跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1793 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主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“12中南方MTN1”、“13中南方MTN003”、“13中南方MTN004”、“14中南方MTN001”、“14中南方MTN002”和“14中南方MTN003”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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中期票据跟踪评级报告

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
12 中南方MTN1	30 亿元	2012/3/01-2017/3/01	AAA	AAA
13 中南方MTN003	19 亿元	2013/6/27-2018/6/27	AAA	AAA
13 中南方MTN004	19 亿元	2013/6/27-2017/6/27	AAA	AAA
14 中南方MTN001	19 亿元	2014/6/20-2019/6/20	AAA	AAA
14 中南方MTN002	16 亿元	2014/12/30-2019/12/30	AAA	AAA
14 中南方MTN003	15 亿元	2014/12/30-2017/12/30	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	807.00	887.42	1068.22	1018.71
资产总额(亿元)	3118.09	3348.61	3918.75	4010.99
所有者权益(亿元)	926.06	1010.78	1241.73	1333.97
长期债务(亿元)	412.03	447.44	281.01	340.12
全部债务(亿元)	856.98	908.20	889.15	908.11
营业收入(亿元)	3612.09	4236.21	4386.40	1150.77
利润总额(亿元)	101.93	169.60	356.26	85.20
EBITDA(亿元)	244.68	334.25	545.92	--
经营性净现金流(亿元)	324.69	387.95	428.50	12.67
营业利润率(%)	13.21	15.27	16.65	15.99
净资产收益率(%)	7.89	12.24	23.80	--
资产负债率(%)	70.30	69.81	68.31	66.74
全部债务资本化比率(%)	48.06	47.33	41.73	40.50
流动比率(%)	104.12	102.72	98.14	106.78
全部债务/EBITDA(倍)	3.50	2.72	1.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.48	5.78	9.61	--
经营现金流动负债比(%)	20.57	23.11	20.04	--

注：1. 2016 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. 2016 年 1-3 月营业收入为营业总收入。

分析师

刘 哲　景 雪
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、原子公司保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）破产重整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“12中南方MTN1”、“13中南方MTN003”、“13中南方MTN004”、“14中南方MTN001”、“14中南方MTN002”和“14中南方MTN003”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，2015年获国有资本经营预算增资10.85亿元，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，经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还中期票据保障能力强。

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。

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 12 个月内有效；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“12 中南方 MTN1”、“13 中南方 MTN003”、“13 中南方 MTN004”、“14 中南方 MTN001”、“14 中南方 MTN002”和“14 中南方 MTN003”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10000000003193号，截至2016年3月底，公司注册资本185.55亿元。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

截至2015年底，公司拥有纳入合并范围二级子公司56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 2015 年底，公司（合并）资产总额 3918.75 亿元，所有者权益合计 1241.73 亿元（其中少数股东权益 731.56 亿元）；2015 年公司实现营业收入 4386.40 亿元，利润总额 356.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 4010.99 亿元，所有者权益合计 1333.97 亿元（其中少数股东权益 802.71 亿元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 1150.77 亿元，利润总额 85.20 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析

1. 行业概述

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。2015年，中国汽车产销分别完成2450.33万辆和2459.76万辆，连续七年蝉联全球第一。

2015年，中国汽车产销分别完成2450.33万辆和2459.76万辆，同比分别增长3.3%和4.7%，低速平稳增长（乘用车销量同比增长7.3%，商用车同比下降9%）；产销增速较上年分别下降4.0和2.2个百分点；月度产销呈“中间低两头高”特征，前8月累计增速逐月下滑，从9月开始回升。跟据中汽协统计的企业上报的出口数据，2015年，汽车累计出口72.82万辆，同比下降20%；其中乘用车出口42.77万辆，同比下降19.8%；商用车出口30.05万辆，同比下降20.4%。

经营指标方面，据2015年汽车工业重点企业（集团）主要经济指标快报显示，汽车工业重点企业（集团）当年累计实现营业收入31404.01亿元，同比微增0.51%；当年累计实现利润总额3476.76亿元，同比下降2.91%；年末的应收账款额为2611.94亿元，较上年末增长39.48%，增幅较大；年末的存货金额为2386.56亿元，较上年末下降1.73%。

2016年1~3月，中国汽车产销量分别为659.05万辆和652.67万辆，同比分别增长6.18%和5.98%，增幅分别比上年同期提升0.92和2.08个百分点；乘用车销量同比增长6.75%（增幅比上年同期减缓2.20个百分点），商用车销量增长1.16%（销量结束下降）。2016年1-3月，中国品牌乘用车共销售255.33万辆，同比增长11.12%，占乘用车总销售的45.04%，占有率比上年同期提升1.77个百分点；同期的德系、日系、美系、韩系和法系乘用车销量比重分别为19.70%、13.78%、12.15%、6.51%和2.73%，与上年同期相比，日系占有率明显提升，美系略增，其他外国品牌呈一定下降，韩系降幅居前。

产业集中度方面，2015年，汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为2200.69万辆，同比增长4.7%，与行业增速一致，占汽车销售总量的89.5%，与上年同期一致。

表 1　近两年中国前十大汽车生产企业销量排名

（单位：万辆）

排名	2014 年		2015 年	
	公司	销量	公司	销量
1	上汽	558	上汽	586
2	东风	380	东风	387
3	一汽	309	一汽	284
4	长安	255	长安	278

5	北汽	240	北汽	249
6	广汽	117	广汽	130
7	华晨	80	华晨	86
8	长城	73	长城	85
9	奇瑞	49	江淮	59
10	江淮	46	吉利	56

资料来源：中国汽车工业协会

新能源汽车市场

根据中汽协的统计，2015年，新能源汽车产销量分别为340471辆和331092辆，同比分别增长3.3倍和3.4倍；其中纯电动汽车产销分别完成254633辆和247482辆，同比分别增长4.2倍和4.5倍；插电式混合动力汽车产销分别完成85838辆和83610辆，同比增长1.9倍和1.8倍，延续高速增长态势。

新能源乘用车方面，2015年，纯电动乘用车产销分别完成152172辆和146719辆，同比分别增长2.8倍和3倍；插电式混合动力乘用车产销分别完成62608辆和60663辆，同比均增长2.5倍。新能源商用车方面，同期的纯电动商用车产销分别完成102461辆和100763辆，同比分别增长10.4倍和10.6倍；插电式混合动力商用车产销分别完成23230辆和22947辆，同比增长91.1%和88.8%。

乘用车市场

乘用车市场作为汽车市场的主要构成，2015年完成销量2114.63万辆，占汽车总量的86%，首次超过2000万辆，销量同比增长7.3%，增速高于汽车总体2.5和2.6个百分点；受益于购置税减半政策，1.6升及以下乘用车销售1450.86万辆，同比增长10.38%，占乘用车销量的68.6%。分车型看，2015年，SUV和MPV销量增速分别为52.4%和10.1%，轿车和交叉型乘用车销量分别下降5.3%和17.5%，SUV延续了快速增长。

自主品牌方面，2015年，中国品牌乘用车共销售873.76万辆，同比增长15.3%，占乘用车销售总量的41.3%，比上年同期提高2.9个百分点；其中轿车销售243.03万辆，同比下降12.5%，占轿车销售总量的20.7%，比上年同期下降1.7个百分点；SUV销售334.30万辆，同比增长82.8%，占SUV销售总量的53.7%，比上年同期提高8.9个百分点，也成为拉动自主品牌份额攀升的主力因素；MPV销售186.58万辆，同比增长13.6%，占MPV销售总量的88.6%，比上年同期提高2.7个百分点。

总体看，2015年汽车行业产销规模创新高，但销量增速延续了回落态势，行业经济效益小幅下滑，汽车产业集中度维持高位。其中，受益于新能源汽车补贴政策以及1.6升及以下购置税减半政策，相应车型销量受到明显拉动；SUV维持了快速增长的销售势头，支撑自主品牌乘用车市场份额进一步提升。

2. 2015年汽车整车行业主要政策

1.6升及以下排量乘用车购置税减半

2015年9月29日，国务院常务会议确定支持新能源和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需，会议提出三项具体措施：其一，完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点（财税[2015]104号）；各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。其二，从2015年10月1日到2016年12月31日，对购买1.6升及以下排量乘用车，实施减半征收车辆购置税的优惠政策。其三，加快淘汰营运黄标车，开展清理整顿专项行动。允许地方政府将盘活的财政存量资金用于推动淘汰工作，确保到2017年全国基本淘汰黄标车。上述政策一方面将刺激小排量汽车的销量，同时对于较少采用涡轮增压技术、排量多在1.6L以上的车型销售一定程度上有所影响。

节能减排暨新能源推广政策

2012年4月，国务院办公厅在2012年4月发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》（下称《规划》）中提出了“实现2015年和2020年中国乘用车产品百公里平均燃料消耗量降至6.9L和5.0L，其中节能型乘用车标准为低于5.9L和4.5L”的目标。为落实《规划》要求，工信部组织全国汽车标准化技术委

员会启动了乘用车燃料消耗量第四阶段（2016-2020年）的制定工作，第四阶段标准在第三阶段汽、柴油车基础上，增加对天然气、新能源（含纯电动、插电式混动、燃料电池）乘用车的考核，体现了鼓励新能源、替代燃料汽车发展，鼓励轻量化发展和先进节能技术应用等导向。

燃料消耗标准方面：对于中国汽车产业来讲，在经历了2012~2014年的过渡期，2015年应是100%实施《乘用车燃料消耗量限值》中第三阶段目标值的一年（考虑到企业对百公里6.9升目标值的执行有困难，因此从2012~2014年对乘用车产品平均燃料消耗量分别有9%、6%和3%的放松幅度）。第四阶段标准自2016年开始导入：2014年末两项强制性国家标准-GB 19578-2014《乘用车燃料消耗量限值》和GB 27999-2014《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》正式发布，将于2016年1月1日起实施。

新能源汽车公共交通方面：2015年3月发布《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》，明确城市公交、出租汽车和城市物流是新能源汽车推广的重要领域；同年5月发布《关于完善城市公交车成品油价格补助政策，加快新能源汽车推广应用的通知》，明确至2019年，城市公交车成品油价格补助中的涨价补助数额与新能源公交车推广数量挂钩。补贴减税方面：2015年5月发布的《关于节约能源使用新能源车船车船税优惠政策的通知》对使用新能源车船免征车船税，节约能源车船减半征收车船税；同年12月发布《关于2016~2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，明确未来五年新能源汽车补贴标准适当退坡。

汽车制造产业升级

2015年5月，《中国制造2025》战略发布，提出通过政府引导、整合资源，实施国家制造业创新中心建设、智能制造、工业强基、绿色制造、高端装备创新等重大工程，实现新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、节能与新能源汽车等10大重点领域突破发展。之后公布了《“中国制造2025”重点领域技术路线图》（下称《路线图》），《路线图》从节能汽车、新能源汽车、智能网联汽车三个方向，从需求、目标、发展重点、应用示范工程、战略支撑五方面阐述了发展路径，相关标准建设指南、关键共性技术指南也先后出台。上述战略和规划为中国汽车产业的转型升级提供了顶层设计的系统性思路。

建立车企的退出机制

2015年11月，工信部根据《工业和信息化部关于建立汽车行业退出机制的通知》的规定，公布《特别公示车辆生产企业（第1批）》执行情况通报，14家车企被停止生产资质；同年12月，工信部再次公告《特别公示车辆生产企业（第2批）》，此次共涉及92家车企，公示期满后，未申请准入条件考核、考核不合格的企业，将被暂停车辆生产资质，且不得办理更名、迁址等基本情况变更手续。

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。2015 年公司收到财政拨入国有资本经营预算款 10.85 亿元，全部计入实收资本，增资后注册资本增至 185.55 亿元，资本金实力进一步增强。

公司汽车产业收入规模、品牌价值、行业地位、自主创新能力都稳居行业第一名，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”）成为国内首家自主品牌汽车累计产销突破千万辆、自主乘用车年产销过百万辆的企业，连续 8 年蝉联汽车行业研发能力第一，品牌价值居中国企业前十。在变压器领域，公司确立了国内龙头地位，2015 年累计销量达到 1.28 亿 kVA。

技术研发方面，公司积极贯彻国家创新驱动发展战略，以国家重点实验室、国防技术中心、企业技术中心、产学研联盟为支撑的技术

创新体系不断完善，近年来突破了近 150 项核心关键技术和前沿技术。截至 2015 年底，公司累计获得 508 项发明专利、2605 项实用新型专利和 2474 项外观设计专利。

总体看，跟踪期内，公司经营规模扩大，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。2015 年，公司实现主营业务收入 4317.28 亿元，同比增长 3.74%。从收入构成来看，公司汽车板块增长较快，占主营业务的比重持续上升；摩托车板块收入有所下滑，输变电板块收入略有增长，其他业务收入（包括石油贸易、特种设备制造、医药产品等）波动较小。

2015 年，公司主营业务毛利率为 19.41%，同比上升 1.66 个百分点，主要源自其他业务的带动；汽车板块毛利率略有下滑；摩托车板块毛利率同比下滑 4.73 个百分点至 9.86%；输变电板块毛利率较上年相比略有下滑。

2016年1~3月，公司实现主营业务收入1135.20亿元，为2015年全年的26.29%，其中汽车板块收入占比升至63.90%，摩托车和输变电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，2016年1~3月公司主营业务毛利率为18.86%，汽车板块毛利率较2015年底略有下滑，摩托车及输变电业务板块毛利率略有增长，其他业务毛利率有所下降。

表2　跟踪期内公司主营业务构成（单位：亿元、%）

产业板块	2014年			2015年			2016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
汽车及汽车零配件	2214.78	53.22	28.38	2382.52	55.19	27.26	725.35	63.90	25.00
摩托车及零配件	80.65	1.94	14.59	70.94	1.64	9.86	14.97	1.32	13.52
输变电	59.32	1.43	17.11	64.86	1.50	16.27	12.40	1.09	17.81
其他	1806.96	43.42	4.88	1798.96	41.67	9.45	382.48	33.69	7.46
合计	**4161.71**	**100.00**	**17.75**	**4317.28**	**100.00**	**19.41**	**1135.20**	**100.00**	**18.86**

资料来源：公司提供

注：新能源业务由原子公司保定天威集团运营，自 2015 年起天威集团不再纳入合并报表，合并范围内不再有新能源业务。

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 2015 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 10 大整车生产基地，拥有 31 个整车（发动机）工厂，产能达到整车 385 万辆及发动机 319 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 2015 年中国汽车销售排名中名列第四位。

2015 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。2015 年，

公司实现汽车销售 277.65 万辆，同比增长 8.98%，其中自主品牌销量 153.83 万辆，同比增长 10.96%。乘用车销量 235.33 万辆，同比增长 10.81%；商用车销量 42.32 万辆，较上年维持稳定；全年实现汽车及零配件销售收入 2382.52 亿元，同比增长 7.54%。

2016 年 1~3 月，公司销售汽车 83.85 万辆，占 2015 年销售数量的 30.20%，销售势头良好；其中乘用车 71.93 万辆，商用车 11.92 万辆，汽车板块实现销售收入 725.35 亿元，占 2015 年收入的 30.44%。

表 3 公司汽车板块经营数据（单位：万辆、亿元）

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
汽车销售数量	254.78	277.65	83.85
其中：乘用车	212.38	235.33	71.93
商用车	42.39	42.32	11.92
汽车及零配件收入	2215.57	2382.52	725.35

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，2015 年产销量继续下降，为 2007 年以来新低；公司国内市场销售摩托车 194.49 万辆，同比下降 24.58%；出口销售摩托车 57.37 万辆，同比下降 20.06%；摩托车板块（包括摩托车及零部件销售）实现销售收入为 70.94 亿元，同比下降 12.04%；毛利率为 9.86%，同比下滑 4.73 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司国内外分别销售摩托车 34.28 万辆和 13.05 万辆，分别为 2015 年全年的 17.63%和 22.75%；摩托车板块实现销售收入 14.97 亿元，占 2015 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。

输变电板块

公司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）。

2015 年和 2016 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 12815.48 万 kVA 和 3181.68 万 kVA，输变电业务整体情况良好。2015 年公司输变电板块实现营业收入 64.86 亿元，同比增长 9.34%；毛利率 16.27%，同比下滑 0.84 个百分点。

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。

在建工程

目前公司重大在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314.78亿元，截至2015年底已完成投资额127.54亿元，尚需投资187.24亿元。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，公司在建项目资金需求不会带来很大筹资压力。

表 4 截至 2015 年底公司重大在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
矿建设项目	62.67	40.07
长安福特生产基地	86.21	21.61
江铃控股生产基地	20	17.07
卡莫亚铜矿建设	13.97	7.37
长安汽车城乘用车一期项目	28	7.01
高洁净重型机械装备关重件制造技术改造项目	8.84	6.23
长安标致雪铁龙生产基地	16.58	5.31
H 系列四期项目	20.58	4.79
H 系列三期项目	8.29	3.62
未来科技城	14.5	3.13
H 平台	4.42	2.86
EA 三期项目	6.32	2.57

4.20 灾后搬迁工业园项目	6.9	2.09
北京长安生产基地	9.88	1.81
南京长安生产基地	3.75	1.09
长安铃木生产基地	3.87	0.91
合计	**314.78**	**127.54**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2012 年 3 月发行中期票据“12 中南方 MTN1”，2013 年 6 月发行中期票据“13 中南方 MTN003”、“13 中南方 MTN004”，2014 年 6 月发行中期票据“14 中南方 MTN001”，2014 年 12 月发行中期票据“14 中南方 MTN002”和“14 中南方 MTN003”，本金共计 118 亿元，已全部按计划使用完毕。

九、财务分析

公司 2015 年财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2015 年公司新纳入合并范围子公司 8 家；由于清算和出售转让，不再纳入合并范围子公司 8 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 2015 年底，公司（合并）资产总额 3918.75 亿元，所有者权益合计 1241.73 亿元（其中少数股东权益 731.56 亿元）；2015 年公司实现营业收入 4386.40 亿元，利润总额 356.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 4010.99 亿元，所有者权益合计 1333.97 亿元（其中少数股东权益 802.71 亿元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 1150.77 亿元，利润总额 85.20 亿元。

1. 盈利能力

在汽车销售收入增长的带动下，2015 年公司实现营业总收入 4404.17 亿元，同比增长 3.75%；其中营业收入 4386.40 亿元，其余为利息收入和手续费及佣金收入。公司营业成本 3535.16 亿元，同比增长 1.62%，增速低于同期营业收入，从而使得公司营业利润率自 2014 年的 15.27%升至 16.65%。

从期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）来看，2015年公司期间费用合计为491.67亿元，同比增长15.70%，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；财务费用同比增长明显，主要由于当期利息支出较多；期间费用占营业收入的11.21%，同比增加1.18个百分点。

2015年，公司发生资产减值损失40.37亿元，同比下降61.72%，主要系天威集团不再纳入合并范围所致（2014年天威集团计提资产减值损失83.41亿元）。2015年，公司投资收益113.15亿元，同比增长834.01%，其中因保定天威不纳入合并产生的收益86.32亿元。

2015年公司实现营业外收入63.24亿元，同比增长29.75%，其中包括政府扶持补助50.55亿元，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，2015年公司实现利润总额和净利润分别为356.26亿元和295.55亿元，同比分别增长85.20%和68.01%。从盈利能力指标看，2015年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升7.63和11.56个百分点，分别为16.44%和23.80%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1150.77 亿元、利润总额为 85.20 亿元，分别占 2015 年全年水平的 26.13%和 23.92%；实现投资收益 3.48 亿元、营业外收入 11.76 亿元。2016 年 1~3 月公司营业利润率[1]15.99%，较上年略有下降。

总体看，跟踪期内公司营业收入持续增长，利润规模大幅增长，但投资收益大部分系天威

[1] 2016 年 1-3 月营业利润率计算包含利息、手续费及佣金收入和支出。

集团不再纳入合并报表形成。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金4771.26亿元，同比增长6.34%；现金收入比为108.77%，收入实现质量较好。2015年，公司经营活动产生的现金流入量及净额分别为4955.06亿元和428.50亿元，同比分别增长6.86%和10.45%，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，2015年公司投资活动产生的现金流入为430.10亿元，同比增长52.85%，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582.88亿元，同比增长17.71%，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152.78亿元，净流出额同比有所下降。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资活动现金流入量为451.80亿元、流出量为605.71亿元，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持续增加，筹资活动产生的现金流量仍然表现为净流出153.91亿元，流出额同比有所增长。

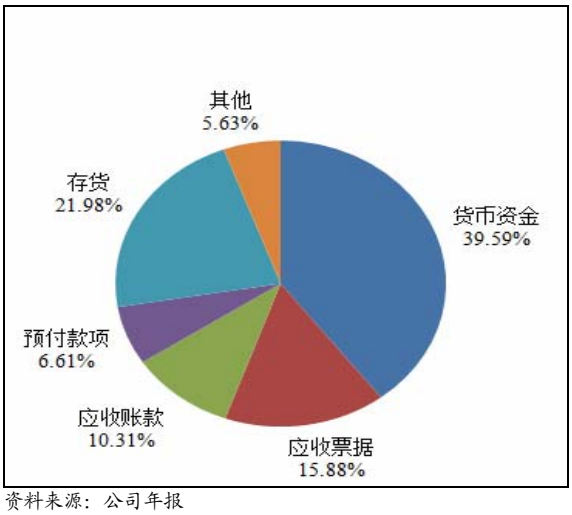
2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 12.67 亿元，投资活动现金流量净额-43.10 亿元，筹资活动现金流量净额为 17.84 亿元。

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。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 2015 年底，公司资产总额 3918.75 亿元，同比增长 17.03%，其中流动资产占 53.56%，非流动资产占 46.44%，构成仍然以流动资产为主。截至 2015 年底，公司流动资产 2098.89 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　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金 830.90 亿元，同比增长 17.85%，主要是银行存款（占 93.67%），其中使用受限的资金为 70.50 亿元，占货币资金的 8.48%，主要为保证金、存放中央银行的法定准备金等。

截至 2015 年底，公司应收票据 333.33 亿元，同比增长 19.29%，其中银行承兑汇票占 80.39%、商业承兑汇票占 19.61%；应收账款 216.40 亿元，同比增长 11.74%，坏账准备计提比例为 13.80%，计提较为充分；预付款项 138.66 亿元，同比增长 15.57%，其中 1 年以内的占 84.03%，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。

截至 2015 年底，公司存货余额 486.71 亿元，同比增长 32.35%；构成主要为原材料（占 22.54%）、自制半成品及在产品（占 11.50%）和库存商品（占 55.15%），其余为周转材料、已完工未结算工程款等，存货构成较稳定。2015 年底，公司累计计提存货跌价准备 25.35 亿元，计提比例 5.21%，存货账面价值 461.36 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动资产共计 1819.87 亿元，同比增长 12.06%，主要由发放贷款及垫款、固定资产和在建工程构成。

截至 2015 年底，公司发放贷款及垫款余额

208.25 亿元，同比大幅增长 92.71%。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值为 1401.37 亿元，同比增长 5.60%，其中机器设备、房屋及建筑物占比分别为 48.96%和 26.39%，其余为土地资产、运输工具等，构成变化不大，累计计提折旧 582.77 亿元、减值准备 34.20 亿元，固定资产账面价值 784.40 亿元；在建工程 185.01 亿元，同比下降 4.51%，主要由于长安福特生产基地、长安标致雪铁龙生产基地、长安铃木生产基地等项目部分转固所致，主要在建项目较上年底变化不大。

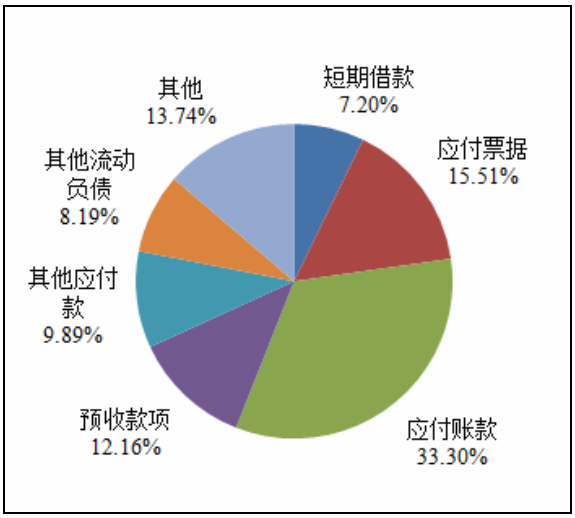
截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 4010.99亿元，资产结构与2015年底相比变化不大。公司应收账款288.62亿元，较2015年底增长33.37%，主要是由于特种产品一般在年底集中收款，一季度应收账款余额较多；其他流动资产99.07亿元，较2015年底大幅增加；其他非流动资产178.62亿元，较2015年底大幅增长，主要由于一季报中将子公司兵器装备集团财务有限责任公司汽车金融业务形成的发放贷款及垫款分别计入其他流动资产和其他非流动资产所致。

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。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 1241.73 亿元，其中少数股东权益为 731.56 亿元。归属于母公司的所有者权益中，仍以实收资本（占 36.37%）和资本公积（占 39.77%）为主。2015 年公司收到财政拨入国有资本经营预算款 10.85 亿元，实收资本相应增至 185.55 亿元；未分配利润 77.99 亿元，同比大幅增长 7086.55%，系归属于母公司净利润转入所致。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 1333.97 亿元，增加主要来自少数股东权益；未分配利润增至 121.48 亿元。总体看，跟踪期内公司资本金实力持续增强，未分配利润变动较大，稳定性尚可。

截至 2015 年底，公司负债合计 2677.02 亿元，同比增长 14.51%，其中流动负债占 79.89%，流动负债占比进一步上升。

图 2　2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司流动负债 2138.75 亿元，同比增长 27.38%，以应付票据和应付账款等为主。截至 2015 年底，公司短期借款 153.97 亿元，同比增长 12.81%；应付账款 712.11 亿元，同比增长 15.23%，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 92.76%；其他应付款 211.52 亿元，同比增长 33.08%，主要系往来款增加所致；其他流动负债 175.24 亿元，同比增长 41.84%，主要系预提费用增加所致；剩余各主要科目变动不大。

截至 2015 年底，公司非流动负债 538.27 亿元，同比下降 18.29%，主要系长期借款和应付债券减少所致，构成仍以由长期借款和应付债券为主。

截至 2015 年底，公司全部债务 889.15 亿元，同比下降 2.10%，其中短期债务占 68.40%，同比上升 17.67 个百分点；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 68.31%、18.45%和 41.73%，整体债务负担有所下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 2677.02 亿元，仍以流动负债为主；公司全部债务 908.11 亿元，增加主要来自长期债务，长期

债务占比升至37.45%；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66.74%、20.32%和40.50%。

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，债务负担有所减轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年底公司流动比率和速动比率分别为98.14%和76.56%，同比分别减少4.58和5.56个百分点，2016年3月底升至106.78%和83.80%。2015年公司经营现金流动负债比为20.04%，同比下降3.07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，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为545.92亿元，同比增长63.33%；EBITDA利息倍数为9.61倍，全部债务/EBITDA为1.63倍。总体看，公司长期偿债能力极强。

目前公司处于存续期内的中期票据待偿还本金余额118亿元，将于2017-2019年间到期。2015年公司经营活动产生的现金流入量和净额分别为上述待偿还债券本金的41.99倍和3.63倍，公司EBITDA为上述待偿还本金的4.63倍。

公司一年内到期的中期票据为“12中南方MTN1”和“13中南方MTN004”，待偿还本金合计49亿元。截至2016年3月底，公司现金类资产为一年内待偿还本金的20.79倍。总体看，公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流对公司待偿还中期票据的保障能力强。

截至2015年底，公司合并范围对外担保余额1.95亿元，因乐山乐电天威硅业有限责任公司经营不善破产，2015年公司因对其进行担保已发生代偿损失1.94亿元，并计提预计负债1.08亿元。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2016年3月底，公司本部在各家银行授信总额度为379亿元，尚未使用额度274亿元，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

公司原子公司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MTN1”、“11天威MTN2”、“12天威PPN001”和“13天威PPN001”均未能在债券到期日完成本息兑付，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，天威集团破产重整申请已获法院受理。

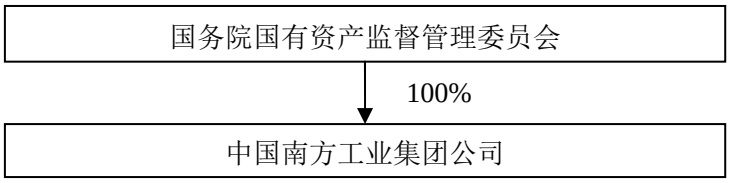
6. 抗风险能力

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。

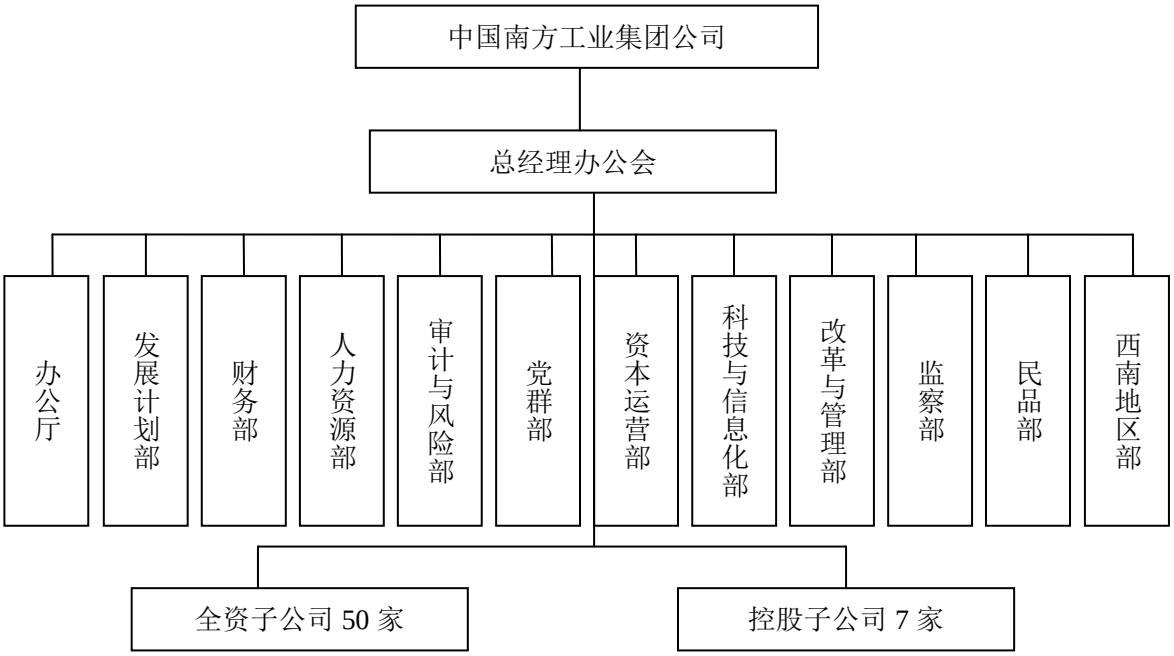
十、结论

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“12中南方MTN1”、“13中南方MTN003”、“13中南方MTN004”、“14中南方MTN001”、“14中南方MTN002”和“14中南方MTN003”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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	807.00	887.42	1068.22	1018.71
资产总额(亿元)	3118.09	3348.61	3918.75	4010.99
所有者权益(亿元)	926.06	1010.78	1241.73	1333.97
短期债务(亿元)	444.96	460.76	608.14	567.99
长期债务(亿元)	412.03	447.44	281.01	340.12
全部债务(亿元)	856.98	908.20	889.15	908.11
营业收入(亿元)	3612.09	4236.21	4386.40	1150.77
利润总额(亿元)	101.93	169.60	356.26	85.20
EBITDA(亿元)	244.68	334.25	545.92	--
经营性净现金流(亿元)	324.69	387.95	428.50	12.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.37	9.48	8.58	--
存货周转次数(次)	8.91	10.05	8.76	--
总资产周转次数(次)	1.22	1.31	1.21	--
现金收入比(%)	107.12	105.92	108.77	113.00
营业利润率(%)	13.21	15.27	16.65	15.99
总资本收益率(%)	6.38	8.91	16.44	--
净资产收益率(%)	7.89	12.24	23.80	--
长期债务资本化比率(%)	30.79	30.68	18.45	20.32
全部债务资本化比率(%)	48.06	47.33	41.73	40.50
资产负债率(%)	70.30	69.81	68.31	66.74
流动比率(%)	104.12	102.72	98.14	106.78
速动比率(%)	82.17	82.12	76.56	83.80
经营现金流动负债比(%)	20.57	23.11	20.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.48	5.78	9.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.50	2.72	1.63	--

注：1. 2016 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. 2016 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　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