

信用等级公告

联合〔2019〕2327号

联合资信评估有限公司通过对中国兵工物资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国兵工物资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“16兵工物资MTN001”和“17兵工物资MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日



中国兵工物资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁺

上次主体长期信用等级: AA⁺

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 兵工物资 MNT001	5 亿元	2019/08/25	AA ⁺	AA ⁺
17 兵工物资 MNT001	5 亿元	2020/07/17	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.36	55.79	65.82	61.50
资产总额(亿元)	164.22	167.54	163.68	183.81
所有者权益(亿元)	32.11	33.33	34.92	35.25
短期债务(亿元)	76.14	74.54	74.10	81.40
长期债务(亿元)	16.01	26.04	21.69	27.09
全部债务(亿元)	92.15	100.58	95.79	108.48
营业收入(亿元)	904.56	872.40	661.91	148.21
利润总额(亿元)	1.67	2.50	2.82	0.91
EBITDA(亿元)	5.17	7.46	7.20	--
经营性净现金流(亿元)	6.40	3.13	6.46	6.34
营业利润率(%)	0.91	1.08	2.03	1.72
净资产收益率(%)	4.37	5.87	6.12	--
资产负债率(%)	80.44	80.11	78.67	80.82
全部债务资本化比率(%)	74.16	75.11	73.29	75.48
流动比率(%)	124.52	136.67	138.75	138.93
经营现金流流动负债比(%)	5.60	2.94	6.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.83	13.48	13.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.62	1.76	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师

杨学慧 杨晓丽 闫旭

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有限公司(以下简称“兵器集团”)下属的大型贸易流通企业。跟踪期内,公司继续保持在股东支持、行业地位、经营规模等方面的优势,同时积极降本增效,主动缩减低效贸易规模,利润水平不断提升。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,作为生产资料流通企业,公司盈利水平较弱且受宏观经济环境影响较大、负债水平高、有息债务负担重、非经常性损益对利润水平影响较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

作为兵器集团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。跟踪期内,公司负责建设与运营的兵器集团电子商务平台线上运行良好,截至2018年底,电子商务平台注册用户已达6.5万余家。未来,随着平台用户规模的不断扩大,预计将会为公司带来新的利润增长点。

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强。综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,“16 兵工物资 MTN001”和“17 兵工物资 MTN001”信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为兵器集团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。公司为兵器集团军品部分提供100%原材料供应,主营业务收入中销往兵器集团内部的收入约占15~18%。
2. 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,跟踪期内在国防军工物资行业销售规模保持排名第一。
3. 跟踪期内,公司负责建设与运营的兵器集团电子商务平台运行情况良好,截至2018

年底，电子商务平台注册用户已达6.5万余家，2018年实现交易规模达767亿元。未来，随着平台用户规模的不断扩大，预计将为公司带来新的利润增长点。

4. 公司现金类资产较充裕，对一年内到期的存续债券保障能力强；经营活动现金流入规模大，对存续期债券保障程度良好。

关注

1. 生产资料流通行业竞争激烈，行业整体盈利能力弱，公司经营受宏观经济环境周期性波动影响较大，主业盈利能力较弱。
2. 公司整体债务负担重，短期债务占比高。
3. 公司进出口业务以美元结算，面临一定汇率波动风险。
4. 因原子公司中国兵工物资华东有限公司清理退出产生6.60亿元对外担保，2018年底计提了3.30亿元预计负债，对公司利润造成侵蚀。

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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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“兵器集团”）。2011年7月，兵器集团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）），成立由兵器集团控股、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2019年3月底，公司注册资本21.73亿元，其中兵器集团持股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：兵工系统内汽油、煤油、柴油批发业务；经营危险化学品（许可范围以许可证为准，有效期至2018年10月27日）；住宿；销售棉花、金属矿石、金属材料、重油、机电产品、成套设备、建筑材料、铁矿石及木材、化工产品（危险化学品除外）、汽车、煤炭、稀贵金属、石脑油、燃料油、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、食品；进出口业务；与上述业务相关的技术咨询、信息服务；电子产品的研发、生产及销售；摩托车的维修及租赁；仓储；货运代理；道路货物运输；会

议服务、承办展览展示活动；招标代理业务；技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务、技术培训、技术中介服务；出租办公用房、出租商业用房；物业管理；产品设计。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业禁止和限制类项目的经营活动）

截至2019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2018年底，公司合并资产总计163.68亿元，所有者权益合计34.92亿元（含少数股东权益0.69亿元）；2018年，公司实现营业收入661.91亿元，利润总额2.82亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总计183.81亿元，所有者权益合计35.25亿元（含少数股东权益0.69亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入148.21亿元，利润总额0.91亿元。

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

公司存续期内债券包括两期中期票据，“16兵工物资MTN001”和“17兵工物资MTN001”，期限均为3年，募集资金全部用于偿还银行贷款。截至本报告出具日，两期中期票据的募集资金已按照规定用途全部使用完毕，公司已按时足额偿付利息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16兵工物资MTN001	5.00	5.00	2016/08/25	2019/08/25
17兵工物资MTN001	5.00	5.00	2017/07/17	2020/07/17
合计	10.00	10.00	--	--

资料来源：公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性

预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,中国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优

化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理

充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资

增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

1. 贸易行业

(1) 行业现状

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，但增速持续下滑。2016 年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017 年，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨。据中国大宗商品研究中心数据，2017 年，大宗商品价格环比上升的商品共 138 种，集中在化工板块（共 59 种）和有色板块（共 16 种），涨幅在 5% 以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共 47 种，集中在化工（共 13 种）和农副板块（共 11 种），跌幅在 5% 以上的商品亦主要集中在化工板块。

(2) 主要贸易品种运行情况

钢铁

2018 年，钢铁行业供给侧改革深入推进，钢铁行业去产能接近尾声。“蓝天保卫战”、环保督查、专项大检查等项目的持续开展，有效防范了“地条钢”死灰复燃已化解的过剩产

能复产及严禁违规新增产能，供给侧改革成效得到了较好的维护和巩固。钢铁行业景气程度处于较高水平。

产量方面，根据国家统计局数据，2018 年，中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，分别同比增长 3%、6.6% 和 8.5%。截至 2018 年底，钢铁行业已提前完成“十三五”确定的钢铁去产能 1.4—1.5 亿吨的上限指标。此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能。整体来看，钢铁行业后期的去产能空间已经不大，主要集中于河北（河北省 2019 年预计将压减钢铁产能 1000 万吨）、江苏和山东等产钢大省，且未来去产能更多的涉及在产产能，去产能压力较大。此外，防止“地条钢”死灰复燃也对钢铁行业后期的健康发展具有重要意义。

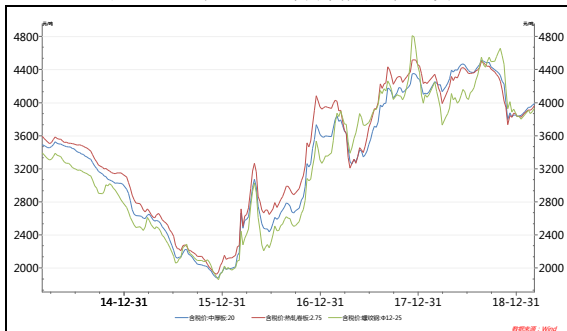
从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括造船、石油石化、集装箱和铁道等。

近年来，中国粗钢表观消费量总体呈上升趋势，2016 年为 7.09 亿吨，同比增长 2.0%，2016 年粗钢表观消费量得以增长主要由于基础设施、房地产和汽车行业的超预期增长，但造船、大型机械等制造业以及家电、能源等行业用钢需求有所减少；2017 年，全国粗钢表观消费量 7.68 亿吨，同比增长 8.2%，受益于全球经济超预期复苏，国内经济下滑趋缓，主要下游行业钢材消费量均保持良好增长态势；2018 年全国粗钢表观消费量 8.70 亿元，同比增长 13.3%，达到历史最高水平，其中国产自给率超过 98%。

从终端下游占比来看，超过 50% 的钢材用于建筑业（房地产和基建），其次是近 20% 的钢材用于机械。建筑业消耗过半的钢铁，同时建筑行业周期性强，因此其是钢铁需求最主要影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2018 年全年全社会固定资产投资 645675 亿元，同比增长 5.9%。2018 年以来，全国固定

资产投资增速下滑明显，在当前国内固定资产投资增速放缓的背景下，建筑业需求增速面临下滑。目前建筑业承接主要来自房地产和基建领域。房地产行业方面，2018年以来，房地产行业各主要指标增速均处于下降趋势，楼市下行态势较大，直接影响建筑行业承揽情况。基建方面，虽然“补短板”和积极的财政政策促使基建投资增速在触底后发生反弹，但反弹空间有限。机械制造业方面，受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响，国内制造业企业投资意愿不足，全国制造业投资增速持续回落。

图 1 近年主要钢材价格指数走势



资料来源：Wind

钢材价格方面，2017年，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，中国主要钢材品种价格延续了2016年以来的上升趋势，在3月价格受短期供需矛盾影响由升转降后，从4月下旬开始稳步上涨。2018年，受去产能政策、环保政策等因素影响，钢材价格有所波动，但整体仍维持了高位运行。根据Wind数据，截至2019年2月22日，螺纹钢(φ12-25)、中厚板(20)和热轧卷板(2.75)含税价分别为3869.00元/吨、3945.00元/吨和3909.00元/吨，分别较年初上涨1.02%、2.92%和2.06%。

目前中国钢材贸易企业众多，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，中国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过20万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、

厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。中国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司、天津物产集团有限公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；以及需求导向性明显的区域性或依托中国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

短期内钢材贸易市场仍将处于调整期，大型的钢贸企业利用自身资金优势，通过逐步完善钢材上下游的产业链和供应链，将与钢厂形成更加紧密的合作关系增强议价能力，并通过建设物流配送基地为下游客户提供更好的服务，将逐步完成从一般钢材贸易商向钢材综合服务商的转变；对于部分小微钢贸企业，在行业不景气竞争加剧的环境面临较高的被淘汰风险，但由于大型钢贸企业销售网络仍主要布局于全国一、二线城市，仍需大量次级分销商直达终端客户，因此虽然钢贸行业的集中度将逐渐提高，但经营区域分散、服务对象多样化的中小型钢贸企业仍有生存空间。

总体看，钢材贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点；在行业竞争较为激烈的环境下，行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

有色金属

有色金属是国民经济的重要基础原材料，在经济建设、国防建设和社会发展中发挥着重要作用。据Wind数据显示，全球锌储量为23000万吨，主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥和美国六国；全球铜储量为79000万吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥、美国和中国六国；全球铅储量为8800万吨，主要分布在澳大利亚、中

国、俄罗斯、美国、秘鲁和墨西哥六国。

2018年,受环保整治及新建矿山有限等影响,铅、锌精矿产量133万吨、284万吨,同比下降5.9%、4.9%,国内铅锌矿产资源自给率不断下降。铅、锌产量511万吨、568万吨,同比增长9.8%、-3.2%。其中,随着国内企业对铅锌二次物料利用水平的提升,再生铅、锌产量分别为225万吨、60万吨,同比增长10.0%、56.8%,占铅、锌产量比重达到44.1%、10.5%。

从进口情况来看:2018年随着国内再生铅产业高速发展,铅精矿进口量122.7万吨,同比下降5.1%;锌精矿、精锌进口量分别为297万吨、72万吨,分别同比增长21.5%、5.9%。出口铅酸蓄电池19016.3万只,同比下降3.9%。

2019年,随着生态保护和污染防治工作的深入推进,以及下游消费市场持续低迷,铅锌行业转型升级的任务将更为迫切,绿色发展将是行业发展的主攻方向。2019年将推动铅锌行业加快绿色生产适用技术改造,积极利用二次物料,实现联合冶炼,引导再生铅锌行业规范发展,提高资源综合利用能力,提升行业清洁生产 and 绿色发展水平。

行业政策方面,2018年1月1日起实施《中华人民共和国环境保护税法》,税法要求直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人,应当依照本法规定缴纳环境保护税。对于资源开采行业的环境保护要求趋严,增大资源开采行业的环保投入成本。

总体看,2016年以来,有色金属行业供给侧改革促进了有色金属的有序开采、合理利用,有利于有色金属产业结构调整,以促进有色金属行业整体的健康、可持续发展,环保税的实施将增大资源开采行业的环保投入成本。由于有色金属工业是能源消耗大户,用电量约占全国用电量的8%左右,电价居高不下使得有色金属企业电力成本仍然普遍较高。此外,企业环保投入增加、社保费用计提基数提高等

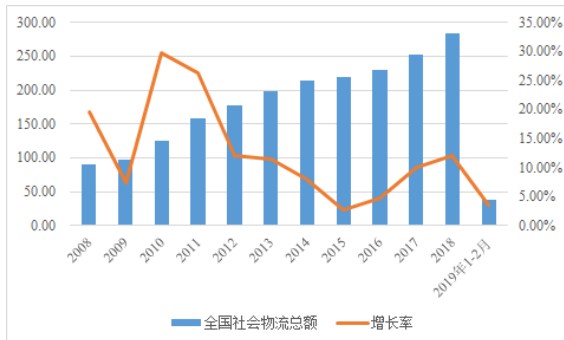
因素也导致企业成本费用刚性上升。同时,随着新环保法的实施,热电锅炉的脱硫脱硝改造量大,环保设施运行成本增加。

此外,对于有色金属矿采选业企业来说,其核心竞争力体现在矿产储量及矿石品位上,由于矿石资源有限,考虑到企业可持续发展,需要不断通过获得探矿权、探转采或者兼并收购其他矿山来进行矿山资源储备。一方面,矿山资源储备同时将占用大量资金;另一方面,能否获得易开采、高品位矿山,上述因素成为制约有色金属矿采选业的关键因素。

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,发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计,2018年全国社会物流总额283.10万亿元,同比增长12.01%,增速比上年增加1.99个百分点。从社会物流总额的构成情况看,工业品物流总额256.80万亿元,同比增长9.50%,增速比上年下降0.10个百分点;进口货物物流总额14.10万亿元,同比增长13.05%,增速比上年下降5.65个百分点;农产品物流总额3.90万亿元,同比增长5.06%,增速同比增加2.26个百分点;再生资源物流总额1.30万亿元,同比增长21.27%,增速同比增加3.66个百分点;单位与居民用品物流总额7.00万亿元,同比大幅增长;从物流市场结构看,工业品、进口货物、农产品、再生资源及单位与居民物品物流总额保持增长;进口货物和工业品物流业务增速有所放缓。2019年1-2月,全国社会物流总额38.10万亿元,同比增长16.16%;从构成看,工业品物流总额34.20万亿元,同比增长12.87%;进口货物物流总额2.10万亿元,同比增长16.67%。

图 2 中国物流总额及增长率（单位：万亿）



资料来源：Wind 资讯

物流费用方面，2018 年社会物流总费用 13.30 万亿元，同比增长 10.13%，增速同比增加 0.97 个百分点；其中，运输费用 6.60 万亿元，同比增长 4.42%；保管费用 4.60 万亿元，同比增长 17.61%；管理费用 1.80 万亿元，同比增长 15.56%。2019 年 1-2 月，社会物流总费用 1.70 万亿元，其中运输费用 0.90 万亿元，保管费用 0.60 万亿元，管理费用 0.20 万亿元，同比均变化不大。2018 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.77%，同比增加 0.17 个百分点。物流收入方面，2018 年物流业总收入 10.10 万亿元，比上年增长 14.50%，增速同比增加 3.00 个百分点。

整体看，受宏观经济复苏影响，2018 年以来，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本21.73亿元，其中兵器集团持股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，同时涉及综合产业链延伸、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2018年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7位。其中，有色金属材料销售额排名第3位；黑色金属材料销售额排名第4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8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93个，仓储面积超过210万平方米；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。

公司目前拥有土地119处，土地房产资源遍布北京、上海、西安、太原、重庆、成都、沈阳、天津、海南等地，土地使用权面积共计85万平方米，包括仓储工业用地79.5万平方米，商业、办公、住宅用地5.7万平方米。丰富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。

公司下属主要子公司包括上海迅邦投资有限公司（以下简称“上海迅邦”）和中兵（上海）有限责任公司（以下简称“中兵上海”）等。

上海迅邦位于上海自贸区内，注册资本为11593万元，公司持股100%，主营大宗商品的国内国际贸易，涉及品种主要包括有色金属、贵金属、化工产品、农产品等。截至2018年底，

上海迅邦持有上市公司中兵红箭（股票代码：000519）法人股27620818股，持股比例1.97%。截至2018年底，上海迅邦总资产18.97亿元，所有者权益3.16亿元，2018年实现营业收入160.90亿元，利润总额0.15亿元。

中兵上海位于上海自贸区内，注册资本为3531万元，公司持股100%，主营钢材贸易、国际贸易及工程物流配送。截至2018年底，中兵上海总资产25.16亿元，所有者权益1.85亿元，2018年实现营业收入115.03亿元，利润总额1.01亿元。

3. 股东支持

公司作为兵器集团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，兵器集团印发了《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），规定公司是兵器集团全面采购管理的主要支撑单位，在兵器集团全面统一组织下开展采购管理相关工作。跟踪期内，公司为兵器集团军品部分提供100%原材料供应，主营业务收入中销往兵器集团内部的收入占15~18%，销往三家股东内部的收入合计占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

目前，公司主营业务包括生产资料贸易和供应链整合服务。其中，生产资料贸易业务的

经营品种主要包括有色金属材料、黑色金属材料、化工材料及制品类，公司以有色金属材料贸易为主。供应链整合服务则主要是利用自身的各种资源，为客户提供仓储、剪切、加工、运输配送等一揽子服务。

2018年，公司收入规模明显下降，实现营业收入661.91亿元，同比下降24.13%，主要系为缩减低效贸易，中国兵工物资华东有限公司（以下简称“华东公司”）清理退出所致；剔除华东公司清理退出影响外，公司收入水平较去年持平。分板块看，有色金属材料类收入仍为公司第一大收入来源，该板块收入同比下降25.58%，占比为57.35%；黑色金属材料收入同比增长38.40%，占比由11.82%上升至21.65%；化工材料及制品类收入大幅下降，占比为2.36%；供应链整合服务收入为112.75亿元，占17.03%，同比下降39.05%，系该板块业务收入受上述部分板块收入下降的综合影响，供应链整合服务收入随之下降。

从盈利能力看，受到生产资料流通过行业特性制约，公司综合毛利率水平低，2018年为1.72%，同比提升0.62个百分点。在宏观经济增速放缓、大宗商品价格波动的情况下，公司通过套期保值等方式有效规避价格风险，保障各项业务经营的稳定性。2018年，有色金属材料类业务毛利率为1.68%，较上年增加0.60个百分点，主要受益于公司缩减低效有色金属材料类贸易，单纯与贸易商之间的销售业务量减少，加大与终端客户合作；黑色金属材料类业务毛利率为2.21%，同比略有下滑；供应链整合服务则受公司加大加工、运输配送环节的服务，毛利率上升至0.76%。

2019年1-3月，公司实现营业收入148.21亿元，综合毛利率为1.74%，同比均略有上升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019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	103.09	11.82	2.28	143.29	21.65	2.21	34.35	23.18	2.2

有色金属材料类	510.05	58.47	1.08	379.56	57.35	1.68	91.99	62.07	1.79
化工材料及制品类	72.21	8.28	0.67	15.63	2.36	2.63	4.03	2.72	2.56
石油及制品类	2.05	0.23	2.54	10.68	1.61	5.64	2.78	1.88	2.07
供应链整合服务	185.00	21.21	0.71	112.75	17.03	0.76	15.06	10.16	0.13
合计	872.40	100.00	1.10	661.91	100	1.72	148.21	100.00	1.74

资料来源：公司提供

2. 生产资料贸易业务

公司贸易业务经营主体主要为上海迅邦、中兵上海和公司本部。经营模式涵盖国内贸易和进出口贸易，目前以国内贸易为主。

从贸易细分产品来看，公司经营的有色金属主要品种包括电解铜、铝材、镍、锌等；黑色金属主要品种包括热轧卷板、冷轧卷板、镀锌卷板、线材、汽车板、优钢等；化工材料及制品类主要品种包括橡胶、焦炭、塑料、钛白粉等；石油及制品主要包括柴油、喷气燃料等。公司以有色金属材料贸易为主。

(1) 国内贸易

跟踪期内，公司国内贸易总额呈下降趋势，2018年实现贸易额614.56亿元，同比下降24.57%；主要系华东公司清理退出的影响，表现为有色金属材料、化工材料及制品类收入下降，供应链整合服务收入受部分贸易品种规模缩减而下降。2018年，公司黑色金属材料

及制品类收入同比大幅增长，系2018年公司在加强维护已有客户的同时，不断开发新品种，拓展新客户，实现销售收入的显著增长。有色金属材料同比下降原因包括：①公司主动缩减低效有色金属材料类贸易，降低与大宗商品贸易的销售业务规模，转向终端刚需客户；②2018年上半年国内电解镍价格上涨较大，导致终端客户对镍板需求受抑，转而采用镍豆等相关替代品，而公司主要经营产品为高纯度镍板。化工材料及制品类收入下降原因包括：①受华东公司清理退出的影响（2017年，华东公司化工材料及制品类贸易规模约53亿元）；②2018年化工材料价格震荡较大，为控制经营风险，公司主动缩减化工材料及制品类业务规模。公司其他业务系供应链整合服务收入，与公司各板块收入变化趋同，受上述部分板块收入下降的综合影响，供应链整合服务收入随之下降。

表3 公司国内贸易情况（单位：亿元、%）

产品类别	2017年		2018年		2019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	103.09	12.65	143.29	23.32	34.35	24.61
有色金属材料	452.36	55.52	332.21	54.06	83.37	59.72
化工材料及制品类	72.21	8.86	15.63	2.54	4.03	2.89
石油及制品类	2.05	0.25	10.68	1.74	2.78	1.99
其它	185.00	22.71	112.75	18.34	15.06	10.79
合计	814.71	100.00	614.56	100	139.59	100

资料来源：公司提供

采购

公司国内贸易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。资源厂商方面，公司与鞍钢集团、宝钢集团、武钢集

团、中国铝业、江西铜业、金川集团、中石油、中石化等大型资源厂商建立了战略合作伙伴关系，保证了公司长期稳定的采购渠道；同时，公司为了保持对市场资源的及时把握能力，满

足临时性、个性化采购需求，也会面向市场资源进行采购，通过灵活多变的方式补充公司采购需求。

公司采购定价主要有买方点价、卖方点价和均价三种模式。其中买方点价方式占全部采购定价方式的70%，卖方点价和均价作价共约占30%。买方点价和均价模式下，公司采取与下游客户的销售定价对锁的方式，获取买卖之间的升水收益。卖方定价模式下，主要利用期货套期保值手段，锁定买卖价差，获取稳定收益。

2018年，公司前五名供应商包括鞍钢股份有限公司、SINO FORTUNE INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED、Metal Challenge Co., Ltd、GLENCORE INTERNATIONAL AG、上海经易商贸发展有

限公司，采购金额合计92.93亿元，占同期总采购额的比重为14.36%，采购集中度一般。

公司国内贸易材料采购主要是以锁定采，小部分自营采购，同时公司承担兵器集团的部分军品采购，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4 公司贸易商品采购情况(单位:亿元、%、万元/吨、万吨)

产品	2016年				2017年				2018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	87.46	9.79	0.28	309.83	130.5	15.13	0.37	352.82	120.15	18.57	0.29	416.95
有色金属材料类	731.80	81.90	1.74	420.91	619.41	71.82	1.99	311.43	478.06	73.89	1.15	416.57
化工材料及制品类	55.14	6.17	0.47	117.81	90.92	10.54	0.87	105.10	22.90	3.54	0.60	38.46
石油及制品类	11.65	1.30	0.24	49.33	2.22	0.26	0.20	10.88	9.88	1.53	0.35	28.09
其他	7.52	0.84	--	--	19.45	2.25	--	--	15.97	2.47	--	--
合计	893.56	100.00	--	--	862.5	100.00	--	--	646.96	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;2016-2018年有色金属采购额超过当期收入,主要由于供应链服务板块中大部分收入为有色金属贸易收入

从材料采购情况看,2018年,黑色金属材料采购均价同比下降21.62%至0.29万元/吨;有色金属材料均价同比下降42.21%至1.15万元/吨,主要系部分有色金属材料类产品单价较低。跟随采购均价的市场效应,2018年,公司各贸易品种采购量有所波动。其中,黑色金属材料采购量同比增长18.18%至416.95万吨,主要系本期中兵上海开发新品种,拓展终端客户,销售增加所致。有色金属材料采购量同比增长33.76%至416.57万吨,主要系部分采购产品价格下降,故采购量相应增加。

销售

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。

公司主要销售模式包括:①与中交集团、中国铁建、中国诚通、海油工程等重点客户建立战略合作伙伴关系,直接为终端用户提供供应链整合服务和原材料供应服务。②为兵器集团军品部分提供原材料供应,由于兵器集团的产品比较分散,产业集中度不高,有些产品不适合集中采购,所以仅对军品相关的产品100%集中采购,部分办公用品也实施集中采购;③

面向市场客户的销售：公司建立了随行就市、灵活多变的销售网络，拥有快速、大量、集中的市场销售能力。

公司与下游客户的结算主要包括T/T收款发货、现款现货、预收货款等方式，严格控制赊销。

2018年，公司前五名销售客户分别为：上海期货交易所、中国纸业投资有限公司、中铝洛阳铜加工有限公司、上海宜沛实业发展有限公司和上海正港贸易有限公司，销售金额合计84.67亿元，占同期总销售额的比重为12.79%。

(2) 进出口贸易

2018年，公司进出口贸易额为11.70亿美元，同比增长105.58%。公司进口产品以电解铜等有色金属为主，2018年电解铜采购占比为76.20%；采购区域主要包括智利、日本、秘鲁、

澳大利亚、韩国、印度、香港等地区。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。

公司进口贸易采购周期一般分为两种，一种是提单货物，船期在一个月左右；一种是仓单货物，一般月内交易。采购付款方式有TT、DP和LC；账期从0~360天不等；价格主要采用伦敦金属交易所期货价格为基准价加升水，公司对升水部分议价能力较强；所有进口采购都是货权确认付款，一般无存货，通过期货保值或者锁定下游销售的方式防范跌价风险。

从供应商集中度来看，2018年公司进口业务前五名供应商采购金额占总额的70%以上，集中度高，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5 公司进口贸易产品结构（单位：万美元、%）

产品类别	2017年		2018年		2019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	47486.33	83.47	89114.65	76.20	16582.64	95.58	智利、日本、秘鲁、澳大利亚、韩国、印度、香港等
电解镍	4658.69	8.19	8104.57	6.93	--	--	俄罗斯、日本
绿豆			7872.84	6.73	--	--	香港、新加坡
塑料	2622.22	4.61	10779.91	9.22	--	--	阿联酋
机器设备	--	--	--	--	--	--	--
铜精矿	1418.94	2.49	--	--	--	--	--
红酒	5.04	0.01	--	--	--	--	法国、澳大利亚、智利
镍矿	682.92	1.2	--	--	--	--	--
橡胶	12.53	0.02	--	--	--	--	--
洗护及化妆品	1.78	--	--	--	--	--	--
锌锭	--	--	1079.88	0.92	766.27	4.42	香港、新加坡
合计	56888.44	100.00	116951.85	100.00	17348.91	100.00	--

资料来源：公司提供

公司外贸业务中还有部分转口贸易，产品以电解铜、电解镍等有色金属材料为主，目前主要由公司本部运营。2018年，公司转口贸易

额为6.65亿美元，同比下降15.78%，主要由于公司业务结构调整主动缩减了转口贸易规模。

表6 公司转口贸易产品结构（单位：万美元、%）

产品类别	2017年		2018年		2019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	69933.11	88.6	52328.18	78.72	10299.48	94.26	香港、新加坡、英属维尔京、瑞士等
电解镍	7530.64	9.54	5909.85	8.89	--	--	香港

镍豆	--	--	7242.43	10.9	--	--	香港
锌锭	286.12	0.36	990.74	1.49	626.72	5.74	香港、新加坡
粗铜	1177.93	1.49	--	0	--	--	香港
合计	78927.80	100.00	66471.20	100.00	10926.20	100.00	--

资料来源：公司提供

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。跟踪期内，公司根据市场变动，主动缩减部分板块规模以控制经营风险，提升经营效益；加大与大型钢材厂等终端客户的合作，维持贸易业务平稳健康发展。

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，截至2019年3月底，公司自有8个仓库及物流园区，拥有铁路专用线4条，仓储面积84万平方米；整合社会仓库93个，仓储面积超过210万平方米；年均货物吞吐量420余万吨，其中自有平台对外服务300余万吨。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295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，国防军工物流与安保中心已投入使用，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，公司承担着兵器集团军品铁路运输计划管理职能，为兵器集团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9条，分别为沈阳有限公司板材系列加工线4条和线材加工线3条，天津兵工物资有限公

司板材加工线2条，能为客户提供采购加工配送一条龙服务。

4. 中国兵器工业集团电子商务平台

公司作为兵器集团直属的大型流通企业，还承担着兵器集团电子商务平台（以下简称“电子商务平台”或“平台”）的建设和运营职能。2013年以来，为了全面落实国家“互联网+”行动指导意见、提升兵器集团内各成员单位采购端精益管理能力，公司按照“统计汇总、上网比较、分析择优、评价集聚”的十六字方针要求，努力探索构建一个规范、阳光的“交易市场”和综合性的服务平台，并于2016年底完成平台测试，开始试运营。

电子商务平台包括采购和销售两大部分，目前已具备招投标（固定资产类）、非招标询价和竞价（统谈统签、分散采购）、网上超市（统谈分签）四种基本电子化交易模式，并通过这四类基本交易模式的组合和应用，可以涵盖企业的所有交易模式；通过建立平台交易管理中心，实现对全部交易全过程实时监控和管理。同时，集团公司通过集中采购推进计划和网采率企业绩效考核指标，全面推动电子化采购的转型应用。

目前交易主体涵盖兵器集团所有成员单位，交易类型涵盖货物（工业设备、原材料、配套件、办公用品等）、服务（仓储运输服务、法律事务、审计事务、评估事务、资本运营事务、代理服务等中介服务）、工程建设采购等，同时还积极响应国家电商扶贫行动号召，建设福利超市，实现江西兴国官田特产、云南红河、黑龙江甘南等老区农产品的线上销售。

销售一侧，面向兵器集团内部，以集团利益最大化、采购领域全覆盖、内部优先、市场

竞争、合法合规为原则，建设了内部交易平台，实现集团内部上下游企业间的电子化交易和平台化过程管理，促进集团公司内部优势资源共享、产业融合，提升产品市场竞争力。同时通过内部交易打通了采购供给一侧与销售售后服务一侧的连接，销售电子商务平台已经建成，首先实现了民用产品的线上展示和电子化交易，构建起了一个面向完整产业链条的服务保障平台，为第二阶段全面提升供应链管理水平的管理奠定了良好的基础。

在采购模式全覆盖的基础上，平台还积极响应国家绿色发展理念，拓展了废旧物资网上竞价/网上拍卖销售模式，充分利用社会回收资源，实现国有资产保值增值，也为规避国有资产流失提供了有效手段。

截至 2018 年底，电子商务平台注册用户 6.5 万余家，2018 年平台实现交易规模 766.81 亿元。其中，网上超市累计成交订单 12562 笔，成交商品 1094.02 万件，成交金额 2.65 亿元，同比增长 77.81%，同时集采类商品节约采购成本 1621.44 万元，非集采类商品节约 8783.42 万元；看板管理模块成交 27.39 亿元；询价交易成交 692.85 亿元，同比增长 64%；电子招投标累计在线实施项目 1404 个，定标金额 36.85 亿元。截至 2018 年底，通过平台共处置废旧物资 7.07 亿元，为相关企业实现溢价 1.17 亿元。

总体看，电子商务平台规范了兵器集团内部企业的采购交易过程，有利于内部企业优化采购流程、降低采购成本、提升管理效率，实现国有资产保值增值；同时，公司作为平台的运营主体，掌握着平台交易的信息流和资金流，未来，随着平台用户规模的不断扩大，将为公司带来新的利润增长点。

5. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数同比减少 15.31 次至 27.26 次；存货周转次数、总资产周转次数分别为 40.75 次和 4.00 次，同比分别减少 15.88 次和 1.26 次。总体看，跟踪期内受营业收

入下降影响，公司整体经营效率有所下降，但仍处于较高水平。

6. 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，积极推进兵器集团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

公司提供了 2018 年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

2018 年，公司合并范围内共 14 家子公司，新纳入合并范围 1 家，为信和广大供应链服务有限公司；2019 年一季度合并范围较 2018 年底减少 1 家子公司，系东北（沈阳）金属交易中心有限公司于 2019 年初注销。公司合并报表范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产总计 163.68 亿元，所有者权益合计 34.92 亿元（含少数股东权益 0.69 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 661.91 亿元，利润总额 2.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总计 183.81 亿元，所有者权益合计 35.25 亿元（含少数股东权益 0.69 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 148.21 亿元，利润总额 0.91 亿元。

1. 资产质量

公司资产构成以流动资产为主，截至 2018

年底，公司资产总计 163.68 亿元，同比下降 2.30%；其中流动资产占 86.58%，非流动资产占 13.42%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 141.72 亿元，同比略有下降，主要由货币资金（占 32.00%）、应收票据（占 14.44%）、预付款项（占 21.36%）、存货（占 10.71%）和一年内到期的非流动资产（占 14.84%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金同比增长 36.81% 至 45.35 亿元；主要是公司本部和上海迅邦的货币资金增加，年末业务回款增加。同期，公司使用受限的货币资金为 4.40 亿元。

截至 2018 年底，公司应收票据同比下降 9.59% 至 20.47 亿元，包括银行承兑汇票 9.28 亿元和商业承兑汇票 11.18 亿元，其中已质押的银行承兑汇票为 5.15 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款同比下降 25.52% 至 2.32 亿元，主要系总部应收账款减少，到年底加大清收和催款力度，防控应收账款资金占用风险所致。公司累计计提 6.03 亿元坏账准备，综合计提比例 72.17%。

截至 2018 年底，公司预付款项为 30.28 亿元，同比增长 26.79%。其中，一年以内预付款项占 99.79%；预付款项余额前五名合计 12.62 亿元，占 41.71%。

截至 2018 年底，公司存货为 15.18 亿元，同比下降 8.77%，均为库存商品；累计计提跌价准备 338.73 万元。

截至 2018 年底，公司其他应收款同比下降 46.76% 至 2.77 亿元，主要为往来款；其中，公司与华东公司的 1.65 亿元预计不可收回，100% 计提坏账准备。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产同比减少 15.07 亿元至 21.03 亿元，均为委托理财，下降原因系总部主动降低理财规模，控制理财业务风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 21.96

亿元，主要为可供出售金融资产（占 49.83%）和固定资产（占 24.03%）。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 10.94 亿元，同比下降 12.81%，主要系部分委托理财于 1 年内到期，转入一年内到期的非流动资产核算所致。

截至 2018 年底，公司固定资产为 5.28 亿元，同比增长 20.34%，主要包括土地资产 2.32 亿元，房屋及建筑物 2.69 亿元。房屋建筑物中 1.64 亿元用于抵押贷款而使用受限。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 183.81 亿元，较上年底增长 12.30%；其中流动资产占 88.09%，非流动资产占 11.91%，流动资产占比略有上升。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金较上年底增加 5.94 亿元至 51.28 亿元；存货账面价值较上年底增加 10.67 亿元至 25.85 亿元，主要系铜、镍、钢材等大宗商品单价较高，销售过程中存在为长单客户备货、货物在途、货物尚未验收结算等客观因素，导致年中销售旺季结算周期过程中存货金额较大的问题；一年内到期的非流动资产较上年底大幅增加，新增理财主要为风险等级较低的理财产品。

跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，货币资金占比较高，资产流动性较好；整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 34.92 亿元（含少数股东权益 0.69 亿元），同比变动不大；所有者权益中实收资本占 63.50%，资本公积占 10.47%，盈余公积占 3.15%，未分配利润占 22.12%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 35.25 亿元（含少数股东权益 0.69 亿元），权益结构较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性较强。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 128.76 亿

元, 同比下降 4.06%; 其中流动负债占 79.32%, 非流动负债占 20.68%。

截至 2018 年底, 公司流动负债合计 102.14 亿元, 主要由短期借款(占 30.13%)、应付票据(占 37.52%)和预收款项(占 16.06%)构成。

截至 2018 年底, 公司短期借款 30.78 亿元, 同比下降 8.02%, 主要为信用借款(30.19 亿元); 应付票据为 38.32 亿元, 同比略有下降; 一年内到期的非流动负债为 5.00 亿元, 系“16 兵工物资 MTN001”将于一年内偿还。

截至 2018 年底, 公司非流动负债 26.63 亿元, 同比略有下降, 构成以 16.69 亿元长期借款(全部为信用借款)和 5.00 亿元应付债券为主。

有息债务方面, 截至 2018 年底, 公司全部债务合计 95.79 亿元, 同比下降 4.76%; 其中, 短期债务为 74.10 亿元, 同比变动不大, 长期债务同比下降 16.71%至 21.69 亿元。债务指标方面, 截至 2018 年底, 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 78.67%、73.29%和 38.31%, 较 2017 年底分别减少 1.44 个百分点、1.83 个百分点和 5.55 个百分点。

截至 2019 年 3 月底, 公司负债合计 148.56 亿元, 较上年底增长 15.38%; 其中, 流动负债合计 116.55 亿元, 较上年底增长 14.11%, 主要是应付票据由 38.32 亿元增至 53.09 亿元, 系铜、镍、钢材等大宗商品年中销售通过开立承兑汇票和信用证等方式支付货款所致; 非流动负债较上年底增长 20.24%至 32.01 亿元, 其中, 长期借款增长 32.36%至 22.09 亿元。同期, 公司全部债务合计 108.48 亿元, 短期债务与长期债务分别为 81.40 亿元和 27.09 亿元; 资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率略有上升, 分别 80.82%、75.48%和 43.45%。

总体看, 跟踪期内, 公司债务规模有所波动, 短期债务占比仍然很高, 债务结构有待改善, 公司整体债务负担重。

3. 盈利能力

2018 年, 公司实现营业收入 661.91 亿元, 同比下降 24.13%, 主要系华东公司清理退出导致收入下降。同期, 公司营业成本亦随之下降, 2018 年为 648.33 亿元, 同比下降 24.85%, 下降幅度略大于营业收入下降幅度; 受此影响, 营业利润率由上年的 1.08%上升至 2.03%。

2018 年, 公司期间费用合计 7.66 亿元, 同比下降 3.89%, 占营业收入比重为 1.16%, 期间费用控制良好; 其中, 财务费用同比下降 5.78%至 3.36 亿元, 管理费用同比下降 5.19%至 1.87 亿元。

非经常性损益方面, 2018 年, 公司资产减值损失为 2.01 亿元, 同比有所增加, 主要系对华东公司其他应收款计提 1.65 亿元坏账准备和对华东公司股权投资计提 0.36 亿元减值准备; 投资收益 2.23 亿元, 同比变动不大, 主要系委托理财取得的投资收益, 近年来收益情况较稳定; 公司营业外支出为 3.31 亿元, 主要为公司对华东公司贷款担保计提的预计负债 3.30 亿元(贷款担保合计 6.60 亿元)。2018 年, 公司利润总额为 2.82 亿元, 同比增长 12.61%, 受非经常性损益影响较大。

从盈利指标看, 2018 年, 公司总资产收益率和净资产收益率均呈上升趋势, 分别为 4.96%和 6.12%。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。

2019 年 1-3 月, 公司主动缩减低效贸易规模, 实现营业收入 148.21 亿元, 同比增长 6.58%, 利润总额为 0.91 亿元, 同比略有增长, 营业利润率为 1.72%。

跟踪期内, 受缩减低效贸易规模影响, 公司收入规模明显下降, 营业利润率有所上升, 委托理财收益稳定性较好, 华东公司清退产生的减值对公司利润产生一定影响, 整体盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营方面, 2018 年公司经营活动现金

流入为 735.43 亿元，同比下降 26.72%，系贸易规模下降所致；主要为销售商品、提供劳务收到的现金 708.44 亿元；经营活动现金流出为 728.98 亿元，同比下降 27.14%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 701.38 亿元；同期，公司收到、支付的其他与经营活动有关的现金主要是电商平台的流水和保证金。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.46 亿元，同比增长 106.51%。从收入实现质量来看，2018 年，公司现金收入比为 107.03%，较 2017 年略有下降，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入为 68.60 亿元，同比下降 4.82%，其中收回投资收到的现金 66.41 亿元，主要系公司通过兵工财务有限责任公司和中兵投资管理有限责任公司进行的委托理财业务到期；同期，公司投资活动现金流出规模为 50.24 亿元，同比下降 32.53%，其中投资支付的现金 49.93 亿元，主要是委托理财及兵器系统内股权投资，同比下降 32.70%，系 2018 年公司主动降低理财规模，控制理财业务风险所致。2018 年投资活动现金流量净额为 18.36 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入规模为 80.80 亿元，同比下降 20.49%，均为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出规模同比下降 5.82% 至 92.92 亿元，其中偿还债务支付的现金 84.02 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 -12.12 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.34 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -12.61 亿元，其中，投资支付的现金 17.50 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 -4.05 亿元，其中取得借款收到现金 14.40 亿元。同期现金收入比为 125.30%。

跟踪期内，受低效贸易规模缩减影响，公司经营活动产生的现金流入及流出有所下降，经营性净现金流明显上升。投资活动主要为对委托理财的投资。总体看，公司对外融资需求

尚可。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 138.75% 和 123.89%，较上年同期均略有上升。截至 2019 年 3 月底，两项指标分别为 138.93% 和 116.75%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 6.32%，经营性净现金流对短期债务的保障能力较弱。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，货币资金较充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.20 亿元，同比略有下降；EBITDA 利息倍数为 1.76 倍，同比有所提升；同期，公司全部债务/EBITDA 为 13.31 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额为 6.60 亿元，被担保方为华东公司，已计提 3.30 亿元或有负债；对外担保或有负债风险高。

截至 2019 年 3 月底，公司及下属子公司合并获得银行授信额度 368.93 亿元，尚未使用额度 205.62 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 103.77 亿元，同比下降 3.15%。2018 年底，公司流动资产为 78.07 亿元，主要包括货币资金 21.53 亿元、应收票据 11.60 亿元、预付款项 9.81 亿元和一年内到期的非流动资产 18.50 亿元；非流动资产为 25.70 亿元，主要包括可供出售金融资产 10.29 亿元和长期股权投资 9.84 亿元。

截至 2018 年底，母公司负债合计 71.45 亿元，同比略有下降。其中流动负债为 45.92 亿元，主要为短期借款 22.72 亿元和应付票据及应付账款 9.16 亿元；母公司非流动负债为 25.53 亿元，主要为长期借款 16.60 亿元和应付债券 5.00 亿元。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 32.32 亿元，其构成主要包括 21.73 亿元实收资本，

3.57 亿元资本公积和 5.73 亿元未分配利润。

2018 年，母公司营业收入为 255.21 亿元，同比增长 10.55%；期间费用合计 4.14 亿元，占营业收入比重为 1.62%，期间费用控制良好。2018 年，母公司利润总额为 0.80 亿元，其中，投资收益为 2.55 亿元，主要为委托理财收益，稳定性较好；营业外支出为 3.30 亿元，系对外担保预提损失。母公司整体盈利能力一般，受非经常性损益影响较大。2019 年 1-3 月，母公司营业收入 56.47 亿元，利润总额为 0.25 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金流入及流出分别为 273.41 亿元和 266.07 亿元，经营性净现金流为 7.34 亿元。同期，母公司投资活动现金流入及流出以委托理财为主，分别为 78.88 亿元和 62.55 亿元，投资活动现金净流入规模为 16.36 亿元。母公司筹资活动现金流入及流出主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金，2018 年筹资活动产生的现金流量净额为 -14.40 亿元。整体看，母公司收入实现能力尚可。

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 2019 年 7 月 19 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很强。

十、存续期内债券偿还能力分析

目前，公司存续期债券包括“16 兵工物资 MTN001”和“17 兵工物资 MTN001”，合计发行规模为 10.00 亿元；均将于一年内到期。

截至 2018 年底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的 6.58 倍。2018 年，公司

EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为存续期债券余额的 0.72 倍、73.54 倍和 0.65 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强；经营活动现金流入量对存续期内债券的保障程度很强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：倍）

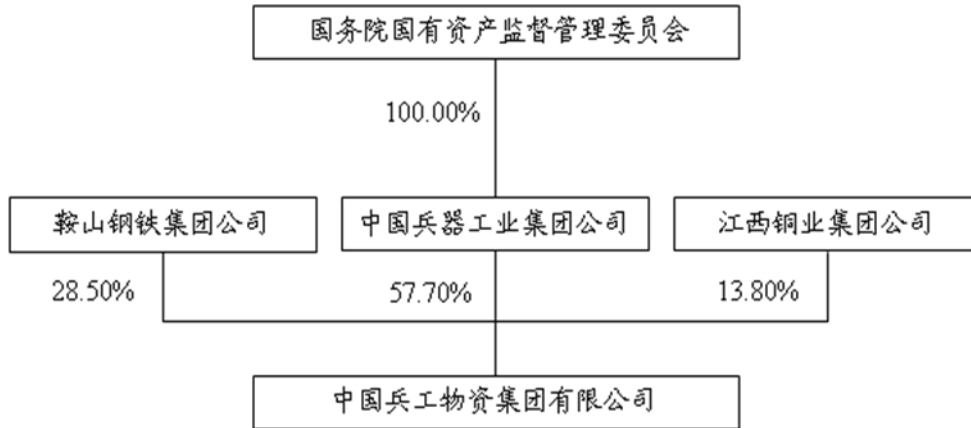
项目	2018 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	6.58
经营活动现金流入量/应付债券余额	73.54
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.65
EBITDA/应付债券余额	0.72

资料来源：联合资信整理

十一、结论

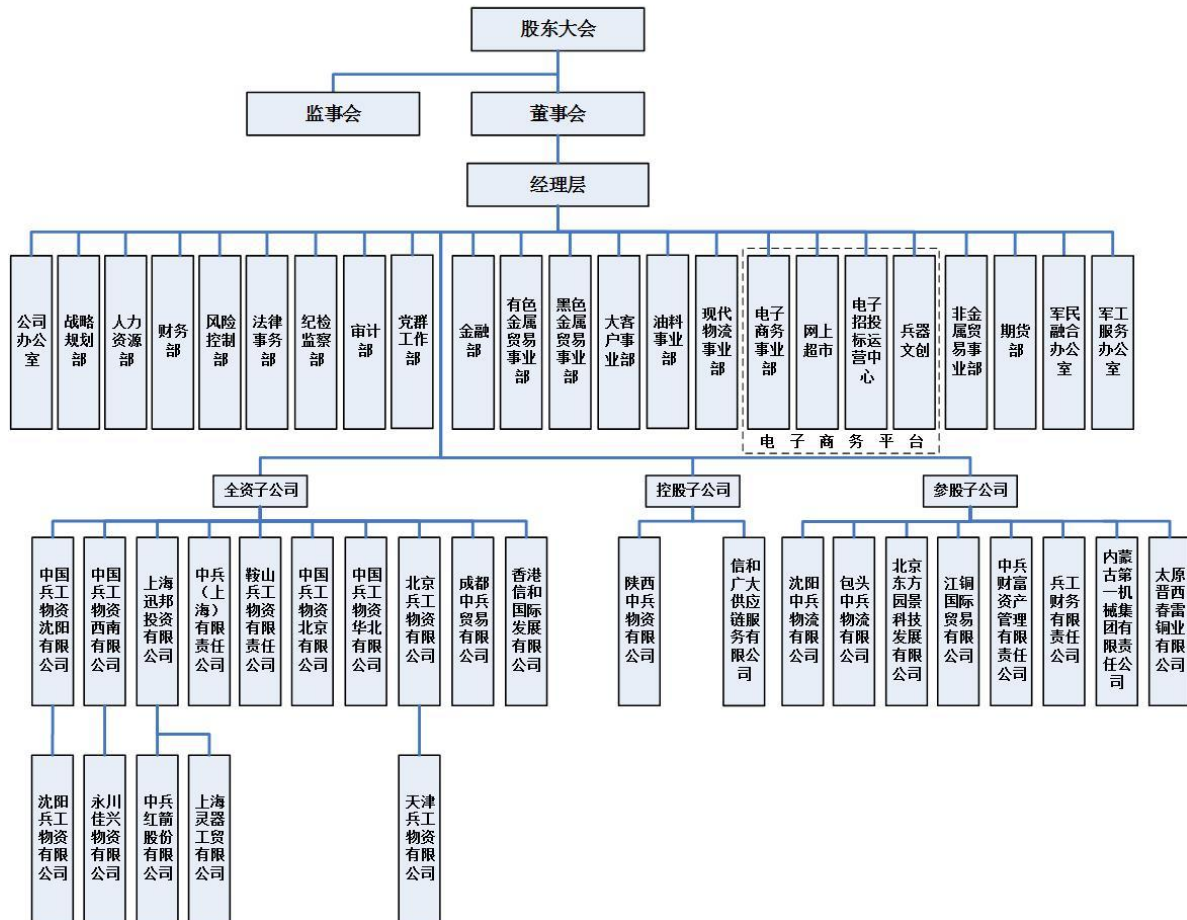
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“16 兵工物资 MTN001”和“17 兵工物资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图

中国兵工物资集团有限公司组织机构图



附件2 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.36	55.79	65.82	61.50
资产总额(亿元)	164.22	167.54	163.68	183.81
所有者权益(亿元)	32.11	33.33	34.92	35.25
短期债务(亿元)	76.14	74.54	74.10	81.40
长期债务(亿元)	16.01	26.04	21.69	27.09
全部债务(亿元)	92.15	100.58	95.79	108.48
营业收入(亿元)	904.56	872.40	661.91	148.21
利润总额(亿元)	1.67	2.50	2.82	0.91
EBITDA(亿元)	5.17	7.46	7.20	--
经营性净现金流(亿元)	6.40	3.13	6.46	6.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	60.60	42.57	27.26	--
存货周转次数(次)	52.48	51.64	40.75	--
总资产周转次数(次)	5.27	5.26	4.00	--
现金收入比(%)	112.18	112.95	107.03	125.30
营业利润率(%)	0.91	1.08	2.03	1.72
总资本收益率(%)	3.70	4.90	4.96	--
净资产收益率(%)	4.37	5.87	6.12	--
长期债务资本化比率(%)	33.27	43.86	38.31	43.45
全部债务资本化比率(%)	74.16	75.11	73.29	75.48
资产负债率(%)	80.44	80.11	78.67	80.82
流动比率(%)	124.52	136.67	138.75	138.93
速动比率(%)	109.86	121.03	123.89	116.75
经营现金流动负债比(%)	5.60	2.94	6.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.62	1.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.83	13.48	13.31	--

注：公司2019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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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