



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪746号

## 中国兵器工业集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中国兵器工业集团公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“中国兵器工业集团公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“中国兵器工业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“中国兵器工业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十五日

# 中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）、中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	17 兵器 01		
债券代码	143048.SH		
发行主体	中国兵器工业集团有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2017/4/12-2022/4/12, 含第 3 年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权		
上次评级时间	2018/6/25		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

债券名称	中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）		
债券简称	品种一：17 兵器 02 品种二：17 兵器 03		
债券代码	品种二：143112.SH		
发行主体	中国兵器工业集团有限公司		
发行规模	品种一：0 品种二：人民币 10 亿元		
存续期限	品种二：2017/5/16-2027/5/16		
上次评级时间	2018/6/25		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

债券名称	中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	18 兵器 01		
债券代码	143570.SH		
发行主体	中国兵器工业集团有限公司		
发行规模	人民币 50 亿元		
存续期限	2018/4/17-2023/4/17, 含第 3 年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权		
上次评级时间	2018/6/25		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

## 基本观点

2018 年，中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵器工业集团”或“公司”）依然保持战略重要性和垄断地位，同时我国国防支出稳步增长，为公司军品业务提供了良好的外部环境，在公司调整债务期限结构下财务结构更趋稳健，且盈利及获现能力依然较强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司仍面临深化整合压力、民品业务竞争激烈、重型机械与装备板块产能释放压力依然较大等不利因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持兵器工业集团主体信用等级 AAA，评级展望为稳定，维持“中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

## 正 面

- 战略重要性和垄断地位。武器装备制造业垄断程度高，兵器工业集团作为中央管理的国有重要骨干企业，承担着国家安全和三军装备发展职能，是我国陆军装备研制生产的主体，具有突出的战略地位及雄厚的综合实力；同时公司凭借长期以来积累的特殊技术优势，在部分民品领域形成技术垄断，2018 年仍保持较高的市场占有率，行业地位稳固。
- 有利的外部环境。近年来我国国防实力不断增强，国防支出持续增长，且我国国防支出占 GDP 的比例与世界主要大国平均水平相比依然偏低，未来国防开支提升仍有空间，为公司军品业务提供了有利的外部环境。



<b>债券名称</b>	中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）		
<b>债券简称</b>	18 兵器 02		
<b>债券代码</b>	143794.SH		
<b>发行主体</b>	中国兵器工业集团有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 20 亿元		
<b>存续期限</b>	2018/9/11-2023/9/11, 含第 3 年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权		
<b>上次评级时间</b>	2018/7/30		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

兵器工业集团 (合并)	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	1,460.05	1,510.98	1,619.83	1,631.81
总资产(亿元)	3,642.91	3,779.85	3,959.82	3,989.45
总债务(亿元)	927.72	995.09	998.77	1,008.65
营业总收入(亿元)	4,074.06	4,369.24	4,549.43	1,057.72
营业毛利率(%)	10.56	10.61	10.13	10.87
EBITDA(亿元)	297.48	312.45	345.22	-
所有者权益收益率(%)	7.19	7.59	7.80	10.65
资产负债率(%)	59.92	60.03	59.09	59.10
总债务/EBITDA(X)	3.12	3.18	2.89	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.06	5.83	5.72	-
兵器工业集团 (母公司)	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	456.78	458.95	497.39	496.91
总资产(亿元)	646.08	681.40	739.58	741.08
总债务(亿元)	136.40	165.90	191.00	191.00
营业总收入(亿元)	4.98	3.88	3.79	0.08
营业毛利率(%)	99.50	99.81	99.81	97.84
所有者权益收益率(%)	4.62	2.10	3.56	-0.77
资产负债率(%)	29.30	32.65	32.75	32.95

注：1、合并口径所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019年一季度所有者权益收益率经年化处理。

财务结构更趋稳健，盈利及获现能力良好。2018 年公司负债率略有下降，长期债务占比大幅提升，长短期债务比由上年末的 1.99 倍降至 0.96 倍，债务期限结构得以优化，财务结构稳健性提升；同时，公司盈利及获现能力维持较高水平，对债务本息偿还保障良好，整体偿债能力极强。

### 关注

- 公司仍面临深化整合压力。尽管公司已经采取了较大力度进行资源整合，但其下属企业和民品产品数量较多，在资源整合、产品结构调整及财务管控等方面的难度较大，对公司经营管理提出挑战。
- 民品板块市场竞争激烈，一定程度上增加公司运营压力。公司下属民品企业所涉领域较多，民品板块市场竞争激烈，产品盈利空间较易受到市场冲击，一定程度上增加了公司的运营压力。
- 重型机械与装备板块产能释放压力依然较大。公司重型机械与装备板块主要产品产能利用率长期处于低位，面临较大产能释放压力，同时若未来产品销售及价格出现下滑，较低的资产利用率将对公司经营及盈利产生负面影响。

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25日



## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

2017年4月，公司发行“中国兵器工业集团公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“17兵器01”，债券代码143048.SH，募集资金总额20亿元，票面利率4.24%；同年5月，发行“中国兵器工业集团公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，品种二债券简称“17兵器03”，债券代码143112.SH，募集资金总额10亿元，票面利率5.05%；2018年4月，发行“中国兵器工业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“18兵器01”，债券代码143570.SH，募集资金总额50亿元，票面利率4.77%；2018年9月，发行“中国兵器工业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，债券简称“18兵器02”，债券代码143794.SH，募集资金总额20亿元，票面利率4.27%。截至2018年年报出具日，公司上述债券募集资金均已全部用于补充流动资金，符合募集说明书约定的资金用途。

## 行业分析

近年我国国防支出持续增长，在国防和军队现代化建设背景下，将促进相关产业的发展，同时随着“军改”的持续推动，2018年军方订单需求已开始逐步释放，有利于军工企业的发展

国防科技工业作为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，是武器装备研制生产的骨干力量，是国家先进装备制造业的重要组成部分和国家科技创新体系的重要力量。近年来，随着国民经济的快速发展，国家经济实力和综合国力显著增强，我国军费开支也不断增加。2018年我国国防支出为11,069.70亿元，同比增长8.14%。2019年我国财政预算国防支出11,899亿元，增长约7.5%，增加的国防费将重点支持国防和军队改革，全面推进国防和军队现代化建设；围绕加快推进军民融合深度发展，做好资金保障，健全配套政策；完善优抚安置制度体系，落实退役军人待遇保障，完善退役士兵基本养老、基本医疗保险接续政策，中央财

政继续增加对军队转业干部、退役安置、优抚对象等补助经费。

党的十九大报告中强调，坚持走中国特色强军之路，全面推进国防和军队现代化，确保到2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；力争到2035年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。尽管近年来我国国防预算呈现持续增加趋势，但军费与GDP比重一直保持相对平稳状态，占比在1.3%左右浮动，投入水平远低于世界水平。2018年我国国防支出占当年GDP的比重约为1.23%，支出比例低于世界平均水平（2016年为2.4%），远低于美国的3.4%。因此，未来我国国防开支仍有增长空间，国防开支的不断增长为军工企业的业务发展提供稳定的支持。

图1：近年来中央公共财政中国防支出及增速情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2018年2月，特朗普政府公布政府预算报告，2019年美国国防预算总额达7,160亿美元，同比增长3.47%。美国四大军种武器装备的持续更新换代与海外利益保障需求的不断增强将对国防预算持续提出新的需求，美国国防预算总量仍将保持持续上升的态势。受特朗普提出的防卫自付政策影响，日、韩、英及法等国家军费也将持续增加，因此2019年世界军费在以美国为核心军事同盟的带动下，仍将继续保持稳步上升趋势。随着经济基本面的进一步改善，我国政府政策红利也将陆续释放，2019年未来我国经济增长有望进一步加快，国防预算增速或将持续增长提升。

我国国防支出主要用于武器装备、人员生活费和训练维持费三部分组成，三部分支出比例基本各占三分之一。对比俄罗斯武装部队的武器装备支出

占国防支出的60%，我国武器装备支出占比仍处于较低水平。武器装备的更新换代是提高我国军队现代化的重要因素，未来占比有望提升到40%，因此，预计未来武器装备费用增长速度将高于国防支出总体增速。

从军队改革来看，2015年11月底正式启动新一轮“军改”，此次改革总体目标为：2020年前在领导管理体制、联合作战指挥体制改革上取得突破性进展；在优化规模结构、完善政策制度、推动军民融合发展等方面的改革上取得重要成果；努力构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的“中国特色现代军事力量体系”，完善中国特色社会主义军事制度。在目标中，构建联合作战智慧体系将对军队信息化建设程度提出更高要求，也将加速军队信息化发展进程。通过信息化将海陆空天网络等多领域作战融为一体，使体系对抗成为联合作战主体，要求高效化、实战化的提高国防实力。这一目标的达成将使得军工行业享受“军改”带来的政策红利。由于装备采购需求方受到“军改”影响，2016~2017年我国军队武器装备需求受到很大的抑制，有关统计数据显示武器装备五年规划前两年装备预算执行率仅有20%~25%，项目多处于停滞状态。随着“军改”的推进，军队整体体制架构基本完成，人员逐步到位，从2018年开始军方订单需求已开始逐步释放出来。根据全军武器装备采购信息网公示信息披露，2018年军品订单采购数量超过1,000项，较前三年放量明显。

总体来看，2018年我国国防支出规模保持增长，但支出与GDP的比例仍低于世界平均水平，且基于十九大提出的军队发展的阶段性目标，预计未来我国军费支出仍有增长空间。同时随着军队信息化建设的发展与“军改”的进行，军工行业仍将具有较大的发展空间。

## 2018年，全球经济总体延续复苏态势，国际油价总体回升，油气行业整体发展向好

2018年，世界经济延续温和增长，一次能源消费133.4亿吨油当量，增幅近2.4%。其中，化石能源消费增幅超2.4%，非化石能源消费同比增长2.1%，增幅明显回落。能源消费结构的清洁低碳化

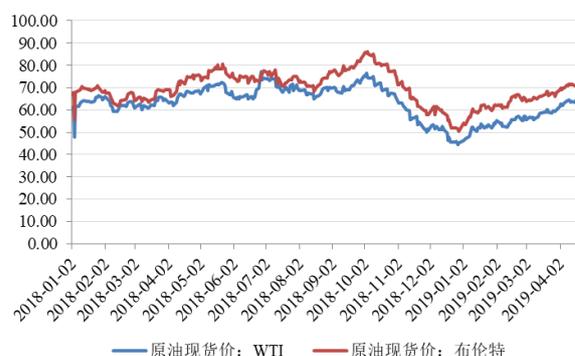
发展主要体现在化石能源消费结构的内部调整，煤炭消费占比下降，天然气消费上升。应对全球气候变化、推进能源转型已成为国际社会和能源行业共识，但各国分歧仍然较大，多种不确定性因素对各国低碳能源政策形成制约。

随着国际油价回升，全球油气投资明显增加，工程技术服务市场持续复苏，规模稳步扩大。2018年，全球勘探开发投资达4,272亿美元，同比增长14%，其中北美陆上和拉美海上增幅最大。全球工程技术服务市场规模扩大到2,651亿美元，同比增长11.7%，投资重点仍是保持和增加油气产量，对风险勘探和产能建设较为慎重。

2018年世界石油需求稳步增长，石油消费量比上年提高140万桶/日，但中美经贸摩擦、金融环境收紧、地缘政治局势紧张以及石油进口成本上升，使世界石油需求增长受到一定影响。供给方面，2018年1~5月，“减产联盟”保持超高减产执行率，助力石油市场基本面重归平衡状态；2018年5月8日，美国宣布退出伊核协议，并要求各国在11月前停止对伊朗石油进口，伊朗石油出口量逐渐下降。面对伊朗和委内瑞拉石油产量下降预期，6月23日“减产联盟”会议决定将减产执行率降低以弥补潜在的供应缺口，以沙特和俄罗斯为首的产油国随之增产，世界石油市场基本面重归平衡后再度转向过剩，国际油价全年走势呈震荡冲高后深度下挫，但年均价大幅提升。2018年，布伦特和WTI原油期货全年均价分别为71.69美元/桶和64.90美元/桶，同比分别上涨31.0%和27.6%。

图2：2018年以来国际原油价格走势

单位：美元/桶



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

天然气方面，2018年，全球天然气消费增速

5.3%，创五年来新高，达 3.86 万亿立方米。北美地区天然气消费增速大幅回升，欧洲地区增速趋缓，亚太地区继续领涨。美国和中国天然气消费增幅最大，分别达到 11% 和 16.6%。全球天然气仍处于产能集中投产期，产量持续增长，达到 3.97 万亿立方米，增速为 4.5%，供需仍显宽松，北美和欧亚大陆天然气产量合计占全球总产量的一半。全球天然气液化能力提升 7.8% 至 3.83 亿吨/年，LNG 市场供应充足，新增产能主要集中在美国、俄罗斯和澳大利亚。

总体来看，2018 年，全球经济总体延续复苏态势，国际油价总体回升，油气行业整体发展向好。化石能源的清洁低碳化发展仍是能源转型的主要方向。

### 2018 年石油和化学工业供给侧改革持续深化，行业经济效益保持较快增长，但资源制约、产能结构性矛盾、投资疲软及安全环保等问题仍较突出，未来行业发展压力仍存

自《中华人民共和国环境保护法》实施以来，2016 年至 2017 年，合计四批次中央环保督察组在全国范围内巡查，以及京津冀及周边地区“2+26”城市大气污染治理均体现了国家治理环境的力度与决心。在环保趋严大背景下，供给侧改革叠加环保高压常态化，2018 年石油和化学行业坚持深化供给侧结构性改革，大力推进创新驱动和转型升级，行业经济取得显著成绩。

根据国家统计局数据显示，截至 2018 年末，石油和化工行业规模以上企业 27,813 家，全年增加值同比增长 4.6%，比上年提高 0.6 个百分点；主营业务收入 12.4 万亿元，同比增长 13.6%；利润总额 8,393.8 亿元，同比增长 32.1%，分别占全国规模工业主营收入和利润总额的 12.1% 和 12.7%；出口交货值 7,018.7 亿元，同比增长 22.0%；资产总计 12.81 万亿元，同比增长 5.3%，占全国规模工业总资产的 11.3%，资产负债率 54.56%，比上年下降 1.4 个百分点。2018 年，石油和化工行业规模以上企业主营业务收入利润率为 6.77%，同比上升 0.95 点；其中，石油和天然气开采业利润大增 587.2%，石油加工业利润下降 3.4%，化学工业利润增幅 16.3%。总体来

看，2018 年行业经济运行呈现出效益保持较快增长、经济结构继续优化升级、出口好于预期、能源消费增长加快等主要特点。

在石油和化工行业经济高速增长背景下，行业发展仍然存在着诸多挑战和制约因素。

资源制约日益严峻。2018 年，我国石油净进口量达 4.4 亿吨，同比增长 11%；原油加工量 6.06 亿吨，同比增长 6.7%，石油对外依存度达到 69.8%，同比提高 2.6 个百分点；当年，天然气进口量达到 1,254 亿立方米，同比增幅高达 31.7%。我国石油及天然气原料对外依存度不断升高，资源约束愈发严峻。

产能仍显过剩。经多年持续发力，化工行业化解过剩产能、尤其是淘汰落后产能工作取得了一定成效。但据 2019 年 1 月 14 日中国石化发布的《2019 中国能源化工产业发展报告》显示，2019 年国内炼油能力预计增加 4,500 万吨，达 8.8 亿吨，增量全部来自民营炼厂；2020 年，预计全国炼油产能将再增 1,500 万吨，突破 9 亿吨关口。在此背景下，我国炼油产能过剩矛盾日益突出，目前我国原油一次加工能力已超过 8 亿吨，而 2017 年原油实际加工能力仅有 5.68 亿吨，产能利用率不足 70%，与世界平均水平仍存在十几个百分点的差距。

产能结构性矛盾仍然突出。一方面传统产能过剩尚未根本改变，去产能任务仍较艰巨，特别是随着近两年价格的回升，一些过剩投资冲动回升，炼油行业近年来在成品油供需矛盾加大、装置开工水平低位情况下，一批项目仍在新建或扩能，2017 年以来氯碱、聚氯乙烯新增产能亦较多。另一方面高端产品和专用化学品依然短缺，战略新兴产业发展仍显滞后。2018 年，全行业贸易逆差 2,832.6 亿美元，同比增长 43.8%，其中进口有机化学品 681.18 亿美元，同比增长 21.3%，逆差 164.4 亿美元，同比增长 12.0%；合成橡胶进口量 441 万吨，增幅 1.20%；乙二醇进口量 980 万吨，同比增长 12.8%；二甲苯（PX）进口量 1,621 万吨，同比增长 9.5%。

安全环保压力加大。2018 年 5 月 9 日，生态环境部启动打击固体废物环境违法行为专项行动，即“清废行动 2018”。从 2018 年 5 月 9 日至 6 月底，

生态环境部组织 150 个督查组，进驻长江经济带有关地市，对长江经济带固废倾倒情况进行全面摸排核实。2018 年 12 月 19 日，中国石油和化学工业联合会下发《关于开展石油和化工行业安全环保提升专项行动的通知》，标志着以提升行业安全环保工作的跨年专项行动正式启动。此次专项行动将聚焦推进责任关怀，树立安全发展、绿色发展、可持续发展理念，加强行业自律和红线意识；切实落实抓安全环保工作的主体责任；加强过程控制；强化风险管控；提升应急管理和应急处置能力等重点工作。具体分为三个阶段，一是企业自查阶段（2019 年 1 月底前），二是抽查阶段（2019 年 1 月中旬至下旬），三是回顾总结阶段（2019 年 2 月底）。2019 年 3 月 21 日，位于江苏省盐城市响水县陈家港化工园区的江苏天嘉宜化工有限公司突发爆炸事故，引起化工行业震动，江苏省出台整治方案，其他省份也对化工企业安全运行引起高度关注。这一事件对化工行业未来的发展意义深远，行业变革继续深化。

总体来看，2018 年我国石油化工行业坚持深化供给侧结构性改革，大力推进创新驱动和转型升级，行业经济运行实现较快发展；但行业产能结构性过剩矛盾和风险仍存、投资持续疲软、安全环保压力加大等问题依然困扰行业发展。

## 业务运营

公司承担着国家安全和三军装备发展职能，是我国陆军装备研制生产的主体，在军品领域主要从事陆军武器装备和三军毁伤与信息化装备研制，在国防现代化建设中发挥着重要的基础性和战略性作用。近年来公司通过实施“高新科技工程”，形成了高科技的兵器新体系；通过实施“民品跨越工程”，实现了由军民不分向军民分立、独立经营的重大跨越，形成了重型机械与装备、石油化工和特种化工以及光电信息三大军民结合的高新技术产业；通过实施“走出去”国际化战略，形成了以能源贸易、海外资源项目及国际工程承包为主的海外战略资源板块。但在各大业务板块下，公司下属企业和民品产品数量较多，在资源整合、产品结构调整及财务

管控等方面的难度较大，持续面临深化整合压力，且民品板块市场竞争激烈，产品盈利空间较易受到市场冲击，一定程度上加大了公司运营压力。

2018 年公司实现营业收入 4,545.49 亿元，同比增长 4.11%，其中重型机械与装备板块实现收入 783.34 亿元，同比增长 7.80%，业务占比为 17.23%；石油化工与特种化工板块实现收入 530.86 亿元，同比增长 3.59%，业务占比为 11.68%；光电信息板块实现收入 260.50 亿元，同比增长 17.68%，业务占比为 5.73%；海外战略资源板块实现收入 1,986.07 亿元，同比增长 13.89%，业务占比为 43.69%。

表 1：2018 年公司营业收入构成及占比情况

业务板块	收入 (亿元)	较上年增减 (%)	占比 (%)
重型机械与装备	783.34	7.80	17.23
石油化工与特种化工	530.86	3.59	11.68
光电信息	260.50	17.68	5.73
海外战略资源	1,986.07	13.89	43.69
其他	984.72	-15.23	21.66
<b>合计</b>	<b>4,545.49</b>	<b>4.11</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，借助资本市场，公司控股多家上市公司作为未来的整合平台，截至 2019 年 3 月末，其下属控股上市子公司合计 12 家，包括 7 家上海证券交易所上市公司、4 家深圳证券交易所上市公司以及 1 家香港联交所上市公司。

表 2：公司旗下上市公司及相应业务内容

上市企业简称	股票代码	主营业务
北方股份	600262	矿用车
晋西车轴	600495	车轴
长春一东	600148	汽车离合器
凌云股份	600480	金属汽车零部件、塑料汽车零部件、PE 管道系统
内蒙一机	600967	军用车辆、火炮和民用车辆的研发制造和销售
中兵红箭	000519	超硬材料、军品
北方国际	000065	国际国内工程总承包和建筑装饰工程
华锦股份	000059	石油化工和化学肥料
北化股份	002246	生产和销售硝化棉
光电股份	600184	光学材料
北方导航	600435	军品系统
安捷利实业	08298	软性电路板（简称 FPC）设计、制造、销售及软性电路板的 SMT 装配服务

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 2018 年公司重型汽车及铁路车辆等产品销量均呈现下滑趋势，产能利用率进一步下降，但重型机械与装备板块优势产品行业地位依然保持领先，具备较强市场竞争力

公司重型机械与装备板块的优势民品产品主要有重型汽车、火车轴、铁路车辆和矿用车，截至2018年末公司上述产品年产能分别为5.00万辆/年、17.00万根/年、10,000辆/年及1,000辆/年。分产品来看，2018年重卡行业销售依然保持高位，但在行业竞争日益激烈以及行业集中度持续提升下，公司订单量大幅减少，全年分别生产和销售重型汽车8,792辆和8,119辆，分别同比减少33.47%和38.71%，产能利用率为17.58%，较上年下降8.85个百分点，产能利用率进一步下降。2018年公司火车轴和铁路车辆销量均有所下滑，当年两种产品销量分别为7.88万

根和5,393辆，分别同比减少8.04%和17.07%，产能利用率分别为55.40%和51.73%，产能利用率仍处于较低水平。根据2018年9月国务院办公厅印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》，到2020年，全国货物运输结构明显优化，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高，港口铁路集疏运量和集装箱多式联运量大幅增长；与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨、增长30%，近三年将采购21.6万辆铁路货车，公司火车轴和铁路车辆销售将迎来发展机遇。矿用车方面，受益于国内外矿山行业经济回暖以及国际市场开拓得力，2018年公司分别生产和销售重型矿用车233辆和266辆，分别同比增长42.94%和75.00%，产能利用率为23.30%，较上年提高7.00个百分点。

表 3：公司重型机械与装备板块主要产品生产、销售情况

单位：辆、根、%

	重型汽车		火车轴		矿用车		铁路车辆	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
产能	50,000	50,000	170,000	170,000	1,000	1,000	10,000	10,000
产量	13,216	8,792	90,791	94,173	163	233	5,977	5,173
产能利用率	26.43	17.58	53.41	55.40	16.30	23.30	59.77	51.73
销量	13,246	8,119	85,676	78,786	152	266	6,503	5,393
产销率	100.23	92.35	94.37	83.66	93.25	114.16	108.80	104.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司重型汽车产品已在陆军、空军、二炮、海军航空兵、工程兵、中国维和部队等诸多兵种广泛使用，并广泛用于邮政、石油及化工等民用领域；铁路车轴生产能力目前在国际市场中位列第一，车轴的制造、研发能力和工艺创新能力处于国内领先地位，是参与时速 350 公里、250 公里中国标准动车组高铁车轴国产化项目的重要企业；公司下属控股上市公司北方股份是国内最大的专业矿用车研发、生产基地，是国内矿用车行业的领先者，在国际市场已经成为极具竞争力的民族品牌，行业地位稳固。

总体来看，2018 年，公司重型汽车、火车轴及铁路车辆等产品销量呈现不同程度下滑，产能利用率仍处于较低水平，但重型机械与装备板块主要产品行业地位依然保持领先。

## 2018 年公司石油化工与特种化工板块盈利空间有所下滑，但主要产品销售情况向好，业务规模稳中有升，且特种化工业务竞争优势依然明显

公司石油化工与特种化工板块主要经营企业为北方华锦化学工业集团有限公司（以下简称“华锦集团”）及其控股上市公司北方华锦化学工业股份有限公司（以下简称“华锦股份”）。华锦集团是以石化产业为主导，化肥产业为辅助的特大型化工企业。在石化产业方面，截至2019年3月末，公司拥有800万吨/年的炼油能力，柴油产能180万吨/年，乙烯产能45万吨/年。在化肥产业上，公司拥有国内大型尿素（气头尿素）生产基地，截至2019年3月末，尿素年产能132万吨。公司在化工原料与产品方面的代表产品有甲苯二异氰酸酯（TDI）、乙

醇胺等。公司全资子公司甘肃银光化学工业集团有限公司（以下简称“银光集团”）是中国聚氨酯原材料和含能材料生产基地，以含能材料、TDI和特种化工为核心产业链，成为我国含能材料生产产品种最多、能力最大的生产及科研企业之一，产品广泛用于聚氨酯以及精细化工行业。银光集团拥有TDI自主知识产权，其主导民品TDI产销国内领先，DNT、硝基二甲苯产销国内第一。截至2019年3月末，银光集团具有年产12万吨TDI、18万吨DNT和1.5万吨硝基二甲苯的生产能力。此外，公司在硝化棉市场也具备明显优势，其下属的四川北方硝化棉股份有限公司（以下简称“北化股份”）积累了70多年的硝化棉产品研发和生产经验，形成了集硝化棉生产、销售和研发于一体的产业体系。北化股份硝化棉产销量连续多年排名全球第一，在世界硝化棉行业具有强劲的竞争优势。据北化股份年报披露，2018年硝化棉产品国内市场占有率为53%，国际市场占有率为24%，保持领先的市场竞争地位。

从产销情况来看，石化产业方面，2018年公司聚乙烯产销量分别为29.72万吨和30.29万吨，其中产量规模较上年持平，销量同比增长2.75%，聚丙烯产销量分别为26.29万吨和26.62万吨，分别同比增长7.17%和8.70%，主要产品销售情况良好。化肥业务方面，受益于市场回暖，2018年公司化肥产品产销量分别同比大幅增长34.04%和46.37%，且在尿素产品价格上升下，业务盈利情况向好。同期公司TDI和民用硝化棉产品产销量较上年变动不大，保持了领先的市场地位，但2018年TDI价格持续下滑，对该产品业务规模及盈利能力产生较大负面影响。2018年公司石油化工及特种化工板块主要产品销售依然较为顺畅，产销率保持较高水平。全年公司石油化工与特种化工板块实现收入530.86亿元，同比小幅增长3.59%，板块毛利率为19.95%，较上年下降2.92个百分点，主要受石化产品价格波动影响。

表 4：公司石油化工与特种化工板块主要产品产销情况

单位：万吨

	最新产能	2017		2018	
		产量	销量	产量	销量
甲苯二异氰酸酯（TDI）	12	9.24	9.51	10.70	10.70
民用硝化棉	6	4.97	4.84	4.36	4.32
化肥	130	58.81	55.32	78.83	80.97
聚乙烯	70	29.72	29.48	29.72	30.29
聚丙烯	45	24.53	24.49	26.29	26.62

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018年公司石油化工与特种化工板块主要产品销售情况向好，产销率保持较高水平，业务规模稳中有升，但板块盈利空间有所下滑，石化行业具有一定的周期性，业内企业盈利水平易受国内外经济环境变化、原油进口价格以及产品价格波动等因素影响，中诚信证评对公司石化业务盈利稳定性予以关注。

## 2018年公司光电信息业务板块依然保持较强的技术优势及市场竞争力，行业地位突出，整体业务规模稳步提升

在光电信息与新能源新材料领域，公司生产的以特种钢、人造金刚石、光电材料与器件、光学玻璃等优势产品为代表的系列产品在国内市场具有较强的市场优势和技术优势。其中，人造金刚石产品的市场占有率位居国内第一；民爆器材、塑料管材、石油钻具等多个品种产品产销量均位居全国前列。2018年公司光电信息板块实现收入260.50亿元，同比增长17.68%，业务规模稳步提升。

公司控股上市企业北方光电股份有限公司（以下简称“光电股份”）是国内重要的光学材料生产企业之一，在国内光学材料行业处于领先地位，在国际市场也具有较高的知名度和影响力。据光电股份年报披露，2018年光电股份光学材料产品全球市场份额由上年的12%稳步提升至13%，市场份额占国内第二位，国际前四位，在光学材料领域的产品、市场和技术核心竞争力较强。另光电股份还主营防务产品，防务产品产能及产量维持高位，多项产品技术处于国内先进行列，保持较强的竞争力。大型武器系统总装集成领域，在原有新研和准备接产武器型号的基础上，2018年光电股份又争取到多项新

的研制任务；精确制导导引头领域，当年光电股份订货任务持续增加，导引头产量稳居国内最大和世界前列，并拓展导引头军兵种应用领域；光电信息装备领域，在航空和地面光电领域的项目和产品得到进一步拓展，新研制的车载头戴显示器得到用户较高评价，头盔显示器向车载领域迈出关键一步。2018年，光电股份光电材料与器件板块业务同比增长25.6%，防务业务板块同比增长29.40%。

公司控股上市公司中兵红箭股份有限公司（以下简称“中兵红箭”）系国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石和立方氮化硼单晶制造商，掌握超硬材料生产方面的核心技术，拥有完整的知识产权，产品产销量、综合竞争实力、技术能力均居全球第一，行业地位持续领先。2018年受光伏产业新政策影响，中兵红箭人造金刚石产品销量有所下降，该项业务规模小幅下滑。

总体来看，公司光电信息业务板块优势产品依然保持其核心竞争力和行业的领先地位，2018年业务规模稳步提升，整体经营较为稳健。

## 公司海外战略资源板块拥有多个油气和矿产资源，为其提供了稳定的收入来源，2018年整体经营依然稳健

公司海外战略资源业务板块主要包括能源贸易、海外资源项目及国际工程承包业务。目前，公

司已拥有石油产量较高的海外油田项目，并拥有多个矿产项目，稀有矿产储量丰富。2018年公司海外战略资源板块实现收入1,986.07亿元，同比增长13.89%，占比为43.69%，依然系公司收入的主要来源。

公司下属的中国北方工业有限公司（以下简称“北方工业”）在中东、非洲和东南亚等地区积极开展石油与重要矿产资源开发，截至2019年3月末，在伊拉克、哈萨克斯坦、阿联酋以及埃及等地拥有部分油气田资源，并在委内瑞拉、安哥拉和伊拉克等国获得长期稳定的一手油源；在缅甸、津巴布韦和刚果（金）等国取得多个稀有贵重金属矿权。目前公司能源贸易业务及海外资源项目主要由北方工业下属振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”）经营，以原油、燃料油及石油化工品的生产、进口和转口为主，贸易量和贸易额在中国石油企业中位居前列。振华石油是国际化的专业石油公司，是国家重点支持的主要从事石油产业投资、海外油气勘探开发、国际石油贸易、石油炼化、油品储运等业务的国有石油公司。截至2019年3月末，振华石油在7个国家运营15个油气勘探开发区块，拥有地质储量18亿吨，在产油田年作业产量约1,200万吨，原油、成品油年贸易量约6,000万吨，年销售收入约1,500亿元。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司参与的主要海外油田项目

项目名称	基本情况
伊拉克艾哈代布油田项目	艾哈代布油田位于巴格达东南 180 公里。油田拥有地质储量 5.8 亿吨，原油高峰年产量 705 万吨。2011 年 6 月 21 日油田正式投产，是伊战后第一个国际石油合作项目。振华石油拥有艾哈代布油田 37.5% 的权益，2016 年已完成项目投资全部回收。
伊拉克东巴格达南油田项目	东巴格达南油田位于伊拉克巴格达市东南，拥有地质储量 3.2 亿吨。2018 年 5 月正式签署油田开发生产服务合同，是伊拉克首都巴格达首个对外合作油田开发项目。项目计划五年内建成年产 200 万吨产量规模。振华石油拥有该油田 90% 的权益并担任作业者。
阿联酋阿布扎比陆上油田项目	阿布扎比陆上油田位于阿联酋阿布扎比西南方向，包括 4 个油田群，地质储量 116.78 亿吨，年产量约 8,700 万吨，为阿联酋陆上最大合同区块和世界第三大油田。振华石油拥有该油田 4% 的权益及陆上油田作业公司 4% 的股权。
哈萨克斯坦 K&B 油田项目	K&B 油田位于哈萨克斯坦中南部图尔盖盆地。油田拥有地质储量 5,939 万吨，原油高峰年产量 81 万吨。振华石油控股作业，拥有 K&B 油田 75% 的权益。
埃及 NPIC 油气项目	NPIC 油田包含 AESW、NWG 和 EG 三个油气区块，共拥有地质储量 9,748 万吨油气当量，年产油气当量 220 万吨。振华石油控股作业 NWG 区块和 EG 区块，是首个在埃及担任作业者的中资公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

国际工程承包业务方面，公司控股上市公司北方国际合作股份有限公司（以下简称“北方国际”）是以国际经济合作为主营业务的上市公司。该公司

专注于轨道交通、电力、工业、矿产、市政和房建等国内外的工程承包项目，形成了以提供 EPC 总承包项目服务为主，集项目开发、项目设计、项目

管理和项目投融资为一体的多元化的服务体系和盈利模式。2018年，北方国际积极响应国家“一带一路”倡议，进一步加大海外市场开发力度，市场多元化不断取得突破，海外投资取得重要进展。当年，北方国际来自国际工程承包的收入为42.54亿元，受不同类型工程项目进度影响收入略有下降，但仍位列国际承包商（ENR）排行榜第94位，较2017年上升9位，在中国上榜企业中位列第23位，具备较强的行业竞争实力。

总体来看，公司海外战略资源板块已拥有多个油气和矿产资源，系公司收入的主要来源，同时国际承包业务维持较强竞争力，2018年业务规模实现增长。

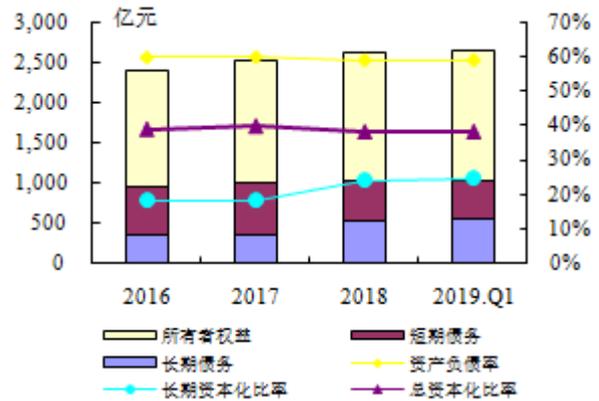
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告以及未经审计的2019年一季度财务报表。其中2016年及2017年度数据均采用下年年报期初重述数据。

### 资本结构

随着业务的稳步发展，公司资产及负债规模逐年上升，截至2018年末总资产为3,959.82亿元，同比增长4.76%；同期负债总额为2,339.99亿元，同比增长3.13%。所有者权益方面，得益于留存收益的积累，公司自有资本实力不断增强，当年末所有者权益合计为1,619.83亿元，同比增长7.20%。财务杠杆比率方面，截至2018年末，公司资产负债率为59.09%，较上年末下降0.94个百分点，总资本化比率为38.14%，较上年下降1.57个百分点。截至2019年3月末，公司资产总额和负债总额分别为3,989.45亿元和2,357.65亿元，资产负债率和总资本化比率分别为59.10%和38.20%，负债水平保持稳定，整体财务杠杆比率仍处于合理水平。

图3：2016~2019.Q1公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2018年末公司流动资产合计2,064.06亿元，占总资产的比重为52.13%，主要包括货币资金（794.61亿元）、应收票据及应收账款（429.46亿元）和存货（442.18亿元）。当年末公司货币资金同比增长14.38%，以银行存款677.84亿元为主，整体流动性较好；应收票据及应收账款同比减少2.92%，其中应收票据同比减少25.04%，包括应收银行承兑汇票72.07亿元和商业承兑汇票42.41亿元；应收账款账面价值314.99亿元，同比增长8.75%，年末累计计提坏账准备余额57.01亿元，计提比例为15.32%；存货同比增长9.65%，主要包括原材料114.51亿元、自制半成品及在产品116.71亿元和库存商品200.18亿元，年末累计计提存货跌价准备38.92亿元，计提比例8.09%，当前石油等基础原料价格波动依然较大，存货跌价风险仍值得关注。2018年公司应收账款周转率和存货周转率分别为15.05次和9.66次，周转速度仍保持较快水平，资产运营效率较高。

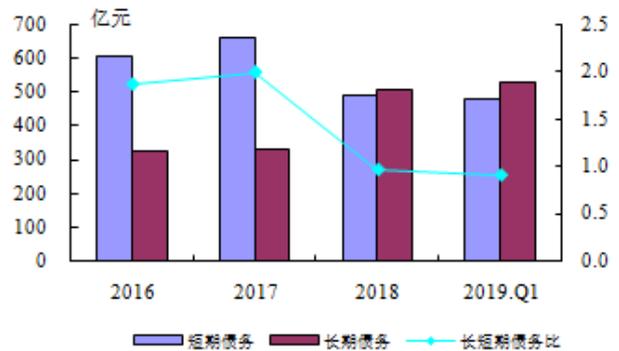
2018年末公司非流动资产合计1,895.76亿元，规模基本与上年相当，主要包括可供出售金融资产（316.40亿元）、固定资产（859.47亿元）、在建工程（165.74亿元）、油气资产（206.75亿元）和无形资产（144.66亿元）。其中可供出售金融资产同比减少9.67%，主要系公司持有信托及资管产品、其他股权投资、专户及其他投资等，其中以公允价值计量资产202.39亿元，累计计入其他综合收益的公允价值变动金额为56.72亿元。固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主，在建工程主要系公司在建矿区、油田项目、新增产能以及生产工艺更新升

级项目，无形资产包括土地使用权、软件及非专利技术，规模均较上年变动不大。截至 2018 年末，公司重要在建项目计划总投资 43.01 亿元，已完成投资 39.34 亿元，后期资本支出压力相对较小。油气资产主要系分布于哈萨克斯坦及伊拉克等海外地区的矿井及相关设施，因上述地区的地缘政治风险或存在一定减值风险，2018 年油气资产同比增长 11.63%，主要是公司进行油气勘探和油气开发等各项支出增加。

从负债结构来看，2018 年末公司流动负债为 1,562.91 亿元，同比减少 7.08%，占负债总额的比重为 66.79%，主要由短期借款（237.43 亿元）、应付票据及应付账款（645.63 亿元）、预收款项（310.36 亿元）和其他应付款（217.15 亿元）构成。2018 年公司调整债务期限结构，减少短期借款，年末短期借款同比减少 40.34%，；应付票据及应付账款同比增长 4.69%，其中应付票据同比增长 1.74%，包括应付商业承兑汇票 77.12 亿元和银行承兑汇票 124.27 亿元，应付账款 444.24 亿元，同比增长 6.08%；预收款项规模基本与上年持平，主要系公司军品及民品订单预付款；其他应付款同比增长 11.53%，主要是拨入专款有所增加。当年末公司非流动负债合计 777.08 亿元，同比增长 32.41%，包括长期借款（221.84 亿元）、应付债券（287.65 亿元）和长期应付款（222.29 亿元）等。公司调整债务期限结构而增加长期债务，年末长期借款同比增长 79.70%，应付债券同比增长 37.68%；长期应付款以专项应付款为主，同比增长 6.63%，主要系应付项目专项资金有所增加。

从债务期限结构来看，2018 年末公司总债务 998.77 亿元，同比微增 0.37%，其中短期债务同比减少 26.17%至 489.28 亿元，长期债务同比增长 53.29%至 509.49 亿元，长短期债务比从上年末的 1.99 倍降至 0.96 倍，债务期限结构得到较大改善。截至 2019 年 3 月末，公司短期债务和长期债务分别为 478.59 亿元和 530.06 亿元，长短期债务比降至 0.90 倍，债务期限结构较为合理。

图 4：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从母公司层面来看，2018 年末母公司资产总额为 739.58 亿元，同比增长 8.54%，以可供出售金融资产（86.00 亿元）、持有至到期投资（151.14 亿元）和长期股权投资（477.74 亿元）为主。同期末，母公司负债总额为 242.19 亿元，同比增长 8.88%，资产负债率为 32.75%，基本较上年持平，负债水平较低。有息债务方面，2018 年末母公司总债务合计 191.00 亿元，同比增长 15.13%，总资本化比率为 27.75%，较上年增加 1.20 个百分点，长短期债务比为 0.11 倍，债务规模呈现上升趋势，但债务期限结构较为合理。

总体来看，2018 年公司整体负债率保持平稳，在债务结构调整下，长期债务占比大幅提升，债务期限结构得以优化，财务结构稳健性提升。

## 盈利能力

受益于持续领先的行业地位以及较强的竞争优势，2018 年公司各业务板块收入均实现不同程度提升，全年营业总收入为 4,549.43 亿元，同比增长 4.12%。营业毛利率方面，2018 年公司石油化工与特种化工板块毛利率较上年下降 2.92 个百分点，其余各主要板块毛利水平亦呈现小幅下滑，当年综合毛利率为 10.13%，较上年下降 0.48 个百分点，整体获利空间略有收窄。2019 年 1~3 月，公司营业总收入为 1,057.72 亿元，同比增长 6.17%，营业毛利率回升至 10.87%。

**表 6：2018 年公司各业务板块毛利率情况**

业务板块	毛利率 (%)	较上年增减 (个百分点)
重型机械与装备	14.01	-0.97
石油化工与特种化工	19.95	-2.92
光电信息	21.87	-0.57
海外战略资源	5.19	-1.06
其他	8.60	1.82
<b>合计</b>	<b>10.13</b>	<b>-0.48</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司销售费用主要包括运输费、销售人员职工薪酬和销售服务费等，2018 年销售服务费用增加较多，全年销售费用同比增长 14.96% 至 61.38 亿元；管理费用以管理人员职工薪酬和修理费为主，当年公司加强费用管控，管理费用同比小幅减少 1.62% 至 158.18 亿元；研发费用为 40.73 亿元，规模基本与上年持平；财务费用合计 11.84 亿元，同比减少 50.67%，主要系当年公司汇兑损益由上年净损失 0.83 亿元转变为净收益 7.24 亿元。2018 年公司期间费用合计 272.13 亿元，同比减少 2.36%，期间费用收入占比为 5.98%，较上年下降 0.40 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 59.24 亿元，期间费用率为 5.60%，较上年末进一步下降，期间费用控制能力增强。

**表 7：2016~2019.Q1 公司期间费用分析**

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	64.51	53.39	61.38	12.04
管理费用	185.54	160.79	158.18	32.11
研发费用	-	40.54	40.73	9.16
财务费用	11.30	23.99	11.84	5.94
期间费用合计	261.35	278.72	272.13	59.24
营业总收入	4,074.06	4,369.24	4,549.43	1,057.72
期间费用率	6.41%	6.38%	5.98%	5.60%

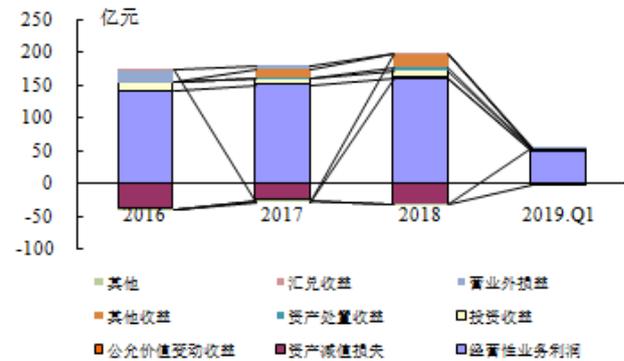
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2016 年度未追溯调整

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年公司经营性业务利润为 162.17 亿元，同比增长 7.39%，依然系利润总额的主要来源。同期，公司投资收益、资产处置收益及其他收益分别为 8.80 亿元、5.43 亿元和 22.08 亿元，进一步充实了利润总额规模，其中投资收益主要来源于可供出售金融资产等取得的投资收益及处置可供出售金

融资产取得的投资收益；资产处置收益以固定资产及无形资产处置收益为主；其他收益系各项政府补助等。此外，2018 年公司资产减值损失规模依然较大，为 32.92 亿元，包括坏账损失 9.29 亿元、长期股权投资减值损失 3.17 亿元和固定资产减值损失 3.10 亿元等，一定程度影响公司利润总额的增长。综上，2018 年公司利润总额为 166.40 亿元，同比增长 10.03%，最终实现净利润 126.31 亿元，同比增长 10.12%，利润规模稳步提升，所有者权益收益率为 7.80%，较上年提升 0.21 个百分点，盈利水平良好。2019 年 1~3 月，公司利润总额和净利润分别为 54.30 亿元和 43.46 亿元，分别较上年同期增长 11.04% 和 10.78%。

**图 5：2016~2019.Q1 公司利润总额构成**



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从母公司层面来看，母公司以投资为主，不从事具体业务，收入规模较小，2018 年实现营业收入 3.79 亿元，规模较上年变动不大；同期投资收益为 27.20 亿元，同比增长 47.24%。母公司融资规模较大带来较高的财务费用，经营性业务持续为负，2018 年为 -9.49 亿元，但受益于投资收益的补充，全年实现利润总额 17.71 亿元，同比增长 84.14%，投资收益对盈利影响较大。

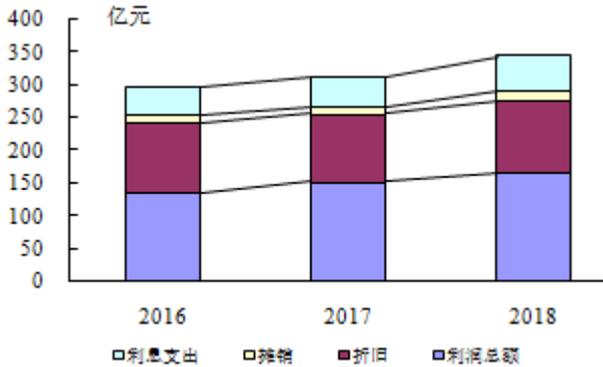
总体看来，2018 年公司业务规模稳步提升，尽管毛利水平略有下降，但期间费用控制得力，全年经营性业务利润及利润总额均保持增长，盈利能力维持较高水平。

## 偿债能力

公司 EBITDA 主要来源于折旧、利息支出和利润总额。在利润总额增长下，2018 年公司 EBITDA 同比增长 10.49% 至 345.22 亿元，获现能力得到增

强。从偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.89 倍和 5.72 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力良好。

图 6：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司经营性现金流表现较好，近年呈现持续稳定净流入状态，2018 年经营活动净现金流为 186.48 亿元，同比增长 2.75%。当年公司经营净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.19 倍和 3.09 倍，经营性现金流对债务本息保障能力保持在较好水平。2019 年一季度，公司经营净现金流为 55.55 亿元，同比增长 9.61%，维持净流入状态。

表 8：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	927.72	995.09	998.77	1,008.65
EBITDA (亿元)	297.48	312.45	345.22	-
资产负债率 (%)	59.92	60.03	59.09	59.10
长期资本化比率 (%)	18.15	18.03	23.93	24.52
总资本化比率 (%)	38.85	39.71	38.14	38.20
EBITDA 利息倍数 (X)	6.06	5.83	5.72	-
总债务/EBITDA (X)	3.12	3.18	2.89	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.18	0.18	0.19	0.22*
经营净现金流/利息支出 (X)	3.47	3.38	3.09	-

注：2019 年一季度带“\*”指标经年化处理

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从母公司口径来看，2018 年母公司经营活动净现金流为-2.69 亿元，较上年减少 11.80 亿元，呈现净流出状态；同期投资活动净现金流为-24.31 亿元，维持上年流出状态，母公司经营性现金流及投资性现金流对债务本息的保障能力有限。

财务弹性方面，公司具有多元化的融资渠道，在直接融资方面，公司直接或间接控股凌云股份、北方股份、晋西车轴和华锦股份等 11 家 A 股上市公司和安捷利实业 1 家 H 股上市公司，具有较为通畅的股权融资渠道。在间接融资方面，公司与银行等金融机构保持较好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2018 年末，公司共获得各银行授信额度共计 2,750 亿元，其中未使用授信额度为 1,412 亿元，备用流动性充足。

截至 2018 年末，公司对外担保金额（不包括对控股子公司的担保）为 9.09 亿元，占年末净资产的比例为 0.56%，对外担保规模整体较小，或有负债风险可控。

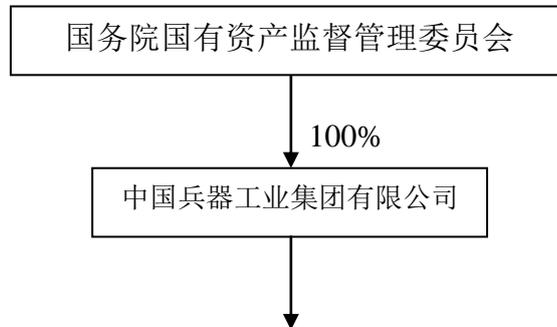
截至 2018 年末，公司受限资产合计 164.91 亿元，占年末净资产的比例为 10.18%，包括货币资金 116.68 亿元、应收票据及应收账款 10.81 亿元、存货 0.80 亿元、固定资产 17.57 亿元、无形资产 2.98 亿元和其他 16.06 亿元。

总体来看，公司承担着国家安全和三军装备发展职能，是我国陆军装备研制生产的主体，具有突出的战略地位及雄厚的综合实力。凭借突出的技术优势及较强的市场竞争力，公司主要产品市场占有率保持较高水平，行业地位稳固。2018 年公司财务杠杆比率维持在合理水平，且在债务结构调整下，长期债务占比大幅提升，财务结构稳健性提升，同时收入及利润规模保持增长，整体盈利能力增强，整体偿债能力极强。

## 结论

综上，中诚信证评维持兵器工业集团主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定，维持“中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“中国兵器工业集团公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级 **AAA**。

附一：中国兵器工业集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



序号	主要子公司名称	业务性质	持股比例 (%)
1	中国兵器科学研究院	兵器科技研究	100.00
2	中国北方工业有限公司	特种机械及设备的进出口	56.70
3	中国北方化学工业集团有限公司	炸药及火工产品制造	100.00
4	中国兵工物资集团有限公司	商品流通	57.70
5	兵工财务有限责任公司	金融企业	83.51
6	中国北方车辆研究所	兵器科技研究	100.00
7	西北机电工程研究所	兵器科技研究	100.00
8	西安现代控制技术研究所	兵器科技研究	100.00
9	西安近代化学研究所	兵器科技研究	100.00
10	中国兵器工业集团动力研究院有限公司	内燃机及配件制造及修理	100.00
11	北方智能微机电集团有限公司	精密机械制造	100.00
12	北方特种能源集团有限公司	军用火工品、民爆产品制造	100.00
13	北方材料科学与工程研究院有限公司	金属材料与非金属材料及其制品	100.00
14	北方光电集团有限公司	光电装备和光电应用技术开发	100.00
15	北方信息控制研究院集团有限公司	电子信息科技企业	100.00
16	北方导航科技集团有限公司	光机电一体化产品制造	100.00
17	北方夜视科技集团有限公司	光电成像器件制造	100.00
18	北方激光研究院有限公司	光学仪器执照	100.00
19	北方电子研究院有限公司	雷达、微电子产品等的设计制造	100.00
20	内蒙古第一机械集团有限公司	特种产品制造	96.36
21	哈尔滨第一机械集团有限公司	履带式装甲车辆、大口径自行火炮的科研生产	100.00
22	内蒙古北方重工业集团有限公司	装备制造	53.60
23	北方凌云工业集团有限公司	汽车、摩托车零部件、塑料管道及相关设备、高压电器设备零部件制造	84.97
24	北京北方车辆集团有限公司	履带式装甲输送车辆和特种车辆及配件制造	100.00
25	江麓机电集团有限公司	特种车辆及设备的研发、制造、销售	100.00
26	重庆铁马工业集团有限公司	军用轮式、履带式装甲车及民用运输车制造	100.00
27	湖北江山重工有限责任公司	机械科技开发、制造；武器装备科研生产	100.00
28	武汉重型机床集团有限公司	重型、超重型数控机床制造	80.00

29	晋西工业集团有限责任公司	机械产品加工制造、销售	91.01
30	豫西工业集团有限公司	机械产品、工模具与非标设备的研究、开发、设计、制造与销售	100.00
31	辽沈工业集团有限公司	常规兵器科研生产	100.00
32	淮海工业集团有限公司	光学产品、机械制品制造	100.00
33	西北工业集团有限公司	机电产品的研制、设计、制造与销售	100.00
34	东北工业集团有限公司	机械设备及零配件加工	100.00
35	北方华安工业集团有限公司	大口径炮弹、特种弹科研生产	100.00
36	江南工业集团有限公司	机械制造	100.00
37	山东特种工业集团有限公司	军工产品的科研、生产、销售	100.00
38	北方华锦化学工业集团有限公司	石油化工产品生产销售	88.58
39	中国兵器工业规划研究院	从事软科学研究、项目前期论证评估	100.00
40	中国兵器工业信息中心	计算机网络系统开发与运行维护和计算机应用系统设计与服务	100.00
41	中国五洲工程设计集团有限公司	工程勘察设计、建设工程项目管理	100.00
42	北方工程设计研究院有限公司	工程勘察设计	100.00
43	中国兵器工业试验测试研究院	常规武器靶场试验及试验方法、测试技术研究	100.00
44	中国兵器工业集团人才研究中心	职业技能培训	100.00
45	中国兵工学会	杂志出版发行、技术咨询和培训	100.00
46	北方置业集团有限公司	服务业	100.00
47	北方发展投资有限公司	投资与军民融合性园区管理	100.00
48	中兵节能环保集团有限公司	环境治理及节能工程设计、施工	100.00
49	中兵投资管理有限责任公司	金融信托与管理服务	100.00
50	中兵北斗产业投资有限公司	资本投资服务	100.00

附二：中国兵器工业集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



## 附三：中国兵器工业集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	6,565,962.58	6,947,192.15	7,946,083.52	7,898,302.00
应收账款净额	2,862,724.19	2,896,493.29	3,149,892.76	2,866,434.00
存货净额	4,033,803.76	4,032,683.65	4,421,790.67	4,790,769.00
流动资产	19,026,663.15	18,864,077.32	20,640,642.86	20,650,776.00
长期投资	2,508,243.24	4,005,981.86	3,580,686.83	3,786,180.00
固定资产合计	12,248,637.74	11,951,453.59	12,433,845.44	12,323,761.00
总资产	36,429,115.25	37,798,457.40	39,598,196.32	39,894,526.00
短期债务	6,039,865.53	6,627,094.04	4,892,792.72	4,785,910.00
长期债务	3,237,366.59	3,323,778.07	5,094,920.63	5,300,556.00
总债务（短期债务+长期债务）	9,277,232.12	9,950,872.11	9,987,713.35	10,086,466.00
总负债	21,828,657.10	22,688,690.05	23,399,907.28	23,576,459.00
所有者权益（含少数股东权益）	14,600,458.15	15,109,767.35	16,198,289.04	16,318,067.00
营业总收入	40,740,610.02	43,692,361.61	45,494,275.10	10,577,212.00
三费前利润	4,021,665.93	4,297,378.48	4,343,066.81	1,088,962.00
投资收益	124,985.96	88,823.58	88,031.54	34,006.00
净利润	1,050,417.65	1,146,993.05	1,263,050.13	434,613.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,974,783.89	3,124,488.93	3,452,164.13	-
经营活动产生现金净流量	1,701,332.81	1,814,921.96	1,864,806.17	555,471.00
投资活动产生现金净流量	-2,400,786.78	-2,459,963.98	-2,060,832.56	-847,464.00
筹资活动产生现金净流量	1,423,065.40	227,401.91	1,269,000.21	143,164.00
现金及现金等价物净增加额	773,851.49	-475,314.73	1,118,918.63	-158,772.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	10.56	10.61	10.13	10.87
所有者权益收益率（%）	7.19	7.59	7.80	10.65*
EBITDA/营业总收入（%）	7.30	7.15	7.59	-
速动比率（X）	0.93	0.88	1.04	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.18	0.19	0.22*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.28	0.27	0.38	0.46*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.47	3.38	3.09	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.06	5.83	5.72	-
总债务/EBITDA（X）	3.12	3.18	2.89	-
资产负债率（%）	59.92	60.03	59.09	59.10
总资本化比率（%）	38.85	39.71	38.14	38.20
长期资本化比率（%）	18.15	18.03	23.93	24.52

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2019年一季度带“\*”指标经年化处理；3、2017年末公司其他流动负债包含短期应付债券，中诚信证评将其调整至短期债务计算相关指标。

**附四：中国兵器工业集团有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	106,450.74	152,526.10	117,147.79	63,285.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	239,829.05	377,922.99	238,981.82	198,204.00
长期投资	6,211,986.79	6,427,201.05	7,148,829.06	7,204,829.00
固定资产合计	8,938.53	8,753.27	7,915.14	7,664.00
总资产	6,460,836.87	6,813,980.15	7,395,803.20	7,410,774.00
短期债务	0.00	200,000.00	190,000.00	190,000.00
长期债务	1,364,000.00	1,459,000.00	1,720,000.00	1,720,000.00
总债务（短期债务+长期债务）	1,364,000.00	1,659,000.00	1,910,000.00	1,910,000.00
总负债	1,893,047.85	2,224,485.60	2,421,931.67	2,441,678.00
所有者权益（含少数股东权益）	4,567,789.02	4,589,494.55	4,973,871.53	4,969,096.00
营业总收入	49,832.03	38,750.05	37,919.15	832.00
三费前利润	48,783.75	38,394.39	37,101.66	782.00
投资收益	275,672.12	184,730.18	271,988.85	13,295.00
净利润	210,845.59	96,171.72	177,087.82	-9,607.00
经营活动产生现金净流量	1,701,332.81	91,106.95	-26,914.35	-6,628.00
投资活动产生现金净流量	-2,400,786.78	-145,917.60	-243,121.94	-47,381.00
筹资活动产生现金净流量	1,423,065.40	100,886.01	234,657.98	0.00
现金及现金等价物净增加额	773,851.49	46,075.36	-35,378.31	-54,009.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	99.50	99.81	99.81	97.84
所有者权益收益率（%）	4.62	2.10	3.56	-0.77*
速动比率（X）	0.45	0.49	0.34	0.27
经营活动净现金/总债务（X）	1.25	0.05	-0.01	-0.01*
经营活动净现金/短期债务（X）	-	0.46	-0.14	-0.14*
资产负债率（%）	29.30	32.65	32.75	32.95
总资本化比率（%）	22.99	26.55	27.75	27.77
长期资本化比率（%）	22.99	24.12	25.70	25.71

注：1、2019年一季度带“\*”指标经年化处理；2、母公司口径未计算EBITDA等相关指标。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用率 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附六：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。