



信用等级通知书

信评委函字[2018]G172-F3号

中国兵器工业集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国兵器工业集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年四月八日

中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国兵器工业集团有限公司
发行规模	本次债券计划发行总规模不超过人民币 200 亿元（含 200 亿元），分期发行，本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 45 亿元（含 45 亿元）。
债券期限	本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

兵器工业集团	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益(亿元)	1,182.14	1,322.57	1,460.05	1,517.69
总资产(亿元)	3,155.89	3,397.19	3,692.95	3,801.53
总债务(亿元)	847.56	875.28	927.73	995.64
营业总收入(亿元)	4,043.15	3,870.99	4,074.06	3,240.73
营业毛利率(%)	8.79	9.54	10.41	10.27
EBITDA(亿元)	252.80	265.89	298.48	-
所有者权益收益率(%)	7.56	7.10	7.19	9.31*
资产负债率(%)	62.54	61.07	60.46	60.08
总债务/EBITDA(X)	3.35	3.29	3.11	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.47	5.54	5.96	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵器工业集团”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映了发行主体兵器工业集团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。中诚信证评肯定了兵器工业集团战略重要性和垄断地位、有利的外部环境、军品较低的市场风险和信用风险以及财务结构稳健，获现能力较强等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司面临深化整合压力、民品业务竞争激烈等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 战略重要性和垄断地位。武器装备制造行业的垄断程度高，兵器工业集团作为中央管理的国有重要骨干企业，承担着国家安全和三军装备发展职能，是我国陆军装备研制生产的主体，具有突出的战略地位及雄厚的综合实力；同时公司凭借长期以来积累的特殊技术优势，按照军用技术民用化的经营战略，在部分民品领域形成技术垄断，市场占有率较高。
- 有利的外部环境。近年来我国国防实力不断增强，国防支出持续增长，2016 年我国国防支出增长 7.64%，2017 年国防支出预算较上年执行数增长 7.12%，为公司军品业务提供了有利的外部环境。2016 年我国国防支出占 GDP 的比重仅为 1.01%，与世界主要大国普遍处于 2% 到 5% 之间的国防支出占 GDP 的比重相比，仍处于偏低水平，未来国防开支提升仍有空间。

分析师

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

曹梅芳

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

唐启元

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

许芳芳

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018年4月8日

- 军品较低的市场风险和信用风险。公司的军品用户信用很好，军品销售所面临的市场风险和信用风险相对较低。
- 财务结构稳健，获现能力较强。近年来公司资产负债率保持较为稳健水平，盈利能力较为稳定，获现能力较强，且经营性现金流充裕，对债务本息偿还保障较好。

关注

- 兵器工业集团面临深化整合压力。尽管公司已经采取了较大力度进行资源整合，但其下属企业和民品产品数量较多，在资源整合、产品结构调整、财务管控等方面的难度较大，对公司经营管理提出挑战。
- 民品板块市场竞争激烈，一定程度上增加公司运营压力。公司下属民品企业所涉领域较多，民品板块市场竞争激烈，产品盈利空间较易受到冲击，一定程度上增加公司的运营压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵器工业集团”或“公司”）是根据《国务院关于组建中国兵器工业集团公司有关问题的批复》（国函[1999]61号）的精神，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企业。公司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。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本为 253.60 亿元，系国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）监管的企业，国务院国资委持有公司 100% 股份，为公司控股股东及实际控制人。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，且注册资本进一步增大。截至 2017 年 12 月 31 日，公司注册资本增至 383.00 亿元。

兵器工业集团是中国陆军武器装备研制发展主体和三军毁伤与信息化装备研制发展的骨干力量，并利用军品技术和资源优势，成功培育开发了重型车辆与装备、特种化工与石油化工、光电信息与新能源新材料等一批具有军工高技术背景的主导和优势民品。此外，公司大力发展以能源贸易、国际工程承包和石油矿产战略资源开发为主的海外事业。截至 2017 年 9 月末，纳入公司合并报表范围的二级成员单位有 50 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。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产为 3,692.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 1,460.05 亿元，资产负债率为 60.46%；2016 年，公司实现营业收入 4,074.06 亿元，净利润 105.04 亿元，经营活动净现金流 170.13 亿元。

截至 2017 年 9 月 30 日，公司总资产为 3,801.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 1,517.69 亿元，资产负债率为 60.08%；2017 年 1~9

月，公司实现营业收入 3,240.73 亿元，净利润 106.00 亿元，经营活动净现金流 30.41 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本次债券计划发行总规模不超过人民币 200 亿元（含 200 亿元），分期发行，本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 45 亿元（含 45 亿元）。
债券期限	本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

国防科技工业

国防科技工业作为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，是武器装备研制生产的骨干力量，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，随着国民经济的快速发展，国家经济实力和综合国力显著增强，我国军费开支也不断增加。我国的军费开支与经济发展基本保持同步，在国内生产总值中占比在 1.3% 左右轻微浮动，1999~2009 年，军费开支的增长率维持在 15% 左右。2010 年以来，我国军费开支增速有所跌落，2010~2014 年年复合增长率为 11.75%，不仅是因为我国经济增速下行，更是由于我国实施和平发展战略。2010 年，国防支出为 5,182.27 亿元，同比增长 7.30%；2011 年，国防支出为 5,835.97 亿元，同比增长 12.61%；2012 年，国防支出为 6,506.03 亿元，同比增长 11.48%；2013 年，国防支出为 7,201.97 亿元，同比增长 10.70%；2014 年，国防支出为 8,055.14 亿元，同比增长 11.85%。2015 年，我国军队深化改革，有所侧重地使用经费，高效科学使用军费取得明显成效，国防开支增速开始大幅降低，当年国防支出为 8,868.50

亿元，同比增长 10.10%，增长幅度成为 1999 年之后最低点。2016 年我国国防支出为 9,545.97 亿元，同比增长 7.64%，较上年增速有所下降，约占我国 2016 年 GDP 的 1.01%。2017 年我国国防支出预算为 10,225.81 亿元，比上年执行数增长 7.12%，预算增加的国防支出，主要用于支持深化国防和军队改革，促进军民融合深度发展，改善基层部队工作、训练和生活保障条件等。目前我国国防开支总量稳居世界各国国防开支的第二位，但在国内生产总值中占比在国际上属较低水平，不仅远低于美国 4% 左右的水平，也低于西方大多数国家约 2% 的水平，当前中国人均国防开支仍仅为美国的 1/18，英国的 1/9，俄罗斯和日本的 1/5。因此，未来我国国防开支可能会有所提高。国防开支的不断增长为军工企业的军品业务发展提供稳定的支持。

图 1：近年来中央公共财政中国防支出及增速情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

我国国防工业长期以来一直是独立、完备的体系，与宏观经济的相关程度不高，不易受宏观经济波动的影响。经过二十多年的建设，我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。其中核心军品采购基本不受国家宏观经济波动的影响，同时民品业务的介入打开了国防工业新的广阔市场，发展潜力巨大。

2016年3月，国防科工局在《2016年国防科工局军民融合专项行动计划》中印发并组织实施“国防科技行业十三五规划”和“国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施”，并推动相关政策先行先试。

2016年5月，中共中央、国务院印发《国家创新驱动发展战略纲要》，其中提到深化军民融合，促进创新互利。纲要提出，按照军民融合发展战略

总体要求，发挥国防科技创新重要作用，加快建立健全军民融合的创新体系，形成全要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展新格局。同期，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》，规划提出探索建立军民融合项目资金保障机制，预计国家层面将成立数百亿量级的军民融合基金，加大军用技术推广专项资金对优秀项目的扶持力度，加快军工技术成果转化和产业化步伐。

2017年2月，中央军委装备发展部发布《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》，明确12条举措和45项任务，持续推进装备领域军民融合深度发展，其中包括扩大民参军范围，实现“两证合一”，设立联合基金等，核心指向进一步降低军工准入门槛。8月，科技部、军委科技委联合印发《“十三五”科技军民融合发展专项规划》，明确推进科技军民融合发展要坚持“战略导向、融合发展，需求牵引、系统推进，联合研发、强基固本，改革创新、双向转移”的基本原则，要求到2020年，基本形成军民科技协同创新体系，推动形成全要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展格局。同年12月，国务院办公厅发布《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，要求进一步扩大军工开放、加强军民资源共享和协同创新、促进军民技术相互支撑、有效转化、支撑重点领域建设、推动军工服务国民经济发展、推进武器装备动员和核应急安全建设、完善法规政策体系。

表 2: 2015 年以来我国军民融合相关政策

时间	部门	政策	内容与解读
2015.01.14	国务院	《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》	解决了军工研究所员工改制的后顾之忧
2015.04.03	工信部	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》	编制《国防科技工业军民融合深度发展“十三五”规划》 制定《关于推进国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施》 编制发布 2015 年度《“民参军”技术与产品推荐目录》 编制 2015 年度《军用技术转民用推广目录》
2015.04.13	财政部、税务总局	《关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》	事业单位改制免征相关契税
2015.05.08	国务院	《中国制造 2025》	航天航空装备、海洋工程装备及高技术船舶入围大力推动和突破发展的重点领域
2015.05.11	工信部、国防科工局	《民参军技术与产品推荐目录》、《军用技术转民用推广目录(2015 年度)》	2015 年度《民参军技术与产品推荐目录》、《军用技术转民用推广目录》的编制工作启动
2015.09.08	国防科工局、人民解放军总装备部	《武器装备科研生产许可专业(产品)目录(2015 年版)》	新版许可目录分核武器与军用动力、军用航空器等 11 大类,共 755 项,与 2005 年版许可目录相比减少 62%,许可管理范围的大幅缩小
2016.03.17	国防科工局	《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》	印发并实施《国防科技工业军民融合深度发展“十三五”规划》、《关于推进国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施》,推动相关政策先行先试
2016.05.20	中央军委	《军队建设发展“十三五”规划纲要》	探索建立军民融合项目资金保障机制,国家层面将成立数百亿量级的军民融合基金,加大军用技术推广专项资金对优秀项目的扶持力度,加快军工技术成果转化和产业化
2016.05.23	中共中央、国务院	《国家创新驱动发展战略纲要》	深化军民融合,促进创新互利。纲要提出,按照军民融合发展战略总体要求,发挥国防科技创新重要作用,加快建立健全军民融合的创新体系,形成全要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展新格局
2016.07.21	中共中央、国务院、中央军委	《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》	明确经济建设和国防建设融合发展的主要目标是:形成全要素、多领域、高效益的军民深度融合发展格局,使经济建设为国防建设提供更加雄厚的物质基础,国防建设为经济建设提供更加坚强的安全保障
2017.02.24	中央军委装备发展部	《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》	明确 12 条举措和 45 项任务,持续推进装备领域军民融合深度发展,其中包括扩大民参军范围,实现“两证合一”,设立联合基金等,核心指向进一步降低军工准入门槛
2017.06.22	国防科工局	《2017 年国防科工局军民融合专项行动计划》	提出支持四川、西安等省市开展军民融合改革举措先行先试,取得可复制可推广经验;积极参与国家军民融合创新示范区设立工作;设立军民融合产业基金;深入推进军工企业混合所有制改革,组织 3 家首批试点单位实施混合所有制改革,配合发展改革委遴选第二批试点单位并组织实施
2017.08.23	科技部、军委科技委	《“十三五”科技军民融合发展专项规划》	要求到 2020 年,基本形成军民科技协同创新体系,推动形成全要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展格局
2017.12.04	国务院办公厅	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	要求进一步扩大军工开放、加强军民资源共享和协同创新、促进军民技术相互支撑、有效转化、支撑重点领域建设、推动军工服务国民经济发展、推进武器装备动员和核应急安全建设、完善法规政策体系

资料来源:公开资料,中诚信证评整理

石油行业

当前,全球经济与石油息息相关,石油需求增长和经济增长保持高度同步。近年来,中国经济增长较快,对原油的需求快速增加。根据中国海关数据显示,2014年全年我国累计进口原油3.1亿吨,同比增加9.5%;2015年我国累计进口原油3.35亿吨,同比增加8.8%;2016年我国累计进口原油3.81亿吨,

同比增加13.6%。2014年原油进口量增加的主要原因在于中国石油彭州炼厂以及中化泉州炼厂已经开始投产,中国化工集团自2014年5月开始使用其每年1,000万吨的原油进口配额。此外,10月份以后原油价格大幅下跌,除了作为原料进入炼厂外,增量也主要流入原油储备库;2015年受国际低油价的刺激,我国原油进口达到历史最高水平,当年4月首次超过美国成为世界上最大的原油进口国;2016

年油价触及逾10年低点引发囤货，独立炼厂也加快购买速度，当年原油进口创下六年最高增幅。2017年，我国累计进口原油同比增长10.1%至4.20亿吨，创下历史记录高位。

生产方面，2014年全国原油产量稳步增长，全年原油产量为2.10亿吨，同比略增0.6%。2015年全国原油产量为2.15亿吨，同比增加1.7%，达到历史最高水平。受油价持续低迷影响，2015年我国油气资源勘查开采投资、实物工作量下降明显，但新增油气探明储量仍保持较高水平。2015年，全国油气勘查投资600.06亿元，同比下降19.2%；全国石油新增探明地质储量11.18亿吨，连续9年超过10亿吨。2016年国际原油价格持续低迷，国内原油生产企业主动实施“以进顶产”，计划性减产比较普遍，当年我国原油产量2.00亿吨，较上年下降6.9%，原油产量明显减少。2017年，我国原油产量1.9亿吨，同比减少4.0%，原油生产继续下降。

由于油气资源属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束，石油行业属于典型的寡头垄断行业，其相关资源和业务竞争主要集中在中国石油化工集团公司（以下简称“中石化集团公司”）、中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油集团公司”）以及中国海洋石油总公司（以下简称“中海油总公司”）三家企业中，上述三家企业集团的主要经营主体为中国石化（600028.SH）、中国石油（601857.SH）和中国海洋石油（00883.HK）三家上市公司。经过1998年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中石化集团、中国石油集团以及中海油总公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；而中国国际石油化工联合有限责任公司（中石化集团公司下属子公司）、中国联合石油公司（中国石油集团公司下属子公司，以下简称“中联油”）、中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公司则控制了我国90%以上的原油进口业务。目前以上几家国有石油公司控制了我国绝大部分的原油和天然气供应，其中，中石化集团的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地

区；中石油集团的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油总公司的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中于西北地区；中化集团主要负责海外原油和成品油的进口业务。

原油价格方面，2014年初，世界原油市场供需保持宽松局势，发达国家延续货币宽松政策，原油价格保持在高位运行，但6月份以来，原油价格由106美元/桶一路跌破50美元/桶，跌幅近60%。2014年下半年原油价格的大幅下跌，一定程度上刺激了我国原油进口及加工量的增长。2015年随着美国页岩油开采成本不断降低，中东原油产国与美国页岩油开采商竞争激烈，全球油产量过剩，原油价格有较大下跌，2015年原油价格下降到49.50美元/桶，同比下降48.51%。2016年以来，国际原油价格呈触底反弹走势并于第三季度出现宽幅震荡，但总体处于低位。2017年是国际油价自2014年崩盘以来，开始升温回暖的重要一年，全年国际油价先降后升，受欧佩克减产协议执行率较高、地缘政治风险加剧、全球库存稳步下降、市场恢复平衡预期增强等因素共同影响，下半年国际油价涨幅较大，年末国际油价每桶超过60美元，连续第二年以全年上涨收官。

图 2：2010 年以来国际原油价格走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

石油化工

我国石油和化学工业经过多年迅速发展，产品供应已由“整体数量短缺”转变为“结构性短缺”。在传统大宗石化产品领域，产品总产能已超过国内市场需求量，与此同时装置开工负荷较低，仍有大量产品进口。在下游新型化工材料和精细化学品领域，高端品种短缺，产品差异化程度较低，进口依

赖程度高，部分科技含量高的产品目前尚处于空白。总的来看，我国石油和化学工业的产品结构仍以中低端产品和通用产品为主，高档、专用产品比例较低。

作为强周期行业，全球石油化工行业景气水平与经济、石油价格密切相关。金融危机之后，世界经济持续低迷，石化产品需求萎缩、产能过剩、利润缩减，与上一轮石化周期景气水平相比，目前仍处于周期谷底。近年来，在政策引导下，我国石油化工行业去产能力度持续增加，产品结构持续调整，行业集中度有所提高。受经济放缓、国际油价大幅下滑和生产成本高位运行等影响，2015年石油化工行业运行情况较差，根据中国石油和化学工业联合会数据，2015年全行业效益总体下滑，主营业务收入 13.14 万亿元，同比下降 6.1%；利润总额 6,484.9 亿元，同比下降 18.2%。2016 年，石油和主要化学品市场呈现触底回升走势，价格降幅不断收窄，特别是进入第三季度后，回升明显加快。2016 年石油化工行业全行业实现主营业务收入 13.29 万亿元，同比增长 1.7%；利润总额 6,444.4 亿元，与上年基本持平。石油化工行业经济增长分化明显，从增加值看，全行业增加值同比增长 7.0%，比上年回落 1.5 个百分点。其中，化学工业增幅 8.0%，炼油业增长 7.3%，油气开采业则是下降 3.6%。2017 年石油化工行业经济运行保持向好态势，全国油气和主要化学品生产基本稳定，价格总水平保持涨势，行业效益持续改善。2017 年 1~11 月，石油化工行业主营业务收入 12.83 万亿元，同比增长 16.3%，其中化学工业主营业务收入 8.61 万亿元，同比增长 14.4%；炼油业主营业务收入 3.09 万亿元，增长 22.7%；石油和天然气开采业主营业务收入 8,135.3 亿元，增长 18.7%。同期，石油化工行业实现利润总额 8,070.2 亿元，同比增长 51.4%；主营收入利润率为 6.29%，同比上升 1.46 个百分点。

重型汽车

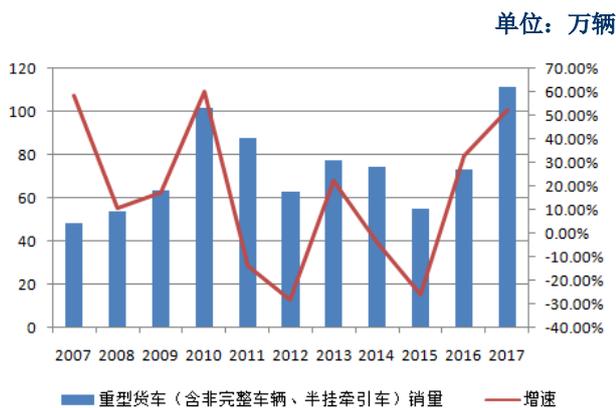
重型车辆行业与国民经济的发展，特别是固定资产投资增长速度关系密切：一方面，国民经济的发展带动运输总量的增长；另一方面，该行业本身是一个生产资料，属于投资概念，拥有一个与国民

经济发展相关联的，包括钢铁、橡胶、电子等融为一体的产业链关系。我国重型车辆通常指载重量超过 8 吨的汽车，可分为完整车辆、非完整车辆（底盘）和半挂牵引车。

近年来，随宏观经济下行压力增大，固定资产投资增速显著放缓，我国重型货车市场景气度出现下行拐点。2013 年，我国宏观经济保持高速增长，重型货车市场得到长足的稳健发展。据中国汽车工业协会数据显示，截至 2013 年末，重型货车市场生产量累计 76.06 万辆，较上年同期增长 28.68%，销售累计 77.41 万辆，较上年同期增长 21.71%。2014 年，我国重型货车市场销量步入下滑轨道，截至 2014 年末，重型货车市场生产量累计 74.74 万辆，较上年同期减少 1.73%，销售累计 74.40 万辆，较上年同期减少 3.89%。2015 年重型货车市场销售总量增速下滑属于“重型卡车市场需求周期性”下滑。截至 2015 年末，重型货车市场生产量累计 53.61 万辆，较上年同期减少 28.28%，销售累计 55.07 万辆，较上年同期减少 25.98%，产销比 97.34%。2016 年，新版 GB1589 的实施和“9.21 治超”的开始，促使国内重型货车市场逐渐回暖，重型货车生产量累计 74.14 万辆，较上年同期增长 38.29%，销售量累计 73.29 万辆，较上年同期增长 33.09%。2017 年 7 月 1 日我国开始实施重型柴油车国五标准，加之上年政策因素持续影响，促进了重卡行业为符合新国标和新排放标准所进行的新车置换，推高了重型卡车销量。2017 年，国内重型货车产量为 114.97 万辆，同比增长 55.07%，销量为 111.69 万辆，同比增长 52.38%。

从中长期看，城市化和路网建设将给重型货车行业增长带来保障，物流运输、采掘等行业的需求增长将促进重型货车销量的增长。此外，根据 2009 年国务院办公厅发布的《汽车产业调整和振兴规划》，卡车重型化将是载货车行业的政策导向和发展趋势，由于目前中国重型载货车占载货车的比例还较低，未来国内重型货车行业还存在很大的发展空间。

图3：2007年以来我国重型货车销量统计



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

人民币汇率波动对公司的进出口业务产生一定影响

2010年6月19日，央行发布“关于进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”的新闻稿，重启2005年7月至2008年6月的汇改进程，人民币汇率不再“紧盯”单一美元，而是重新参考一篮子货币进行调节。此后至2015年6月24日，人民币呈大幅升值态势，美元兑人民币平均汇率已下降至6.1142。2015年8月11日，我国央行调整人民币中间价形成机制、允许市场力量发挥更大作用。2016年2月，中国人民银行公布“收盘价+篮子货币”汇率形成机制，由于我国经济相对疲弱的基本面和汇率形成机制中内嵌的贬值预期，我国外汇市场较难出清，人民币汇率贬值并非完全基于美元指数绝对值变动。2017年人民币对美元汇率稳中有升，预计未来短期内人民币双向波幅仍将是主要基调。

图4：2007年以来美元兑人民币汇率中间价走势图



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

竞争实力

军工产品具有行业垄断优势，受国家支持力度大

公司承担着国家安全和三军装备发展职能，是我国陆军装备研制生产的主体，在军品领域主要从事陆军武器装备和三军毁伤与信息化装备研制，在国防现代化建设中发挥着重要的基础性和战略性作用。建国后，兵器的生产制造先后由第一机械工业部、第五机械工业部、兵器工业部、机械电子工业部等国务院相关部委管理控制。1993年，机械电子工业部改制成立中国兵器工业总公司；1999年，为转变军工总公司作为“行业管理者”的观念，变为以经济实体正确定位的“经营者”观念，并能开展适度的竞争，给各兵器工业公司形成压力，中国兵器工业总公司再次改制形成中国兵器工业集团公司、中国兵器装备集团公司两大军工集团。作为中国国内仅有的两家兵器生产企业之一，公司的军工产品具有垄断地位。另一方面，出于国家战略的考虑，国务院对军工企业的扶持力度较大，财政部曾多次出台政策减免公司的相关税收并给予财政补贴。综上考虑，公司具有极强的抗风险能力。

业务运营

近年来公司通过实施“高新科技工程”，初步形成了高科技的兵器新体系。通过实施“民品跨越工程”，公司实现了由军民不分向军民分立、独立经营的重大跨越，初步形成了重型装备与车辆、石油化工和特种化工、光电信息与新能源新材料三大军民结合的高新技术产业。此外，通过实施“走出去”国际化战略，公司已形成以能源贸易、海外资源项目及国际工程承包为主的海外战略资源板块，为公司收入规模及占比最大板块。近年来受原油价格波动、国内宏观经济下行，固定资产投资增速放缓等影响，公司营业收入有所波动，2014~2016年及2017年1~9月分别为4,043.15亿元、3,870.99亿元、4,074.06亿元和3,240.73亿元。其中石油化工与特种化工、重型机械与装备、光电信息与新能源新材料、海外战略资源是公司收入的主要来源板块，2016年上述业务收入在公司营业收入中的占比分别为

11.17%、15.61%、5.70%和43.09%。借助资本市场，公司形成多家上市公司作为未来的整合平台，截至2017年9月末，其下属控股上市子公司合计12家，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：公司旗下上市公司及相应业务内容

上市企业简称	股票代码	主营业务
北方股份	600262	矿用车
晋西车轴	600495	车轴
长春一东	600148	汽车离合器
凌云股份	600480	金属汽车零部件、塑料汽车零部件、PE管道系统
内蒙一机	600967	军用车辆、火炮和民用车辆的研发制造和销售
中兵红箭	000519	超硬材料、军品
北方国际	000065	国际国内工程总承包和建筑装饰工程
华锦股份	000059	石油化工和化学肥料
北化股份	002246	生产和销售硝化棉
光电股份	600184	光学材料
北方导航	600435	军品系统
安捷利实业	08298	软性电路板（简称 FPC）设计、制造、销售及软性电路板的 SMT 装配服务

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

军 品

近年来，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。但需要关注的是，军品的用户单一，使得公司对用户的依赖程度较高，同时订单出现波动的可能性较大，由此可能会对经营业绩造成影响。

民 品

重型装备与车辆

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

公司的重型汽车业务由下属二级企业内蒙古第一机械集团有限公司及其下属控股企业包头北

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，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。截至 2017 年 9 月末，公司重型汽车年产能可为 50,000 辆/年。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% 以上的中小企业及私营运输户市场。除此之外，北奔重汽产品还远销亚洲、非洲、南美洲等多个地区的俄罗斯、埃及、巴基斯坦、新加坡、阿联酋等百余个国家。

受国内经济形势影响，煤炭、矿山市场需求放缓，公司生产和销售重型汽车数量呈逐年下滑态势，2014~2016 年分别生产重型汽车 10,196 辆、8,799 辆和 7,566 辆；同期分别销售重型汽车 10,050 辆、9,071 辆和 8,503 辆。受益于 2016 年重型汽车市场有所回暖，公司重型汽车产销量下降幅度已有所收窄。产能利用率方面，受行业景气度低迷以及产能过剩影响，公司重型汽车产能利用率较低，2014~2016 年分别为 20.39%、17.60% 和 15.13%。2017 年在政策因素影响下，国内重卡行业为符合新国标和新排放标准而进行新车置换，对重型卡车销售形成积极作用。2017 年 1~9 月，公司重型汽车产量和销量分别 10,138 辆和 10,043 辆，较上年同期分别增长 97.35% 和 71.09%，产能利用率为 27.03%，产能利用有所提升。

表 4：2014~2017.Q3 公司重型汽车生产、销售情况

重型汽车	单位：辆、亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.Q3
产能	50,000	50,000	50,000	50,000
产量	10,196	8,799	7,566	10,138
产能利用率	20.39	17.60	15.13	27.03
销量	10,050	9,071	8,503	10,043
销售额	27.83	28.34	22.45	28.52
产销率	98.57	103.09	112.38	99.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：2017 年前三季度产能、产能利用率数据经年化处理

在销售方式上，公司采取直销和经销商代销相结合的方式；以北奔重汽为例，其直销和经销商代

销比例约为 20% 和 80%。结算时，重型车辆产品一部分通过融资租赁形式实现回款，另一部分则分时收回货款。

火车轴

公司的火车轴业务由下属二级企业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。

目前晋西车轴具有年产火车轴 17 万根的能力，是亚洲最大的铁路车轴生产企业，在国内市场占有率达 50% 左右，多年来一直占据国内铁路车轴、轮对行业的龙头地位。2013 年，晋西车轴首次签订铁路车辆出口订单，实现了自主设计研发整车并批量出口的突破；同时在高速动车轴国产化项目的研发方面取得阶段性成果；铁路车轴生产线技术改造（包头）项目正式投产；太原 700 吨精锻机及配套热处理生产线投入使用，产能进一步扩大。

2014 年，公司高端车轴及轴类产品开发取得较好进展，时速 250 公里动车车轴上线试运行，350 公里动车车轴通过主机厂技术评审并现实小批量供货。此外，公司国际市场拓展方面进展良好，当期铁路车轴外贸单笔订单创历史新高。受宏观经济下行压力增大、铁路行业竞争加剧影响，公司全年分别生产和销售火车轴 13.16 万根和 12.53 万根，同比分别减少 17.99% 和 16.60%，下降幅度增大。2015 年，受益于公司加大国际市场开拓力度，外贸车轴订单大幅增加，公司分别生产和销售火车轴 20.31 万根和 19.88 万根，同比分别增加 54.33% 和 58.66%。2016 年，受国外铁路装备市场需求减少，公司外贸车轴订单大幅下降，使得公司当期火车轴产销量同比大幅下滑，全年分别生产和销售火车轴 7.69 万根和 6.66 万根，同比分别减少 62.12% 和 66.51%。公司火车轴业务采取以销定产的生产模式，主要根据订单确定生产计划，近年来其产销率维持在较高水平。产能利用率方面，近年来公司火车轴产能利用率主要受下游需求变动影响波动较大，2014~2016 年分别为 77.41%、119.46% 和 45.25%。2017 年 1~9 月，公司火车轴产量和销量分别为 6.56 万根和 6.15 万根，较上年同期分别增长 9.21% 和 21.60%，产能利用率为 51.48%，整体经营

情况有所改善。

表 5：2014~2017.Q3 公司火车轴生产、销售情况

单位：根、亿元、%

火车轴	2014	2015	2016	2017.Q3
产能	170,000	170,000	170,000	170,000
产量	131,599	203,099	76,932	65,640
产能利用率	77.41	119.46	45.25	51.48
销量	125,282	198,777	66,563	61,504
销售额	5.48	8.38	2.94	2.59
产销率	95.20	97.87	86.52	93.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：2017 年前三季度产能、产能利用率数据经年化处理

矿用车

公司矿用车业务由下属二级企业内蒙古北方重工业集团有限公司（以下简称“北重集团”）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。

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，公司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。

目前，公司的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，占有率达到 80% 以上，国外市场拓展至全球 60 个国家和地区，累计总销量名列全国第一，位居世界前列。截至 2017 年 9 月末，公司矿用车年产能为 600 辆/年。2014 年，公司矿用车产量为 322 辆，同比增长 8.42%；销量延续低迷态势为 371 辆，同比减少 10.39%。2015 年，公司矿用车受下游需求持续低迷影响，其产、销售显著下降，分别为 204 辆和 169 辆，同比分别减少 36.65% 和 54.45%。2016 年，受矿用车市场总体需求进一步放缓、产能过剩影响，公司矿用车产、销量分别为 61 辆和 149 辆，同比分别下降 70.10% 和 11.83%。产能利用率方面，近年来公司矿用车产量下滑较快，2016 年产能利用率仅为 10.17%。2017 年 1~9 月，公司矿用车产量为 93 辆，

较上年同期增长 151.35%，产能利用率为 20.67%，当期销量为 83 辆，产销率为 89.25%，产销率受矿用车产品订单交期的影响存在一定波动。

表 6：2014~2017.Q3 公司矿用车生产、销售情况

单位：辆、亿元、%

矿用车	2014	2015	2016	2017.Q3
产能	600	600	600	600
产量	322	204	61	93
产能利用率	53.67	34.00	10.17	20.67
销量	371	169	149	83
销售额	15.50	10.11	9.15	4.82
产销率	115.22	82.84	244.26	89.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：2017 年前三季度产能、产能利用率数据经年化处理

铁路车辆

公司铁路车辆业务主要由下属二级企业晋西工业集团有限责任公司、内蒙古第一机械集团有限公司及其控股的上市公司内蒙古第一机械集团股份有限公司（以下简称“内蒙一机”）经营。

铁路货车整车及配件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，研发了多种适应国内外用户需要的车型。截至 2017 年 9 月末，公司铁路车辆年产能 6,500 辆/年。

公司作为国内铁路车辆生产厂的主要供应商，国外终端使用客户质量较高，包括美国 GE 公司、法国阿尔斯通公司、加拿大庞巴迪公司、加拿大太平洋铁路公司等国际知名厂商。近年来国内经济增长放缓，铁路运力过剩，铁路车辆需求持续减弱，行业产能过剩日益凸显。2014 年，公司的铁路车辆产、销量分别为 4,454 辆和 3,486 辆，同比分别减少 24.17% 和 39.10%。2015 年，铁路车辆产品市场需求持续不足，公司的铁路车辆产、销量分别为 1,810 辆和 1,458 辆，同比分别减少 59.36% 和 58.18%。2016 年，公司铁路车辆调整完善了敞车、罐车、棚车等多品种产能，铁路车辆产销量有所回升，全年铁路车辆产、销量分别为 2,053 辆和 1,871 辆，同比分别增加 13.43% 和 28.33%。受产量规模整体下滑幅度较大影响，目前公司铁路车辆产能利用率较低，2016 年产能利用率为 31.58%。2017 年

1~9 月，公司铁路货车产销量持续回升，当期产量和销量分别为 4,907 辆和 5,653 辆，较上年同期分别大幅增长 338.13% 和 397.62%，产能释放水平得到大幅提升。结算方面，公司铁路产品一般先货后款，待验收后实现回款，账期一般 3 个月内。

表 7：2014~2017.Q3 公司铁路货车生产、销售情况

单位：辆、亿元、%

铁路货车	2014	2015	2016	2017.Q3
产能	6,500	6,500	6,500	6,500
产量	4,454	1,810	2,053	4,907
产能利用率	68.52	27.84	31.58	100.66
销量	3,486	1,458	1,871	5,653
销售额	15.40	5.05	6.75	21.48
产销率	78.27	80.55	91.13	115.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：2017 年前三季度产能、产能利用率数据经年化处理

原料采购

在上游方面，公司重型装备与车辆板块原材料占成本总额比重约为 66%，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，钢材主要购自鞍山钢铁集团公司等国内主要钢铁厂商，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。

总体来看，由于工程机械、铁路产品板块受国内铁路、基建行业不景气的影响严重，导致公司重型装备与车辆整体产、销量规模下滑，但 2017 年以来公司相关业务板块行情回暖，各主要产品产销量实现不同程度回升，产能利用率亦实现提升，产品市场占有率保持较好水平。

石油化工与特种化工

公司石油化工与特种化工主要经营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”）。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。

在石化产业方面，截至2017年9月末，公司拥有600万吨/年的炼油能力，柴油产能260万吨/年，乙烯产能50万吨/年。在化肥产业上，公司拥有国内大型尿素（气头尿素）生产基地，截至2016年末尿素产能150万吨/年。公司在化工原料与产品方面的代表产品有TDI、乙醇胺等。此外，公司全资企业甘肃银光化学工业集团有限公司（以下简称“银光

集团”）是中国聚氨酯原材料和含能材料生产基地，以含能材料、TDI（甲苯二异氰酸酯）和特种化工为核心产业链，成为我国含能材料生产品种最多、能力最大的生产、科研企业之一，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2017年9月末，银光集团具有年产10万吨TDI、12万吨DNT、4,200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。

表 8：2014~2017.Q3 公司石油化工与特种化工板块主要产品产能和产销量

单位：万吨

产品	最新产能	2014		2015		2016		2017.Q3	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
甲苯二异氰酸酯（TDI）	10	14.15	13.33	11.84	12.36	9.75	9.94	7.36	7.65
民用硝化棉	4.8	5.27	4.80	4.60	4.40	5.26	4.77	3.55	3.47
化肥	130	151.32	140.84	154.92	165.03	80.99	80.94	42.44	42.83
苯乙烯	23	19.30	19.15	15.23	15.28	17.54	17.66	11.00	11.03
聚乙烯	30	37.42	37.57	28.80	26.53	31.37	32.58	21.05	21.35
聚丙烯	30	28.29	29.03	22.59	21.77	23.35	23.58	17.24	17.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

下游方面，华锦集团及华锦股份对外销售的产品销售地区主要是东北和新疆。在石化产业上，2016年华锦股份各主要产品产销量均实现增长，同时在国际原油价格低位影响下，盈利能力得到大幅提升；2017年前三季度，华锦股份石化产品产销量基本维持上年同期水平。化肥板块方面，在行业下游需求持续低迷的情况下，2016年华锦股份主动缩减化肥产能，并于2016年9月关停了辽河化肥装置，2016年及2017年前三季度化肥产品产销量大幅减少。值得注意的是，除辽河化肥装置外，华锦股份下属锦天化公司化肥装置也面临设备老化、原料天然气不足、人员负担重等经营困难，转型升级需求迫切，其化肥业务面临的经营压力依然较大。银光

集团生产的TDI作为化工原料，广泛运用于生产聚氨酯泡沫塑料，聚氨酯弹性体、聚氨酯涂料、聚氨酯粘合剂、聚氨酯防水材料、去垢剂、增稠剂、抗氧化剂等。北化股份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，现享有国内市场约40%的份额。公司对石油化工与特种化工板块下游客户一般采用先款后货形式。

公司石油化工和特种化工已初步发展成为相对完整的产业链。上游方面，该板块外购原油、燃动力占成本费用总额85%，公司对上游供应商一般采取信用证或现汇结算方式，先款后货。华锦集团所需原油基本通过公司下属全资二级企业中国北方工业公司下属的振华石油控股有限公司（以下简

称“振华石油”)采购。原油采购的模式一般为先款后货。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。

总体来看,公司石油化工与特种化工受行业产能过剩影响较为显著,经营压力增大。在石化和特种化工行业全行业产能过剩趋势尚未根本扭转的情况下,公司通过控制新增产能规模,使得该板块产能利用率维持在行业较好水平。公司石油化工及特种化工板块长期坚持“以销定产,没有订单决不盲目开工”的原则控制产销率,使得该板块产品产销率保持较高水平。

光电信息与新能源新材料

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。公司控股上市企业北方光电股份有限公司(以下简称“光电股份”)是国内光电材料与器材主要生产厂商之一,截至2016年末其光学玻璃产能和产销量居世界第二位,市场占有率居国内第二位,国际前六位。公司控股上市公司中兵红箭股份有限公司(以下简称“中兵红箭”)是国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石和立方氮化硼单晶制造商,其自主研发生产的2毫米粗大颗粒工业钻石产品,是目前国内唯一一家能够批量生产2毫米粗大颗粒工业钻石的企业。

下游方面,光电信息业务板块分为防务产品、光电材料与器件。其中防务产品主要包括大型武器系统总装集成、精确制导引头和光电信息装备三大类。公司防务产品产能、产量维持高位,多项产品技术处于国内先进行列,保持较强的竞争力。光电材料与器件产品受市场仍处于供大于求的局面,全球产能过剩,光学市场价格呈下降态势。为确保光学材料市场份额,公司积极改善产品结构,结合市场需求,不断增加新型号镱系玻璃等产品产能。2016年,产品产量和销量同比均有较大增幅,销售收入同比有所增长。超硬材料领域行业竞争越发激

烈,超硬产品平均销售单价不断下降,同时,国内市场呈现差异化需求的局面,下游行业对人造金刚石、立方氮化硼及复合材料的要求也在不断提升。为抢占市场,主要竞争对手也在加大研发投入,公司为保持其核心竞争力和行业的领先地位,需要持续不断的加强科研开发投入,短期看公司超硬材料的技术水平仍处于国内行业领先地位,没有技术更替的风险。

上游方面,光电信息领域成本主要构成项目中,直接材料占营业成本的比重为79.68%。光电股份前五名供应商均为防务产品供应商,民品主要供应商为国内光学原料石英砂、稀土元素等生产厂家,供应商稳定。超硬材料领域成本主要构成项目中,直接材料占营业成本的比重为37.67%,中兵红箭主要供应商为国内外超硬材料粉末生产厂家,供应商稳定。

总体来看,公司在民用市场上的竞争优势集中体现在技术、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;在专用市场上,充分利用军工产品的现有技术和装备能力,对特定市场进行针对性开发。近年来,受外部经营环境恶化以及公司部分民品产业产能过剩突显影响,公司民品板块整体发展增速放缓。此外,需要关注的是,由于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。

战略资源领域

公司通过实施“走出去”的国际化战略,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经营格局。目前,公司已拥有石油产量较高的海外油田项目,并拥有多个矿产项目,稀有矿产储量丰富。公司该业务板块主要包括能源贸易、海外资源项目及国际工程承包业务。

公司下属的中国北方工业公司(以下简称“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。公司能源贸易业务及海外资源项目目前主要由北方工业下属振华石油控股有限公司经营，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、油品储运等业务的国有石油公司。自 2003 年成立以来，振华石油各项业务均实现长足发展，截至 2017 年 9 月末，已拥有多个海外油气开发项目。振华石油在 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 2,500 万吨，年销售收入超千亿元。

表 9：截至 2017 年 9 月末公司参与的主要海外油田项目

项目名称	基本情况
哈萨克斯坦 K&B 油田项目	哈萨克斯坦 K&B 油田位于哈萨克斯坦中南部图尔盖盆地。油田拥有地质储量 6,478 万吨，年生产原油 74.6 万吨。振华石油控股拥有 K&B 油田 75% 的权益。
叙利亚戈贝贝油田项目	叙利亚戈贝贝（Gbeibe）油田位于叙利亚东北部地区。油田拥有地质储量 3.28 亿吨，年生产原油 65 万吨。振华石油拥有戈贝贝油田 35% 的权益。
巴基斯坦勘探项目	巴基斯坦勘探项目包括巴斯卡和东巴哈瓦普尔两个区块。巴斯卡区块位于巴基斯坦中部，区块面积为 2,442 平方公里，该区块内共识别出 6 个圈闭，其中一个圈闭已有油气发现。东巴哈瓦普尔区块位于巴基斯坦东部，区块面积 2,496 平方公里，区块内共识别出 5 个圈闭。振华石油拥有两个区块 51% 的权益。
伊拉克艾哈代布油田项目	伊拉克艾哈代布（Ahdeb）油田位于巴格达东南 180 公里。油田拥有地质储量 5.5 亿吨。2011 年 6 月 21 日油田正式投产。油田年生产原油 650 万吨。振华石油拥有艾哈代布油田 37.5% 的权益。
缅甸仁安羌与稍埠油田项目	缅甸仁安羌与稍埠油田项目位于缅甸中部，两区块均属于老油田提高采收率项目。油田拥有地质储量 1.82 亿吨，年生产原油 12.6 万吨。振华石油拥有仁安羌与稍埠油田 40% 的权益。
埃及 NPIC 油气项目	埃及 NPIC 油气项目地质储量 13,263 万吨（含天然气折算部分），产能为 230 万吨/年，包扩三个区块，分别为 EG、NWG 和 AESW。其中，振华石油对 EG 区块拥有 50% 的收益权；对 NWG 区块拥有 50% 的收益权；对 AESW 区块拥有 35% 的收益权。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

振华石油与中石化、中石油、摩科瑞、BP、壳牌、道达尔及主要产油国国家石油公司建立了长期稳定的业务合作关系，原油贸易业务具备较强的市场综合运作能力和风险管控能力，在国际国内石油行业赢得了较好声誉。振华石油建立了国际营销和信息网络，在 10 多个国家设立了分支机构，其贸易国涉及伊拉克、阿联酋、沙特、俄罗斯、巴西、安哥拉、尼日利亚、哈萨克斯坦、科威特、新加坡、委内瑞拉、阿曼等，已建立起强大的营销网络。在对国内销售上，振华石油主要销售对象为中石油及中石化，其他客户主要为公司下属企业华锦集团，销售结算基本按先款后货方式。

在振华石油目前生产油田项目中，伊拉克艾哈代布油田项目采用服务性合同，振华石油从原油开采过程中按照产量收取一定服务费，不负责销售；埃及 NPIC 油气项目，振华石油负责其权益比例部分的销售工作。

国际工程承包业务方面，公司控股上市公司北方国际合作股份有限公司（以下简称“北方国际”）是以国际经济合作为主营业务的上市公司。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，工程涉及交通、房建、能源、通讯和环保等多个行业领域。2014~2016 年，北方国际来自于国际工程承包的收入分别为 26.47 亿元、41.61 亿元和 50.96 亿元，呈逐年上升趋势。2015 年，北方国际完成非公开定增，募集资金 8.00 亿元，并成功引入了产业链条上的战略投资者，其综合实力和专业化水平进一步增强。2016 年，北方国际位列国际承包商（ENR）排行榜第 112 位，在中国上榜企业中位列第 27 位；2017 年位列 ENR 排行榜第 103 位，在中国上榜企业中位列第 24 位。

整体来看，兵器工业集团重点民品发展易受宏观经济、原油价格等因素影响，但其已形成的市场

优势继续保持；同时，在石油、矿产等战略性资源方面的顺利开发，对公司整体的盈利能力提升起到良好的促进作用。公司未来将进一步完善产研结合的体制机制，以科研项目为龙头，以资本为纽带，加速科研成果转化，进一步扩展企业的发展空间。

在建项目

在建项目方面，北方公司缅甸L矿建设环评报告2015年获得缅甸政府同意的信函，同时缅甸内政部下发公告，同意土地使用权给项目，该项目为公司自主开工建设。项目计划总投资62.66亿元，截至2017年9月末已完成投资58.15亿元。北方公司与巴基斯坦当地公司合作在巴投资建设100MW风电项目，项目计划总投资12.13亿元，截至2017年9月末

已完成投资11.43亿元。公司下属企业中兵北斗产业投资有限公司出资5.62亿元购买湾谷科技C5和C1-1两栋楼，对两栋楼进行适当的装饰改造用于办公，项目计划总投资6.66亿元，截至2017年9月末已完成投资6.21亿元。公司下属企业豫西工业集团有限公司计划在“十三五”期间实施科研生产区调迁并完成新布局，分两期进行，项目计划总投资1.98亿元，截至2017年9月末已完成投资1.79亿元。

总体来看，截至2017年9月末，公司主要在建项目计划总投资金额为93.71亿元，已投资金额87.86亿元，待投资金额5.85亿元，公司在建工程未来资本支出相对自有资本实力规模较小。

表 10: 截至 2017 年 9 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	总投资	资金计划			资金来源
		截至 2017 年 9 月已投资	2018	2019	
北方公司缅甸 L 矿建设	62.66	58.15	4.4	0	贷款 70%，自有资金 30%
北方公司卡莫亚铜矿建设	10.28	10.28	0	0	自筹资金
北方公司巴基斯坦风电项目建设	12.13	11.43	0	0	自筹资金
中兵北斗湾谷科技园	6.66	6.21	0	0	自筹资金
豫西集团科研生产区调迁及汽车车锁零件调迁改造项目	1.98	1.79	0	0	自筹资金
合计	93.71	87.86	4.4	0	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司治理

公司由国务院直接监管，接受国防科工局的行业管理和国务院有关部门的业务管理，直接联系相关业务。根据《中华人民共和国公司法》和国家其他有关法律、法规，公司已建立健全了董事会和经营管理层，明确了职责权限及运作程序，建立了较规范的公司治理结构。目前公司董事会由7名董事组成，其中外部董事4名，非外部董事3名（包括1名职工董事），实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会设董事长1名，由国务院任免。公司经营管理机构设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任，实施对公司全面治理决策。

经营管理方面，公司自成立以来，不断完善法人治理结构，规范公司运作。其组织机构设置、人员编制坚持精简、高效的原则。目前公司本部主要

设有办公厅、发展规划部、科学与安全环保部、军品科研部、军品经营部、民品发展部、人力资源部、财务金融部、改革与资产管理部、监察局、审计与风险管理部、党建群工局、兵器离退休干部局、西北兵工局等职能部门。各部门设置合理、权责明确，有效支持公司业务运营。

制度建设方面，自成立以来，公司一直注重内部规章制度和风险防范体系的建设，从制度层面不断建立健全各项管理制度，从而为操作提出规范性指引。在预算管理方面，公司采取全面预算管理，系统制定了以《全面预算管理办法》为统领，以《全面预算管理工作考评办法》、《全面预算管理工作考评标准》等专项预算管理制度为组成的管理制度体系。在重大投、融资决策方面，公司在投资管理方面制定《投资管理办法》，董事会作为公司投资活动的最高决策机构，对各类投资拥有最终决策

权。各子公司和直管单位依据授权进行投资决策和管理。在融资方面，公司制定《融资管理办法》，公司财务金融部门、投资管理部门、资产管理部是集团化融资归口管理部门，承担集团化融资管理职责。各子公司和其它成员单位负责本单位及所属子企业集团化融资管理，以统筹内部资源，不断优化资源配置，降低融资成本。

人力资源方面，截至2016年末，公司员工总人数242,616人。从年龄构成来看，公司35岁以下员工89,162人，占比36.75%；36~45岁员工91,341人，占比37.65%；46~55岁员工48,524人，占比20.00%；56岁以上员工13,589人，整体人员构成以中青年为主。从受教育程度来看，公司硕士员工7,524人、博士学历员工1,025人，合计占比3.52%；本科学历50,241人，占比20.71%；专科及以下学历员工183,826人，占比75.77%。专业技术职称方面，公司绝大多数员工都具有技术职称，其中中级及以上专业技术职称人员47,259人（正高级职称4,458人，副高级职称12,547人，中级职称30,254人），合计占比19.48%，公司整体人员专业技术能力较好。

总的来看，兵器工业集团已经建立较为完善的经营管理架构与内控制度，未来随着公司业务规模扩大及业务多元化发展，公司经营管理架构还需不断优化调整，相关制度建设需不断完善，以支持业务发展。

发展规划

兵器工业集团树立和践行创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，落实创新驱动、质量为先、结构优化、改革助推、绿色发展、人才为本的发展方针，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。

从发展方针来看，公司坚持把创新作为公司转型升级的根本支撑，建设开放型科技创新体系，营造有利于科技引领的发展环境，优化科研资源配

置，推动产业发展由要素推动向创新驱动转变。公司坚持把发展质量、产品质量作为强基强企的关键，扎实推进精益管理，强化企业质量主体责任，提升质量意识，走以质取胜的道路，加强技术攻关、品牌培育，推动公司产业向价值链中高端迈进。公司坚持把结构优化作为集团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。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。

此外，公司坚持把绿色发展作为集团公司实施全价值链体系化精益管理战略的重要任务，全面推行清洁生产，构建绿色制造体系，加强节能环保技术、工艺、装备推广应用，淘汰高耗能、高污染工艺、设备、生产线，提高资源回收利用效率，在降低能耗和环境成本上取得实效，突出安全生产管控、强化安全隐患整治，促进兵器制造业走生态文明的发展道路。

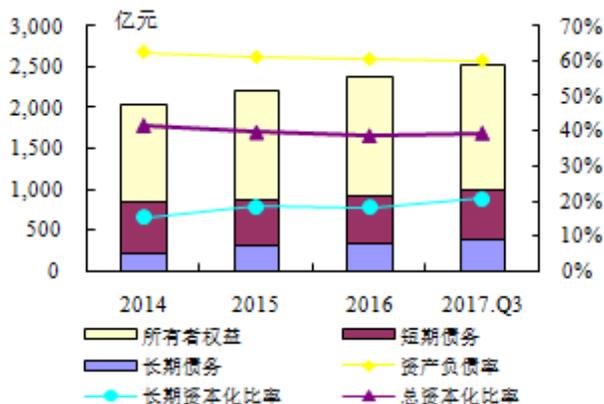
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年审计报告以及未经审计的2017年三季度财务报表。

资本结构

近年来，随业务范围拓宽及国际业务拓展，公司资产规模逐年提升，2014~2016年末，公司总资产分别为3,155.89亿元、3,397.19亿元和3,692.95亿元，年均复合增长率为8.17%。同期得益于留存收益积累以及国有资本金的不断投入，公司自有资本实力稳步增强，2014~2016年末公司所有者权益分别为1,182.14亿元、1,322.57亿元和1,460.05亿元，年均复合增长率为11.13%。截至2017年9月末，公司总资产为3,801.53亿元，所有者权益合计1,517.69亿元。

图 5: 2014~2017.Q3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产中流动资产占比较高，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，流动资产合计分别为 1,639.31 亿元、1,786.31 亿元、2,009.89 亿元和 2,060.14 亿元，占当期资产总额比重分别为 51.94%、52.58%、54.43%和 54.19%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至 2016 年末，三者占当期流动资产的比重分别为 32.67%、14.23%和 20.07%。其中货币资金 656.60 亿元，包括受限资金 43.03 亿元，资产流动性较强；应收账款 286.00 亿元，主要系对外销售产品形成的应收货款，按账面余额计量，75.84%的应收账款账龄在一年以内，公司应收账款账龄情况较好，同时应收账款欠款金额前 5 名占应收账款账面余额的 17.83%，客户集中度风险较低；存货 403.38 亿元，主要系原材料、库存商品及在产品等，包括公司生产的重型卡车、石油化工和特种化工产品以及各种产品的生产原料，如钢材、化工原料等。截至 2017 年 9 月末，公司货币资金、应收账款和存货分别为 501.16 亿元、318.78 亿元和 470.24 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产和油气资产构成，截至 2016 年末，四者占当期非流动资产的比重分别为 48.74%、10.47%、12.07%和 12.31%。其中固定资产 820.24 亿元，主要系房屋及建筑物、机器设备以及土地资产等；在建工程 176.10 亿元，主要系公司在建矿区、油田项目、新增产能以及生产工艺更新升级项目；可供出售金融资产 203.14 亿元，主要系公司持有信托及资管产品、公司下属控股上市公司股权、其他股权投资、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；油气资产 207.30 亿元，主要系分布于哈萨克斯坦、伊拉克、叙利亚和埃及等海外地区的矿井及相关设施，因上述地区的地缘政治风险或存在一定减值风险。截至 2017 年 9 月末，公司固定资产、在建工程、可供出售金融资产和油气资产分别为 799.30 亿元、179.93 亿元、219.99 亿元和 192.69 亿元。

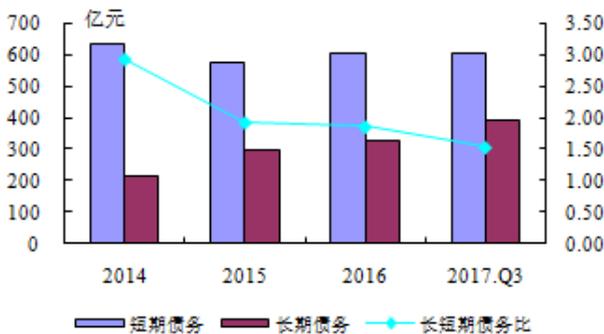
负债结构方面，近年来公司负债总额随其业务规模扩大逐年增长，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司负债总额分别为 1,973.75 亿元、2,074.62 亿元、2,232.90 亿元和 2,283.84 亿元；同期公司流动负债合计分别为 1,544.62 亿元、1,543.19 亿元、1,661.61 亿元和 1,646.94 亿元，占当期负债总额的比重分别为 78.26%、74.38%、74.41%和 72.11%，系公司负债主要构成。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款以及预收款项构成，截至 2016 年末，上述四项占当期流动负债的比重分别为 17.12%、14.20%、26.31%和 15.12%。其中短期借款 284.47 亿元，主要系银行保证及信用借款；应付票据 236.02 亿元，主要系商业承兑汇票及银行承兑汇票，其中银行承兑汇票占比 57.24%；应付账款 437.16 亿元，主要系军品和民品原料采购款；预收款项 251.27 亿元，主要系公司军品及民品订单预付款。截至 2017 年 9 月末，公司短期借款、应付票据、应付账款及预收款项分别为 360.37 亿元、176.12 亿元、393.34 亿元和 246.56 亿元，其中根据生产经营需要短期借款有所增加。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及专项应付款构成，截至 2016 年末，三者占当期非流动负债的比重分别为 24.23%、32.43%和 26.30%。其中长期借款 138.34 亿元，主要系银行保证借款及信用借款；应付债券 185.39 亿元，包括公司发行企业债、公司债及中期票据等；专项应付款 150.20 亿元，主要系应付项目专项资金、搬迁补偿款等。截至 2017 年 9 月末，公司长期借款、应付债券及专项应付款分别为 149.28 亿元、243.13 亿元和 143.33 亿元，随着海外项目的开工，公司长期借款随之增加，同时应付债券较年初增加 57.74 亿元，主要为已发行的 30 亿元

公司债券（其中 10 亿元于 2027 年 5 月到期、20 亿元于 2022 年 4 月到期）。

杠杆比率方面，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司资产负债率分别为 62.54%、61.07%、60.46% 和 60.08%，总资本化比率分别为 41.76%、39.82%、38.85% 和 39.61%，公司财务结构较为稳健。

债务期限结构方面，近年来随着经营规模扩大公司加大对外融资力度，债务规模有所上升，目前债务期限仍以短期为主，但长期债务占比逐步提升。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司总债务规模分别为 847.56 亿元、875.28 亿元、927.73 亿元和 995.64 亿元。其中截至 2016 年末，公司短期债务 603.99 亿元，长期债务 323.74 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.87 倍，较 2015 年末的 1.93 倍有所下降；2017 年 9 月末，短期债务 603.22 亿元，长期债务 392.41 亿元，长短期债务比进一步下降至 1.54 倍。

图 6：2014~2017.Q3 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司积极拓宽融资渠道，有

效支持公司经营规模持续扩张。公司财务结构较为稳健，整体负债率保持较为稳定水平，但债权融资仍以短期债务为主，面临一定的短期偿债压力，债务期限结构或有待进一步优化。

盈利能力

近年来，随着海外战略资源领域投资效果逐步体现，公司经营规模迅速增加，整体收入规模较为稳定，2014~2016 年公司实现营业总收入分别为 4,043.15 亿元、3,870.99 亿元和 4,074.06 亿元。其中石油化工与特种化工板块受下游行业产能过剩影响，收入规模持续下滑，而该板块毛利率整体有所上升主要是受石油价格下降导致生产成本降低所致。重型机械与装备板块近年来业务收入规模略有下降，而毛利率水平略有上升。光电信息与新能源新材料板块收入呈现逐年增长态势，但其对营业总收入贡献仍然较小。而收入占比最大的海外战略资源板块近年来整体收入规模呈上升态势，其中 2016 年该板块收入较 2015 年快速增长 20.63%，毛利率水平则较为稳定。2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 8.79%、9.54% 和 10.41%，整体盈利能力呈稳定上升态势。2017 年 1~9 月，公司各板块收入均实现不同程度提升，尤其重型机械与装备板块收入较上年同期增长 21.91%，较好地带动整体收入规模的扩张，当期营业收入为 3,240.73 亿元，同比增加 10.62%，综合毛利率为 10.27%，基本保持稳定。

表 11：2014~2017.Q3 公司主营业务收入构成及毛利率情况

业务板块	2014		2015		2016		2017.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石油化工与特种化工	603.45	8.55	459.41	15.45	454.76	24.01	370.56	21.38
重型机械与装备	672.23	13.87	670.68	14.00	635.52	15.27	507.92	15.37
光电信息与新能源新材料	193.38	21.83	230.08	18.87	232.01	20.33	159.53	20.76
海外战略资源	1,532.22	6.27	1,454.34	7.02	1,754.43	6.23	1,343.80	5.93
其他	1,039.21	6.93	1,053.37	5.55	994.52	6.16	858.91	7.28
合计	4,040.49	-	3,867.88	-	4,071.24	-	3,240.73	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着业务规模的上升，公司期间费用逐年增长。公司管理费用系其期间费用的主要构成，近年

来占公司期间费用比重均在 60% 以上，主要包括研究与开发费、职工薪酬、修理费等项目。2014~2016

年,公司管理费用发生额分别为 166.49 亿元、178.50 亿元和 186.69 亿元,呈持续上升态势,主要系研究与开发费及职工薪酬等逐年增长;同期公司销售费用分别为 55.57 亿元、59.77 亿元和 64.51 亿元,主要包括运输费、职工薪酬、销售服务费等项目。公司财务费用近年来受汇兑损益变动影响有所下降,2014~2016 年分别为 20.30 亿元、19.98 亿元和 12.30 亿元。其中 2016 年得益于人民币贬值公司取得 9.79 亿元汇兑收益,导致当期财务费用较 2015 年大幅下降。2014~2016 年,公司三费收入占比分别为 5.99%、6.67%和 6.47%,近年小幅波动。2017 年 1~9 月,公司管理费用、销售费用和财务费用分别为 125.69 亿元、38.01 亿元和 23.63 亿元,三费合计收入占比为 5.78%,呈现小幅下降趋势。

表 12: 2014~2017.Q3 公司期间费用分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用	55.57	59.77	64.51	38.01
管理费用	166.49	178.50	186.69	125.69
财务费用	20.30	19.98	12.30	23.63
三费合计	242.36	258.24	263.51	187.33
营业总收入	4,043.15	3,870.99	4,074.06	3,240.73
三费收入占比	5.99%	6.67%	6.47%	5.78%

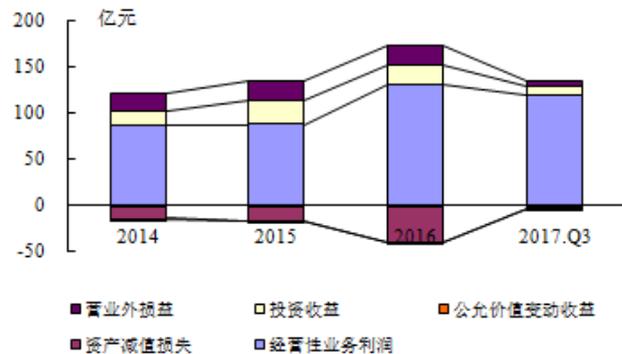
资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

利润总额方面,2014~2016 年及 2017 年 1~9 月,公司利润总额分别为 108.55 亿元、119.46 亿元、135.26 亿元和 132.92 亿元,呈逐年上升态势。从利润总额构成来看,公司利润总额大部分来自于经营性业务利润,2014~2016 年及 2017 年 1~9 月经营性业务利润分别为 87.88 亿元、88.86 亿元、132.75 亿元和 121.05 亿元,占当期利润总额的比重分别为 80.96%、74.39%、98.14%和 91.07%。此外,公司营业外损益及投资收益进一步充实利润总额规模。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月,公司营业外损益分别为 20.13 亿元、21.54 亿元、21.06 亿元和 5.73 亿元,其中营业外收入主要系政府补助、债务重组利得、非流动资产处置利得等;同期公司投资收益分别为 14.28 亿元、25.58 亿元、20.71 亿元和 8.58 亿元,其中 2015 年投资收益增长较多,主要由于持有及处置可供出售金融资产取得的投资收益增多。

另外,公司近年来资产减值损失保持较大规模且逐年增长,2014~2016 年分别为 13.72 亿元、16.50 亿元和 39.24 亿元,主要系存货跌价损失及坏账损失,一定程度影响公司利润总额的增长;2017 年 1~9 月,公司资产减值损失为 2.06 亿元,较上年同期减少 40.61%。虽然 2017 年前三季度公司主要业务板块的行情回暖,但我国宏观经济仍面临下行压力,石油、钢铁等基础原料价格波动风险较大,中诚信证评将持续关注公司资产减值损失状况对其盈利水平的影响。

2014~2016 年及 2017 年 1~9 月,公司净利润分别为 89.39 亿元、93.87 亿元、105.04 亿元和 106.00 亿元,公司净利润规模保持稳步增长。

图 7: 2014~2017.Q3 公司利润总额构成



资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

总体看来,公司整体收入规模较为稳定,盈利水平保持很好。未来,在国防军工产业向好的趋势下,兵器工业集团的收入有望增长,并且随着重组的逐步完成和民品的不断开发,公司的盈利能力也有望得到提高。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看,公司 EBITDA 主要由利润总额构成。其中受益于公司主业较为稳健的盈利能力以及投资收益大幅增长,公司利润总额逐年提升,加之固定资产及有息债务规模的扩大,公司折旧支出及利息支出较高,进一步充实 EBITDA 规模。2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 252.80 亿元、265.89 亿元和 298.48 亿元,获利能力保持增长态势。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看,2014~2016 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.47 倍、5.54 倍和 5.96 倍,同期总债务/EBITDA 指标分别为 3.35 倍、3.29 倍和 3.11 倍,公司 EBITDA

偿债指标随公司盈利增长而有所提高，公司 EBITDA 对公司债务本息的保障程度很强。

从现金流方面来看，公司经营性现金流长期呈净流入状态，2014~2016 年公司经营活动净现金流分别为 154.86 亿元、179.98 亿元和 170.13 亿元，同期公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 3.35 倍、3.75 倍和 3.40 倍，经营活动净现金流/总债务分别为 0.18 倍、0.21 倍和 0.18 倍。2017 年 1~9 月，公司经营活动净现金流为 30.41 亿元，较上年同期增加 35.16 亿元，经营活动现金流保持持续净流入。总体来看，公司经营性现金流对债务本息保障能力保持在较好水平。

表 13：2014~2017.Q3 公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q3
EBITDA (亿元)	252.80	265.89	298.48	-
经营活动净现金流 (亿元)	154.86	179.98	170.13	30.41
资产负债率 (%)	62.54	61.07	60.46	60.08
总资本化比率 (%)	41.76	39.82	38.85	39.61
经营活动净现金流/利息支出 (X)	3.35	3.75	3.40	0.92
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.18	0.21	0.18	0.04
EBITDA 利息倍数 (X)	5.47	5.54	5.96	-
总债务/EBITDA (X)	3.35	3.29	3.11	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保合计 2.34 亿元，与期末净资产的比率为 0.16%，目前绝大部分被担保企业均处于正常运营状态。未决诉讼方面，截至 2017 年 9 月末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。整体而言，相对于公司的净资产值，公司由于对外担保引起的或有负债风险很小。

财务弹性方面，公司具有多元化的融资渠道，在直接融资方面，公司直接或间接控股凌云股份、北方股份、晋西车轴和华锦股份等 11 家 A 股上市公司和安捷利实业 1 家 H 股上市公司，具有较为通畅的股权融资渠道。在间接融资方面，公司与银行等金融机构保持较好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 2,750 亿元，其中未使用的授信额度为 1,934 亿元，备用流动性极为充足。

总体来看，近年来公司资产规模逐年增长，财务杠杆比率维持在合理水平。公司凭借行业垄断地位和长期以来积累的技术优势，在军品以及相关的民品经营范围内形成了很强的竞争优势，其主业盈利能力较为稳定。同时公司经过内部结构调整，也使自身的资产质量得到了较大的改善。公司收入及盈利水平有望获得持续稳定增长。同时，公司融资渠道通畅，现金获取能力稳定，整体竞争实力及实际偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评评定中国兵器工业集团有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；评定“中国兵器工业集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

关于中国兵器工业集团有限公司2018年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

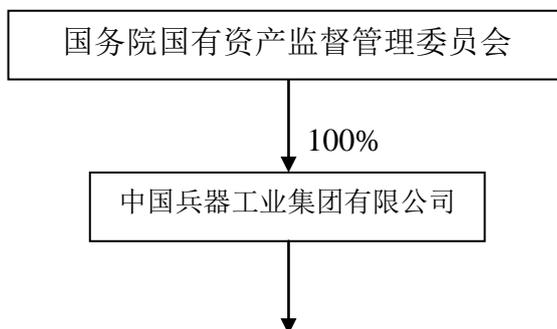
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中国兵器工业集团有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



序号	主要子公司名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	中国兵器科学研究院	兵器科技研究	11,170.00	100.00
2	中国北方工业公司	特种机械及设备的进出口	2,602,774.40	56.70
3	中国北方化学工业集团有限公司	炸药及火工产品制造	238,738.25	100.00
4	中国兵工物资集团有限公司	商品流通	226,685.50	57.70
5	兵工财务有限责任公司	金融企业	317,000.00	83.02
6	中国北方车辆研究所	兵器科技研究	104,554.00	100.00
7	西北机电工程研究所	兵器科技研究	59,435.00	100.00
8	西安现代控制技术研究所	兵器科技研究	88,125.35	100.00
9	西安近代化学研究所	兵器科技研究	86,976.37	100.00
10	北方通用动力集团有限公司	内燃机及配件制造及修理	129,612.60	100.00
11	北方智能微机电集团有限公司	精密机械制造	74,517.16	100.00
12	北方特种能源集团有限公司	军用火工品、民爆产品制造	154,054.60	100.00
13	北方材料科学与工程研究院有限公司	金属材料与非金属材料及其制品	100,752.48	100.00
14	北方光电集团有限公司	光电装备和光电应用技术开发	115,120.29	100.00
15	北方信息控制集团有限公司	电子信息科技企业	138,497.46	100.00
16	北方导航科技集团有限公司	光机电一体化产品制造	23,428.70	100.00
17	北方夜视科技集团有限公司	光电成像器件制造	78,665.67	100.00
18	北方激光科技集团有限公司	光学仪器制造	50,470.98	100.00
19	北方电子研究院有限公司	雷达、微电子产品等的设计制造	91,763.29	100.00
20	内蒙古第一机械集团有限公司	特种产品制造	277,138.83	96.41
21	哈尔滨第一机械集团有限公司	履带式装甲车辆、大口径自行火炮的科研生产	17,801.77	100.00
22	内蒙古北方重工业集团有限公司	装备制造	233,651.08	53.60
23	北方凌云工业集团有限公司	汽车、摩托车零部件、塑料管道及相关设备、高压电器设备零部件制造	24,449.89	84.97
24	北京北方车辆集团有限公司	履带式装甲输送车辆和特种车辆及配件制造	17,848.63	100.00
25	江麓机电集团有限公司	特种车辆及设备的研发、制造、销售	20,600.00	100.00
26	重庆铁马工业集团有限公司	军用轮式、履带式装甲车及民用运输车制造	26,222.00	100.00
27	湖北江山重工有限责任公司	机械科技开发、制造；武器装备科研生产	42,538.00	100.00

28	武汉重型机床集团有限公司	重型、超重型数控机床制造	39,719.76	80.00
29	晋西工业集团有限责任公司	机械产品加工制造、销售	202,272.73	91.01
30	豫西工业集团有限公司	机械产品、工模具与非标设备的研究、开发、设计、制造与销售	75,403.09	100.00
31	辽沈工业集团有限公司	常规兵器科研生产	38,000.00	100.00
32	淮海工业集团有限公司	光学产品、机械制品制造	31,784.00	100.00
33	西北工业集团有限公司	机电产品的研制、设计、制造与销售	100,000.00	100.00
34	东北工业集团有限公司	机械设备及零配件加工	10,937.03	100.00
35	北方华安工业集团有限公司	大口径炮弹、特种弹科研生产	39,049.21	100.00
36	江南工业集团有限公司	机械制造	16,000.00	100.00
37	山东特种工业集团有限公司	军工产品的科研、生产、销售	50,022.70	79.66
38	北方华锦化学工业集团有限公司	石油化工产品生产销售	349,733.00	88.58
39	中国兵器工业规划研究院	从事软科学研究、项目前期论证评估	539.00	100.00
40	中国兵器工业信息中心	计算机网络系统开发与运行维护和计算机应用系统设计与服务	523.00	100.00
41	中国五洲工程设计集团有限公司	工程勘察设计、建设工程项目管理	13,045.23	100.00
42	北方工程设计研究院有限公司	工程勘察设计	10,000.00	100.00
43	中国兵器工业试验测试研究院	常规武器靶场试验及试验方法、测试技术研究	95,952.00	100.00
44	中国兵器工业集团人才研究中心	职业技能培训	-	100.00
45	中国兵工学会	杂志出版发行、技术咨询和培训	200.00	100.00
46	北方置业集团有限公司	服务业	36,340.71	100.00
47	北方发展投资有限公司	投资与军民融合性园区管理	15,000.00	100.00
48	北京北方节能环保有限公司	环境治理及节能工程设计、施工	5,637.51	100.00
49	中兵投资管理有限责任公司	金融信托与管理服务	100,000.00	100.00
50	中兵北斗产业投资有限公司	资本投资服务	220,000.00	100.00

附二：中国兵器工业集团有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附三：中国兵器工业集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金	5,131,109.43	5,829,822.61	6,565,962.58	5,011,574.00
应收账款净额	2,212,657.31	2,591,509.30	2,859,965.41	3,187,790.00
存货净额	3,686,051.20	3,673,306.64	4,033,803.76	4,702,369.00
流动资产	16,393,146.96	17,863,067.16	20,098,938.96	20,601,407.00
长期投资	1,693,311.57	2,105,762.78	2,508,243.24	2,778,193.00
固定资产	7,999,626.11	8,069,031.21	8,202,400.64	7,993,022.00
总资产	31,558,867.15	33,971,859.30	36,929,503.40	38,015,278.00
短期债务	6,325,672.15	5,767,544.95	6,039,931.79	6,032,231.00
长期债务	2,149,957.28	2,985,235.28	3,237,366.59	3,924,125.00
总债务	8,475,629.43	8,752,780.23	9,277,298.38	9,956,356.00
总负债	19,737,494.66	20,746,165.58	22,329,045.25	22,838,361.00
所有者权益（含少数股东权益）	11,821,372.49	13,225,693.72	14,600,458.15	15,176,917.00
营业总收入	40,431,496.70	38,709,940.96	40,740,610.02	32,407,289.00
三费前利润	3,302,419.77	3,471,038.24	3,962,520.81	3,083,842.00
投资收益	142,839.66	255,817.32	207,145.60	85,772.00
净利润	893,934.51	938,709.44	1,050,417.66	1,059,978.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,528,008.17	2,658,938.93	2,984,820.99	-
经营活动产生现金净流量	1,548,596.66	1,799,815.25	1,701,332.82	304,096.00
投资活动产生现金净流量	-1,136,860.83	-1,346,301.19	-2,400,786.78	-1,590,985.00
筹资活动产生现金净流量	73,124.43	136,216.30	1,423,065.40	826,125.00
现金及现金等价物净增加额	485,293.30	646,863.14	773,851.50	-593,055.00
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	8.79	9.54	10.41	10.27
所有者权益收益率（%）	7.56	7.10	7.19	9.31*
EBITDA/营业总收入（%）	6.25	6.87	7.33	-
速动比率（X）	0.82	0.92	0.97	0.97
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.21	0.18	0.04*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.24	0.31	0.28	0.07*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.35	3.75	3.40	0.92
EBITDA 利息倍数（X）	5.47	5.54	5.96	-
总债务/EBITDA（X）	3.35	3.29	3.11	-
资产负债率（%）	62.54	61.07	60.46	60.08
总资本化比率（%）	41.76	39.82	38.85	39.61
长期资本化比率（%）	15.39	18.41	18.15	20.54

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。