跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1713 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国兵器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“07兵器债”和“08兵器债”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

中国兵器工业集团公司企业债跟踪评级报告

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
07 兵器债	12 亿元	2007/5/24-2017/5/24	AAA	AAA
08 兵器债	45 亿元	2008/7/25-2018/7/25	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)	646.29	656.29	741.37	646.03
资产总额(亿元)	2984.34	3261.45	3368.20	3407.20
所有者权益(亿元)	1166.49	1305.86	1310.41	1335.74
长期债务(亿元)	307.28	214.10	305.42	280.08
全部债务(亿元)	806.91	850.41	885.60	849.91
营业总收入(亿元)	3852.54	4042.85	3872.53	762.93
利润总额(亿元)	100.40	108.62	119.60	28.44
EBITDA(亿元)	227.65	250.74	263.38	--
经营性净现金流(亿元)	132.21	154.86	179.98	-3.35
营业利润率(%)	8.33	8.19	8.98	10.46
净资产收益率(%)	7.09	6.85	7.17	--
资产负债率(%)	60.91	59.96	61.09	60.80
全部债务资本化比率(%)	40.89	39.44	40.33	38.89
流动比率(%)	120.69	111.83	115.50	114.76
全部债务/EBITDA(倍)	3.54	3.39	3.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.04	5.64	5.80	--
经营现金流动负债比(%)	10.22	10.12	11.73	--

注:1.其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务及相关计算指标；2.长期应付款中融资租赁款已计入长期债务及相关计算指标；3.2016 年一季度财务报表未经审计。

分析师

姜 帆　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

跟踪期内，中国兵器工业集团公司（以下简称“公司”）业务整体发展良好，盈利能力略有提升，整体信用状况优良。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司一定程度上面临着军品用户单一，民品板块易受宏观经济影响等不利因素。未来，公司凭借在弹药制造行业稳固的龙头地位，仍有望保持稳健的经营及财务状况，进而对其信用基本面形成有力支撑。

“07 兵器债”由中国建设银行股份有限公司（以下称“建设银行”）提供担保，经联合资信评级，建设银行主体长期信用等级为 AAA，具有很强的担保实力，有助于进一步增强本息偿付的安全性。

综合分析，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“07 兵器债”和“08兵器债”AAA的信用等级。

优势

1. 公司是中国最大的武器装备制造企业，规模经济效益明显，整体实力强。
2. 公司业务整体发展良好，盈利能力适宜，债务负担较轻。
3. 公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量及EBITDA对待偿还债券的保障能力强。

关注

1. 近期国内宏观经济增长放缓，煤炭、矿山、铁道等投资需求下降，公司重型机械与装备多种民品销量下滑。
2. 公司涉外工程项目可能面临地域和汇率风险。

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）与中国兵器工业集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国兵器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，未因中国兵器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兵器工业集团公司提供，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关于中国兵器工业集团公司主体长期信用及存续期内相关债券“07兵器债”和“08兵器债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国兵器工业集团公司（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国有骨干企业，是国家授权投资的机构和资产经营主体，在国家财政和国家计划中实行单列。公司于1999年6月成立，取得《企业法人营业执照》，注册号为1000001003190号，注册资本2535991万元。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2016年3月底，纳入集团公司合并报表范围的二级成员单位有50家，合并持有上市公司12家，同时集团公司在全球数十个国家和地区建立了近百家海外分支机构。

公司经营范围：国有资产投资及经营管理；夜视器材、光学产品、电子与光电子产品、工程爆破与防化器材及模拟训练器材、车辆、仪器仪表、消防器材、环保设备、工程与建筑机械、信息与通讯设备、化工材料（危险品除外）、金属与非金属材料及其制品、工程建筑材料的开发、设计、制造、销售；设备维修；民用爆破器材企业的投资管理；货物仓储、工程勘察设计、施工、承包、监理；设备安装；国内展览；种植业、养殖业经营；农副产品深加工；与上述业务相关的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；进出口业务；承包境外工业工程和境内国际招标工程。坦克装甲车辆、火炮、火箭炮、火箭弹、导弹、炮弹、枪弹、炸弹、航空炸弹、深水炸弹、引信、火工品、火炸药、推进剂、战斗部、火控指挥设备、单兵武器、民用枪支弹药的开发、设计、制造、销售；对外派遣境外工业工程所需的劳务人员。

截至2015年底，公司（合并）资产总额3368.20亿元，所有者权益合计为1310.41亿元（其中少数股东权益492.35亿元）；2015年公司实现营业总收入3872.53亿元，利润总额119.60亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额3407.20亿元，所有者权益合计为1335.74亿元（其中少数股东权益515.77亿元）；2016年1～3月，公司实现营业总收入762.93亿元，利润总额28.44亿元。

公司注册地址：北京市西城区三里河路46号；法定代表人：尹家绪。

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 年底，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. 军品行业

国防科技工业作为国家战略性产业，也是国家先进装备制造业的重要组成部分和国家科技创新体系的重要力量。近年来，中国把国防科技工业作为产业结构升级、加快发展先进制造业的一个重要方面，加大了支出力度。在经济快速增长的同时，中国国防费持续稳步增长。2016 年中国国防预算增长幅度为 7.6%左右，低于 2015 年国防预算增长幅度 2.5 个百分点左右。

近年来中国国防预算支出的增加，主要用于改善军队官兵生活待遇，加强信息化建设，适当增加装备及配套设施等。2015 年国防科技工业武器装备发展、国防科技发展、科研生产水平、经济实力均迈上新台阶：装备体系向高新技术为主体转变，研发模式向自主创新转变，军工核心能力向体系化、信息化、自主化方向转变，军工发展方式向提质增效升级转变。根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所发布的《2015 年世界常规武器交易报告》，世界武器出口中，美国（33%）、俄罗斯（25%）和中国（6%）位列前三位。该报告称，2011 年至 2015 年间与 2006 年至 2010 年间相比，中国主要武器装备出口增长 88%。对外贸易已成为中国军工企业收入的新增长点。

2. 民品行业

中国的军民结合自 20 世纪 80 年代开始，2000 年国家确定了“坚持军民结合，寓军于民”方针，使中国的军转民进入新的发展阶段。2001 年以来，中国军工企业的民品快速增长，其中技术较为领先、民用市场大的电子信息产品的民用市场增长速度尤为突出。

“十二五”期间，中国大力推进军地资源开放共享和军民两用技术相互转移，逐步建立适应社会主义市场经济规律、满足打赢信息化条件下局部战争需要的中国特色军民融合式发

展体系；建立和完善军民结合、寓军于民的武器装备科研生产体系、军队人才培养体系和军队保障体系。坚持经济建设贯彻国防需求，加大重大基础设施和海洋、空天、信息等关键领域军民深度融合和共享力度。2016 年第十二届全国人民代表大会第四次会议政府工作报告明确提出，将推进军队政策制度调整改革，推动军民融合深度发展。未来民用市场释放的巨大空间将使军工企业的资源得到充分利用，同时又能够反哺军品建设。

总体而言，中国军事工业的军转民取得了较好效果，民品产值在整个军事工业产值中所占比重有了很大程度的提高。但由于军转民过程中的转化模式、企业改制、以及技术转化方面存在着一定的不足之处，暴露出技术优势不明显、企业和产品竞争力不强、经营效益不理想等问题。

（1）重型机械与装备

装备制造业作为国家工业的核心和基础，是国民经济和国防建设的重要支柱性、战略性产业。2014 年，在固定资产投资增长逐步趋缓的形势下，全年行业主要增长指标与上年持平。装备价格总趋势维持下降，虽然营收规模保持增长，但利润增速继续下降，全年库存压力增加显著。截至四季度末，装备制造业产成品价值为 1.3 万亿元，同比增长 18.3%，增速依然远高于主营业务收入 8.9%的水平。2015 年，装备制造业投资到位资金有所增长，1~11 月份，全国投资到位资金 520145 亿元，同比增长 7.9%，同期装备制造业投资 65794 亿元，同比增长 10.5%，装备价格总趋势维持下降，营收规模增速放缓，除专用设备制造业和通用设备制造业之外，其他下属板块利润总额出现不同程度的回调。

根据国家统计局提供数据显示，从装备制造业的行业分类情况上来看，2015 年，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比增长 5.3%，增速较 2014 年同期放缓 7.4%；汽车制造业增加值同比增长 4.8%，增速较 2014 年同期回落 7.0%；计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 6.9%，增速较 2014 年同期放缓 5.3%；电气机械和器材制造业增加值同比增长 4.8%，增速较 2014 年同期回落 4.6%；通用设备制造业增加值同比增长 0.3%，增速较 2014 年下降 8.8%。

整体看，2015 年，装备制造业相比 2014 年增速总体呈持续小幅回落态势，受整个工业产能过剩影响，冶金设备、矿山设备、煤炭机械等行业需求仍然低迷，且装备制造业尤其是重型机械类生产周期长、调整难度大，快速走出下行压力仍具一定挑战。

未来，中国将分步骤分阶段完成从装备制造业大国向装备制造业强国的战略转变。在国家政策的大力鼓励下，中国装备制造业有望进入加速发展阶段，在提出“向高端装备制造转化”目标的背景下，海外并购和合资建厂带来的技术引进和产业链的延伸将进一步提高中国装备制造业企业的产品附加值和竞争力，相关企业将面临新一轮的发展机遇。

（2）石油化工

从世界范围内看，全球油气资源地区分布很不均衡，受全球经济增长放缓影响，全球原油消费量增速放缓。中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国，原油消费量近年来持续增长，但资源赋存条件差，勘探程度相对较低，尚不能满足国内需求，对外依存度始终处于较高水平，2015 年底对外依存度达到 60.77%。从下游需求来看，石油化工产品是当前能源的主要供应者，其相关产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。随着中国经济进入新常态，经济增速有所放缓，预计石油化工产品的需求量增速将进一步放缓。

由于油气资源属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束，石油行业属于典型的寡头垄断行业，其相关资源和业务竞争主要集中在中石化集团公司、中国石油化工集团公司、中国海洋石油

总公司三家企业中。

原油定价方面，2011 年以来国际原油价格在高位波动，2013 年国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡。2014 年第四季度起随着世界经济复苏低于预期导致需求放缓以及美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加，国际原油价格大幅下行。2015 年，国际原油价格持续下行，连续跌破多个支撑价格。2016 年 1 月跌破 30 美元/桶。2016 年 5 月再次反弹至 45 美元/桶。从短期看，国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

虽然国内成品油价格形成机制进一步趋于市场化，但仍由政府进行适当的管理。由于国内成品油价格的调整频率和调整幅度仍相对滞后于国际原油价格的变动，因此有可能影响国内石油石化企业的炼油业务、营销及分销业务以及化工业务的经营状况。

作为国民经济的战略性支柱行业，石油石化行业整体竞争程度不高，整体获利能力较强，但由于与宏观经济关联度较大，其也存在着周期性波动风险。近几年来，中国石油化工行业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，中国经济的发展将使该行业的市场需求长期保持规模态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会保持突出。

3. 未来发展

“十三五”期间将是军工体制改革的关键时期，要切实加强国防科技工业“十三五”规划编制工作，努力推进国防科技工业科技发展由跟踪研仿向自主创新转变、能力建设由任务能力型向体系效能型转变、发展路径由内向发展向开放发展转变、体制机制由基于平台的纵向结构向基于专业化的有效竞争转变。

2016 年国防科技工业工作会议工作报告指出，“十三五”期间要坚持强军首责，推动装备跨越发展；坚持创新驱动，补齐补强短板弱项；坚持深化改革，提升发展质量效益；坚持军民融合，优化军工经济结构；坚持开放合作，加快军工“走出去”步伐；坚持协调共享，服务国家经济社会建设。

综合以上，未来随着国际政治经济形势的变化以及中国经济实力的增强，中国国防支出将保持较快增长速度，这为大型军工集团的发展提供了较好的发展空间，未来前景看好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

国务院国有资产监督管理委员会是公司实际控制人，持有公司100%股权。

2. 企业规模与竞争力

公司是中央直接管理的特大型国有重要骨干企业，是国家面对挑战和危机的战略性团队，集中了中国兵器工业的骨干研制和生产能力，代表着中国兵器工业的发展方向和水平。公司拥有研发、流通和企事业单位 700 多家，并在全球数十个国家和地区建立了近百家海外分支机构。2015 年公司在中国 500 强排序中居第 23 位，在中国制造业企业 500 强排序中居第 5 位。

总体看，公司作为中国最大的武器装备制造企业，经营规模大，整体实力强，龙头地位稳固，在国防现代化建设中具有重要地位。

六、管理分析

公司已建立规范的法人治理结构，管理制度较为完善，跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及领导变动等方面未发生重大变化。

七、经营分析

公司是中国最大的武器装备制造集团，在中国的国防现代化建设中发挥着基础性、战略性作用，同时在军转民方面已经取得显著成效。目前，公司形成了以石油化工与特种化工、重型机械与装备、海外战略资源和光电信息为主

要支撑的产业格局。公司 2015 年实现营业总收入 3872.53 亿元，同比下降 4.21%，主要来自重型装备与车辆、石油化工与特种化工及海外战略资源业务收入的减少；2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入 762.93 亿元，同比下降 5.68%，收入构成变化不大。

1．军品领域

为全面实施建设有国际竞争力的大公司和高科技现代化兵器工业的战略构想，公司在精确打击、两栖突击、远程压制、防空反导、信息夜视、高效毁伤等高新技术武器装备研发生产领域取得了长足进展，在基础技术领域方面具备了一定的能力和优势，形成了较为完整的兵器科研和生产体系，具备了自行研制和生产各类大型复杂武器系统的能力。

但是，由于公司军品用户单一，使得公司对客户的依赖程度较高，同时订单出现波动的可能性较大，可能会对公司经营业绩产生影响。

2．民品领域

近年来，公司充分利用军工技术人才和资源优势，成功培育开发了一批具有军工高科技背景的支柱民品，并形成了一定市场优势。目前，公司的民品形成了以重型装备与车辆、石油化工与特种化工、光电信息为主要支撑的三大产业格局，一批重点民品的行业优势地位和市场占有率稳步提升。

在重型装备与车辆领域，公司以提升系统集成和关重部件自主研发能力为重点，突破重车整车集成开发、重型车用发动机开发及集成、非公路矿用自卸车整车设计、工程机械智能化控制等关键技术，形成整车集成与核心关键部件相互匹配的 20 万辆以上重车产业链以及以大吨位矿用车为代表的工程机械产业群。公司重型装备与车辆板块的优势产品主要有重型汽车、矿用车、铁路货车和火车轴。

重型汽车方面，公司重型汽车业务主要由北奔重型汽车有限公司（以下简称“北奔重汽”）经营，北奔重汽已形成“北奔重卡”重车平台产品。目前北奔重汽的产品已在陆军、空军、二炮、海军航空兵、工程兵、中国维和部队等诸多兵种广泛使用，并广泛用于邮政、石油、化工等民用领域，同时覆盖占国内重型车购买力 80%以上的中小企业级私营运输户市场。除此之外，产品还远销亚洲、非洲、南美洲等多个地区的俄罗斯、埃及、巴基斯坦、新加坡、阿联酋等百余个国家。2015 年北奔重汽销售重型汽车产量和销量分别为 8799 辆、9071 辆，分别较 2014 年下降 13.70%、9.74%。北奔重汽产品以工程车辆为主，由于国内经济增速放缓，煤炭、矿山市场需求放缓，使得工程类车辆产销量下滑。

火车轴方面，目前晋西车轴股份有限公司（以下简称“晋西车轴”，公司持股 31.05%）具有年产火车轴 20 万根的能力，居世界首位，也是国内唯一一家具备车轴出口能力的生产企业。公司车轴产品国内市场占有率 50%左右，是亚洲最大的车轴生产企业，火车轴年产能 18 万根。受外贸车轴订单大幅增加影响，2015 年晋西车轴产量为 203099 根，同比增长 54.33%；销量 198777 根，同比增长 58.66%%。

矿用车辆方面，主要由内蒙古北方重工业集团有限公司及其控股的上市公司内蒙古北方重型汽车股份有限公司（以下简称“北方股份”）经营。北方股份是国内矿车行业的龙头，是专业从事非公路矿用自卸车和相关工程机械、中英美投资的国家级高新技术企业,产品包括矿用自卸车、旋挖钻机、液压缸及备件、液压挖掘机四大系列产业。2015 年公司重型矿用车产量 204 辆，同比下降 36.65%；销量 169 辆，同比下降 54.45%，一方面由于矿用自卸车的用户主要为煤炭、钢铁、有色金属、水泥等资源类行业，用户行业普遍产能过剩，矿产资源开采量锐减，直接导致对矿用设备的需求下降，市场萎缩。另一方面由于近年来矿用车行业产能迅速扩张，市场竞争加剧，出现了产品过度营销、恶性竞争的局面。同时，2015 年公司根据

市场需求变化，主动调整产品结构，转而生产高附加值产品，对销量亦有一定影响。

铁路车辆方面，主要由晋西工业集团有限责任公司、内蒙古第一机械制造集团有限公司及其控股的上市公司包头北方创业股份有限公司（以下简称“北方创业”）经营。20 多年来已累计研发、生产敞、罐车两大系列近三十个品种四万余辆。近年来，经过大规模技术改造后，北方创业装备水平达到国内一流水平，具备年产各式铁路车辆 6000 辆的生产能力。由于铁路投资减速导致需求下降，2015 年公司铁路车辆产量 1810 辆，同比下降 59.36%；销量 1458 辆，同比下降 58.18%。

在石油化工方面，主要生产企业是北方华锦化学工业集团有限公司（以下简称“华锦集团”）及其控股上市公司北方华锦化学工业股份有限公司（以下简称“华锦股份”）。华锦集团形成了石油化工、化学肥料和道路沥青三大主营业务板块，石化板块产品包括柴油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、ABS、船用燃料油、工业硫磺、石油甲苯、石油混合二甲苯等；化肥板块产品包括尿素、甲醇、液氨等；沥青板块产品包括沥青、沥青改性剂、4#轻燃料油、混合芳烃等。华锦集团拥有辽宁盘锦、辽宁葫芦岛生产基地，是辽宁省最大的地方国有独资化工企业。

特种化工方面，公司全资企业甘肃银光化学工业集团有限公司（以下简称“银光集团”）是中国聚氨酯原材料和含能材料生产基地，以含能材料、TDI（甲苯二异氰酸酯）和特种化工为核心产业链，成为我国含能材料生产品种最多、能力最大的生产、科研企业之一，具有年产 15 万吨 TDI、10 万吨 DNT、5,000 吨硝基二甲苯的生产能力，产品广泛用于聚氨酯、精细化工行业。公司拥有 TDI 自主知识产权，其主导民品 TDI 产销国内领先，DNT、硝基二甲苯产销国内第一。此外，公司在硝化棉市场也具备明显优势，下属的四川北方硝化棉股份有限公司（以下简称“北化股份”）积累了 70 多年的硝化棉产品研发和生产经验，形成了集硝化棉生产、销售、研发于一体的产业体系。北化股份硝化棉产销量连续多年排名全球第一，在世界硝化棉行业具有强劲的竞争优势。2015 年，公司石油化工和特种能源领域共实现销售收入 459.55 亿元，较上年下降 23.85%。

在光电信息与超硬材料领域，公司以光电材料与器件和人造金刚石等优势产品为代表的系列产品在国内市场也具有相当的市场优势和技术优势。其中人造金刚石产品的市场占有率位居国内第一、位居世界前列，光学玻璃制造行业 420 家骨干企业中稳居前列。2015 年公司在该领域共实现销售收入 231.48 亿元，较上年增长 19.91%。

公司在民用市场上的竞争优势主要体现在技术、人才和专用市场上。在技术上，公司通过军用技术的民用化，在部分产品上通过技术垄断占领市场；在人才上，由于军用技术研发起步较早，公司积累了一批高科技人才；在专用市场上，公司充分利用军工产品现有的技术和装备能力，对特定市场进行针对性开发，有选择的进入民品市场。

受历史原因和军工企业背景的影响，公司的民品在市场开拓和规模化经营方面还有待进一步提高。

3．战略资源领域

公司通过实施“走出去”国际化战略，初步形成了军贸、战略资源、国际工程良性互动发展的国际化营业格局。公司拥有石油产量较高的油田项目，并有多个矿产项目，稀有矿产储量丰富。

能源贸易业务和海外资源项目目前以振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”）为主，截至目前，已经在 6 个国家运营 11 个油气勘探开发区块，拥有地质储量 12.9 亿吨，在产油田年作业产量近千万吨；原油、成品油年贸易量 2500 万吨；初步建立从油气田勘探开发，到国际石油贸易、仓储运输、石油炼化的产业链。

国际工程承包业务主要由公司控股上市公司北方国际合作股份有限公司（股票代码000065，以下简称“北方国际”）经营。在国际工程承包业务方面，北方国际曾先后在亚洲、非洲、欧洲等十几个国家和地区，通过国际竞标，总承包了几十个大型工程项目，工程涉及交通、房建、能源、通讯和环保等多个行业领域，国际工程营业额近年来一直位于中国国际工程公司的前列，北方国际连续进入世界 225 家最大国际工程承包商排行榜。北方国际承揽的国际工程重大项目包括：（1）伊朗德黑兰地铁四号线项目：该项目是技术密集的特大型城市轨道交通项目，承包商以国际通行的 FIDIC-EPC 交钥匙合同条件实施工程总承包，这是承包工程领域技术含量最高、工作内容最复杂、实施难度最大的承包方式；（2）埃塞俄比亚 DBAM-1 变电站项目；（3）老挝 XESET 2 水电站项目：该项目是中老经济技术合作史上金额最大的一个项目，是老挝政府利用中国贷款进行水电开发的重点项目，是亚洲开发银行建议开发的水电项目之一；（4）刚果（金）铜钴冶炼厂项目等；（5）缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿营地建设项目等。

联合资信关注到，公司部分涉外项目的地区风险较高。中国自 2005 年 7 月对人民币实施汇率改革以来，人民币对美元汇率呈波动趋势，可能给公司涉外项目的盈利带来一定影响。

4．未来发展

“十三五”期间公司总体发展目标是：以转方式调结构为主线，更加注重转型升级，更加注重提质增效，更加注重依法治企，更加注重军民融合深度发展，深入推进全价值链体系化精益管理战略，加强党的领导强化从严治党，为加快建设技术先进、自主可控、军民融合、经济高效、充满活力的中国特色先进兵器工业体系，全面实现有质量、有效益、可持续发展作出更大的贡献，倾力谱写好中国梦的兵器篇章。

总体看，公司作为中国最大的武器装备制造集团，整体经营实力强。近几年公司个别民品行业受宏观经济影响，收入规模有所下降，但军品业务实力强劲，随着军民技术相互融合、共同推进，以及向“互联网+”等新兴战略行业的逐步转型，公司未来发展前景看好。

八、募集资金使用情况

公司于 2007 年 5 月 24 日发行 12 亿元的 10 年期的企业债券（“07 兵器债”），募集资金全部用于垂直挤压大口径厚壁无缝钢管工程项目、乙烯改扩建工程项目、环氧乙烷系列产品生产线建设项目和高效太阳电池及组件项目，上述项目总投资 748469 万元。截至目前上述项目已全部建设完成，运转正常。

公司于 2008 年 7 月 25 日发行了 45 亿元 10 年期的企业债券（08 兵器债），募集资金全部用于北方奔驰重型汽车车身车桥生产线建设项目、北方奔驰重庆北奔汽车有限公司迁址新建项目、乙烯扩建工程项目、乙烯原料工程项目、石化产品深加工项目——ABS 工程、光电产品用特种光学材料及元件生产线技术改造项目、雷达产品生产基地建设项目、高品级工业钻石及工具系列出口产品生产线技术改造项目、轻合金薄壁成型产业化建设项目等 9 个项目建设，上述项目总投资 1166874 万元。截至目前上述项目已全部建设完成，运转正常。

九、财务分析

公司 2015 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，并出具了标准无

[1] 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

保留意见的审计报告。2016 年一季度财务报表未经审计。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 3368.20 亿元，所有者权益合计为 1310.41 亿元（其中少数股东权益 492.35 亿元）；2015 年公司实现营业总收入 3872.53 亿元，利润总额 119.60 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3407.20 亿元，所有者权益合计为 1335.74 亿元（其中少数股东权益 515.77 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入 762.93 亿元，利润总额 28.44 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业总收入 3872.53 亿元，同比下降 4.21%；同期，公司营业成本同比下降 5.00%，略高于收入降幅。2015 年，公司营业利润率由 8.19%增至 8.98%。

从期间费用看，2014 年～2015 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 5.89%和 6.69%。跟踪期内，期间费用中的管理费用规模仍较大，公司对期间费用的控制能力有待加强。

2015 年，公司发生资产减值损失 16.39 亿元，主要为坏账准备 3.36 亿元和存货跌价准备 12.28 亿元。

2015 年，公司实现投资收益 25.59 亿元，同比增长 150.10%，主要是持有的可供出售金融资产等取得的投资收益增加所致，可供出售金融资产主要为股票、基金和信托产品等。

2015 年，公司营业外收入 27.61 亿元，主要为非流动资产处置利得（占 13.91%）、政府补助（占 58.42%）及债务重组利得（占 10.26%）等，占当年公司利润总额的 23.08%。近年较为稳定的政府补助占营业外收入比重保持在 50%左右。2015 年，公司利润总额 119.60 亿元，同比增长 10.11%。

从盈利指标看，2015 年公司总资本收益率为 6.21%，较上年小幅度上升，净资产收益率小幅提升，为 7.17%。

2016 年 1～3 月，公司实现营业总收入 762.93 亿元，实现利润总额 28.44 亿元。

总体看，跟踪期内随着国民经济和国防现代化建设的发展以及公司资源整合和产品结构升级调整的进一步落实，公司利润规模扩大，盈利能力适宜。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年公司经营活动产生的现金流入量 4011.76 亿元，同比下降 5.37%；经营活动现金净流量 179.98 亿元，同比增长 16.22%。从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 100.04%，保持小幅下降趋势。

投资活动方面，2015 年公司投资活动的现金流入量（主要包括收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金）为 575.00 亿元，同比大幅增长 81.10%；公司投资支出规模大，2015 年投资活动现金流出量为 709.63 亿元；近年公司投资活动产生的现金流量净额为负值，2015 年为 -134.63 亿元。

2014 年～2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 41.17 亿元和 45.35 亿元。公司经营现金净流入能够覆盖投资活动的资本支出，公司外部融资压力有下降趋势。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入 929.70 亿元，同比下降 13.92%，主要是借款所收到的现金；筹资活动现金流出 916.08 亿元，同比下降 14.60%，主要是偿还债务所支出的现金。2015 年筹资活动现金净流量为 13.62 亿元。

2016 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 753.18 亿元，由于公司年末集中回款特性，全年应收账款在四季度收回的比例较大，公司一季度现金收入比下降至 98.72%，经营活动产生的现金流量净额-3.35 亿元；投资活动产生的现金流量净额-17.96 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-52.78 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现

金能力较强，对外投资仍保持较大规模，但目前公司经营现金净流入能够覆盖投资活动的资本支出，公司外部融资压力有所下降。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 3368.20 亿元，同比增长 3.27%；其中流动资产占 52.60%，非流动资产占 47.40%。资产结构变化不大。

截至 2015 年底，公司流动资产 1771.70 亿元，同比增长 3.58%，主要体现为货币资金和一年内到期的非流动资产等科目的增长。

截至 2015 年底，公司货币资金 582.98 亿元，主要为银行存款（498.24 亿元）及其他货币资金（84.45 亿元），剩余少量库存现金。其中受限资金 46.79 亿元，主要因质押担保受限。总体看，公司货币资金较为充裕。

截至 2015 年底，公司应收票据为 158.07 亿元，较上年增长 10.16%，其中银行承兑汇票占 35.05%，商业承兑汇票占 64.95%。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 304.62 亿元，较上年增长 14.58%。公司按账龄组合应收账款中 1 年以内占 86.73%，1～2 年占 6.04%，2 年以上占 7.23%；截至 2015 年底，公司对应收账款共计提了 45.36 亿元坏账准备，计提比例为 14.89%。

截至 2015 年底，公司存货账面余额 423.15 亿元，主要为原材料（占 28.40%）、自制半成品及在产品（占 25.91%）及库存商品（占 44.15%）。截至 2015 年底，公司对存货共计提了 55.92 亿元坏账准备，计提比例为 13.22%，公司存货价值 367.22 亿元，较上年下降 9.87%。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 56.43 亿元，较上年下降 25.45%，主要系公司购买理财产品减少所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 1596.50 亿元，同比增长 2.94%，主要体现为可供出售金融资产、油气资产和无形资产等科目的增长。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 172.14 亿元，同比增长 46.60%，主要是北方公司、财务公司等子公司进行的股票、基金和信托等投资，以公允价值计量。公司固定资产原值 1432.79 亿元，较上年增长 4.55%，其中土地资产占 6.68%，房屋及建筑物占 32.21%，机器设备占 52.44%；计提累计折旧 589.85 亿元，固定资产减值准备 35.32 亿元；公司在建工程 201.57 亿元，与上年基本持平。公司油气资产 201.73 亿元，全部为探明矿区权益和井及相关设施，较上年增长 5.18%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 3407.20 亿元，与 2015 年底相比，公司资产构成变化不大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 1310.41 亿元，较上年略有增长，归属于母公司所有者权益合计 818.06 亿元，其中未分配利润、实收资本、资本公积和盈余公积分别占 12.43%、36.54%、32.70%和 16.35%。实收资本的增长主要是财政部对公司代管且并表的财政部下属事业单位增资所致；未分配利润的减少主要是公司进行中央企业清产核资，对部分公司不良资产进行核销核减。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 1335.74 亿元，较 2015 年底增长 1.93%。总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，权益稳定性尚可。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 2057.79 亿元，较上年增长 5.23%，其中流动负债占 74.55%，占比有所下降。

截至 2015 年底，公司流动负债 1534.01 亿元，较上年变化不大。构成以短期借款（占 15.34%）、应付票据（占 16.23%）、应付账款（占 27.75%）、预收款项（占 18.35%）为主。

截至 2015 年底，公司非流动负债 523.79 亿元，较上年增长 22.95%，主要是由于长期借款和应付债券的增加。

截至2016年3月底，公司负债合计2071.46亿元，负债规模上升，主要体现为其他流动负债的增长；与2015年底相比，公司负债构成变化不大。

截至2015年底，公司全部债务885.60亿元，同比增长4.14%，其中短期债务占65.51%。2015年公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为61.09%和40.33%，较2014年均有所增长。2016年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.80%和38.89%。

总体看，公司资产中流动资产和非流动资产占比相差不大，所有者权益稳定性尚可，跟踪期内公司负债规模小幅增长，构成以流动负债为主，目前整体债务负担适宜。

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有所增长至115.50%和91.56%；2016年3月底分别为114.76%和88.51%。2015年公司经营现金流动负债比由10.12%增至11.73%。考虑到公司货币资金充裕，经营活动现金流入量规模大，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA利息倍数较2014年略有增长，为5.80倍，公司利息支付能力较强；2015年全部债务/EBITDA降至3.36倍。总体看，公司EBITDA对利息覆盖程度高，对全部债务保障程度处于适宜水平，公司长期偿债能力很强。

截至2015年底，公司对集团外担保事项共20项，担保金额3.08亿元，主要是江麓机电集团有限公司等公司贸易融资业务进行的担保；担保比率为0.23%，对外担保比率很低，对公司影响很小。

公司已与多家商业银行建立稳固的合作关系，截至2016年3月底，公司本部共获得商业银行授信总额（部分银行授信包含债券授信）2750亿元，其中未使用授信额度1935亿元，公司间接融资渠道非常畅通。同时公司直接或间接控制北方股份等12家上市公司，直接融资渠道畅通。总体看，公司的综合融资能力很强，能够有效降低流动性风险。

2015年，公司经营活动产生的现金流入量为4011.76亿元，为待偿还债券本金（“07兵器债”+“08兵器债”）的70.38倍；经营活动产生的现金流量净额为179.98亿元，为待偿还债券本金总额的3.16倍。2015年公司EBITDA为263.38亿元，为待偿还债券本金总额的4.62倍。公司待偿还债券本金偿还期限分布较合理，公司EBITDA和经营活动现金流入量对公司待偿还债券的保障能力强。

5. 债权保护条款

公司2007年5月24日发行的“07兵器债”由中国建设银行股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任担保，经联合资信评级，中国建设银行股份有限公司主体长期信用等级为AAA。中国建设银行股份有限公司担保实力很强，有助于进一步增强该期债项本息偿付的安全性。

6. 过往债务履约情况

根据公开市场信息，公司本部近三年无未结清和已结清的不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

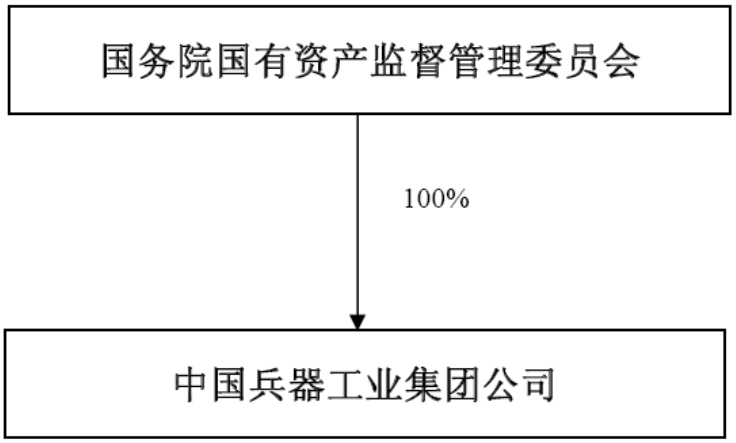
7. 抗风险能力

公司作为中国最大的武器装备制造企业，通过并购及资源整合，经营规模扩大，整体实力增强，垄断优势明显。综合来看，公司整体抗风险能力极强。

十、结论

综合分析，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“07兵器债”和“08兵器债”AAA的信用等级。

附件 1　公司股权结构图、组织机构图





附件 2　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	646.29	656.29	741.37	646.03
资产总额(亿元)	2984.34	3261.45	3368.20	3407.20
所有者权益(亿元)	1166.49	1305.86	1310.41	1335.74
短期债务(亿元)	499.63	631.90	580.18	569.84
长期债务(亿元)	307.28	218.52	305.42	280.08
全部债务(亿元)	806.91	850.41	885.60	849.91
营业总收入(亿元)	3852.54	4042.85	3872.53	762.93
利润总额(亿元)	100.40	108.62	119.60	28.44
EBITDA(亿元)	227.65	250.74	263.38	--
经营性净现金流(亿元)	132.21	154.86	179.98	-3.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.35	9.72	9.60	--
存货周转次数(次)	8.96	9.33	9.04	--
总资产周转次数(次)	1.32	1.29	1.17	--
现金收入比(%)	102.59	101.82	100.04	98.72
营业利润率(%)	8.33	8.19	8.98	10.46
总资本收益率(%)	5.82	6.08	6.21	--
净资产收益率(%)	7.09	6.85	7.17	--
长期债务资本化比率(%)	20.85	14.09	18.90	17.33
全部债务资本化比率(%)	40.89	39.44	40.33	38.89
资产负债率(%)	60.91	59.96	61.09	60.80
流动比率(%)	120.69	111.83	115.50	114.76
速动比率(%)	91.11	85.19	91.56	88.51
经营现金流动负债比(%)	10.22	10.12	11.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.04	5.64	5.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.54	3.39	3.36	--

注：1.其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务及相关计算指标；
2.长期应付款中融资租赁款已计入长期债务及相关计算指标；
3.2016 年一季度财务报表未经审计。

附件 3　有关指标的计算公式

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/营业总收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×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
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×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%
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/利息支出

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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。