信用等级公告

联合〔2020〕3306 号

联合资信评估有限公司通过对新兴际华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，确定维持新兴际华集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 新兴际华 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

二〇二〇年八月二十五日

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

新兴际华集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

跟踪评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新兴际华集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 新兴际华 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 新兴际华 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025/4/22

注：“20 新兴际华 MTN001”期限为 5+N 年，在第 5 个和其后每个付息日，新兴际华集团有限公司有权按面值加应付利息进行赎回，“20 新兴际华 MTN001”下一行权日为 2025 年 4 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估有限公司官网公开披露

评级时间：2020 年 8 月 25 日

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	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		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	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
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

2019 年，新兴际华集团有限公司（以下简称“新兴际华”或“公司”）继续聚焦主业发展，压缩低毛利率贸易规模，营业收入有所下降，公司作为国务院国有资产监督管理委员会直属的大型国有企业，在多元化经营、行业地位、生产规模和资金流动性等方面具备显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到钢铁行业景气度存在周期性波动风险以及轻工纺织业务市场竞争加剧等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，伴随公司不断优化资源配置和市场布局，其综合实力有望保持稳定。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券“20 新兴际华 MTN001”保障程度很高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 新兴际华 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **业务结构多元，行业地位突出。**公司铸管产品生产规模位居行业前列，轻工纺织板块拥有军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场 60%左右的份额，行业地位突出，市场占有率高；公司多元化经营有助于抵御单一行业波动带来的风险。
2. **流动性充裕，经营活动现金流状况良好。**截至 2019 年底，公司未受限货币资金为 227.61 亿元，未使用银行授信额度为 1030.18 亿元，公司流动性充裕，间接融资渠道通畅；2019 年，公司经营活动现金流保持净流入，且净流入规模有所扩大。
3. **EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障程度很高。**2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为“20 新兴际华 MTN001”存续金额的 7.95 倍、152.86 倍和 8.08 倍。

分析师：李 晨 柳丝丝
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

关注

1. **冶金铸造业务存在市场周期性波动风险。**公司冶金铸造业务主要产品为铸管产品和钢铁产品，受国内经济和钢铁行业效益影响较大；钢铁行业景气度存在周期性变化，下游需求的波动可能对钢铁行业的运营产生冲击。
2. **市场化竞争加大了轻工纺织业务经营压力。**伴随军需品采购招标常态化，市场化竞争加剧，公司轻工纺织业务订单量下降。2019 年，公司轻工纺织业务收入持续下降，或面临一定经营压力。

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)	309.83	301.54	313.02	304.97
资产总额(亿元)	1374.71	1346.34	1309.34	1388.22
所有者权益(亿元)	581.72	532.35	539.69	539.18
短期债务(亿元)	407.14	320.37	291.09	294.71
长期债务(亿元)	134.56	157.12	214.04	231.02
全部债务(亿元)	541.70	477.49	505.13	525.73
营业收入(亿元)	2092.74	1733.20	1402.67	197.66
利润总额(亿元)	54.10	24.16	34.31	6.51
EBITDA(亿元)	99.59	68.97	79.50	--
经营性净现金流(亿元)	62.99	69.98	80.77	-16.32
营业利润率（%）	4.22	6.09	6.60	9.99
净资产收益率（%）	6.69	2.25	4.18	--
资产负债率（%）	57.68	60.46	58.78	61.16
全部债务资本化比率(%)	48.22	47.28	48.35	49.37
流动比率（%）	124.73	121.15	139.24	132.38
经营现金流动负债比(%)	9.92	11.08	15.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.95	3.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.44	6.92	6.35	--
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）	280.08	302.33	355.78	371.10
所有者权益（亿元）	148.72	196.32	202.69	214.97
全部债务(亿元)	0.00	30.00	110.00	129.50
营业收入(亿元)	1.07	0.94	1.17	0.01
利润总额(亿元)	5.59	10.52	11.77	1.19
资产负债率（%）	46.90	35.06	43.03	42.07
全部债务资本化比率（%）	0.00	13.26	35.18	37.59
流动比率（%）	132.00	252.37	320.15	318.34
经营现金流动负债比（%）	-3.68	-8.14	-9.28	--

注：公司2020年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；公司其他流动负债及长期应付款中有息部分已分别记入短、长期债务和全部债务中进行指标计算；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2017及2018年度财务数据分别为2018及2019年期初数

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
20 新兴际华 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/4/3	郭昊 李晨	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	阅读报告

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均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由新兴际华集团有限公司（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”）对这些材料的真实性、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。

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。

新兴际华集团有限公司
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”）关于新兴际华集团有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

新兴际华集团有限公司（以下简称“公司”或“新兴际华”）前身为新兴铸管（集团）有限责任公司，公司于1997年1月取得国家工商行政管理总局核发的营业执照，为国有独资公司。根据中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅《关于印发<军队保障性企业交接工作的实施意见>的通知》（中办发〔2007〕27号）和全国保障性企业交接工作部门联席会议《军队移交的保障性企业总体处理意见和具体实施方案》（国联席〔2001〕4号）的规定，2001年8月，公司接收了原隶属于中国人民解放军总后勤部军需部工厂管理局的后勤保障军工企业、仓库、财务结算中心以及学校、科研单位等事业单位。2010年12月22日，公司更名为现名。2015年，公司实收资本增加80000.00万元，来源于财政部国有资本经营预算资金拨款-资本性支出拨款，主要系按照财政部和国资委国有资本经营预算管理的要求，增加国家资本金，调整注册资本。截至2020年3月底，公司实收资本为518730.00万元，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”）。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围未变更；公司组织结构较上年未发生变化。截至2020年3月底，公司纳入合并范围内子公司共计224家。截至2019年底，公司在职员工共计48025人。

截至2020年3月底，公司对所持上市子公司新兴铸管股份有限公司（以下简称“新兴铸管”）和际华集团股份有限公司（以下简称“际华股份”）的股份无质押情况。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1309.34亿元，所有者权益539.69亿元（含少数股东权益205.30亿元）；2019年，公司实现营业收入1402.67亿元，利润总额34.31亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1388.22亿元，所有者权益539.18亿元（含少数股东权益190.31亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入197.66亿元，利润总额6.51亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区东三环中路7 号；法定代表人：张雅林

三、存续债券资金使用情况

截至报告出具日，公司经联合资信进行信用评级的存续债券为“20新兴际华MTN001”（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行日期为2020年4月22日，债券余额9.55亿元，下一付息日为2021年4月22日，本期中期票据于赎回之前长期存续。

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据的第5个和其后的每个计息年度末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）对其赎回。会计政策变动的提前赎回选择权，若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将此类中期

票据由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期中期票据进行赎回。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前5个计息年度利率保持不变，自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。其中前5个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差，如公司在第5年不行使赎回权，从第6~10个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加300个基点，此后每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前5个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红（按规定上交国有资本收益除外）、向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向股东分红、向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

会计处理方面，本期中期票据设置公司赎回选择权、利息递延支付权，根据会计准则及相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，公司在会计初始确认时拟将本期永续票据计入所有者权益。对于本期中期票据在会计初始确认时计入所有者权益的，如在存续期内不再计入权益，公司应当在事项发生之日起两个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，并说明其影响及相关安排。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，则从第6个计息年开始每5年重置票面利率，以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红（按规定上交国有资本收益除外）和减少注册资本事件时、向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司子公司新兴铸管自1997年上市以来，已实施现金分红21次，未来持续分红的可能性大，递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本

期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

表 1　公司存续债券概况

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	下一行权日
20 新兴际华 MTN001	10 亿元	10 亿元	2020/4/22	2025/4/22

注：以上债券为经联合资信评级且处于存续期内债券
资料来源：Wind

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5－6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2016－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为

-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，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 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国

一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持

深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业分析

（一）钢铁行业

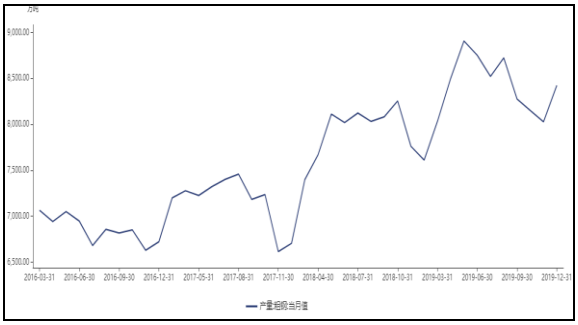
1. 行业概况

近几年，随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况有所改善，钢铁价格大幅回升。2019 年，由于产量增加、库存高企，主要钢材品种价格小幅下降，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。

随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨/年。粗钢产能利用率由 2015 年的 70%提升至 2018 年的 80%以上，已基本进入合理区间。

2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。

图 2　国内粗钢产量情况

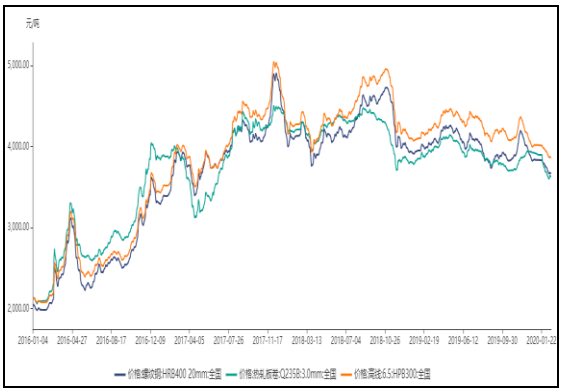


资料来源：Wind

从钢材价格来看，以 Myspic 综合钢价指数[1]为例，受冬季限产影响，钢材价格震荡上行至 2019 年 5 月，而后呈下行趋势。截至 2019 年底，国内螺纹钢（HRB400 20mm）均价下跌至 3833.00 元/吨，较年初下降 2.53%；螺纹钢价格自 2017 年 12 月中旬上涨至阶段性的高位后持续波动下跌，已累计下跌约 20%。

[1] Myspic 综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北 7 个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数；选择 2000 年 7 月份为 100 点，自此开始形成周指数

图 3　国内主要钢材品种价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

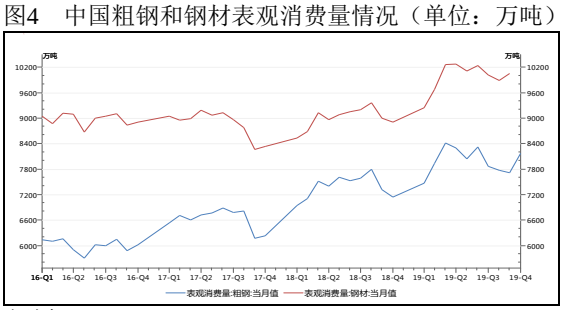
2．下游需求

目前国内保障房建设逐步推进以及高速铁路建设投资规模稳步增加，对上游钢铁产品过剩的局面有一定缓解作用。但近年国内经济增速连年放缓，投资高增长受到抑制，下游需求仍存在下滑风险。

（1）钢铁消费总量

中国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2016 年以来钢铁行业下游逐步回暖，2017－2019 年，中国月均粗钢表观消费量分别为 6622.42 万吨、7392.95 万吨和 8172.07 万吨；月均钢材表观消费量分别为 8870.97 万吨、9002.63 万吨和 10112.90 万吨。

图4　中国粗钢和钢材表观消费量情况（单位：万吨）

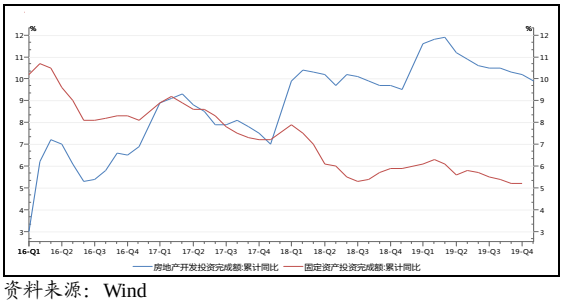


资料来源：Wind

（2）下游行业需求情况

从下游需求情况看，中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶等行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是中国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。

图5　中国固定资产投资完成额及房地产投资完成额累计同比（单位：%）



资料来源：Wind

从终端下游占比来看，建筑业消耗过半的钢铁，呈强周期性，为钢铁需求最主要的影响因子。建筑业与固定资产投资密切相关，2019 年全国固定资产投资（不含农户）551478 亿元，比上年增长 5.4%。房地产行业方面，2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处于高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，未来将会直接影响建筑行业业务承揽情况。基建方面，以基建补短板为抓手引导有效投资，稳基建和补短板是未来基建发展趋势。

3．原材料供给

钢铁行业主要原材料为铁矿石和焦炭，2019 年上半年铁矿石价格大幅上升，对钢铁企业盈利水平产生不利影响。由于煤炭行业供给侧改革的推行，焦炭和煤炭价格大幅增长，加大了国内钢铁行业的成本控制压力。

从原料情况看，钢铁生产主要原燃料包括铁矿石、焦炭等。

（1）铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的 50%~60%，铁矿石价格的波动将直接影响钢铁的生产成本。

根据中国钢铁协会（以下简称“中钢协”）统计，2017－2019 年，中国铁矿石进口量分别为 10.75 亿吨、10.64 亿吨和 10.69 亿吨。全球 75%的高品位铁矿石产量和贸易量集中在巴西淡水河谷公司（以下简称“淡水河谷”）、力

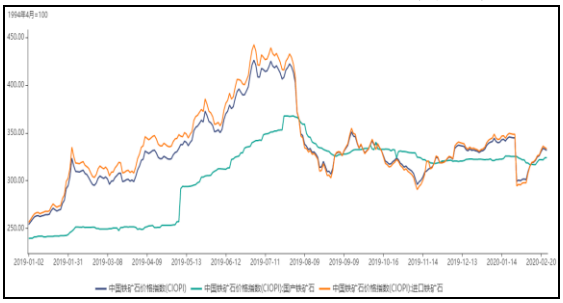
拓集团、必和必拓公司、Fortescue Metals Group .Ltd（以下简称“FMG”）四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成较大成本压力。

从铁矿石采购价格看，2019 年上半年，受到淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，铁矿石价格持续上升。2019 年 7 月初，进口铁矿石价格指数上升至 442.47，较年初的 254 大幅上升。由于国外矿山陆续复工，进口铁矿石价格开始下降，2019 年底进口铁矿石价格指数下降至 334.43。铁矿石价格的快速上升对钢铁企业成本控制造成较大压力，并进而对钢铁企业盈利水平产生明显不利影响。

2019 年初，国内港口铁矿石库存小幅上升，主要港口铁矿石库存维持在 1.47 亿吨水平；4 月后，冬季采暖季限产结束，高炉逐步复产，生产企业铁矿石补库需求增加，叠加淡水河谷矿区事故停产及飓风影响，国外矿山发货量不足、供应放缓，国内港口库存持续下降；6 月底国内港口铁矿石库存下降至 1.16 亿吨，较上年同期下降 25.77%。

图6　近年国产和进口铁矿石价格走势情况

（单位：元/吨）



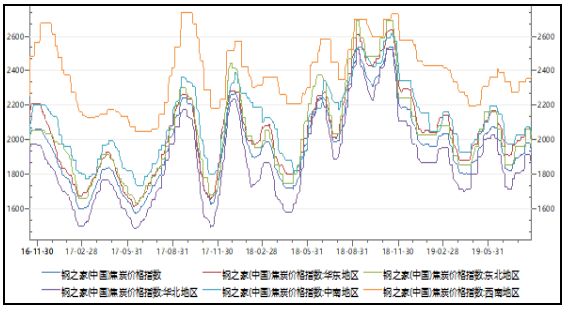
资料来源：Wind

（2）焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，占钢铁成本的 20%~30%左右。2018－2019 年，焦炭价格震荡下行，但整体仍维持高位。

图7　近年主要地区焦炭价格走势情况

（单位：元/吨）



资料来源：Wind

4. 行业政策

中国政府对钢铁行业供给侧改革以及兼并重组重视程度较高，未来政策将引导钢铁行业继续推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，提升钢铁行业集中度，实现产品结构优化升级，推动钢铁行业全面、协调和可持续健康的发展。

钢铁工业是国民经济的支柱产业，在中国推进工业化和城镇化进程中发挥着重要作用。近年来，国家为加强钢铁行业管理，规范钢铁企业生产经营秩序，不断推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，出台了一系列的相关钢铁行业政策，以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。

表 3　钢铁行业供给侧改革相关行业政策

国务院	2016 年 2 月	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
	2016 年 4 月	《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》
	2016 年 7 月	《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》、《推动中央企业结构调整与重组的指导意见》
财政部	2016 年 5 月	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》
人民银行等八部委	2016 年 2 月	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》
人民银行、银监会、证监会	2016 年 4 月	《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》
国土部	2016 年 3 月	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
环保部	2016 年 5 月	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》
国家质检总局	2016 年 4 月	《关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》
人社部和发改委等七部门	2016 年 4 月	《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》

国家发改委	2017 年 5 月	《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》
国家发改委等六部门	2018 年 4 月	《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》
国家发改委等三部门	2019 年 5 月	《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》

资料来源：公开资料、联合资信整理

2019 年 5 月，国家发改委等三部门发布了《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》（以下简称“《要点》”）。《要点》提出积极稳妥推进企业兼并重组；按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组，有关地区要指导和协助企业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。

5．行业关注

（1）铁矿石采购议价能力有限以及汇率波动风险影响较大

2014 年以来，国产和进口铁矿石价格倒挂导致更多国内钢铁企业选择进口铁矿石作为其冶炼原料，进口铁矿石采购量不断增长，中国铁矿石对外依存度处于较高水平，对外议价能力有限。同时，中国铁矿石进口量较大，汇率波动对于铁矿石价格影响较大。

（2）钢铁行业去杠杆

目前钢铁企业负债主要为短期债务，期间费用（主要是财务费用和管理费用）对利润侵蚀十分严重，钢铁企业降杠杆的需求十分迫切。债转股项目的落地将完善内部治理与强化外部约束相结合，帮助企业资产负债率尽快回归合理水平，并长期规范资产负债结构。

目前钢铁企业的盈利改善有助于企业自身进行资产负债表修复，达到去杠杆的目的。中钢协提出了通过 3~5 年努力，钢铁行业平均负债率要降到 60%以下的目标，对钢铁企业自我造血、持续盈利能力提出了一定要求。中国大型钢铁企业主要为国有企业，自身往往存在人员负担重、财务费用高等问题，期间费用对于钢铁企业的利润侵蚀严重。只有钢材价格保持在一定的水平，进而保证钢铁企业的盈利空间，才能从根本上解决钢铁企业债务负担重的问题，同时也有助于提升金融机构参与债转股的积极性。

（3）钢铁企业转型升级

目前，加速钢铁企业产品结构调整、制造工艺提升、产业布局调整，是钢铁企业转型升级的主要方面。其中，产品结构调整表现为推进钢铁产品向中高端发展，改善中国长期存在的钢铁产品结构性产能过剩问题；制造工艺提升表现为发展智能制造，逐步探索和形成全行业可推广、可复制的智能制造新模式，加快普及先进适用的节能环保工艺技术装备，提升钢铁行业绿色发展水平，实现可持续发展；产业布局调整表现为抓好产能置换审核关，严禁以任何理由新增钢铁产能，调整中国钢铁“北重南轻”的布局；政府印发的《关于钢铁工业调整升级规划（2016－2020 年）》《中国制造 2025》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等相关文件，为钢铁企业的进一步转型发展提供了有力的政策支持。

在钢铁行业过度竞争、产品同质化较高、供需严重失衡的市场环境下，区位优势成为钢铁企业成本控制的关键因素。若钢铁企业位于沿海区域以及主要消费地，铁矿石、钢材运输成本有一定优势；反之，则对企业盈利能力产生一定不利影响。随着钢铁行业去产能的逐步实施，未来中国钢铁企业重组步伐将不断加快，行业集中度将逐步提高。

（4）新冠肺炎疫情对钢铁行业的影响

2020 年，新冠肺炎导致一季度钢铁下游需求不足，钢材累库情况严重，钢材价格下降，在短期内对钢铁行业造成一定冲击。二季度随着下游企业复工复产，钢材去库存速度明显提升，但钢铁行业的供需和价格变动趋势仍需要

持续关注宏观经济调节政策的落地情况。

（二）球墨铸铁行业

1．行业概况

球墨铸铁管为中国水行业首选主要管材，优点显著，应用广泛。中国球墨铸铁管行业目前基本形成了寡头垄断竞争格局，新兴铸管为中国最大的球墨铸铁管生产企业，在经营规模、市场份额和技术水平等方面保持显著竞争优势。

球墨铸铁管是使用球墨铸造铁水经高速离心铸造成的管道，它具有管壁薄、韧性好、强度高、耐腐蚀等诸多优点；采用柔性接口，施工方便，供水供气安全，机械性能接近钢管，耐腐蚀性能优于钢管，不仅用作输水管道，而且可用于煤气管道及耐腐蚀物料的输送等。

球墨铸铁管已成为中国水行业首选主要管材，使用普遍，市场认知度高。经过多年的市场开发，球墨铸铁管在东部发达区域和城市的市场规模已逐步趋于稳定，市场开发重点正在由城市向县镇区域发展，由东部向西部区域发展。尤其近年来中西部地区新区建设和调水项目不断增多，中西部地区市场空间和潜力巨大。从应用领域来看，传统供水、水利、污水、工矿水、综合管廊等领域，都将成为球墨铸铁管产品的主力市场。受行业技术的不断创新、生产工艺的不断提升、布局的优化以及市场认知度不断提升等因素影响，球墨铸铁管在同其他管材的竞争中优势将逐步显现出来，球墨铸铁管产业未来发展前景广阔。

中国城市供水管道的生产和应用落后于西方发达国家。灰铁管和水泥管是过往输水工程采用的主要管材，管网存在着二次污染、漏损率高、寿命短、工程造价高等问题。虽然近年来球墨铸铁管的使用迅速增长，但在中国重点城市内水管铺设比例仍不足。铸铁管在中国供水管道市场中的比例与国外发达国家相比存在较大差距，中国球墨铸铁管的应用还存在着较大的提升空间。据统计，国际上球墨铸铁管在输水管材中所占的比例约为 95%~98%，但在中国仅为 40%~50%。

目前，中国球墨铸铁管行业技术水平已经达到了同时期的国际水平，由于具有劳动力成本优势，国际球墨铸铁管的生产已出现由西方工业发达国家逐步向亚洲等发展中国家加速转移的趋势。中国生产的球铁铸管产品在国际市场上竞争优势强。

中国球墨铸铁管行业基本形成了寡头垄断竞争格局，目前跨区域生产的只有新兴铸管和法国圣戈班集团的中国子公司圣戈班（中国）投资有限公司，两家企业球墨铸铁管的生产技术和销售渠道已非常成熟。其中，新兴铸管产能 290 万吨/年；截至 2019 年底，新兴铸管铸管产品产量为 239.16 万吨，为中国最大的球墨铸铁管生产企业，在经营规模、市场份额和技术水平等方面保持显著竞争优势。

2．发展前景

伴随中国城市化率的快速提升，球墨铸管作为理想的城市供水输气管道用材将保持快速增长。

球墨铸铁管具有耐压、耐冲击、抗腐蚀、重量轻、施工方便等优点，已成为城镇水务管网材料的首选。球墨铸铁管主要有两个好处。一是有韧性，不易损坏，可以代替钢管；二是具有铁的本质，抗腐蚀性能好，埋在地下百年不腐蚀。目前，中国城市化、工业化的进程不断加快，改善城镇供水管网、加强污水处理设施为铸管市场的发展提供了机遇。随着国家京津冀一体化进程的加快，将为铸管行业的发展带来较大机遇。

根据《中国铸造协会铸管及管件行业十三五规划》，到 2020 年底，球墨铸管的年产销量有望达到 700~800 万吨。在“十三五”期间，水务管网投资集中突涌。按各地“十三五”规划的要求，中国将对 9.23 万公里的供水管网更新改造，改造投资为 835 亿元；需新建 18.53 万公里供水管网，新建投资为 1843 亿元；新

建排水管网 15.90 万公里，总投资 7329 亿元左右。

综合分析，预测未来中国铸铁管产量将仍然保持目前的增长态势，铸管发展至今呈现两个趋势：一是由于水资源在经济发展中的重要性，球墨铸铁管的需求在增长，近十年的平均增长率为 4%~5%；二是由于发达国家劳动成本昂贵，铸管生产逐步萎缩，加速向中国和印度等亚洲新兴工业国家转移；中国城市化进程的加速，南水北调工程以及京津冀一体化的加快等，同样将增加对球墨铸铁管的需求。

由于市场前景较好，中国原球墨铸铁管企业不断加大投资力度、扩大规模，一些钢铁和铸造企业也投资建设球墨铸铁管生产线，因此，未来几年中国球墨铸铁管市场竞争将日趋激烈，企业竞争压力将会加大。另一方面，由于市政项目需要大量的资金预付和良好的销售网络，对企业的现金流和客户积累要求很高，新兴铸管和中国子公司圣戈班（中国）投资有限公司在产能规模和质量标准上具备领先优势，短期内其他厂商的进入不会对其生产经营构成实质性威胁。

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518730.00万元，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是国务院国资委监管的中央企业，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体的大型国有独资公司，拥有冶金、轻工、装备制造及商贸物流等四大业务板块。其中，球墨铸铁管生产规模居世界前列，行业地位突出。同时，公司在多元化经营方面积累了经验，各板块的研发能力较强，为公司长远发展提供良好的技术保障。

冶金业务由子公司新兴铸管负责运营。2019 年，新兴铸管离心球墨铸铁管、钢格板生产规模居世界首位，铸造产品产销量、钢塑复合压力管产销量位居中国首位。新兴铸管铸管生产技术、产品质量居世界领先水平，是全球最大的离心球墨铸铁管供应商。新兴铸管高品质建筑用钢材产品质量与规模居中国前列。新兴铸管高合金及双金属复合管为具有自主知识产权的填补国际空白的高端产品。2019 年，新兴铸管主持制定并修订了国际标准 3 项，国家标准 4 项，行业标准 4 项，实现有效专利数 1945 件。2019 年，新兴铸管生产钢材 517.20 万吨，生产铸管及铸件 239.16 万吨，同比分别增长 9.46%和 0.89%。2019 年，新兴铸管铸造产能新增 30 万吨；截至 2020 年 3 月底，新兴铸管具备 500 万吨/年钢材和 290 万吨/年铸造产品的产能。

轻工业务由子公司际华股份（证券代码“601718.SH”）负责运营。际华股份为中国最大的军需轻工用品生产保障基地以及军队、武警部队军需装备生产保障基地和外军军需品市场的主要采购、加工基地；际华股份是中国最大的职业服装研发生产基地和最大的职业鞋靴研发生产基地，同时也是公安、司法、工商、税务、铁路等制式服装主要的定点生产商。际华股份生产制造和规模优势突出，截至 2019 年底，拥有年产职业装及各类服装 4253 万套件，各类服饰 2047 万件，各类帽子、手套 1172 万件，各类职业鞋靴 7437 万双，各类橡胶件 4000 吨，各类橡胶大底 300 万双，各类皮鞋 1277 万双，各类纱线 24456 吨，坯布 9187 万米，印染色布 7278 万米，针织面料 9288 吨和家纺制品 681 万件的生产能力。在应急防护方面，际华股份 2020 年医用防护服日产量最高达 14 万套，医用防护服产能在国内居于领先地位。

装备制造业务由子公司新兴重工集团有限公司（以下简称“新兴重工”）负责运营，以新兴能源装备、军用特种装备、轻（合）金属资源和应急救援装备四大产业为主要业务，

目前经营六大系列产品：冶金矿山成套装备、离心球墨铸管生产线成套设备、压力容器产品、特种车辆、起重装备和汽车铸件。新兴重工具有美国 ASM 颁发的 U、U2 钢印及授权证书，具备中国一二三类压力容器设计和制造许可证，并能生产填补国际生产工艺空白的高压气瓶。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理团队变动较大，但主要经营制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司原总经理杨彬先生因职务调动离职，董事会聘任贾世瑞先生为公司总经理。公司原外部董事汪金德先生离职，由赵光兴先生接任。公司原党委常委、总会计师孟福利先生退休，由荣岩女士接任。公司原副总经理马利杰先生因职务调动离职。公司董事会聘任吴同兴先生为副总经理。

公司总经理贾世瑞先生，1963 年 9 月生，大学学历，硕士学位，教授级高级工程师；曾任中国北车集团太原机车车辆厂副厂长，济南机车车辆厂厂长兼党委副书记，济南轨道交通装备有限责任公司董事长、总经理、党委副书记，中国北车股份有限公司党委常委、副总裁，中国中车集团公司党委常委、副总经理；现任公司党委副书记、董事、总经理。

八、经营分析

1. 经营现状

2019 年，受商贸物流业务规模大幅下降影响，公司营业收入有所减少，利润总额同比增长，综合毛利率有所提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入及利润总额规模均有所减少。

公司主营业务包括冶金铸造、轻工纺织、装备制造和商贸物流四大板块，2019 年，公司主营业务收入占营业收入比重为 97.98%，公司主营业务仍十分突出。2019 年，公司实现收入 1402.67 亿元，同比减少 19.07%，主要系商贸物流业务规模大幅下降所致；实现利润总额 34.31 亿元，同比增长 42.02%，主要系投资收益和营业外收入同比大幅增加所致。

表 4　公司近年营业概况（单位：亿元、%）

业务分类	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
冶金铸造	413.95	19.71	10.79	399.00	23.02	18.09	404.43	28.83	14.05
轻工纺织	254.40	12.11	7.75	223.67	12.90	8.49	194.35	13.86	7.89
装备制造	300.17	14.29	3.25	195.60	11.29	3.69	176.62	12.59	6.82
商贸物流	968.73	46.12	2.01	901.79	52.03	1.26	598.96	42.70	1.16
其他	163.20	7.77	4.88	13.15	0.76	21.27	28.30	2.02	25.50
合计	**2100.45**	**100.00**	**4.84**	**1733.20**	**100.00**	**6.49**	**1402.67**	**100.00**	**7.01**

注：上表 2018 年经营数据为追溯调整之后的数据
资料来源：公司提供

从营业收入的构成来看，冶金铸造板块主要为钢铁、铸管产品生产销售业务；2019 年，公司冶金铸造业务实现收入 404.43 亿元，同比变动不大，占营业收入比重上升至 28.83%。轻工纺织板块主要为纺织服饰生产销售及贸易业务；受产品订单量下降以及贸易规模压缩等因素影响，2019 年公司轻工纺织业务收入同比下降 13.11%至 194.35 亿元，占营业收入比重为 13.86%。装备制造板块主要为应急救援、军品装备、新能源装备等产品生产销售业务；近年来，受产品价格波动以及天然气储运装备销售规模减少影响，公司装备制造业务规模呈持续下降态势，2019 年实现收入 176.62 亿元，同比下降 9.70%，

占营业收入比重为 12.59%。商贸物流板块主要包括有色金属生产及贸易、物业经营和商业地产开发等业务；2019 年，公司商贸物流业务实现收入 598.96 亿元，同比下降 33.58%，主要系公司聚焦高质量发展，逐步退出非主业贸易业务所致，占营业收入比重下降至 42.70%。其他业务规模不大，对收入贡献较小。

从毛利率情况来看，2019 年，受铁矿石价格上涨以及钢材价格下降影响，公司冶金铸造业务毛利率同比下降 4.04 个百分点至 14.05%；轻工纺织业务毛利率为 7.89%，同比下降 0.60 个百分点，主要系随着军品市场化招标方式常态化，中标价格下降所致；装备制造业务毛利率为 6.82%，同比上升 3.13 个百分点；受业务模式影响，商贸物流业务毛利率处于较低水平，2019 年为 1.16%，同比下降 0.10 个百分点。受以上因素综合影响，2019 年，公司综合毛利率为 7.01%，同比上升 0.52 个百分点。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 197.66 亿元，同比下降 38.77%；实现利润总额 6.51 亿元，同比下降 4.84%。

2. 冶金铸造

2019 年，新兴铸管整体收入规模稳定，核心业务收入继续保持增长，主要产品产量持续上升，产能利用率和产销率维持在较高水平。

冶金铸造板块为公司的核心业务，经营主体为公司子公司新兴铸管，主要产品为钢铁、铸管产品。2019 年，新兴铸管实现营业收入 408.90 亿元，同比小幅增长。其中，钢材板块实现收入 202.07 亿元，同比增长 4.98%，主要系钢材产品销售量增长所致；铸管板块实现营业收入 118.59 亿元，同比增长 4.31%，主要系球墨铸管产品价格上涨所致。毛利率方面，2019 年，新兴铸管综合毛利率为 14.03%，同比下降 3.87 个百分点。其中，钢材产品毛利率同比下降 8.65 个百分点至 12.61%，主要系成本提升及钢材价格大幅下降所致；铸管产品毛利率同比小幅下降 0.94 个百分点至 23.62%。

（1）材料采购

新兴铸管铸管产品和钢材产品主要原材料为铁矿石、焦炭和煤，采购模式、结算方式较上年变化不大。2019 年，新兴铸管铁矿石外购数量为 1205.57 万吨，同比增长 17.31%；采购均价为 677.22 元/吨，同比上涨 31.02%，主要系淡水河谷矿区事故停产及飓风影响所致。2019 年，新兴铸管向前五大供应商采购金额合计 28.18 亿元，占其年度采购总额的比例为 7.96%，较上年下降 2.54 个百分点，集中度较低。

（2）产品生产

2019 年，新兴铸管生产模式及质量管理较上年变化不大。截至 2019 年底，新兴铸管钢材产品产能为 500 万吨/年，铸管产品产能为 260 万吨/年，较上年无变化，其铸管生产技术、产品质量、生产规模仍位居行业前列。2019 年，新兴铸管钢材产品产量为 517.20 万吨，同比增长 9.46%；铸管产品产量为 239.16 万吨，同比变动不大；产能利用率分别为 103.44%和 91.98%，较上年均有所上升且处于高水平。

表 5　2017－2019 年新兴铸管主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
钢材产品	产能	500	500	500
	产量	482.10	472.50	517.20
	产能利用率	96.42	94.50	103.44
铸管产品	产能	260	260	260
	产量	214.31	237.05	239.16
	产能利用率	82.43	91.17	91.98

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）产品销售

2019 年，新兴铸管产品销售模式及结算

方式较上年变动不大。2019 年，新兴铸管钢材产品销量为 516.74 万吨，同比增长 9.45%，铸管产品销量为 231.50 万吨，较上年略有下降；销售价格方面，钢材产品和铸管产品销售均价分别为 3476.69 元/吨和 4703.02 元/吨，同比分别下降 3.68%和上升 3.15%；钢材产品和铸管产品产销率分别为 99.91%和 96.80%，保持在较高水平。2019 年，新兴铸管前五大客户销售额合计 39.13 亿元，占年度销售总额比例为 9.57%，集中度低。

表 6　2017－2019 年新兴铸管主要产品销售情况

（单位：万吨、元/吨、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
钢材产品	销量	480.78	472.14	516.74
	销售均价	3284.77	3609.49	3476.69
	产销率	99.73	99.92	99.91
铸管产品	销量	213.61	232.89	231.50
	销售均价	3876.54	4559.35	4703.02
	产销率	99.67	98.25	96.80

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 轻工纺织

2019年，际华股份继续保持了突出的行业地位以及生产规模优势；伴随低端产品产能压减工作推进，际华股份主要产线产能同比有所下降；同时，市场竞争加剧、产品订单下降，际华股份收入规模继续下降。

公司轻工板块运营主体为际华股份，主要从事职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护装具等产品的生产、研发及销售，同时开展商贸物流业务。际华股份是中国军队和武警部队军需品采购的核心供应商，同时为中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地，拥有军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场 60%左右的份额，行业地位十分突出。此外，新冠肺炎疫情期间，际华股份积极组织下属企业紧急转产医用防护服，截至 2020 年 2 月 28 日，日产医用防护服 15.28 万件，占全国医用防护服产能超过 40%。

2019 年，受产品订单量下降以及贸易规模压缩等因素影响，际华股份实现主营业务收入 194.35 亿元，同比下降 12.87%，各业务板块收入均有不同程度下降。

（1）材料采购

际华股份主要原材料包括：棉花、纱线、面料、皮革、橡胶、鞋材、军需特种材料以及工程服务和设备等。目前，际华股份实行两级采购管理体系，由总部的采购中心统一对采购工作进行组织、管理和监督，下属单位按照采购计划执行采购工作；2019 年，际华股份开发了线上采购平台，当年已完成绝大部分物资采购和监督管理工作的线上化。

经过多年经营，际华股份与大部分原料供应商建立了稳定的合作关系，采购渠道较有保障。2019 年，际华股份前五大供应商采购金额合计 7.87 亿元，占当年采购总额的 5.55%，供应商集中度低。

（2）产品生产

2019 年，际华股份生产模式较上年变动不大。

职业装方面，截至 2019 年底，际华股份拥有 150 余条职业装生产线，主要产品包括军服类、行业制服类、职业工装、品牌服装及特种功能性服装和配套产品。截至 2019 年底，际华股份职业装及各类服装产能为 4253 万套件/年，产能利用率为 74.54%；各类服饰产能为 2047 万件/年，产能利用率为 74.81%；各类帽子、手套产能为 1172 万件/年，产能利用率为 71.32%。2019 年，际华股份持续推进低端产品产能压减工作，职业装板块产能较上年有所下降。同时，随着军品采购招标常态化，行业竞争加剧，产品订单下降，导致其产能利用率处于中等水平。

职业鞋靴方面，截至 2019 年底，际华股份拥有 43 条职业鞋靴生产线，主要产品包括军用胶鞋、普通劳动胶鞋、防护功能性胶鞋和橡胶大底等。截至 2019 年底，际华股份职业鞋靴产能为 7437 万双/年，产能利用率为 89.26%；橡胶件产能为 4000 吨/年，产能利用

率为 90.05%；橡胶大底产能为 300 万双/年，产能利用率为 92.00%。随着低端产品产能压减工作推进，际华股份职业鞋靴板块产能较上年有所下降，产能利用率整体处于较高水平。

（3）产品销售

从销售情况来看，2019 年，受产品订单下降影响，际华股份职业装销量为 4827 万套，同比下降 9.03%；鞋类（皮鞋、胶鞋）销量为 7598 万双，同比变动不大；际华股份职业装和鞋类产销率分别为 99.63%和 93.01%，整体处于高水平。

2019 年，际华股份前五名客户销售额为 30.65 亿元，占年度销售总额的 14.49%（较上年下降 2.04 个百分点），整体集中度低。

4. 装备制造

公司装备制造业务产品多元，2019年，收入规模继续下降，上下游集中度一般。

公司装备制造板块主要由新兴重工负责运营，主要包括新兴能源装备、军用特种装备、轻（合）金属资源和应急救援装备四大业务，主要产品为履带式推土机、改装车以及天然气储运设备。近年来，受产品价格波动以及天然气储运装备销售规模减少影响，公司装备制造业务规模呈持续下降态势，2019年实现收入176.62亿元，同比下降9.70%。

公司装备制造业务采购、生产、销售模式较上年变化不大。2019 年，公司装备制造业务前五大供应商采购金额合计 55.73 亿元，占全年采购额的 33.82%，集中度一般；前五大客户销售合计 52.28 亿元，占全年销售额的 29.52%，集中度一般。

5. 商贸物流

2019年，新兴发展物业经营业务情况良好，可为公司带来稳定的利润及现金流支撑。

公司商贸物流业务运营主体为新兴发展集团有限公司（以下简称“新兴发展”）和中新联进出口公司（以下简称“中新联”），主要业务包括物业经营以及有色金属加工与贸易业务。以下业务板块分析主要以新兴发展业务为主。

（1）物业经营

物业经营板块为公司商贸物流板块利润主要来源。2019 年，新兴发展物业经营业务收入 5.27 亿元，收入规模相对稳定。新兴发展物业经营包括写字楼、公寓、商场等物业租赁经营。其中，以写字楼物业租赁为主，主要依托北京“财富中心”及广州“中华广场”等写字楼开展运营。2019 年，“财富中心”与“中华广场”可出租面积均有所上升，平均租金水平有所下降，出租率分别为 92.05%和 92.91%，整体保持在较高水平。

表 7　2017－2019 年新兴发展主要物业经营情况（单位：万平方米、元/平方米/年、亿元、%）

项目名称	项目	2017年	2018年	2019年
北京财富中心	可出租总面积	13.43	11.81	13.36
	出租率	96.06	97.10	92.05
	平均租金	2223	2397.60	2293.05
	租赁收入	2.87	2.80	2.82
广州中华广场	可出租总面积	8.89	8.89	13.68
	出租率	96.06	98.20	92.91
	平均租金	1652	1558.55	1408.00
	租赁收入	1.41	1.48	1.79

资料来源：公司提供

（2）有色金属贸易

公司有色金属业务主要分为铜产品加工和有色金属贸易两大板块，以有色金属贸易业务为主。2019年，新兴发展有色金属业务

收入为367.33亿元，同比下降66.40%，主要系公司聚焦高质量发展，逐步退出非主业贸易业务所致。

为有效降低经营风险，公司有色金属贸易全部为代理模式，利润率水平低，盈利能力弱，2019年毛利率为0.51%；电解铜是最主要的贸易品种，其他贸易品种包括黄杂铜、铜杆、锌锭等。2019年，新兴发展电解铜采购量为50.48万吨，同比下降56.26%；销售量为61.88万吨，同比减少46.42%；采购均价及销售均价分别为47735.96元/吨（国内采购）和46655.32元/吨（国内销售），同比均有所上升。

6. 经营效率

从经营效率指标看，2017－2019年，公司销售债权周转次数分别为15.72次、12.16次和10.97次；存货周转次数分别为13.14次、8.91次和6.55次；公司总资产周转次数分别为1.56次、1.27次和1.06次，均呈持续下降态势。

7. 未来发展

公司的战略规划对公司的经营管理具有较强的指导作用，可实施性较强。

公司的远景规划目标是成为具有自主知识产权、国际著名品牌和国际竞争力的一流大集团公司。“十三五”期间，公司进行企业转型升级，由内生式的发展模式向基于产业链与价值链延伸和资源扩张的外延式的发展模式转型，由以生产经营为主的发展模式向集产品、科技、品牌、商业模式、组织结构、金融和管控模式等七个方面全方位创新的发展模式转型，由以国内配置资源为主的发展模式向基于全球配置资源的国际化和加快集团内部资源优化重组的发展模式转型。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

公司财务报告按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。从合并范围变化来看，2019年，公司新增子公司16家，减少子公司14家；2020年1－3月，公司新增子公司7家，减少子公司3家。截至2020年3月底，公司纳入合并范围子公司共计224家。公司近年主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。本报告财务部分2017及2018年底财务数据为追溯调整之后数据。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1309.34亿元，所有者权益539.69亿元（含少数股东权益205.30亿元）；2019年，公司实现营业收入1402.67亿元，利润总额34.31亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1388.22亿元，所有者权益539.18亿元（含少数股东权益190.31亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入197.66亿元，利润总额6.51亿元。

2. 资产质量

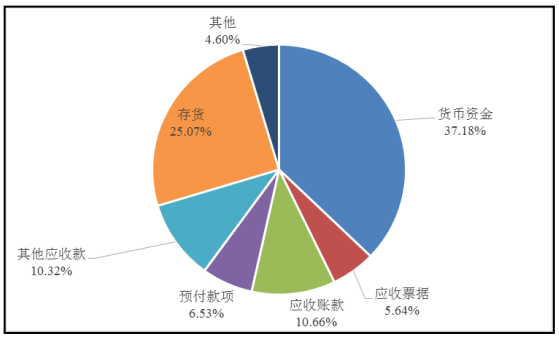
截至2019年底，公司资产规模小幅下降，资产结构相对均衡。公司未受限货币资金相对充裕，应收预付类款项以及存货规模较大，对资金形成一定占用；整体受限资产比例较低。

截至2019年底，公司合并资产总额为1309.34亿元，较上年底下降2.69%。其中，流动资产占55.83%，非流动资产占44.17%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

截至2019年底，公司流动资产合计731.01亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占37.18%）、应收票据（占5.64%）、应收账款（占10.66%）、预付款项

（占6.53%）、其他应收款（占10.32%）和存货（占25.07%）构成。

图 8　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金为 271.80 亿元，较上年底增长 10.99%，主要系经营活动现金净回笼增加所致。其中，银行存款占 83.33%，其他货币资金占 16.67%；使用受限的货币资金合计 44.19 亿元，受限比率为 16.26%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金以及履约保证金等，受限比例一般。

截至 2019 年底，公司应收票据为 41.22 亿元，较上年底下降 27.06%，主要系部分票据到期兑付所致。其中，银行承兑汇票占 84.08%，商业承兑汇票占 15.92%。

截至 2019 年底，公司应收账款为 77.96 亿元，较上年底下降 2.49%。公司应收账款累计计提坏账准备 21.67 亿元，计提比例为 21.75%；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占 84.00%）中，账龄在 1 年以内的占 69.05%，1 至 2 年占 13.89%，2 至 3 年占 3.76%，3 年以上占 13.30%。截至 2019 年底，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计 11.56 亿元，占当期应收账款余额的 11.60%，集中程度较低。公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用且存在一定坏账风险，需关注较长账龄应收货款的回收情况。

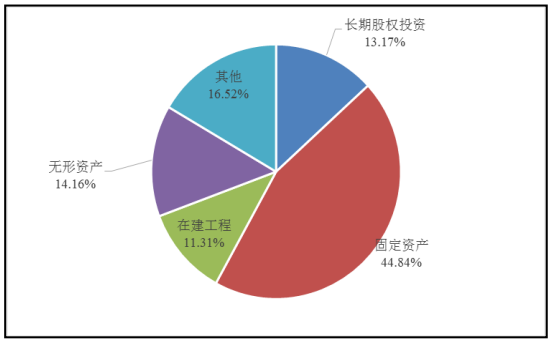
截至 2019 年底，公司预付款项为 47.73 亿元，较上年底下降 13.23%，主要系业务规模下降，预付货款减少所致。从账龄来看，以 1 年以内（含 1 年）为主，占 70.12%。

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）78.49 亿元，较上年底下降 13.56%。截至 2019 年底，公司其他应收款为 75.42 亿元；账龄方面，1 年以内占 57.47%，1 至 2 年占 5.98%，2 至 3 年的占 4.74%，3 年以上占 31.81%；公司对其他应收款累计计提坏账准备 28.71 亿元；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收账款合计 32.62 亿元，占比为 31.34%，集中度较高，以往来款为主。公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

截至 2019 年底，公司存货为 183.23 亿元，较上年底下降 14.70%，主要系公司旗下房地产业务逐步开发销售，开发成本减少所致。其中，原材料占 13.25%，库存商品占 25.19%，开发成本占 28.73%，开发产品占 11.42%，拟开发土地占 10.14%。截至 2019 年底，公司存货累计计提跌价准备 5.73 亿元，计提比例为 3.03%。

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产合计 578.34 亿元，较上年底变动不大。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.17%）、固定资产（占 44.84%）、在建工程（占 11.31%）和无形资产（占 14.16%）构成。

图 9　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 76.19 亿元，较上年底增长 15.31%，主要系对宁波保税区新德优兴投资合伙企业（有限合伙）追加投资 7.67 亿元所致；公司长期股权投资期末余额中，宁波保税区新德优兴投资

合伙企业（有限合伙）占 27.10%，拜城县峰峰煤焦化有限公司占 10.32%，广州市盛世中华百货有限公司占 8.38%，芜湖皖新万汇置业有限责任公司占 8.14%，投资标的所涉行业较为多元。

截至 2019 年底，公司固定资产为 259.30 亿元，较上年底变化不大；主要由房屋及建筑物（占 52.84%）和机器设备（占 44.85%）构成；公司固定资产累计计提折旧 147.62 亿元，固定资产成新率为 65.24%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程（合计）75.43 亿元，较上年底下降 14.66%，主要系部分在建项目完成转固所致；其中，在建工程 65.42 亿元，工程物资 10.01 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产为 81.88 亿元，较上年底变动不大。公司无形资产主要由土地使用权（占 86.17%）和采矿权及探矿权（占 12.37%）构成。截至 2019 年底，公司无形资产累计摊销为 10.37 亿元，计提减值准备 395.76 万元。

截至2019年底，公司所有权和使用权受到限制的资产合计58.96亿元，占总资产的比重为4.50%，受限比例较低。

表 8　截至 2019 年底公司所有权和使用权受到限制的资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	44.19	票据保证金、保函保证金、信用保证金等
应收票据	0.09	质押
无形资产	4.16	抵押借款
固定资产	4.29	抵押借款
长期股权投资	5.85	质押、诉讼冻结
存货	0.38	质押
合计	**58.96**	**--**

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 1388.22 亿元，较年初增长 6.02%，主要系存货和在建工程增加所致。其中，流动资产占 55.02%，非流动资产占 44.98%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3. 所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益规模变动不大，少数股东权益及未分配利润占比较高。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计（含少数股东权益）539.69 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占 61.96%，少数股东权益占 38.04%。归属于母公司所有者权益 334.40 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 15.51%、18.69%、3.23%和 40.77%，少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 539.18 亿元，规模及结构较 2019 年底变化不大。

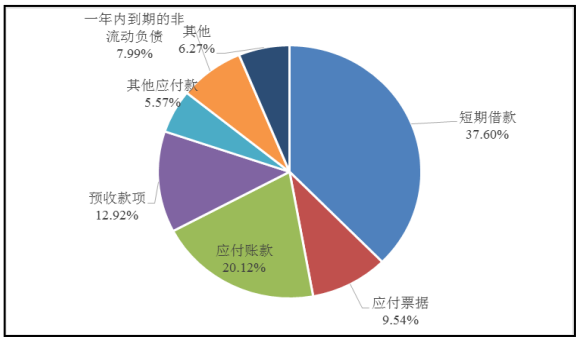
4. 负债

截至 2019 年底，公司负债总额较上年底变化不大，以流动负债为主；债务规模有所上升，整体债务负担仍处于合理水平，债务结构有所优化。

截至 2019 年底，公司负债总额为 769.65 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 68.21%，非流动负债占 31.79%。公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 525.02 亿元，较上年底下降 14.71%，主要系其他流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 37.60%）、应付票据（占 9.54%）、应付账款（占 20.12%）、预收款项（占 12.92%）、其他应付款（占 5.57%）和一年内到期的非流动负债（占 7.99%）构成。

图 10　截至 2019 年底公司流动负债构成



注：合并差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司短期借款为 197.39 亿元，较上年底变动不大；公司短期借款由质押借款（占 3.78%）、抵押借款（占 1.66%）、保证借款（占 4.55%）和信用借款（占 90.00%）构成。

截至 2019 年底，公司应付票据为 50.08 亿元，较上年底增长 12.20%，主要系票据结算占比上升所致；公司应付账款 105.64 亿元，较上年底下降 7.65%，主要系业务规模下降，应付货款减少所致，公司应付账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主（占 76.59%）；公司预收款项 67.83 亿元，较上年底下降 33.09%，主要系部分预收货款、预售产品结转所致；公司其他应付款（合计）32.74 亿元，较上年底下降 30.39%；公司一年内到期的非流动负债 41.95 亿元，较上年底增长 52.88%，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 244.64 亿元，较上年底增长 39.70%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.78%）和应付债券（占 54.86%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 65.50 亿元，较上年底增长 22.81%，主要系为满足资本性支出需求加大融资规模所致；公司长期借款主要由抵押借款（28.04%）、保证借款（12.98%）和信用借款（占 58.91%）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券为 134.20 亿元，较上年底增长 60.29%，主要系当年新发行企业债券和公司债券“19 新兴 G1”“19 新兴 G2”“19 新兴 01”“19 新际 01”“19 新际 03”“19 新际 04”和“19 新际 05”所致。公司应付债券情况具体见下表。

表 9　截至 2019 年底公司存续债券概况

（单位：年、亿元）

项目	发行日期	债券期限	债券余额
15 际华 02	2015-8-7	7	4.98
15 际华 03	2015-9-15	7	19.94
18 际华 01	2018-7-20	5	9.95
11 新兴 02	2011-3-18	10	9.98
16 新兴 01	2016-6-30	5	9.54
19 新兴 G1	2019-01-22	5	9.94
19 新兴 G2	2019-03-27	5	9.94
19 新兴 01	2019-07-17	5	9.93
19 新际 01	2019-05-23	3	15.00
19 新际 03	2019-08-16	5	20.00
19 新际 04	2019-08-16	10	5.00
19 新际 05	2019-11-22	5	10.00
合计	--	--	**134.20**

注：尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司全部债务 505.13 亿元，较上年底增长 5.79%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务占 57.63%，长期债务占 42.37%。截至 2019 年底，公司短期债务 291.09 亿元，较上年底下降 9.14%；长期债务 214.04 亿元，较上年底增长 36.23%，主要系应付债券增长所致。

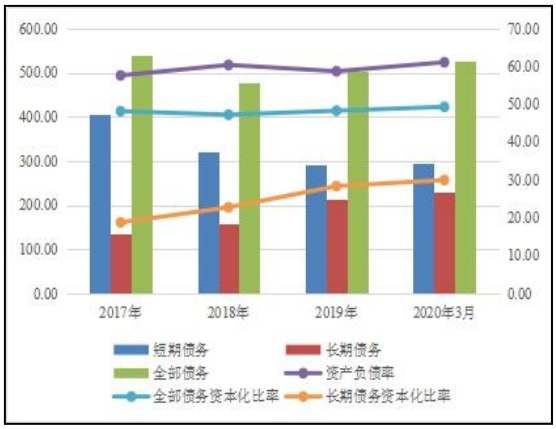
债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.78%、48.35%和 28.40%，分别较上年底下降 1.68 个百分点、增长 1.06 个百分点和增长 5.61 个百分点。整体看，债务负担处于合理水平。

若将公司发行的可续债“17 新际 Y1”“17 新际 Y2”“18 新际 Y1”“18 新际 Y2”“18 新际 Y3”和“18 新际 Y5”合计 73.00 亿元计入长期债务，截至 2019 年底，公司全部债务增至 578.13 亿元。其中，短期债务 291.09 亿

元（占 50.35%），长期债务 287.04 亿元（占 49.65%）。截至 2019 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.36%、55.33%和 38.08%，较调整前分别上升 5.58 个百分点、6.99 个百分点和 9.69 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 849.04 亿元，较 2019 年底增长 10.32%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 67.95%，非流动负债占 32.05%。公司负债结构仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 525.73 亿元，较上年底增长 4.08%。其中，短期债务 294.71 亿元（占 56.06%），较上年底变化不大；长期债务 231.02 亿元（占 43.94%），较上年底增长 7.93%。截至 2020 年 3 月底，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 61.16%、49.37%和 29.99%，分别较上年底增长 2.38 个百分点、1.02 个百分点和 1.60 个百分点。

图 11　公司近年有息债务构成（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

5. 盈利能力

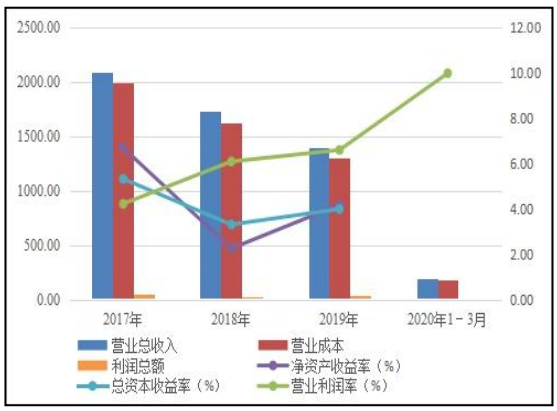
2019 年，公司收入规模有所下降，利润总额同比增长，整体盈利能力有所改善。

2019 年，公司实现营业收入 1402.67 亿元，同比下降 19.07%，主要系商贸物流业务大幅下降所致；实现利润总额 34.31 亿元，同比增长 42.02%，主要系投资收益和营业外收入同比大幅增加所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 60.77 亿元，同比变动不大。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 32.82%、40.19%、11.71%和 15.28%，以销售费用和管理费用为主。2019 年，公司销售费用为 19.94 亿元，同比增长 7.38%，主要系代理费用和咨询费用增加所致；管理费用为 24.43 亿元，同比变化不大；研发费用为 7.12 亿元，同比增长 24.57%；财务费用为 9.28 亿元，同比下降 37.58%，主要系利息收入增加所致。2019 年，公司费用收入比为 4.33%，较上年上升 0.67 个百分点，费用控制能力较强。

2019 年，公司实现投资收益 10.05 亿元，同比增加 10.36 亿元，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅增加所致；投资收益占营业利润比重为 37.46%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现营业外收入 9.70 亿元，同比增长 168.42%，主要系非货币性资产交易利得大幅增加所致；营业外收入占利润总额比重为 28.26%，对利润影响较大。

图 12　公司近年盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.99%和 4.18%，同比分别提升 0.68 个百分点和 1.93 个百分点。公司各盈利指标较上年均有所改善。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 197.66 亿元，较上年同期下降 38.77%；同期实现利润总额 6.51 亿元，同比下降 4.84%。2020 年 1－3 月，公司营业利润率为 9.99%，同比增长 3.41 个百分点。

6. 现金流分析

2019 年，公司经营活动现金流持续净流入且净流入规模有所扩大，收入实现质量尚可。公司投资活动现金净流入规模大幅增加，有助于减轻外部融资压力。由于经营活动现金流净额转负，2020 年一季度公司现金及现金等价物净增加额为负。

从经营活动看，2019 年，受业务规模下降影响，公司经营活动现金流入量为 1528.62 亿元，经营活动现金流出量为 1447.85 亿元，同比分别下降 24.26%和 25.68%。2019 年，公司经营活动现金净流入 80.77 亿元，同比增长 15.43%。2019 年，公司现金收入比为 105.82%，较上年下降 5.80 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 90.35 亿元，同比下降 24.25%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出量为 70.87 亿元，同比下降 39.89%，主要系投资支付的现金减少所致。2019 年，公司投资活动现金净流入 19.48 亿元，同比增加 18.11 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 380.26 亿元，同比下降 7.90%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为 436.69 亿元，同比下降 1.79%，主要为偿还债务支付的现金。2019 年，公司筹资活动现金净流出 56.43 亿元，同比增长 77.70%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 16.32 亿元；投资活动现金净流出 21.64 亿元；筹资活动现金净流入 35.72 亿元。

表 10　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	2188.75	2018.18	1528.62	214.34
经营活动现金流出量	2125.76	1948.20	1447.85	230.66
经营活动现金净流量	62.99	69.98	80.77	-16.32
现金收入比	97.52	111.61	105.82	104.50
投资活动现金净流量	-88.71	1.37	19.48	-21.64
筹资活动前现金净流量	-25.72	71.35	100.26	-37.96
筹资活动现金净流量	22.90	-31.76	-56.43	35.72

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

7. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标有所提高，同时考虑到公司作为国资委直属的大型国有企业，行业地位突出，市场竞争优势明显，融资渠道畅通，过往债务履约情况很好，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司流动比率分别为 124.73%、121.15%和 139.24%，；速动比率分别为 101.27%、87.12%和 104.34%。公司流动资产对流动负债的保障程度有所提升。2017－2019 年，公司现金短债比分别为 0.76 倍、0.94 倍和 1.08 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。

从长期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司 EBITDA 分别为 99.59 亿元、68.97 亿元和 79.50 亿元；EBITDA 利息倍数持续提升，分别为 2.74 倍、2.95 倍和 3.66 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.44 倍、6.92 倍和 6.35 倍。

截至 2019 年底，公司在各银行的授信额度合计 1292.52 亿元，未使用额度为 1030.18 亿元，公司作为国资委直属大型国有企业，与国内主要商业银行保持良好的合作关系，具有极强的间接融资能力；子公司新兴铸管为深交所上市公司，际华股份为上交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：911100001055722912），截至 2020 年 7 月 16 日，公司无未结清及已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、母公司财务分析

母公司资产构成中流动资产占比较高，其他流动资产和长期股权投资规模较大；负债结构以非流动负债为主，债务负担处于可控水平。

截至 2019 年底，公司母公司口径资产合计 355.78 亿元，所有者权益 202.69 亿元；2019 年，母公司实现营业收入 1.17 亿元，利润总额 11.77 亿元。

截至 2019 年底，母公司资产总额 355.78 亿元，较上年底增长 17.68%，主要系货币资金与长期股权投资增长所致。其中，流动资产 214.21 亿元（占 60.21%），非流动资产 141.57 亿元（占 39.79%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 38.59%）、其他应收款（占 12.01%）和其他流动资产（占 49.37%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 95.82%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 82.67 亿元。

权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益为 202.69 亿元，较上年底增长 3.24%。其中，实收资本为 51.87 亿元（占 25.59%）、资本公积合计 34.91 亿元（占 17.23%）、未分配利润合计 32.11 亿元（占 15.84%）、盈余公积合计 10.79 亿元（占 5.32%）。母公司权益结构稳定性一般。

公司母公司口径负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 153.08 亿元，较上年底增长 44.41%。其中，流动负债 66.91 亿元（占 43.71%），非流动负债 86.18 亿元（占 56.29%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 44.84%）和其他流动负债（占 48.95%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 34.81%）、应付债券（占 58.02%）和长期应付款（占 7.03%）构成。母公司 2019 年底资产负债率为 43.03%，较 2018 年底提高 7.96 个百分点。

从盈利能力方面看，2019 年，母公司营业收入为 1.17 亿元；营业成本 1.11 亿元；同期，实现投资收益 9.35 亿元，母公司利润总额为 11.77 亿元。

从公司母公司口径现金流来看，2019 年，公司母公司经营活动现金流由净流入转为净流出，净流出规模 6.21 亿元；同期投资活动现金净流出 12.47 亿元；筹资活动现金净流入 40.58 亿元。

偿债能力方面，截至 2019 年底，母公司流动比率和速动比率均较上年底增长，分别为 320.15%和 320.13%；同期，经营现金流动负债比率为-9.28%，母公司短期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司母公司口径资产合计 371.10 亿元，所有者权益合计 214.97 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 122.85 万元，利润总额 1.19 亿元。

十一、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司 EBITDA 与经营活动现金流量对存续期内的“20 新兴际华 MTN001”保障程度很高。

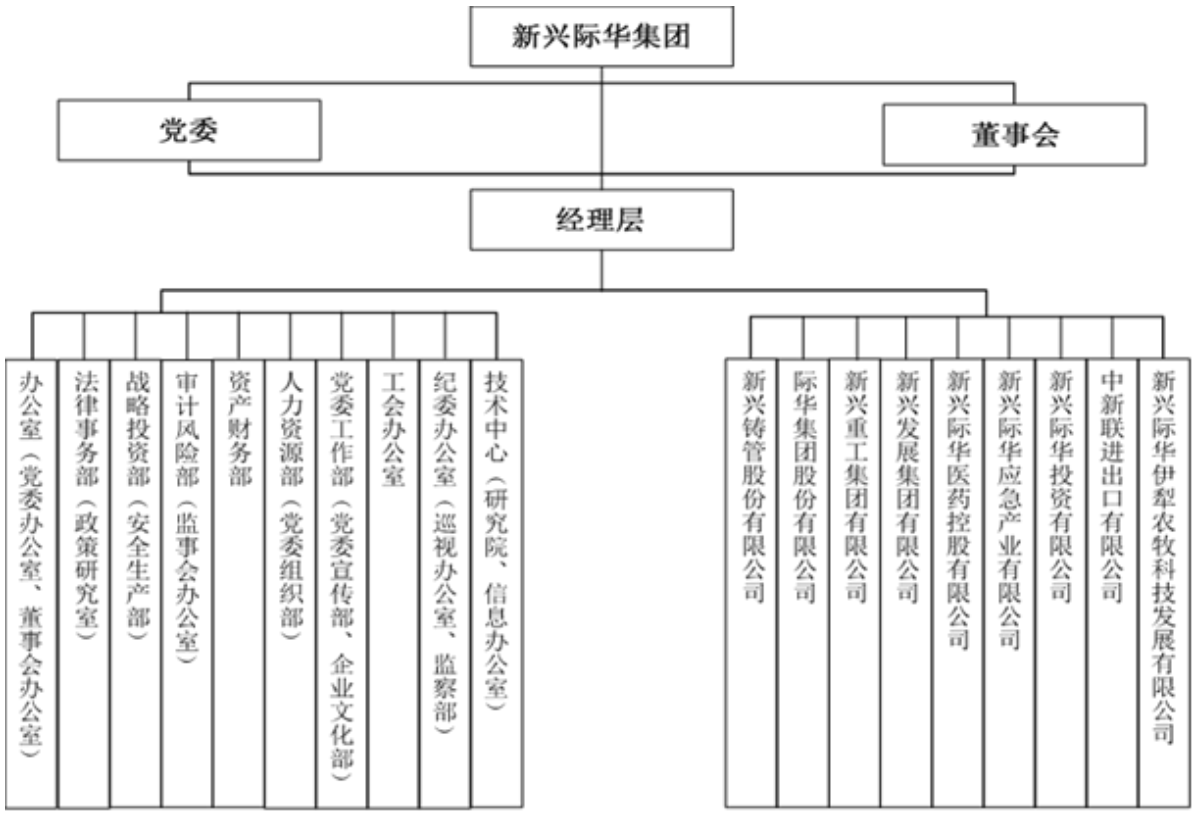
截至 2020 年 3 月底，公司经联合资信进行信用评级的存续债券为“20 新兴际华 MTN001”。“20 新兴际华 MTN001”募集资金为 10.00 亿元，下一行权日为 2025 年 4 月 22 日。

2019 年，公司 EBITDA 为 79.50 亿元，为待偿付金额 10.00 亿元的 7.95 倍。2019 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 1528.62 亿元和 80.77 亿元，分别为待偿付金额的 152.86 倍和 8.08 倍。

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，并维持“20 新兴际华 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2　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)	309.83	301.54	313.02	304.97
资产总额(亿元)	1374.71	1346.34	1309.34	1388.22
所有者权益(亿元)	581.72	532.35	539.69	539.18
短期债务(亿元)	407.14	320.37	291.09	294.71
长期债务(亿元)	134.56	157.12	214.04	231.02
全部债务(亿元)	541.70	477.49	505.13	525.73
营业收入(亿元)	2092.74	1733.20	1402.67	197.66
利润总额(亿元)	54.10	24.16	34.31	6.51
EBITDA(亿元)	99.59	68.97	79.50	--
经营性净现金流(亿元)	62.99	69.98	80.77	-16.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.72	12.16	10.97	--
存货周转次数(次)	13.14	8.91	6.55	--
总资产周转次数(次)	1.56	1.27	1.06	--
现金收入比(%)	97.52	111.61	105.82	104.50
营业利润率(%)	4.22	6.09	6.60	9.99
总资本收益率(%)	5.32	3.31	3.99	--
净资产收益率(%)	6.69	2.25	4.18	--
长期债务资本化比率(%)	18.79	22.79	28.40	29.99
全部债务资本化比率(%)	48.22	47.28	48.35	49.37
资产负债率(%)	57.68	60.46	58.78	61.16
流动比率(%)	124.73	121.15	139.24	132.38
速动比率(%)	101.27	87.12	104.34	94.40
经营现金流动负债比(%)	9.92	11.08	15.39	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	2.74	2.95	3.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.44	6.92	6.35	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；公司其他流动负债及长期应付款中有息部分已分别记入短、长期债务和全部债务中进行指标计算；2017 及 2018 年度财务数据分别为 2018 及 2019 年期初数

附件 3　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)	45.30	60.77	82.67	87.02
资产总额(亿元)	280.08	302.33	355.78	371.10
所有者权益(亿元)	148.72	196.32	202.69	214.97
短期债务(亿元)	0.00	0.00	30.00	49.50
长期债务(亿元)	0.00	30.00	80.00	80.00
全部债务(亿元)	0.00	30.00	110.00	129.50
营业收入(亿元)	1.07	0.94	1.17	0.01
利润总额(亿元)	5.59	10.52	11.77	1.19
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-4.71	-5.90	-6.21	-2.24
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(%)	24.46	28.61	51.29	431.26
营业利润率(%)	79.56	3.64	0.12	82.18
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	3.78	5.33	5.39	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	13.26	28.30	27.12
全部债务资本化比率(%)	0.00	13.26	35.18	37.59
资产负债率(%)	46.90	35.06	43.03	42.07
流动比率(%)	132.00	252.37	320.15	318.34
速动比率(%)	131.98	252.34	320.13	318.32
经营现金流动负债比(%)	-3.68	-8.14	-9.28	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：母公司 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2017 及 2018 年度财务数据分别为 2018 及 2019 年期初数

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-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+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

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