

信用等级公告

联合〔2019〕1832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 2019 年公司债券（第三期）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 2019 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月二十日

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

2019 年公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 30 亿元（含）

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2019 年 11 月 20 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	3,603.82	3,672.42	3,326.79	3,196.64
所有者权益（亿元）	1,084.59	1,139.93	1,134.20	1,138.37
长期债务（亿元）	168.73	300.13	285.24	326.55
全部债务（亿元）	802.45	839.05	808.04	830.09
营业收入（亿元）	4,726.77	3,026.87	2,242.10	447.74
净利润（亿元）	238.27	170.75	7.25	25.13
EBITDA（亿元）	493.92	345.25	172.91	-
经营性净现金流（亿元）	362.97	100.09	-46.51	-9.43
营业利润率（%）	15.82	17.81	14.95	11.45
净资产收益率（%）	20.48	15.35	0.64	2.21
资产负债率（%）	69.90	68.96	65.91	64.39
全部债务资本化比率（%）	42.52	42.40	41.60	42.17
流动比率（倍）	0.89	0.93	0.91	0.90
EBITDA 全部债务比（倍）	0.62	0.41	0.21	-
EBITDA 利息倍数（倍）	12.34	15.09	6.04	-
EBITDA/本期发债额度（倍）	16.46	11.51	5.76	-

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. 2019 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。同时，联合评级关注到公司所处汽车行业景气度下行，市场竞争激烈以及公司销售收入及盈利规模持续下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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，公司有望继续保持其规模和技术优势，综合实力有望提高。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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。
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. 公司权益规模大，货币资金充足，资产质量良好。

关注

1. 近年来，汽车行业整体景气度下降，公司业绩受到较大影响，合资品牌产品销售不畅，产能利用率较低；公司销售收入和盈利能力有所下降，经营性现金流转为净流出。
2. 公司短期债务规模较大，债务结构有待调整。

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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本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：



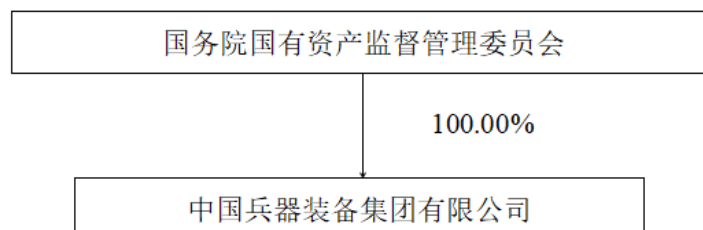
范珍

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 2018 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（以下简称“国资委”）持有公司 100% 股权，为公司唯一股东和实际控制人。

图 1 截至 2018 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 2018 年底，公司下设办公厅、战略发展部、财务部、人力资源部、审计与风险管理部等 16 个职能部门（见附件 1）。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的二级子公司为 56 家；拥有在职员工 162,476 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3,326.79 亿元，负债总额 2,192.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,134.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 621.13 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,242.10 亿元，净利润（含少数股东损益）7.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-46.51 亿元，现金及现金等价物净增加额-220.51 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3,196.64 亿元，负债总额 2,058.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,138.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 680.88 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 447.74 亿元，净利润（含少数股东损益）25.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 39.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-67.29 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、本次及本期债券概况及募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“中国兵器装备集团有限公司 2018 年公司债券”（以下简称“本次债券”），

发行规模为不超过人民币 200 亿元（含 200 亿元），分期发行。本次债券为固定利率债券，发行期限不超过 10 年（含 10 年），按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本次公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，在债券存续期内固定不变，向合格投资者公开发行。本次债券无担保。

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2018〕754 号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币 200 亿元的公司债券。截至 2019 年 6 月底，本次债券发行情况详见下表。

表 1 截至 2019 年 6 月底本次债券发行情况（单位：年、亿元、%）

证券代码	证券简称	证券全称	发行总额	到期日期	上市日期	票面利率	债券期限
143769.SH	18 兵装 01	中国兵器装备集团有限公司 2018 年公司债券（第一期）（品种一）	20.00	2021/8/30	2018/9/12	4.30	3
155220.SH	19 兵装 01	中国兵器装备集团有限公司 2019 年公司债券（第一期）（品种一）	20.00	2021/3/18	2019/3/28	3.35	2
155221.SH	19 兵装 02	中国兵器装备集团有限公司 2019 年公司债券（第一期）（品种二）	15.00	2024/3/18	2019/3/28	3.70	5
155222.SH	19 兵装 03	中国兵器装备集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）	10.00	2024/5/6	2019/5/16	3.97	5
合计			65.00	--			

资料来源：Wind

本期债券名称为“中国兵器装备集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第三期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模为不超过 30.00 亿元。本期债券为 3 年期。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 募集资金用途

本次及本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金和偿还公司及下属子公司债务等。

三、行业分析

公司汽车及零配件业务在营业收入中的占比达 78.09%，为公司营业收入的主要来源，属于汽车行业。

1. 行业概况

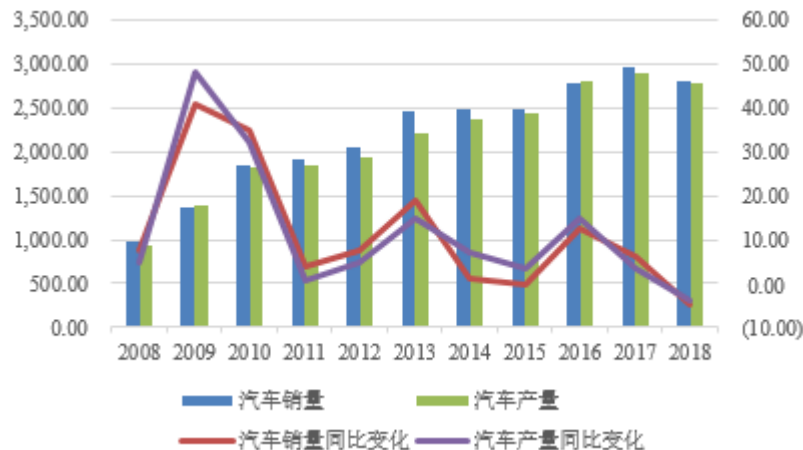
汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代，至今已有五十多年的历史。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

近年来，受益于政策刺激和人民生活水平的提高，中国汽车工业自 2000 年以来步入快速发展，2009 年首次超过美国成为世界汽车产销第一大国；2011 年以来，受取消购置税减免以及汽车以旧换新等政策到期因素影响，销量增速的整体水平相比之前年度有显著放缓。从汽车普及程度来看，目前，中国的千人保有量相当于美国上世纪三十年代水平，普遍低于欧美发达国家，（美国 770

辆/千人、加拿大 625 辆/千人、德国 526 辆/千人、日本 526 辆/千人、中国大约 110~120 辆/千人），在发展中国家也只能算中等水平。

我国汽车行业整体呈上升趋势，但受购置税、节能惠民补贴等产业调控政策的影响，汽车行业增速波动较大。从下图可以看出，近年来，我国汽车产销量呈逐年上升趋势，特别是 2009 年、2010 年、2013 年及 2016 年，在汽车购置税减免等优惠政策的刺激下，汽车市场新增购车和换购需求的释放，汽车产销量增速较快。

图 2 近年来我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

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%。

2018 年，我国汽车产业面临较大的压力，产销增速低于年初预计，行业主要经济效益指标增速趋缓，增幅回落。一方面由于购置税优惠政策全面退出造成的影响；另一方面受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素的影响，汽车行业短期内仍面临较大的压力。2018 年，汽车产销分别完成 2,780.9 万辆和 2,808.1 万辆，产销量较上年同期分别下降 4.2% 和 2.8%，主要系下半年汽车市场连续出现负增长，拖累全年增速下降至 2.8%。

乘用车方面，2018 年产销量分别完成 2,352.9 万辆和 2,371.0 万辆，较上年同期分别下降 5.2% 和 4.1%，占汽车产销比重分别达到 84.6% 和 84.4%，分别低于上年 0.9 和 1.2 个百分点。其中：轿车产销量较上年同期分别下降 4.0% 和 2.7%；SUV 产销量较上年同期分别下降 3.2% 和 2.5%；MPV 产销量较上年同期分别下降 17.9% 和 16.2%；交叉型乘用车产销量较上年同期分别下降 20.8% 和 17.3%。

新能源汽车方面，2018 年，新能源汽车产销分别完成 127.0 万辆和 125.6 万辆，较上年同期分别增长 59.9% 和 61.7%。其中纯电动汽车产销分别完成 98.6 万辆和 98.4 万辆，较上年同期分别增长 47.9% 和 50.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成 28.3 万辆和 27.1 万辆，较上年同期分别增长 122% 和 118%；燃料电池汽车产销均完成 1,527 辆。新能源分类别来看，纯电动乘用车产销分别完成 79.2 万辆和 78.8 万辆，较上年同期分别增长 65.5% 和 68.4%；插电式混合动力乘用车产销分别完成 27.8 万辆和 26.5 万辆，较上年同期分别增长 143.3% 和 139.6%。纯电动商用车产销分别完成 19.4 万辆和 19.6 万辆，较上年同期分别增长 3% 和 6.3%；插电式混合动力商用车产销均完成 0.6 万辆，较上年同

期均下降 58%。

整体看，汽车工业作为拉动中国经济增长的主导力量之一，经历了早期的快速增长阶段之后，进入了品牌竞争日益激烈销量增速放缓甚至出现负增长的阶段，整个产业链的经营压力加大。由于之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素，我国乘用车销量下降。新能源汽车近年来需求增长较快，是未来增长的主要动力。

2. 行业竞争

汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，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八家。2018 年，中国汽车销量前 5 名的企业（集团）共销售汽车 1,976.76 万辆，占汽车销售总量的 66.97%（同比下降 1.48 个百分点）；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 2,503.62 万辆，占汽车销售总量的 89.16%（同比上升 0.64 个百分点）。2018 年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与 2017 年基本一致，行业集中度较高。

表 2 近年来汽车分车型前十家生产企业销量排名（单位：万辆、%）

排名	2017 年			2018 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	691.64	23.95	上海汽车集团股份有限公司	701.25	24.97
2	东风汽车集团	412.07	14.27	东风汽车集团股份有限公司	383.08	13.64
3	第一汽车集团	334.60	11.59	中国第一汽车集团公司	341.84	12.17
4	中国长安汽车集团股份有限公司	287.25	9.95	北京汽车集团有限公司	240.21	8.55
5	北京汽车集团有限公司	251.20	8.70	广州汽车工业集团有限公司	214.28	7.63
6	广州汽车工业集团有限公司	200.10	6.93	中国长安汽车集团股份有限公司	213.78	7.61
7	吉利汽车控股有限公司	130.52	4.52	吉利汽车控股有限公司	152.31	5.42
8	长城汽车股份有限公司	107.02	3.71	长城汽车股份有限公司	105.30	3.75
9	华晨汽车集团控股有限公司	74.57	2.58	华晨汽车集团控股有限公司	77.86	2.77
10	奇瑞汽车股份有限公司	67.27	2.33	奇瑞汽车股份有限公司	73.71	2.62
	合计	2,556.24	88.52	合计	2,503.62	89.16

资料来源：中国汽车工业协会

产量方面，2016—2018 年，乘用车产量分别为 2,442.07 万辆、2,480.67 万辆和 2,352.90 万辆，年均复合增长率分别为 15.50%、1.58%和-5.15%。其中 2016 年增速较高系汽车购置税减免等优惠政策的刺激所致；2017 年乘用车产量增速大幅收窄，主要由于购置税优惠幅度减小，乘用车市场在 2016 年 12 月份出现提前透支所致，2018 年乘用车产量出现负增长，由于 2018 年开始购置税优惠政策退出，乘用车市场在低迷所致。

总体看，汽车制造领域集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2018 年，乘用车产量出现负增长，汽车行业产量整体呈下降趋势。

3. 行业政策

（1）限行、限购政策的实行

为解决城市交通拥堵问题，近年陆续有城市出台限购汽车政策，目前已有北京、上海、广州、贵阳、天津、杭州、深圳和石家庄（对于家庭的第三辆个人轿车实施限行、限购，对于第 1~2 辆还是不予限制的）共 8 个城市实行了限行、限购政策，其他大中城市推行汽车限购限行政策的预期也

在不断升温，对所涉城市增购新车的需求形成了一定的制约。同时，政策的出台以及相关预期也会影响国内的消费格局：中低端产品的需求将转向相对高端的汽车品牌以求一步到位的消费，对产品以中低端产品为主的自主品牌车企形成较大的压力；鉴于在一线城市将面临的更大销售压力，中低端产品进而选择转向三、四线城市，销售渠道进一步下沉。

（2）新能源汽车补贴及节能减排鼓励政策

2016 年 12 月，财政部、科技部、工业和信息化部和发展改革委联合印发《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），通知指出，在保持 2016—2020 年补贴政策总体稳定的前提下，调整新能源汽车补贴标准。进一步完善新能源货车和专用车补贴标准，按提供驱动动力的电池电量分档累退方式核定。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%。

在新能源汽车公共交通推广领域，2015 年 3 月 18 日，《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》发布，明确城市公交、出租汽车和城市物流是新能源汽车推广的重要领域。2015 年 5 月 14 日，《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》公布，明确至 2019 年，城市公交车成品油价格补助中的涨价补助数额与新能源公交车推广数量挂钩。

在节能减排方面，2015 年 1 月 5 日，修订的《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》发布，明确到 2020 年乘用车平均油耗降至 5.0 升/100 公里。2015 年 8 月 29 日《大气污染防治法（修订草案）》通过，增加了制定燃油质量标准应符合国家大气污染物控制要求的规定。2015 年 9 月 30 日，《关于贯彻落实减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税有关问题的通知》发布，明确自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。由于近三年来，汽车市场价格体系和产品体系发生重构，本次进入补贴名单的车型涵盖了大部分合资品牌车型以及部分豪华车，受惠范围更为广泛，致使去年 9 月开始汽车市场产销回升。

在补贴减税方面，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），通知指出将调整完善推广应用补贴政策：①提高推荐车型目录门槛并动态调整；②在保持 2016—2020 年补贴政策总体稳定的前提下，调整新能源汽车补贴标准；③改进补贴资金拨付方式。通知还指出要落实推广应用主体责任及建立惩罚机制。2018 年 7 月 31 日，财政部、税务总局等 4 部门发布《关于节能新能源车船享受车船税优惠政策的通知》，再次明确对新能源汽车免征车船税。通知明确指出：“免征车船税的新能源汽车是指纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车。纯电动乘用车和燃料电池乘用车不属于车船税征税范围，对其不征车船税。”

在充电设施方面，2015 年 10 月 9 日《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》发布，指出到 2020 年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系。2015 年 11 月 17 日《电动汽车充电基础设施发展指南（2015—2020 年）》发布，明确到 2020 年，全国将新增集中式充换电站 1.2 万座，分散式充电桩 480 万个。2015 年 12 月，五部委就“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策征求意见。2016 年 7 月 25 日，国家发改委、国家能源局、工业和信息化部、住房城乡建设部印发《关于加快居民区电动汽车充电基础设施建设的通知》（发改能源〔2016〕1611 号），要求进一步落实地方政府主体责任，充分调动各有关方面积极性，切实解决居民区电动汽车充电基础设施建设问题。

（3）公车改革方案实施

《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》和《中央和国家机关公务用车制度改革方案》相继出台，按照《方案》要求，政府将取消一般公务用车，普通公务出行社会化，适度发放公务交通补贴。

（4）商务部发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》已经 2017 年 2 月 20 日商务部第 92 次部务会议审议通过，自 2017 年 7 月 1 日起施行。经商发展改革委、工商总局同意，《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号）同时废止。该办法打破了汽车销售品牌授权单一体制，汽车流通体系进入社会化发展阶段，重新调整了厂家与经销商之间的关系。根据新办法，经销商销售汽车可不经供应商授权（须做出提醒说明），有助于拓宽汽车销售渠道；经销商可为其他品牌汽车提供配件和售后服务，供应商不得限制经销商销售整车、配件的种类或数量，有助于扩大经销商的销售权限。

（5）专用车、新能源汽车外资股比限制首放开

2018 年 4 月 17 日，发改委在《国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问》一文中明确提到，汽车行业将分类型实行过渡期开放，通过 5 年过渡期，汽车行业股比限制将全部取消。7 月 28 日，《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》公布，新版外商投资负面清单规定，自 2018 年 7 月 28 日起取消专用车、新能源汽车外资股比限制，2020 年取消商用车外资股比限制，2022 年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。

（6）进口整车及零部件进口关税降低

中华人民共和国财政部发布公告称，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。

（7）对美国进口汽车类商品加征 25% 关税

根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，其中，汽车类商品涉及 28 项，范围涵盖越野车、小客车、货车、变速箱及零件等等，燃油车、混合动力电动车（非插电及可插电）、纯电动车等类别。

（8）中国对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税

2018 年 12 月，国务院关税税则委员会宣布自 2019 年 1 月 1 日起，中国对原产于美国的汽车及零部件暂停加征 25% 的关税，恢复到之前 15% 的关税。此次暂停加征关税的政策执行 3 个月，截止日期为 2019 年 3 月 31 日。2019 年 3 月，国务院关税税则委员会决定自 2019 年 4 月 1 日起，对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。暂停加征关税措施截止时间另行通知。

总体看，汽车行业是关系到国计民生的重要行业，汽车领域受到政府较多的政策调控；汽车产业链较长，涉及领域较广，受各类政策影响较大，政府出台的一系列新能源汽车补贴及节能减排鼓励政策将进一步促进新能源汽车的发展。

4. 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。

5. 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。

（1）整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在国内、特别是在沿海地区已相对饱和，短期内市场步入低速增长已难以避免，在整车销售领域竞争日益激烈，同时加上土地价格上升、环保压力增大、“限购”、“限行”、“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件，由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看，汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。

（2）新能源汽车销售规模有望持续增长

国家大力支持新能源汽车的发展，新能源汽车补贴、税收减免及充电设施建设等政策方案及措施陆续出台，新能源汽车的产量及销量均大幅增长，未来新能源汽车将成为汽车行业的重要组成部分。同时，政府加大新能源汽车补贴使用情况的管理，有利于新能源汽车长远健康发展。

（3）汽车金融业务发展

随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场逐步扩大；而目前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。

在欧美发达国家，汽车金融服务已成为汽车产业环节中最具有价值的环节，全球通过金融方式实现汽车消费额 70%，汽车融资服务总额在 1 万亿美元以上，其中美国超 80%。

未来，中国经济结构转型和城镇化建设为未来汽车金融发展提供了基础，未来城镇居民、年轻人等将成为购车主力军，对汽车金融的需求较大。

（4）消费需求向三、四线城市转移

随着宏观经济下行趋势的显现、环境问题持续引起关注、实行限购限行一、二线城市数量的增加，汽车销量增速大幅放缓，国内汽车市场已经出现了需求向三、四线城市转移的迹象以及从东部向西部转移的趋势。

总体看，汽车行业未来仍有较好的增长潜力，将带动汽车经销行业继续增长；未来汽车销售盈利重心将逐渐向汽车后市场转移。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司受国资委监管，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，连续多年获得中央企业负责人经营业绩考核 A 级。公司现拥有 50 多家下属企业和研发机构，拥有特种产品、车辆、装备制造等主业板块，培育出了“长安汽车”、“天威变压器”等一批知名品牌。汽车形成了以轿车、微车、客车、卡车、专用车为主的产品谱系。2018 年，集团公司跻身世界企业 500 强、列第 242 位。

公司汽车业务板块主要运营主体中国长安汽车集团股份有限公司（以下简称“中国长安”）旗下拥有 20 家二级企业，形成了以轿车、微车、客车、轻卡、专用车等为主的完整产品谱系。中国长安坚持自主创新与合资合作“两条腿”走路，统筹发展整车和动力总成、零部件、服务业三大业务板块。

汽车整车板块主要运营主体为重庆长安汽车股份有限公司（股票代码：000625.SZ；以下简称：长安汽车）。自主品牌方面，长安汽车已在微车和轿车市场推出多款产品，并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，拥有新长安之星等一系列微车产品；轿车自主品牌产品方面，已开发出 CS95 及逸动等一系列乘用车产品，产品平台涵盖小型轿车、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，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。合资品牌方面，长安汽车与福特、马自达、铃木、标致雪铁龙等国际知名汽车生产商开展深入合作，先后推出 CS 系列、睿骋系列及逸动系列等一系列经典产品。

智能化领域，长安汽车已加快传统汽车向智能汽车的转型步伐，已掌握智能互联、智能交互、智能驾驶三大类 60 余项智能化技术，打造了六大体系平台、五大核心技术。

零部件方面，中国长安旗下零部件企业在各自细分市场发展势头良好，包括哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司的涡轮增压发动机、重庆青山变速器分公司的变速器、湖南天雁机械有限责任公司的增压器、四川建安工业有限公司的底盘传动和悬架系统、四川宁江山川机械有限公司的减震器、湖南江滨活塞分公司的柴油机活塞和成都华川电装有限责任公司的电机等，均已成为各自领域知名品牌。

汽车营销及服务方面，万友汽车投资有限公司（以下简称“万友汽车”）作为公司汽车营销及服务专业化运营平台，主要从事汽车销售、维修服务及配件、商业地产和工业地产、汽车综合体等业务。业务区域遍布全国多个省市，截至 2018 年底，万友汽车下辖经营汽车 4S 店 155 家。

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，长安汽车全年申请专利 1,093 件，其中申请发明专利 401 件；截至 2018 年拥有有效发明专利 1,225 件。

整体来看，公司经营规模大，品牌知名度高，市场竞争力强，技术水平先进，市场影响力很大。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共 17 名，其中董事 8 名（分别为董事长兼党组书记 1 名、

董事兼党组副书记兼总经理 1 名、董事兼党组副书记 1 名、外部董事 4 名和职工董事 1 名），职工监事 3 名，非董事高级管理人员 6 名（分别为副总经理兼党组成员 4 名、总会计师兼党组成员 1 名和纪检监察组组长兼党组成员 1 名）。以上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 7 月，徐平先生开始担任公司董事长、党组书记。

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，公司总工程师、副总经理、党组成员，公司副总经理、党组副书记。2018 年 1 月，龚艳德先生开始担任公司总经理。

截止 2018 年底，公司在职员工 162,476 人；其中科研人员合计 21,478 人（正高级职务 626 人，高级职务 2,660 人，中级职务 10,644 人，初级职务 7,548 人），管理人员合计 12,768 人（正高级职务 417 人，高级职务 2,016 人，中级职务 5,128 人，初级职务 5,207 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；公司员工素质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

2016—2018 年，公司分别获得财政补助资金 65.83 亿元、65.42 亿元和 64.45 亿元，分别占当期利润总额的 21.55%、30.77%和 261.25%，成为公司利润的重要补充。

（2）税收优惠

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。根据上述文件，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及中国长安享受减按 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、北京北机机械有限责任公司、中国兵器工业第五八研究所及中国长安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。

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。

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，由国资委直接监管。国资委主要负责如下工作：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以确保公司依法享有经营自主权、依据有关规定授予董事会行使出资人的部分职权、决定集团重大事项等。

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；设董事长会秘书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，公司实行外派监事会制度，由国资委代表国务院向公司派驻监事会。监事会成员不少于5人，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会主席由国务院任命，监事会中的职工代表由公司职工代表大会民主选举产生。监事会依照《公司法》、《企业国有资产法》和《国有企业监事会暂行条例》等管法律、行政法规履行监督职责，检查公司财务，监督公司重大决策和关键环节以及董事会、经理层履职情况。监事会不参与、不干预公司经营管理活动。监事会主席根据监督检查的需要，可以列席或者委派监事会其他成员列席公司的重要会议。

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。

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，截至2018年底，公司下设办公厅、战略发展部、财务部、人力资源部、审计与风险管理部等16个职能部门（见附件1），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。

预算管理方面，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。

固定资产管理方面，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，明确实行项目负责人终身责任制；下发了《关于进一步加强招标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。

对外融资方面，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。

贷款及担保管理方面，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。

关联交易制度方面，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。

安全生产方面，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。

产品质量控制方面，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。

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及特种设备制造等业务的大型企业集团。2016—2018 年，公司营业总收入分别为 4,726.77 亿元、3,026.87 亿元和 2,242.10 亿元，年均复合下降 31.13%，主要由营业收入和利息收入（来源为子公司兵器装备集团财务有限责任公司汽车金融业务）构成。2016—2018 年，公司营业收入分别为 4,700.14 亿元、2,984.99 亿元和 2,199.57 亿元，呈持续下降态势，年均复合下降 31.59%；净利润分别为 238.27 亿元、170.75 亿元和 7.25 亿元，呈持续下降态势，年均复合下降 82.56%，主要系合并范围变更及汽车行业景气度下降导致盈利减少所致。

从营业收入的构成来看，公司的主营业务由汽车及零配件业务及其他主营业务（光电业务及其他）构成。2016—2018 年，公司实现主营业务收入分别为 4,632.38 亿元、2,914.74 亿元和 2,135.94 亿元，年均复合下降 32.10%；主营业务收入占营业收入比分别为 98.56%、97.65%和 97.11%，占比稳定在 97%以上，公司主营业务突出。2016—2018 年，公司其他业务分别实现收入 67.75 亿元、70.25

亿元和 63.64 亿元，年均复合下降 3.08%，占营业收入比例分别为 1.44%、2.35%和 2.89%，整体占比很低。

从主营业务的具体构成来看，2016—2018 年，受汽车行业景气度下行影响，公司汽车及零配件业务分别实现收入 2,620.87 亿元、2,453.86 亿元和 1,717.70 亿元，年均复合下降 19.04%，占营业收入比例分别为 55.76%、82.21%和 78.09%，占比较高。2016—2018 年，其他主营业务收入逐年下降，分别为 1,898.85 亿元、337.44 亿元和 319.80 亿元，年均复合下降 58.96%，占营业收入比例分别为 40.40%、11.30%和 14.54%；2017 年其他主营业务收入较上年大幅下降主要系子公司中国北方工业公司（以下简称：北方工业）改制后不再纳入合并范围所致。

从毛利率来看，2016—2018 年，受汽车行业景气度下行影响，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 26.36%、21.87%和 18.17%；其他主营业务毛利率水平波动明显，分别为 7.78%、18.39%和 15.95%，主要受贸易业务变动影响所致；其他业务毛利率水平波动上升，分别为 28.25%、35.53%和 33.30%。综上，2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 18.66%、21.60%和 17.99%，呈波动下降态势。

表 3 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	4,632.38	98.56	18.52	2,914.74	97.65	21.25	2,135.94	97.11	17.53
汽车及零配件业务	2,620.87	55.76	26.36	2,453.86	82.21	21.87	1,717.70	78.09	18.17
摩托车及零配件业务	54.40	1.16	13.51	67.62	2.27	14.39	56.83	2.58	11.64
输变电及新能源业务	58.16	1.24	20.57	55.55	1.86	17.64	41.61	1.89	11.16
其他主营业务	1,898.85	40.40	7.78	337.44	11.30	18.79	319.80	14.54	15.95
其他业务小计	67.75	1.44	28.25	70.25	2.35	35.53	63.64	2.89	33.30
合计	4,700.14	100.00	18.66	2,984.99	100.00	21.60	2,199.57	100.00	17.99

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

2019 年 1—3 月，公司营业总收入 447.74 亿元，实现净利润 25.13 亿元；分别较上年同期下降 29.82%和 11.45%，主要系汽车及其他业务收入下降所致。

总体看，近年来，受汽车行业景气度下降影响，公司营业收入及净利润逐年下降，综合毛利率水平波动下降。

2. 汽车业务板块

（1）业务概况

中国长安负责公司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，中国长安旗下拥有长安汽车（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）和湖南天雁机械股份有限公司（600698.SH）4 家上市公司；统筹发展整车、汽车零部件、销售与服务、物流等业务板块。公司与美国福特公司、日本铃木公司建立了战略伙伴关系。

（2）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，并与宝钢结成了战略合作伙伴关系，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，公司有多家原辅料和零部件供应企业及多家设备、配件供应企业，能够保证各类生产资料的供应。大量供应商形成的竞争平台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下属长安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和哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司供应，少部分通过国外进口；自产发动机可满足 80% 以上的生产需求。

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；国内零部件采购为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，2016—2018 年，公司原材料采购额前五大的供应商的采购总额分别为 81.04 亿元、79.81 亿元和 79.61 亿元，占比分别为 12.78%、11.50% 和 6.05%，供应商集中度较低且较稳定。

综上，公司原材料采购中钢材成本占比较高，发动机的自给率较高，供应商集中度不高且稳定。

（3）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（微车自主品牌和轿车自主品牌），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、混合动力汽车和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、结构与性能开发、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 2018 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。

从产量来看，2016—2018 年，中国长安整车生产量持续下降，分别为 304.21 万辆、281.48 万辆和 206.24 万辆；销量持续下降，分别为 306.34 万辆、287.25 万辆和 213.78 万辆，产销率分别为 100.70%、102.05%和 103.66%，产销率均超 100%。

表 4 近年来中国长安产销情况（单位：万辆、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量	304.21	281.48	206.24
销量	306.34	287.25	213.78
产销率	100.70	102.05	103.66

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。

总体看，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。

（4）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。

从销量来看，受行业景气度下降影响，2016—2018 年，公司汽车销售数量及销售收入逐年下降。2017 年，公司全年实现汽车销售 287.25 万辆，较上年下降 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%。2018 年，公司全年实现汽车销售 213.78 万辆，较上年下降 25.58%，产销率为 103.66%，较上年提升 1.61 个百分点；其中自主品牌销量 149.98 万辆，较上年下降 9.75%；实现汽车相关销售收入 1,717.70 亿元，同比下降 30.00%。

具体数据如下表所示。

表 5 近年来公司汽车业务板块的销售情况（单位：万辆、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
汽车销售数量	306.34	287.25	213.78
其中：乘用车	262.63	234.96	154.78
商用车	43.71	52.29	59.00
其中：自主品牌	171.81	166.18	149.98
合资品牌	134.53	121.07	63.80
汽车及零配件销售收入	2,620.87	2,453.86	1,717.70

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，公司业务包含汽车营销服务业务和综合体业务，营销网络主要分布在西南地区，截至 2018 年底，公司在全国范围内拥有 4S 店共计 155 家。汽车服务业 2018 年实现收入 111.45 亿元，同比下降 27.66%。具体数据如下表所示。

表 6 近年来公司汽车服务业务情况（单位：亿元、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
汽车服务业收入	177.77	154.06	111.45
4S 店数量	154	162	155

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2016—2018 年，公司销售前五大客户的销售金额合计分别为 73.73 亿元、63.26 亿元和 53.74 亿元，占比分别为 9.39%、7.90%和 8.11%；总体占比不大且有所下降，销售客户集中度不高。

总体看，近年来，受行业景气度下行影响，公司汽车业务销售量及销售收入持续下降，自主品牌销售的占比较大，客户集中度不高。

3. 输变电业务

公司输变电业务主要由上市公司保定天威保变电气股份有限公司（股票代码：600550.SH，以下简称：保变电气）运营。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。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。

公司在为国家重点工程提供的产品和服务中，创造了多项国内第一，包括贵广±500kV 直流换流变压器；国内第一台 500kV 核电站变压器；第一台国内最大容量的三峡电站用 84 万 kVA/500kV 变压器；第一台超临界百万机组配套用变压器；我国第一台西北电网 750kV 特高压变压器；我国 1,000kV 示范线路用 100 万 kVA/1,000kV 电力变压器等。

（1）技术水平

输变电业务是公司的传统优势业务，尤其在高电压、大容量变压器制造领域具有较强的市场竞争力，公司主导产品为 220kV~1,000kV 超高压、大容量变压器，经过多年在技术方面的巨大投入和

开展卓有成效的技术开发、技术引进和技术改造工作，公司已掌握了上述变压器产品的设计、制造及试验技术，从而使公司产品的技术水平达到或接近国际先进，处于国内领先地位。

（2）采购模式

输变电产品主要成本包括原材料、燃料动力、人工费用和制造费用。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，其采购由设计、检验、供应把关，对供货方进行多维评价，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。

（3）生产模式

该业务由生产管理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，生产制造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，保证产品实现有效控制。

（4）销售模式

该业务销售模式主要以直销为主，辅以极少量的代销模式，以求减少销售中的信用纠纷、保证货款及时回收。该业务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。

总体看，公司输变电业务技术先进，市场竞争力强。

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，2016—2018年，公司期末在建工程账面价值分别为133.92亿元、105.11亿元和150.93亿元，投资规模较大。

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

2016—2018年，公司的应收账款周转次数持续下降，分别为20.25次、13.45次和8.86次；公司的存货周转次数持续下降，分别为8.87次、6.67次和5.64次；总资产周转率持续下降，分别为1.26次、0.83和0.64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上水平。

表7 2018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	23.73	14.13	1.20
一汽轿车	000800.SZ	30.43	9.51	1.41

广汽集团	601238.SH	40.49	11.56	0.58
长城汽车	601633.SH	46.39	16.26	0.89
长安汽车	000625.SZ	41.23	11.81	0.66

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，公司汽车业务经营效率处于行业中上水平。

6. 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。

7. 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提升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016—2018 年度合并财务报表经立信会计师事务所有限公司审计，审计结论均为标准无保留意见；2019 年 1—3 月合并财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。此外，2017 年，财政部以财会〔2017〕13 号发布了《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，以财会〔2017〕15 号发布了《企业会计准则第 16 号—政府补助（2017 年修订）》，公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则；2018 年，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司财务报表中若干

比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

从合并范围变化来看，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。2018，公司因投资设立新纳入合并范围子公司 11 家，因并购新纳入合并范围子公司 1 家，因股权转让、清算注销等原因不再纳入合并范围子公司合计 36 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的二级子公司为 56 家。整体看，合并范围变化对公司主营业务影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3,326.79 亿元，负债总额 2,192.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,134.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 621.13 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,242.10 亿元，净利润（含少数股东损益）7.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-46.51 亿元，现金及现金等价物净增加额-220.51 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3,196.64 亿元，负债总额 2,058.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,138.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 680.88 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 447.74 亿元，净利润（含少数股东损益）25.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 39.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-67.29 亿元。

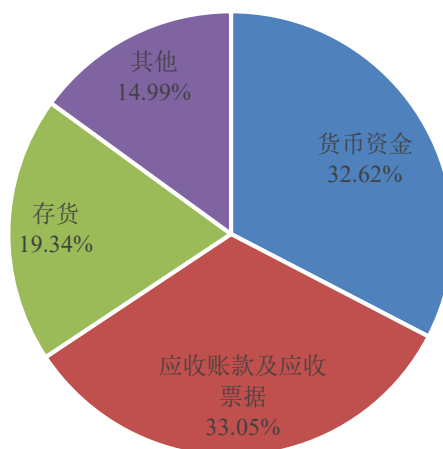
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模波动下降，年均复合下降 3.92%。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 3,326.79 亿元，较上年底下降 9.41%，主要系流动资产下降所致；公司资产中流动资产和非流动资产占比分别为 44.66%和 55.34%，占比较为均衡。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续下降，年均复合下降 10.83%，主要系货币资金和存货减少所致。截至 2018 年底，公司流动资产总额 1,485.79 亿元，较上年底下降 18.11%；主要由货币资金（占比 32.62%）、应收账款和应收票据（占比 33.05%）和存货（占比 19.34%）组成。

图 3 公司 2018 年底流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 23.67%。截至 2018 年底，公司货币资金 484.63 亿元，较上年底下降 33.00%，主要系销售商品收回的现金减少所致。公司货币资金主要为银行存款（占比 94.86%）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 5.14%）；受限资金占比 13.32%，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，受限金额占比一般。

2016—2018 年，公司应收票据波动下降，年均复合下降 13.74%。截至 2018 年底，公司应收票据 259.20 亿元，较上年底下降 33.36%；其中商业承兑汇票占比 16.82%、银行承兑汇票占比 83.18%；用于开票质押的应收票据为 19.06 亿元，占当期应收票据余额的 7.35%。

2016—2018 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 12.04%。截至 2018 年底，公司应收账款 231.82 亿元，较上年底增长 15.96%。截至 2018 年底，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 246.43 亿元，其中 1 年以内的占比 82.89%，1 至 2 年的占比 7.08%，2 至 3 年的占比 2.11%，3 年以上的占比 7.92%，账龄较短。截至 2018 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 34.18 亿元，计提比例 12.85%。

2016—2018 年，公司存货持续下降，年均复合下降 9.71%。截至 2018 年底，公司存货 287.38 亿元，较上年底下降 5.84%，主要系公司库存商品下降所致；存货（以账面价值计）主要由原材料（占比 36.05%）、自制半成品及在产品（占比 15.77%）和库存商品（占比 43.01%）构成。截至 2018 年底，公司全部存货共计提跌价准备 26.02 亿元，计提比例 8.30%，计提比例较低。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 3.00%。截至 2018 年底，公司非流动资产总额 1,841.00 亿元，较上年底基本持平，主要由固定资产（占比 45.56%）和发放贷款及垫款（占比 17.79%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产¹持续增长，年均复合增长 4.24%。截至 2018 年底，公司固定资产 838.79 亿元，较上年底基本持平；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 33.65%）和机器设备（占比 44.49%）等构成，其余为土地资产和运输工具等。截至 2018 年底，公司累计计提固定资产折旧 744.92 亿元，累计计提固定资产减值准备 46.56 亿元，成新率为 51.29%，成新率不高。

2016—2018 年，公司发放贷款及垫款波动下降，年均复合下降 2.53%。截至 2018 年底，公司发放贷款及垫款 327.51 亿元，较上年底下降 23.00%；主要系业务规模变动所致。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 180.89 亿元，占总资产的比例为 5.54%，受限比例较低；主要为货币资金（占 35.69%，受限原因：诉讼冻结、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、履约保证金和存放中央银行法定准备金）、应收账款（占 23.04%，受限原因：贷款质押）和固定资产（占 24.46%，受限原因：诉讼冻结、贷款抵押、融资租入）等。详见下表。

表 8 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	64.55	诉讼冻结、保证金和存放中央银行法定准备金
应收票据	19.06	质押票据
应收账款	41.67	贷款质押
存货	2.06	贷款抵押、存货融资
固定资产	44.25	诉讼冻结、贷款抵押、融资租入
无形资产	5.00	土地抵押、贷款质押

¹ 为保持数据可比性，此处“固定资产”数为财务报表“固定资产”科目下“固定资产”金额，不含“固定资产清理”金额。

在建工程	0.22	贷款质押
其他	4.08	诉讼冻结、贷款抵押等
合计	180.89	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3,196.64 亿元，较上年底下降 3.91%；流动资产和非流动资产占比分别为 42.43%和 57.57%，资产规模及结构较上年底变化不大。

总体看，近年来，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。

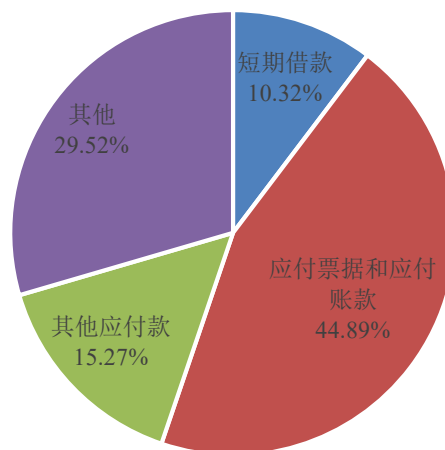
3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 6.71%，主要系流动负债下降所致。截至 2018 年底，公司负债总额 2,192.59 亿元，较上年底下降 13.42%；流动负债占比 74.63%，非流动负债占比 25.37%，以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 11.55%，主要系应付账款及应付票据、短期借款下降所致。截至 2018 年底，公司流动负债计 1,636.34 亿元，较上年底下降 15.72%；主要由短期借款（占比 10.32%）、应付票据和应付账款（占比 44.89%）和其他应付款（占比 15.27%）组成。

图 4 公司 2018 年底流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 8.66%。截至 2018 年底，公司短期借款余额为 168.94 亿元，较上年底下降 27.96%；公司短期借款以信用借款（占比 95.02%）为主，其余为抵押借款、质押借款和保证借款。

2016—2018 年，公司应付票据持续下降，年均复合下降 9.98%。截至 2018 年底，公司应付票据 257.79 亿元，较上年底下降 2.53%，以银行承兑汇票（占比 86.99%）为主。

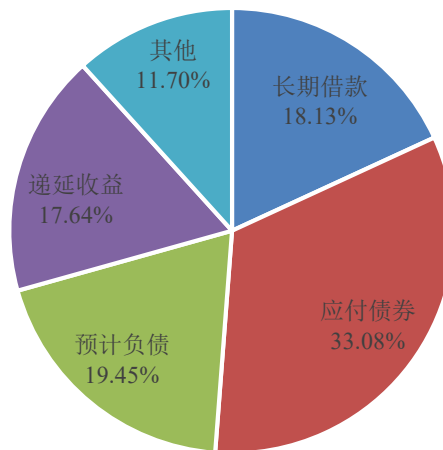
2016—2018 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 16.99%。截至 2018 年底，公司应付账

款 476.83 亿元,较上年底下降 32.94%,其中 1 年以内的应付账款占比 86.14%,1 至 2 年的占比 5.82%。

2016—2018 年,公司其他应付款²持续增长,年均复合增长 12.01%。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 2018 年,公司其他应付款 249.95 亿元,较上年底增长 24.36%,主要为往来款、工程设备款等。

2016—2018 年,公司非流动负债波动增长,年均复合增长 14.06%,主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2018 年底,公司非流动负债合计 556.25 亿元,较上年底下降 5.88%,主要由长期借款(占比 18.13%)、应付债券(占比 33.08%)、预计负债(占比 19.45%)和递延收益(占比 17.64%)构成。

图 5 公司 2018 年底非流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年,公司长期借款持续增长,年均复合增长 57.30%;截至 2018 年底,公司长期借款余额 100.87 亿元,较上年底增长 62.39%,主要系公司调整融资结构,增加长期借款所致;公司长期借款主要为信用借款(占比 99.58%)。

2016—2018 年,公司应付债券波动增长,年均复合增长 20.69%。截至 2018 年底,公司应付债券余额为 184.00 亿元,较上年底下降 22.36%,主要系债券到期偿还所致。公司应付债券中于 2019—2020 年到期的余额合计 40.26 亿元,于 2021 年到期的余额合计 86.00 亿元,于 2022 年到期的余额合计为 55.00 亿元,其余为 2023—2027 年到期,公司债券期限分布较为均匀,集中偿债压力不大。

2016—2018 年,公司预计负债波动增长,年均复合增长 8.30%。截至 2018 年底,公司预计负债余额 108.17 亿元,较上年底基本持平。

2016—2018 年,公司递延收益波动增长,年均复合增长 5.35%,主要系政府补助款、补偿款增长所致。截至 2018 年底,公司递延收益余额 98.14 亿元,较上年底基本持平。

债务方面,2016—2018 年,公司全部债务分别为 802.45 亿元、839.05 亿元和 808.04 亿元。截至 2018 年底,公司全部债务较上年底下降 3.70%,其中短期债务和长期债务分别占比 64.70%和

² 为保持数据可比性,此处“其他应付款”数为财务报表“其他应付款”科目下“其他应付款”金额,不含“应付利息”、“应付股利”金额

35.30%，以短期债务为主。债务比率方面，2016—2018 年，公司资产负债率持续下降，分别为 69.90%、68.96%和 65.91%；全部债务资本化比率持续下降，分别为 42.52%、42.40%和 41.60%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 13.46%、20.84%和 20.10%；公司债务负担处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 2,058.27 亿元，较上年底下降 6.13%；流动负债和非流动负债分别占比分别为 73.57%和 26.43%，负债结构变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 830.09 亿元，短期债务和长期债务分别占比 60.66%和 39.34%；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 64.39%、42.17%和 22.29%。

总体看，近年来，公司负债规模波动下降，以流动负债为主；债务结构以短期债务为主，整体债务负担处于合理水平。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 2.26%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1,134.20 亿元，较上年底基本持平，其中归属母公司所有者权益占比 54.76%。截至 2018 年底，归属母公司所有者权益主要由实收资本（占比 56.83%），资本公积（占比 19.80%）和未分配利润（占比 16.87%）构成。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。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 1,138.37 亿元，较上年底基本持平，其中归属母公司所有者权益占比 59.81%。截至 2019 年 3 月底，归属母公司所有者权益主要由实收资本（占比 51.84%），资本公积（占比 19.93%）和未分配利润（占比 23.02%）构成。

总体看，近年来，公司所有者权益规模很大，但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

2016—2018 年，公司收入规模持续下降，年均复合下降 31.13%。2018 年，公司实现营业总收入 2,242.10 亿元，较上年下降 25.93%，主要系汽车行业景气度下降所致。受此影响，2016—2018 年，公司营业利润逐年下降，分别为 264.78 亿元、219.51 亿元和 32.26 亿元；净利润亦呈逐年下降趋势，分别为 238.27 亿元、170.75 亿元和 7.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 38.55 亿元、49.99 亿元和 17.74 亿元。

期间费用方面，受收入规模下降影响，2016—2018 年，公司期间费用规模逐年下降，年均复合下降 9.39%。截至 2018 年底，公司期间费用总额为 399.39 亿元，较上年下降 5.82%，主要系销售费用减少所致。2016—2018 年，公司销售费用持续下降，年均复合下降 21.72%。2018 年公司销售费用为 129.82 亿元，较上年下降 16.61%，主要系业务规模缩减所致，占费用总额比例为 32.51%。2016—2018 年，公司管理费用持续下降，年均复合下降 23.16%。2018 年公司管理费用为 157.87 亿元，较上年下降 37.57%，主要系技术转让费用减少及研发费用单独列支所致，占费用总额比例为 39.53%。2016—2018 年，随着融资规模上升，公司财务费用持续增长，年均复合增长 66.85%。2018 年公司财务费用为 20.19 亿元，较上年增长 30.15%，主要系利息费用增加所致，占费用总额比例为 5.06%。公司 2018 年研发费用单独列支，为 91.50 亿元，占费用总额比例为 22.91%；若将 2018 年研发费用计入管理费用，则 2018 年管理费用较上年仅下降 0.99%。2016—2018 年，公司费用收入比波动上升，分别为 10.29%、14.01%和 17.81%，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

2016—2018 年，公司投资收益持续增长，年均复合增长 24.26%；占当期营业利润的比重分别为 7.94%、14.04%和 100.63%，波动较大。公司 2018 年投资收益为 32.46 亿元，较上年增长 5.29%，占当期营业利润比重较上年上升 86.59 个百分点，主要系当年营业利润大幅下降 85.30%所致。2016—

2018 年，公司营业外收入持续下降，年均复合下降 66.72%，占利润总额的比例分别为 25.08%、4.92% 和 34.42%。2018 年公司营业外收入为 8.49 亿元，较上年下降 18.86%。2017 年，公司其他收益 62.18 亿元，占当期营业利润的 28.33%，主要为政府补助。2018 年，公司其他收益 62.85 亿元，占当期营业利润的比例为 194.85%，全部为政府补助。公司利润对非经常性损益依赖程度很高。

从盈利能力指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 13.92%、10.02%和 1.81%，总资产报酬率分别为 9.19%、6.47%和 1.51%，净资产收益率分别为 20.48%、15.35%和 0.64%，均呈现持续下降趋势。从同业对比看，由于公司 2018 年盈利规模大幅下降，其盈利能力指标在同业对比中处于中下水平。

表 9 2018 年汽车行业主要上市公司盈利能力指标情况（单位：次）

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
600104.SH	上汽集团	15.67	7.25	13.25
000800.SZ	一汽轿车	1.93	1.26	20.16
601238.SH	广汽集团	14.94	9.34	18.56
601633.SH	长城汽车	10.24	5.24	16.69
000625.SZ	长安汽车	1.45	0.19	14.65

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

2019 年 1—3 月，公司营业总收入 447.74 亿元，实现净利润 25.13 亿元；分别较上年同期下降 29.82%和 11.45%，主要系汽车及其他业务收入下降所致。

总体看，近年来，公司营业收入规模较大，但受汽车行业景气度下降影响，整体盈利能力有所下降；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，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 5,749.61 亿元、3,557.14 亿元和 2,694.00 亿元，年均复合下降 31.55%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量分别为 5,386.64 亿元、3,457.05 亿元和 2,740.51 亿元，年均复合下降 28.67%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。综上，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金净流量分别为 362.97 亿元、100.09 亿元和-46.51 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 116.88%、112.63%和 114.17%，维持在较高水平。

投资活动现金流方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 333.12 亿元、457.76 亿元和 411.00 亿元，年均复合增长 11.08%，主要系公司收回投资收到的现金波动所致；投资活动现金流出分别为 710.74 亿元、594.77 亿元和 541.57 亿元，年均复合下降 12.71%。综上，2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-377.61 亿元、-137.01 亿元和-130.57 亿元。

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。2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 630.79 亿元、474.91 亿元和 470.91 亿元，年均复合下降 13.60%；筹资活动现金流出分别为 617.32 亿元、557.59 亿元和 514.74 亿元，年均复合下降 8.69%。综上，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 13.47 亿元、-82.68 亿元和-43.83 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额-9.43 亿元，投资活动现金流量净额-52.14 亿元，筹资活动现金流量净额-5.43 亿元，现金及现金等价物净增加额为-67.29 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动产生的现金流规模很大，收入实现质量较高；投资活动现金净流出规模持续下降，但仍对外部筹资活动有一定依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率较为稳定，分别为 0.89 倍、0.93 倍和 0.91 倍；速动比率分别为 0.72 倍、0.78 倍和 0.73 倍；现金短期债务比呈波动下降趋势，分别为 1.86 倍、2.06 倍和 1.42 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力很强。由于经营活动产生的现金流量净额持续减少，2016—2018 年，公司经营现金流动负债比率持续下降，分别为 17.35%、5.16%和 -2.84%，公司经营现金对流动负债的覆盖能力逐年下降。整体看，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 493.92 亿元、345.25 亿元和 172.91 亿元。公司 2018 年 EBITDA 构成中，利润总额占比 14.26%，计入财务费用的利息支出占比 16.29%，折旧占比 56.29%，摊销占比 13.16%。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 12.34 倍、15.09 倍和 6.04 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；EBITDA 全部债务比分别为 0.62 倍、0.41 倍和 0.21 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 2018 年底，公司本部获得授信 661.00 亿元，已使用 115.00 亿元，尚未使用的授信额度为 546.00 亿元，间接融资渠道通畅。公司拥有多家上市公司，公司具有直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司重大未决诉讼如下：1) 2018 年 4 月，建信信托有限责任公司在北京市高级人民法院对兵器装备集团、保变电气提起诉讼。本案后经北京市高级人民法院审查，裁定本案依法中止民事诉讼程序；涉案金额 9.33 亿元；2) 2017 年交银租赁向上海市第一中级人民法院提起诉讼，要求公司子公司顺达公司、长春新能源对交银租赁的债务承担连带保证责任。经审理后，上海市第一中级人民法院作出一审判决，支持了交银租赁的诉讼请求。顺达公司对一审判决表示不服，就判决向上海市高级人民法院提起上诉。2018 年 9 月，上海市高级人民法院二审作出判决，驳回上诉，维持原判；涉案金额 0.61 亿元。上述诉讼事项对公司日常管理、生产经营及偿债能力不会产生重大不利影响。

截至 2018 年底，公司对外担保总额为 0.87 亿元，公司对外担保占 2018 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 2019 年 5 月 9 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，近年来，公司总资产规模很大，现金类资产充沛，融资渠道通畅，过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 857.75 亿元；其中流动资产 277.42 亿元，主要为货币资金（245.18 亿元）和其他应收款（合计）（31.93 亿元）；非流动资产 580.33 亿元，主要为长期股权投资（518.67 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 410.40 亿元，其中流动负债 173.84 亿元，非流动负债 236.56 亿元；流动负债以一年内到期的非流动负债（81.00 亿元）和短期借款（53.00 亿元）为主；非流动负债以长期借款（62.00 亿元）和应付债券（174.00 亿元）为主。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 447.35 亿元，其中实收资本 353.00 亿元，资本公积 33.61 亿元，未分配利润 28.13 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 2.98 亿元，投资收益 31.96 亿元，利润总额 25.43 亿元，净利润 25.43 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 40.69 亿元和 30.50 亿元，经营活动现金净流入量为 10.19 亿元；公司投资活动现金净流出量为 20.99 亿元；公司筹资活动现金净流出量为 54.49 亿元。

总体看，公司本部资产以货币资金和长期股权投资为主，资产流动性较好；负债以银行借款和应付债券为主，期限结构较好，实收资本和资本公积占所有者权益比例很高，所有者权益结构稳定性好；净利润依赖于投资收益；本部经营活动现金流为净流入。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 830.09 亿元，本期拟发行债券规模不超过人民币 30.00 亿元。以截至 2019 年 3 月底财务数据为基础，本期债券全部发行额度占公司债务总额的 3.61%，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 64.72%、43.04% 和 23.85%，较本期债券发行前分别上升 0.33 个百分点，0.87 个百分点和 1.56 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到公司本期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. 本期债券偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，2018 年公司 EBITDA 为 172.91 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 5.76 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；公司 2018 年经营活动现金流入量为 2,694.00 亿元，为本期公司债券发行额度的（30.00 亿元）的 89.80 倍，公司 2018 年经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

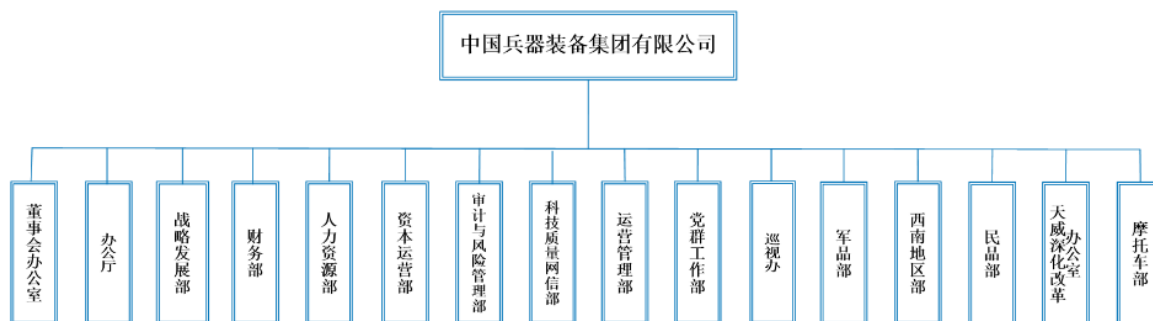
九、综合评价

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具有综合优势。同时，联合评级关注到公司所处汽车行业景气度下行，市场竞争激烈以及公司销售收入及盈利规模持续下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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，公司有望继续保持其规模和技术优势，综合实力有望提高。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	3,603.82	3,672.42	3,326.79	3,196.64
所有者权益（亿元）	1,084.59	1,139.93	1,134.20	1,138.37
短期债务（亿元）	633.72	538.91	522.80	503.54
长期债务（亿元）	168.73	300.13	285.24	326.55
全部债务（亿元）	802.45	839.05	808.04	830.09
营业收入（亿元）	4,726.77	3,026.87	2,242.10	447.74
净利润（亿元）	238.27	170.75	7.25	25.13
EBITDA（亿元）	493.92	345.25	172.91	-
经营性净现金流（亿元）	362.97	100.09	-46.51	-9.43
应收账款周转次数（次）	20.25	13.45	8.86	-
存货周转次数（次）	8.87	6.67	5.64	-
总资产周转次数（次）	1.26	0.83	0.64	0.14
现金收入比率（%）	116.88	112.63	114.17	135.81
总资本收益率（%）	13.92	10.02	1.81	-
总资产报酬率（%）	9.19	6.47	1.51	-
净资产收益率（%）	20.48	15.35	0.64	2.21
营业利润率（%）	15.82	17.81	14.95	11.45
费用收入比（%）	10.29	14.01	17.81	17.19
资产负债率（%）	69.90	68.96	65.91	64.39
全部债务资本化比率（%）	42.52	42.40	41.60	42.17
长期债务资本化比率（%）	13.46	20.84	20.10	22.29
EBITDA 利息倍数（倍）	12.34	15.09	6.04	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.62	0.41	0.21	-
流动比率（倍）	0.89	0.93	0.91	0.90
速动比率（倍）	0.72	0.78	0.73	0.71
现金短期债务比（倍）	1.86	2.06	1.42	1.35
经营现金流动负债比率（%）	17.35	5.16	-2.84	-0.62
EBITDA/本期发债额度（倍）	16.46	11.51	5.76	-

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. 2019 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-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入损益表的利息支出)
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 2019 年公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，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，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。

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。

联合信用评级有限公司

二〇一九年十月二十日