

信用等级公告

联合[2018]474 号

中国兵器装备集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国兵器装备集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年可续期公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国兵器装备集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国兵器装备集团有限公司拟公开发行的 2018 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年五月九日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国兵器装备集团有限公司

2018 年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 200.00 亿元（含）

本期债券规模：不超过 20.00 亿元（含）

债券期限：3+N

还本付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

续期选择权：本次可续期公司债券以每 3 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期或在该周期末到期全额兑付该期债券。

递延支付利息权：本次可续期公司债券附设延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次可续期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于未能按照约定足额支付利息的行为。

赎回选择权：（1）按照赎回条款进行赎回；（2）因税务政策变更进行赎回；（3）因会计准则变更进行赎回。

评级时间：2018 年 5 月 9 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	3,918.75	3,603.73	3,672.42	3,664.66
所有者权益（亿元）	1,241.73	1,084.45	1,139.93	1,190.62
长期债务（亿元）	281.01	168.73	300.13	356.16
全部债务（亿元）	870.15	802.45	839.05	965.69
营业收入（亿元）	4,386.40	4,700.14	2,984.99	637.99
净利润（亿元）	295.65	238.18	170.75	28.38
EBITDA（亿元）	546.02	493.83	345.25	--
经营性净现金流（亿元）	470.22	362.97	100.09	-88.72
营业利润率（%）	16.65	15.82	17.81	16.51
净资产收益率（%）	26.25	20.48	15.35	2.44
资产负债率（%）	68.31	69.91	68.96	67.51
全部债务资本化比率（%）	41.20	42.53	42.40	44.78
流动比率（倍）	0.98	0.89	0.93	1.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.63	0.62	0.41	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.39	12.34	15.09	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.73	2.47	1.73	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	27.30	24.69	17.26	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国兵器装备集团有限公司（以下简称“公司”或“中国兵装”）的评级反映了公司作为经国务院批准组建的特大型中央企业集团，在资产规模、产业布局、行业地位、研发实力、管理水平及产品竞争力等方面的综合优势。公司权益规模很大、盈利水平很高、经营现金流状况佳、债务负担适中。同时，联合评级关注到公司在汽车、输变电行业受市场竞争压力和行业景气度波动影响较大及债务结构有待调整等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来中国经济的增长及消费结构的升级将继续支撑汽车行业的发展，公司有望凭借其规模和技术优势，保持汽车板块的盈利水平和良好的整体财务及信用状况。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司作为中央直接管理的特大型企业集团，政府支持力度大，管理水平较高，多元化经营有助于经营风险分散。
2. 公司汽车自主品牌优势明显，行业地位稳固，研发实力较强，为公司的长远发展提供了有力的技术保障。
3. 公司权益规模很大、盈利水平高、经营现金流状况佳、货币资金充足。

关注

1. 近年来汽车行业增速放缓，行业竞争加剧，公司该板块业务收入明显下滑，盈利空间受到挤压。
2. 公司在建工程尚需投资金额较大。
3. 公司债务结构以短期债务为主，有一定短期偿债压力。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

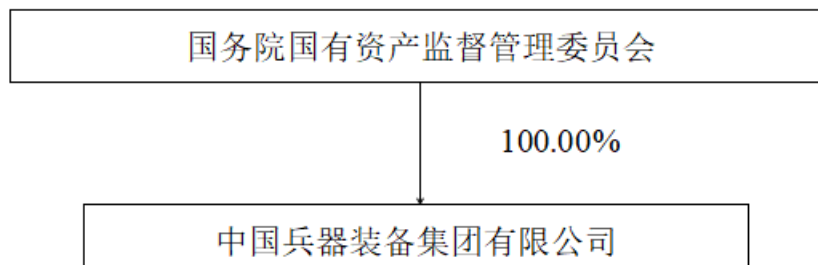


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国兵器装备集团有限公司（以下简称“公司”）原名中国兵器装备集团公司，系经国务院批准，在原中国兵器工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型企业集团，是国家授权投资的机构和资产经营主体，其前身可追溯到第五机械工业部、兵器工业部、国家机械工业委员会。中国兵器装备集团公司于 1999 年 6 月 29 日成立，取得《企业法人营业执照》，注册资本 164.40 亿元。2017 年 12 月 28 日，中国兵器装备集团公司完成所有制改革，由全民所有制企业变更为国有独资公司，并更为现名，注册资本由 185.55 亿元变更为 353.00 亿元。截至 2017 年底，公司注册资本为 353.00 亿元，实收资本 353.00 亿元，国务院国有资产监督管理委员会出资比例占实收资本的 100.00%，为公司唯一控股股东和实际控制人。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：国有资产投资、经营与管理；特种产品的研发、生产、保障、服务；车辆、电力设备、光电信息及产品与其设备、机械设备、工程与建筑机械、化工材料（危险化学品除外）、消防器材、医疗与环保设备、金属与非金属材料及其制品的研发、制造、销售及综合服务业务。

截至 2017 年底，公司下设办公厅、发展计划部、财务部、人力资源部、审计与风险部、党群部等 16 个职能部门（见附件 1）。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的二级子公司为 54 家；拥有在职员工 175,332 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 3,672.42 亿元，负债总额 2,532.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,139.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 600.25 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 2,984.99 亿元，净利润（含少数股东损益）170.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 49.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 100.09 亿元，现金及现金等价物净增加额 -120.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 3,664.66 亿元，负债总额 2,474.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,190.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 595.26 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 637.99 亿元，净利润（含少数股东损益）28.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -88.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 -24.05 亿元。

公司注册地址：北京市西城区三里河路 46 号；法定代表人：徐平。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国兵器装备集团有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券面向合格投资者公开发行，票面金额为 100 元，按面值平价发行；本次永续期公司债券发行规模不超过 200 亿元（含 200 亿元），拟分期发行，首期发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），发行时根据资金需求及市场情况进行调整。本次永续期公司债券以每 M 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期或在该周期末到期全额兑付该期债券。其中 M 不超过 10 年（含 10 年）。

本次永续期公司债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。首个周期的票面利率将由公司与簿记管理人根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

（1）续期选择权

本次永续期公司债券以每 M 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期或在该周期末到期全额兑付该期债券。其中 M 不超过 10 年（含 10 年）。

（2）递延支付利息权

本次永续期公司债券附设延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次永续期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。

（3）递延支付利息的限制

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

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

（4）赎回选择权

本次永续期公司债券于公司在重定价周期末兑付之前或依照发行条款的约定赎回之前长期存续，公司在满足以下三种情况之一时，可以赎回本次永续期公司债券：a) 按照赎回条款进行赎回：公司有权选择在本次债券第 M 个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息(如有)）赎回本次债券。公司如果进行赎回，必须在付息日前 20 个交易日公告。赎回方案一旦公告不可撤销。b) 因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次永续期公司债券的存续支付额外税费，且在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，有权对本次永续期公司债券进行赎回。c) 因会计准则变更进行赎回：根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会【2014】23 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会【2014】

13号），公司将本次可续期公司债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响在合并财务报表中将本次可续期公司债券计入权益时，公司有权对本次可续期公司债券进行赎回。

本次债券无担保。

2. 募集资金用途

本次可续期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司及下属子公司流动资金、偿还公司及下属子公司债务等。

3. 本期债券概况

本期债券名称为“中国兵器装备集团有限公司 2018 年可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模为不超过 20.00 亿元。期限为 3+N 年，还本付息方式为在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次；本期债券设续期选择权、递延支付利息权及赎回选择权。

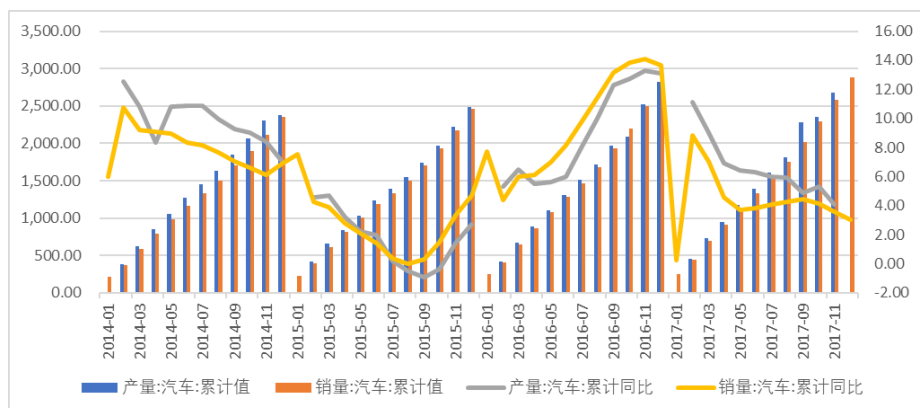
三、行业分析

公司汽车及零配件业务在营业收入中的占比 82.21%，为公司营业收入的主要来源，属于汽车行业。

1. 行业概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代，至今已有五十多年的历史。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

图 2 2014~2017 年我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

2015 年国内汽车整体产销量呈小幅增长，增幅比上年同期有所减缓。2015 年，我国全年汽车累计产量和销量分别为 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，同比增长 3.25% 和 4.68%，增速分别较上年同期 7.26% 下降了 4.01 个百分点，以及上年同期 6.86% 下降了 2.18 个百分点。其中乘用车累计

产量和销售分别为2,107.94万辆和2,114.63万辆,同比增长5.78%和7.30%,分别较上年同期10.15%下降4.37个百分点,以及上年同期9.89%下降了2.59个百分点;商用车累计产量和销量分别为342.39万辆和345.13万辆,同比下滑9.97%和8.97%,分别较上年同期的同比下滑5.69%进一步下降了4.28个百分点,以及上年同期的同比下滑6.53%进一步下滑了2.44个百分点。

2016年,随着购置税减半政策效应的释放,中国汽车市场升温,产销保持较快增长,汽车产销量分别为2,811.88万辆和2,802.82万辆,较上年分别增长13.10%和13.65%;其中乘用车产销量分别为2,431.50万辆和2,429.22万辆,较上年同期分别增长15.55%和15.08%;商用车产销量分别为369.34万辆和364.67万辆,较上年同期分别增长7.86%和5.57%。

2017年,由于购置税优惠幅度减小、新能源汽车政策调整等原因,我国汽车产销量分别为2,901.54万辆和2,887.99万辆,较上年分别增长3.19%和3.04%,是2008年以来年度最低增长水平;其中乘用车产销量分别为2,480.67万辆和2,471.83万辆,较上年分别增长1.58%和1.40%;商用车产销420.87万辆和416.06万辆,较上年分别增长13.81%和13.95%。

汽车出口受国际环境影响大。2014年,汽车整车出口量降幅比2013年趋缓,出口金额有所增长。2014年共出口94.73万辆,同比下降0.08%;出口金额138.06亿美元,同比增长6.95%。

2015年,受关税调整影响,汽车商品进出口同比均明显下降。从进口来看,整车共进口110.19万辆,同比下降22.73%;进口金额450.88亿美元,同比下降25.98%。在汽车主要进口品种中,越野车、轿车和小型客车等三大类汽车进口品种同比均明显下降。从出口来看,整车共出口75.55万辆,同比下降20.25%,降幅比上年扩大20.17个百分点;出口金额124.37亿美元,同比下降9.92%,结束上年的增长。在汽车整车出口主要品种中,与上年相比,轿车降幅有所扩大,载货车和客车均结束增长,呈较快下降。

2016年,汽车商品进出口总额1,564.00亿美元,同比下降0.62%,其中进口金额797.46亿美元,同比增长3.13%;出口金额766.54亿美元,同比下降4.24%。国内汽车市场需求明显回暖,汽车整车进口降幅比上年大幅收窄,总量维持在百万辆规模,达到107.70万辆,同比下降2.26%,降幅比上年收窄20.47个百分点。在汽车主要进口品种中,轿车进口量同比止跌回升,越野车略有下降,小型客车降幅依然明显。汽车整车出口量结束上年下降,呈小幅增长,共出口80.98万辆,同比增长7.19%。在汽车整车出口主要品种中,客车同比增长明显,表现最为突出,轿车也结束上年下降,呈小幅增长,载货车依然呈下降趋势。

2017年,汽车商品进出口总额1716.82亿美元,同比增长9.77%。汽车商品进口表现明显好于上年,累计进口金额882.71亿美元,同比增长10.69%,增速比上年提升7.56个百分点。在七大类汽车进口商品中,汽车整车贡献度最高,达到71.37%;其次为汽车零件、附件和车身,贡献度达到24.28%。上述两大类商品共进口819.51亿美元,占汽车商品进口总额的92.84%。汽车整车进口结束2015年以来连续下降趋势,呈较快增长,进口总量超过120万辆,仅次于2014年,为历史次高值。汽车整车累计进口124.68万辆,同比增长15.77%,进口金额510.30亿美元,同比增长13.54%。

2017年,汽车整车出口表现明显好于上年,出口量继2012年后再超百万辆,共出口106.38万辆,同比增长31.37%;出口金额140.57亿美元,同比增长23.05%。在汽车整车出口主要品种中,轿车出口增速比上年大幅提升,共出口50.79万辆,同比增长52.03%,增速比上年提升43.56个百分点。在轿车细分品种中,1升<排量≤1.5升和1.5升<排量≤2.0升两大系列品种出口均呈较快增长,成为拉动轿车出口增长的绝对主力。2017年,上述两大系列品种分别出口27.97万辆和21.13万辆,同比增长71.99%和48.81%。客车出口增速比上年有所减缓,共出口15.27万辆,

同比增长 7.24%，增速比上年减缓 13.02 个百分点。在客车主要品种中，小型客车（9 座以下）出口量仍然保持较快增长，共出口 9.63 万辆，同比增长 13.98%，增速高于客车行业 6.74 个百分点。大型客车（30≤座位）出口结束下降呈一定增长，共出口 1.95 万辆，同比增长 9.04%；中轻型客车（10≤座位≤29 座）同比降幅有所扩大，共出口 3.69 万辆，同比下降 7.70%，降幅比上年扩大 7.66 个百分点。

根据国家统计局提供的全国汽车行业规模以上企业主要经济指标快报显示，2015 年汽车行业主要企业的运营呈现以下特点：主营业务收入平稳增长，增速趋缓；利润总额、利税总额小幅增长；固定资产投资稳步增长；亏损企业数有所上升；应收账款增速依然较高、产成品库存资金小幅增长。2016 年，汽车行业整体经济运行平稳，主要表现为：经济指标呈较快增长，主营业务收入及利润总额明显高于上年；固定资产投资增速趋缓；亏损企业数有所减少；应收账款、产成品库存资金较快增长。2017 年，汽车工业重点企业（集团）坚持以供给侧结构性改革为主线，转方式调结构，积极推进创新升级，企业产销由快速增长转为向高质量的平稳增长。2017 年，汽车工业重点企业（集团）经济运行增速趋缓，主要经济指标增幅有所回落，工业经济效益综合指数高于上年；产出指标呈不同程度增长，增幅回落；营业收入增速接近 10%，增幅回落；利润、利税总额增幅回落；应收账款增幅上升、产成品库存资金增幅下降。

总体看，近年来，汽车行业增速逐渐放缓，行业进入成熟期。2016 年汽车行业增长较快，且增幅较上年提升明显；2017 年，汽车行业产销量平稳增长，乘用车产销低于行业总体，汽车出口同比保持较快增长。

2. 乘用车细分市场概况

自 2005 年起，中国汽车工业协会执行新的汽车分类标准，汽车分为乘用车和商用车。其中，乘用车包括基本型乘用车（轿车）、MPV、SUV 和交叉型乘用车（包括微型客车及九座位以下的轻型客车）。我国乘用车近年来销量一直稳步维持上升趋势，其中基本型乘用车（轿车）销量占据绝对优势，而近年来逐渐兴起的 SUV 热也推动运动型多功能乘用车（SUV）的销量，而交叉型乘用车销量则最少。以 2016 年为例，乘用车销量达到 2,437.69 万辆，同比增长 14.93%，占国内整体汽车市场的 87.47%。

从排量分布看，由于燃油经济性等原因，中国乘用车主要品种中，中档小排量最受消费者欢迎。2015 年，1.6 升及以下排量乘用车全年共销售 1,450.86 万辆，同比增长 10.38%；占乘用车销量比 68.60%，较 2014 年上涨 1.87 个百分点；1.6 升及以下购置税减半政策促进汽车增长，对汽车总销量增长贡献度达到 124.60%，对于节能减排、促进小排量车型消费起到了很大引导作用。2016 年，1.6 升及以下排量乘用车全年共销售 1,752.08 万辆，同比上涨 20.76%，高于乘用车整体增速，占乘用车销量 71.89%，较 2015 年提高 3.29 个百分点。

从细分市场看，2015 年乘用车产销优于商用车销售情况。具体看，轿车市场作为行业内最大的细分市场，当年实现销量 1,172.02 万辆（占乘用车市场比 55.42%），同比下降 5.33%，增速低于行业；SUV 市场，当年销量 622.03 万辆（占乘用车市场比 29.42%），同比大幅增长 52.39%，较上年上升 5.72 个百分点，仍处于高速增长状态；MPV 和交叉型乘用车作为行业中规模较小的细分市场，近年来增速的波动性较大，MPV 在经历 2012 年的负增长后，2013 年受 1~1.6 升排量 MPV 高速增长的拉动出现 164.53% 的爆发性增长，2014 年依然维持了 36.44% 的增幅，2015 年实现销量 210.67 万辆（占乘用车市场比 9.96%），同比增长 10.05%，增幅收窄。交叉型乘用车近年一直呈负增长，主要由于之前市场主要集中在农村、受益于国家对农村的政策支持加大及农村经

济的活跃度逐年提高而发展迅速，一定程度透支了消费力，随着购置税渐增、汽车下乡等政策到期使需求受限，路桥费用未完全规范、汽柴油价格波动等消费成本升级致部分需求转移到其他车型。2015 年交叉型乘用车销售 109.91 万辆（占乘用车市场比 5.20%），同比下降 17.47%。从乘用车车型销量来看，2016 年，乘用车共销售 2,437.69 万辆，为销量首次超过 2,400 万辆，同比增长 14.93%，增幅高于上年 7.63 个百分点。其中基本型乘用车（轿车）销售 1,214.99 万辆，同比增长 3.44%；运动型多用途乘用车（SUV）销售 904.70 万辆，同比增长 44.59%；多功能乘用车（MPV）销售 249.65 万辆，同比增长 18.38%；交叉型乘用车销售 68.35 万辆，同比下降 37.81%。

2017 年，乘用车产销量分别为 2,480.67 万辆和 2,471.83 万辆，较上年分别增长 1.58% 和 1.40%，销量增速比上年回落 13.53 个百分点。其中：基本型乘用车（轿车）销售 1184.80 万辆，同比下降 2.48%；运动型多用途乘用车（SUV）销售 1025.27 万辆，同比增长 13.32%；多功能乘用车（MPV）销售 207.07 万辆，同比下降 17.05%；交叉型乘用车销售 54.70 万辆，同比下降 19.97%。

表 1 2015~2017 年乘用车各细分市场销量增幅对比（单位：%）

细分市场	2015 年	2016 年	2017 年
轿车	-5.33	3.44	-2.48
SUV	52.39	44.59	13.32
MPV	10.05	18.38	-17.05
交叉性乘用车	-17.47	-37.81	-19.97
乘用车市场合计	7.30	14.93	1.40

数据来源：根据中国汽车工业协会资料整理

乘用车市场销售明显优于商用车，SUV 保持强劲增长势头

乘用车市场作为汽车市场的主要构成部分，其市场增长速度总体快于整车增长速度，是产业发展的主要推动力。

近几年，乘用车市场轿车独大的局面有所改变，SUV、特别是城市 SUV 迅速崛起，销量和市场份额逐年增加，呈现平稳快速发展趋势。2015 年，中国 SUV 销量占乘用车总销量的 29.42%，增速较上年上升 5.72 个百分点；2016 年，中国 SUV 销量占乘用车总销量的 37.11%，增速较上年下降 7.80 个百分点。2017 年，中国 SUV 销量占乘用车总销量的 41.48%，增速较上年提升 4.37 个百分点对比国外发达国家份额仍然偏低，随着市场的稳定增长、新车型不断开发和渗透，依旧有较大的发展空间。但随着各品牌轿车生产厂商将注意力集中于 SUV 市场，市场竞争将更加激烈。

中国品牌乘用车市场承压

据中国汽车工业信息网统计分析，2016 年，中国品牌乘用车共销售 1,050.39 万辆，同比增长 20.75%，占乘用车销售总量的 43.24%，占有率比上年同期提升 2.03 个百分点。日系、美系、韩系、法系和德系乘用车分别销售 379.15 万辆、295.63 万辆、179.20 万辆、64.40 万辆和 451.03 万辆，分别占乘用车销售总量的 15.61%、12.17%、7.38%、2.65% 和 18.57%。与上年同期相比，法系品牌销量略有下降，其他外国品牌呈小幅增长。

2017 年，中国品牌乘用车共销售 1084.67 万辆，同比增长 3.02%；占乘用车销售总量的 43.88%，占有率比上年同期提升 0.69 个百分点。德系、日系、美系、韩系和法系乘用车分别销售 484.97 万辆、420.48 万辆、303.95 万辆、114.45 万辆和 45.58 万辆，分别占乘用车销售总量的 19.62%、17.01%、12.30%、4.63% 和 1.84%。与上年同期相比，韩系和法系品牌销量均呈快速下降，其他外国品牌呈一定增长，日系品牌增速更快。

总体看，近年来我国轿车市场规模逐年增长，乘用车市场增幅明显优于商用车，随着市场消费观念的转变，SUV 车型产销增长依旧强劲且增速加快，同时，中国品牌乘用车在市场竞争方面继续承压。

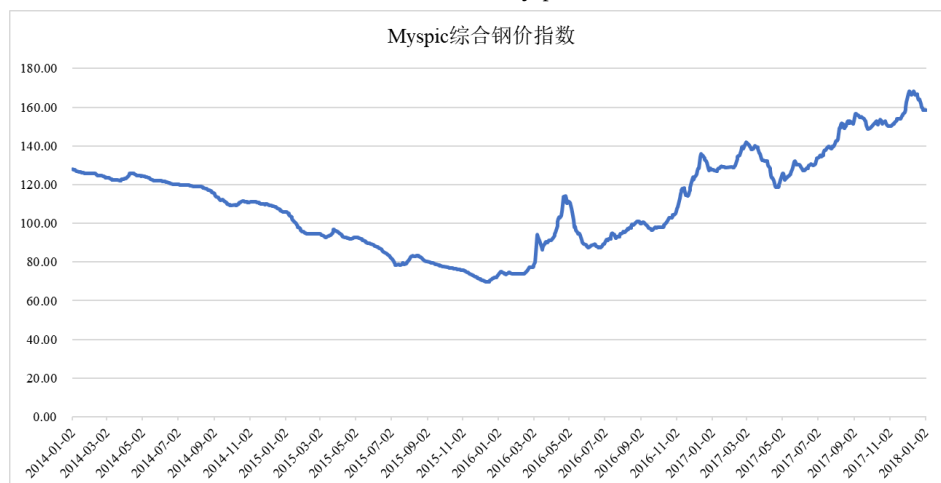
3. 钢材和燃油价格波动

钢材价格波动

钢材是汽车制造的主要原材料，汽车整车及零配件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动将对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。

2013 年钢铁供需继续呈现弱势格局，钢铁产量再创历史新高，而市场需求越来越弱，钢铁价格在经历了年初的小幅反弹之后，便一路下探。据中钢协统计，2013 年单吨钢价同比下跌 340 元，降幅为 8.9%。进入 2014 年钢材价格进一步下探。根据 Wind Myspic 综合钢价指数显示，2015 年，钢铁行业持续低位徘徊，钢材价格基本保持振荡下行的趋势，12 月底钢材价格有小幅回升。考虑钢铁产能过剩和经济发展减速导致的下游需求不振两重因素造成的供需不平衡，恐将持续，价格将维持弱势格局，呈现低位震荡的可能性较大。钢材价格的低位波动在一定程度上有助于企业的成本控制。2016 年以来，受供给侧改革限产影响，钢价高速攀升，截至 2017 年 12 月底钢价综合指数为 158.42，已超过 2014 年水平。

图 3 2014~2018 年 1 月 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

总体看，近年来受宏观经济不景气影响，钢铁行业供需矛盾凸显，钢材价格持续走低，未来一段时期内保持区间震荡的可能性较大，对于汽车生产企业控制成本较为有利，2016 年以来钢价探底回升，生产成本随之上涨。

燃油价格波动

燃油价格上涨将提高用车成本，直接影响乘用车消费和需求结构；同时上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格也随着原油成本增加而上涨，间接作用于整车和零配件制造企业的生产成本。

从成品油价格来看，中国政府自 2009 年决定实行国内成品油价格与国际原油价格间接接轨的定价机制，近年来国家发改委对成品油价格进行不断调整，2009 年五升四降九次调整、2010 年三升一降四次调整、2011 年一升一降两次调整、2012 年三升三降六次调整，2013 年八升七降十五

次调整。2013年3月26日，国家发改委出台成品油价格形成机制完善方案，将调价周期由22个工作日缩短至10个工作日，取消4%的调价幅度限制，并调整挂靠油种。受此影响，近两年国内油价调整机制更具有时效性，调整也更频繁，2014年成品油价格经历四升十五降十九次调整、2015年七升十二降六次搁浅共二十五次调整、2016年十升五降十次搁浅共二十五次调整、2017年十一升六降八次搁浅共二十五次调整。未来若全球原油价格出现大幅波动，或国家改变目前的成品油定价政策，将可能导致国内成品油销售价格相应波动，从而影响汽车消费结构，进而影响汽车销售。2016年，全球原油价格整体有所上涨，但仍处于低位震荡状态。2017年，受原油库存、欧佩克减产、市场需求恢复以及地缘政治风险影响，全球原油价格先降后升，整体呈现“V”型走势，年初和年底价格处高位，年中价格较低，但整体保持在40~65美元区间运行。同时，受原油价格波动、供给侧改革等影响，2017年，汽车行业的上游原材料塑料和橡胶价格呈现出先降后升，高位盘整的趋势，玻璃和有色金属延续震荡上行的走势，间接作用于整车和零配件制造企业的生产成本。

总体看，油价调整的常态化直接影响乘用车消费和需求结构调整。

4. 行业竞争

汽车行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。行业集中度不断提高，使得具有规模优势的企业竞争力不断增强。从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有六家，分别为上汽集团、东风汽车集团、一汽集团、长安集团、北汽集团和广汽集团，六家企业集团占全国汽车销售总量的77.85%。

根据中国汽车工业协会统计数据来看，2015年国内汽车生产企业销量排名前十的分别是上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、华晨、长城、吉利和江淮。其中，上汽销量达到586.35万辆。从产业集中度看，2015年，中国汽车销量前5名的企业（集团）共销售汽车1,784.53万辆，占汽车销售总量的72.55%（同比下降1.62个百分点）；中国汽车销售前10名的企业（集团）共销售汽车2,200.70万辆，占汽车销售总量的89.47%（同比下降0.25个百分点）。2015年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与2014年基本一致，行业集中度较高。2016年，我国汽车销量排名前10位的企业依次为：上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、长城、吉利、华晨和奇瑞。其中，上汽销量达到647.16万辆。从产业集中度看，2016年销量前5名的企业（集团）共销售汽车1,976.41万辆，占比70.52%（同比下降2.03个百分点）；与上年同期相比，华晨销量呈小幅下降，其他企业均呈增长，吉利和奇瑞增速更为明显。2016年，上述10家企业共销售2,475.99万辆，占汽车销售总量的88.34%。2017年，除吉利与长城位次调换外，我国汽车销量排名前10位的企业位次基本无变化。其中，上汽销量达到691.64万辆。从产业集中度看，2017年销量前5名的企业（集团）共销售汽车1,976.76万辆，占比68.45%（同比下降2.07个百分点）；与上年相比，东风、长安、北汽、华晨及奇瑞销量呈小幅下降，其他企业呈增长。2017年，上述10家企业共销售2,556.24万辆，占汽车销售总量的88.52%。

表2 2016~2017年汽车分车型前十家生产企业销量排名（单位：万辆、%）

排名	2016年			2017年		
	汽车制造商	销量	占有率	汽车制造商	销量	占有率
1	上海汽车集团股份有限公司	647.16	23.09	上海汽车集团股份有限公司	691.64	23.95
2	东风汽车集团	427.67	15.26	东风汽车集团	412.07	14.27
3	第一汽车集团	310.57	11.08	第一汽车集团	334.60	11.59

4	中国长安汽车集团股份有限公司	306.34	10.93	中国长安汽车集团股份有限公司	287.25	9.95
5	北京汽车集团有限公司	284.67	10.16	北京汽车集团有限公司	251.20	8.70
6	广州汽车工业集团有限公司	164.92	5.88	广州汽车工业集团有限公司	200.10	6.93
7	长城汽车股份有限公司	107.45	3.83	吉利汽车控股有限公司	130.52	4.52
8	吉利汽车控股有限公司	79.92	2.85	长城汽车股份有限公司	107.02	3.71
9	华晨汽车集团控股有限公司	77.44	2.76	华晨汽车集团控股有限公司	74.57	2.58
10	奇瑞汽车股份有限公司	69.85	2.49	奇瑞汽车股份有限公司	67.27	2.33
	合计	2,475.99	88.34	合计	2,556.24	88.52

资料来源：中国汽车工业协会

总体看，中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局，市场集中度维持在较高水平。

5. 行业政策

2016年12月29日，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建【2016】958号），该通知主要包括调整完善推广应用补贴政策、落实推广应用主体责任、建立惩罚机制；其中，明确提出除燃料电池汽车外，各类车型2019~2020年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡20%。该通知从2017年1月1日起实施。

根据《财政部国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（财税【2016】136号）规定，自2017年1月1日起至12月31日止，对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。自2018年1月1日起，恢复按10%的法定税率征收车辆购置税。

2017年3月1日，国家工信部、发改委、科技部、财政部联合发布了《促进汽车动力电池产业发展行动方案》（工信部联装【2017】29号），该方案指明了未来几年我国动力电池产业的发展方向，即持续提升现有产品的性能质量和安全性，进一步降低成本，2018年保障高品质动力电池供应；大力推进新型锂离子动力电池研发和产业化，2020年实现大规模应用；着力加强新体系动力电池基础研究，2025年实现技术变革和开发测试。

2017年6月13日，工信部发布了关于征求《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2017年）》（征求意见稿）意见的通知，确立了“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的智能网联汽车发展总体思路，到2020年，初步建立能够支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系，到2025年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。

2017年9月28日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局等五部门已联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（令【2017】44号），从两个方面进行积分核算管理，并纳入准入条件。积分为负且未抵偿归零的企业，将调整生产或进口计划。办法自2018年4月1日起施行，境内乘用车生产企业、进口乘用车供应企业一视同仁。

2017年12月27日，财政部、税务局、工信部、科技部联合发布《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》（财建【2017】172号），自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。对免征车辆购置税的新能源汽车，通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。2017年12月31日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。

总体看，2017年汽车行业的政策主要集中于节能减排、新能源化和创新研发等方面，更加完

善了新能源汽车的推广应用体系，明确且严格地规定了新能源汽车财政补贴政策，确立并规划了自动驾驶的智能网联汽车的总体发展思路。

6. 行业关注

(1) 国内自主品牌盈利能力和研发能力有待进一步提升

随着国内汽车消费市场的培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，对车的性能、安全、外观和油耗等因素关注日益提高，而国内自主品牌汽车企业起步晚，技术积累薄弱，短期内受困于低端市场的格局难以改变，盈利能力普遍偏弱。随着合资企业纷纷将国外精品小车型导入我国市场，自主品牌的价格优势将逐渐弱化，盈利空间受到挤压。在合资整车企业中，目前主要由外方提供车型，主要核心技术掌握在外方手中，中方企业整体自主研发能力仍有待进一步提升。

(2) 限购、限行城市增多，对汽车行业发展产生冲击

随着居民消费升级，个人购车势头较为强劲。但是，受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中低端国产品牌乘用车形成打压。以北京为例，实施限购政策前后，销售车辆的平均单价提高了 88%，1.6 升及以下排量的轿车占有率下降了 17%，限购和各种牌号限制使消费者更加趋向于买大尺寸车、大排量车、高价车、进口车。

总体看，自主品牌仍需培育和发展，自主研发能力有待进一步提升；受到城市道路拥堵、环境污染的因素的影响，各城市限购、限行对汽车行业发展产生冲击。

7. 行业发展

从中长期看，汽车行业具有稳定增长的支撑。我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车行业稳定增长。

我国汽车行业在经历刺激政策退出带来的调整期之后，资金、资源和技术将向优势企业汇集。伴随并购重组催生特大型集团不断诞生，产业集中度必然提高，规模化生产将增强行业整体竞争力；企业间的竞争将更加集中于生产规模与产品结构、自主研发与创新能力、供应链管理等核心要素，具有上述优势的大中型企业将在竞争中继续占据有利地位。

此外，新能源汽车正迎来前所未有的发展时期。最后，随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场逐步扩大；随着汽车消费的升级，我国汽车金融和服务将迎来重大的发展机遇。根据发达国家汽车行业的发展经验，中国汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

总体看，汽车行业未来仍将稳定发展，行业集中度将进一步提高；新能源汽车及智能网联汽车将得到进一步发展。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司受国务院国有资产监督管理委员会监管，是国内主营汽车、摩托车、输变电和光电等产品生产销售的特大型企业集团。2017 年，公司实现营业收入 2,984.99 亿元，连续多年获得中央企业负责人经营业绩考核 A 级。

公司汽车产业收入规模、品牌价值、行业地位、自主创新能力在行业排名靠前，公司子公司重庆长安汽车股份有限公司（以下简称“长安汽车”）成为国内首家自主品牌汽车累计产销突破千万辆、自主乘用车年产销过百万辆的企业，连续 10 年蝉联汽车行业研发能力第一，品牌价值居我国企业前十。据中国汽车工业协会统计，长安汽车在 2017 年中国汽车销售排名中名列第 4 位，实现销量 287.25 万辆，市场份额约为 9.95%。其中，长安自主品牌狭义乘用车业务实现销售 121.96 万辆，同比增长 21.11%，排名中国品牌乘用车第一，成为“中国汽车品牌领导者”。在变压器领域，公司子公司保定天威保变电气股份有限公司确立了国内龙头地位，2017 年变压器累计销量达到 2,694 台。

在技术研发上，公司积极贯彻国家创新驱动发展战略，以国家重点实验室、国防技术中心、企业技术中心、产学研联盟为支撑的技术创新体系不断完善，近年来突破了近 150 项核心关键技术和前沿技术。知识产权战略取得明显成效，累计拥有专利过万件。数字化、制造柔性化、管理信息化、商务电子化和系统集成化取得一定成果。从研发获得的投入的金额来看，作为公司主营业务经营实体的长安汽车每年将销售收入的 5% 投入到研发；从专利数量上来看，截至 2018 年 3 月底，累计申请专利 10,074 件，其中发明专利 2,881 件。

整体来看，公司经营规模较大，品牌知名度较高，市场竞争力强，技术水平较为先进，市场影响力较高。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员共 7 名，其中，董事长兼党组书记 1 名、总经理 1 名、副总经理 4 名、党组纪检组组长 1 名。以上高级管理人员均熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的企业管理经验。

公司董事长、党组书记徐平先生，1957 年生，合肥工业大学发电厂及电力系统专业毕业，大学学历。先后担任东风汽车公司热电厂副厂长、厂长、工会委员会负责人、工会主席、载重车公司党委书记、东风汽车有限公司党委书记、副总裁、东风汽车集团股份有限公司董事长，湖北省总工会副主席，东风汽车公司副总经理、党委书记、总经理、董事长，中国第一汽车集团公司董事长、党委书记。2017 年 8 月，徐先生开始担任公司董事长、党委书记。

公司总经理龚艳德先生，1961 年生，华东工程学院炮弹设计与制造专业毕业，大学学历。先后担任国营 861 厂军品研究所副所长、所长、副总工程师、总工程师、厂长，湖南云箭集团有限公司董事长兼总经理，中国兵器装备集团公司总工程师，副总经理、党组成员，中国兵器装备集团公司副总经理、党组副书记。2018 年 1 月，龚先生开始担任公司总经理。

截至 2017 年底，公司在职工 175,332 人，其中，科研人员中，正高级职务 553 人，高级职务 2,339 人，中级职务 8,981 人，初级职务 8,809 人；管理人员中，正高级职务 662 人，高级职务 2,513 人，中级职务 5,714 人，初级职务 6,676 人。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验；公司员工基本能够满足公司经营需要。

3. 政府支持

基于公司特殊的经营特点，公司在政府补贴和税收优惠等方面得到政府的大力支持。

（1）政府补助

2015~2017 年，公司分别获得财政补助资金 50.55 亿元、65.83 亿元、65.42 亿元，分别占当期

利润总额的 14.18%、21.55%和 30.77%，成为公司利润的重要补充。

（2）税收优惠

企业所得税

根据 2011 年 7 月 27 日，财政部、海关总署、国家税务总局联合下发了《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（58 号文）规定等文件规定：重庆红宇精密工业有限责任公司、重庆青山工业有限责任公司、成都光明光电有限责任公司、重庆望江工业有限公司、云南西仪工业股份有限公司、重庆嘉陵全域机动车辆有限公司、重庆长安工业（集团）有限责任公司、重庆长江电工工业集团有限公司、重庆建设工业（集团）有限公司、中国兵器工业第五八研究所、中国兵器工业第五九研究所、重庆虎溪电机工业有限责任公司、长安汽车金融有限公司、重庆嘉陵特种装备有限公司、重庆大江工业有限责任公司、中国长安汽车集团股份有限公司享受减按 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠。

公司子公司贵州高峰石油机械股份有限公司、湖南华南光电（集团）有限责任公司、湖南云箭集团有限公司、江西长江化工有限责任公司、四川华川工业有限公司、华中药业股份有限公司、西安昆仑工业集团有限责任公司、成都光明光电股份有限公司、中原特钢股份有限公司、黑龙江北方工具有限公司、河南中光学集团有限公司、保定天威保变电气股份有限公司、湖北长江光电仪器厂、湖北华中光电科技有限公司、武汉滨湖电子有限责任公司、湖北华强科技有限责任公司、保定同为电气设备有限公司、北京北机机电机械有限责任公司、中国兵器工业第五八研究所、中国长安汽车集团股份有限公司被批准认定为高新技术企业，享受减按 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠。

中国兵器工业第五八研究所权益性投资收益属《中华人民共和国企业所得税法》第二十六条规定为免税收入，主管税务机关已于 2017 年 6 月 1 日接收了其 2016 年度企业所得税事项备案，2017 年度权益性投资收益暂减免企业所得税。

根据川国税函【2005】262 号文件，公司子公司成都陵川特种工业有限责任公司、成都晋林工业制造有限责任公司享受特种产品技术改造项目国产设备投资抵免企业所得税。

中国嘉陵工业股份有限公司境外子公司嘉陵摩托美洲有限公司按当地税法规定适用 30% 的所得税率；境外子公司巴西亚马逊 TRAXX 摩托车股份有限公司（以下简称“巴西 TRAXX 公司”）按当地税法适用的所得税率为 34%；境外子公司汇豪（香港）发展公司按当地税法适用的所得税率为 17.50%。

城镇土地使用税

根据《财政部国家税务总局关于中国兵器工业集团公司和中国兵器装备集团公司所属企业城镇土地使用税政策的通知》（财税[2016]5 号）自 2016 年 1 月 1 日起至 2018 年 12 月 31 日止，公司所属的专门生产其他工业产品的企业除办公、生活区用地外，其他用地继续免征土地使用税。

其他

根据《财政部国家税务总局关于扩大有关政府性基金免征范围的通知》（财税【2016】12 号）规定，中国兵器装备集团信息中心有限责任公司符合“企业月销售额不足 10 万元的月份，免征教育费附加、地方教育费附加”。

济南轻骑摩托车有限公司自 2014 年 12 月 1 日起取消气缸容量 250 毫升（不含）以下的小排量摩托车消费税；气缸容量 250 毫升和 250 毫升（不含）以上的摩托车继续分别按 3%和 10% 的税率征收消费税。

巴西 TRAXX 公司按当地税费政策，在销售环节按应税销售额计缴 IPI 工业产品税，其排量

为 50 毫升以下税率为 15%，排量为 50 毫升以上 250 毫升以下税率为 25%，排量为 250 毫升以上税率为 35%，实际缴纳时按扣除当期允许抵扣上一环节缴纳 IPI 工业产品税后的差额缴纳；按不含税销售额缴纳 0.65% 的社会一体化计划费，按不含税销售额缴纳 3.00% 的社会安全费。

整体看，政府在财政补贴、税收优惠等方面给予公司大力支持，对公司的经营业务提供了较大支持。

五、公司管理

1. 治理结构

2017 年 12 月 28 日，公司完成所有制改革，由全民所有制企业变更为国有独资公司。根据《公司章程》规定，公司不设股东会，由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直接监管，由国资委委派和更换非由职工代表担任的董事、派驻监事会、对公司主要负责人进行考核、批准财务方案、对公司资产运营和盈亏状况等行使监督权力，确保公司依法享有经营自主权，并依据有关规定授予董事会行使出资人的部分职权、决定集团重大事项。

依据公司章程，公司设立董事会，由 7~13 名董事组成，其中由非公司员工担任的外部董事原则上应超过半数，非外部董事应包括 1 名职工董事。董事每届任期不超过 3 年，经委派或选举产生，任期届满可以连任。董事会设董事长 1 名，为公司的法定代表人，董事长会秘书 1 名，对董事会负责，由董事长提名，董事会决定任免，并报国资委备案。董事会每年至少召开 4 次定期会议。

依据公司章程，公司设总经理 1 人，主持公司日常生产经营管理工作，由董事会决定任免，对董事会负责，接受董事会和监事会的监督和管理；设副总经理若干人、总会计师 1 人，由总经理提名，由董事会决定任免。

依据公司章程，公司实行外派监事会制度，由国资委向公司派驻监事会，其成员不少于 5 人，其中职工代表比例不低于三分之一，监事会主席由国务院任命，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。

总体看，公司治理结构相对清晰，组织机构的设置可以满足其经营与管理需要。

2. 管理体制

根据自身经营管理需要，公司下设办公厅、发展计划部、财务部、人力资源部、审计与风险部、党群部等 16 个职能部门，以保证公司生产经营活动的正常进行。根据有关法规和业务实际情况，公司制定了相应的内部控制制度。内部控制制度主要包括财务管理制度、内部会计控制基本规范、全面预算管理办法、固定资产管理制度等。

公司通过向全资控股子公司派驻高层管理人员和财务负责人的方式，实现对下属公司的控制和管理，同时通过开展审计监督，规范下属公司的投资行为，确保经营指标真实。

财务管理方面，公司以“增强对子公司调控能力”为主线，加强对下属公司的管理。2005 年公司成立财务公司，对成员单位资金集中管理，并完成了公司成员各类专项资金的集中管理。同时，公司严格控制与管理新项目担保。

预算管理上，公司制定并组织实施《全面预算管理办法》，要求各成员单位建立健全全面预算管理机构，单位主要负责人对本单位全面预算管理负第一责任，确保单位经营目标的实现。

固定资产管理上，针对固定资产投资，公司制定了《投资管理办法》，以规范公司投资行为，提高投资决策的科学性、民主性，强化重大投资风险管控；制定了《境外投资及监督管理办法》，

进一步强化投资项目过程监督和闭环管理，加强对项目的投资效果和跟踪评价，明确实行项目责任人终身责任制，下发了《关于进一步加强招投标管理工作的通知》，强化重大工程项目的招投标管理，严格执行备案、审批、实施等流程。

对外融资上，公司制定了《债务性融资管理办法》、《资金集中管理办法》、《信贷规模管理办法》，规定对成员单位资金实行集中管理，债务性融资必须履行一定的决策审批手续，融资规模不得超出公司下达的控制指标。

贷款及担保管理上，公司为规范下属单位的融资与对外担保行为，制定并修订了《内部借款管理办法》和《担保管理办法》，规定成员单位内借款和担保必须履行一定决策审批手续。

关联交易制度上，公司的关联交易在真实公允的基础上进行，要求关联交易符合诚实信用原则，与关联方的采购或销售均按照市场价格进行，对成员单位借款和提供担保均按照管理制度规定执行。

安全生产上，公司制定了《安全生产管理办法》，规定公司和各成员单位成立安全生产委员会，全面负责安全生产管理工作，企业主要管理者为第一责任人，企业各部门分工负责，层层把关，建立健全安全生产规章制度及相关标准，对科研试验、生产过程进行严格管理。

产品质量控制上，中国长安已搭建起正向的质量操作系统和逆向的质量改善流程相结合的全员、全过程质量管理体系（TQM），实现五大质量工具、问题分析解决方法、流程和工具在企业内部的有效应用。建立了贯穿设计、供应链、制造、市场的有效运行的结构化体系流程，保障产品质量持续提升。公司加强质量管理培训，建立一把手上岗制度；将质量工作纳入到相关领导的考核指标内，并发布质量监控报告；强化目标趋势分析、TOP 问题追踪，查找产品质量问题的根本原因，制定措施，督促整改。

为建立健全有效的监控约束机制，公司实行总会计师委派制度并制定了相应的管理办法。办法规定本公司所属国有独资企业、控股公司（含三级核心控股公司）、骨干事业单位及本公司的派出机构实行总会计师委派制度。办法还规定了总会计师的任职资格，职责权限，选拔、委派、考核等措施。

总体看，公司各项经营活动有章可循，制度建设较为完善，规范了公司日常经营活动。

六、经营分析

1. 经营概况

公司系主要从事汽车、摩托车、输变电、特种设备制造等业务的大型企业集团。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 4,404.25 亿元、4,726.77 亿元和 3,026.87 亿元，年均复合下降 20.63%，主要由营业收入和利息收入构成；其中，公司营业收入分别为 4,386.48 亿元、4,700.14 亿元和 2,984.99 亿元，年均复合下降 21.22%；利息收入主要来自公司子公司兵器装备集团财务有限责任公司汽车金融业务。2015~2017 年，公司实现净利润分别为 295.56 亿元、238.27 亿元和 170.75 亿元，呈持续下降态势，年均复合下降 24.00%。

从营业收入的构成来看，公司的主营业务包括汽车及零配件业务、摩托车及零配件业务、输变电及其他主营业务；其中，其他主营业务为公司的光电业务及其他。2015~2017 年，公司主营业务分别实现营业收入 4,317.36 亿元、4,632.38 亿元和 2,914.74 亿元，年均复合下降 21.71%；主营业务收入占营业收入比分别为 98.42%、98.56%和 97.65%，占比稳定在 97%以上，公司主营业务突出。

从主营业务的具体构成来看，2015~2017 年，受汽车行业回暖影响，公司汽车及零配件业务分别实现营业收入 2,382.52 亿元、2,620.87 亿元和 2,453.86 亿元，年均复合增长 1.49%，占营业收入总额比分别为 54.32%、55.76%和 82.21%，占比较大且持续上升；受摩托车行业下行影响，公司摩托车及零配件业务分别实现营业收入 70.94 亿元、54.40 亿元和 67.62 亿元，年均复合下降 2.43%，占营业收入总额比分别为 1.62%、1.16%和 2.27%，占比较小；公司输变电及新能源业务分别实现营业收入 64.86 亿元、58.16 亿元和 55.55 亿元，年均复合下降 8.06%，占营业收入总额比分别为 1.48%、1.24%和 1.86%，占比较小；其他主营业务分别实现营业收入 1,799.04 亿元、1,898.85 亿元和 337.44 亿元，年均复合下降 130.90%，占营业收入总额比分别为 41.01%、40.40%和 11.30%。2015~2017 年，公司其他业务分别实现营业收入 69.12 亿元、67.75 亿元和 70.25 亿元，年均复合增长 0.81%，占营业收入总额比分别为 1.58%、1.44%和 2.35%，整体占比不大。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 19.41%、18.66%和 21.60%，呈波动上升的态势。从具体业务板块来看，2015~2017 年，公司汽车及零配件业务的毛利率水平呈持续下降态势，分别为 27.26%、26.36%和 21.87%；摩托车及零配件业务毛利率近三年分别为 9.86%、13.51%和 14.39%，行业景气度有所回升；公司输变电及新能源业务受内部产品结构调整的影响，毛利率水平呈波动上升的态势，分别为 16.37%、20.57%和 17.64%；公司其他主营业务毛利率水平波动明显且处于较低水平，分别为 9.45%、7.78%和 18.39%，主要受占比较大的石油开采及贸易业务影响所致。2015~2017 年，公司其他业务毛利率水平波动上升，分别为 20.56%、28.25%和 35.53%。具体数据，如下表所示。

表 3 2015~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务小计	4,317.36	98.42	19.39	4,632.38	98.56	18.52	2,914.74	97.65	21.25
汽车及零配件业务	2,382.52	54.32	27.26	2,620.87	55.76	26.36	2,453.86	82.21	21.87
摩托车及零配件业务	70.94	1.62	9.86	54.40	1.16	13.51	67.62	2.27	14.39
输变电及新能源业务	64.86	1.48	16.37	58.16	1.24	20.57	55.55	1.86	17.64
其他主营业务	1,799.04	41.01	9.45	1,898.85	40.40	7.78	337.44	11.30	18.79
其他业务小计	69.12	1.58	20.56	67.75	1.44	28.25	70.25	2.35	35.53
合计	4,386.48	100.00	19.41	4,700.14	100.00	18.66	2,984.99	100.00	21.60

资料来源：公司审计报告、联合评级整理。

2018 年 1~3 月，公司营业总收入 637.99 亿元，实现净利润 28.39 亿元；分别同比下降 20.99%和 25.12%，主要系汽车及其他业务收入下滑所致。

整体看，2015~2017 年，公司营业收入总额呈波动增长的态势，受汽车业务景气度下滑的影响，净利润持续下降；公司主营业务突出，其中，汽车及零配件业务占比最大；公司综合毛利率水平呈波动上升的态势。

2. 汽车业务板块

业务概况

汽车业务方面，公司汽车产业主体为中国长安负责汽车板块的具体生产和经营，销售产品主要为乘用车，另有各类商用车。目前，中国长安旗下拥有重庆长安汽车股份有限公司（000625.SZ）、江铃汽车股份有限公司（000550.SZ）、哈尔滨东安汽车动力股份有限公司（600178.SH）、湖南

天雁机械股份有限公司（600698.SH）4 家上市公司，拥有整车、动力总成、零部件、商贸服务四大主业板块。公司与美国福特公司、日本铃木公司形成了战略伙伴关系，使得公司在轿车领域具有较大的增长潜力。

2015~2017 年，公司汽车业务中，销售商品分别实现营业收入 665.23 亿元、785.06 亿元和 799.80 亿元，占汽车业务的比重分别为 99.63%、99.95%和 99.96%；外协加工分别实现营业收入 2.49 亿元、0.36 亿元和 0.32 亿元，占汽车业务比重分别为 0.37%、0.05%和 0.04%。

原材料采购

公司汽车生产所需的原材料主要包括发动机、钢板和零部件三大类别。

从采购模式上看，钢材成本是汽车生产成本的主要组成部分，占汽车成本的 60%。公司已建立起较为完善的供应商管理体系，主要设备均由零部件厂商供应，减少了钢材的直接采购规模。公司长期合作的钢材供应商主要有宝钢、攀钢、武钢等大型钢铁企业，公司与宝钢结成了战略合作伙伴关系，并签订了长期供货协议，保障了公司钢材供应。在发动机、变速器及其他部件采供过程中，公司建立了严格的供应商管理和评价体系，由多个职能部门对供应商的准入资格进行考察，符合条件的纳入供应商管理名录，并通过 ERP 系统、质量管理体系等多种方式控制供应商的供货效率和质量。目前有多家原辅料和零部件供应企业，和多家设备、配件供应企业，能够保证各类生产资料的供应。同时，大量供应商形成的竞争平台也保证了公司较强的采购议价能力。公司的发动机主要通过中国长安旗下长安福特马自达发动机有限公司、哈尔滨东安汽车动力股份有限公司、哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司和少部分国外进口相结合的供应模式，其中，发动机自产可满足 89.60%的需求。

从采购的资金结算来看，对于海外采购订单，公司一般提前 3~5 个月直接向供应商采购，先入库后结算，公司无需进行长周期的零部件库存及资金积压；对于国内零部件采购都是先使用后结算的模式，公司原材料采购对资金的占用量不大。

从采购的集中度来看，2015~2017 年，公司原材料采购额前五大的供应商的采购总额分别为 65.79 亿元、81.04 亿元和 79.81 亿元，占比分别为 13.34%、12.78%和 11.50%；采购总额呈持续下降态势，但供应商集中度较低且较稳定。

综上，公司原材料采购中发动机的自给率较高。原材料采购中钢材成本占比较高，但原材料采购总体对公司资金占用量不大，供应商集中度不高且稳定。

汽车生产

从产品构成来看，目前公司已成功打造两大类汽车品牌，即微车自主品牌、轿车自主品牌，并已在新能源汽车产品方面获得重大突破。微车自主品牌产品方面，公司拥有长安之星、长安之星三、长安之星九、欧尚、欧诺和欧力威等一系列微车产品；轿车自主品牌产品方面，公司轿车自主品牌产品有 CS95、CS75、睿骋、CX70、陆风、驭胜和逸动；产品平台涵盖 3.8~4.9m 的小型轿车、经济型轿车、中级轿车、中高级轿车和 SUV 等。此外，公司还拥有一系列新能源汽车产品，如逸动、奔奔等，建立了燃气汽车、混合动力汽车、纯电动汽车三大新能源产品平台。产品以自主品牌为主。

从生产模式来看，在生产过程中公司以零库存管理为目标，为提高存货周转速度，所采购的原材料及汽车零部件按照生产计划及时运至生产线，且大部分原材料及零部件供应商均位于邻近地区以便减少运输时间，公司整车根据市场反馈及订单情况安排生产和销售，以最大限度减少库存压力。

公司在乘用车、发动机方面掌握造型与总布置、结构设计 with 性能开发、仿真分析、样车样机

制作与工艺、试验验证与评价等核心能力。长安汽车拥有专业研发人员 7,500 余人，其中全球高级专家 400 余人，13 人先后入选国家“千人计划”。开展了中国长安汽车研究院一、二、三期建设，形成了中国、意大利、日本、英国、美国等全球研发格局，并在重庆、上海、北京、意大利都灵、日本横滨、英国伯明翰、美国底特律建立起全球研发基地，实现 24 小时不间断协同研发，拥有汽车振动、噪声和碰撞安全等国家重点实验室及国家技术中心 3 家，省级技术中心 6 家，在 12 个关键领域的 147 项核心技术中，已掌握 97 项，正在研究 50 项。

从生产能力来看，截至 2017 年底，中国长安在全国拥有重庆、黑龙江、河北、江西、江苏、安徽、浙江、广东、北京、四川等 10 大整车生产基地，生产基地基本辐射全国整车市场，并在马来西亚、越南、美国、墨西哥、埃及等 6 个国家建有海外生产基地，是生产基地布局最广的中国汽车企业。公司拥有 31 个整车（发动机）工厂和 20 家二级企业，拥有发动机产能 344.00 万台，整车产能 346.00 万辆，整车综合产能利用率为 88.44%。其中，自主品牌产能 139.00 万辆，产能利用率为 96.09%；合资品牌产能 207.00 万辆，产能利用率为 79.64%，合资品牌产能利用率较低，主要系长安福特杭州新工厂刚投入使用所致。预计到 2020 年，国内整车产能 479 万辆，其中，自主品牌整车产能 217 万辆；合资品牌整车产能 262 万辆，以自主品牌产能扩张为主。

从实际生产情况来看，2015~2017 年，中国长安整车生产量分别为 278.14 万辆、304.21 万辆和 281.48 万辆；销量分别为 277.65 万辆、306.34 万辆和 287.25 万辆，产销率分别为 99.82%、100.70% 和 102.05%，产销率持续上升且保持在较高的水平。

表 4 2015~2017 年中国长安产销情况（单位：万辆、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
产量	278.14	304.21	281.48
销量	277.65	306.34	287.25
产销率	99.82	100.70	102.05

资料来源：公司提供

从产品质量控制来看，自主整车质量达到合资整车企业较好水平，公司设置了生产和质量管理的机构和岗位，建立和完善授权体系和管理流程，建立了符合国家或行业标准的质量管理体系、质量问题应急反映及处理机制、产品质量评价机制、产品质量持续改进制度和具体的操作流程。

汽车零配件业务方面，随着公司整车市场的扩大，公司对汽车零配件的需求日益增长。公司下属汽车零配件企业产品品种相对丰富，部分零配件产品通过自主开发、引进技术、与国外知名公司建立合资合作等，具备一定的产品技术水平，其中部分零配件产品在微型车领域具有领先优势。公司下属 11 家零配件企业，在变速器、车桥、减震器、增压器、电机细分市场排名前列；具备一定的自主研发能力，拥有青山、天雁、江滨、华川共四个国家级技术中心。

综上，公司汽车产品类型覆盖全面，包括自主和合资下多个品牌车型；产能规模较大，自主品牌产能利用率较高；生产流程安排合理。

产品销售

从销售模式来看，公司目前已初步建成了涵盖自主品牌微车、自主品牌轿车、合资品牌轿车在内的三级销售服务体系。

具体来看，公司自主品牌微车主要面向县、乡级市场销售，微车销售网络完善，目前已在全国 500 多个县市建立了销售和售后服务网络，销售服务网络覆盖除港澳台以外的所有省份的地级市。与经销商采用现款现货、现汇和承兑汇票方式进行结算，有力地保证了回款效率和资金安全。由于微车主要面向县乡客户，销售网点较为分散，增加了售后服务工作的难度。公司建立了“三

三制回访”、“核心流程服务”等售后服务制度，并开创了用户俱乐部、客户关系中心等服务模式，有效的解决了微车用户的售后服务。

公司自主品牌轿车已实现了重庆、南京、河北三大基地的产品统一营销。在营销策略上采用了统一渠道管理、统一流程管理、统一形象标准和统一区域规划的方针，营销方向主攻二、三线城市市场。

公司合资品牌轿车销售和服务采用以 4S 店为主的模式，建立了独立的、覆盖范围广泛、数量规模合理、服务齐全的 4S 店网络，专门销售生产的产品。

从实际销售情况来看，2015 年，随着公司经营质量的不断提高和汽车产品的市场认可度上升，公司实现汽车销售 277.65 万辆，同比增长 8.98%，其中，自主品牌销量 153.83 万辆，同比增长 10.96%；实现汽车相关销售收入 2,382.52 亿元，同比增长 7.54%。2016 年，公司全年实现汽车销售 306.34 万辆，同比增长 10.33%，其中自主品牌销量 171.81 万辆，同比增长 11.69%；实现汽车相关销售收入 2,620.87 亿元，同比增长 10.00%。2017 年，公司全年实现汽车销售 287.25 万辆，同比下降 6.23%，其中自主品牌销量 166.18 万辆，同比下降 3.28%；实现汽车相关销售收入 2,453.86 亿元，同比下降 6.37%。具体数据如下表所示。

表 5 2015~2017 年公司汽车业务板块的销售情况（单位：万辆、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
汽车销售数量	277.65	306.34	287.25
其中：乘用车	235.33	262.63	234.96
商用车	42.32	43.71	52.29
其中：自主品牌	153.83	171.81	166.18
合资品牌	123.82	134.53	121.07
汽车及零配件销售收入	2,382.52	2,620.87	2,453.86

资料来源：公司提供

汽车零配件方面，中国长安旗下发动机、零部件企业共 13 家，在变速器、车桥、减震器、增压器、电机细分市场排名前列；具备一定的自主研发能力，拥有青山、天雁、江滨、华川四个国家级技术中心。公司将通过提升技术水平，进一步提高盈利能力，打造业务平台。

服务业方面，包含汽车营销服务业务和综合体业务，由公司子公司万友汽车投资有限公司（以下简称“万友汽车”）承担经营，营销网络主要分布在西南地区，截至 2017 年底，公司在全国范围内拥有 4S 店共计 162 家，较 2016 年净增加 8 家。汽车服务业 2017 年实现收入 154.06 亿元，同比下降 15.39%。具体数据，如下表所示。

表 6 2015~2017 年公司汽车服务业务情况（单位：亿元、个）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
汽车服务业收入	167.57	177.77	154.06
4S 店数量	155	154	162

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2015~2017 年，公司销售前五大客户的销售金额合计分别为 68.64 亿元、73.73 亿元和 63.26 亿元，占比分别为 10.28%、9.39%和 7.90%；总体占比不大且逐年下降，销售客户集中度不高。

总体看，近三年，公司汽车业务销售量及销售收入波动增长，且 2017 年下滑明显。公司汽车

销售中自主品牌发展较好，增速高于合资品牌，自主品牌销售的占比较大；客户集中度不高。

3. 输变电板块

公司输变电板块收入目前主要来自输变电设备销售，产品包括变压器和电磁线等。公司输变电业务主体为上市公司保定天威保变电气股份有限公司（股票代码：600550.SH，股票简称：保变电气）。保变电气是世界知名的变压器供应商，可以设计制造 10~1,000 千伏全系列、各种结构类型、各类用途的变压器产品，名下共有九家变压器造公司，变压器全年总产能达 1.7 亿千伏安。变压器产品出口到美国、日本、欧盟、加拿大、巴基斯坦、苏丹等国家和地区。

从采购模式来看，公司生产所用的主要原材料有硅钢片、电磁线、变压器油、油箱等，原材料成本占比 80%以上；其采购由设计、检验、供应把关，对供货方认真进行评价，在保证按合同要求、技术要求和质量的前提下，实行比价采购，对原材料物资实行分类管理，控制合理的库存量，通过材料工艺定额，严格控制材料消耗，实现原材料采购、消耗和库存的动态管理。公司通过对生产计划、采购计划和物料库存进行合理的预测、安排，努力降低采购成本和资金占有成本，既保证生产供应，又减少库存浪费，从而提高产品的竞争力。

从生产模式来看，由销售部门根据产品合同所规定的交货期及产品的运输周期，确定产品的完工及发货时间，根据生产周期倒排，确定所有产品的排产计划，排产计划可细化到图纸设计下发、原材料采购到位、生产投产时间和完工时间、产品包装与发运等所有工序与流程，各职能部门严格按照综合计划开展各项工作，生产部门根据排产计划细化各产品生产过程，包括各加工工序的开工与完工、产品的检验与试验、产品总装配以及包装等，从生产过程控制产品进度，保证产品生产实现有效控制。

从销售模式来看，公司的销售模式主要以直销为主，辅以极少量的代销模式，这种销售模式可以最大限度地减少销售中的信用纠纷、保证货款及时回收。公司的销售分为国内销售和出口销售两部分，国内销售统一由营销公司负责，出口销售统一由进出口公司负责。

总体来看，公司输变电业务占比很小，对盈利影响不大。

4. 重大投资项目

目前公司重大在建项目主要为汽车及汽车零配件生产相关项目，2015~2017 年，公司期末在建工程账面价值分别为 185.01 亿元、133.92 亿元和 105.11 亿元。截至 2017 年底，公司重大在建工程总投资额为 238.06 亿元，期末余额 56.08 亿元，尚需投资 181.98 亿元，未来投资规模较大。

表 7 截至 2017 年底公司重大在建工程的具体情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	年初余额	本期增加额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额	工程进度（%）	资金来源
汽车产品结构调整项目	24.92	2.47	6.69	--	--	9.16	36.77	自筹
长安福特生产基地	36.21	15.60	4.49	11.92	--	8.18	55.49	自筹
江铃控股生产基地	20.00	15.64	--	8.39	--	7.25	78.19	自筹
长安标致雪铁龙生产基地	9.50	5.13	2.41	2.47	0.14	4.93	79.34	自筹
"十二五"统筹规划建设项目	4.18	2.24	1.03	--	--	3.26	78.11	国拨、自筹
全球研发中心一期建设项目	20.99	0.76	2.71	0.36	--	3.11	16.53	自筹
综合技改项目	1.89	1.63	0.91	-	0.63	1.90	96	国拨、自筹
维生素 B1 原料	2.30	0.32	1.58	-	-	1.90	80	自筹
长安马自达生产基地	3.50	0.16	2.11	0.47	0.01	1.79	64.79	自筹

59 所整体改造建设项目	3.98	1.45	0.30	0.02	--	1.73	43.94	国拨
H 五期发动机生产线建设项目	22.20	--	1.66	--	--	1.66	7.49	自筹
国内模具项目	2.11	0.71	1.25	0.37	--	1.59	93.06	自筹
基础设施改造	1.61	1.46	0.07	-	--	1.53	95	国拨
进口模具项目	3.46	2.04	0.90	0.92	0.82	1.19	84.86	自筹
北京长安生产基地	9.88	0.47	1.15	0.44	--	1.18	16.4	自筹
先进工业技术研发条件整体改造	1.38	0.08	1.00	--	--	1.08	78.34	国拨、自筹
成都青山实业厂房搬迁项目	3.68	0.68	0.67	0.32	0.00	1.02	44	自筹
陵川搬迁项目	5.07	0.77	0.27	0.03	--	1.01	19.93	自筹
EA 三期项目	6.32	1.76	0.04	0.88	--	0.92	28.43	自筹
H 系列四期项目	20.58	5.63	2.86	8.49	--	0.00	41.24	自筹
保定长安客车基地	1.82	0.41	0.55	0.67	--	0.29	52.62	自筹
长安铃木生产基地	2.27	0.90	0.11	0.48	--	0.54	44.82	自筹
南京长安生产基地	2.11	0.57	0.57	0.70	--	0.43	53.82	自筹
未来科技城	14.50	5.72	--	5.62	0.10	0.00	100	国拨
五九所新科研基地(一期)建设项目	1.81	0.00	0.42	--	--	0.42	23.44	自筹
***平台	4.42	2.95	0.05	1.98	1.02	0.00	100	国拨
输液用新型高分子药用包装膜材料项目 (兵计[2010]53 号)	2.17	0.99	--	0.99	--	0.00	100	自筹
±1100kV 特高压变压器基地建设项目	3.62	1.45	1.41	2.86	--	0.00	100	自筹
基础设施改造及保密技改造	1.61	1.23	0.07	1.23	0.07	0.00	100	国拨、自筹
合计	238.06	73.20	35.27	49.62	2.78	56.08	--	--

资料来源：公司审计报告

整体看，公司未来计划投资规模较大，考虑到公司经营业务的收入稳定性和较强获现能力，公司在建项目资金需求的筹资压力一般。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司的应收账款周转次数波动下降，分别为 18.40 次、21.88 次和 13.45 次；公司的存货周转次数波动下降，分别为 9.49 次、9.14 次和 6.67 次；总资产周转率波动下降，分别为 1.32 次、0.82 次和 1.03 次。

公司作为以汽车及零配件生产为主营业务的大型央企，跨行业运营、业务结构多元，公司的经营效率指标的可对标上市公司不多、指标可比性不强，因而采用公司旗下上市公司长安汽车的指标数据进行同行业上市公司对比。从同行业上市公司的对比情况来看，长安汽车应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业中游，长安汽车经营效率一般。

表 8 2017 年汽车行业主要上市公司经营效率指标情况（单位：次）

公司名称	股票简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
上汽集团	600104.SH	26.27	17.05	1.33
东风汽车	600006.SH	5.61	9.47	0.93
一汽轿车	000800.SZ	160.80	8.61	1.48
广汽集团	601238.SH	56.27	18.76	0.71
长城汽车	601633.SH	144.44	14.09	1.00
长安汽车	000625.SZ	48.41	11.59	0.75

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司整体经营效率一般。

6. 关联交易

从关联交易来看，2015~2017 年，公司采购商品/接受劳务的关联交易涉及金额分别为 2.97 亿元、1.70 亿元和 1.25 亿元；属于关联方的应付、预收款项的金额份额分别为 3.85 亿元、4.09 亿元和 1.20 亿元；出售商品/提供劳务的关联交易涉及金额分别为 2.09 亿元、2.13 亿元和 3.22 亿元；属于关联方的应收、预付款项分别为 2.01 亿元、2.12 亿元和 3.05 亿元；2015~2017 年关联交易中，变动较大的部分均系关联方往来款变动所致。

相关交易定价均采用市场价，关联交易定价公允。具体数据如下表所示。

表 9 2015~2017 年公司关联交易情况（单位：亿元、%）

关联方项目	2015 年	2016 年	2017 年
采购商品/接受劳务	2.97	1.70	1.25
应付、预收款项	3.85	4.09	1.20
合计	6.82	5.79	2.45
出售商品/提供劳务	2.09	2.13	3.22
应收、预付款项	2.01	2.12	3.05
合计	4.10	4.25	6.27

资料来源：公司审计报告

整体看，近三年，公司关联交易总体规模不大，关联交易定价公允。

7. 重大事项

保变电气非公开发行股票

保定天威保变电气股份有限公司于 2017 年 3 月 6 日审议通过《关于公司非公开发行股票预案（三次修订稿）的议案》。该次非公开发行预案于 2017 年 3 月 17 日经国务院国资委批复，原则同意保变电气本次非公开发行方案，同意公司以 11.25 亿元现金认购本次非公开发行股票。截至 2018 年 5 月 4 日，本次非公开发行尚需经中国证监会核准后方可实施。若此次非公开发行成功，有助于提高保变电气的资本实力。

8. 经营关注

汽车行业竞争加剧，企业盈利空间将受影响

近年来汽车行业增速放缓，竞争日益激烈。随着外资和合资品牌向中低端产品延伸，公司自主品牌汽车产品将面临更大竞争压力，企业盈利空间将受到挤压。

产品质量将直接影响公司品牌价值和经营能力

公司主营业务包括汽车及零配件和摩托车及零配件等，产品质量将直接影响消费者的人身和财产安全。公司作为国产自主品牌的生产和经营者，其产品质量和安全性能直接关乎企业品牌价值。

原材料价格波动的风险

公司产品生产成本中原材料钢材、油漆、轮胎采购量较大，其中汽车用钢材是影响汽车成本的主要原材料，采购量占比较高，钢材等原材料价格波动将直接影响公司生产成本和盈利能力。

公司在建项目较多，资金需求较大

公司业务结构多元，在建、拟建项目较多，未来投资计划的资金需求较大，面对宏观经济环境和各行业发展情况的变化，投资回报具有不确定性。

9. 未来发展

公司未来将实施领先发展战略，大力提升保军强军能力、创新能力、价值创造和可持续发展能力；强化供给侧改革，持续优化投资结构、产业结构，重点发展输变电、装备制造、光电信息、金融服务四大产业，致力形成“2+4”先进军工和现代产业体系。根据公司“十三五”计划，到2020年，公司同口径实现营业收入6,000亿元，利润总额430亿元；其中工业企业实现营业收入4,400亿元，利润总额360亿元。

总体看，公司对未来产业布局 and 经营方向有着明确的未来发展规划，目标在于进一步提升公司的产业布局能力和利润水平，公司未来盈利能力有望稳定增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2015年度合并财务报表经中审众环会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的审计报告；2016~2017年度合并财务报表经立信会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计报告；2018年1~3月合并财务报表未经审计。

从合并范围变化来看，2016年，公司因投资设立和并购新纳入合并范围子公司11家，因注销、清算、转让股权等原因不再纳入合并范围的子公司19家；2017年，公司因投资设立和并购新纳入合并范围子公司9家，因注销、清算、转让股权、丧失控制权等原因不再纳入合并范围的子公司42家。截至2017年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司为54家。整体看，合并范围变化对公司主营业务影响较小，财务数据可比性仍较强。

截至2017年底，公司合并资产总额3,672.42亿元，负债总额2,532.49亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,139.93亿元，其中归属于母公司所有者权益合计600.25亿元。2017年，公司实现营业总收入3,026.87亿元，净利润（含少数股东损益）170.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润49.99亿元；经营活动产生的现金流量净额100.09亿元，现金及现金等价物净增加额-120.86亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额3,664.66亿元，负债总额2,474.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,190.62亿元，其中归属于母公司所有者权益合计595.26亿元。2018年1~3月，公司实现营业总收入637.99亿元，净利润（含少数股东损益）28.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.61亿元；经营活动产生的现金流量净额-88.72亿元，现金及现金等价物净增加额-24.05亿元。

2. 资产质量

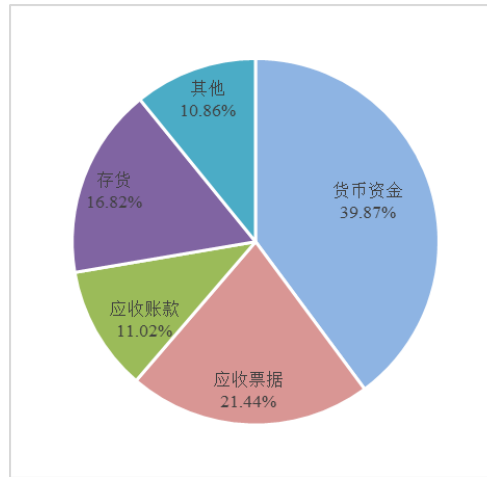
近三年，公司资产规模波动下降，年均复合下降3.19%。截至2017年底，公司合并资产总额为3,672.42亿元，较年初增长1.91%，主要系非流动资产增长所致；公司资产中流动资产和非流动资产占比分别为49.41%和50.59%，占比较为均衡。

流动资产

近三年，公司流动资产持续下降，年均复合下降7.02%，主要系货币资金、预付账款、存货

减少所致。截至 2017 年底，公司流动资产总额 1,814.38 亿元，较年初下降 2.89%，主要由货币资金（占比 39.87%）、应收票据（占比 21.44%）、应收账款（占比 11.02%）和存货（占比 16.82%）组成，详见下图。

图 4 公司 2017 年底流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动减少，年均复合下降 6.70%。截至 2017 年底，公司货币资金余额 723.35 亿元，较年初下降 13.03%，主要系销售商品收回的现金减少所致。公司货币资金包括银行存款（占比 94.86%）、库存现金（占比 0.01%）和其他货币资金（主要为票据保证金、信用证保证金和履约保证金等，占比 5.13%）规模相对较小；受限资金占比 11.36%，主要为银行承兑汇票保证金、存放中央银行法定准备金、诉讼冻结和履约保证金等，受限金额占比较高。

2015~2017 年，公司应收票据持续增长，年均复合增长 8.02%。截至 2017 年底，公司应收票据余额 388.93 亿元，较年初增长 11.65%，主要系公司票据结算规模增长所致；应收票据中商业承兑汇票占比 26.79%、银行承兑汇票占比 73.21%；公司应收票据中，用于开票质押的应收票据为 19.58 亿元，占当期应收票据余额的 5.03%。

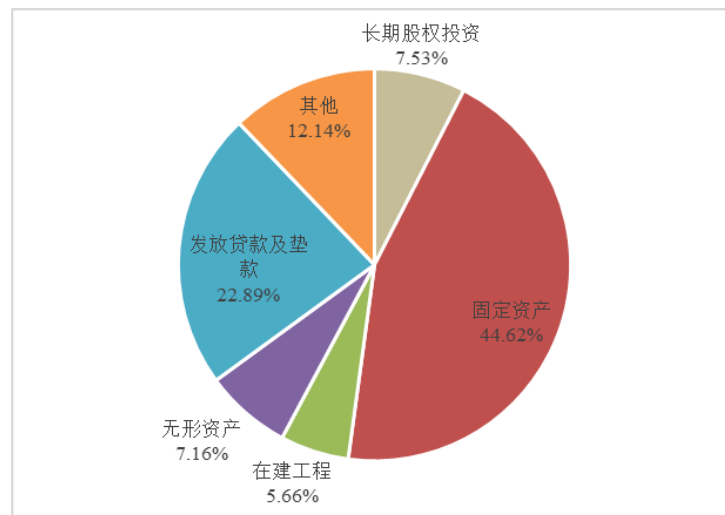
2015~2017 年，公司应收账款波动下降，年均复合下降 3.88%。截至 2017 年底，公司应收账款余额为 230.45 亿元，较年初增长 8.06%。公司按照个别认定法和组合法计提坏账准备；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 215.74 亿元，其中 1 年以内的占比 79.02%，坏账计提比例为 0.82%，1 至 2 年的占比 8.52%，坏账计提比例为 10.00%，2 至 3 年的占比 3.50%，坏账计提比例为 30.00%，3 年以上的占比 8.96%，坏账计提比例为 82.93%；单项计提坏账准备的应收账款余额 14.71 亿元，坏账准备计提比例为 79.13%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 199.92 亿元，计提坏账准备 30.53 亿元，综合计提比例为 13.25%，计提较为充分。截至 2017 年底，公司应收账款中，用于贷款质押的金额 50.19 亿元，占当期应收账款账面价值的 25.10%，受限比例尚可。

2015~2017 年，公司存货持续下降，年均复合减少 18.66%。截至 2017 年底，公司存货余额为 326.22 亿元，较年初下降 13.02%，主要系公司库存商品下降所致；存货主要由原材料（占比 31.94%）、自制半成品及在产品（占比 12.93%）、库存商品（占比 46.12%）及其他（占比 8.05%）构成。截至 2017 年底，公司全部存货共计提跌价准备 21.00 亿元，计提比例 6.44%，计提较为充分，账面价值为 305.22 亿元，其中用于贷款抵押的受限存货账面价值为 6.94 亿元，占比 2.27%。

非流动资产

近三年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 1.04%，主要系发放贷款及垫款、长期股权投资增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额 1,858.05 亿元，较年初增长 7.07%，主要由长期股权投资（占比 7.53%）、固定资产（占比 44.62%）、在建工程（占比 5.66%）、无形资产（占比 7.16%）、发放贷款及垫款（占比 22.89%）构成，非流动资产构成如下图所示。

图 5 公司 2017 年底非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 186.52%。截至 2016 年底，公司长期股权投资余额 127.34 亿元，较年初增长 647.26%，主要系将子公司中国北方工业公司调整为联营企业所致；截至 2017 年底，公司长期股权投资余额 139.89 亿元，较年初增长 9.86%，主要系权益法下确认的投资收益增加所致。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 2.81%。截至 2017 年底，公司固定资产原值为 1,560.20 亿元，较年初增长 8.53%，主要系机器设备增长所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 24.94%）、机器设备（占比 51.30%）、电子设备（占比 3.47%）和土地资产（占比 2.83%）等构成，其余为酒店业家具、办公设备、运输工具等。截至 2017 年底，公司累计计提固定资产折旧 687.45 亿元，累计计提固定资产减值准备 43.67 亿元，公司固定资产账面价值为 829.08 亿元，成新率为 53.14%，成新率不高。截至 2017 年底，公司固定资产中，用于贷款质押的为 63.61 亿元，占当期固定资产账面价值的 7.67%，比例较低。

2015~2017 年，公司在建工程持续下降，年均复合下降 24.63%。截至 2017 年底，公司在建工程账面余额为 106.90 亿元，较年初下降 21.21%，主要系长安福特生产基地、江铃控股生产基地以、H 系列四期项目以及未来科技城等重大在建工程转固比例提升所致。截至 2017 年底，公司主要在建工程包括汽车产品结构调整项目、长安福特生产基地、江铃控股生产基地等。2017 年底，公司累计计提减值准备 1.79 亿元，在建工程账面价值为 105.11 亿元，无受限情况。

2015~2017 年，公司无形资产波动下降，年均复合下降 2.52%。截至 2017 年底，公司无形资产余额为 208.66 亿元，较年初增长 7.64%，主要系非专利技术有所增加所致；公司无形资产主要由软件（占比 7.46%）、土地使用权（占比 52.95%）、专利权（占比 2.63%）、非专利技术（占比 33.76%）等构成；公司累计计提无形资产摊销 66.62 亿元，累计计提无形资产减值准备 8.96 亿元，无形资产账面价值为 133.08 亿元，其中用于贷款抵押的金额为 12.00 亿元，占比 9.02%。

公司子公司兵器装备集团财务有限责任公司的汽车金融业务近年来取得了快速发展，经营规模增长迅速，公司发放贷款及垫款规模不断增长。2015~2017 年，公司发放贷款及垫款年均复合增长 42.92%。截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款余额 425.37 亿元，较年初增长 23.39%。

截至 2017 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 241.08 亿元，占总资产的比例为 6.56%，受限比例较低。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 3,664.66 亿元，较年初下降 0.21%；流动资产和非流动资产占比分别为 51.62%和 48.38%，资产规模及结构较年初变化不大。

总体来看，公司资产规模波动下降，流动资产与非流动资产占比较为均衡；公司受限资产占比较小，整体资产质量较好。

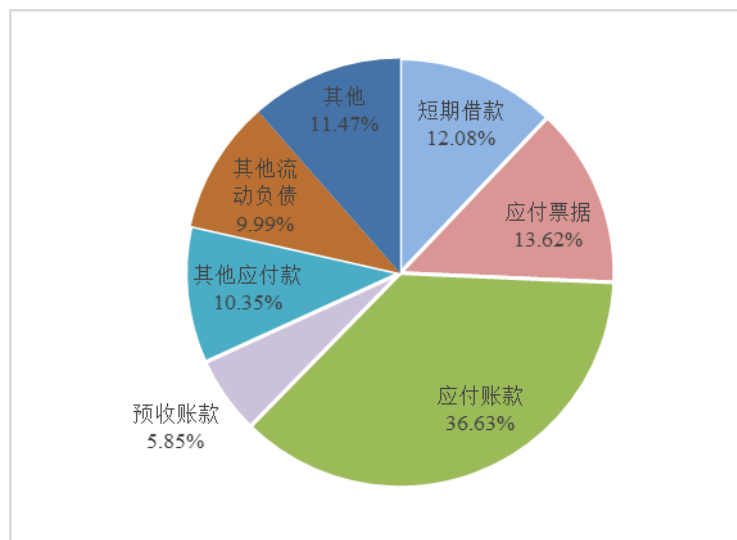
3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 2.74%，主要系流动负债减少所致。截至 2017 年底，公司负债总额 2,532.49 亿元，较年初增长 0.52%；以流动负债为主，占比为 76.66%。

近三年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 4.72%，主要系交易性金融负债、应付票据、预收款项减少所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 1,941.50 亿元，较年初下降 7.18%，主要由短期借款（占比 12.08%）、应付票据（占比 13.62%）、应付账款（占比 36.63%）、预收款项（占比 5.85%）、其他应付款（占比 10.35%）和其他流动负债（占比 9.99%）组成，流动负债构成如下图所示。

图 6 公司 2017 年底流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 23.41%。截至 2017 年底，公司短期借款余额为 234.49 亿元，较年初增长 15.79%，主要系公司对外部资金需求增加所致；公司短期借款由信用借款（占比 91.99%）、抵押借款（占比 3.61%）、质押借款（占比 3.02%）和保证借款（占比 1.38%）组成。

2015~2017 年，公司应付票据持续下降，年均复合下降 10.72%，主要系将子公司中国北方工业公司调整为联营企业所致。截至 2017 年底，公司应付票据余额为 264.48 亿元，较年初下降 16.86%，

主要系汽车业务开出票据减少所致；其中银行承兑汇票占比 94.30%，商业承兑汇票占比 5.70%，以银行承兑汇票为主。

2015~2017 年，公司应付账款波动下降，公司复合下降 0.07%。截至 2017 年底，公司应付账款 711.09 亿元，较年初增长 2.77%，其中公司 1 年以内的应付账款占比 89.87%，1 至 2 年的占比 6.08%。

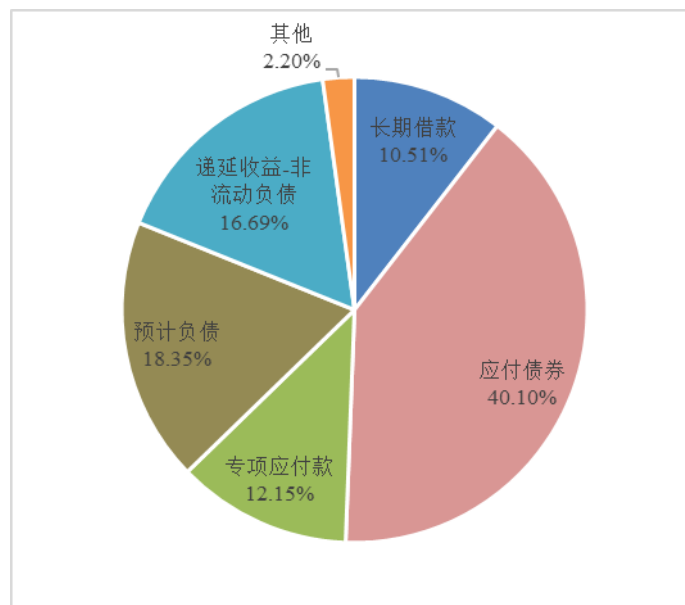
公司预收款项主要是预收汽车车款和特种产品款。2015~2017 年，公司预收款项持续下降，年均复合下降 33.91%，主要系将子公司中国北方工业公司调整为联营企业所致。截至 2017 年底，公司预收款项余额为 113.64 亿元，较年初下降 26.03%，主要系年底客户使用其预付款采购增加所致；公司预收款项主要为 1 年以内（含 1 年），占比 87.07%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 2.52%。公司其他应付款主要为应付往来款项，工程、设备等款项，运费、广告费等款项，代收代垫款项，预提风险金及其他费用，押金、保证金、质保金等。截至 2017 年，公司其他应付款余额为 200.99 亿元，较年初增长 0.89%。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 5.23%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 194.04 亿元，较年初下降 5.19%。截至 2017 年底，公司预提技术开发及服务费用 18.98 亿元，占比 9.78%；预提市场、销售和售后服务费用 109.74 亿元，占比 56.56%；预提折扣折让费 18.70 亿元，占比 9.63%，其他预提费用 33.57 亿元，占比 17.30%。

近三年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.78%，主要系应付债券、预计负债与递延收益增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 591.00 亿元，较年初增长 4.78%，主要由长期借款（占比 10.51%）、应付债券（占比 40.10%）、专项应付款（占比 12.15%）、预计负债（占比 18.35%）和递延收益（占比 16.69%）构成。

图 7 公司 2017 年底非流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 29.61%；截至 2017 年底，公司长期借款余额 62.12 亿元，较年初增长 52.36%，主要系公司 2017 年新增 30.00 亿元长期借款，均将于 2020 年到期；公司长期借款主要为质押借款（占比 8.13%）和信用借款（占比 87.31%）。

2015~2017 年，公司应付债券波动上升，年均复合增长 23.39%。截至 2017 年底，公司应付

债券余额为 237.00 亿元，较年初增长 87.62%，主要系公司 2017 年新发行 130.00 亿元债券所致。除江铃控股有限公司 2015 年度第一期中期票据外，公司应付债券到期偿付日均在 2019 年及之后，2019 年到期规模为 35.00 亿元，之后每年到期规模在 10.00~60.00 亿元，详见下表。相对于公司体量而言，公司每年债券的还款压力不大。

表 10 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券全称	债券简称	期末余额	到期日
中国兵器装备集团公司 2016 年公司债券（第一期）（品种一）	16 兵装 01	15.00	2021/8/16
中国兵器装备集团公司 2016 年公司债券（第二期）（品种一）	16 兵装 03	11.00	2021/10/17
中国兵器装备集团公司 2016 年公司债券（第二期）（品种二）	16 兵装 04	14.00	2023/10/17
中国兵器装备集团公司 2016 年公司债券（第二期）（品种三）	16 兵装 05	10.00	2026/10/17
中国兵器装备集团公司 2016 年公司债券（第一期）（品种二）	16 兵装 02	20.00	2023/08/16
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第四期）（品种二）	17 兵装 08	9.00	2024/9/18
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第四期）（品种二）	17 兵装 07	15.00	2024/9/18
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第四期）（品种一）	17 兵装 09	6.00	2022/9/18
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第四期）（品种三）	17 兵装 06	20.00	2027/9/18
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第三期）（品种二）	17 兵装 05	20.00	2027/7/13
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第三期）（品种一）	17 兵装 04	20.00	2022/7/13
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第二期）（品种二）	17 兵装 02	20.00	2027/6/6
中国兵器装备集团公司 2017 年公司债券（第一期）（品种二）	17 兵装 01	20.00	2022/4/19
江铃控股有限公司 2015 年度第一期中期票据	15 江铃 MTN001	2.00	2018/5/8
中国南方工业集团公司 2014 年度第一期中期票据	14 中南方 MTN001	19.00	2019/6/20
中国南方工业集团公司 2014 年度第二期中期票据	14 中南方 MTN002	16.00	2019/12/30
合计	--	237.00	--

数据来源：公司审计报告、Wind

2015~2017 年，公司专项应付款波动增长，年均复合增长 2.94%。截至 2017 年底，公司专项应付款为 71.80 亿元，较年初增长 10.02%，主要系新收到拨入经费与土地搬迁资金所致。截至 2017 年底，公司专项应付款主要由黑龙江北方工具有限公司主厂区搬迁款（占比 13.74%）、华强科技搬迁补偿项目（占比 5.99%）、技术基础-特种装备技术研究基金（占比 5.80%）、**规划建设项目（占比 5.33%）以及合肥基地项目专项补贴资金（占比 2.76%）等构成。

2015~2017 年，公司预计负债持续增长，年均复合增长 34.44%。截至 2017 年底，公司预计负债余额 108.43 亿元，较年初增长 17.58%，主要系公司产品质量保证产生的预计负债增长。

2015~2017 年，公司递延收益持续增长，年均复合增长 11.52%，主要系政府补助款、补偿款增长所致。截至 2017 年底，公司递延收益余额 98.66 亿元，较年初增长 11.58%。

债务方面，2015~2017 年，公司全部债务分别为 870.15 亿元、802.45 亿元和 839.05 亿元。截至 2017 年底，公司全部债务较年初增长 4.56%，其中短期债务和长期债务分别占比 64.23%和 35.77%，以短期债务为主。

债务比率方面，2015~2017 年，公司资产负债率波动增长，分别为 68.31%、69.91%和 68.96%；全部债务资本化比率波动增长，分别为 41.20%、42.53%和 42.40%；受 2017 年发行新债影响，长期债务资本化比率波动上升，分别为 18.45%、13.46%和 20.84%；公司债务负担适中。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 2,474.05 亿元，较年初下降 2.31%；流动负债和非流动负

债分别占比分别为 73.70%和 26.30%，负债规模较年初变化不大，非流动负债占比有所上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 965.69 亿元，短期债务和长期债务分别占比 63.12%和 36.88%；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 67.51%、44.78%和 23.03%，债务负担较年初略有上升。

总体来看，公司负债呈增长趋势，债务结构以短期债务为主，整体债务负担适中。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 4.19%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 1,139.93 亿元，较年初增长 5.12%，主要系实收资本与未分配利润增长所致，其中归属母公司所有者权益占比 52.66%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 58.81%，资本公积占比 22.02%，其他综合收益占比-1.20%，专项储备占比 0.61%，盈余公积占比 2.19%，未分配利润占比 16.45%，一般风险准备占比 1.12%。所有者权益中少数股东权益占比较高，权益总体稳定性有待提高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 1,190.62 亿元，较年初增长 4.45%；其中归属于母公司所有者权益占比 50.00%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 59.30%，资本公积占比 19.87%，其他综合收益占比-1.34%，专项储备占比 0.79%，盈余公积占比 1.99%，未分配利润占比 18.20%，一般风险准备占比 1.19%。

总体来看，公司所有者权益规模很大，但所有者权益中少数股东权益占比较高，权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

近三年，公司收入规模波动下降，年均复合下降 17.51%。2017 年，公司实现营业总收入 2,984.99 亿元，较年初下降 36.49%，主要系石油开采及贸易业务等其他主营业务收入大幅下降所致。受此影响，近三年公司营业利润分别为 329.53 亿元、265.66 亿元和 219.51 亿元。2015~2017 年，公司净利润呈逐年下降趋势，分别为 295.65 亿元、238.18 亿元和 170.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 93.51 亿元、38.53 亿元和 49.99 亿元。

期间费用方面，受营业规模缩减影响，2015~2017 年，期间费用规模逐年下降，年均复合下降 7.13%，分别为 491.68 亿元、486.48 亿元和 424.07 亿元。近年来，公司销售费用波动下降，年均复合下降 11.73%；管理费用逐年下降，年均复合下降 2.95%；公司财务费用随债务规模变化波动下降，年均复合下降 18.54%。从费用构成看，2017 年，销售费用、管理费用及财务费用占三费合计的比例分别为 36.71%、59.63%和 3.66%。近三年，公司费用收入比波动上升，分别为 11.21%、10.35%和 14.21%，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

从利润构成来看，公司营业利润主要来源于主营业务利润、投资收益。2015~2017 年，公司投资收益分别为 113.15 亿元、21.02 亿元和 30.83 亿元，占当期营业利润的比重分别为 34.34%、7.91%和 14.04%，波动较大；2015 年公司投资收益规模较大，主要系保定天威集团有限公司破产未纳入合并范围所致。受会计政策变动影响，近三年公司营业外收入波动下降，年均复合下降 59.32%，公司营业外收入占当期利润总额的比例分别为 17.74%、23.98%和 4.92%，其中 2017 年下降较多主要系政府补助计入其他收益所致；2017 年，公司新增其他收益 62.18 亿元，占当期利润总额的 29.25%，主要为政府补助。公司盈利对非经常性损益存在依赖。

从盈利能力指标看，2015~2017 年公司总资本收益率分别为 17.40%、11.31%和 10.02%，总资产报酬率分别为 9.81%、9.19%和 6.47%，净资产收益率分别为 26.25%、20.48%和 15.35%，均呈

现持续下降趋势。

2018年1~3月，公司营业总收入637.99亿元，实现净利润28.38亿元，分别同比下降78.63%和83.38%，主要系汽车业务景气度下滑所致。同期实现归属于母公司所有者的净利润10.61亿元。

总体来看，公司营业收入规模较大，但整体盈利能力有所下降；期间费用对利润存在一定侵蚀；公司盈利对非经常性损益存在依赖。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为4,912.72亿元、5,749.61亿元和3,557.14亿元，年均复合下降14.91%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。近三年，公司经营活动现金流出量分别为4,442.50亿元、5,386.64亿元和3,457.05亿元，年均复合下降11.79%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2015~2017年，经营活动产生的现金净流量分别为470.22亿元、362.97亿元和100.09亿元，年均复合下降53.86%。公司经营活动产生的现金净流量近年来持续下降。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为108.77%、117.54%和114.21%，维持在较高水平。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流量净额均为净流出状态，净流出规模波动下降。近三年，公司投资活动现金流入分别为430.10亿元、333.12亿元和457.76亿元，年均复合增长3.16%，现金流入受公司收回投资收到的现金影响较大；投资活动现金流出分别为582.88亿元、710.74亿元和594.77亿元，年均复合增长1.01%；投资活动现金流量净额分别为-152.78亿元、-377.61亿元和-137.01亿元，公司经营活动产生的现金净流量基本可以满足公司投资活动需求。

公司主要依靠银行借款和发行债券来满足自身的筹融资需求。2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为451.80亿元、630.79亿元和474.91亿元，年均复合增长2.53%；筹资活动现金流出分别为605.71亿元、617.32亿元和557.59亿元，年均复合减少4.05%，近三年，公司筹资活动产生的流出现金波动减少，主要以偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主；筹资活动现金流量净额为-153.91亿元、13.47亿元和-82.68亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额-88.72亿元，投资活动现金流量净额-45.73亿元，筹资活动现金流量净额110.77亿元，现金及现金等价物净增加额为-24.05亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流量基本能够满足公司投资活动需求；公司收入实现质量较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司近三年流动比率较为稳定，分别为0.98倍、0.89倍和0.93倍；速动比率分别为0.77倍、0.72倍和0.78倍；由于公司现金类资产规模较大，近三年现金短期债务比呈波动上升趋势，分别为1.98倍、1.86倍和2.06倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力很强；2015~2017年，由于经营活动产生的现金流量净额持续减少，公司经营现金流动负债比率持续下降，分别为21.99%、17.35%和5.16%，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司EBITDA分别为546.02亿元、493.83亿元和345.25亿元，主要由利润总额构成，占比分别为65.27%、61.87%和61.57%，计入财务费用的利息支出占比分别为10.01%、8.09%和6.62%，折旧占比分别为22.47%、26.95%和27.50%，摊销占比2.25%、

3.09%和 4.31%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 9.39 倍、12.34 倍和 15.09 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；EBITDA 全部债务比分别为 0.63 倍、0.62 倍和 0.41 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度较高。

近年来，公司先后与多家商业银行建立良好的合作关系，截至 2017 年底，公司本部获得授信 665.50 亿元，已使用 166.00 亿元，尚未使用的授信额度为 499.50 亿元，间接融资渠道通畅。公司拥有多家上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司重大未决诉讼如下：

公司前身高峰机械厂与中国工商银行贵阳市万东支行（以下简称“万东工行”）于 1998 年 10 月签订《最高额保证合同》，约定高峰机械厂为贵州省国防科技供销公司（以下简称“供销公司”）在 1998 年 10 月 20 日至 2001 年 10 月 20 日期间 600 万元的贷款限额提供连带保证担保。2000 年 3 月至 8 月，供销公司向万东工行借款 720 万元，自 2001 年 9 月 21 日起未归还本息。万东工行随后起诉供销公司及公司。2003 年 6 月 11 日，贵州省高级人民法院做出终审判决，判定公司在为供销公司 600 万元贷款本息提供最高额保证的限额内承担连带责任。供销公司 2001 年已被贵州久联企业集团有限责任公司兼并。公司依据省高院的最终判决，于 2003 年确认预计负债 600 万元，截至 2017 年底尚无进展。

公司子公司中原特钢股份有限公司因与方大炭素新材料科技股份有限公司、河南锦德瑞贸易有限公司、新乡市起重设备厂有限责任公司等主体的买卖合同纠纷或借款合同纠纷，合计被冻结银行存款 660.68 万元。

此外，2018 年 4 月，公司公告因保定天威集团有限公司无力偿还总额为 10.00 亿元的三年定向融资工具，购买了合计 6.00 亿元该定向融资工具的建信信托有限责任公司将公司作为被告之一，要求承担赔偿责任。本案涉诉金额 9.33 亿元，占公司 2017 年底经审计净资产的 0.82%，目前案件审理程序尚未开始。

截至 2017 年底，公司对外担保 1 笔，总额为 0.19 亿元，公司对外担保占 2017 年底经审计净资产的比重极低，不会影响公司正常运营。

根据企业提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010202562010X），截至 2018 年 5 月 3 日，公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录，无已结清的关注类、不良类贷款信息。公司过往债务履约情况良好。

总体看，目前公司总资产规模较大，现金流较为充沛，货币资金较为充足，融资渠道通畅，EBITDA 对债务覆盖能力较强，公司整体偿债能力极强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债的影响

本次可续期公司债券在公司赎回前长期存续，联合评级通过对相关条款的分析，认为本次债券在清偿顺序和利息支付等方面与其他普通债券相关特征接近，以下指标测算将其视为公司普通债务。

截至 2018 年 3 月底，公司债务总额为 965.69 亿元，本次拟发行债券规模不超过人民币 200.00 亿元。以截至 2018 年 3 月底财务数据为基础，本次债券全部发行额度占公司债务总额的 20.71%，全部发行后，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将分别变为 69.19%、49.47%和 31.84%，较本次债券发行前分别上升 1.68 个百分点，4.69 个百分点和 8.81 个百分点；

债务负担明显加重。考虑到公司本次债券募集资金部分被用于偿还公司债务，公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，2017 年公司 EBITDA 为 345.25 亿元，为本次公司债券发行额度（200.00 亿元）的 1.73 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度很高；公司 2017 年经营活动现金流入量为 3,557.14 亿元，为本次公司债券发行额度的（200.00 亿元）的 17.79 倍，公司 2017 年经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

3. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，2017 年公司 EBITDA 为 345.25 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 17.26 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；公司 2017 年经营活动现金流入量为 3,557.14 亿元，为本期公司债券发行额度的（20.00 亿元）的 177.85 倍，公司 2017 年经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

九、递延支付利息条款及赎回选择权

1. 递延支付利息

本次可续期公司债券附设延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次可续期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。

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

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

2. 赎回选择权

本次可续期公司债券于公司在重定价周期末兑付之前或依照发行条款的约定赎回之前长期存续，公司在满足以下三种情况之一时，可以赎回本次可续期公司债券：a) 按照赎回条款进行赎回：公司有权选择在本次债券第 M 个和其后每个付息日按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本次债券。公司如果进行赎回，必须在付息日前 20 个交易日公告。赎回方案一旦公告不可撤销。b) 因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次可续期公司债券的存续支付额外税费，且在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次可续期公司债券进行赎回。c) 因会计准则变更进行赎回：根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会【2014】23 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会【2014】13 号），公司将本次可续期公司债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响在合并财务报表中将本次可续期公司债券计入权益时，公司有权对本次可续期公司债券进行赎回。

联合评级注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为，该项债券条款的设定保证了本次债券信用质量。

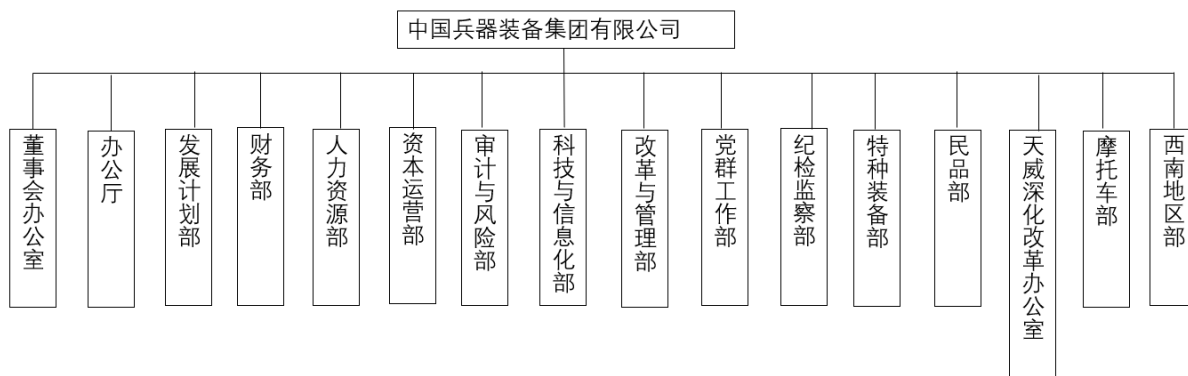
十、综合评价

公司作为经国务院批准组建的特大型中央企业集团，在资产规模、产业布局、行业地位、研发实力、管理水平及产品竞争力等方面的综合优势。公司权益规模很大、盈利水平很高、经营现金流状况佳、债务负担适中。同时，联合评级关注到公司在汽车、摩托车、输变电行业受市场竞争压力和行业景气度波动影响较大及债务结构有待调整等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来中国经济的增长及消费结构的升级将继续支撑汽车行业的发展，公司有望凭借其规模和技术优势，维持汽车板块的盈利水平和良好的整体财务及信用状况。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 中国兵器装备集团有限公司 组织结构图



附件 2 中国兵器装备集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	3,918.75	3,603.73	3,672.42	3,664.66
所有者权益（亿元）	1,241.73	1,084.45	1,139.93	1,190.62
短期债务（亿元）	589.14	633.72	538.91	609.53
长期债务（亿元）	281.01	168.73	300.13	356.16
全部债务（亿元）	870.15	802.45	839.05	965.69
营业收入（亿元）	4,386.40	4,700.14	2,984.99	637.99
净利润（亿元）	295.65	238.18	170.75	28.38
EBITDA（亿元）	546.02	493.83	345.25	--
经营性净现金流（亿元）	470.22	362.97	100.09	-88.72
应收账款周转次数（次）	18.27	20.25	13.45	--
存货周转次数（次）	8.23	8.87	6.67	--
总资产周转次数（次）	1.21	1.25	0.82	0.17
总资本收益率（%）	17.40	13.91	10.02	--
总资产报酬率（%）	11.31	9.19	6.47	--
净资产收益率（%）	26.25	20.48	15.35	2.44
主营业务毛利率（%）	19.39	18.52	21.26	--
营业利润率（%）	16.65	15.82	17.81	16.51
费用收入比（%）	11.21	10.35	14.21	13.50
资产负债率（%）	68.31	69.91	68.96	67.51
全部债务资本化比率（%）	41.20	42.53	42.40	44.78
长期债务资本化比率（%）	18.45	13.46	20.84	23.03
EBITDA 利息倍数（倍）	9.39	12.34	15.09	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.63	0.62	0.41	--
流动比率（倍）	0.98	0.89	0.93	1.04
速动比率（倍）	0.77	0.72	0.78	0.86
现金短期债务比（倍）	1.98	1.86	2.06	1.77
经营现金流动负债比率（%）	21.99	17.35	5.16	-4.87
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.73	2.47	1.73	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	27.30	24.69	17.26	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入损益表的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入损益表的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入损益表的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入损益表的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国兵器装备集团有限公司 2018 年可续期公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国兵器装备集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

如中国兵器装备集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国兵器装备集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国兵器装备集团有限公司、监管部门等。

