跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1154 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“08兵器债”、“14兵器MTN001”、“14兵器MTN002”、“15兵器MTN001”和“16兵器MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 兵器债	45 亿元	2008/7/25-2018/7/25	AAA	AAA
14 兵器 MTN001	13 亿元	2014/5/16-2019/5/16	AAA	AAA
14 兵器 MTN002	8.5 亿元	2014/9/15-2017/9/15	AAA	AAA
15 兵器 MTN001	9 亿元	2015/11/25-2020/11/25	AAA	AAA
16 兵器 MTN001	50 亿元	2016/4/8-2021/4/8	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	656.29	741.37	812.51	634.49
资产总额(亿元)	3261.45	3368.20	3692.95	3708.39
所有者权益(亿元)	1305.86	1310.41	1460.05	1474.30
短期债务(亿元)	631.90	580.18	684.99	609.13
长期债务(亿元)	218.52	305.42	328.06	342.88
全部债务(亿元)	850.41	885.60	1013.04	952.01
营业总收入(亿元)	4042.85	3872.53	4074.06	1042.39
利润总额(亿元)	108.62	119.60	135.26	44.35
EBITDA(亿元)	250.74	263.38	298.48	--
经营性净现金流(亿元)	154.86	179.98	170.13	-24.26
营业利润率(%)	8.19	8.98	9.73	8.89
净资产收益率(%)	6.85	7.17	7.19	--
资产负债率(%)	59.96	61.09	60.46	60.24
全部债务资本化比率(%)	39.44	40.33	40.96	39.24
流动比率(%)	111.83	115.50	120.96	115.76
全部债务/EBITDA(倍)	3.39	3.36	3.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.64	5.80	5.96	--

注：1.其他流动负债中的短期融资券和超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；3.2017 年一季度财务报表未经审计。

分析师

姜 帆　景 雪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中国兵器工业集团（以下简称“公司”）是国家安全和三军装备发展的基础，是陆军装备研制生产的主体，是三军毁伤打击和信息化装备发展的骨干，规模经济效益明显，整体实力强。跟踪期内，公司业务发展良好，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。

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“08 兵器债”、“14 兵器 MTN001”、“14 兵器 MTN002”、“15 兵器 MTN001”和“16 兵器 MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 公司是国家安全和三军装备发展的基础，是陆军装备研制生产的主体，是三军毁伤打击和信息化装备发展的骨干，规模经济效益明显，整体实力强。
2. 跟踪期内，公司业务发展良好，盈利能力适宜，债务负担较轻。
3. 公司现金类资产充裕，EBITDA对存续债券的保障能力强。

关注

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国兵器工业集团公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国兵器工业集团公司跟踪评级报告

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2017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2016年底，公司（合并）资产总额3692.95亿元，所有者权益合计为1460.05亿元（其中少数股东权益528.76亿元）；2016年公司实现营业总收入4074.06亿元，利润总额135.26亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额3708.39亿元，所有者权益合计为1474.30亿元（其中少数股东权益511.07亿元）；2017年1～3月，公司实现营业总收入1042.39亿元，利润总额44.35亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

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。

公司于2014年5月16日发行13亿元5年期中期票据“14兵器MTN001”，于2014年9月15日发行8.5亿元3年期中期票据“14兵器MTN002”，于2015年11月25日发行9亿元5年期中期票据“15兵器MTN001”，于2016年4月8日发行50亿元5年期中期票据“16兵器MTN001”，全部用于补充营运资金，截至目前募集资金已全部使用，均按时完成付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进

程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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，中国经济持续发展，国家经济实力和综合国力显著增强，为国防工业增加投入、稳定发展创造了有利条件，国防支出总体呈上升趋势。

“十三五”期间，国防科技工业将落实总体国家安全观，实施创新驱动发展和军民融合发展战略，着力突破制约发展的一系列重大瓶颈问题，提高军工有效供给能力，全面深化改革，加强法治军工和人才队伍建设，把国防科技工业打造成国家创新高地，建设中国特色先进国防科技工业体系，实现由军工大国向军工强国的迈进。2016 年中国国防预算达到 9543.54 亿元，同比增长 7.6%，增速有所放缓。

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。

2016 年国防科技工业工作会议强调国防科技工业“十三五”发展的工作思路和重点：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。

《国防科技工业中长期科学和技术发展规划纲要》指出，未来十五年国防科技工业把增强自主创新能力作为发展国防科技的战略基点，加快转型升级，达成五大科技发展目标，实现国防科技重大跨越：一是高新技术武器装备研制能力实现跨越；二是军民结合高技术产业发展实现跨越；三是军工制造技术实现跨越；四是国防基础与前沿技术实现跨越；五是国防科技创新保障能力实现跨越。

总体看，中国国防科技工业军民结合、寓军于民的发展格局已基本形成，军民结合优势产品正在形成新的经济增长点。同时，国防科工部门通过相关政策，从资本、技术和产业融合来支持军民结合、协同发展。

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。

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。

六、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、流通和企事业单位近 700 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。2016 年公司在中国 500 强排序中居第 30 位，在中国制造业企业 500 强排序中居第 7 位。

总体看，公司作为国家安全和三军装备发展的基础，陆军装备研制生产的主体，三军毁伤打击和信息化装备发展的骨干，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。

七、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、管理制度以及高管人员等方面未发生重大变化。

八、经营分析

公司是国家安全和三军装备发展的基础，是陆军装备研制生产的主体，是三军毁伤打击和信息化装备发展的骨干，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，公司形成了以重型装备与车辆、石油化工与特种化工、光电信息与新能源新材料和海外战略资源为主要支撑的产业格局。公司 2016 年实现营业总收入 4074.06 亿元，同比增长 5.20%，主要来自海外战略资源业务收入的增加；2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 1042.39 亿元，同比增长 36.63%，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。

公司在重型装备与车辆的优势民品产品主要有重型汽车、火车轴、矿用车和铁路车辆。

重型汽车方面，公司重型汽车业务由下属二级子公司内蒙古第一机械集团有限公司及其下属控股子公司北奔重型汽车有限公司（以下简称“北奔重汽”）负责经营，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、南美洲等多个地区包括俄罗斯、埃

及、巴基斯坦、新加坡、阿联酋在内百余个国家。2016 年公司重型汽车产量和销量分别为 7566 辆、8503 辆，分别较 2015 年下降 14.01%、6.26%。北奔重汽产品以工程车辆为主，由于基建投资放缓，使得工程类车辆产销量下滑。

火车轴方面，由下属二级子公司晋西工业集团有限责任公司及其控股的上市公司晋西车轴股份有限公司（以下简称“晋西车轴”）负责经营。截至 2016 年底，晋西车轴资产总额 36.82 亿元，所有者权益 31.04 亿元；2016 年实现营业收入 9.61 亿元，利润总额 0.30 亿元。目前晋西车轴具有年产火车轴 17 万根的能力，在国内市场占有率达 50%左右，是亚洲最大的车轴生产企业。受结构调整和美国铁路车轴更新换代结束，外贸车轴订单减少影响，2016 年公司火车轴产量为 76932 根，同比下降 62.12%；销量 66563 根，同比下降 66.51%。

矿用车辆方面，由下属二级子公司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”）负责经营。截至 2016 年底，北方股份资产总额 20.92 亿元，所有者权益 9.12 亿元；2016 年实现营业收入 8.83 亿元，利润总额 0.17 亿元。北方股份拥有世界领先的 TEREX 技术支持，并通过不断丰富和完善 TR 系列载重 25～100 吨矿用车产业链，逐步引进和开发 TA 系列铰接式自卸车和 MT 系列载重 154 吨以上电驱动矿用自卸车，成为产品门类齐全、自成体系，适应市场多样化和综合配套生产、销售与售后服务一体化的国家矿用车研发及生产基地。此外，北方股份还成功研发了系列矿用车、液压挖掘机、旋挖钻机、煤矿井下综采设备等技术含量高、市场潜力大的产品。受下游需求持续低迷影响，2016 年公司重型矿用车产量 61 辆，同比下降 70.10%；销量 149 辆，同比下降 11.83%。同时，根据市场需求变化，公司主动调整产品结构，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，主要由下属二级子公司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（以下简称“一机集团”）及其控股的上市公司内蒙古第一机械集团股份有限公司（原包头北方创业股份有限公司，以下简称“内蒙一机”）经营。2016 年 12 月 12 日，原包头北方创业股份有限公司（以下简称“北方创业”）和一机集团、山西北方机械控股有限公司（以下简称“北方机械控股”）签署《资产交割协议》，确认以 2016 年 12 月 12 日作为资产交割日，一机集团、北方机械控股已实质性完成了向北方创业的交割资产的相关手续。北方创业以 9.71 元/股的价格向一机集团发行 675532214 股份购买其持有的主要经营性资产及负债，向北方机械控股发行 43767822 股份及支付现金 7499.75 万元购买其持有的山西北方机械有限责任公司 100%股权。截至 2016 年底，内蒙一机资产总额 140.74 亿元，所有者权益 73.03 亿元；2016 年实现营业收入 100.60 亿元，利润总额 5.55 亿元。铁路货车整车及配件是内蒙一机的核心业务，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，内蒙一机装备水平达到国内一流水平，具备年产各式铁路车辆 6500 辆的生产能力。2016 年公司铁路车辆产量 2053 辆，同比增长 13.43%；销量 1871 辆，同比增长 28.33%。

石油化工与特种化工方面，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”）。截至 2016 年底，华锦股份资产总额 313.71 亿元，所有者权益 110.84 亿元；2016 年实现营业收入 291.04 亿元，利润总额 21.72 亿元。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、新疆库车三个生产基地，是辽宁省最大的地方国有独资化工企业。截至2016年底，华锦集团拥有600万吨/年的炼油能力，柴油产能210万吨/年，乙烯产能45万吨/年。在化肥产业上，华锦集团拥有国内大型尿素（气头尿素）生产基地，截至2016年底尿素产能150万吨/年。华锦集团在化工原料与产品方面的代表产品有TDI、乙醇胺等。此外，华锦集团全资子公司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，成为中国含能材料生产品种最多、能力最大的生产、科研企业之一，产品广泛用于聚氨酯、精细化工行业。银光集团拥有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。截至2016年底，银光集团具有年产10万吨TDI、10万吨DNT、5000吨硝基二甲苯的生产能力。另外，公司在硝化棉市场也具备明显优势，其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。2016年，公司石油化工和特种化工领域共实现销售收入454.76亿元，较上年下降1.01%。

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。2016年公司在该领域共实现销售收入232.01亿元，较上年增长0.83%。

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。振华石油是国际化的专业石油公司，是国家重点支持的主要从事石油产业投资、海外油气勘探开发、国际石油贸易、石油炼化、油品储运等业务的国有石油公司。截至2016年底，振华石油已经在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6500万吨，年销售收入超千亿元。

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。截至 2016 年底，北方国际资产总额 121.48 亿元，所有者权益 36.61 亿元；2016 年实现营业收入 87.62 亿元，利润总额 6.42 亿元。

联合资信关注到，公司部分涉外项目地区风险较高。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。

总体看，公司作为国家安全和三军装备发展的基础，陆军装备研制生产的主体，三军毁伤打击和信息化装备发展的骨干，整体经营实力强。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。

九、财务分析

公司 2016 年度财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年一季度财务报表未经审计。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 3692.95 亿元，所有者权益合计为 1460.05 亿元（其中少数股东权益 528.76 亿元）；2016 年公司实现营业总收入 4074.06 亿元，利润总额 135.26 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3708.39 亿元，所有者权益合计为 1474.30 亿元（其中少数股东权益 511.07 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 1042.39 亿元，利润总额 44.35 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 3692.95 亿元，同比增长 9.64%；其中流动资产占 54.43%，非流动资产占 45.57%。资产结构变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产 2009.89 亿元，同比增长 13.44%，主要体现为货币资金和其他流动资产等科目的增长。

截至 2016 年底，公司货币资金 656.60 亿元，主要为银行存款（590.58 亿元）及其他货币资金（65.61 亿元），剩余少量库存现金。其中受限资金 43.03 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及存放中央银行法定存款准备金。总体看，公司货币资金较为充裕。

截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 330.17 亿元，较上年增长 8.39%。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中 1 年以内占 91.99%，1～2 年占 5.58%，2 年以上占 2.43%；截至 2016 年底，公司对应收账款共计提了 44.17 亿元坏账准备，计提比例为 13.38%。

截至 2016 年底，公司存货账面余额 447.01 亿元，主要为原材料（占 27.32%）、自制半成

[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。

品及在产品（占 25.09%）和库存商品（占 46.16%）。截至 2016 年底，公司对存货共计提了 43.63 亿元坏账准备，计提比例为 9.76%，公司存货价值 403.38 亿元，较上年增长 9.85%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动资产为 31.71 亿元，较上年下降 39.10%，主要系购买的信托产品和资管产品减少所致。

截至 2016 年底，公司其他流动资产为 129.29 亿元，较上年增长 129.11%，主要系中国北方工业公司（以下简称“北方公司”）所属企业多在外汇管制国家，下属单位结售汇需要北方公司代理办理，代理业务资产随之增加，以及购买理财产品增加所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 1683.06 亿元，同比增长 5.42%，主要体现为可供出售金融资产、固定资产和无形资产等科目的增长。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 203.14 亿元，同比增长 18.01%，主要系公司持有信托及资管产品、股权投资、专户及其他投资等，其中以公允价值计量资产 138.63 亿元，主要系可供出售权益工具，累计计入其他综合收益的公允价值变动金额 20.16 亿元。公司固定资产原值 1495.08 亿元，较上年增长 4.35%，其中土地资产占 5.69%，房屋及建筑物占 32.95%，机器设备占 52.86%；累计计提折旧 638.71 亿元，固定资产减值准备 36.13 亿元；公司在建工程 176.10 亿元，同比下降 12.64%。公司油气资产 207.30 亿元，全部为探明矿区权益和井及相关设施，较上年增长 2.76%。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 3708.39 亿元，与 2016 年底相比，公司资产构成变化不大。

总体看，公司资产中流动资产和非流动资产结构稳定，流动资产构成中以货币资金和存货为主，资产流动性较好，非流动资产集中于固定资产和在建工程。公司资产构成符合业务特点，整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 1460.05 亿元，较上年有所增长，归属于母公司所有者权益合计 931.28 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 5.70%、46.92%、29.75%和 15.17%。实收资本的增长主要是国有资本金投入及资本公积、盈余公积等转增所致；未分配利润的减少主要是北方公司增资扩股，将未分配利润转增实收资本。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 1474.30 亿元，较 2016 年底变化不大。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 2016 年底，公司负债合计 2232.90 亿元，较上年增长 8.51%，其中流动负债占 74.41%，占比变化不大。

截至 2016 年底，公司流动负债 1661.61 亿元，较上年增长 8.32%。构成以短期借款（占 17.12%）、应付票据（占 14.20%）、应付账款（占 26.31%）、预收款项（占 15.12%）为主。

截至 2016 年底，公司非流动负债 571.29 亿元，较上年增长 9.07%，主要是由于应付债券和长期应付款的增加。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 2234.10 亿元，负债规模基本保持不变；与 2016 年底相比，公司负债构成变化不大。

截至 2016 年底，公司全部债务 1013.04 亿元，同比增长 14.39%，其中短期债务占 67.62%。2016 年公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 60.46%和 40.96%，较 2015 年底变化较小。2017 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.24%和 39.24%。

总体看，公司资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。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业总收入 4074.06 亿

元，同比增长 5.20%；同期，公司营业成本同比增长 4.18%，略低于收入增幅。2016 年，公司营业利润率由上年的 8.98%增至 9.73%。

从期间费用看，2015～2016 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 6.69%和 6.47%。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。

2016 年，公司发生资产减值损失 39.20 亿元，主要为坏账准备 23.23 亿元和存货跌价准备 8.07 亿元。

2016 年，公司实现投资收益 20.71 亿元，同比下降 19.04%，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益和持有的可供出售金融资产等取得的投资收益，同比构成变化不大，稳定性强。

2016 年，公司营业外收入 28.85 亿元，主要为非流动资产处置利得（占 9.60%）、项目专项补助（占 66.99%）及债务重组利得（占 10.52%）等，占当年公司利润总额的 21.33%。近年较为稳定的政府补助占营业外收入比重保持在 50%以上。2016 年，公司利润总额 135.26 亿元，同比增长 13.09%，其中非经营性损益对利润贡献为 36.63%。

从盈利指标看，2016 年公司总资本收益率为 6.02%，净资产收益率为 7.19%，较上年变化较小。

2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 1042.39 亿元，实现利润总额 44.35 亿元。

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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司经营活动产生的现金流入量 4257.23 亿元，同比增长 6.12%；经营活动现金净流量 170.13 亿元，同比下降 5.47%。从收入实现质量看，2016 年公司现金收入比为 100.77%，较上年变化不大。

投资活动方面，2016 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 625.04 亿元，同比增长 8.70%；公司投资支出规模大，2016 年投资活动现金流出量为 865.12 亿元；近年公司投资活动均表现为净流出，2016 年为-240.08 亿元。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-69.95 亿元。公司经营现金净流入未覆盖当期投资活动的资本支出，公司外部融资压力有上升趋势。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入 1144.72 亿元，同比增长 23.13%，主要是借款所收到的现金；筹资活动现金流出 1002.42 亿元，同比增长 9.42%，主要是偿还债务所支出的现金。2016 年筹资活动现金净流量为 142.31 亿元。

2017 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 1089.07 亿元，由于 2016 年年底军品结算滞后，致使当期军品预付款集中到付，公司一季度现金收入比上升至 104.48%，经营活动产生的现金流量净额-24.26 亿元；投资活动产生的现金流量净额-16.68 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-6.78 亿元。

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不能够覆盖投资活动的资本支出，公司外部融资压力有所上升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底公司流动比率和速动比率分别增长至 120.96%和 96.68%；2017 年 3 月底分别为 115.76%和 86.97%。2016 年公司经营现金流动负债比由上年的 11.73%降至 10.24%。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，2016 年公司 EBITDA 利息倍数较 2015 年略有增长至 5.96

倍，公司利息支付能力较强；2016 年全部债务/EBITDA 为 3.39 倍，较上年变化不大。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，公司长期偿债能力强。

截至 2016 年底，公司对集团外担保事项共 26 项，担保金额 2.34 亿元，主要是下属子公司北奔重汽及江麓机电集团有限公司等公司销售融资业务进行的担保；担保比率为 0.16%，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 1954 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内蒙一机等 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。

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

公司作为国家安全和三军装备发展的基础，陆军装备研制生产的主体，三军毁伤打击和信息化装备发展的骨干，通过并购及资源整合，经营规模不断扩大，整体竞争实力强，垄断优势明显。综合来看，公司整体抗风险能力极强。

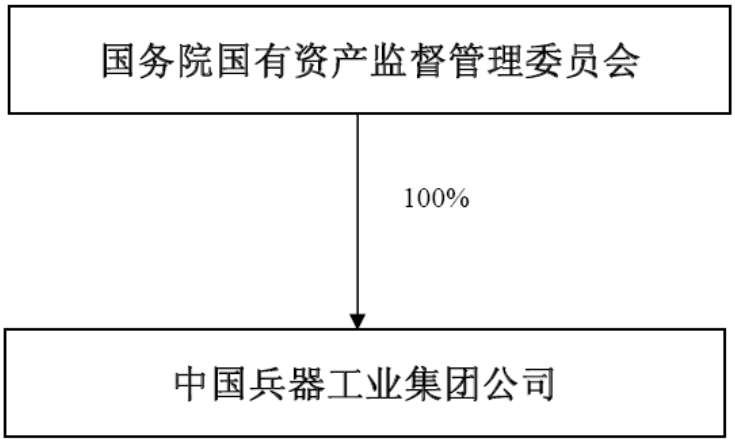
十、存续期内债券偿还能力分析

2016年，公司EBITDA为298.48亿元，为存续债券“08兵器债”、“14兵器MTN001”、“14兵器MTN002”、“15兵器MTN001”、“16兵器MTN001”合计本金的2.38倍。公司存续债券本金偿还期限分布较合理，公司EBITDA对公司存续债券的保障能力强。

十一、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“08 兵器债”、“14 兵器 MTN001”、“14 兵器 MTN002”、“15 兵器 MTN001”和“16 兵器 MTN001”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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	656.29	741.37	812.51	634.49
资产总额(亿元)	3261.45	3368.20	3692.95	3708.39
所有者权益(亿元)	1305.86	1310.41	1460.05	1474.30
短期债务(亿元)	631.90	580.18	684.99	609.13
长期债务(亿元)	218.52	305.42	328.06	342.88
全部债务(亿元)	850.41	885.60	1013.04	952.01
营业总收入(亿元)	4042.85	3872.53	4074.06	1042.39
利润总额(亿元)	108.62	119.60	135.26	44.35
EBITDA(亿元)	250.74	263.38	298.48	--
经营性净现金流(亿元)	154.86	179.98	170.13	-24.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.72	9.60	9.48	--
存货周转次数(次)	9.33	9.04	9.47	--
总资产周转次数(次)	1.29	1.17	1.15	--
现金收入比(%)	101.82	100.04	100.77	104.48
营业利润率(%)	8.19	8.98	9.73	8.89
总资本收益率(%)	6.08	6.21	6.02	--
净资产收益率(%)	6.85	7.17	7.19	--
长期债务资本化比率(%)	14.09	18.90	18.35	18.87
全部债务资本化比率(%)	39.44	40.33	40.96	39.24
资产负债率(%)	59.96	61.09	60.46	60.24
流动比率(%)	111.83	115.50	120.96	115.76
速动比率(%)	85.19	91.56	96.68	86.97
经营现金流动负债比(%)	10.12	11.73	10.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.64	5.80	5.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.39	3.36	3.39	--

注：1.其他流动负债中的短期融资券和超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；
3.2017 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	营业总收入/（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	营业总收入/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	（营业总收入-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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。