	0.00	2.34	2.42	8.22
全部债务（亿元）	11.75	13.88	25.11	35.25
营业收入（亿元）	23.31	25.65	32.20	9.53
利润总额（亿元）	10.19	4.35	5.47	-2.40
EBITDA（亿元）	11.08	5.67	7.34	--
经营性净现金流（亿元）	-0.53	-5.91	0.05	0.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.07	0.89	0.91	--
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	--
现金收入比（%）	72.82	77.85	68.05	204.84
营业利润率（%）	47.46	47.78	47.67	34.71
总资产收益率（%）	11.03	4.61	5.46	--
净资产收益率（%）	12.38	4.62	6.04	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	3.07	3.10	10.10
全部债务资本化比率（%）	14.05	15.78	24.89	32.51
资产负债率（%）	32.69	29.25	37.10	40.35
流动比率（%）	189.03	203.24	161.32	142.21
速动比率（%）	168.61	178.25	140.48	117.44
经营现金流动负债比（%）	-1.54	-21.31	0.13	--
现金短期债务比（倍）	0.92	0.97	0.65	--
EBITDA 利息倍数（倍）	34.11	8.95	7.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.06	2.45	3.42	--

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 1-9 月财务报表未经审计，相关指标计算未年化；3. 2017-2019 年财务数据引用 2017 年、2018 年、2019 年审计报告期末数/本期数；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，长期应付款中的融资租赁款已调入长期债务指标，合并口径现金类资产已扣除受限货币资金

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主体主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.23	3.83	4.59	1.04
资产总额（亿元）	60.98	61.80	69.90	74.43
所有者权益（亿元）	39.80	40.28	38.18	36.92
短期债务（亿元）	8.44	6.29	18.71	22.30
长期债务（亿元）	0.00	2.34	2.42	4.96
全部债务（亿元）	8.44	8.64	21.14	27.25
营业收入（亿元）	0.84	1.11	5.32	0.17
利润总额（亿元）	1.40	1.47	0.24	-1.08
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	1.71	8.75	2.14	0.32
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	5.24	40.63	42.61	--
营业利润率（%）	5.05	7.50	14.31	--
总资本收益率（%）	3.19	3.90	1.58	--
净资产收益率（%）	3.69	3.66	0.73	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	5.50	5.97	11.84
全部债务资本化比率（%）	17.49	17.66	35.63	42.47
资产负债率（%）	34.73	34.83	45.38	50.39
流动比率（%）	83.95	72.06	67.13	54.66
速动比率（%）	83.76	71.66	67.13	54.66
经营现金流动负债比（%）	8.08	45.64	7.30	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.61	0.25	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

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. 2020 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标计算未年化；3. 2017-2019 年财务数据引用 2017 年、2018 年、2019 年审计报告期末数/本期数

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务及业务数据				
资产总额（亿元）	191.65	204.53	265.13	281.51
所有者权益（亿元）	100.29	101.27	106.67	135.40
净资本（亿元）	48.85	35.66	41.33	48.85
营业收入（亿元）	16.89	28.74	22.97	32.91
利润总额（亿元）	8.82	20.95	9.70	12.26
期末担保余额（亿元）	1,263.98	678.98	501.67	518.81
财务及业务指标				
实际资产负债率（%）	41.08	45.92	56.72	46.85
资产收益率（%）	4.25	9.39	3.54	3.31
净资产收益率（%）	9.31	18.46	7.99	7.47
单一客户集中度（%）	--	23.90	19.69	--
前五大客户集中度（%）	--	107.23	85.96	--
融资性担保放大倍数（倍）	6.37	4.25	3.24	3.25
净资本担保倍数（倍）	25.87	19.04	12.14	--
净资本/净资产比率（%）	48.71	35.22	38.74	--
净资本覆盖率（%）	75.37	82.08	117.44	--
代偿准备金率（%）	3.77	0.07	5.82	1.61
累计担保代偿率（%）	0.07	0.05	0.07	0.08
当期担保代偿率（%）	0.07	0.001	0.28	0.21

资料来源：中投保审计报告及提供资料，联合资信整理

附件 3-1 主体主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-2 担保方主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
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%
费用收入比	业务及管理费/营业收入 ×100%
资产收益率	净利润/资产总额 ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
净资本	经调整的资产-经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
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%
净资本/净资产比率	净资本/净资产 ×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值 ×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和 ×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 神州高铁技术股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，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资信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或本期债项如发生重大变化，或发生可能对神州高铁技术股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，神州高铁技术股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注神州高铁技术股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现神州高铁技术股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对神州高铁技术股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如神州高铁技术股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致神州高铁技术股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。