

跟踪评级公告

联合[2017] 785号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国兵工物资集团有限公司的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“16兵工物资MTN001”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国兵工物资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 兵工物资 MNT001	5 亿元	2016/8/23-2019/8/23	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 8 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	78.98	76.82	40.36	40.00
资产总额(亿元)	165.58	179.19	164.22	198.54
所有者权益(亿元)	29.75	30.94	32.11	32.73
短期债务(亿元)	16.08	66.90	76.14	101.69
长期债务(亿元)	0.09	0.09	16.01	16.01
全部债务(亿元)	16.17	66.99	92.15	117.70
营业收入(亿元)	872.07	890.47	904.56	218.11
利润总额(亿元)	2.61	1.48	1.67	0.82
EBITDA(亿元)	3.73	4.10	5.17	--
经营性净现金流(亿元)	3.69	3.43	6.40	0.54
营业利润率(%)	0.78	0.98	0.91	1.13
净资产收益率(%)	6.80	3.66	4.37	--
资产负债率(%)	82.03	82.73	80.44	83.51
全部债务资本化比率(%)	35.21	68.40	74.16	78.24
流动比率(%)	112.96	112.08	124.52	120.08
经营现金流流动负债比(%)	2.75	2.33	5.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	16.32	17.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.46	1.76	1.62	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

杨学慧 刘然

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

中国兵工物资集团有限公司(以下简称“公司”)是中国兵器工业集团公司(以下简称“兵器工业”)下属的大型贸易流通企业,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在股东支持、行业地位、经营规模等方面的优势;跟踪期内,公司经营保持平稳增长,营业收入和利润总额有所提升。同时联合资信也关注到作为生产资料流通企业,公司盈利水平受宏观经济环境影响较大、负债水平高、有息债务规模增长快等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

作为兵器工业全面采购管理的主要实施单位,公司发展策略清晰,各业务板块定位明确,对其信用基本面形成较好支撑。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定;并维持“16 兵工物资 MTN001”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司作为兵器工业重点培育的大型贸易流通企业,在日常经营中得到了股东的较大支持。公司为兵器工业军品部分提供100%原材料供应,主营业务收入中销往兵器工业内部的收入约占15-18%。
2. 公司贸易规模大,并拥有完整的生产资料流通产业链和全面的配套能力,整体竞争优势明显。
3. 公司通过国军标质量体系认证,是国家物资储备局指定的收储单位,连续多年在国防军工物资行业销售规模保持排名第一。
4. 公司现金类资产充裕,经营活动现金流入规模大,对存续期债券保障程度高。

关注

1. 生产资料流通行业竞争激烈,行业整体盈利能力较弱,公司经营受宏观经济环境周

- 期性波动影响较大。
2. 公司负债水平高，跟踪期内有息债务增速快，债务负担重，且以短期债务为主，短期偿债压力较大。
 3. 公司进出口业务以美元结算，面临一定的汇率波动风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国兵工物资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国兵工物资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国兵工物资集团有限公司主体长期信用及“16兵工物资MNT001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

中国兵工物资集团有限公司（以下简称“公司”或“物资集团”）前身系1987年成立的中国兵工物资总公司，隶属于中国兵器工业集团公司（以下简称“兵器工业”）。2011年7月，兵器工业同意中国兵工物资总公司整体重组改制（《关于中国兵工物资总公司整体重组改制的批复》（兵器资字[2011]213号）），成立由兵器工业控股、鞍山钢铁集团公司（以下简称“鞍山钢铁”）和江西铜业集团公司（以下简称“江西铜业”）参股的有限责任公司，并更为现名。截至2017年3月底，公司注册资本21.73亿元，其中兵器工业持股57.70%，为公司第一大股东，鞍山钢铁和江西铜业分别持股28.50%和13.80%。公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司经营范围包括：金属材料、重油、机电产品、成套设备、建筑材料、化工产品（危险化学品除外）、汽车的销售；进出口业务；与上述业务相关的技术咨询、信息服务；五金交电、针纺织品、橡胶制品、塑料制品、电子产品及通信设备、体育用品、服装、百货、皮革及制品、文教用具、纸、纸制品的销售；电子产品的研发、生产及销售；摩托车的维修及租赁。

截至2017年3月底，公司设有战略规划部、风险控制部、财务部、人力资源部、审计部等

19个业务职能部门。

截至2016年底，公司资产总计164.22亿元，所有者权益合计32.11亿元（含少数股东权益0.69亿元）；2016年，公司实现营业收入904.56亿元，利润总额1.67亿元。

截至2017年3月底，公司资产总计198.54亿元，所有者权益合计32.73亿元（含少数股东权益0.69亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入218.11亿元，利润总额0.82亿元。

公司注册地址：北京市海淀区车道沟10号科技1号；法定代表人：白长治。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年8月23日发行5亿元中期票据“16兵工物资MNT001”，期限3年，募集资金全部用于偿还银行贷款。目前，募集资金已按计划全部投入使用。

四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全

国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居

住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 贸易行业

进出口贸易

近年来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上

年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口规模呈现回稳态势，但外贸发展仍然面临一些困难。

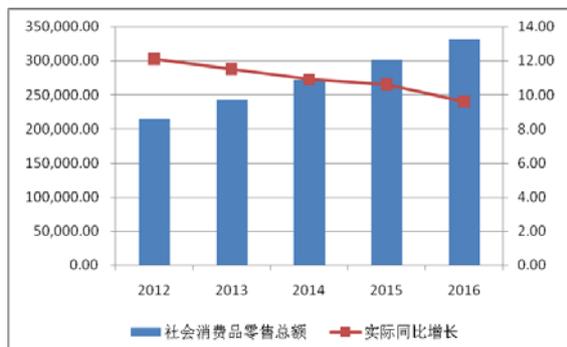
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速有所回落。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，增速回落 0.3 个百分点，扣除价格因素实际增长 9.6%，增速回落 1.00 个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2. 物流行业

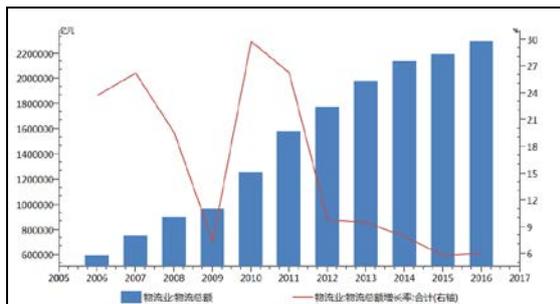
近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2015 年全国社会物流总额 219.20 万亿元，同比增长 5.8%，增幅比上年回落 2.1 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 204.0 万亿元，同比增长 6.1%，增幅比上年回落 2.2 个百分点。进口货物物流总额 10.4 万亿元，同比下降 0.2%，增幅比上年回落 1.9 个百分点。2015 年社会物流总费用 10.8 万亿元，同比增长 2.8%，增速比上年回落 4.1 个百分点。2015 年物流业总收入 7.6 万亿元，比上年增长 4.5%。

2016 年全国社会物流总额 229.7 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%，增速比上年提高 0.3 个百分点。从构成看，工业品物流总额 214.0 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.0%，增速比上年回落 0.1 个百分点；进口货物物流总额 10.5 万亿元，同比增长 7.4%，提高 7.2 个百分点；2016 年社会物流总费用 11.1 万亿元，比上年增长 2.9%，增速虽比上年提高 0.1 个百分点，但明显低于社会物流总额、GDP 增速。2016 年物流业总收入 7.9 万亿元，比上年增长 4.6%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

2014 年 11 月 18 日，国家发改委、交通部、

商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委 11 月 18 日联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

图2 中国物流总额及增长率
(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

总体看, 中国物流环境和条件不断改善, 各行业增长带动大宗商品物流需求上升; 行业政策长期向好, 物流业战略振兴规划的出台和实施细则的逐步推出实施, 将引导物流业走上中长期稳定发展的轨道。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底, 公司注册资本21.73亿元, 其中兵器工业持股57.70%, 为公司第一大股东, 鞍山钢铁和江西铜业分别持股28.50%和13.80%, 公司最终控制人为国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司以大宗工业原材料贸易为主、综合产

业链延伸、供应链整合、物流综合服务等多个业务领域, 主要经营品种包括有色金属、钢材、成品油、化工材料等。目前公司与智利国家铜业公司 (CODELCO)、必和必拓、鞍钢集团、宝钢集团、武钢集团、中国铝业、江西铜业、金川集团、中石油、中石化等国内外大型资源厂商及中交集团、中国铁建、中国诚通、海油工程等重点客户建立了战略合作伙伴关系。公司通过国军标质量体系认证, 是国家物资储备局指定的收储单位, 连续多年在国防军工物资行业销售规模保持排名第一, 是国家5A级物流企业。

根据中国物流与采购联合会发布的2017年1~3月全国重点生产资料流通企业信息数据, 公司销售收入位居全国第3位, 利润总额位居全国第5位, 同比分别上升了1位。其中, 有色金属材料销售额排名第2位; 黑色金属材料销售额排名第8位; 石油及制品销售额排名第6位, 成品油销售量排名第6位。

公司总部设在北京, 在上海、成都、重庆、西安等国内多个中心城市及香港特区设有参控股公司25家; 在天津、沈阳、上海、重庆、西安、包头等地拥有7个仓储加工基地和钢铁物流园区, 仓储面积84万平方米; 整合社会仓库86个, 仓储面积超过200万平方米; 具备采购、仓储、剪切、加工、配送等服务能力, 营销服务网络辐射全国, 能够为广大客户提供优质的供应链整合和及时制 (JIT) 供应服务。

公司目前拥有经营性用地40宗, 共计51.34万平方米。其中办公及商业用地13宗, 共计1.65万平方米; 仓储及工业用地27宗, 共计49.68万平方米, 雄厚的土地资源为公司未来供应链服务平台建设和公司经营发展提供坚实基础。

3. 股东支持

公司作为兵器工业重点培育的大型流通企业, 在日常经营中得到了股东的较大支持。

2015年, 兵器工业印发了《中国兵器工业集团公司采购管理办法》(兵器军经字【2015】

第487号文),规定中国兵工物资集团有限公司是集团全面采购管理的主要支撑单位,在集团全面统一组织下开展采购管理相关工作。目前,公司为兵器工业军品部分提供100%原材料供应,主营业务收入中销往兵器工业内部的收入占15~18%,销往三家股东内部的收入合计占比20%左右。

七、管理分析

跟踪期内,公司在治理结构、内控体系、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2016年,公司整体经营情况比较平稳,实现营业收入904.56亿元,同比增长1.58%。分板块看,有色金属材料类收入仍为公司第一大收入来源,但受到进出口业务规模下滑及统计口径调整影响,收入占比下降至65.75%;同期,黑色金属材料及化工材料及制品收入保持稳定增长,占比分别为9.81%和6.49%;2016年,

供应链整合服务实现收入154.00亿元,同比大幅增长,主要系2016年以前公司与客户单独结算物流业务收入,2016年开始积极拓展货物贸易项下的物流配送服务,业务模式上向一站式服务进行转变,物流收入随贸易业务收入一并收取后结算,因此规模上有较大增长(统计口径的调整)。

从盈利能力看,受到生产资料流通行业特性制约,公司2016年综合毛利率为0.93%。其中,在市场经济形势恶化、大宗商品价格波动下跌的情况下,公司通过套期保值等多种方式有效规避价格风险,保障有色金属材料类业务毛利率基本稳定,2016年为0.61%;黑色金属材料类业务毛利率由2015年的2.46%下降至2016年的2.06%,主要由于2016年钢厂为一票式结算,采购成本包含运费,之前均为分开结算,运费计入销售费用;供应链整合服务则由于统计口径的变化毛利率大幅下降至0.43%。

2017年1~3月,公司实现营业收入218.11亿元,同比增长59.00%;受益于国家供给侧改革,部分生产资料去产能效果明显,市场价格回暖,公司业务毛利率上升至1.14%。

表1 公司营业收入构成情况(单位:亿元、%)

业务板块	2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
黑色金属材料类	72.46	8.14	2.46	88.72	9.81	2.06	24.74	11.34	2.61
有色金属材料类	765.70	85.99	0.65	594.76	65.75	0.61	143.04	65.59	0.52
化工材料及制品类	33.67	3.78	1.24	58.75	6.49	0.28	16.02	7.34	4.26
石油及制品类	13.19	1.48	3.86	8.32	0.92	7.89	1.31	0.60	2.34
供应链整合服务	5.45	0.61	20.26	154.00	17.02	0.43	33.00	15.13	0.62
合计	890.47	100.00	0.99	904.56	100.00	0.93	218.11	100.00	1.14

资料来源:公司提供

2. 贸易业务

公司贸易业务经营模式涵盖国内贸易、进口贸易、出口贸易以及附加供应链整合服务业务,以国内贸易为主。

从贸易品种来看,主要包括有色金属材料贸易、黑色金属材料贸易以及石油化工产品贸

易,公司以有色金属材料贸易为主。

(1) 进出口贸易

跟踪期内,受国际经济形势变动、境内外汇率和利率波动影响,公司进出口贸易额呈下降趋势,2016年进出口额为4.48亿美元,同比下降36.27%,构成以进口额为主,占99%以上。

进口产品以电解铜等有色金属为主，采购区域主要包括智利、日本、秘鲁、澳大利亚、韩国、印度、墨西哥等地区。公司与智利国家铜业公司（CODELCO）、必和必拓（BHP）等国际知名资源厂商建立了长期战略合作关系。

从供应商集中度来看，2016年公司进口业务前五名供应商采购金额占总额的85.38%，集中度较高，主要由于进口采购集中于几家国际知名资源厂商和贸易商，产品质量有保障。

表2 公司进口贸易产品结构（单位：万美元、%）

产品类别	2014年		2015年		2016年		2017年1-3月		主要进口国家和地区
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比	
电解铜	96273.28	92.33	49593.02	70.92	28895.19	64.76	6819.73	67.37	智利、日本、秘鲁、澳大利亚、韩国、印度、香港等
粗铜	--	--	--	--	--	--	--	--	--
锌锭	--	--	2632.39	3.76	--	--	--	--	--
电解镍	--	--	7576.02	10.83	12513.81	28.05	640.74	6.33	俄罗斯、日本
合成材料	173.61	0.17	2.86	0.00	--	--	--	--	--
塑料	--	--	126.42	0.18	3011.06	6.75	2657.70	26.26	阿联酋
氧化铝	7669.22	7.36	7434.57	10.63	--	--	--	--	--
铜矿砂	7.62	0.01	--	--	--	--	--	--	--
机器设备	144.54	0.14	252.75	0.36	142.31	0.32	--	--	--
铜精矿	--	--	2109.76	3.02	--	--	--	--	--
红酒	--	--	195.83	0.28	56.93	0.13	4.29	0.04	法国、澳大利亚、智利
合计	104268.26	100.00	69923.62	100.00	44619.30	100.00	10122.47	100.00	--

资料来源：公司提供

注：由于2014年电解铜存在境内外价差倒挂的时间窗口，因此2014年电解铜的进口规模较大。

公司外贸业务中包含部分转口贸易，产品以电解铜、电解镍等有色金属材料为主，主要由公司本部及华东公司运营。2016年，公司转口贸易额为12.55亿美元，同比大幅下降62.87%，主要由于外汇监管趋严，公司主动缩

减了转口贸易规模。从供应商及客户集中度来看，2016年公司转口业务供应商前五名采购金额占转口采购总额的61.84%，供应商集中较高；转口业务客户前五名销售金额占转口销售总额的78.57%，客户集中度高。

表3 公司转口贸易产品结构（单位：万美元、%）

产品类别	2015年		2016年		2017年1-3月		主要进口国家和地区
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比	
电解铜	259395.66	76.73	89647.9	71.45	13271.28	93.79	香港、新加坡、英属维尔京
电解镍	66048.45	19.55	34043.26	27.13	878.28	6.21	香港
锌锭	4045.71	1.2	830.67	0.66	--	--	香港、新加坡
铝锭	7433.48	2.2	--	--	--	--	香港、新加坡
粗铜	1077.8	0.32	952.91	0.76	--	--	香港
合计	338001.10	100.00	125474.74	100.00	14149.56	100.00	--

资料来源：公司提供

公司出口贸易整体规模小，出口产品主要为滑石和仪器设备等。2016年，公司出口额209.82万美元，同比下降45.67%，出口规模进一步缩减。

（2）国内贸易

跟踪期内，公司国内贸易总额快速增长，2016年实现贸易额844.74亿元，同比增长43.47%；除了石油及其制品受原油价格下跌影

响贸易额减少外，其他产品内贸总额都有不同程度增长；主要由于2015年以来，公司主动缩减转口业务规模，同时新增市场拓展部，并引

进塑料产品等新业务，带动有色金属、化工材料及制品业务贸易额较快增长。

表4 公司国内贸易情况（单位：亿元、%）

产品类别	2015年		2016年		2017年1~3月	
	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比
黑色金属材料	69.92	11.88	88.69	10.50	24.74	11.65
有色金属材料	468.26	79.53	535.08	63.34	138.33	65.13
化工材料及制品类	32.93	5.59	58.75	6.95	15.02	7.07
石油及制品类	12.22	2.07	8.32	0.98	1.31	0.62
其它	5.49	0.93	153.91	18.22	33.00	15.54
合计	588.80	100.00	844.74	100.00	212.40	100.00

资料来源：公司提供

公司主要采购模式包括面向资源厂商的采购和面向市场资源的采购。2016年，公司前五名供应商包括江西铜业股份有限公司、上海玖庚贸易有限公司、上海聚普贸易有限公司、上海五金矿产发展有限公司和中车物流有限公司，采购金额合计170.60亿元，占同期总采购额的比重为16.19%，集中度较低。

公司国内贸易材料采购主要是以销定采，有一小部分自营采购，同时公司承担着部分兵器工业集团的军品采购，约占公司总采购额的15%-18%左右。从与供应商的结算方式来看，

根据不同供应商具体运营情况采用现款现货、信用证、仓单采购、预付款、货到付款等方式，其中以现款现货和货到付款为主。公司采购区域在国内分布广泛，黑色金属材料以辽宁、河北、上海、四川为主，有色金属材料以上海、江西、北京、四川、青海、辽宁为主，化工材料及制品以北京、上海为主，石油及制品以上海、辽宁、广西、湖北、天津为主，其他材料采购以上海、四川、北京、辽宁为主。

表5 公司原材料采购情况（单位：亿元、%、万元/吨、万吨）

产品	2014年				2015年				2016年			
	采购额	占比	采购均价	采购量	采购额	占比	采购均价	采购量	采购额	占比	采购均价	采购量
黑色金属材料类	62.55	7.18	0.27	233.03	67.82	7.62	0.28	245.33	87.46	9.79	0.28	309.83
有色金属材料类	780.60	89.55	3.13	249.18	769.69	86.50	3.33	231.30	731.80	81.90	1.74	420.91
化工材料及制品类	13.06	1.50	0.83	15.71	33.24	3.74	0.73	45.83	55.14	6.17	0.47	117.81
石油及制品类	13.02	1.49	0.58	22.30	14.73	1.66	0.36	40.89	11.65	1.30	0.24	49.33
其他	2.42	0.28	--	--	4.38	0.49	--	--	7.52	0.84	0.01	1174.96
合计	871.67	100.00	--	--	889.87	100.00	--	--	893.56	100.00	--	--

资料来源：公司提供

注：此表中包含国内贸易、进出口贸易及转口贸易采购；近三年有色金属采购额超过当期收入，是由于当期采购未完全销售，年底留有库存。

从材料采购情况看，2016年，公司有色金属材料采购量大幅增长81.98%至420.91万吨，主要来自铝锭采购量的增长；黑色金属材料采

购量增长26.29%至309.83万吨，主要由于中兵上海于当期增加中厚板、集装箱板采购，公司本部于当期增加优钢采购。跟随采购均价的市

场效应，各类材料采购额有所波动。2016年黑色金属材料价格较为稳定；有色金属材料均价2016年大幅下跌，主要由于铝锭均价较低，拉低了有色金属整体价格。同期，化工材料及制品以及石油及制品价格受原油价格下跌等市场经济下行影响而波动下降。

销售方面，公司秉承“立足市场、服务兵器”的经营理念，着力构建以客户为导向，多层次、全方位的销售渠道。2016年，公司前五名销售客户分别为：上海大业永顺商贸有限公司、深圳融禾资源科技有限公司、上海金川国际贸易有限公司、五矿有色金属控股（上海）有限公司和上海申桐贸易有限公司，销售金额合计143.23亿元，占同期总销售额的比重为16.96%，集中度不高。

总体看，公司已经建立稳定高效的采购与销售渠道，综合运用国际、国内两个市场，内贸、外贸两种资源，有效降低了供应商运营情况对公司经营的影响，同时保证了公司在生产资料流通领域的市场地位，增强了竞争力。

3. 供应链整合服务

公司为客户提供仓储、剪切、加工、运输配送等供应链整合服务。从仓储资源来看，公司自有7个仓库及物流园区，拥有铁路专用线6条，仓储面积84万平方米；整合社会仓库101个，仓储面积超过389万平方米；年均货物吞吐量400余万吨，其中自有平台对外服务290万吨。除可为客户提供普通货物仓储服务、收发货管理外，还可为客户提供保税仓储服务以及冷链仓储服务。

目前公路运输线路181条、骨干运输车辆

5000余辆，遍布全国绝大多数区域，每年运输各类原材料、产成品30万吨左右。同时公司正在建设运输调度管理系统，利用卫星定位（北斗）和物联网技术，对承运车辆运行状态实时监控，确保随时掌握运输环节的产品状态和位置，以满足客户准时制供应的需要。

铁路运输方面，公司承担着兵器工业军品铁路运输计划管理职能，为兵器及相关企业提供铁路军运计划管理服务，并以此为基础与总后军事交通运输系统及铁路总公司系统建立了广泛的合作关系，能为客户提供各类门到门的铁路货运代理服务。

物流加工方面，当前公司自有及整合相关加工线11条，分别为沈阳有限公司仓库板材系列加工线3条、线材加工线1条；天津兵工物资有限公司仓库板材综合加工线1条；宝井板材加工线2条；中交板材加工线2条；宝石达板材加工线2条，能为顾客提供采购加工配送一条龙服务。

4. 在建项目

公司目前的主要投资项目为兵器西北集中采购中心及现代物流项目，项目建设期预计为18个月，总投资9880.00万元，资金来源为陕西中兵物资有限公司自筹4940.00万元，债务性融资4940.00万元。项目一期建设内容包括工业品配送中心、公共仓库2栋建筑以及部分大车停车场、室外道路等，建设用地面积42357.50平方米，建筑面积约19186平方米。截至2017年3月底，项目累计完成投资6805.00万元。

表6 截至2017年3月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	截至2017年3月底 累计完成投资	2017年4-12月预计投资
兵器西北集中采购中心及现代物流项目（一期）	9880.00	6805.00	3075.00
天津兵工物资有限公司改善物流园区配套设施并购置部分生产工具项目	95.00	34.00	61.00
合计	9975.00	6839.00	3136.00

资料来源：公司提供

5. 未来发展

“十三五”期间，公司将继续遵循“立足市场、服务兵器”的使命，以“打造有激情、重诚信、敢担当的兵工物资团队，和客户共享管理创新及供应链优化的收益，将物资集团建设成为国内一流、国际知名的供应链整合服务集团”为战略愿景，坚持市场化、精益化、专业化、国际化的发展方向，按照“集团化管控、专业化经营、一体化运作”的要求，持续增强供应链整合服务能力，积极推进兵器工业生产性服务平台建设，构建质量效益型可持续发展模式。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2016年财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2017年一季度财务报表未经审计。

2016年公司合并范围内共18家子公司，其中新设立子公司2家，分别为天津兵工物资有限公司和重庆中兵贸易有限公司，合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

2. 资产质量

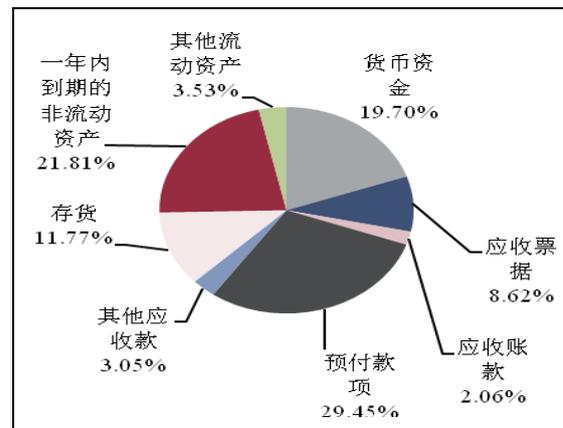
公司资产构成以流动资产为主，截至2016年底，公司资产总计164.22亿元，其中流动资产占86.77%，非流动资产占13.23%。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产合计142.50亿元，主要由货币资金（占19.70%）、预付款项（占29.45%）、存货（占11.77%）和一年内到期的非流动资产（占21.81%）构成。

截至2016年底，公司货币资金28.07亿元，同比下降57.96%，系信用证到期偿付所致；构成主要为银行存款，其中所有权受到限制的货币资金为3.62亿元，主要系票据及信用证保证金。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2016年底，公司应收票据12.28亿元，同比下降22.26%，主要因为当年票据贴现利率降低，公司收到承兑汇票后更多进行贴现；银行承兑汇票及商业承兑汇票分别占比48.86%及51.14%。

截至2016年底，公司应收账款2.94亿元，同比下降35.83%，主要系计提的坏账准备大幅增长所致，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款从0.94亿元增至1.30亿元；从账龄看，1年以内的占12.01%，1~2年的占43.67%，2年以上的占44.32%，总体看，账龄偏长；从计提坏账准备情况看，公司共计提坏账准备5.02亿元，计提比例为63.07%，主要系公司基于谨慎性原则，依据兵器工业新的会计核算办法，高额计提坏账所致；从集中度看，公司应收账款中欠款前五名的单位金额合计为0.66亿元，占应收账款余额的8.32%，集中度不高。

截至2016年底，公司预付款项41.96亿元，同比大幅增长79.55%，主要系业务未结算完毕所致；其中账龄1年以内的占99.92%，1~2年的占0.48%，2年以上的占0.40%。

截至2016年底，公司其他应收款为4.34亿元，同比变化不大，主要为期货保证金和待抵扣进项税。

截至2016年底，公司存货账面余额16.92亿元，全部为库存商品，公司共计提跌价准备

0.14 亿元，存货账面价值为 16.78 亿元，同比变化不大。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 5.04 亿元，主要为增值税期末留抵税额。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动资产 31.08 亿元，全部为委托理财。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 21.72 亿元，主要为固定资产（占 23.20%）、可供出售金融资产（占 54.65%）和递延所得税资产（占 6.36%）。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 11.87 亿元，同比增长 92.40%，主要系新增兵器系统内股权投资 4.60 亿元。

截至 2016 年底，公司固定资产为 5.04 亿元，其中土地资产占 49.60%，房屋及建筑物占 43.85%，机器设备占 3.57%。固定资产中 0.83 亿元为因用于中国银行及浦发银行抵押贷款而所有权受限的固定资产。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总计 198.54 亿元，较上年底增长 20.90%，主要来自存货和预付款项的增长，流动资产占比 89.51%，非流动资产占比 10.49%，与上年底相比资产结构变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，流动资产中预付款项占比较高，非流动资产中可供出售金融资产占比大；整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 32.11 亿元（含少数股东权益 0.69 亿元），归属于母公司的所有者权益中实收资本占 69.16%，资本公积占 11.40%，盈余公积占 2.95%，未分配利润占 14.54%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 32.73 亿元（含少数股东权益 0.69 亿元），所有者权益结构较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本占比较大，所有者权益稳定性较强。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 132.11 亿元，其中流动负债占 86.62%，非流动负债占 13.38%，流动负债占比有所下降，但整体负债结构仍以流动负债为主。

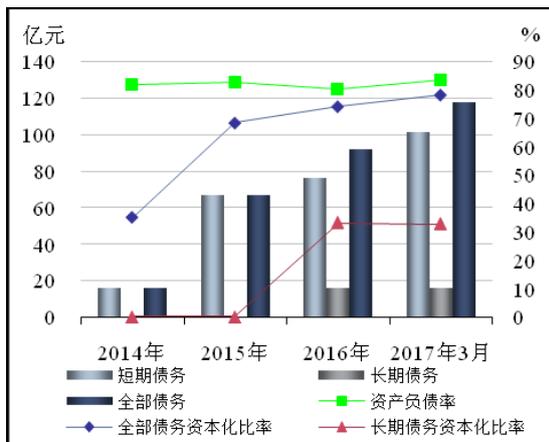
截至 2016 年底，公司流动负债合计 114.44 亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项和应付票据构成。2016 年底，公司短期借款 21.85 亿元，同比下降 42.53%，主要系受市场价格主导，融资方式进行了转变，由短期借款、开立信用证转变为票据贴现；应付票据 54.29 亿元，同比增长 87.94%，主要系融资方式转变所致；应付账款 12.74 亿元，同比下降 76.35%；预收款项 17.06 亿元，同比下降 24.37%；其他应付款 7.68 亿元，主要系黄金租赁业务。

截至 2016 年底，公司非流动负债 17.67 亿元，其中长期借款占 62.31%，应付债券占 28.29%。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务合计 92.15 亿元，其中短期债务占 82.62%，长期债务占 17.38%。债务指标方面，截至 2016 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.16% 和 33.27%，较 2015 年底分别上升 5.76 和 32.99 个百分点；资产负债率为 80.44%，较上年下降 2.29 个百分点。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 165.81 亿元，较上年底增长 25.51%，增长主要来自短期借款及预收款项，公司负债中流动负债合计 148.00 亿元（占 89.26%），较上年底增长 2.64%，非流动负债 17.81 亿元（占 10.74%），较上年底下降 2.64%。公司有息债务合计 117.70 亿元，其中短期债务占 86.40%，长期债务占 13.60%，公司长期债务资本化比率保持稳定，为 32.85%；全部债务资本化比率和资产负债率继续上升，分别为 78.24% 和 83.51%。

图4 公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司全部债务规模快速增长，短期债务占比很高，主要是信用证外汇融资转为借款融资所致，债务负担偏重。

4. 盈利能力

2016年公司实现营业收入904.56亿元，同比增长1.58%。同期，公司营业成本亦随之增长，2016年为896.17亿元，同比增长1.65%，增速略高于营业收入的增长；受此影响，营业利润率由上年的0.98%下降至0.91%。

2016年，公司期间费用合计6.12亿元，同比略有下降；期间费用占营业收入的比重为0.68%，公司费用成本控制能力强。

非经常性损益方面，2016年，公司资产减值损失为3.35亿元，主要为电解铜业务未回款的坏账损失；同期，公司投资收益2.75亿元，较去年大幅增长2.40亿元，其中委托理财收益2.05亿元（公司在兵器工业授权下将贸易流转过程中的沉淀资金投向中兵投资公司，该公司为兵器工业下属二级子公司，主营股权投资，公司投出的资金收取5-6%的固定收益）。2016年，公司实现利润总额1.67亿元，同比增长12.84%。

从盈利指标看，2016年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈上升趋势，分别为3.70%和4.37%。公司主业以贸易为主，所属行业利润空间较小，整体盈利能力一般。

2017年1~3月，公司实现营业收入218.11亿元，占2016年全年收入的24.11%，利润总额为0.82亿元，营业利润率为1.13%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持稳定，利润水平有所增长，整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入为1021.64亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（占99.32%）和收到的其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流出为1015.24亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（占99.01%）和支付其他与经营活动有关的现金；同期，公司经营活动产生的现金流量净额为6.40亿元。从收入实现质量来看，2016年，公司现金收入比分别为112.18%，较2015年提高3.29个百分点，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016年公司投资活动现金流入规模快速增长，为62.51亿元，其中收回投资收到的现金60.10亿元，主要系根据兵器工业资金集中管理要求，公司通过兵工财务公司、中兵投资公司进行了一部分委托理财业务，2016年集中到期；同期，公司投资活动现金流出规模为63.44亿元，其中投资支付的现金63.13亿元，主要是委托理财及兵器系统内股权投资。2016年投资活动现金流量净额为-0.93亿元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入规模为79.76亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金27.67亿元，主要是进口信用证融资；同期，公司筹资活动现金流出规模较大，为127.92亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金73.87亿元，主要系信用证到期付款。2016年公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-48.15亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.54亿元；投资活动产生的现金流量净额为-6.09亿元，其中，投资支付的现金10.20亿元，主要是新增投资理财款；筹资活动

产生的现金流量净额为 9.02 亿元，其中取得借款收到现金 36.07 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 11.47 亿元。同期现金收入比为 128.10%，较 2016 年提高 15.92 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入规模较大，现金流状况较好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年公司流动比率和速动比率分别为 124.52% 和 109.86%，较上年同期分别上升 12.44 和 9.62 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率为 120.08%，较 2016 年底有所下降；受存货增加影响，速动比率为 98.41%，较 2016 年底有较大下滑。2016 年，公司经营现金流动负债比为 5.60%，经营活动净现金流对短期债务的保障能力一般。但考虑到公司经营活动现金流入规模保持较高水平，货币资金充足，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 5.17 亿元，同比增长 25.90%；受利息支出快速增长影响，EBITDA 利息倍数有所下降，为 1.62 倍；同期，公司全部债务/EBITDA 为 17.83 倍。总体看，公司对整体债务保障能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额为 800.00 万元，被担保方为太原晋西春雷铜业有限公司，担保比率为 0.03%，公司对外担保风险低。

截至 2017 年 3 月底，公司及下属子公司合并获得银行授信额度 162.62 亿元，尚未使用额度 85.92 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司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：G10110108013898000），截至 2017 年 5 月 24 日，公司本部无未结清和已结清不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来发展战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

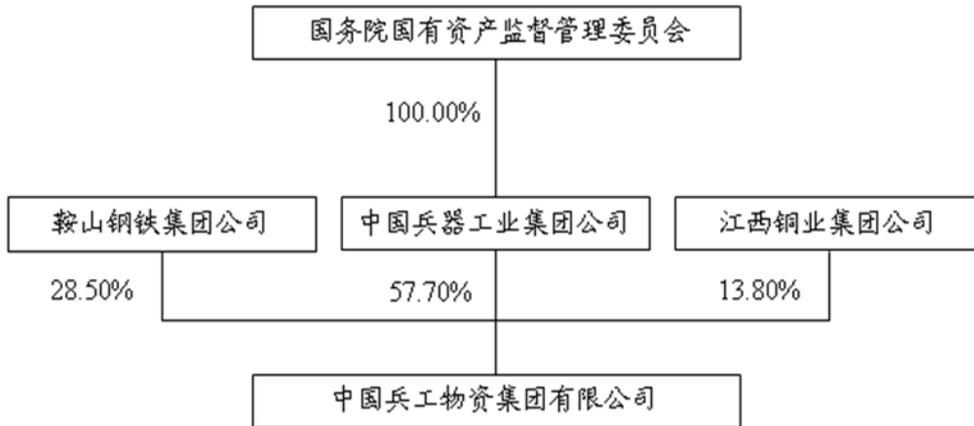
十、存续期内债券偿还能力

2016 年，公司 EBITDA 为 5.17 亿元，对存续期内债券的保障倍数为 1.03 倍，保障能力尚可；同期，公司经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为 1021.64 亿元和 6.40 亿元，对存续期内债券的保障倍数分别为 204.33 倍和 1.28 倍，公司经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金流量净额对存续期内债券的保障程度好。2017 年 3 月底，公司现金类资产为 40.00 亿元，对存续期内债券的保障倍数为 8 倍，保障能力良好。

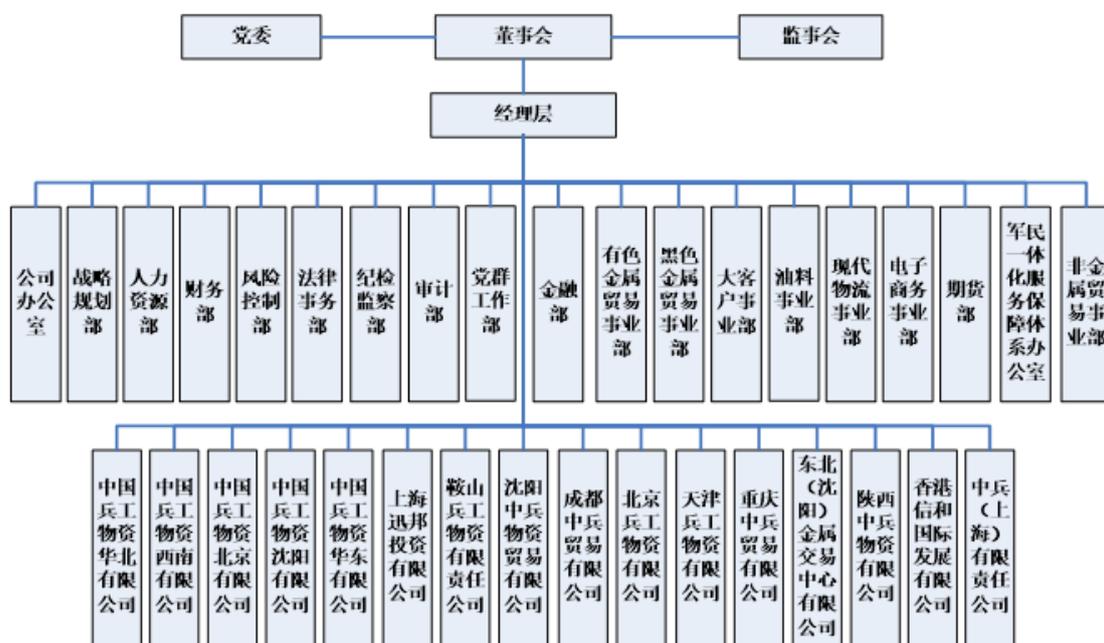
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；并维持“16 兵工物资 MTN001” AA⁺ 的信用等级。

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件2 主要财务数据及指标

项目	2014年	2015年	2016年	2017年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	78.98	76.82	40.36	40.00
资产总额(亿元)	165.58	179.19	164.22	198.54
所有者权益(亿元)	29.75	30.94	32.11	32.73
短期债务(亿元)	16.08	66.90	76.14	101.69
长期债务(亿元)	0.09	0.09	16.01	16.01
全部债务(亿元)	16.17	66.99	92.15	117.70
营业收入(亿元)	872.07	890.47	904.56	218.11
利润总额(亿元)	2.61	1.48	1.67	0.82
EBITDA(亿元)	3.73	4.10	5.17	--
经营性净现金流(亿元)	3.69	3.43	6.40	0.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.30	42.38	60.60	--
存货周转次数(次)	49.07	50.04	52.48	--
总资产周转次数(次)	5.78	5.17	5.27	--
现金收入比(%)	96.72	108.89	112.18	128.10
营业利润率(%)	0.78	0.98	0.91	1.13
总资本收益率(%)	6.23	3.54	3.70	--
净资产收益率(%)	6.80	3.66	4.37	--
长期债务资本化比率(%)	0.29	0.28	33.27	32.85
全部债务资本化比率(%)	35.21	68.40	74.16	78.24
资产负债率(%)	82.03	82.73	80.44	83.51
流动比率(%)	112.96	112.08	124.52	120.08
速动比率(%)	99.65	100.24	109.86	98.41
经营现金流动负债比(%)	2.75	2.33	5.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.46	1.76	1.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	16.32	17.83	--

注：公司2017年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。