

信用等级公告

联合〔2019〕1899号

中国机械工业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国机械工业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

中国机械工业集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国机械工业集团有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国机械工业集团有限公司

公开发行 2019 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 200 亿元（含 200 亿元）

债券期限：不超过 10 年（含 10 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 7 月 24 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	3,539.79	3,817.61	3,944.39	4,004.62
所有者权益（亿元）	1,122.59	1,216.70	1,285.65	1,313.95
长期债务（亿元）	347.33	367.15	378.86	--
全部债务（亿元）	876.58	974.50	1,051.71	--
营业总收入（亿元）	2,567.99	2,892.24	3,004.65	674.70
净利润（亿元）	80.08	81.75	67.28	17.77
EBITDA（亿元）	193.87	195.75	187.49	--
经营性净现金流（亿元）	186.67	-18.31	126.96	--
营业利润率（%）	11.54	11.58	11.04	11.91
净资产收益率（%）	8.39	6.99	5.38	1.37
资产负债率（%）	68.29	68.13	67.41	67.19
全部债务资本化比率（%）	43.85	44.47	45.00	--
流动比率（%）	1.24	1.23	1.25	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.20	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.42	4.76	3.80	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.97	0.98	0.94	--

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；2、除特别说明外，均指人民币；3、2019 年一季度资产负债表、利润表未经审计，相关财务指标未年化，公司未提供 2019 年一季度现金流量表，2019 年一季度债务指标未计算；4、其他流动负债、长期应付款中付息项已分别调整至短期债务和长期债务指标核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国机械工业集团有限公司（以下简称“公司”或“国机集团”）的评级反映了公司作为国资委直接管理的大型中央企业之一，在工程承包方面具备较强的国际竞争力，是国内最大的机械工业企业和大型汽车经销商，其在企业规模、行业地位、经营实力、技术水平、政府资源和融资能力等方面具有突出竞争优势。近年来，公司资本实力强、资产和收入规模持续增长。同时，联合评级也关注到公司主营业务受宏观经济影响较大、海外业务面临地缘政治和汇率风险、短期债务规模大以及资产减值损失规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司与中国恒天集团有限公司重组完成，以及全球经济复苏，公司综合实力有望得到进一步提升。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状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司作为一家多元化、国际化的综合性装备工业集团，经营区域覆盖 170 多个国家和地区，在工程承包、机械装备制造、汽车贸易和服务行业都居于国内领先地位，具备较强的市场开拓能力和很强的竞争力。

2. 公司拥有良好的科研环境和充足的科研人才，研发投入规模较大，在机械方面的研制技术处于国内领先水平。

3. 公司作为国资委直接管理的大型央企，在对外工程承包项目的获取、财政补助等方面得到了政府及有关部门的大力支持。

关注

1. 近年来全球宏观经济增速放缓，公司工程成套业务和装备制造业务受到一定冲击，市场竞争加剧，行业利润率下降。

2. 公司国际业务规模较大，业务所在地区较为分散，且有业务分布在政局不稳定国家，面临着一定的地缘政治风险和汇率风险。

3. 公司短期债务规模大，债务结构有待调整；存货和应收账款规模较大，对其运营资金形成一定占用；期间费用和资产减值损失对利润存在侵蚀。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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 12 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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：

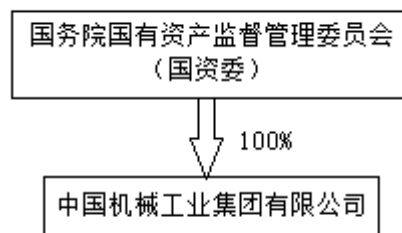


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国机械工业集团有限公司（以下简称“公司”或“国机集团”）前身系成立于 1997 年 1 月的中国机械装备（集团）公司，是经国务院同意、原国家经贸委批准，在原机械工业部所属全资、控股 29 家子公司基础上，吸收部分机械行业重点骨干企业组建而成的大型国有独资企业。公司由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直接管理，初始注册资本 38.00 亿元。2009 年 4 月，国资委依据国资改组〔2009〕273 号文《关于中国机械工业集团有限公司章程的批复》同意公司名称变更为现名。2013 年 7 月 17 日，经国务院批准，国资委正式下发通知，同意中国第二重型机械集团公司（以下简称“二重集团”）与公司实施联合重组，二重集团整体产权无偿划入国机集团，作为重组后新集团的全资子公司。2016 年，根据财政部〔2016〕18 号文件的通知，十二届全国人民代表大会第四次会议审查通过的 2016 年中央国有资本经营预算，下达给公司中央国有资本经营预算 19.00 亿元，增加国家资本金。2017 年 6 月 30 日，根据国务院国有资产监督管理委员会签发的《关于中国机械工业集团与中国恒天集团有限公司重组的通知》（国资发改革〔2017〕104 号），公司与中国恒天集团有限公司（以下简称“中国恒天”）实施重组，中国恒天整体无偿划入公司，成为公司全资子公司。截至 2018 年底，公司注册资本 260.00 亿元，实际控制人为国务院国资委。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：对外派遣境外工程所需的劳务人员；国内外大型成套设备及工程项目的承包，组织本行业重大技术装备的研制、开发和科研产品的生产、销售；汽车、小轿车及汽车零部件的销售；承包境外工程和境内国际招标工程；进出口业务；出国（境）举办经济贸易展会；组织国内企业出国（境）参、办展。

截至 2018 年底，公司总部设办公厅、战略投资部、人力资源部、资产财务部、审计与法律风控部等 12 个职能部门；公司纳入合并范围内 2 级子公司 52 家；公司合并范围中包括 13 家上市公司，分别为国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”，股票代码：600335.SH）、洛阳轴研科技股份有限公司（以下简称“轴研科技”，股票代码：002046.SZ）、中工国际工程股份有限公司（以下简称“中工国际”，股票代码：002051.SZ）、中国机械设备工程股份有限公司（以下简称“中国机械工程”，股票代码：1829.HK）、甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司（以下简称“蓝科高新”，股票代码：601798.SH）、苏美达股份有限公司（以下简称“苏美达”，股票代码：600710.SH）、林海股份有限公司（以下简称“林海股份”，股票代码：600099.SH）、第一拖拉机股份有限公司（以下简称“一拖股份”，股票代码：601038.SH；0038.HK）、国机通用机械科技股份有限公司（以下简称“国机通用”，股票代码：600444.SH）、经纬纺织机械股份有限公司（以下简称“经纬纺机”，股票代码：000666.SZ）、中国恒天立信国际有限公司（以下简称“恒天立信”，股票代码：0641.HK）、恒天凯马股份有限公司

(以下简称“凯马 B”，股票代码：900953.SH)、恒天海龙股份有限公司(以下简称“恒天海龙”，股票代码：000677.SH)；目前共拥有员工 116,232 万人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3,944.39 亿元，负债总额 2,658.74 亿元，所有者权益总额 1,285.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益 674.54 亿元。2018 年公司实现营业总收入 3,004.65 亿元，净利润 67.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 126.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 67.33 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 4,004.62 亿元，负债总额 2,690.67 亿元，所有者权益总额(含少数股东权益) 1,313.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 681.42 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 674.70 亿元，净利润(含少数股东损益) 17.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.20 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区丹棱街 3 号；法定代表人：张晓仑。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国机械工业集团有限公司公开发行 2019 年公司债券(面向合格投资者)”(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)，拟分期发行，每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券期限不超过 10 年(含 10 年)(可续期公司债不受此限制)，为固定利率债券，票面利率由公司的主承销商在国家限定范围内通过市场询价方式确定，本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。

三、行业分析

目前公司核心业务为国内外大型工程项目和设备成套的总承包、机械装备的研发与制造以及商品流通贸易与服务，其中汽车贸易与服务在公司营业收入的占比较高，工程承包与机械装备制造对公司营业利润贡献较大，三个行业均对公司有较大影响。

1. 工程承包行业

(1) 行业概况

工程承包是指具有施工资质的承包者通过与工程项目的项目法人(业主)签订承包合同，负责承建工程项目的过程。该过程中需要对各种生产要素、资源进行组合和转化，围绕项目形成一个主要包括设计和施工两个关键建设过程的建设网络，包括业主、总承包商、分包商、材料供应商、设备供应商、劳务等多个参与主体。从建筑产品策划、方案设计、材料采购、建筑施工安装及装饰装修，到工程竣工、验收移交业主使用的各个环节构成了工程建设的产业链，工程建设对相关上下游产业都起到了明显的拉动和辐射作用。

工程承包涉及多个领域，包括房屋建筑、制造、工业、石化、水务、污水/环保、交通、危险废

物、电力、电信等。近年来国内大型工程承包企业利用自主知识产权和领先技术的竞争优势，不断拓展工程承包业务。工程承包合同可分为总承包、分项承包、分包、转包、劳务承包和设计-施工合同、BOT（建设-经营-转让）等方式，其中工程总承包的最大特点是实现设计-采购-施工的一体化，要求承包商建立健全系统、完善、科学的总承包组织管理体系，减少管理环节，实现资源最佳配置。

工程承包盈利模式主要分为横向相关产业发展和纵向上下游产业延伸两种，前者包括设计、施工、监理、运营等部分，后者包括房地产开发、水利开发、基础设施建设等领域（见下表）。工程承包商的利润水平主要受工程造价、资金供给、施工技术、工程保修与结算、公司管理等因素影响。

表 1 工程承包行业盈利模式

发展方式	经营模式	盈利模式	特点
横向发展	设计施工总承包	项目的设计和建设费用	承包商承担了工程的全部风险
	施工总承包	项目总承包费用	设计与施工脱节，会引起较多的设计变更，增加建设成本
	PM（Project Management）	咨询管理服务费	不实际参与设计和施工活动
	CM 模式，提供有条件的“边设计，边施工”	通常采用成本加利润方式	CM 单位的工作重点是协调设计与施工的关系，以及对分包商和施工现场进行管理，可以承担部分零星工程的施工
纵向发展	多种经营模式	项目开发和运营	业务涉及产业的上下游，覆盖面广，操作比较复杂

资料来源：中国产业信息中心

对外工程承包

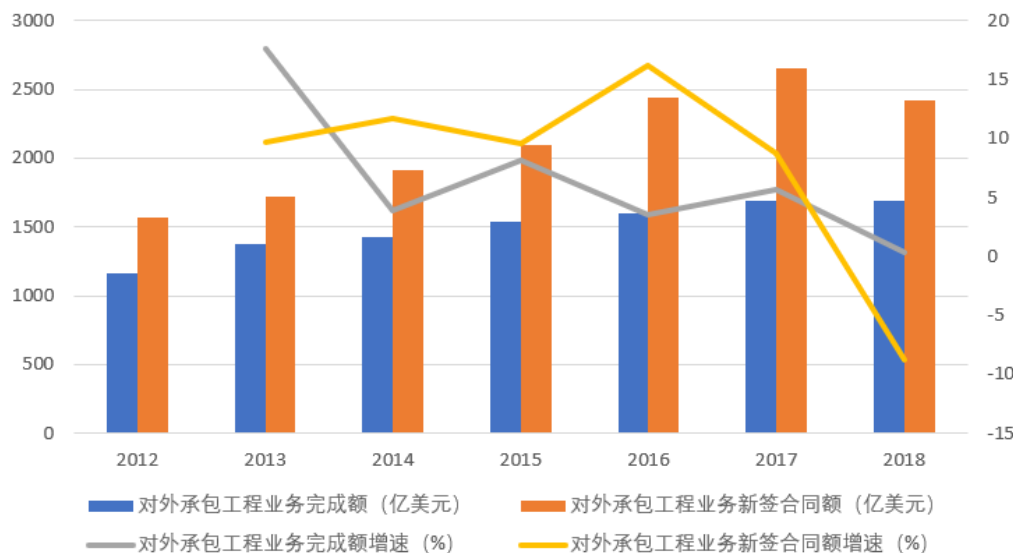
对外工程承包是一种综合性的国际经济合作方式，属于国际技术贸易和国际劳务合作。在全球化进程日益加快的背景下，对外工程承包市场逐渐扩大，无论是发达国家还是发展中国家，都有越来越多的工程项目向境内外建筑施工企业开放，在更大范围内实现资源的优化配置。

中国对外工程承包按工程资金给付方式不同主要分为以下三类：一是国际投标项目，工程承包企业通过参加竞争性国际投标，中标后承揽相关工程项目，由招标方根据工程进度给付工程款项；二是对外援助项目，中国政府先与受援国政府签署对外援助框架协议，由商务部对外发布有限邀标函，依据投标方的报价、施工资质、实力、信誉及技术等因素确定中标的施工单位，投标结束后由中标企业签署总承包合同并组织实施项目工程，商务部按工程进度给付工程款项；三是对外优惠贷款项目，借款国政府根据发展计划和战略向中国政府或中国进出口银行提出备选项目，并提交有关申请资料，中国进出口银行对受理项目进行评估审查，并将评选结果报送中国政府主管部门（商务部）审核，项目审核通过后由中国政府和借款国政府签署政府间优惠贷款框架协议，同时中国进出口银行与借款人签署项目优惠贷款协议，贷款条件与框架协议一致，借款人按贷款协议规定向中国进出口银行提交有关单据，申请提款，中国进出口银行审核同意后将贷款按工程进度拨付至中方执行机构账户。

2015 年以来，“一带一路”经济发展战略给我国对外工程承包商带来了巨大的机遇，我国对外承包工程业务完成额和新签合同额整体呈增长态势；但因新兴经济体增速放缓、国际经济政治逆全球化倾向的抬头，2018 年我国对外承包工程业务量有所回落。2016 年，我国对外承包工程业务完成营业额 10,589.20 亿元人民币（折合 1,594.20 亿美元），同比增长 3.5%，新签合同额 16,207.90 亿元人民币（折合 2,440.10 亿美元），同比增长 16.20%，带动设备材料出口 133.00 亿美元。2016 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同 8,158 份，新签合同额 1,260.30 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.60%，同比增长 36.00%。2017 年，我国企业在“一

带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同 7,212 份，新签合同额 1,443.2 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 54.4%，同比增长 14.5%。2018 年，我国对外承包工程业务完成营业额 1.12 万亿元人民币，同比下降 1.7%（折合 1,690.4 亿美元，同比增长 0.3%），新签合同额 1.6 万亿元人民币，同比下降 10.7%（折合 2,418 亿美元，同比下降 8.8%）。

图 2 近年来我国对外承包工程业务完成额与新签合同额情况（单位：亿美元、%）



资料来源：商务部

从区域市场分布看，亚非市场是我国对外工程承包的主要市场。2018 年，我国企业在“一带一路”沿线对 56 个国家非金融类直接投资 156.4 亿美元，同比增长 8.9%，占同期总额的 13.0%，主要投向新加坡、老挝、越南、印度尼西亚、巴基斯坦、马来西亚、俄罗斯、柬埔寨、泰国和阿联酋等国家。对外承包工程方面，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同 7721 份，新签合同额 1,257.8 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 52.0%，同比下降 12.8%；完成营业额 893.3 亿美元，占同期总额的 52.8%，同比增长 4.4%。在亚非拉地区，我国在技术、管理上具备一定优势。而由于欧美地区市场化程度较高，市场比较稳定，对承包商的综合实力要求高，我国承包商相比于老牌欧美国际承包商除了在劳动力数量与价格上有优势外，在技术、管理、资金等其他方面尚处于劣势，短时期内难以大范围打开欧美市场。

近年来，中国对外工程承包采用的承包模式也日趋多样化，采取 EPC（设计-采购-施工）承包模式的项目越来越多，BOT（建设-经营-转让）和 PPP 公私合营等带有投融资性质的承包模式也开始被广泛采用，设计咨询类业务新签合同额大幅增长。中国企业已经成为国际承包工程市场上的重要力量。

总体看，工程承包模式多种多样，以工程总承包模式最为复杂。我国对外工程承包存着独特的对外援助型和对外优惠贷款型工程承包，主要集中在亚非拉国家，近年来业务总体增长趋势明显，但 2018 年有所回落。

（2）行业竞争

工程承包行业存在企业资质、资金、技术人才、从业经验等多重壁垒。第一，政府对施工企业资质等级的评定，直接影响施工企业的市场进入，形成了各级建筑市场的资质壁垒。第二，作为工程总承包商，工程交付前的各个环节都需要企业较大金额的资金垫付，要求企业必须具备一定的规

模、资金实力及融资能力。第三，由于工程承包管理难度大，工程造价和施工质量直接影响公司的利润水平，企业内部管理和施工队伍的综合素质重要性越发提高。第四，由于大型工程建筑项目建成后的运行必须是高度安全甚至是零缺陷的，工程施工企业以往的业绩经验是业主重点关注的对象，这限制了新企业的进入以及其他领域企业的进入。

在国际招投标项目中，欧美日大型承包企业占据了大部分高端市场，我国承包企业在管理水平和利润较高的融资及前期规划阶段缺乏竞争优势。此外，区域和国别市场的特殊规范和运行机制，也构成我国企业的进入障碍。现阶段，我国承包企业在国际工程承包高端市场中竞争实力较弱。

对外援助和优惠贷款建设项目是我国政府加强同第三世界国家联系、争取国际支持的重要方式，政治色彩较浓，长期以来由国家统一计划安排。在这类项目实施过程中，国内承包企业之间只存在有限的竞争，其中央企凭借较强的综合实力和股东背景，在对外援助和优惠贷款项目中占有一定竞争优势，而一些地方优秀承包企业，借助灵活的市场应变能力和过硬的施工质量，在特定项目中也具备比较竞争优势。

目前，我国对外工程承包行业市场集中度一般，2018 年对外承包工程完成营业额前 10 家企业的完成营业额合计占比 33.91%，大型企业集团具备竞争优势，业务规模较大（见下表）。

表 2 2018 年我国对外承包工程业务完成营业额前 10 家企业（单位：亿美元）

排名	企业名称	完成营业额
1	华为技术有限公司	135.28
2	中国建筑工程总公司	117.66
3	中国港湾工程有限公司	56.42
4	中国水电建设集团国际工程有限公司	52.69
5	中国交通建设股份有限公司	43.44
6	中国铁建股份有限公司	38.05
7	中国路桥工程有限责任公司	35.68
8	中国机械设备工程股份有限公司	30.61
9	中国葛洲坝集团股份有限公司	28.48
10	中国冶金科工集团有限公司	28.48

资料来源：商务部

总体看，工程承包行业存在多重进入壁垒，市场集中度一般，大型承包商具有竞争优势。

（3）行业关注

流动资金压力大，考验承包商的资金实力和融资能力

建筑行业具有高流动高负债运营的特点，工程建设周期决定了垫资施工现象较为普遍。工程承包企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担，而国际间结算时滞、原材料远洋运输等因素则进一步加剧了对外工程承包企业的资金流动压力。PMC（项目管理服务）和 EPC（设计-采购-施工）等交钥匙工程模式，以及 BOT（建设-运营-转移）等带资承包方式已经成为国际大型项目工程承包的发展趋势。单纯的工程施工业务利润逐渐降低，利润重心向产业链前端和后端转移。因此，承包商的企业规模、资金实力和融资能力已经成为决定其承揽项目实力的核心因素。

相同资质的施工企业之间竞争激烈，获得工程难度较大

具有相同资质的施工企业之间竞争激烈，企业获得工程的难度较大。在欧美对外工程承包市场上，中国承包商只在劳动力数量和价格方面具有较强优势，在利润率较高的前期规划和融资环节缺乏竞争力，通常只能分包部分项目，暂时难以打开欧美市场。

对外工程承包项目所在国政治经济风险

受各国经济不均衡的影响，业主方对不同工程项目存在不同的偏好和周期性需求。相比于国内项目，对外工程承包项目的风险更加难以预期，不确定性较大。目前，我国对外工程承包项目主要集中在亚非拉地区，部分项目所在国存在政局不稳、偶发局部冲突等政治风险。当地法律架构、文化背景的差异，加大了企业相应的经营管理难度。此外，汇率波动和贸易保护主义进一步使经济风险复杂化。

总体看，工程承包商资金链较紧张，项目获取难度较大，对外工程承包商面临政治和汇率风险。

（4）未来发展

当前，国际工程承包行业面临较为有利的发展局面。国家提出的贯穿欧亚大陆，涉及约 65 个国家、44 亿人口、21 万亿美元年生产总值的“一带一路”倡议，给我国对外工程承包商带来了巨大的机遇。为刺激经济增长，许多国家加大了对基础设施的投资力度，发达国家投入更多资源进行基础设施更新和绿色能源建设，发展中国家不断加速城市化进程，使互联互通、清洁能源和城市化建设成为重点发展领域，尤其是公路、港口、机场、铁路等交通物流网络建设需求旺盛，为国际工程承包市场提供了较大的潜力。

总体看，“一带一路”发展战略为我国的对外工程承包企业开拓了巨大的市场空间。

2. 机械装备制造行业

（1）行业概况

机械装备制造业是国民经济的支柱产业之一，是制造业的核心组成部分，是国民经济发展尤其是工业发展的基础，其发展水平是衡量一个国家工业化程度的重要标志，主要产品种类包括农业机械、工程机械、电工电器、仪器仪表等。机械装备制造业具有资本密集、技术密集和劳动力密集的特点。2018 年，在复杂多变的形势下，中国机械工业经济运行总体保持在合理区间，但稳中有缓。根据中国机械工业联合会发布的数据，2018 年机械工业增加值同比增长 6.3%，预计 2019 年全年中国机械工业增加值约 6.5%。2018 年中国机械工业实现主营业务收入同比增长 6.05%，实现利润总额同比增长 2.18%。其中，汽车行业实现利润同比下降 4.67%，占机械行业利润比重 42.86%，同比下降 3.08 个百分点。2018 年全国机电产品出口 14,607.25 亿美元、进口 9,655.61 亿美元，同比分别增长 10.6%和 13.0%。重点监测的 120 种主要产品中，产量同比增长的产品有 56 种，占比 46.67%；产量同比下降的产品达 64 种，占比 53.34%。其中，汽车产销量比上年同期分别下降 4.16%和 2.76%。

工程机械方面，工程机械行业发展的动力主要来自于固定资产投资，从长期看与固定资产投资具有很强的正相关性。2018 年以来，我国经济增速下滑，基础设施建设投资增速低于去年同期；房地产投资增速稳定；煤炭、铁矿石、水泥行业景气度偏弱。虽然下游行业景气度有所下降，但因工程机械产品存量巨大，2017 年以来，随着更新需求的体现，我国工程机械行业各产品销量仍维持增长趋势。2018 年，全国挖掘机销量达到 203,420 台，同比增长 44.99%；装载机销量达到 108,021 台，同比增长 20.75%；汽车起重机销量达到 32,318 台，同比增长 58.48%；推土机销量达到 7,600 台，同比增长 33.17%；压路机销量达到 18,376 台，同比增长 5.48%。

农业机械方面，农业机械包括了农用动力机械、农田建设机械、土壤耕作机械、种植和施肥机械、植物保护机械、农田排灌机械、作物收获机械、农产品加工机械、畜牧业机械和农业运输机械等。农业机械的需求具有很强的差异性和层次性，我国农村市场大致分为东部沿海、中部平原、西部内陆三层阶梯市场，不同阶梯农民在消费心理、消费结构上有所不同，区域经济、农民自身收入和地形等因素均会导致对农业机械的不同需求。根据农业部统计数据，2016~2018 年，中央财政投入

农机购置补贴资金逐年减少，分别为 228.00 亿元、186.00 亿元和 174.00 亿元。受中央农机补贴减少影响，2016~2018 年，我国农业机械总动力波动下降，分别为 11.44 亿千瓦、近 10.00 亿千瓦和 10.00 亿千瓦时；我国农用农业机械景气度也有所下降。据国家统计局统计，2018 年，全行业营业收入为 2,601.32 亿元，增幅为 1.67%，农机行业规模以上企业利润大幅下降 15.76%，处于负增长状态。从产量角度来看，2018 年，我国骨干企业拖拉机产量持续下滑。其中大中型拖拉机产量 17.98 万台，同比下降 20.79%；小四轮拖拉机产量 3.69 万台，同比下降 79.14%；手扶拖拉机生产 7.23 万台，同比下降 21.21%。

总体看，机械装备制造业下细分子行业较多，近年来工程机械行业景气度较高，农业机械行业增速明显下滑。

（2）行业竞争

目前，我国机械工业基本走完了依靠成本优势获得市场份额的快速增长阶段，面临着竞争优势转型的历史转折点。

在按产业链环节分工的国际生产网络中，中国已成为世界最大的加工组装基地，机械产品国际市场占有率一路快速增长，是世界性的机械大国。然而，在反映贸易平衡和相对优势的其他竞争力指标方面，我国离机械强国还有较大差距。随着我国劳动力成本的增长，过去我国机械工业的成本优势在减弱，未来机械工业的发展需要依靠技术进步推动往高性能、集成化、智能化、信息化方向推进，科研技术实力将成为机械工业企业的核心竞争优势。

从国内市场看，在工程机械方面，目前形成了国有、外资、民企三足鼎立的格局。以中联、厦工、徐工为代表的国有企业，凭借丰富的行业经验、多元化的产品群和主导产品市场占有率高等优势实现了经营规模和市场影响力的较大发展；以美国卡特彼勒、日本小松、瑞典沃尔沃、德国利勃海尔等为代表的外资企业凭借资金、技术、品牌优势在国内工程机械高端产品上占据主导地位；以中国三一重工、龙工控股为代表的民营企业，依靠产权清晰、机制灵活和特有的管理模式成为了行业的新生力量，市场竞争力快速增强。同时，一批规模较小和技术薄弱的企业则面临被淘汰的局面，行业集中度呈提升趋势。

农业机械方面，我国约 70%以上的高端农业加工设备和大型农业机械装备依赖进口，与欧美发达国家相比，我国农机工业产品的总体技术水平还比较低。由于我国分散经营的土地形成了不同的种植模式、种植品种和管理办法，实际上制约了大规模的机械作业。目前，我国已是世界第二大农业装备制造国，现有的农机企业近万家，但其中具备创新与研究能力的企业不到 200 家。我国农业机械行业集中度很低，小企业多，规模以上企业少。农业机械总量大，但小型机械多，大中型机械少。我国农业机械行业著名品牌包括东方红、神牛、江苏清拖、黄海金马、鲁中、时风等。

总体看，机械装备制造行业企业的核心优势将从成本优势转变为科研技术实力；我国机械装备制造行业集中度不高，但呈提升趋势。

（3）行业关注

周期性较强，受固定资产投资、房地产等因素影响较大

机械装备中与房地产、煤炭、钢铁等投资相关的产品周期性较强，受宏观经济波动的影响较大，近年来在经济下行的压力下，增幅明显放缓。以工程机械为例，国内固定资产投资的增长率在很大程度决定了国内对工程机械产品的需求，与房地产建设相关的品种如桩工机械、混凝土机械等则受房地产开发投资增速的影响较大。

关键零部件的制造技术较落后

以工程机械为例，当其发展到一定阶段后，行业高技术的研究将主要聚集在发动机、液压、传

动装置等关键零部件上，目前这些零部件基本依赖进口国外品牌，导致工程机械行业约 70% 利润被进口厂商掠夺，我国工程机械传动部件的研发水平、研发手段与国际先进水平比较落后约 30 年。在全球零部件供应紧张时，国内企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面，制约了行业的快速发展。

装备制造科研周期长、投入大

目前我国机械装备市场上，以技术含量较低的中小型机械为主，大型机械较为缺乏。为了突破核心技术、发展高端装备，以国有企业为主的大型机械工业企业大规模投入装备制造的科研创新。然而，科研创新的周期长、投入大、对人才的要求高，需要依赖国家的政策支持和财政补贴。

排放标准日趋严格，部分农机企业面临转换难题

根据政策规定，2016 年 4 月 1 日起主机厂不得生产和销售装备“国二”标准的发动机，这对农机企业及其配套的发动机企业造成了较大压力，这样的时间限制和执行标准对企业销售计划的制定以及“国二”机型库存的解决带来了很大挑战。由排放标准的切换随之而来的是将停止对“国二”的补贴，改为对“国三”补贴。这就导致在切换时点之前，企业生产的“国三”机型没有补贴，但为应对即将而来的转变，企业不得不停止生产“国二”，使得企业补贴收入下降，令转换期变得更加困难。

总体看，机械装备制造行业属周期性行业，受宏观经济影响较大；国内企业以中低端机械制造为主，整体技术水平较低，关键零部件较依赖进口。

（4）未来发展

随着我国经济发展进入新常态，机械工业增速明显下滑，目前我国机械工业正处于速度换挡、结构调整和发展方式转换的时机，面临着转型升级的难题。我国机械工业无法再依靠生产中低端产品实现快速发展，也不能长期依靠扩大规模和牺牲环境资源为代价追求发展的速度和总量。未来我国机械工业需要把结构调整作为重点，推进解决产能过剩问题，增强自主研发能力，争取核心技术和关键零部件不再受制于人，以智能制造为主攻方向，促进产业迈向中高端。

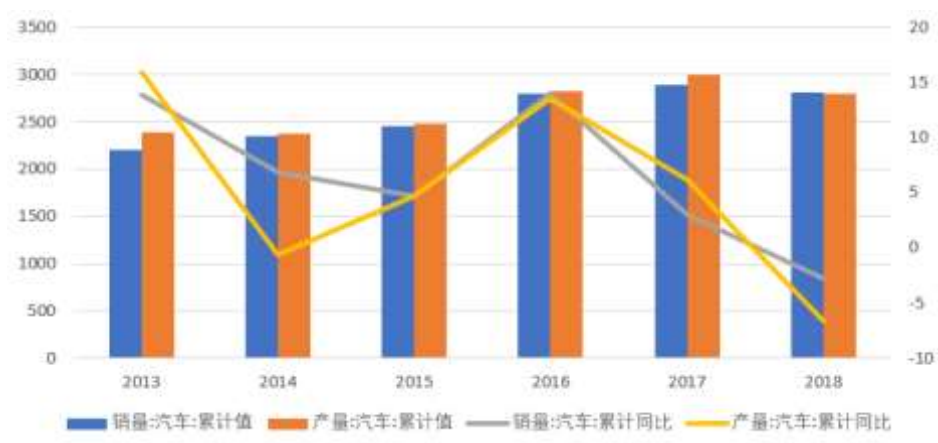
总体看，我国机械装备制造行业目前面临转型升级，未来需要增强自主研发能力，从低端向中高端发展。

3. 汽车贸易与服务行业

目前我国汽车贸易行业企业数量多、规模小，行业集中度较低，以 4S 专卖店为主要经营模式，行业竞争较激烈。

从汽车产销量来看，2013 年，随着市场新增购车和换购需求的释放，使得汽车行业迎来恢复性增长，汽车产销量分别同比增长 14.76% 和 13.87%；2014 年，随着我国宏观经济增速放缓、汽车限购限行政策的推广，汽车行业增速也随之下滑，2015 年产销量增长率分别为 4.68% 和 3.25%；2016 年，受供给侧改革，产品结构调整和购置税优惠政策等因素影响，汽车产销量大幅增长，汽车产销量分别为 2,811.9 万辆和 2,802.8 万辆，分别同比增长 14.50% 和 13.70%，增速分别较上年提升 11.2 个百分点和 9.0 个百分点。2017 年，受经济下行压力持续以及 2015 年 10 月以来实施的购置税优惠政策提前透支了一部分汽车消费影响，中国汽车行业增速较 2016 年有所减慢。据中国汽车工业协会统计，2017 年中国汽车产销分别为 2,994.20 万辆和 2,887.89 万辆，同比增长 6.20% 和 3.04%，增速比上年同期下降 8.3 个百分点和 10.66 个百分点。2018 年，中国汽车产销分别完成 2,780.9 万辆和 2,808.1 万辆，同比分别下降 4.2% 和 2.8%，这是自 1990 年以来出现的首次负增长。中汽协预测 2019 年中国汽车市场零增长。

图3 近年来我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会

但我国汽车消费更新替代潜在需求仍然较大，汽车产业中长期仍有广阔的发展空间。与此同时，新能源、智能化技术的大力推动，外商投资取消股比限制和《汽车产业投资管理规定》等一系列重磅政策的出台，影响着汽车产业经历前所未有的变革。2018年汽车进口量为110.8万辆，同比下滑8.8%。2018年汽车整车进口关税降至15%，未来，税率还有进一步下调的空间。进口博览会的顺利召开、中美贸易摩擦中中方所展现姿态，彰显我国政府进一步扩大开放的决心和信心。关税下降有利于汽车进口，但另一方面，国家排放的高要求和国产汽车的持续升级也将制约汽车的进口。2019及2020年，国六排放标准的实施将是影响汽车进口规模的主要因素。2018年全年新能源汽车销量125.6万辆，增长61.7%，成为中国汽车市场的最大亮点。新能源汽车市场正由政策主导向政策与市场共同驱动转变，市场因素的推动作用越来越大，预计2020年将完成200万辆产销量的目标。新能源汽车的发展及其所引起的汽车产品更新，将给汽车贸易与服务带来一定的机会

我国汽车贸易与服务行业存在以下值得关注的问题：

限购、限行城市增多，对汽车经销行业发展产生冲击

近年来，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。

前期资本投入大，资金链紧张，对经销商形成融资能力要求

由于土地成本较高，经销商前期建设4S店的资本投入较大，前期投资需要一段时间的经营才能收回。此外，汽车经销处于汽车行业下游，实行品牌授权经营模式，上游整车制造商拥有品牌优势，汽车经销商处于相对劣势地位。在汽车采购方面，汽车经销商一般实行预付货款的方式，资金占用较大，对资金需求较大，对资金链顺畅依赖较大。因此，企业规模大、融资能力强的经销商具备竞争优势，行业集中度有望提升。

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

我国汽车贸易与服务行业存在以下发展趋势：

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。

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。2016 年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。

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。

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，汽车贸易与服务行业受宏观经济和限制性政策的影响较大，需求降低、供应商强势挤压经销商利润空间，导致汽车经销行业竞争激烈，迫使经销商进行商业模式的创新；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. 规模与竞争力

公司是一家多元化、国际化的综合性装备工业集团，涉及机械、电力、冶金、农林、交通、建筑、汽车、船舶、轻工、电子、能源、环保、航空航天等国民经济重要产业领域，市场遍布全球 170 多个国家和地区。公司是中央直接管理的国有重要骨干企业，国资委中央企业业绩考核 A 级企业；2018 年，公司列“世界企业 500 强”第 61 位、“全球最大 250 家国际工程承包商”第 25 位、“国际工程设计公司 225 强”第 64 位。

（1）工程承包

公司面向全球市场提供以设备成套、EPC、BOT、BOO 等为主要方式的工程建设服务，内容涵盖工程项目开发及投融资，工程规划、勘察、设计、施工，设备成套、运维管理等的完整产业链。

海外电站工程总承包是公司最具竞争力的工程领域，公司始终占据着中国电站出口第一的位置，出口电站装机容量占中国总出口装机容量的 70%以上，为东南亚、南亚、西亚和非洲等数十个国家和地区提供电站成套设备和电站工程总承包服务，其主要项目包括柬埔寨达岱水电站、威严高达 220KV 变电站、土耳其艾伦 600MW 超临界电站、菲律宾 MARIVELES 2×300MW 燃煤电站等。截

至 2018 年底，公司电力工程项目在手合同总金额为 184.38 亿美元，占境外合同金额比重为 42.6%。

公司占据了国内新增汽车工程建设的主要市场，先后承接了福特、通用、宝马、戴姆勒·克莱斯勒等合资企业的工厂设计、项目管理，以及涂装线、总装线的总承包业务，并为福特、江淮、南汽、长安汽车、中华轿车、中国重汽等汽车制造企业提供技术服务，其经典项目包括北京现代总装项目、沃尔沃成都涂装车间项目、北京奔驰总装生产线等。

除了电力工程和汽车工程，公司在工厂建设工程、物流工程、工程施工等领域也处于市场领先地位，项目涉及众多工程领域（见下表）。

表 3 公司工程承包领域及竞争力

工程领域	竞争力
工厂建设工程	在机电、能源、烟草等行业大型厂房的新建、改扩建工程的规划设计及工艺流程设计领域，拥有雄厚实力和丰富经验，处于市场领先地位，累计完成国家重点工业工程设计咨询项目数百项。
交通运输工程	在缅甸、孟加拉、斯里兰卡、伊朗、菲律宾、越南等国参与或总承包承建了桥梁、铁路、地铁、公路等建设工程。
港口、码头和船舶工程	承担国内众多重大港口、码头工程建设，为缅甸、泰国等国提供船舶、码头建设交钥匙工程。
环境工程	完成了一大批国内外环境工程承包和设备成套项目，包括城市污水处理、垃圾处理工程建设、环境监测以及为高污染工业企业提供配套设施服务等。
通信工程	为孟加拉、尼日利亚等国家通信网改造和广播电视项目提供交钥匙工程。
农业工程	为委内瑞拉、苏丹、菲律宾等国灌溉、泵站、输水、农产品加工等农业工程项目提供成套设备和工程总承包服务。
轻工纺织工程	为缅甸、泰国、印尼、巴基斯坦、古巴、尼日利亚等国众多糖厂、纺织厂、纸板厂等项目提供设计、成套设备和工程总承包服务。
建材工程	为缅甸、越南、印尼、泰国等水泥厂、玻璃厂项目提供设计、设备成套和工程总承包服务。
物流工程	在自动化立体仓库、客运索道、航空物流等工程设计、建设方面处于国内领先水平，为联想、伊利等企业设计建设了现代化仓储系统，为首都国际机场、上海浦东国际机场、广州新白云国际机场等提供了航空物流工程的设计和建设服务。
新能源工程	在太阳能发电和风力发电设备的研发、生产和施工方面形成可观规模，并完成了多项大型新能源工程的建设。
文教、卫生、住宅工程	工程总承包项目日益增多，成绩显著。经典项目如老挝万象亚欧峰会官邸别墅、巴中友谊中心、马里巴马大学、浙江美术馆（获中国建筑工程鲁班奖）等。
工程施工	承担了数千项大中型重点工程建设，是国内最重要的钢结构加工制造和安装企业之一，在二手设备拆迁等方面拥有十分丰富的经验与技术优势。
民用建筑工程设计	为各类民用住宅、商用设施提供勘察、设计、项目管理和工程总承包服务。
工程勘察	岩土工程、综合工程勘察，水文地质勘察，地质灾害防治
工程监理	拥有一大批经验丰富的国家注册监理工程师和项目管理专业人员，为客户提供各类工程的设计监理和建设监理服务，完成了大量国家和地方重大工程的建设监理服务，在业内具有良好的声誉。

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，作为全球极富竞争力的国际工程承包商，公司在电力工程、农业工程、交通运输、冶金矿山、石化通用、轻工纺织、通讯工程、环保工程、建材工程、物流工程等领域累了丰富的工程承包经验，在业内具有广泛的影响力，在亚洲、非洲、南美洲等地的工程市场具有重要地位。

（2）装备研发制造

2018 年，公司位列中国机械工业企业百强第 1 位，也是中国机械工业最大的进出口贸易企业。公司产品众多，包括重型机械、大型铸锻件、核电装备、农业机械、工程机械等多种类型。

公司是中国最大的农机装备研发与制造企业，以“东方红”、“中国收获”、“中农机”等品牌为代表的农机产品享誉世界，其剪羊毛机国内市场占有率排名第一、世界排名前四，全系列小麦收割

机国内市场占有率排名前三，谷物联合收获机械、牧草收获机械、制冰蓄冷设备均在国内市场占有率排名前列。

此外，公司的林业机械、地质装备占有率居国内第一，其大中型发电机励磁装备占据国内新增市场份额 90%以上，是全国最大的小型通用汽油机及摩托车发动机生产基地之一，拥有“东方红”、“林海”、“SUMEC”等知名动力机械品牌，以及“CGE 中装”、“张探”、“重探”、“金三角”等知名地质装备品牌。

总体看，公司在重型机械、农业机械、大型铸锻件、林业机械、地质装备等领域拥有领先的研究能力和系统集成能力，向国内外市场提供了一大批具有重要影响力的技术和装备。

2. 研发制造水平

公司是中国机械工业最重要的科研开发与装备制造企业和国家重大装备国产化基地，拥有原机械工业部 28 家国家一类研究院和 11 家勘察设计院，覆盖了机械工业的主要领域。目前，公司拥有 130 余家国家级研发与服务平台，拥有 120 余家省部级科研与服务平台；其中国家工程（技术）研究中心 9 家，国家重点实验室 6 家，国家工程实验室 5 家，国家企业技术中心 8 家，国家级产业技术创新联盟盟主单位 7 家，国际科技合作基地 4 家，省部级工程（技术）研究中心 53 家，博士后工作站 17 家，国家生产力促进中心 6 家，质检中心 58 家（其中国家级 22 个），全国标准化委员会 58 家；拥有包括院士在内的专业技术人员近 3 万人。

表 4 公司机械装备研发制造水平

机械类型	研发制造水平
重型机械	中国最大的冶金成套设备、锻压设备等重大技术研发和装备制造基地，攻克了几十项成套重大技术装备及关键技术，大批科技成果处于国内领先、达到国际先进水平。
大型铸锻件	现代化大型冶炼、铸造、锻造、热处理、机械加工等装备和设施，完善的检测手段和健全的质量保证体系，可按国际、国内标准生产各种优质铸件、锻件
核电装备	国内最先进的核岛主设备制造能力，1,000MW 核承压设备制造资格许可证，向国内各大主机制造厂提供多个国家重点核电项目锻件，成功研制了国内首支 1,100MW 核电半速转子，攻克了 AP1000 核电主管道核心制造技术的世界性难题，形成了具有自主知识产权的专有技术。
农业机械	国内最完善的拖拉机产品系列和自主知识产权技术，突破了一批支撑产业发展的核心技术和重大装备产品，其各类林果采摘和加工处理机械技术居国内领先地位。
工程机械	在工程机械节能技术、智能化技术和再制造技术等方面取得显著成果，研发制造出一大批世界领先水平的工程机械产品，产品覆盖数十个系列、上百个品种。
石化通用	开发了一系列大型换热器、储罐、石化工程设备以及石化装置安全保障、检测、评价等重大产品与技术，在高效、节能、环境保护等方面具有显著优势，达到国际先进水平，填补了国内空白。
林业机械	突破并完善了刨片机、热磨机、中高密度板/刨花板成套设备等一批新型林业机械技术装备，引领了行业技术发展。
地质装备	众多钻探技术与装备填补了国内空白，在汶川地震救灾、南极科考、国家地热资源开发、大型水电站勘探等方面发挥了重要作用。
电工电站	开发了一批具有较高技术水平的自主品牌产品，包括大型电站励磁装置、大型电气传动设备、电气控制系统、触头元件、电工薄膜及装备等。
仪器仪表	研制了各种精密仪器、传感器、弹性元件、光学器件和仪表材料等技术和产品，突破了一批关键技术，填补了我国测量仪器领域多项空白。
环保设备	研发了具有自主知识产权的烟气、脱硫、干法除尘、处理与回用等环保设备与技术，达到国内领先、国际先进水平，为推动行业节能减排做出了积极贡献。
机械基础件	服务于机械加工、风电、机器人、汽车等多个领域，其特种航天轴承产品为“神六”、“神七”、“天宫”等重大航空航天工程做出了突出贡献。

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司拥有良好的科研环境和充足的科研人才，科研成果丰硕，在机械装备方面的研制技术处于国内行业领先水平。

3. 人员素质

公司现有董事 8 人，监事 6 人，高级管理人员 10 人，均为大学本科及以上学历，从事工程承包、机械装备研发与制造、贸易等行业多年，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长张晓仑先生，2000 年至 2018 年任中国东方电气集团公司董事、副总经理、党组成员；2008 年至 2016 年任中国东方电气集团公司副总经理、党组副书记；2016 年至 2018 年任中国东方电气集团有限公司董事、总经理、党组副书记；2018 年 9 月~2019 年 1 月，任公司董事、总经理、党委副书记；2019 年 1 月 30 日起任公司董事长、党委书记。

截至 2018 年底，公司拥有员工 11.62 万人，从文化程度看，硕士及以上 1.14 万人，占比 9.81%；本科 3.84 万人，占比 33.00%；专科 6.64 万人，占比 57.17%。

总体看，公司管理层具备多年的相关业务经历和企业管理经验，公司本部员工学历水平较高。

4. 政府支持

国家对大型工程承包和成套设备、机电产品进出口业务实行一定程度的专营，从而形成一定的行业进入壁垒。公司下属中国机械工程、中工国际和中国重型机械有限公司等主要子公司均是中国对外工程承包和成套设备进出口贸易的传统优势企业，承担了许多国家大型对外经济合作项目。近年来中国与国际上大多数国家建立并保持了友好外交和紧密的经济合作关系，尤其是加大了对亚洲和非洲发展中国家的投资力度，国家级的工程承包项目数量和规模逐步扩大。这类项目普遍具有投资规模大、建设周期长、附带政府信贷、回款安全稳定的特点。公司在承接这类大型工程承包项目工程方面具有得天独厚的优势和便利。

此外，公司在科研人才和研究资源的获得上也能得到政府有关部门提供的便利。公司是中国出口信用保险公司（中国信保）的重要战略合作伙伴，为公司在出口贸易、国际工程承包、成套设备出口、海外投资等方面提供全方位的出口信用保险支持。

总体看，公司作为国资委直接管理的大型国有企业集团，在对外工程承包项目的获取、政府补助等方面获得了政府及有关部门的大力支持。

五、管理分析

1. 治理结构

公司不设股东会，国资委依照《公司法》、《企业国有资产法》、《监管条例》等法律、行政法规的规定对公司行使出资人职权。

公司设董事会。董事会是公司的决策机构，依法行使《公司法》规定的职权和国资委授予的部分职权，对国资委负责。董事会可由 7~13 名董事组成，目前董事会人数为 8 人，其中 4 人为外部董事（包括 1 名独立董事）、4 人为内部董事（包括 1 名职工董事），除职工董事由职工代表担任、经职工民主选举产生以外，其他董事均由国资委委派。董事会设董事长 1 名，副董事长根据需要设置；董事长由国务院任命。董事每届任期不超过三年，任期届满，依照有关规定和程序可以连任。董事会下设常务委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计与风险管理委员会，可根据需要设立其他专门委员会，为董事会重大决策提供咨询、建议。

公司设监事会。目前监事会人数为 6 人，其中职工监事 4 人。监事会由国资委代表国务院向公司派出，监事会主席由国资委指定，监事会中的职工监事由公司职工代表选举大会选举产生。监事

每届任期不超过三年，任期届满，依照有关规定和程序可以连任，但连任不得超过两届。监事会依据相关法律法规和《公司章程》行使监督职权。

公司设总经理 1 名，设副总经理若干名、财务负责人 1 名。总经理每届任期三年，任期届满可以连聘连任，对董事会负责，落实董事会决议和要求，完成其年度、任期经营业绩考核指标和公司经营计划，是公司安全生产和环境保护第一责任人。

总体看，公司法人治理结构清晰，实际运行情况良好。

2. 管理水平

目前公司总部设办公厅、战略投资部、人力资源部、资产财务部、审计与法律风控部等 12 个职能部门。

公司实行以资本为纽带的母子公司管理体制。公司本部主要负责对外公共事务与内部综合管理，依法对所属子公司的国有资产进行管理，按出资额承担有限责任，享有重大决策、资本收益和选择经营者三项基本权力。随着国有企业改制力度的加大，公司加强了内部控制，补充和完善了《国机集团规章制度汇编》和《国机集团工作流程图汇编》，建立健全了涵盖改革、人事、资产财务、投资、经营、科技、审计、法律、党群和纪检监察等方面的管理制度 110 多项，企业运作较规范。

在子公司领导干部管理方面，对于控股企业中的上市公司或全资、控股企业中建立规范法人治理结构的，且外部董事在董事会中超过半数运行规范的企业，公司本部对董事长、副董事长、董事、监事会主席、监事、总经理提出选派建议，由股东会 and 董事会确认。经公司本部批准，副总经理和财务总监可授权子公司董事会进行选拔、任免，实行任前沟通和任后备案。公司本部对子公司领导干部的任职条件、职数和任期、选拔任用标准做了详细规定，对领导干部进行年度考核评价、任期考核评价、届中考核评价和专项考核评价，建立了严格的激励监督机制和理论学习与业务培训制度，并实行企业领导干部任职回避制度。

在生产经营管理方面，每年年初公司本部与子公司签订经营目标责任书，并按照《国机集团企业经营者经营业绩考核暂行办法》的规定，严格执行考核指标、考核程序，考核结果作为经营者任职期间经营业绩、薪酬发放、领取延期兑现年薪的重要依据。对于大型工程总承包，公司进一步强化了项目经理责任制。

在财务管理方面，公司资产管理部为资金集中结算的管理、监督部门，并向总会计师及总经理办公会汇报；公司授权财务公司进行集团资金集中结算工作的业务操作，呈报公司资金变动分析报告；审计稽查部有权定期或不定期检查财务公司资金运营与经营情况，并向总会计师及总经理办公会汇报。公司实行全面预算管理制度，董事会为预算的最终决策机构，预算管理委员会为预算管理机构，集团预算管理办公室为全面预算管理的工作机构，公司下属二级企业根据国机集团的预算组织架构建立相应的预算管理组织体系。

在投资管理方面，公司及其下属企业的投资项目实行分类分级的归口管理，设立投资审查委员会，各投资归口管理部门牵头组织相关业务归口管理部门和各有关职能部门负责对投资项目进行审核与论证，重大的投资项目提交投资审查委员会进行审查，经审查通过的项目根据投资额大小报请审批决策，并实行投资决策责任制。未经公司特许，所属企业及其子公司均不得从事证券、期货、外汇交易和金融衍生品等高风险投资业务，所属三级企业原则上不允许实施长期股权投资。

在担保管理方面，公司实行“集中管理、分级授权”制，授权金额以外的担保由公司领导以集体表决的方式决定。公司资产管理部为担保事项的归口管理部门，公司总部所有担保事项须经法律事务部协同检查，出口卖方信贷项目担保和项目专项融资担保事项须经经营管理部协同审查。公司

可为下属二级企业的重大进出口项目融资提供信用担保，原则上不提供银行综合授信额度担保，不得向国机集团以外的单位或个人提供担保。

总体看，公司各方面制度建设较为完善并持续改进，管理较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括工程成套、汽车贸易与服务、装备制造、一般贸易和其他服务业五大业务板块。2016~2018 年，公司营业总收入逐年增长，分别为 2,567.99 亿元、2,892.24 亿元和 3,004.65 亿元，年均复合增长 8.17%，主要系工程成套及一般贸易业务收入增加所致；净利润分别为 80.08 亿元、81.75 亿元和 67.28 亿元，2018 年同比下降 17.70%，主要系投资收益下降所致。

2016~2018 年，公司主营业务收入分别为 2,472.30 亿元、2,818.54 亿元和 2,930.61 亿元，占营业总收入比重均在 90%以上，公司主营业务突出。从各板块来看，2016~2018 年，公司工程成套板块收入分别为 567.38 亿元、624.57 亿元和 711.38 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 11.97%，主要系对外承接工程项目增加所致，占主营业务收入比重分别为 22.95%、22.16%和 24.27%；汽车贸易与服务板块收入波动减少，主要系由于国内乘用车市场景气度下降所致，占主营业务收入比重分别为 20.06%、16.79%和 16.88%；装备制造板块收入分别为 229.59 亿元、220.13 亿元和 183.50 亿元，逐年减少，年均复合减少 10.60%，主要系受全球经济深度调整和中国经逐步转型的影响，我国装备制造业发展势头回落所致，该业务板块占主营业务收入的比重分别为 9.29%、7.18%和 6.26%；一般贸易板块收入分别为 706.15 亿元、922.19 亿元和 952.78 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 16.16%，主要系大宗商品价格复苏使得大宗商品贸易活跃所致，占主营业务收入的比重由 2016 年的 28.56% 上升至 2018 年的 32.51%；其他服务业收入分别为 108.68 亿元、172.05 亿元和 177.20 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 27.69%，主要系该板块由科研设计类子公司承担，以单件特殊产品生产为主，营业收入较不稳定所致，占主营业务收入比重分别为 4.40%、6.10%和 6.05%；纺织生产贸易业务收入分别为 188.93 亿元、163.25 亿元和 180.07 亿元，呈波动下降趋势，主要系纺织品贸易行情变化所致，占主营业务收入比重分别为 7.64%、5.79%和 6.14%；公司其他业务收入包括租赁收入、服务费等，规模不大，对收入水平影响较小。

表 5 近三年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	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
汽车贸易与服务	495.96	20.06	5.27	473.26	16.79	4.02	494.75	16.88	5.90
工程成套	567.38	22.95	16.50	624.57	22.16	17.84	711.38	24.27	14.23
装备制造	229.59	9.29	19.19	220.13	7.81	18.18	183.50	6.26	16.26
一般贸易	706.15	28.56	6.46	922.19	32.72	5.36	952.78	32.51	5.54
其他服务业	108.68	4.40	25.76	172.05	6.10	31.57	177.20	6.05	27.46
纺织机械业务	73.77	2.98	18.80	94.01	3.34	23.99	98.08	3.35	23.19
载货汽车业务	33.57	1.36	7.80	66.35	2.35	8.06	60.97	2.08	9.65
纺织生产贸易业务	188.93	7.64	3.78	163.25	5.79	2.31	180.07	6.14	3.23
新纤维材料业务	21.21	0.86	1.65	31.60	1.12	1.44	44.11	1.51	3.61
地产业务	8.01	0.32	24.59	9.08	0.32	21.46	9.72	0.33	27.26
其他	39.05	1.58	18.00	42.05	1.49	69.25	18.05	0.62	85.70
合计	2,472.30	100.00	10.94	2,818.54	100.00	11.97	2,930.61	100.00	10.78

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016~2018 年，公司主营业务综合毛利率分别为 10.94%、11.97%和 10.78%。分板块看，2016~2018 年，工程成套板块毛利率分别为 16.50%、17.84%和 14.23%，波动下降，主要系承接工程项目种类变化所致；汽车贸易与服务板块毛利率分别为 5.27%、4.02%和 5.90%，毛利率水平不高；装备制造板块毛利率分别为 19.19%、18.18%和 16.26%，呈逐年下降趋势，主要系农业机械受补贴等政策影响，需求下降、价格下跌所致；一般贸易业务毛利率基本保持稳定，分别为 6.46%、5.36%和 5.54%；其他服务业务毛利率分别为 25.76%、31.57%和 27.46%，波动幅度较大，主要系承接项目不同所致；纺织生产贸易业务毛利率分别为 3.78%、2.31%和 3.23%；其他业务对毛利率水平影响较小。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 674.70 亿元，较上年同期增长 6.51%；实现净利润（含少数股东损益）17.77 亿元，较上年同期增长 87.83%，主要系投资收益增加及主营业务盈利能力增强所致。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，整体收入规模很大；受宏观经济波动及行业政策影响，综合毛利率水平波动下降。

2. 工程成套业务

工程成套板块收入占公司整体主营业务收入比重较大，业务毛利率较高，为公司核心业务板块。公司工程成套板块运营主体包括中国机械工程、中工国际、中国机械工业建设集团有限公司（以下简称“中国建设”）、中国电力工程有限公司、中国浦发机械工业股份有限公司（以下简称“中国浦发”）等子公司。

（1）业务运营

2016~2018 年，公司工程成套业务收入分别为 567.38 亿元、624.57 亿元和 711.38 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 11.97%；毛利率分别为 16.50%、17.84%和 14.23%，波动下降，主要系主要承接工程项目不同所致。公司工程成套板块下企业较多，随着项目所在地政治市场状况、承包企业议价能力、项目类型等不同，各项目流程均存在一定差异。

结算方面，公司工程成套项目通常按照预付款、进度款、完工付款和质保金四部分收款，一般情况下，预付款比例 25%~30%，进度款 60%分次收取，完工付款 5%~10%，质保金 5%，随着项目不同收款进度不同，具体按照鉴定合同执行，对应每笔付款金额，承包方通常需要开具同等金额预付款保函、履约保函和质保保函。工程成套板块大部分项目在国外，产生大量外汇结算，公司一般是通过远期结售汇，利率掉期等方式锁定一部分汇率风险。

主要子公司运营情况

中国机械工程的前身是成立于 1978 年的中国机械设备进出口总公司，2012 年在香港上市（股票简称：中国机械工程；股票代码：1829.HK）。中国机械工程是以工程承包为核心业务，以贸易、投资、研发以及国际服务为主体的工贸结合、技贸结合的大型国际化综合性企业集团。工程成套方面，中国机械工程拥有 30 多年的工程行业经验，具有提供包括项目前期规划、EPC、融资以及运行维护等一站式定制化工程成套项目解决方案的强大能力，业务遍及亚洲、非洲、欧洲、南美洲等 47 个国家和地区，形成了以电力能源为核心，交通运输、电子通讯等齐头并进的工程承包业务板块布局。在国际贸易领域，中国机械工程是中国机电工业的对外窗口，中国机械工程已经成为 GE、卡特彼勒、利波海尔等世界一流企业的核心供应商。

2016~2018 年，中国机械工程营业收入分别为 210.77 亿元、237.49 亿元和 288.63 亿元，净利润分别为 21.07 亿元、17.11 亿元和 21.32 亿元。2016~2018 年，中国机械工程成套工程业务板块实现

的收入分别为 123.85 亿元、135.55 亿元和 182.81 亿元，呈逐年增长趋势，主要系在“一带一路”国家承包工程项目增加所致；贸易板块 2016~2018 年分别实现收入 73.09 亿元、80.35 亿元和 84.77 亿元，逐年增长，主要系传统市场业绩稳固，新兴市场逐渐形成业务规模所致。

中工国际成立于 2001 年 5 月，并于 2006 年 6 月在深交所成功上市（股票简称：中工国际；股票代码：002051.SZ）。中工国际具有对外工程承包资质和对外援助物资项目 A 级资质，是国家高新技术企业，其核心业务为海外工程承包、投资和贸易，其中工程承包收入占比约 97%。中工国际工程承包业务主要分布在非洲、东南亚及南亚、拉美、中亚及东欧区域，2016~2018 年，中工国际工程承包收入分别为 74.87 亿元、96.12 亿元和 90.78 亿元，年均复合增长 10.11%，2018 年同比减少 5.56%，主要系国际经济形势复杂，部分项目生效滞后所致。2016~2018 年，中工国际营业收入波动减少，分别为 80.66 亿元、109.09 亿元和 101.50 亿元；实现净利润分别为 12.32 亿元、13.62 亿元和 11.79 亿元。

（2）在手合同情况

在手合同方面，截至 2018 年底，公司在手执行工程成套及设计咨询项目总计 7,273 个，较上年减少 47.00%，合同总金额 605.11 亿美元，较上年增长 5.17%；其中境外项目 615 个，合同总金额 432.51 亿美元。尽管境外项目数量相对较少，但海外项目规模普遍较大，公司 70%以上的工程项目收入来自海外。根据合同金额分布情况，金额越大的项目境外占比越高，超过 1 亿美元的项目中，境外项目数量占 73.98%，境外项目总金额占比 86.07%（见下表）。

表 6 截至 2018 年底公司在手执行合同情况（单位：个、亿美元、%）

合同金额	项目情况	全球合计	境外	
			数量	占比
金额不限	项目数	7,273	615	8.46
	总金额	605.11	432.51	71.48
超过 1,000 万美元	项目数	559	246	44.01
	总金额	571.39	429.35	75.15
超过 5,000 万美元	项目数	214	139	64.95
	总金额	491.10	402.12	81.88
超过 1 亿美元	项目数	123	91	73.98
	总金额	425.55	366.27	86.07

资料来源：公司提供

（3）项目分布

项目分布区域方面，公司工程承包主要分部在亚洲、非洲及拉美地区。截至 2018 年底，公司境外项目主要分布在 115 个国家和地区，其中合同金额较大的国家有委内瑞拉、阿根廷、尼日利亚等。公司对外工程承包合同执行地区主要集中在发展中国家，部分国家政局不稳定，公司面临着一定的地缘政治风险。

表 7 截至 2018 年底项目分布情况（单位：亿美元、%）

国别	合同金额	占境外合同总金额的比重
委内瑞拉	39.63	9.16
白俄罗斯	29.67	6.86
安哥拉	29.26	6.77
阿根廷	25.24	5.84
合计	123.80	28.62

资料来源：公司提供

境外项目行业分布方面，公司项目分布在电力、交通、房建等多个行业，其中电力工程为公司传统优势行业，截至 2018 年底，公司电力工程项目合同总金额为 184.38 亿美元，占全部项目合同金额的 42.63%。

表 8 截至 2018 年底公司境外执行合同行业分布情况（单位：亿美元、%）

序号	行业	合同金额	占境外合同总金额的比重
1	电力工程建设	184.38	42.63
2	交通运输建设项目	51.98	12.02
3	房屋建筑项目	37.67	8.71
4	制造加工设施建设项目	8.52	1.97
5	水利建设项目	42.51	9.83
6	通讯工程建设	0.18	--
7	石油化工项目	21.13	4.89
8	工业建设项目	58.01	13.41
9	废水(物)处理项目	2.56	0.59
10	其他	25.57	5.91
合计	--	432.51	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司工程成套业务板块实力雄厚，业务扩展能力较强，业务主要集中在亚洲、非洲及拉美等优势地区；联合评级也关注到，公司业务所在地存在一定的地缘政治风险，同时公司境外业务行业集中度较高。

3. 汽车贸易与服务业务

公司汽车贸易与服务板块主要以中国机械国际合作股份有限公司（以下简称“中机国际”）和国机汽车两家子公司作为经营主体，其中国机汽车收入与利润占比较高，本报告对公司汽车贸易与服务业务的介绍围绕国机汽车展开。

（1）发展概况

国机汽车积极布局汽车全链条服务领域，逐步构建起以进口汽车贸易服务为核心业务，汽车零售、汽车后市场业务为重点拓展业务的全新业务结构。

2016~2018 年，国机汽车营业收入呈逐年减少趋势，分别为 505.85 亿元、502.40 亿元和 442.53 亿元，年均复合减少 6.47%，主要系近年来进口汽车市场出现“去库存”和“国产化”的大背景下，进口车市场的供给和需求出现双降所致；净利润呈波动上升趋势，分别为 5.46 亿元、6.55 亿元和 5.50 亿元。国机汽车营业收入以汽车批发及贸易服务和汽车零售为主。

表 9 近三年国机汽车主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	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
汽车批发及贸易服务	377.68	75.12	5.08	368.55	73.86	4.53	327.06	74.50	4.65
汽车零售	104.15	20.71	5.50	104.79	21.00	5.67	89.23	20.33	5.38
汽车后市场	3.03	0.60	18.37	4.21	0.84	21.67	5.24	1.19	17.69
其他	17.93	3.57	12.53	21.44	4.30	16.12	17.46	3.98	19.76
合计	502.79	100.00	5.51	498.99	100.00	6.93	438.99	100.00	5.55

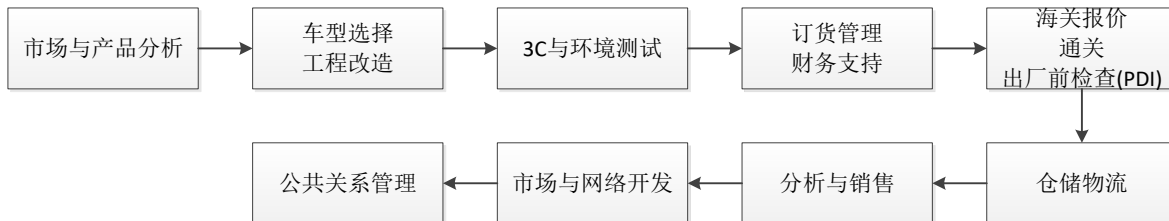
资料来源：公司提供

总体看，受政策和市场影响，公司营业收入有所下滑，毛利率水平稳定。

（2）进口汽车批发及服务业务

进口汽车批发及服务业务是国机汽车的核心业务。国机汽车拥有丰富的专业经验，具备为跨国汽车企业提供市场分析、车型选择、工程改造等全链条贸易服务能力体系，已成为克莱斯勒、进口大众、通用、福特、捷豹路虎等多家知名跨国汽车企业的重要合作伙伴。国机汽车进口汽车服务链条如下图所示：

图 4 国机汽车进口汽车贸易服务链条



资料来源：公司提供

在车辆采购方面，每年初国机汽车与合作汽车厂商签署框架合作协议，确定年度采购方案，厂家根据采购计划安排生产，经销商分月执行采购计划，国机汽车负责车辆采购并销售给国内经销商，或者为其提供进口贸易服务等，采购结算采用“现汇结算+信用证+票据”综合结算方式，进口车辆到港后国机汽车或由报关公司完成报关，根据销售情况安排仓储、物流发货，国机汽车配备一定规模的存货，一般而言整车的采购及销售价格固定，国机汽车采购及销售的自主性较弱。为方便国外汽车采购，国机汽车通常保有一定规模美元借款，在目前人民币兑美元等主要货币波动幅度较大的情况下，国机汽车降低并控制外币借款规模，采取必要的避险措施，进一步加强对汇率风险的预警和研判。

2016~2018 年，国机汽车采购总额分别为 421.47 亿元、492.18 亿元和 396.59 亿元，年均复合减少 3.00%，主要系受到进口车市场整体低迷的影响，进口车批发及服务业务下游不景气所致。国机汽车采购的主要产品为各国外品牌生产的整车，2018 年，国机汽车与跨国汽车厂家捷豹路虎、克莱斯勒、大众、福特等多品牌顺利续签合同，保证了各主要供应商稳定。2016~2018 年，国机汽车向前五大供应商合计采购占比分别为 89.42%、81.69%和 61.49%，国机汽车采购集中度高。

业务开拓方面，国机汽车主要通过市场活动、举办进口汽车高峰论坛、发布行业分析报告等方式开拓客户。当前合作客户均为大型的跨国汽车企业。国机汽车根据订单采购后采用“现金+票据+国内信用证”的结算方式将车辆批售给全国范围内的经销商，受到国内进口车市场“去库存”和“国产化”的影响，近年来高端汽车市场变化对国机汽车业务的影响较大，销售下滑明显。从集中度看，2016~2018 年，国机汽车前五大客户合计销售占 16.15%、19.55%和 25.86%，销售集中度较低，但呈逐年上升趋势。

（3）其他业务

国机汽车其他业务包括汽车零售服务业务、汽车租赁业务、汽车改装业务等。

国机汽车汽车零售业务的车辆采购与车辆生产厂家签署采购合同，直接向厂家采购车辆，根据销售订单安排车辆采购及库存，主要通过控制各项销售费用实现整体成本控制。目前主要由国机汽车旗下 4S 店完成销售，销售结算以现金结算为主。2018 年，国机汽车汽车零售业务继续整合集团化管理体系，加强精细化管理，加大对关键岗位、关键流程的风险防控力度。加快“互联网+零售”

等新业务模式的落地，积极配合新能源汽车建设营销网络。通过厂家授权和兼并收购等多种方式，实现规模扩展。

国机汽车租赁业务以长租业务为核心，当前主要租赁业务包括：整车租赁、与制造商合作租赁、商务车队、以租代售；目前国机汽车租赁业务全部面向企业类客户，由客户向国机汽车提出租赁订单，国机汽车为其提供租赁服务，并按月收取租金，以现金结算为主。国机汽车汽车租赁业务已通过 ISO9001 质量体系认证，位列“汽车租赁服务世界 500 强”，在国内业界位列前十。

汽车改装业务方面，国机汽车立足个性化汽车改装市场需求的快速增长，主要是直接对客户提供汽车改装、维修保养、技术咨询等服务，以现金结算为主。2009 年，国机汽车先后获得德国 ABT 和 Irmischer 两大改装品牌在国内的独家代理权，进入中国改装市场。2011 年，国机汽车建立与德国伍尔特（WURTH）和弗雷德中国（荷兰进口高性能轮胎品牌）的全面合作，进一步扩展业务领域。

总体看，公司汽车贸易与服务业务板块主要依托国机汽车为经营主体，国机汽车作为国内领先的汽车贸易商，业务起步较早，全链条贸易服务能力较强，整体服务能力较好，且上下游客户稳定，但其供应商集中度高，近年来市场环境的变化也其业务转型和创新带来一定挑战。

4. 装备制造业务

公司装备制造板块主要包括中国一拖集团有限公司、二重集团等运营主体。

中国一拖集团有限公司（以下简称“一拖公司”）的前身为第一拖拉机制造厂，始建于 1955 年，是我国“一五”时期 156 个重点建设项目之一。经过近六十年的发展，已经形成以农业机械制造为核心，同时经营动力机械、零部件等多元产品的大型装备制造企业集团。一拖公司主要子公司一拖股份是国内农业机械制造领域唯一的“A+H”股上市公司（A 股股票简称：一拖股份，股票代码：601038.SH；H 股股票简称：第一拖拉机股份，股票代码：0038.HK）。

2016~2018 年，一拖公司营业收入持续减少，分别为 88.71 亿元、73.58 亿元和 56.82 亿元，年均复合减少 19.97%，主要系农机市场需求下降所致；净利润持续下降，分别为 2.26 亿元、0.38 亿元和 -13.65 亿元，2018 年净利润亏损，主要系受农机补贴定额下调、粮价下跌等影响，农机行业增速持续放缓，拖拉机市场整体下滑明显，同时钢铁等原材料价格持续高位运行，公司毛利出现较大下降所致。

一拖公司的产品以拖拉机和柴油机为主。一拖公司产品主要满足国内需求，出口占比较小。拖拉机方面，2016~2018 年，一拖公司的拖拉机产销量均逐年减少，主要系政策调整变化、用户资金不足、市场刚性需求减弱等因素所致；近三年拖拉机行业销量整体呈下滑态势，一拖公司拖拉机销量的降幅低于行业平均降幅。柴油机方面，一拖公司柴油机生产主要是与福田雷沃国际重工股份有限公司等农机生产厂家及一拖公司本身的拖拉机进行配套，受到农机市场整体低迷的影响，2016~2018 年其产销量均呈逐年下降趋势。

表 10 2016~2018 一拖公司农机业务生产及销售情况（单位：台、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
拖拉机	68,334	69,629	101.90	48,305	48,722	100.86	39,002	37,799	96.92
柴油机	141,555	141,635	100.06	107,732	103,577	96.14	82,531	80,590	97.65

资料来源：公司提供

一拖公司产业链的上游主要有原辅材料类供应商、零部件类供应商。双方在年初签订技术协议、

采购合同、质量保证协议，后期按合同、协议执行，一拖公司提出要货计划，供应商按照计划要求完成保供。在保供过程中出现的运输、仓储等环节，全部由供应商完成。一拖公司根据采购物资的类别对供应商进行类别划分，分为战略型供应商、瓶颈型供应商、杠杆型供应商和次要型供应商，根据供应商的类别建立不同的合作关系，实施分级管理。

一拖公司拖拉机、农具产业链下游主要是经销商，一拖公司通过数十年的经营，建立了较为完善的整机经销商网络和零部件销售网络。一拖公司拖拉机及拖拉机零部件网络经销商覆盖国内所有区域，专用汽车、叉车、农村建设机械等分别建立了各自的营销网络。一拖公司拥有国贸公司、中非重工两个外贸平台，通过渠道向最终客户提供产品与服务。

总体看，近年来，一拖公司主要产品是拖拉机和柴油机，受农机市场需求下降影响，其收入规模和利润水平逐年下降。

5. 一般贸易业务

公司一般贸易板块业务的主要实施主体为子公司苏美达。苏美达成立于 1978 年，经过近 40 年的发展，苏美达已成为专注于贸易与服务、工程承包、投资发展三大领域的国际化、多元化现代制造服务业集团。其中，贸易与服务领域包括进出口、国内贸易、自主品牌、综合解决方案和金融服务等；工程承包领域包括环境工程、能源工程、船舶工程等；投资发展领域包括战略投资、产业投资、项目投资和财务投资等。

2018 年，苏美达实现营业收入 819.59 亿元人民币，同比增长 10.63%，主要系大宗商品价格反弹，大宗商品贸易活跃所致。

结算模式及贸易流程方面，苏美达贸易过程中通常有 10%~30% 的预付款，以现金结算；其余部分货款在交货前后支付，结算方式以信用证、票据和现金等方式为主，通常有 5%~10% 的尾款或质保款。

总体看，公司一般贸易板块主要以苏美达为运营主体，其贸易业务量和收入规模均很大。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转率逐年下降，分别为 5.86 次、5.76 次和 5.71 次；公司存货周转率逐年上升，分别为 4.46 次、4.67 次和 4.75 次；公司总资产周转率逐年下降，分别为 0.82 次、0.78 次和 0.77 次。

整体看，近年来，公司整体经营效率一般。

7. 经营关注

（1）宏观经济不景气影响公司主营业务发展

近年来全球宏观经济不景气，固定资产投资放缓，工程成套业务和装备制造业务受到一定冲击，市场竞争加剧，行业利润率进一步压缩。需关注整体经济变化对公司经营情况的影响。

（2）汇率波动影响公司收益状况

工程成套与一般贸易业务是公司重要收入来源，占公司主营业务收入比重超过 50%，工程成套业务大部分项目来源于国外，一般贸易也以国际贸易为主，经营过程中产生大量外汇收入，致使汇率波动将对公司经营情况产生一定影响，对公司汇率风险管理能力提出较高要求。

（3）面临政策风险

公司主营业务中的海外工程承包和贸易进出口行业受国家外贸政策影响较大，国家宏观经济政策、行业政策、财政和税收政策、国家产业政策等方面的调整可能对业务发展产生影响。

8. 未来发展

(1) 优化调整布局结构，提高资本配置效率

公司将围绕战略定位，加大供给侧结构性改革力度，不断优化产业结构、产品结构，为国内外市场提供优质的产品与服务供给，实现结构优化升级。加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势。同时公司将加大资源整合力度、推动产业结构优化调整、培育战略新兴产业、推动落后产能及业务的清理退出。

(2) 实施创新驱动，构建集团发展新动能

公司积极承担国家重大专项和“科技创新 2030-重大项目”科研任务，努力牵头承担更多重要关键共性技术攻关任务，充分发挥中央企业在技术创新中的组织引领带动作用，构建科技发展新格局。

总体看，公司发展计划切实可行，对其未来发展有较强的指导作用。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计，2017~2018年度合并财务报表已经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了标准无保留审计意见；公司2019年第一季度财务报表未经审计(公司未提供2019年一季度现金流量表)。财政部于2017年修订及颁布了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号——金融资产转移》及《企业会计准则第24号——套期会计》(财会〔2017〕7号、8号及9号)、《关于修订印发的通知》(财会〔2017〕22号)(新收入准则)，于2018年颁布了《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)，公司已分别按上述准则和通知的要求编制2017、2018年度财务报表，相应变更对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

2017年，公司财务报表合并范围较上年净增加303户。由于公司下属子公司数量众多、合并范围变动较大，公司在编制财务报表时发生了会计估计变更和前期差错更正，并对2016年财务报表进行追溯调整。2018年公司合并报表范围变化较小，新纳入合并范围重要子公司1家。截至2018年底，公司纳入合并范围内2级子公司52家，考虑到公司合并财务报表已经追溯调整，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额3,944.39亿元，负债总额2,658.74亿元，所有者权益总额1,285.65亿元，其中归属于母公司所有者权益674.54亿元。2018年公司实现营业总收入3,004.65亿元，净利润67.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润32.27亿元；经营活动产生的现金流量净额126.96亿元，现金及现金等价物净增加额67.33亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额4,004.62亿元，负债总额2,690.67亿元，所有者权益总额(含少数股东权益)1,313.95亿元，其中归属于母公司所有者权益681.42亿元。2019年1~3月，公司实现营业总收入674.70亿元，净利润(含少数股东损益)17.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.20亿元。

2. 资产质量

2016~2018年，公司资产规模呈逐年增长趋势，年均复合增长率为5.56%。截至2018年底，公司资产总额3,944.39亿元，较年初增长3.22%，其中流动资产占比68.44%，非流动资产占比31.56%，资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 5.84%。截至 2018 年底，公司流动资产 2,699.72 亿元，较年初增长 3.82%；公司流动资产以货币资金（占 34.65%）、应收账款（占 15.62%）、存货（占 18.99%）、其他应收款（占 7.18%）和预付款项（占 9.45%）为主。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长率为 0.17%。截至 2018 年底，公司货币资金 935.47 亿元，较年初增长 6.21%，主要系子公司客户贷款及垫款净增加额增加及国机汽车收款节点波动所致；货币资金以银行存款为主（占比 90.12%），受限货币资金 92.91 亿元（占比 9.93%），主要为质押冻结款项、保证金等，受限比例一般。

公司预付款项主要来自于未完工或未到结算期的工程承包项目，余额主要受工程投入和结转进度的影响。2016~2018 年，公司预付款项规模波动增长，年均复合增长 1.09%。截至 2018 年底，公司预付款项合计 255.04 亿元，较年初增长 4.46%，主要系预付工程款增加所致；其中账龄在 1 年以内的占比 79.89%，以账龄较短的预付款为主。

公司应收账款主要来自于工程成套板块的应收工程款。2016~2018 年，公司应收账款账面价值波动增长，年均复合增长 4.13%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 421.67 亿元，较年初减少 7.11%；公司同时采用单项计提、按信用风险特征组合计提坏账准备，采用信用风险特征组合计提坏账的应收账款占应收账款余额的 83.09%，其中账龄 1 年以内的占比 69.40%，账龄 1~2 年的占比 13.51%，以账龄较短的应收款为主。截至 2018 年底，公司累计计提坏账准备 89.12 亿元，计提比例为 17.45%；应收账款期末金额前五单位合计占比 7.34%，集中度不高。

2016~2018 年，公司存货账面价值波动增长，年均复合增长 4.90%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 512.56 亿元，较年初减少 1.92%；公司存货以库存商品（占 41.78%）、工程施工（占 15.14%）和自制半成品及在产品（占 21.77%）为主，库存商品主要是国机汽车的整车存货，存货中用于抵押、质押的受限资产 24.14 亿元（占 4.43%），受限比例较低；公司计提存货跌价准备为 32.51 亿元，计提比例为 5.96%。

2016~2018 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 13.50%，主要系经营性往来款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 193.80 亿元，较年初增长 3.62%。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产规模呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 4.96%。截至 2018 年

底，公司非流动资产合计 1,244.67 亿元，较年初增长 2.26%；公司非流动资产以可供出售金融资产（占 11.42%）、长期应收款（占 5.47%）、长期股权投资（占 9.17%）、固定资产（占 38.08%）、在建工程（占 7.80%）和无形资产（占 13.14%）。

图6 截至2018年底公司非流动资产构成



2016~2018 年，公司可供出售金融资产规模波动减少，年均复合减少 10.92%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 142.13 亿元，较年初减少 27.96%，主要系可供出售权益工具减少所致；公司可供出售金融资产以可供出售权益工具为主（占比 95.22%），其中以公允价值计量的账面价值 64.81 亿元，以成本计量的账面价值 69.91 亿元。

公司长期应收款主要由融资租赁款、分期收款提供劳务或商品等构成。2016~2018 年，公司长期应收款规模呈波动增长趋势，年均复合增长率为 23.77%。截至 2018 年底，公司长期应收款账面价值 68.14 亿元，较年初增长 185.91%，主要系新增乌克兰光伏电站卖方贷款项目，形成长期应收款 12.80 亿元所致；公司长期应收款主要由融资租赁款（占 28.45%）和分期收款销售商品（占 14.87%）构成。

2016~2018 年，公司长期股权投资呈逐年增长趋势，年均复合增长 15.11%，主要系对联营企业投资增加所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资 114.14 亿元，较年初增长 13.21%。

2016~2018 年，公司固定资产账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长 2.99%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 474.03 亿元，较年初增长 5.09%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 43.08%）和机器设备（占 46.59%）构成，累计提取折旧 280.30 亿元，固定资产成新率为 61.71%，成新率一般。

2016~2018 年，公司在建工程规模波动增长，年均复合增长 11.61%。截至 2018 年底，公司在建工程 97.11 亿元，较年初增长 27.69%，主要系在建项目投入增加所致。截至 2018 年，公司累计提取在建工程减值准备 3.75 亿元。

2016~2018 年，公司无形资产规模持续减少，年均复合减少 1.02%。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 163.50 亿元，较年初减少 0.46%；公司无形资产以土地使用权（占 66.56%）和特许权（占 22.63%）为主。截至 2018 年底公司无形资产累计摊销 40.45 亿元，计提减值准备 0.48 亿元。

截至2018年底，公司所有权受到限制的资产合计228.54亿元，占资产总额的5.79%，公司受限资产比例较小（见下表）。

表11 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	92.91	质押冻结款、保证金等
应收票据及应收账款	11.36	担保、抵押
存货	24.14	抵押、质押
固定资产	68.21	用于抵押、担保等
无形资产	16.14	抵押
在建工程	2.76	担保、抵押
其他	13.02	抵押、质押
合计	228.54	—

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 4,004.62 亿元，较年初小幅增长 1.53%；流动资产和非流动资产分别占 68.55%和 31.45%，资产结构较年初变动较小。

总体看，近年来，公司资产规模较大且逐年增长，资产结构以流动资产为主。公司货币资金规模较大，资产受限比例较低，整体资产质量较高。

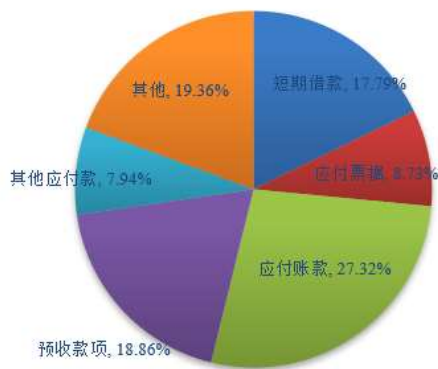
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016~2018 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 4.88%。截至 2018 年底，公司负债总额 2,658.74 亿元，较年初增长 2.22%，其中流动负债和非流动负债分别占比 81.06%和 18.94%，以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债规模持续增长，年均复合增长 5.29%。截至 2018 年底，公司流动负债 2,155.11 亿元，较年初增长 2.17%；公司流动负债主要由短期借款（占 17.79%）、应付票据（占 8.73%）、应付账款（占 27.32%）、预收款项（占 18.86%）和其他应付款（占 7.94%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司短期借款规模持续增长，年均复合增长 15.85%，主要系公司业务规模增长，营运资金需求增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款 383.33 亿元，较年初增长 6.85%，其中，信用借款占比 61.88%，保证借款占比 32.26%

2016~2018 年，公司应付票据呈波动增长趋势，年均复合增长 2.14%。截至 2018 年底，公司应付票据 188.10 亿元，较年初增长 29.99%，主要系采购以票据结算的规模增加所致。

公司应付账款主要由工程承包类企业的应付工程款和贸易类企业的应付货款构成。2016~2018年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 6.17%。截至 2018 年底，公司应付账款 588.87 亿元，较年初增长 0.83%，主要为应付工程款和应付货款，其中账龄 1 年以内的占比 68.12%，账龄较短。

公司预收款项主要是尚未计价、尚未结算或项目暂停的工程款。2016~2018 年，公司预收款项逐年减少，年均复合减少 15.11%。截至 2018 年底，公司预收款项 406.42 亿元，较年初减少 12.44%，其中账龄一年以内的预收款项占比 74.27%，账龄一年以上的预收款项占比 25.73%。

公司其他应付款主要由单位往来款和押金保证金构成。2016~2018 年，公司其他应付款规模波动增长，年均复合增长 0.65%。截至 2018 年底，公司其他应付款 171.20 亿元，较年初增长 11.18%，主要系单位往来款增加所致。

2016~2018 年，公司非流动负债规模呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 3.15%。截至 2018 年底，公司非流动负债 503.63 亿元，较年初增长 2.45%。公司非流动负债主要由长期借款（占 43.18%）、应付债券（占 27.52%）、长期应付款（占 6.31%）和递延收益（占 8.39%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款规模波动增长，年均复合增长 13.21%。截至 2018 年底，公司长期借款 217.44 亿元，较年初减少 2.00%，主要由抵押借款（占 24.92%）、保证借款（占 30.82%）和信用借款（占 40.38%）构成。

2016~2018 年，公司应付债券规模波动减少，年均复合减少 11.68%。截至 2018 年底，公司应付债券 138.60 亿元，较年初增长 0.86%，公司应付债券规模较大，但品种较多，到期时间分散，集中偿付压力不大。

2016~2018 年，公司长期应付款规模波动增长，年均复合增长 14.76%。截至 2018 年底，公司长期应付款 31.77 亿元，较年初增长 47.74%，主要系应付融资租赁款增加所致；长期应付款主要由应付融资租赁款（占 71.81%）构成。

公司递延收益主要由政府补贴、土地购置补贴和购置土地及拆迁成本专项补助资金等构成。2016~2018 年，公司递延收益规模呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 12.69%。截至 2018 年底，公司递延收益 42.27 亿元，较年初增长 8.14%，主要系收到政府补助款增加所致。

2016~2018 年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长 9.53%。截至 2018 年底，公司全部债务 1,051.71 亿元，较年初增长 7.92%。其中短期债务 672.85 亿元（占比 63.98%），长期债务 378.86 亿元（占比 36.02%），以短期债务为主，债务结构有待优化。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 68.29%、68.13%和 67.41%，全部债务资本化率分别为 43.85%、44.47%和 45.00%，长期债务资本化率分别为 23.63%、23.18%和 22.76%，公司整体债务负担较重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 2,690.67 亿元，较年初增长 1.20%；其中流动负债占比 81.06%，非流动负债占比 18.94%，负债结构变化不大。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主，公司债务规模逐年增长，整体债务负担处于合理水平，债务结构以短期负债为主，债务结构有待优化。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益规模呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 7.02%，主要系实收资本和少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益总额 1,285.65 亿元，较年初增长 5.67%；归属于母公司所有者权益合计 674.54 亿元（占比 52.47%），其中实收资本占比 41.42%、资本公积占比 34.25%、未分配利润占比 21.20%。公司所有者权益中少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益总额为 1,313.95 亿元，较年初增长 2.20%；从权益结构来

看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 51.86%，公司所有者权益仍以实收资本、资本公积和未分配利润为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益逐年增长，但少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业总收入规模分别为 2,567.99 亿元、2,892.24 亿元和 3,004.65 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.17%；营业成本逐年增长，年均复合增长 8.91%；营业利润分别为 94.83 亿元、106.06 亿元和 93.38 亿元，呈波动下降趋势；净利润分别为 80.08 亿元、81.75 亿元和 67.28 亿元。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 6.84%，主要系销售费用和财务费用波动所致。2018 年，公司期间费用总额 273.30 亿元，同比减少 3.32%，主要系财务费用减少所致；其中，销售费用占比 27.18%，管理费用占比 51.64%，研发费用占比 14.26%，财务费用占比 6.92%。2016~2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 5.33%，主要系销售人员薪酬增加所致，销售费用增幅低于收入增幅。2016~2018 年，公司管理费用（含研发费用）逐年增长，年均复合增长 5.47%，主要系管理人员薪酬增加及研发投入增加所致。2016~2018 年，公司财务费用波动增长，年均复合增长 33.62%，其中 2017 年大幅增长 325.34%，主要系利息支出及汇兑损失增加所致；2018 年，公司财务费用为 18.92 亿元，同比减少 58.02%，主要汇兑损失大幅减少所致。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 9.49%、9.91%和 9.19%，公司费用控制能力一般。

2016~2018 年，公司资产减值损失逐年增长，年均复合增长 8.02%，主要系计提的应收账款减值损失与存货减值损失增加所致；2018 年，公司资产减值损失 35.59 亿元，同比增长 6.60%，主要由坏账损失（占比 55.52%）和存货跌价损失（占比 36.01%）构成。2016~2018 年，公司资产减值损失分别相当于营业利润的 32.16%、31.48%和 38.11%，资产减值损失对利润形成了一定侵蚀。

2016~2018 年，公司投资收益波动减少，年均复合减少 7.30%。2018 年，公司投资收益 18.92 亿元，同比减少 35.59%，主要系公司处置长期股权投资产生的损失增加所致。2016~2018 年，公司投资收益在营业利润中占比分别为 23.22%、27.69%和 20.26%，公司投资收益对利润水平有一定影响。2016~2018 年，公司营业外收入波动下降，年均复合减少 19.38%；2018 年，公司营业外收入 18.22 亿元，同比增长 31.69%，主要系合作建房房产入账实现营业外收入 6.86 亿元所致，持续性较差；2016~2018 年，公司营业外收入占利润总额比重分别为 24.12%、12.37%和 17.89%，公司营业外收入对利润水平有一定影响。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率波动下降，分别为 11.54%、11.58%和 11.04%。2016~2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率了和净资产收益率均呈逐年下降趋势，总资本收益率分别为 6.81%、5.74%和 4.97%，总资产报酬率分别为 4.92%、4.09%和 3.79%，净资产收益率分别为 8.39%、6.99%和 5.38%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 674.70 亿元，较上年同期增长 6.51%；实现净利润（含少数股东损益）17.77 亿元，较上年同期增长 87.83%，主要系投资收益增加及主营业务盈利能力增强所致。

总体看，近年来，公司收入规模逐年增长，费用控制能力一般；公司期间费用和资产减值损失对利润侵蚀显著，投资收益和营业外收入对利润有一定贡献，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面, 2016~2018 年, 公司经营活动现金流入额分别为 3,108.47 亿元、3,272.14 亿元和 3,703.01 亿元, 呈逐年增长趋势, 年均复合增长 9.15%, 以销售商品、提供劳务产生的现金流入为主; 经营活动现金流出分别为 2,921.79 亿元、3,290.44 亿元和 3,576.06 亿元, 年均复合增长 10.63%。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 186.67 亿元、-18.31 亿元和 126.96 亿元。从收入质量来看, 近三年公司现金收入比率分别为 110.14%、102.91%和 105.11%, 收入实现质量较高。

投资活动方面, 2016~2018 年, 公司投资活动现金流入分别为 544.94 亿元、554.56 亿元和 465.56 亿元, 呈持续减少趋势, 年均复合减少 7.57%; 2018 年公司投资活动现金流入较上年减少 16.05%。近三年公司投资活动现金流出分别为 638.18 亿元、625.84 亿元和 561.43 亿元, 呈持续减少趋势, 年均复合减少 6.21%; 2018 年, 公司投资活动现金流出同比减少 10.29%。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司投资活动现金净流出规模分别为 93.24 亿元、71.28 亿元和 95.87 亿元, 净流出规模较大。

筹资活动方面, 2016~2018 年, 公司筹资活动现金流量流入呈逐年增长趋势, 分别为 831.96 亿元、918.47 亿元和 1,056.42 亿元, 年均复合增长 12.69%。2016~2018 年, 公司筹资活动现金流出持续增长, 分别为 818.43 亿元、870.62 亿元和 1,025.94 亿元, 年均复合增长 11.96%。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司筹资活动现金净流量分别为 13.53 亿元、47.85 亿元和 30.49 亿元。

总体看, 近年来, 公司经营活动现金流波动幅度较大, 收入实现质量较高; 公司投资活动现金净流出规模较大, 筹资活动现金流持续净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2016~2018 年, 公司流动比率分别为 1.24 倍、1.23 倍和 1.25 倍, 速动比率分别为 1.00 倍、0.99 倍和 1.01 倍, 流动资产和速动资产对流动负债的保护程度尚可; 现金短期债务比分别为 1.99 倍、1.72 倍和 1.71 倍, 现金类资产对短期债务的保障能力很强; 经营现金流动负债比率分别为 9.60%、-0.87%和 5.89%, 波动幅度较大, 经营活动现金流对短期债务的保障一般。

从长期偿债能力指标来看, 2016~2018 年, 公司 EBIDTA 分别为 193.87 亿元、195.75 亿元和 187.49 亿元, 呈波动下降趋势。2018 年, 公司 EBIDTA 为 187.49 亿元, 较上年下降 4.22%; 其中, 折旧占比为 17.27%, 摊销占比为 4.21%, 计入财务费用的利息支出占比为 24.19%, 利润总额占比为 54.33%, 以利润总额为主。2016~2018 年, 公司 EBIDTA 利息倍数分别为 5.42 倍、4.76 倍和 3.80 倍, 呈逐年下降趋势, 公司 EBIDTA 对利息的覆盖程度较高; EBIDTA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.20 倍和 0.18 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。

从融资能力来看, 公司与多家商业银行建立了良好的长期合作关系, 截至 2018 年底, 公司获得的银行授信额度为 3,750.00 亿元, 其中尚未使用的额度为 2,675.00 亿元, 公司间接融资渠道通畅。公司下属企业中共有 13 家上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2018 年底, 公司对外担保金额合计 94.78 亿元, 对外担保比率为 7.37%, 或有负债风险低。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码: G10110108014117307), 截至 2019 年 5 月 15 日, 公司未结清的信贷中, 有 3 笔关注类保函, 合计金额为 6.55 亿元, 主要为公司承建的利比亚扎维亚 4,000 套住宅项目保函, 因利比亚内战原因停滞, 因此被调整为关注类; 公司已结清的信贷中, 无不良和关注类信贷信息。

截至 2018 年底, 公司涉及未决重大诉讼 10 笔, 涉诉债务金额约为人民币 16.79 亿元, 对公司经营能力和偿债能力无重大影响。

综合上述因素，并考虑到公司作为国资委直管的大型中央企业，主营业务稳健发展，货币资金充裕，综合实力强，融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力极强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务 1,051.71 亿元，本次拟发行公司债额度为 200 亿元，占公司全部债务的 19.02%，对公司现有债务规模有一定影响。

以 2018 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别由 22.76%、45.00%和 67.41%上升至 31.05%、49.33%和 68.98%，公司债务负担进一步加重，但仍处于合理水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年的 EBIDTA 为 187.49 亿元，为本次公司债券发行额度（200 亿元）的 0.94 倍，EBIDTA 对本次债券的覆盖程度较高；公司 2018 年的经营活动现金流入量为 3,703.01 亿元，为本次公司债券发行额度的 18.52 倍，对本次债券的覆盖程度很高；经营活动现金流量净额为 126.96 亿元，为本次公司债券发行额度（200 亿元）的 0.63 倍，经营活动现金流量净额对本次债券的保护程度很高。

综合上述分析，并考虑到公司作为大型央企，其行业地位高，技术水平先进，综合实力强，在政府资源和融资能力方面具有突出优势，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

公司作为国资委直接管理的大型中央企业之一，在工程承包方面具备较强的国际竞争力，是国内最大的机械工业企业和大型汽车经销商，其在企业规模、行业地位、经营实力、技术水平、政府资源和融资能力等方面具有突出竞争优势。近年来，公司资本实力强、资产和收入规模持续增长。同时，联合评级也关注到公司主营业务受宏观经济影响较大、海外业务面临地缘政治和汇率风险、短期债务规模大以及资产减值损失规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司与中国恒天集团有限公司重组完成，以及全球经济复苏，公司综合实力有望得到进一步提升。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状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国机械工业集团有限公司 组织结构图



附件 2 中国机械工业集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	3,539.79	3,817.61	3,944.39	4,004.62
所有者权益 (亿元)	1,122.59	1,216.70	1,285.65	1,313.95
短期债务 (亿元)	529.26	607.35	672.85	--
长期债务 (亿元)	347.33	367.15	378.86	--
全部债务 (亿元)	876.58	974.50	1,051.71	--
营业总收入 (亿元)	2,567.99	2,892.24	3,004.65	674.70
净利润 (亿元)	80.08	81.75	67.28	17.77
EBITDA (亿元)	193.87	195.75	187.49	--
经营性净现金流 (亿元)	186.67	-18.31	126.96	--
应收账款周转次数(次)	5.86	5.76	5.71	--
存货周转次数 (次)	4.46	4.67	4.75	--
总资产周转次数 (次)	0.82	0.78	0.77	0.17
现金收入比率 (%)	110.14	102.91	105.11	--
总资本收益率 (%)	6.81	5.74	4.97	--
总资产报酬率 (%)	4.92	4.09	3.79	--
净资产收益率 (%)	8.39	6.99	5.38	1.37
营业利润率 (%)	11.54	11.58	11.04	11.91
费用收入比 (%)	9.49	9.91	9.19	8.89
资产负债率 (%)	68.29	68.13	67.41	67.19
全部债务资本化比率 (%)	43.85	44.47	45.00	--
长期债务资本化比率 (%)	23.63	23.18	22.76	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.42	4.76	3.80	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.22	0.20	0.18	--
流动比率 (倍)	1.24	1.23	1.25	1.27
速动比率 (倍)	1.00	0.99	1.01	1.03
现金短期债务比 (倍)	1.99	1.72	1.71	--
经营现金流动负债比率 (%)	9.60	-0.87	5.89	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.97	0.98	0.94	--

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；2、除特别说明外，均指人民币；3、2019 年一季度资产负债表、利润表未经审计，相关财务指标未年化，公司未提供 2019 年一季度现金流量表，2019 年一季度债务指标未计算；4、其他流动负债、长期应付款中付息项已分别调整至短期债务和长期债务指标核算。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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+计入财务费用的利息支出) / [(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+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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/本期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/本期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+计入财务费用的利息支出+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 中国机械工业集团有限公司 公开发行 2019 年公司债券的跟踪评级安排

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

中国机械工业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。中国机械工业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机械工业集团有限公司的相关状况，如发现中国机械工业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。

如中国机械工业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，可宣布信用等级暂时失效，直至中国机械工业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机械工业集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年七月二十四日