信用等级公告

联合〔2020〕2961 号

联合资信评估有限公司通过对中国兵器工业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国兵器工业集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 兵器 MTN001”“16 兵器 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月三十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国兵器工业集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国兵器工业集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15兵器MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16兵器MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15兵器MTN001	9亿元	9亿元	2020/11/25
16兵器MTN001	50亿元	50亿元	2021/04/08

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年7月31日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国兵器工业集团有限公司（以下简称“公司”）作为国家安全和三军装备发展的基础，是中国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，规模经济效益明显，整体实力强。2019年，公司业务发展良好，盈利能力保持平稳，整体信用状况优良。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司部分民品业务面临激烈的市场竞争、海外经营存在一定业务风险等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力极强，现金类资产对将于一年内到期的“15兵器MTN001”和“16兵器MTN001”保障能力极强。

未来，公司凭借在武装制造行业稳固的龙头地位，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“15兵器MTN001”和“16兵器MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 国防支出的稳定增长带动国防科技工业持续发展。2019年国防支出预算为11899亿元，同比增长7.5%；受益于国防开支稳步增长等有利因素，未来中国国防军事工业发展空间广阔。

2. 公司在国防科工行业中的地位显著。公司是中央直接管理的特大型国有重要骨干企业，是中国最大的武器装备制造集团，具备长期的技术积累，研发能力强，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军事系统的能力，在基础领域方面具备了一定的能力和优势，是国家应对挑战和危机的战略性团队。

3. 2019年，公司业务发展良好，盈利能力稳定，债务负担适宜。2019年，公司实现营业总收入4747.10亿元，同比增长4.43%，综合毛利率为10.10%，同比保持稳定。截至2019年底，公司资产负债率为58.53%，较上

分析师：杨 涵 杨晓丽
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

年底小幅下降。

4. 公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力极强。2019 年公司经营现金流入量为本部存续债券余额的 31.14 倍。

关注

1. 部分民品业务面临激烈的市场竞争。公司下属民品企业所涉领域较多，竞争的加剧增加了企业产品结构调整及业务整合压力，同时一定程度上压缩了盈利空间。

2. 公司营业总收入中海外战略资源业务收入占比较高，面临一定海外经营风险。2019 年，公司海外战略资源业务实现收入 2005.57 亿元，占比 42.25%；公司海外战略资源业务重点布局的中东、非洲等地区，政治经济局势较不稳定，业务开展存在一定风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	847.53	909.59	1065.01	1030.59
资产总额(亿元)	3779.85	3959.82	4284.03	4315.29
所有者权益(亿元)	1510.98	1619.83	1776.63	1821.92
短期债务(亿元)	662.71	489.28	533.08	489.18
长期债务(亿元)	336.22	519.56	623.63	652.44
全部债务(亿元)	998.93	1008.83	1156.71	1141.62
营业收入(亿元)	4369.19	4549.43	4747.10	950.06
利润总额(亿元)	151.24	166.40	178.10	30.90
EBITDA(亿元)	312.45	345.22	370.66	--
经营性净现金流(亿元)	181.49	186.48	286.69	7.96
营业利润率(%)	9.84	9.55	9.54	8.78
净资产收益率(%)	7.59	7.80	7.65	--
资产负债率(%)	60.03	59.09	58.53	57.78
全部债务资本化比率(%)	39.80	38.38	39.43	38.52
流动比率(%)	112.15	132.07	136.03	139.52
经营现金流动负债比(%)	10.79	11.93	17.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.79	5.72	6.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.20	2.92	3.12	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	681.40	739.58	744.11	767.21
所有者权益（亿元）	458.95	497.39	521.83	520.51
全部债务(亿元)	165.90	191.00	193.00	213.00
营业收入(亿元)	3.88	3.79	5.09	0.06
利润总额(亿元)	9.62	17.71	20.36	-1.13
资产负债率（%）	32.65	32.75	29.87	32.16
全部债务资本化比率(%)	26.55	27.75	27.00	29.04
流动比率（%）	49.37	34.05	264.19	347.37
经营现金流动负债比(%)	11.90	-3.83	-27.88	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 合并报表中其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务、长期债务及相关指标计算；3. 长期债务未包含计入所有者权益中的其他权益工具

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 兵器 MTN001/15 兵器 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/24	姜　帆 杨晓丽	制造企业信用分析要点（2014 年） 制造业企业主体信用评级模型（2015 年）	阅读全文
16 兵器 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/3/30	景　雪 姜　帆	制造企业信用分析要点（2014 年） 制造业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 兵器 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/9/7	景　雪 姜　帆	制造企业信用分析要点（2014 年） 制造业企业主体信用评级模型（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国兵器工业集团有限公司 （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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

中国兵器工业集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国兵器工业集团有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

中国兵器工业集团有限公司（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，初始注册资本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（以下简称“国务院国资委”）。2017年10月，公司根据《关于中国兵器工业集团公司改制有关事项的批复》（国资改[2017]1086号）的文件精神，完成了公司改制相关工作，企业类型由全民所有制企业变更为有限责任公司（国有独资），由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，公司名称由“中国兵器工业集团公司”变更为现名。截至2020年3月底，公司实收资本为481.88亿元，纳入公司合并报表范围的一级成员单位有53家，合并持有上市公司12家，同时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：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；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；种殖业、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。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 4284.03 亿元，所有者权益为 1776.63 亿元（其中少数股东权益 617.42 亿元）；2019 年公司实现营业总收入 4747.10 亿元，利润总额 178.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 4315.29 亿元，所有者权益为 1821.92 亿元（其中少数股东权益 636.39 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 950.06 亿元，利润总额 30.90 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：焦开河。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券情况如下表所示，上述债券均已按照募集资金用途使用完毕，并按时完成付息。

表 1　截至 2020 年 3 月底公司存续期内债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 兵器 MTN001	9.00	9.00	2015/11/25	2020/11/25
16 兵器 MTN001	50.00	50.00	2016/04/08	2021/04/08
合计	**59.00**	**59.00**	--	--

资料来源：根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模。4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。

资料来源：国家统计局、Wind、联合资信整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4

个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业

增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

2019 年中国国防支出保持合理增长态势，未来随着军民融合不断推进以及军队改革日益深化，国防军事工业发展空间广阔。

中国在国防军事领域奉行防御性国防政策，主张中国军力增长与中国经济社会发展水平和国防需要相适应的发展模式。2020 年 5 月 22 日，第十三届全国人民代表大会第三次会议审查国务院关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告及 2020 年中央和地方预算草案。2019 年国防支出

预算为 11899 亿元，同比增长 7.5%；2020 年国防预算预计增长 6.6%，预算草案为 12680 亿元，低于 2019 年 7.5%的增长。从世界范围看，中国国防费用占国内生产总值的比重多年保持在 1.3%左右，远低于 2.6%的世界平均水平。中国的国防支出在总量、人均支出和占国内生产总值的比重等方面均保持适度和克制原则。由于中国国土面积广阔，国际形势日趋复杂，中国的国防工业及公共安全的投入力度在未来一段时间必然继续保持增长态势。

中国领土面积辽阔、海岸线长，国防预算存在刚性支出需求。中国国土面积达 960 万平方公里，为英国 40 倍、日本的 25 倍。同时，中国有 14 个陆地邻国，8 个海上邻国，陆地边界线长达 22000 公里，海岸线长达 32000 公里。中国军队在维护国家安全方面肩负艰巨任务。

近年来，全球经济形势放缓、地缘冲突日益严重、恐怖主义势力盛行、国际贸易环境日趋复杂，中国作为全球经济和政治主导力量，所承担的大国责任日益增强。目前，中国适度加大国防投入，主要用于更新武器装备、改善军人的生活待遇。

中国国防开支是中国军工行业的主要资金来源，在对军工行业进行研究、分析和预测中，对军费的深入研究是必要的。国防开支和国家财政其他开支很大程度上呈此消彼长的关系，2020 年以来，中国政府首先完成保就业保民生，实现脱贫目标，稳住经济基本盘，同时需要着力应对疫情中和疫情后全球政治、经济、军事格局调整的巨大不确定性，以及面对全球地缘政治“以邻为壑”的态势。在当前特殊情势下，2020 年，6.6%的国防开支增幅较中央本级预算支出增速同比增速高出 6.8 个百分点，创 1989 年以来最大差值，体现出中国政府在建设强大国防军事力量方面的决心和信心。在中国经济进入转型期，宏观经济增速放缓的背景下，军费增长速度虽然略低于预期，但与中国经济发展状况与外交国防需求仍属匹配。十九大提出，中国要力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，至本世纪中叶，全面建成世界一流军队，国防投入提升趋势明确。预期未来 5—10 年内，中国军费有望继续保持稳健增长。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司实收资本为 481.88 亿元，国务院国资委持有公司 100.00%股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司作为中国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。

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。2019 年公司在中国 500 强排序中居第 140 位，在中国制造业企业 500 强排序中居第 9 位。

截至 2019 年底，公司共有 12 家控股上市子公司，包括 7 家上海证券交易所上市公司、4 家深圳证券交易所上市公司以及 1 家香港联交所上市公司。

表 3　截至 2019 年底公司所持主要上市公司股权情况

（%、亿元）

名称（简称）	股票代码	持股比例	是否质押
内蒙古北方重型汽车股份有限公司（北方股份）	600262.SH	32.26	否
晋西车轴股份有限 公司（晋西车轴）	600495.SH	31.16	否
长春一东离合器股份有限公司（长春一东）	600148.SH	32.07	否
凌云工业股份有限公司（凌云股份）	600480.SH	46.08	否
内蒙古第一机械集团股份有限公司（内蒙一机）	600967.SH	57.62	否
中兵红箭股份有限公司（中兵红箭）	000519.SZ	49.33	是
北方国际合作股份有限公司（北方国际）	000065.SZ	55.90	否

北方华锦化学工业股份有限公司（华锦股份）	000059.SZ	47.86	否
北方化学工业股份有限公司（北化股份）	002246.SZ	52.66	否
北方光电股份有限公司（光电股份）	600184.SH	51.79	否
北方导航控制技术股份有限公司（北方导航）	600435.SH	44.40	是

注：1.中兵投资管理有限责任公司及其一致行动人豫西工业集团有限公司累计质押中兵红箭 1.18 亿股，占总股本的 8.48%，占其合计持有股份数的 24.26%；2. 北方导航科技集团有限公司对北方导航未解压股权质押数量 1.02 亿股，占总股本的 6.87%，占其持有股份数的 22.31%
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（中征码：1101000002918690），截至 2020 年 6 月 15 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2019 年，公司各业务板块保持良好发展态势，收入规模有所增长，盈利能力稳健。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司业绩有所下滑。

目前，公司形成了以重型机械与装备、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，且部分民品业务处于领先地位。2019 年，公司上述板块发展态势良好，实现营业总收入 4747.10 亿元，同比增长 4.43%，综合毛利率为 10.10%，同比保持稳定。2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业总收入 950.06 亿元，同比下降 10.18%，综合毛利率为 9.03%，同比减少 1.84 个百分点。

表4 近年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
海外战略资源	1814.04	41.55	6.25	1986.07	43.69	5.19	2005.57	42.25	5.30
重型机械与装备	755.86	17.31	14.98	783.34	17.23	14.01	828.97	17.46	14.29
石油化工与特种化工	533.05	12.21	22.87	530.86	11.68	19.95	545.46	11.49	17.53
光电信息与新能源新材料	230.27	5.27	22.44	260.50	5.73	21.87	290.94	6.13	20.11
其他业务	1032.71	23.65	6.78	984.72	21.66	8.60	1076.17	22.67	9.36
合计	**4365.93**	**100.00**	**10.60**	**4545.49**	**100.00**	**10.13**	**4747.10**	**100.00**	**10.10**

注：其他业务涉及涉密信息；合计数存在尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 军品领域

公司兵器科研与生产体系较完整，在国防现代化建设中的基础性和战略性作用显著。

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的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较强的研发能力和竞争优势，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。

3. 民品领域

目前，公司的民品形成了以重型机械与装备、石油化工与特种化工和光电信息为主要支撑的三大产业格局。

（1）重型机械与装备

2019 年重型机械与装备板块收入小幅增长，受行业景气度和客户订单等因素影响，部分产品产销量有所波动，但行业地位依然保持领先，市

场竞争力较强。

公司在重型机械与装备的重点民品产品主要有重型汽车、火车轴、矿用车和铁路车辆。

在上游方面，公司重型机械与装备板块主要原材料包括钢材、有色金属、发动机及其他配件等。公司原材料采购基本采用招标的形式选择供货商，钢材主要向鞍山钢铁集团公司等国内主要钢铁厂商采购，有色金属主要由中国铝业股份有限公司及江西铜业股份有限公司供应，发动机主要购自潍柴动力股份有限公司等企业，其他配件均由具体生产企业根据实际情况进行采购。在结算方式上，公司与主要供应商采取先货后款方式结算，与供应商签订供货合同并支付 10%～20%保证金后，供应商开始发货，待产品供应到位后，再支付剩余部分，同时留取 10%左右质保金。

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（以下简称“一机集团”）及公司控股子公司北奔重型汽车集团有限公司（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，产品载重量从 8 吨至 25 吨、牵引重量从 30 吨至 60 吨，包括载货、自卸、牵引、专用底盘等多系列共计千余种车型。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部队使用，并广泛运用于邮政、石油、化工等民用领域。此外，北奔重汽产品还远销俄罗斯、埃及、巴基斯坦、新加坡、阿联酋等百余个国家。2019 年，北奔重卡实现收入 828.97 亿元，同比增长 5.83%，主要系产销量增加所致。

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 2019 年底，北方股份资产总额 24.33 亿元，所有者权益 11.80 亿元；2019 年北方股份实现营业收入 14.18 亿元，同比增长 18.57%，主要系销售增加及销售产品结构变动所致；利润总额 0.70 亿元，同比下降 51.34%，主要系计提的信用减值准备和资产减值准备较上年同期增加所致。目前，北方股份是国内最大的专业矿用车研发、生产企业，其矿用车产品在国内市场已实现了全国所有省级行政区域全覆盖，市场占有率达 80%以上，国外市场拓展至全球 60 余个国家和地区，行业地位稳固。2019 年，北方股份产销量分别为 202 台和 162 台，同比分别下降 18.88%和 28.32%，主要系生产与销售结构变化所致，但大吨位电动轮车产量与销量均有所上升。

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 2019 年底，晋西车轴资产总额 39.28 亿元，所有者权益 31.90 亿元；2019 年晋西车轴实现营业收入 14.38 亿元，同比增长 4.60%，利润总额 0.74 亿元，同比增长 56.42%，主要系产品铁路产品结构调整销量增加所致。目前晋西车轴的火车轴年产能为 17 万根，在国内市场占有率达 40%左右，是亚洲最大的车轴生产企业。2019 年晋西车轴实现车轴销售量为 8.26 万根，同比增长 4.58%，主要系结构调整，精轴产销量增加所致。

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、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。截至 2019 年底，内蒙一机资产总额为 253.44 亿元，所有者权益为 92.46 亿元；2019 年内蒙一机实现收入 126.81 亿元，同比增长 3.38%，利润总额 6.55 亿元，同比增长 11.43%，主要系出口订单增加、降本增效等综合所致。目前，内蒙一机铁路车辆可生产敞车、罐车、平车、棚车、漏斗车、专用车 6 大系列 40 多个型号，覆盖 60 吨级到 100 吨级的整车产品，产品远销东南亚、中亚、非洲等国家和地区。跟踪期内，持续受益于多式联运、公路限载分流、煤炭钢铁供给侧结构性改革等因素，铁路货运需求快速回暖，公司铁路车辆的产销量均保持较高规模。

（2）石油化工与特种化工

石油化工与特种化工产业链较完整，主要产品销售情况良好，且部分细分领域产品具有很强的市场竞争力。2020年以来受疫情影响，运输受阻且下游需求减弱，叠加3月以来油价大幅下降，使得一季度亏损，经营承压。

公司石油化工与特种化工主要生产企业为北

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”）。目前，公司在石油化工与特种化工领域已初步形成较为完整的产业链。上游方面，华锦集团所需原油基本通过公司下属控股二级企业中国北方工业有限公司（以下简称“北方工业”）下属的振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”）采购。下游方面，华锦集团通过炼油，一方面对外供应成品油，另一方面向公司下属化工企业提供原材料。

华锦股份主营业务包括石油化工、化学肥料和道路沥青三大板块；其中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。2019 年，华锦股份原油加工 830.78 万吨，同比大幅增长 52.29%，创历史新高，沥青装置生产负荷 95.24%；尿素产量 61 万吨，为历史最好水平。截至 2019 年底，华锦股份资产总额 293.59 亿元，所有者权益 141.46 亿元；2019 年实现营业收入 396.08 亿元，同比增长 6.94%，主要系产品结构调整及加大新客户开发，产销量增长所致；利润总额 12.59 亿元，同比下降 14.02%，主要系行业景气度下滑，主要产品价格出现不同程度下跌所致。2020 年一季度，华锦股份实现营业收入和利润总额分别为 58.62 亿元和-9.61 亿元（上年同期分别为 86.11 亿元和 4.64），同比均有明显下滑，主要由于新冠肺炎疫情影响下销量下滑及计提存货跌价准备等因素所致。

化工原料与产品方面，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 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、生产能力最大的企业，产品广泛用于聚氨酯、精细化工行业。截至 2020 年 3 月底，银光集团具有年产 18 万吨 DNT、11.5 吨硝基二甲苯的生产能力。此外，公司控股上市企业四川北方硝化棉股份有限公司（以下简称“北化股份”）已积累了 70 多年的硝化棉产品研发和生产经验，是著名体育器材供应商“红双喜”、“双鱼”品牌乒乓球的独家原料供应商，产销量连续多年排名全球第一，2019 年北化股份硝化棉产品国内市场占有率保持在 50%以上，国际市场占有率保持在 20%以上，在世界硝化棉行业具有强劲的竞争优势。截至 2019 年底，北化股份资产总额 39.20 亿元，所有者权益 27.33 亿元；2019 年实现收入 24.61 亿元，利润总额 1.51 亿元，分别同比增长 4.12%和 3.90%，主要系产品结构优化、销量增长及降本增效等综合所致。

（3）光电信息与新能源新材料

光电信息与新能源新材料业务技术优势较强，行业地位突出。

在光电信息与新能源新材料领域，公司生产的以特种钢、人造金刚石、光电材料与器件、光学玻璃等优势产品为代表的系列产品在国内市场具有较强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；民爆器材、塑料管材、石油钻具等多个品种产品产销量均位居全国前列。2019 年公司在该领域共实现销售收入 2290.94 亿元，同比增长 11.69%，主要产品销路良好。

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。

4. 海外战略资源领域

公司在海外拥有多个油气、矿产资源，且国际工程承包业务稳步发展，但面临一定的海外经营风险。

公司通过实施“走出去”国际化战略，初步形成了能源贸易、海外资源项目及国际工程承包业务为主的国际化营业格局。目前，公司拥有高产海外油田项目，并有多个矿产项目，稀有矿产储量丰富。

公司下属的北方工业在中东、非洲、东南亚

等地区积极开展石油与重要矿产资源开发。公司在哈萨克斯坦 KAM、伊拉克艾哈代布、巴基斯坦巴斯卡和东巴哈瓦普尔等地拥有部分油气田资源，并在委内瑞拉、安哥拉、伊拉克等国获得长期稳定的一手油源；在缅甸、津巴布韦和刚果（金）等国取得多个稀有贵重金属矿权。

目前，公司能源贸易业务及海外资源项目主要由北方工业下属振华石油经营，以原油、燃料油及石油化工品的生产、进口和转口为主，贸易量和贸易额在中国石油企业中位居前列。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、油品储运等业务的石油公司。截至 2020 年 3 月底，振华石油在 7 个国家运营 8 个油气勘探开发区块，拥有地质储量 19.2 亿吨，在产油田年作业产量 1200 万吨，原油、成品油年贸易量 6000 万吨，年销售收入 4 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经营。截至 2019 年底，北方国际资产总额 147.46 亿元，所有者权益 92.92 亿元；2019 年实现营业收入 110.60 亿元，利润总额 8.55 亿元，分别同比增长 10.81%和 7.48%，主要系新签合同金额大幅增长所致。该公司专注于轨道交通、电力、工业、矿产、市政和房建等国际、国内的工程承包项目，形成了以提供 EPC 总承包项目服务为主，集项目开发、项目设计、项目管理、项目投融资为一体的多元化的服务体系和盈利模式。近年来，北方国际连续进入世界 225 家最大国际工程承包商排行榜。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，涉及交通、房建、能源、通讯和环保等多个行业领域。2019 年，北方国际位列国际承包商（ENR）排行榜第 97 位，在中国上榜企业中位列第 25 位，具备较强的行业竞争实力。

5. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数为 10.84 次，同比小幅提升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 9.57 次和 1.15 次，同比略有下降。

6. 未来发展

军品业务注重转型升级、提质增效，民品产业聚焦顶层设计与中高端产品发展。

公司坚持把结构优化作为公司转型升级的重要途径，加快武器装备研制由型号主导向体系主导转变；传统装备向新领域、新概念、网络化、无人化、智能化装备转变；军工能力由传统能力向新型能力转变。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。随着向“互联网+”等新兴战略行业的逐步转型，公司未来发展前景良好。

公司积极强化民品产业顶层设计与聚力发展，发展产业链、价值链中高端产品，大力推动“传统产业差异化、高新技术产业化、先进制造智能化、市场经营国际化”转型。但同时，联合资信也关注到，公司下属民品业务涉及领域众多，受经济周期和行业环境等因素影响，部分产品面临激烈的市场竞争，增加了技术升级和产品研发的压力，同时较多的下属子公司也对公司管理能力提出了更高的挑战。

十、财务分析

公司提供的 2019 年财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留的审计意见。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的一级子公司 53 家，较 2018 年底无变化。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围一级子公司较 2019 年底无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 4284.03 亿元，所有者权益为 1776.63 亿元（其中少数股东权益 617.42 亿元）；2019 年公司实现营业总收入 4747.10 亿元，利润总额 178.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 4315.29 亿元，所有者权益为 1821.92 亿元（其中少数股东权益 636.39 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 950.06 亿元，利润总额 30.90 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构保持稳定，现金类资产充裕，应收账款及存货规模较大，对营运资金形成占用；非流动资产集中于可供出售金融资产、固定资产、在建工程和油气资产。整体看，公司资产构成符合业务特点，整体资产质量好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 4284.03 亿元，较上年底增长 8.19%；资产中流动资产占 51.22%，非流动资产占 48.78%，公司资产结构基本保持稳定。

截至 2019 年底，公司流动资产为 2194.48 亿元，较上年底增长 6.32%，主要系货币资金增长所致；构成以货币资金（占 43.43%）、应收账款（占 14.67%）和存货（占 20.49%）为主。

截至2019年底，公司货币资金为952.96亿元，较上年底增长19.93%，主要系经营积累增加所致；构成为银行存款（794.67 亿元）、其他货币资金（157.94 亿元）和少量库存现金；其中受限货币资金 152.79 亿元，主要为各类保证金。

截至2019年底，公司应收票据为111.87亿元，较 2018 年底下降 2.28%，主要系背书或贴现所致。公司应收票据以银行承兑汇票（占 55.13%）为主；期末已质押应收票据 6.96 亿元。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额为 375.06 亿元，累计计提坏账准备 53.05 亿元（计提比例 14.14%），账面价值为 322.01 亿元，较 2018 年底增长 2.23%，主要系收入规模增长所致。公司按信用风险特征组合（采用账龄分析法）计提坏账准备的应收账款余额为 226.37 亿元，占公司应收账款余额的 60.36%，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 82.38%，1—2 年占 6.98%，3 年以上占 7.83%，账龄较短。按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款余额合计 66.10 亿元，占应收账款合计的 17.62%，集中度较低。

表5 截至2019年底应收账款前五名（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占比	坏账准备
客户1	22.00	5.87	--
客户 14	20.48	5.46	--
PRCL-NORINCO INTL POWERLIMITED	11.98	3.19	0.08
VITOL	7.10	1.89	--
Punjab Masstransit Authority	4.53	1.21	0.10
合计	**66.10**	**17.62**	**0.17**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司预付款项为152.47亿元，2018 年底下降 9.6%，主要是预付采购款下降所致。

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）为 35.56 亿元，较 2018 年底增长 39.64%，主要系往来款增加所致，累计计提坏账准备 22.46 亿元。截至 2019 年底，公司按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款项余额合计 9.37 亿元，占比为 21.87%，集中度一般。

表6 截至2019年底按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款项情况（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	占比	坏账准备
L国b客户	货款	3.42	7.99	--
包头北方铸钢有限责任公司	往来款	1.87	4.37	1.87
中国兵工物资华东有限公司	往来款	1.65	3.85	1.65
西安北方惠安精细化工有限公	往来款	1.22	2.84	1.22
辽宁北方锦化聚氨酯有限公司	往来款	1.21	2.82	1.21
合计	--	**9.37**	**21.87**	**5.95**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货为 449.73 亿元，较 2018 年底增长 1.71%；主要构成为原材料（占 23.52%）、自制半成品及在产品（占 30.35%）和库存商品（占 44.66%）；累计计提坏账准备 35.42 亿元，计提比例为 7.30%。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动资产为 58.92 亿元，较上年底增加 11.97 亿元，主要系委托理财增加所致。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 106.80 亿元，较上年底下降 23.62%，主要系代理业务资产（北方工业下属企业多在外汇管制国家，下属单位结售汇需要北方工业代理办理形成的业务资产）增加所致。

截至2019年底，公司非流动资产合计2089.55亿元，较上年底增长10.22%，主要系理财产品（计入持有至到期投资）增加所致，构成以可供出售金融资产（占 12.57%）、固定资产（占 41.37%）、在建工程（占 9.34%）和油气资产（占 9.98%）为

主。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 262.68 亿元，较上年底下降 16.98%；主要由可供出售权益工具（占 51.16%）和其他（占 46.99%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 49.49 亿元，较 2018 年底增长 29.93%，主要系对合营企业千寻位置网络有限公司和联营企业锐芯微电子股份有限公司及上海北斗七星股权投资基金中心（有限合伙）等追加投资所致。

截至 2019 年底，公司固定资产（原值为 1716.11 亿元，累计折旧合计 822.43 亿元，减值准备为 29.30 亿元）账面价值为 864.46 亿元，较上年底变化不大；固定资产构成以房屋建筑物（占 32.97%）和机器设备（占 52.43%）为主；公司在建工程账面价值 195.12 亿元，较上年底增长 17.73%，主要系项目投入增加所致；油气资产账面价值 208.47 亿元，全部为探明矿区权益和井及相关设施，较上年底变化不大；公司持有至到期投资为 162.69 亿元，较 2018 年底增长 4450.1%，主要系理财产品增加所致。

截至 2019 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产合计 201.34 亿元，占公司资产总额的 4.70%。

表 7　截至 2019 年底公司使用受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	152.79	其他货币资金、承兑汇票保证金、信用证保证金等
应收票据	7.74	质押贷款和附追索权票据贴现
应收账款	0.48	贷款抵押
固定资产	10.11	质押银行综合授信及贷款等
无形资产	2.08	质押银行综合授信及贷款等
其他	28.13	质押银行综合授信及贷款等
合计	**201.34**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 4315.29 亿元，较 2019 年底变动不大；资产中流动资产占 53.79%，非流动资产占 46.21%，公司资产结构基本保持稳定。截至 2020 年 3 月底，公司其他应收款（合计）为 119.52 亿元，较 2019 年底增加 83.96 亿元，主要系年中生产经营活动应收质保金等大幅增加所致；存货为 531.61 亿元，较 2019 年底增长 18.21%，主要系备货增加所致；持有至到期投资为 10.30 亿元，较 2019 年底大幅减少 152.38 亿元，主要系理财产品到期所致。其他报表项目变化不大。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模保持增长，权益稳定性较好。

截至2019年底，公司所有者权益为1776.63亿元，较上年底增长9.68%，归属于母公司权益合计1159.21亿元，其中股本占41.07%、资本公积占26.36%、盈余公积占15.62%、未分配利润占15.91%。实收资本增加主要为公司所属下属事业单位国拨资金项目形成固定资产，未分配利润的增加主要来自利润积累。截至2019年底，公司少数股东权益为617.42亿元，较上年底增长6.89%，占公司所有者权益的34.75%。

截至2020年3月底，公司所有者权益1821.92亿元，较2019年底增长2.55%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致。截至2020年3月底，公司实收资本为481.88亿元，较2019年底增加5.80亿元，主要系国有资本增加所致；资本公积为283.46亿元，较2019年底下降7.23%，主要系下属单位权益变动所致。

负债

跟踪期内，公司负债总额和全部债务小幅增长，债务期限结构保持均衡，债务负担整体可控。

截至2019年底，公司负债合计2507.39亿元，较上年增长7.15%，其中流动负债占64.34%，公司负债仍以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债为1613.27亿元，较上年底增长3.22%；构成以短期借款（占13.69%）、应付票据（占14.28%）、应付账款（占29.41%）和预收款项（占25.14%）为主。

截至2019年底，公司短期借款为220.94亿元，较上年底下降6.95%，构成为质押借款60.75亿元、抵押借款7.79亿元、保证借款70.11亿元和信用借款82.29亿元。公司无已逾期未偿还短期借款的情况。

截至2019年底，公司应付票据为230.43亿元，

较上年底增长14.42%，主要系随着收入增长，票据结算量增加所致；构成以银行承兑汇票为主。

截至2019年底，公司应付账款为474.43亿元，较上年底增长6.80%，其中账龄1年以内（含1年）的占82.46%，3年以上的占4.84%，账龄较短。

截至2019年，公司预收款项为405.58亿元，较2018年底增长30.68%，主要为部分子公司回款情况良好，预收的项目款项增加所致。

截至2019年底，公司其他应付款（合计）为118.35亿元，较上年底下降45.50%，主要系子公司清理拖欠账款所致。

截至2019年底，公司非流动负债为894.12亿元，较上年增长15.06%，主要系长期借款及长期应付款增加所致。

截至2019年底，公司长期借款为245.87亿元，较上年底增长10.83%，主要系信用借款增加所致。公司长期借款构成为质押借款（9.03亿元）、抵押借款（0.20亿元）、保证借款（72.20亿元）和信用借款（164.44亿元）。

截至2019年底，公司长期应付款（合计）313.98亿元，较上年底增长41.25%，主要系债转股资金增加所致。

表 8　截至 2019 年底长期应付款期末余额前五名情况

（单位：亿元）

项目	余额
中国石油海外勘探开发有限公司-绿洲石油应付少数股东款	9.55
融资租赁	1.48
凌云集团-福特赔偿款	1.11
停息挂账应付款	10.97
债转股资金	60.00
合 计	**83.12**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 2493.37 亿元，其中流动负债占 66.73%；公司负债规模及结构较 2019 年底变动不大。

债务负担方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 1156.71 亿元，较上年底增长 14.66%；其中长、短期债务占比分别为 53.91%和 46.09%，规模和结构较上年底变化不大。

从债务指标来看，2019 年，公司资产负债率为 58.53%，较上年底小幅下降；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均小幅增长，分别为 39.43%和 25.98%。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 1141.62 亿元，其中短期债务占 42.85%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.78%、38.52%和 26.37%。

3. 盈利能力

2019 年，公司收入规模及利润水平持续增长，期间费用控制较好，盈利能力保持稳定；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，盈利有所下滑。

2019 年，公司实现营业总收入 4747.10 亿元，同比增长 4.43%；同期，公司营业成本同比增长 4.57%，略高于收入增幅。2019 年，公司营业利润率与上年基本持平，为 9.54%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用占营业收入的比重为 5.93%，同比小幅下降。

2019 年，公司发生资产减值损失 12.63 亿元，主要为存货跌价损失 10.51 亿元；同期信用减值损失为 2.38 亿元，主要为坏账损失。

2019 年，公司其他收益 15.12 亿元，同比下降 31.52%，主要构成为与收益相关的政府补助。

2019 年，公司营业外收入为 11.51 亿元，同比下降 22.47%，主要构成为与日常活动无关的政府补助（2.21 亿元）、往来核销（1.40 亿元）、违约金赔偿金（2.57 亿元）及其他（4.48 亿元）。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.57%和 7.65%，较上年变化不大。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 950.06 亿元，同比下降 10.18%，主要系受疫情影响开工率不足所致；同期，营业利润率为 8.78%，同比下降 1.51 个百分点。

4. 现金流状况

跟踪期内，公司收入实现质量良好，对外投资资金缺口收窄；受债务偿还期限及融资安排影响，融资活动现金流波动较大。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入为 4951.25 亿元，同比增长 4.29%，主要系销售增长所致，其中销售商品、提供劳动收到的现金为 4763.32 亿元，同比增长 3.23%；金融类现金

流入为 25.14 亿元（上年同期为-12.10 亿元）。2019 年，公司经营活动现金流出为 4664.56 亿元，同比增长 2.27%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 3961.84 亿元，同比增长 1.82%；金融类现金流出为 10.41 亿元，同比下降 80.56%。公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要为资金集中管理平台的往来款项。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 286.69 亿元。同期，公司现金收入比率为 100.34%，同比变化不大，收入实现质量良好。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入为 659.48 亿元，同比下降 27.46%，主要系收回投资收到的现金大幅下降所致；2019 年公司收回投资收到的现金为 481.69 亿元，同比下降 30.71%，公司收到其他与投资活动有关的现金 147.47 亿元，同比下降 15.92%。2019 年，公司投资活动现金流出为 746.19 亿元，同比下降 35.02%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 139.49 亿元，同比增长 26.75%；投资支付的现金为 474.72 亿元，同比下降 42.02%。2019 年，公司投资活动产生的现金净流出量为 86.71 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入为 992.56 亿元，同比下降 41.51%，其中吸收投资收到的现金为 9.62 亿元，同比下降 88.93%；取得借款收到的现金为 876.96 亿元，同比下降 37.67%，主要系资金需求下降所致。2019 年，公司筹资活动现金流出为 1039.16 亿元，同比下降 33.81%，偿还债务支付的现金为 850.25 亿元，同比下降 37.95%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 88.73 亿元；支付其他与筹资活动有关的现金为 100.17 亿元，同比下降 26.64%。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净流出额为 46.60 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净额为 7.96 亿元（上年同期为 55.55 亿元），同比大幅减少 47.59 亿元，主要系受新冠疫情影响，复工复产延后，公司收入规模下滑所致；由于 2019 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 105.56%。同期，公司投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为-56.60 亿元和 40.09 亿元。

5．偿债能力

公司现金类资产充裕，且作为国务院国资委直属大型央企，行业地位显著，融资渠道通畅，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底公司流动比率和速动比率分别为 136.03%和 108.15%，分别较上年底增加 3.96 个百分点和 4.38 个百分点。2019 年，公司经营现金流动负债比为 17.77%，同比增加 5.84 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 139.52%和 107.57%，分别同比增加 7.15 个百分点和 5.91 个百分点。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 370.66 亿元；公司 EBITDA 利息倍数及全部债务/EBITDA 分别为 6.46 倍和 3.12 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额合计 1.44 亿元，主要为对哈尔滨第一机械集团有限公司的贷款担保（1.35 亿元），已采取反担保措施。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计 2750 亿元，其中未使用授信额度 1435 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司直接或间接控制内蒙一机等 12 家上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务状况

母公司资产中长期股权投资规模大，金融资产及理财产品较充裕；资本结构合理。母公司经营性业务规模小，利润对持有及处置股权产生的投资收益依赖高。考虑到公司作为国务院国资委下属大型央企，行业地位高、持有多家上市公司股权且融资渠道通畅，母公司综合偿债能力强。

截至 2019 年底，母公司资产总额 744.11 亿元，其中流动资产 24.48 亿元，主要构成为货币资金（11.36 亿元）和其他应收款（合计 13.02 亿元）；非流动资产为 719.63 亿元，主要构成为可供出售金融资产（109.00 亿元）、持有至到期投资（132.34 亿元，主要为理财产品）和长期股权投资（477.55 亿元）。

截至 2019 年底，母公司负债合计 222.28 亿元，其中流动负债为 9.27 亿元，主要为其他应付款（合计 9.15 亿元）；非流动负债为 213.01 亿元，主要

构成为长期借款（34.00 亿元）、应付债券（159.00 亿元）和长期应付款（合计）（20.01 亿元）。截至 2019 年底，母公司全部债务为 193.00 亿元，全部为长期债务，长期债务资本化比率为 27.00%，资产负债率为 29.87%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 521.83 亿元，其中实收资本（383.00 亿元）、资本公积（40.18 亿元）、盈余公积（14.42 亿元）、未分配利润（84.23 亿元）。

2019 年，母公司实现营业收入为 5.09 亿元，利润总额 20.36 亿元，主要来自投资收益 30.20 亿元。同期，母公司经营活动现金净流量-2.58 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 27.28 亿元，其中取得投资收益收到的现金为 31.02 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-25.06 亿元，其中分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 23.88 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力极强。

截至目前，公司本部存续债券余额合计 159 亿元，其中，将于一年内到期的债券余额为 59 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产对一年内到期债券的保障倍数为 17.47 倍。

2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及 EBITDA 分别为 4951.25 亿元、286.69 亿元及 370.66 亿元，分别为公司本部存续债券余额的 31.14 倍、1.80 倍及 2.33 倍。

表9　公司本部存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	余额	到期日
*20兵器01	20.00	2022/3/26
*18兵器02	20.00	2021/9/11
*18兵器01	50.00	2021/4/17
17兵器03	10.00	2027/5/16
16兵器MTN001	50.00	2021/4/8
15兵器MTN001	9.00	2020/11/25
合计	**159.00**	--

注：存续期债券中标注为*的债券附有投资人回售选择权，所列日期为首次赎回权行权日
资料来源：联合资信整理

表10　截至本报告出具日公司存续债券保障情况

（单位：倍、亿元）

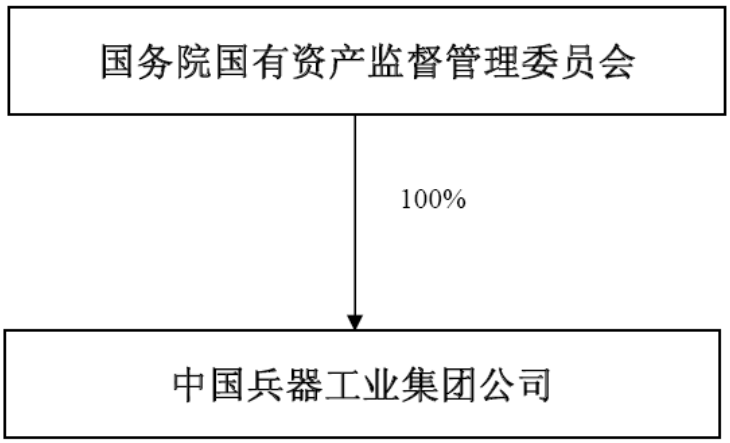
项 目	2019 年
本部一年内到期债券余额	59.00
现金类资产/本部一年内到期债券余额	17.47
经营活动现金流入量/本部存续债券余额	31.14
经营活动现金流净额/本部存续债券余额	1.80
EBITDA/本部存续债券余额	2.33

资料来源：联合资信整理

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 兵器 MTN001”和“16 兵器 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	847.53	909.59	1065.01	1030.59
资产总额(亿元)	3779.85	3959.82	4284.03	4315.29
所有者权益(亿元)	1510.98	1619.83	1776.63	1821.92
短期债务(亿元)	662.71	489.28	533.08	489.18
长期债务(亿元)	336.22	519.56	623.63	652.44
全部债务(亿元)	998.93	1008.83	1156.71	1141.62
营业总收入(亿元)	4369.19	4549.43	4747.10	950.06
利润总额(亿元)	151.24	166.40	178.10	30.90
EBITDA(亿元)	312.45	345.22	370.66	--
经营性净现金流(亿元)	181.49	186.48	286.69	7.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.88	10.59	10.84	--
存货周转次数(次)	9.68	9.66	9.57	--
总资产周转次数(次)	1.17	1.18	1.15	--
现金收入比(%)	99.94	101.43	100.34	105.56
营业利润率(%)	9.84	9.55	9.54	8.78
总资本收益率(%)	6.40	6.86	6.57	--
净资产收益率(%)	7.59	7.80	7.65	--
长期债务资本化比率(%)	18.20	24.29	25.98	26.37
全部债务资本化比率(%)	39.80	38.38	39.43	38.52
资产负债率(%)	60.03	59.09	58.53	57.78
流动比率(%)	112.15	132.07	136.03	139.52
速动比率(%)	88.18	103.77	108.15	107.57
经营现金流动负债比(%)	10.79	11.93	17.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.79	5.72	6.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.20	2.92	3.12	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务、长期债务及相关指标计算；3. 长期债务未包含计入所有者权益中的其他权益工具

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.36	11.71	11.46	34.91
资产总额(亿元)	681.40	739.58	744.11	767.21
所有者权益(亿元)	458.95	497.39	521.83	520.51
短期债务(亿元)	20.00	19.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	145.90	172.00	193.00	213.00
全部债务(亿元)	165.90	191.00	193.00	213.00
营业收入(亿元)	3.88	3.79	5.09	0.06
利润总额(亿元)	9.62	17.71	20.36	-1.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	9.11	-2.69	-2.58	2.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	--	--	--	--
长期债务资本化比率(%)	24.12	25.70	27.00	29.04
全部债务资本化比率(%)	26.55	27.75	27.00	29.04
资产负债率(%)	32.65	32.75	29.87	32.16
流动比率(%)	49.37	34.05	264.19	347.37
速动比率(%)	49.37	34.05	264.19	347.37
经营现金流动负债比(%)	11.90	-3.83	-27.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务报表未经审计

附件 3　同行业企业对比数据

公司	中国航空技术国际控股有限公司	中国机械工业集团有限公司	中国兵器装备集团有限公司	中国兵器工业集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央国有企业	中央国有企业	中央国有企业	中央国有企业
综合毛利率（%）	15.19	11.15	16.61	9.95
销售债权周转次数（次）	6.68	5.74	3.99	10.98
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	2277.54	3836.11	3399.38	4284.03
所有者权益（亿元）	644.22	1334.76	1203.81	1776.63
营业收入（亿元）	1667.41	2927.21	1971.99	4738.91
利润总额（亿元）	41.48	102.63	49.05	178.10
经营活动现金流净额（亿元）	79.47	84.31	159.09	286.69
资产负债率（%）	71.71	65.21	64.59	58.53

附件 4　主要财务指标的计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
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%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-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
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+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 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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