跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1301 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国南方工业集团公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“08兵器装备债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十日

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

中国南方工业集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 兵器装备债	40 亿元	2008/9/22-2015/9/22	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 20 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	661.00	807.00	887.42	863.65
资产总额(亿元)	2787.28	3118.09	3348.61	3666.96
所有者权益合计(亿元)	811.39	926.06	1010.78	1103.07
长期债务(亿元)	325.59	412.03	447.44	490.52
全部债务(亿元)	839.83	856.98	908.20	951.56
营业收入(亿元)	3023.33	3612.09	4236.21	1072.59
利润总额(亿元)	83.39	101.93	169.60	81.37
EBITDA(亿元)	187.91	244.68	334.25	--
经营性净现金流(亿元)	188.28	324.69	387.95	38.00
营业利润率(%)	12.52	13.21	15.27	15.77
净资产收益率(%)	8.06	7.89	12.24	--
资产负债率(%)	70.89	70.30	69.81	69.92
全部债务资本化比率(%)	50.86	48.06	47.33	46.31
流动比率(%)	99.92	104.12	102.72	110.99
全部债务/EBITDA(倍)	4.47	3.50	2.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.79	5.48	5.78	--
经营现金流动负债比(%)	13.05	20.57	23.11	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务及全部债务相关指标计算包含计入其他流动负债科目的短期融资券和超短期融资券；3. 2015 年 1-3 月营业收入为营业总收入。

分析师
景雪　贺苏凝
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

中国南方工业集团公司（以下简称“公司”）作为中央直属特大型企业集团，跟踪期内，经营规模持续扩大，并继续保持在汽车、摩托车及输变电市场的领先优势，盈利能力稳定。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到，跟踪期内，公司摩托车产销量持续下滑、子公司保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）新能源业务连续亏损进入债务重组阶段、资产减值损失大等因素给其经营及发展可能带来的负面影响。

公司自主品牌汽车产销量增长迅速，规模和技术竞争优势得到保持，未来随着国民消费能力的提高和二三线城市汽车需求的凸显，公司汽车板块有望持续增长，对公司未来经营发展形成有力支撑。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“08 兵器装备债”AAA的信用等级。

优势

1. 公司作为中央直接管理的特大型企业集团，政府支持力度大，2014年获国有资本经营预算增资10.30亿元，资本金实力进一步增强。
2. 公司业务规模优势显著，汽车、摩托车及变压器等主导产品国内市场占有率较高，市场竞争力较强。
3. 跟踪期内公司自主品牌汽车产销量增长迅速，有望成为汽车业务新的增长点。
4. 公司现金类资产充裕，经营活动现金流对“08 兵器装备债”待偿还本金的保障能力很强。

关注

1. 受“国Ⅲ”标准监管逐步严格及城市“禁

限摩”等政策影响，摩托车行业需求不断萎缩，公司摩托车销售持续下滑。

2. 天威集团新能源业务受国内外市场恶化和供需结构失衡影响连续亏损， 2014 年计提资产减值损失 83.41 亿元，已进入债务重组阶段。
3. 天威集团多笔贷款逾期，并涉及相关诉讼。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国南方工业集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国南方工业集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国南方工业集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国南方工业集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“08 兵器装备债”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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（以下简称“联合资信”）关于中国南方工业集团公司主体长期信用等级及“08兵器装备债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国南方工业集团公司（以下简称“公司”）是经国务院批准，在原中国兵器工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型企业集团，是国家授权投资的机构和资产经营主体。公司于1999年6月29日成立，取得《企业法人营业执照》，注册号为1000001003193号，截至2015年3月底，公司注册资本174.6968亿元。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

截至2014年底，公司拥有纳入合并范围二级子公司57家，公司拥有重庆长安汽车股份有限公司、中国嘉陵工业股份有限公司(集团)、重庆建设摩托车股份有限公司、保定天威保变电气股份有限公司、云南西仪工业股份有限公司、湖南天雁机械股份有限公司、江铃汽车股份有限公司、中原特钢股份有限公司、利达光电股份有限公司和哈尔滨东安动力股份有限公司10家上市公司的实际控制权。

截至2014年底，公司（合并）资产总额3348.61亿元，所有者权益合计1010.78亿元（其中少数股东权益582.53亿元）；2014年公司实现营业收入4236.21亿元，利润总额169.60亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额3666.96亿元，所有者权益合计1103.07亿元（其中少数股东权益659.47亿元）；2015年1～3月公司实现营业收入1072.59亿元，利润总额81.37亿元。

公司注册地址：北京市西城区三里河路46号；法定代表人：唐登杰。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增

长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降 0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，是拉动国民经济增长的重要产业，2000年后进入快速增长阶段。2014年，中国汽车行业产销规模已达2372.29万辆和2349.19万辆，产销量保持世界第一。

2003~2005年，国家实施鼓励汽车消费政策，行业销量爆发式增长（增速超过35%），后期由于原料及油价上涨，市场需求受到抑制，增速大幅回落、步入第一轮回调；2006~2008年，成本因素弱化、市场需求释放，行业增速重回20%以上，之后受宏观经济减速、国际金融危机的不利影响，增幅降至7%以下，进入第二轮回调；2009~2012年，中国政府为拉动内需先后出台降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，行业增速急速拉升至30%以上，而后随着相关优惠政策退出，再次步入微增长阶段，增幅落至5%以下，为第三次回调；2013年，回调见底、市场抬头，行业产销增速回升至14.76%和13.87%。

2014年，汽车行业整体平稳增长，产销量分别实现同比7.3%和6.9%的增长，达到2372.29万辆和2349.19万辆；其中，乘用车产销1991.98万辆和1970.06万辆，同比分别增长10.2%和9.9%；商用车产销380.31万辆和379.13万辆，同比分别下降5.7%和6.5%。乘用车市场作为汽车市场的主要构成，销量增速整体高于商用车，是汽车市场增长的主要动力。

2014年，全球经济形势较上年有所好转，但受新兴市场宏观经济不景气、出口国贸易壁垒及海外市场竞争加剧等不利因素影响，导致中国整车出口量仍有小幅下滑，但降幅相比上年已大幅减缓，且整车出口金额有所增长。2014年，中国整车出口94.73万辆，同比下降0.08%，降幅比上年减缓6.51个百分点；出口金额138.06亿美元，同比增长6.95%；在整车出口主要品种中，相比上年，轿车出口量仍然明显下降；载货车结束下降，呈小幅增长；客车增幅有所趋缓。

2014年1~11月，全国17家重点企业（集团）累计完成工业总产值2.50万亿元，同比增长10.6%；累计实现主营业务收入2.81万亿元，同比增长10.0%；完成利税总额4905.15亿元，同比增长8.6%。汽车行业经济效益持续向好。

2014年，中国新能源汽车产业发展从导入期进入成长初期，建立了由工信部牵头、18个部门参加的节能与新能源汽车产业发展部际联席会议制度。国务院办公厅印发了《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，相关部门出台了免征车购税、充电设施建设奖励、推广情

况公示、党政机关采购等一系列政策措施，实施了新能源汽车产业技术创新工程，发布了78项电动汽车标准。2014年，全国300多款新车型上市，全年产量8.39万辆，同比增长近4倍，其中12月单月产量2.72万辆，创造了全球新能源汽车单月产量最高纪录。

总体看，2014年汽车行业产销规模平稳增长，企业效益持续向好；中国汽车企业已形成以大型集团为龙头的竞争格局，产业集中度不断提升；新能源汽车市场在政策引导下，进入了快速增长的初期发展阶段。

五、基础素质分析

公司是受国务院国有资产监督管理委员会监管的国有独资企业，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。2014 年公司收到财政拨入国有资本经营预算款 10.30 亿元，同比增长 23.95%，全部计入实收资本，增资后注册资本增至 174.6968 亿元，资本金实力进一步增强。

公司是主营汽车、摩托车、输变电及新能源和光电等产品生产销售的特大型企业集团。2014 年公司汽车销量居全国第四，摩托车销量居全国第一，光学材料产量多年稳居世界第一。

公司拥有国家五部委认定的国家级企业技术中心，已完成了 2000 多项各类新产品、新技术、新工艺研发项目，承担了各类国家、省部级重大科技攻关及新产品开发项目 60 余项，其中有 119 项新产品或新技术通过国家级、省级科技成果鉴定，29 项成果达到国际先进水平。2014 年 “长安汽车全球协同自主开发创新工程”获国家科技进步二等奖；“长安 P3 乘用车平台研发及产业化应用”和“电动汽车整车控制方法”项目分别获中国汽车工业科技一等奖。

总体看，跟踪期内，公司保持了较强的研发能力，在国内具备较强的竞争能力。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、股权变更、领导变动、管理制度等方面无重大变化。

七、经营管理分析

跟踪期内，公司主营业务板块维持稳定，包括汽车、摩托车、输变电产品生产销售等。2014 年，公司实现主营业务收入 4161.71 亿元，同比增长 17.16%。从收入构成来看，公司汽车板块增速较快，占主营业务的比重持续上升；摩托车板块收入略有下滑，输变电收及新能源板块由于新能源业务的萎缩收入同比下降 19.38%，其他业务收入（包括石油贸易、特种设备制造、医药产品等）占比维持上年水平。

2014 年，公司主营业务毛利率为 17.75%，同比上升 2.21 个百分点，主要源自汽车业务的带动；摩托车板块毛利率较上年略有下降；新能源板块受国内外市场恶化和供需结构失衡影响亏损并逐步萎缩甚至大部分停产，由于亏损的新能源业务收入大幅下降，新能源和输变电业务板块收入主要由输变电业务构成，该板块毛利率由上年的 8.18%升至 17.11%；其他业务毛利率为 4.88%，同比有所下降。

2015年1-3月，公司实现主营业务收入1054.40亿元，为2014年全年的25.34%，其中汽车板块收入占比升至60.52%，摩托车和输变电及新能源业务收入占比变动不大，其他业务占比有所下降。从毛利率来看，2015年1-3月公司主营业务毛利率为18.43%，各主营业务版块毛利率均较上年全年水平有所下降，其他业务毛利率较高。

表1　跟踪期内公司主营业务构成（单位：亿元、%）

产业板块	2013年			2014年			2015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

汽车	1749.32	49.25	24.33	2214.78	53.22	28.38	649.10	60.52	23.44
摩托车	82.22	2.31	14.69	80.65	1.94	14.59	18.60	1.73	13.15
输变电及新能源	73.58	2.07	8.18	59.32	1.43	17.11	16.30	1.52	16.00
其他	1646.99	43.57	6.38	1806.96	43.42	4.88	370.40	35.13	10.02
合 计	**3552.11**	**100.00**	**15.54**	**4161.71**	**100.00**	**17.75**	**1054.40**	**100.00**	**18.43**

资料来源：公司提供

汽车板块

公司子公司中国长安汽车集团股份有限公司（以下简称“长安汽车”）负责汽车板块的具体生产和经营，销售产品主要为轿车和乘用车，另有各类乘用车。公司与美国福特公司、日本铃木公司形成了战略伙伴关系，使得公司在轿车领域具有较大的增长潜力。截至 2014 年底，公司形成了重庆、黑龙江、河北、江西、江苏、安徽、浙江、广东、北京等 9 大整车生产基地，拥有 33 个整车（发动机）工厂，产能达到整车 275 万辆及发动机 300 万台，并在马来西亚、越南、美国、墨西哥、埃及等 6 个国家建有海外生产基地，是生产基地布局最广的中国汽车企业。公司拥有蒙迪欧、新嘉年华、福克斯、天语、马自达 3 等合资汽车品牌，以及 CS75、CS35、睿骋、逸动、长安奔奔、悦翔 V7 等自主汽车品牌。据中国汽车工业协会统计，长安汽车在 2014 年中国汽车销售排名中名列第四位。

2014 年随着国内经济稳中有进，新城镇化推进及刚性需求共同推动汽车市场平稳运行。近两年，公司着力开拓轿车（含 MPV、SUV）销售，尤其是长安汽车自主品牌市场需求旺盛，主动收缩利润率较低的微型车产销量。2014 年，公司实现汽车销售 254.78 万辆，同比增长 13.77%，其中自主品牌销量 97.33 万辆，同比增长 18.38%。轿车销量 167.55 万辆，同比大幅增长 52.24%；微型车销 52.23 万辆，同比下降 7.13%；全年实现汽车销售收入 2214.78 亿元，同比增长 26.61%。同时由于轿车附加值和价格相对更高，2014 年公司汽车销售毛利率同比上升 4.05 个百分点至 28.38%。

2015 年 1-3 月，公司销售汽车 80.48 万辆，占 2014 年销售数量的 31.59%，销售势头良好；其中轿车 54.40 万辆，微型车 16.60 万辆，汽车板块实现销售收入 649.10 亿元，占 2014 年收入的 29.31%。

表 2 公司汽车板块经营数据（单位：万辆、亿元）

项目	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
汽车销售数量	223.94	254.78	80.48
其中：轿车	110.06	167.55	54.40
微型车	56.24	52.23	16.60
汽车销售收入	1749.32	2214.78	649.10

资料来源：公司提供

摩托车板块

中国嘉陵工业股份有限公司(集团)、重庆建设摩托车股份有限公司、洛阳北方企业集团有限公司和睿骋济南轻骑摩托车有限公司是公司摩托车板块主要的生产企业。自摩托车行业实施国III标准以来，全行业产销明显下滑，近年来受“国III”标准监管逐步严格及城市“禁限摩”等政策影响，国内摩托车市场持续不景气，2014 年产销量已连续第三年下降，为 2007 年以来新低；公司国内市场销售摩托车 178.40 万辆，同比下降 49.14%，国内市场占有率约为 7%；出口销售摩托车 65.60 万辆，同比下降 1.91%；摩托车及板块（包括摩托车及零部件销售）实现销售收入为 80.65 亿元，同比下降 1.91%；毛利率为 14.59%，同比略有下降。

2015 年 1-3 月，公司国内外分别销售摩托车 36.35 万辆和 14.27 万辆，分别为 2014 年全年的 20.38%和 21.75%；摩托车板块实现销售收入 18.60 亿元，占 2014 年全年的 23.06%。目前来看，国内摩托车行业仍处于产业升级、产品结构调整阶段，预计短期内无明显回升。

新能源与输变电板块

公司新能源与输变电板块收入目前主要来自输变电设备销售，产品包括变压器和电磁线等。公司新能源业务的经营主体为保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”），输变电业务主体为上市公司保定天威保变电气股份有限公司（股票代码：600550，股票简称：保变电气）。

2014 年和 2015 年 1-3 月，公司在特高压设备方面保持优势，输变电板块的变压器销量分别为 12341 万 kVA 和 3153 万 kVA，同比分别下降 0.81%、增长 42.16%，输变电业务整体情况良好。2014 年公司输变电及新能源板块实现营业收入 59.32 亿元，同比下降 19.38%；毛利率 17.11%，同比上升 8.93 个百分点；收入下降和毛利率上升均是由于亏损的新能源业务收缩所致，同时公司变压器产品毛利率同比有所上升。新能源产业近年来出现不同程度的市场萎缩、产能过剩、产品价格走低等状况，尤其光伏产业受国际市场环境恶化和反倾销等因素影响，产品价格持续大幅下跌，风电产业由于并网难问题产业发展面临困境，新能源产品供需关系失衡、产能过剩的矛盾日益凸显，天威集团连续出现大额亏损，2014 年利润总额-101.40 亿元，同比增亏 37.77 亿元，部分新能源子公司处于停产状态。截至 2014 年底，天威集团净资产为-80.35 亿元，严重资不抵债。2014 年底，保变电气向公司定向增发 1.62 亿股，公司对其持股比例增至 33.47%，成为保变电气第一大股东；天威集团持股比例为 22.96%，对保变电气失去控制地位。

截至 2015 年 3 月底，天威集团在公开市场披露多笔贷款本息逾期，部分金融机构对公司提起诉讼并提出财产保全的申请。其发行的“11 天威 MTN2”于 2015 年 3 月 22 日未能如约支付利息，出现实质性违约。

总体来看，跟踪期内公司汽车板块大幅增长，盈利能力持续提升；摩托车销售受宏观政策及行业影响持续下滑，输变电业务保持平稳，新能源板块亏损程度加大，天威集团亏损幅度加大，严重资不抵债，处于破产边缘。

在建工程

目前公司重大在建、拟建项目主要为汽车及汽车零部件生产相关项目，总投资额为153.77亿元，截至2015年3月底已完成投资额94.58亿元，尚需投资59.19亿元；拟建项目计划投资额合计43.53亿元。公司未来计划投资规模较大，考虑到公司经营业务整体获现能力较强，公司在建、拟建项目资金需求不会带来很大筹资压力。

表 3　截至 2015 年 3 月底公司重大在建项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
长安福特杭州汽车生产基地一期项目	514266	501161
长安福特发动机产能扩建项目	454676	398999
长安汽车 H 系列发动机三期项目	82929	19443
长安汽车 H 系列发动机四期项目	205832	21612
长安车城乘用车一期项目	280018	4600
合 计	**1537721**	**945815**

资料来源：公司提供

表 4　公司重大拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额
天威秦变特高压基地项目	42596
长安汽车全球研发中心一期项目	209906
湖北华强科技退城进园搬迁项目	74000
哈尔滨东安汽车发动机 D 系列二期项目	75892
合肥长安 B311 生产线建设项目	32890
合 计	**435284**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于2008年9月22日发行了40亿元7年期的企业债券“08兵器装备债”，到期日为2015年9月22日。募集资金40亿元中，8 亿元用于补充集团公司营运资金，32 亿元用于长安汽车股份有限公司与福特汽车公司、马自达汽车公司合资生产车用发动机项目；重庆长安铃木汽车

有限公司发展YY5 型轿车及M 系列发动机项目；长安福特汽车有限公司CD340 和CD345 轿车生产线改造项目；长安福特汽车有限公司第二工厂乘用车项目；重庆长安汽车股份有限公司CV8 轿车生产线技术改造项目以及南方工业汽车股份有限公司V101轿车生产线技术改造项目等6 个固定资产投资项目，以上项目总投资 129.70亿元。目前募集资金已全部按计划使用完毕。

根据发行条款，投资者有权选择在“08兵器装备债”的第5个计息年度（2013年）的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人；或选择继续持有本期债券。2013年9月，投资者共计回售债券本金7.60亿元，目前剩余待偿还本金为32.40亿元。

九、财务分析

公司 2013 年财务报表已经大信会计师事务有限公司审计，2014 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2014 年由于股权控制和销售控制，公司新纳入合并范围子公司 9 家；由于清算和出售转让，不再纳入合并范围子公司 13 家。整体看，跟踪期内合并范围变化对公司财务数据影响不大，可比性较强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 3348.61 亿元，所有者权益合计 1010.78 亿元（其中少数股东权益 582.53 亿元）；2014 年公司实现营业收入 4236.21 亿元，利润总额 169.60 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3666.96 亿元，所有者权益合计 1103.07 亿元（其中少数股东权益 659.47 亿元）；2015 年 1～3 月公司实现营业收入 1072.59 亿元，利润总额 81.37 亿元。

1. 盈利能力

在汽车销售收入大幅增长的带动下，2014 年公司实现营业总收入 4244.98 亿元，同比增长 17.34 %；其中营业收入 4236.21 亿元，其余为利息收入和手续费及佣金收入。公司营业成本 3478.90 亿元，同比增长 14.27 %，增速低于于同期营业收入，从而使得公司营业利润率自 2013 年的 13.21%升至 15.27%。

从期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）来看，2014年公司期间费用合计为424.95亿元，同比增长主要来自销售和管理费用的增加，系当年公司汽车研发支出较多和人力成本上升所致；财务费用同比下降明显，主要由于当期利息收入较多；期间费用占营业收入的10.03%，同比基本持平。跟踪期内，公司期间费用控制较好。

2014年，公司发生资产减值损失105.47亿元，主要为坏账损失28.91亿元、存货跌价损失10.54亿元、固定资产减值损失48.58亿元、在建工程减值损失9.72亿元和其他减值损失4.39亿元（主要系委托贷款减值准备）；其中主要为天威集团计提资产减值损失83.41亿元。2014年，公司投资收益12.11亿元，同比下降49.82%，主要为持有可供出售金融资产期间取得的收益6.37亿元、其他4.01亿元等，同比下降主要由于上年处置长期股权投资产生投资收益和部分原子公司超额亏损转回形成收益较多。

2014年公司实现营业外收入48.74亿元，同比增长52.48%，其中包括政府扶持补助33.48亿元，其余主要为非流动资产处置利得、债务重组利得等。

受益于营业收入及营业外收入的增加，2014年公司实现利润总额和净利润分别为169.60亿元和123.73亿元，同比分别增长66.39%和69.37%。从盈利能力指标看，2014年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升2.52和4.35个百分点，分别为8.91%和12.24%。

2015 年 1-3 月，公司实现营业总收入 1072.59 亿元、利润总额为 81.37 亿元，分别占

2014 年全年水平的 25.27%和 47.98%；实现投资收益 7.08 亿元、营业外收入 17.24 亿元。2015 年 1-3 月公司营业利润率[1]15.77%，较上年略有上升。

总体看，跟踪期内公司营业收入持续增长，期间费用控制较好，利润规模快速扩大，其中营业外收入和投资收益占比较大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金4486.89亿元，同比增长15.96%，低于营业总收入的增幅（17.28%）；现金收入比为105.92%，收入实现质量较上年（107.12%）略有下降。2014年，公司经营活动产生的现金流入量及净额分别为4637.14亿元和387.95亿元，同比分别增长14.52%和19.48%，公司经营活动现金保持大规模流入，整体经营活动获现能力较强。

从投资活动来看，2014年公司投资活动产生的现金流入为281.38亿元，同比增长2.49%，主要是收回投资所收到的现金（子公司南方资产经营涉及的投资活动现金流入等）增加所致；投资活动现金流出量为495.20亿元，同比增长24.26%，主要是投资支付的现金增加所致；当期投资活动产生的现金流依然表现为净流出，流出额为213.81亿元，净流出额同比明显增加。

从筹资活动来看，2014年，公司筹资活动现金流入量为555.40亿元、流出量为687.54亿元，构成仍然主要为银行借款融资以及票据融资、偿还银行借款及债务融资还款；由于筹资力度持续放缓，利息偿付和股利分配支付的现金大幅增加，筹资活动产生的现金流量仍然表现为净流出132.14亿元，流出额同比大幅增加。

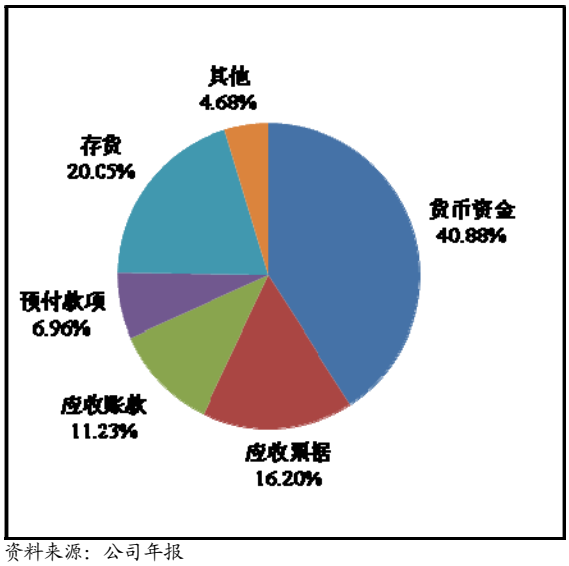
2015 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额为 38.00 亿元，投资活动现金流量净额-81.51 亿元，筹资活动现金流量净额为 2.34 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入规模大，获现能力较强；投资和筹资活动现金流净流出额同比大幅增加。考虑到未来投资项目的资金需求，公司经营获现可以满足目前支付需求，公司对外筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 3348.61 亿元，同比增长 7.39%，其中流动资产占 51.50%，构成仍然以流动资产为主。截至 2014 年底，公司流动资产 1724.65 亿元，仍以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货为主。

图 1　2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司货币资金 705.02 亿元，同比增长 8.57%，主要是银行存款（占 92.80%），其中所有权受限的为 94.89 亿元，占货币资金的 13.46%，主要为保证金、存放中央银行的法定准备金等。

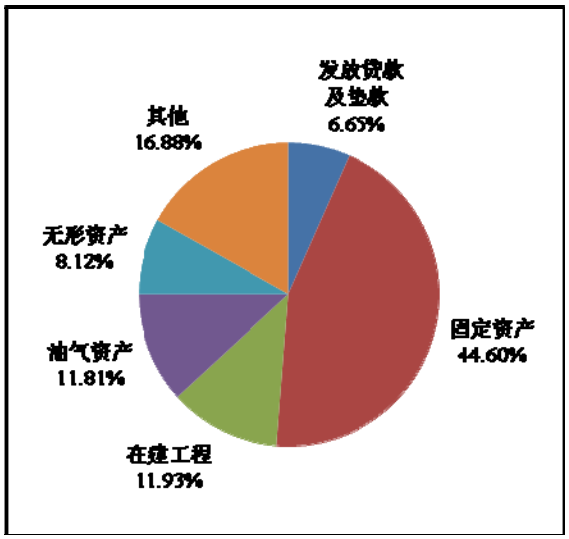
截至 2014 年底，公司应收票据 279.43 亿元，同比增长 32.21%，其中银行承兑汇票占 76.18%、商业承兑汇票占 23.82%；应收账款 193.66 亿元，同比下降 7.35%，坏账准备计提比例为 14.78%，计提较为充分；预付款项 119.98 亿元，同比下降 6.45%，其中 1 年以内的占 89.20%，账龄较短，1 年以上的预付账款主要是相关合同履行周期或工期较长尚未结算所致。

[1] 2015 年 1-3 月营业利润率计算包涵利息、手续费及佣金收入和支出。

截至 2014 年底，公司存货余额 368.27 亿元，较上年底基本持平；构成主要为原材料（占 28.85%）、自制半成品及在产品（占 14.82%）和库存商品（占 41.55%），其余为周转材料、已完工未结算工程款等，存货构成较稳定。2014 年底，公司累计计提存货跌价准备 22.47 亿元，计提比例 6.10%，存货账面价值 345.80 亿元。

2014 年底，公司非流动资产共计 1623.96 亿元，同比增长 10.14%，主要由发放贷款及垫款、固定资产、在建工程、油气资产和无形资产构成。

图 2　2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司发放贷款及垫款余额 111.84 亿元，同比大幅增长 47.26%；其中个人贷款和垫款占 52.86%，同比增长 86.69%，系子公司兵器装备集团财务有限责任公司汽车金融业务增加所致，其余为企业贷款和垫款。公司计提贷款损失准备 3.78 亿元，发放贷款及垫款账面价值为 108.06 亿元。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 85.45 亿元，同比增长 44.39%，主要为可供出售权益工具（占 88.74%），增加主要由于根据新会计准则将部分资产由长期股权投资调入所致；固定资产账面原值为 1327.04 亿元，同比增长 12.45%，其中机器设备、房屋及建筑物占比分别为 50.77%和 27.27%，其余为土地资产、运输工具等，构成变化不大，累计计提折旧 524.15 亿元、减值准备 78.54 亿元（其中天威集团 51.11 亿元），固定资产账面价值 724.35 亿元；在建工程 193.74 亿元，同比下降 11.67 %，主要由于长安福特生产基地、长安标致雪铁龙生产基地、缅甸 K 矿建设等项目部分转固所致，主要在建项目较上年底变化不大。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 3666.96亿元，资产结构与2014年底相比变化不大。公司应收账款283.77亿元，较2014年底增长46.53%，主要是由于特种产品一般在年底集中收款，一季度应收账款余额较多；预付账款162.53亿元，较2014年底增长35.46%，主要是长安汽车预付采购款增加和季报合并范围内部抵消不完全所致；其他应收款100.22亿元，较2014年底增长117.87%，主要由于预付工程款增加较多，且一季报中抵消不充分所致；其他流动资产122.16亿元，较2014年底大幅增加，主要由于一季报中将子公司兵器装备集团财务有限责任公司汽车金融业务形成的发放贷款及垫款计入其他流动资产所致；可供出售金融资产126.86亿元，较2014年底增长48.46%，由于权益投资工具增值所致；油气资产为0，其他非流动资产较2014年底大幅增长，主要系一季报中公司将油气资产计入其他非流动资产所致。

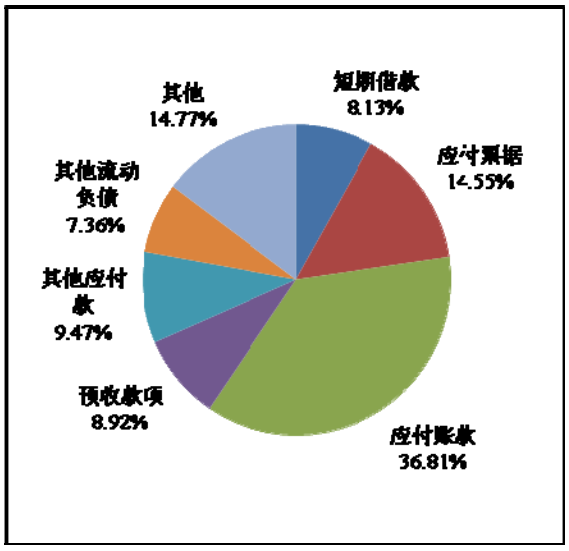
总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续扩大，资产构成稳定；货币资金充足，整体资产质量较好。

2014 年底，公司所有者权益合计 1010.78 亿元，其中少数股东权益为 582.53 亿元。归属于母公司的所有者权益 428.26 亿元中，仍以实收资本（占 40.79%）和资本公积（占 49.02%）为主。2014 年公司收到财政拨入国有资本经营预算款 10.30 亿元，实收资本相应增至 174.70 亿元；未分配利润 1.09 亿元，同比大幅下降 96.95%，系归属于母公司净利润-29.29 亿元（2014 年母公司对天威集团等长期股权投资增加计提减值准备 31.65 亿元）转入所致；其他综合收益 25.93 亿元，系根据新会计准则将原

资本公积中属于其他综合收益的部分调入所致。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 1103.07 亿元，增加主要来自少数股东权益；实收资本增至 175.55 亿元。总体看，跟踪期内公司资本金实力持续增强，所有者权益构成变动不大，稳定性较强。

截至 2014 年底，公司负债合计 2337.83 亿元，同比增长 6.65%，其中流动负债占 71.82%，负债构成变化不大，仍以流动负债为主。

图 3　2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司流动负债 1679.04 亿元，同比增长 6.36%，以应付票据和应付账款等为主。截至 2014 年底，公司短期借款 136.48 亿元，同比下降 23.31%；应付账款 618.02 亿元，同比增长 9.48%，主要是生产经营规模扩大带来的原材料采购增加，其中 1 年以内的占 90.90%；其他各主要科目变动不大。

截至 2014 年底，公司非流动负债 658.79 亿元，同比增长 7.40%，主要系长期借款和递延收益增加所致，构成仍以由长期借款和应付债券和其他非流动负债为主；新增递延收益 76.73 亿元，同时其他非流动负债由上年底的 74.23 亿元降至 0.54 亿元，系根据新会计准则将政府补助等由其他非流动负债调入递延收益所致。

截至 2014 年底，公司全部债务 908.20 亿元，同比增长 5.98%，其中短期债务占 50.73%，同比下降 1.19 个百分点；资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 69.81%、30.68%和 47.33%，整体债务负担略有下降。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 2563.89 亿元，同比增长 9.67%，仍以流动负债为主；公司全部债务 951.56 亿元，增加主要来自长期债务，长期债务占比升至 51.55%；公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 69.92%、30.78%和 46.31%。

总体看，公司负债以流动负债为主，构成较稳定；跟踪期内公司债务结构有所改善，债务负担变化不大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 102.72%和 82.12%，同比分别下降 1.40 和 0.05 个百分点，2015 年 3 月底升至 110.99%和 88.36%。2014 年公司经营现金流动负债比为 23.11%，同比上升 2.54 个百分点。考虑到公司经营活动现金流入量规模大，经营获现能力较强，且货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 334.25 亿元，同比增长 37.29%；EBITDA 利息倍数为 5.78 倍，EBITDA 对利息保护能力很强；全部债务/EBITDA 为 2.72 倍。总体看，目前公司长期偿债能力强。

目前公司处于存续期内的企业债“08 兵器装备债”待偿还本金余额 32.40 亿元，将于 2015 年 9 月到期。2014 年公司经营活动产生的现金流入量和净额分别为待偿还本金的 143.12 倍和 11.97 倍。截至 2015 年 3 月底，剔除受限资产后，公司现金类资产为待偿还本金的 26.66 倍。公司现金类资产充裕，EBITDA 和经营活动现金流对“08 兵器装备债”待偿还本金的保障能力很强。

截至 2014 年底，公司合并范围对外担保余

额 3.05 亿元，其中 1.40 亿元贷款担保的被担保人为新能源行业企业，因经营不善已资不抵债，代偿风险很高；2014 年公司因对上述企业进行担保已发生代偿损失 1.65 亿元，并计提预计负债 1.40 亿元。整体看，公司因代偿对当年利润带来一定损失；考虑到年底担保余额中存在代偿风险的金额占公司所有者权益和利润总额比例很低，对公司影响很小。

截至 2014 年底，公司本部在各家银行授信总额度为 305 亿元，其中已使用授信额度 0.30 亿元，尚未使用额度 304.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司旗下拥有 10 家上市公司的实际控制权，在资本市场具有较强的融资能力。

5. 过往债务履约情况

截至 2015 年 3 月底，天威集团在公开市场披露多笔贷款本息逾期，其发行的“11 天威 MTN2”于 2015 年 3 月 22 日未能如约支付利息，出现实质性违约。部分金融机构对天威集团及其多家子公司提起诉讼并提出财产保全的申请，天威集团正在进行债务重组。根据公司年报，截至 2014 年底，公司合并范围内银行短期借款逾期贷款本金 2.72 亿元，长期借款逾期贷款本金为 5.30 亿元，其中 701.79 万元短期借款为历史遗留问题尚未解决，剩余主要为天威集团及其子公司的逾期贷款。天威集团及其子公司多笔贷款逾期涉及相关的诉讼和保全，已进入债务重组阶段，联合资信将对债务重组情况保持持续关注。

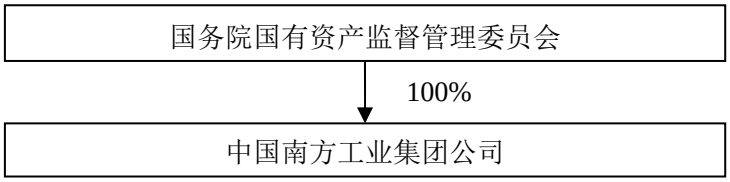
6. 抗风险能力

公司作为中央直属特大型企业集团，在中国国内汽车、摩托车、变压器等行业占有重要地位，经营规模大，整体竞争能力较强基于对公司自身经营、财务风险和行业状况等情况的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

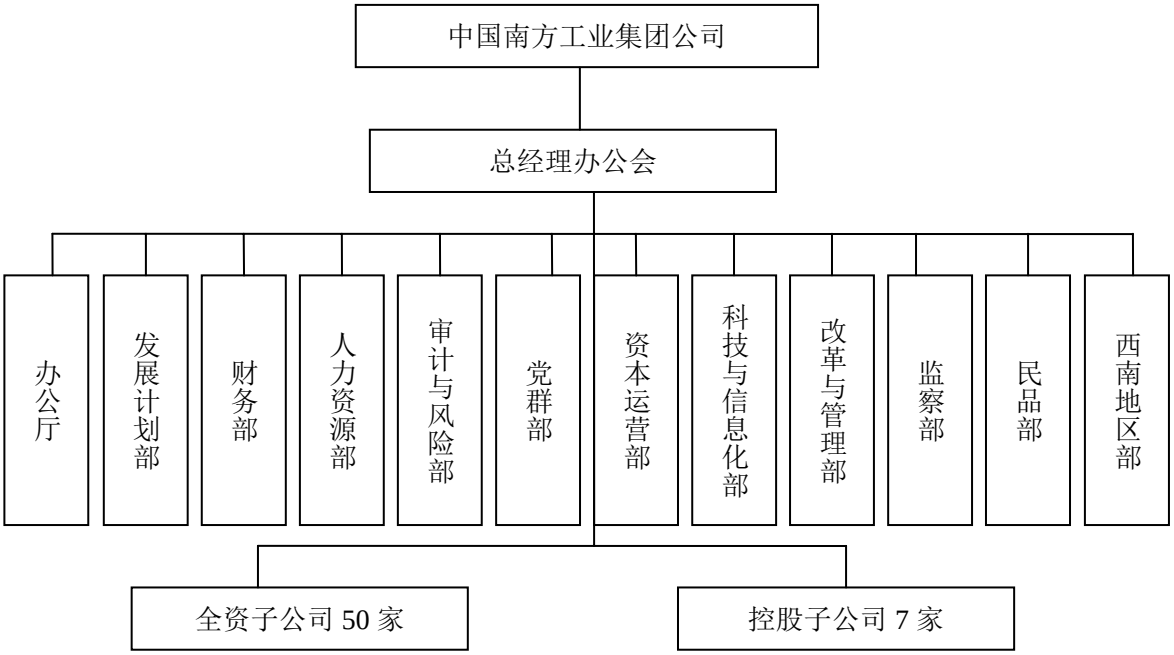
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“08 兵器装备债”AAA 的信用等级。

附表 1-1　公司股权结构图



附表 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	661.00	807.00	887.42	863.65
资产总额(亿元)	2787.28	3118.09	3348.61	3666.96
所有者权益(亿元)	811.39	926.06	1010.78	1103.07
短期债务(亿元)	514.23	444.96	460.76	461.04
长期债务(亿元)	325.59	412.03	447.44	490.52
全部债务(亿元)	839.83	856.98	908.20	951.56
营业收入(亿元)	3023.33	3612.09	4236.21	1072.59
利润总额(亿元)	83.39	101.93	169.60	81.37
EBITDA(亿元)	187.91	244.68	334.25	--
经营性净现金流(亿元)	188.28	324.69	387.95	38.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.70	9.37	9.48	--
存货周转次数(次)	7.44	8.91	10.05	--
总资产周转次数(次)	1.12	1.22	1.31	--
现金收入比(%)	99.59	107.12	105.92	106.33
营业利润率(%)	12.52	13.21	15.27	15.77
总资本收益率(%)	6.07	6.38	8.91	--
净资产收益率(%)	8.06	7.89	12.24	--
长期债务资本化比率(%)	28.64	30.79	30.68	30.78
全部债务资本化比率(%)	50.86	48.06	47.33	46.31
资产负债率(%)	70.89	70.30	69.81	69.92
流动比率(%)	99.92	104.12	102.72	110.99
速动比率(%)	76.54	82.17	82.12	88.36
经营现金流动负债比(%)	13.05	20.57	23.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.79	5.48	5.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.47	3.50	2.72	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务及全部债务相关指标计算包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券和超短期融资券；3. 2015 年 1-3 月营业收入为营业总收入。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。