

安徽军工集团控股有限公司

2018 年公开发行公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100405】

评级对象: 安徽军工集团控股有限公司 2018 年公开发行公司债券

18 军工债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 25 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 8 月 23 日

首次评级: AA/稳定/AA/2017 年 12 月 7 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	2.76	0.66	0.36
刚性债务	5.60	5.59	4.70
所有者权益	11.77	11.28	11.07
经营性现金净流入量	2.03	0.10	0.47
合并口径数据及指标:			
总资产	46.68	46.42	51.02
总负债	23.89	22.42	21.80
刚性债务	12.20	10.99	9.59
所有者权益	22.79	24.01	29.22
营业收入	18.18	16.52	15.03
净利润	0.70	0.80	0.73
经营性现金净流入量	2.76	0.82	-0.47
EBITDA	2.22	2.32	2.30
资产负债率[%]	51.17	48.29	42.72
权益资本与刚性债务比率[%]	186.85	218.39	304.82
流动比率[%]	169.96	196.75	229.83
现金比率[%]	60.36	53.66	70.16
利息保障倍数[倍]	2.43	2.57	2.38
净资产收益率[%]	3.16	3.40	2.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.13	6.70	-4.14
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	13.63	-3.00	-5.54
EBITDA/利息支出[倍]	3.61	3.92	3.76
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.20	0.22

注: 根据军工集团经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

分析师

周文哲 zww@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对安徽军工集团控股有限公司(简称军工集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 军工债(简称“本期债券”)的跟踪评级反映了 2018 年以来军工集团在资本实力、政策支持、军品竞争力及财务弹性等方面继续保持优势,同时也反映了公司在民品业务竞争力、原材料价格上涨及下游占款、安全生产等方面继续面临压力。

主要优势:

- **政策支持。**国防军工行业为国家战略性产业,军工集团为地方军工中的龙头企业,跟踪期内能获得政府持续的资金投入及政策支持。
- **军工产品竞争优势维持。**军工集团部分军品在细分市场具有较强的竞争优势,加上军品的专营性和垄断性,公司军品业务经营情况良好,使得整体收入和利润维持在较好水平。
- **长城军工完成上市。**军工集团子公司长城军工于 2018 年 8 月完成 A 股上市,募集资金净额 4.55 亿元。长城军工上市后,公司资本实力得到提升。
- **财务弹性较强。**受益于长城军工上市,跟踪期内军工集团财务杠杆持续下降;公司直接及间接融资渠道较为通畅,且持有一定量的土地资产,可为本期债务偿付提供一定保障。

主要风险:

- **民品业务竞争力弱。**军工集团民品业务规模较小,2018 年预应力锚具因产品品种调整收入有所下降。除预应力锚具外,其余品类均面临较大的竞争压力,市场占有率低。
- **民品业务盈利及垫款承压。**预应力锚具主材为钢材,盈利空间易受钢价波动影响。由于钢铁价格持续上涨,军工集团民品业务盈利空间不

断受挤压；同时，下游客户存在一定占款情况，公司面临一定垫资及资金周转压力。

- 安全生产风险。军工集团军品研发及生产具有较高危险性，突发安全事故具有不可预测性，或将对公司经营造成不利影响。

➤ 未来展望

通过对军工集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



安徽军工集团控股有限公司 2018 年公开发行公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照安徽军工集团控股有限公司（简称“军工集团”、该公司或公司）2018 年公开发行公司债券（简称“18 军工债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据军工集团提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对军工集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 4 月公开发行了 4.00 亿元人民币的 18 军工债，期限为 5 年，票面年利率为 5.91%。本期债券每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。在本期债券存续的第三个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券在扣除发行费用后已用于偿还 11 安徽军工债。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末公司存续期内债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	注册额度	本息兑付情况
18 军工债	4.00	3+2 年	5.91	2018.4.19	4 亿元	付息正常

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现

实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

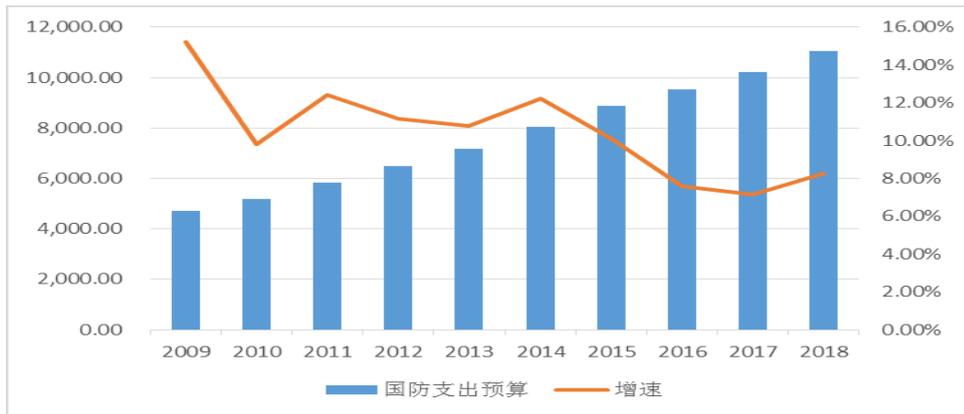
A. 军工行业

近年来，我国国防开支不断增长，我国国防军工行业面临良好的发展环境。当前我国装备开支在军费中占比低于欧美及亚洲主要军事国家，在国防科技进步、装备更新换代、军民融合进程加快等背景下，兵器装备企业迎来较好发展机遇。该公司整体实力与中央直属军工企业相比存在一定差距，但其部分产品在细分领域内具有较大竞争优势，在地方军工企业中排名前列。

“国无防不立，民无兵不安”。国防军工为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，其发展极大地带动了国家科技与工业的进步。我国将国防军工作为产业升级的重要组成部分，支持力度不断加大。

近年来，随着我国经济的快速发展，国家经济实力和综合国力显著提升，我国军费开支也不断增加，2017年我国国防支出突破万亿。根据财政部每年公布的中央和地方预算执行情况，2016-2018年我国国防支出分别为9,543.54亿元、10,226.35亿元和11,069.70亿元，增速分别为7.60%、7.15%和8.25%，我国国防建设得到强有力的支撑。2019年，我国国防支出预算为11,898.76亿元，较上年增长7.5%。我国强军建设仍势在必行，可为军工企业的发展提供有力支持。

图表 2. 近年我国国防支出情况（单位：亿元）



资料来源：财政部，经新世纪评级整理

目前，我国军费开支已经排名世界第二，仅次于美国。但相对于世界其他主要大国，我国国防支出无论是占 GDP 的比重，还是国民人均和军人人均数额都比较低。近 10 年我国国防支出占 GDP 的比重均低于 2%，明显低于 SIPRI 发布的其他主要军事大国水平；我国国防支出占政府支出的比重大致呈逐年递减状态，2018 年为 5.5%。我国国防负担仍处于相对较低的水平，未来军费支出尚有一定的提升空间。在我国国防支出构成中，装备费用占比约三成，而欧美及亚洲主要军事国家用于装备上的支出占其国防支出比例约 40%-45%，未来我国在国防现代化建设中，装备费用规模仍有较大提升空间。

图表 3. 2018 年世界军费开支排名前五的国家情况（单位：亿美元、%）

排名	国家	军费开支	占各自 GDP 比重	占各国政府支出比重
1	美国	6,488	3.2	9.0
2	中国	2,500	1.9	5.5
3	沙特阿拉伯	676	8.8	24.6
4	印度	665	2.4	8.7
5	法国	638	2.3	4.1

资料来源：瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）

军贸方面，2019 年 3 月瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所公布了《全球武器贸易研究报告》，研究所根据 2014 年至 2018 年间主要类型常规武器和军事装备供应数据的公布资料称，美国在 2018 年依旧领衔五大武器供应国，在全球武器出口总份额中占 36%；俄罗斯继续位列世界第二的位置，但出口较上年下降了 17%，全球武器出口总份额中占 21%，主要系停止向印度和委内瑞拉出口；第三与第四大武器供应国分别为法国和德国，分别较上年增长 43%和 13%，分别占比为 6.8%和 6.4%，中国自从 2016 年从第三大供应商跌落至第五大供应商后，2014-2018 年增长率仅为 2.9%，2018 年占全球武器出口总份额的 5.2%。

从行业发展趋势来看，我国国防军工向集中化、市场化、军民融合等方向发展。随着强军战略及国企改革的推进，我国军工企业有望通过强强联合的集中化发展提升竞争力。市场化指军工企业的股份制改革，伴随《军工企业股份制改造实施暂行办法》的出台，标志着各类军工企业重组改制的政策条件基本

具备，为军工企业整体上市铺平了道路。军民融合主要体现为“军转民”和“民参军”两个方面。其中，“军转民”主要表现为军工企业利用科技优势进入高端民品生产领域，进而通过分享市场空间巨大的民品市场，来提高企业自身持续盈利能力；“民参军”则主要表现为民营企业利用生产、管理优势进入军品配套产业链以及利用资本优势参与军工企业股份制改造，这些路径不但有利于拓展民营企业的成长空间和盈利空间，也有利于国防军工行业效率与活力的提升。2018年3月中央军民融合发展委员会审议通过《军民融合发展战略纲要》，为军民融合发展的顶层设计文件，与《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》、《经济建设和国防建设融合发展“十三五”规划》共同构成我国军民融合发展的顶层战略规划体系。

竞争格局方面，该公司为地方军工企业，整体实力与中央直属军工企业相比存在一定差距，但部分产品在细分市场有一定竞争优势。具体来说，公司与中国兵器工业集团公司和中国兵器装备集团公司等中央直属的大型军工骨干企业相比，在规模、技术及所获资源等方面存在差距。但因弹药领域存在较高进入壁垒，生产销售具有较强计划性，行业市场化程度较低，公司迫击炮弹、单兵火箭、机械触发引信、子弹药等产品在细分市场具有较大竞争优势。另外，公司下属4家军工企业的规模效益占到全国14家重点地方军工企业的30%左右，在地方军工企业中排名前列。

军方为军工企业国内唯一客户，而海外业务须经过少数的军贸公司开展，最终用户较为单一，军品企业的生产计划性强。根据我国武器装备采办流程，产品从研发立项到最终生产定型通常需要2-5年时间不等，军品进入门槛高、进入程序复杂，企业前期投入压力较大。此外，航空、航天为军工行业中未来重点发展方向，或相较兵器子行业发展快。

B. 预应力锚具行业

近年来，我国在铁路和城市交通建设方面仍保持较大的投资规模，对预应力锚具需求起到一定稳定作用。我国锚具生产企业数量多，受近两年钢材价格快速上涨影响，锚具生产企业盈利空间承压。

作为土木工程施工应用中的一种重要功能部件，预应力锚具被广泛应用于铁路、城市轻轨、桥梁、城市立交、水电水利、矿井等领域，需求受基建投资及采矿业波动影响较大。铁路投资方面，根据国家铁路局发布的《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，此期间我国铁路固定资产投资规模将达到3.5-3.8万亿元，其中基本建设投资约3万亿元、建设新线3万公里，对预应力锚具需求起到一定稳定作用。行业准入方面，各重点应用领域的行业管理部门均采用市场准入制度和产品认证制度对锚具企业进行监督和管理。例如，锚具产品必须通过中铁铁路产品认证中心（CRCC）认证才允许应用于铁路工程项目，须通过交通产品认证中心（CCPC）认证才允许应用在高速公路桥梁工程，须通过国家矿用产品安全标志中心（MA或KA）认证才可应用于矿井巷道支护领域。可见，各应用市场基本处于割裂状态。目前我国锚具生产企业数量多，且

尚未出现较大的跨应用市场的生产厂家，亦无一家独大的竞争格局。

预应力锚具主要生产原材料为钢材。近两年在下游需求回暖、钢铁行业供给侧改革及环保限产政策等多因素影响下，钢铁行业回暖，钢价震荡上涨。2018年钢价保持高位整荡，以螺纹钢市场均价为例，由2018年年初的4,452元/吨升至11月中旬高点4,728元/吨后下降至年末的3,961元/吨，全年均价为4,245元/吨，同比上涨9.46%。2019年以来螺纹钢价格在4,500元/吨上下波动。预应力锚具制造商产能有限，钢材价格的上涨使其盈利空间承压；同时，下游客户长期存在占款现象，锚具生产商面临一定资金占用及应收账款回收风险。

2. 业务运营

该公司为地方军工企业，主业突出。2018年子公司长城军工完成IPO，公司资本实力得以提升。公司部分军品在细分市场具有较强的竞争优势，盈利能力较好，且能得到科研经费拨付等支持。公司多数民品规模小，面临较大的经营压力，同时受钢价上涨影响，近三年盈利能力持续下降。2018年由于军品收入略有下降及房地产业务进入销售结转尾期，公司营收同比下降。公司盈利主要依赖于经营利润，期间费用较高，对盈利形成一定侵蚀。

该公司为地方军工企业，在保持军品业务稳定发展的同时，利用军民两用工艺技术优势及部分军品富余产能，积极发展民品业务，目前形成了军品为主、民品为辅的产业结构。公司另有房地产开发业务即泖湖湾沁园住宅项目，该项目于2014年预售，2016年开始结转收入，近三年分别结转收入4.72亿元、1.08亿元和0.15亿元，该项目目前仅剩部分商铺待售，已售部分均已结转收入。此外，公司还有一部分其他业务收入，主要为研发收入、技术转让和材料销售收入，2016-2018年分别为0.48亿元、0.51亿元和0.60亿元，规模较小。

该公司下属子公司安徽长城军工股份有限公司（简称“长城军工”，证券代码：601606.SH）于2018年8月完成A股上市，首次公开发行股票14,800万股，募集资金净额4.55亿元，公司资本实力得到提升。截至2019年3月末，公司持有长城军工4.27亿股，持股比例为58.89%。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
军品	客户以军方为主	资质、研发技术、质量等
民品	全国	资质、技术、销售等

资料来源：军工集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

该公司核心业务为军品和民品业务，2016-2018年核心业务收入分别为12.53亿元、14.36亿元和14.28亿元，2018年略低于上年水平。随着房地产收入的下降，核心业务收入占营业收入比重逐年上升。具体来看，2018年公司

军品收入较上年略有下降，但仍为公司最主要收入来源；民品业务收入为 4.78 亿元，保持稳步增长。

毛利率方面，该公司军品业务盈利能力较好，近三年保持在 34% 左右的毛利率水平；2018 年主要系圆钢、线材等原材料价格上涨影响，民品毛利率同比下降 4.10 个百分点至 11.41%。

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计	18.18	16.52	15.03
其中：核心业务营业收入	12.53	14.36	14.28
在营业收入中所占比重（%）	68.90	86.92	94.97
其中：（1）军品	8.38	9.70	9.49
在核心业务收入中所占比重（%）	66.92	67.58	66.49
（2）民品	4.14	4.65	4.78
在核心业务收入中所占比重（%）	33.08	32.42	33.51
综合毛利率	24.71	28.40	28.57
其中：（1）军品	34.85	33.64	34.22
（2）民品	15.64	15.51	11.41

资料来源：军工集团

A. 军品业务

该公司核心业务主要集中于控股子公司长城军工名下，具体分布于下属四家军民结合二级子公司：安徽神剑科技股份有限公司（简称“神剑科技”）、安徽方圆机电股份有限公司（简称“方圆机电”）、安徽东风机电科技股份有限公司（简称“东风机电”）和安徽红星机电科技股份有限公司（简称“红星机电”）。2018 年，神剑科技和方圆机电军品收入较上年均有小幅下降，主要系部分合同的执行受配套件供应进度影响，年末产品未实现交付所致。

图表 6. 核心二级子公司主要军品情况（单位：亿元）

子公司	企业性质	主要军品	产品收入		
			2016 年	2017 年	2018 年
神剑科技	总装企业	迫击炮弹	3.26	4.18	3.65
		光电对抗系列产品			
方圆机电	总装企业	单兵火箭	3.17	3.53	3.27
东风机电	配套企业	引信	1.16	1.19	1.52
		子弹药			
红星机电	配套企业	火工品	0.72	0.81	1.05

注：根据军工集团提供的数据绘制

主要产品方面，该公司掌握迫击炮弹的核心技术，处于国内该领域的领先地位；掌握单兵火箭的核心技术，是我国中小口径火箭武器重要的研发生产企业，部分单兵火箭综合性能达到同类武器国际先进水平；掌握机械引信、子弹药的核心技术，处于国内机械引信、子弹药行业的领先地位；掌握火工品的核心技术，技术优势突出，是我国国内品种较全的火工品生产企业，产品广泛应用于国内各军兵种。

研发

我国军品研发到生产分为以下阶段：预研-方案评审（立项）-工程研制（初样级研制、正样级研制）-设计定型-订货。企业根据军方制定的武器装备五年规划，并结合自身科研实力情况，自主研发或与各大科研院校进行合作研发（预研）。参与军方发起的新产品研发竞标，中标企业与军方签订《武器装备研制合同》（也称被立项）。总装企业中标后，需要配套企业进行同步研发，军方也将在合同中约定配套研发任务。在工程研制过程中，军方对各阶段研发成果进行评审，指标合格后发放设计定型批准，企业可开始批量生产。2016-2018年，公司研发投入分别为 0.73 亿元、0.82 亿元和 0.85 亿元，分别占当年营业收入 4%-6%。

项目中标后，中标企业可分阶段获得专项的科研经费、条件保障经费、批产改造经费等资金的拨付。该公司将科研经费计入其他业务收入，将条件保障及批产改造经费计入专项应付款，拨款实行专户管理，对应项目专款专用。2018年，公司获得立项项目 8 个，获得科研经费 0.31 亿元。

目前公司有技术、研发人员 600 多名，其中 3 名享受国务院特殊津贴。同时，公司积极开展产学研合作，与中国科学院、中国科学技术大学、北京理工大学、南京理工大学等知名科研院所及高校开展合作。目前公司已取得发明专利 59 项。

生产

军品应用于国防军事领域，主管部门为国防科工局。鉴于行业特殊性，国防科工局对行业内企业监管采用严格的行政许可制度，主要体现在军工科研生产的准入许可及军品出口管理等方面。该公司旗下四家军工生产企业均获得《武器装备科研生产许可证》，其产品需严格按照国家军用标准进行生产，由驻厂军代表实行实时监督。

该公司根据军品订单情况及配套件进度编制年度生产大纲及月度生产计划，并每月对生产情况进行考评。因重点军工企业承担维持武器装备保有生产能力的任务，一般留有一定富裕产能，以便迅速响应军方的紧急需求。

销售

该公司军品分为内销和外贸两种销售渠道，以内销为主。内销方面，公司主要通过每年两次的全国性军品订货会（每年下半年举行次年军品订货会，上半年为当年补充订货会）进行销售。订货会上，总装企业先与军方签订合同，根据合同对品种、数量及交货时间等条款要求，再与配套企业签订军品配套件销售合同。合同签订后，军方将向总装企业支付 30%的预付款，剩余 70%待交货后 15 天左右支付，所有款项采用电汇或转账的形式支付。总装企业基本也按同样的进度及条件支付配套企业。总装产品及配套产品的价格由《军品价格管理办法》规定的审价机制确定：采购价格由制造成本、期间费用和利润三部分组成，利润根据产品的复杂程度、数量和技术含量等综合评估，目前军方一

般将公司产品的利润率定在 5%。价格审定后三年复审一次，如有特殊情况，可申请调价。

在外贸方面，目前军品出口必须通过国家授权的军贸公司进行。外贸军品价格由军贸公司和军品生产企业自行协商确定，一般情况下外贸军品价格低于内销军品价格，且军贸公司销售产品并收取货款后，再向该公司支付相关款项，账期约为 1 个月，军贸公司保留 5% 左右的货款作为质保金。

图表 7. 近三年公司军品业务销售情况（单位：万元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	71,376.65	85.84	83,256.76	85.82	90,681.68	95.52
外贸	12,461.25	14.16	13,755.11	14.18	4,256.15	4.48
合计	83,837.89	100.00	97,011.87	100.00	94,937.83	100.00

注：根据军工集团提供的数据绘制

由于军方对军工企业上下游统一定价，主要原材料、配套件和总装产品均为固定价格，产品价格统一调整，市场化采购的通用原材料为影响公司军品业务利润的主要因素。近三年，该公司军品收入先升后降，2016-2018 年分别为 8.38 亿元、9.70 亿元和 9.49 亿元，毛利率则保持在 34% 左右的较稳定水平。通常军品收入结转集中在年末。2018 年末，公司军品业务在手订单为 9.47 亿元，2019 年收入较有保障。

采购

该公司生产所需的重要原材料、零部件或危险品（如发射装药等军用品）向军方指定的配套企业采购，采购价格也由军方确定。而钢材、铜材、铝材及通用电子元器件等通用材料，则直接在市场上购买。公司采购的军品原材料金额占产品生产成本的 80% 以上。

B. 民品及房地产业务

该公司核心二级子公司均为军民结合型企业，目前主要民品分为预应力锚具、轨道交通产品、塑料制品和空调压缩机等四大类，具体包括桥梁锚具、轨道减震器、汽车铸件、塑料制品和汽车空调压缩机等多种产品。2016-2018 年民品分别实现收入 4.14 亿元、4.65 亿元和 4.78 亿元。预应力锚具为公司的核心民用产品，2018 年预应力锚具收入较上年下降 16.97%，占民品总收入的 48%。

图表 8. 公司民品收入结构（单位：万元）

产品名称	2016 年	2017 年	2018 年
预应力锚具及相关产品	23,713.23	27,674.98	22,977.78
轨道交通产品	5,745.28	5,628.39	9,732.51
汽车空调压缩机	4,010.35	4,501.61	3,643.80
塑料制品	4,240.52	5,742.03	5,837.04
其他民品业务	3,726.87	3,000.78	5,645.56

注：根据军工集团集团提供的资料整理、绘制

该公司主要生产桥梁锚具，另有部分工具锚、矿用锚具等产品。公司预应力产能不足，需要通过外协加工（主要加工锚具配件）的方式来满足旺盛的市场需求。2018年，公司增加预应力锚具外协加工量，外协加工比率达46.74%，减少自产量，同时因预应力锚具销量下降，当年锚具收入下降。

图表 9. 公司预应力锚具产销情况（单位：万孔、%）

项目	2016年	2017年	2018年
产能	788.40	788.40	788.40
产量	726.22	728.39	678
外协加工量	430.10	459.37	595
销量	1,119.72	1,217.76	1,184
产能利用率	92.11	92.39	86.00
产销率	96.83	102.53	93.01
外协加工比率	37.20	38.68	46.74

注 1：根据军工集团提供的资料整理、绘制

注 2：产能利用率=产量/产能；产销率=销量/（产量+外协加工量）；外协加工比率=外协加工量/（产量+外协加工量）

该公司预应力锚具的销售均采用公开招标模式，公司锚具在国内细分市场排名前三，客户集中度高，2018年前五大客户分别为中铁四局蒙华铁路项目经理部、中铁八局商合杭高铁工地材料厂、中铁四局集团第二工程有限公司、湖北桥盛兴业工贸有限公司和中铁十五局都匀桥梁工程有限公司，销售金额共计0.31亿元，占比为13.38%。公司产品已成功应用到京沪高铁、兰新铁路、广州南站、上海虹桥枢纽、杭州湾大桥等重点工程。销售单价方面，近三年公司桥梁用锚具单价小幅下降；矿用锚具价格有所波动，2018年较上年大幅上升，主要系矿用锚具产品品种变化所致。结算方式方面，公司以按月结算和按订单结算为主。

该公司民品主要原材料及半成品为圆钢、线材、铸件锚垫板和夹片毛配件等。重要原材料及半成品的采购均采用公开招标的形式，每月根据生产销售进度及市场价格等情况调整库存。因公司调整产品结构，集中于拓展预应力锚具市场，2018年圆钢采购量较上年增加31.12%至11,652.48吨；2018年线材采购数量有所下降，2018年为5,042.92吨，较上年减少4.24%。2018年公司民品前五大供应商分别为大冶特殊钢股份有限公司、江苏乙淮经贸有限公司、中国铁路物资安徽铁鹏水泥有限公司、安徽锦程铸造有限公司和安徽省含山县华平铸造厂，前五大供应商采购金额合计1.31亿元。

价格方面，近两年钢铁市场回暖，钢材价格快速上涨，2018年圆钢和线材采购价格分别同比增长14.83%和5.87%至4350.48元/吨和3,545.17元/吨。

图表 10. 公司预应力锚具主要原材料采购数量、价格情况

原材料	项目	2016年	2017年	2018年
圆钢	金额（万元）	2,664.30	3,367.04	5,069.39
	数量（吨）	9,712.96	8,886.93	11,652.48
	价格（元/吨）	2,743.04	3,788.75	4,350.48
线材	金额（万元）	1,070.22	1,763.47	1,787.80
	数量（吨）	4,919.18	5,266.42	5,042.92

原材料	项目	2016年	2017年	2018年
	价格(元/吨)	2,175.61	3,348.51	3,545.17

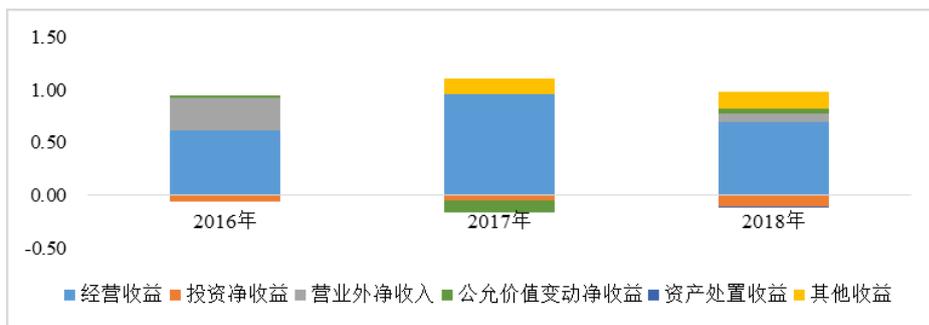
注：根据军工集团集团提供的资料整理、绘制

该公司还利用军民两用工艺技术优势和质量管理优势，经营部分机械零部件业务，包括轨道交通用品、汽车空调压缩机及塑料件等产品，2018 年收入分别为 0.97 亿元、0.36 亿元和 0.58 亿元，分别较上年增长 72.92%、-19.06% 和 1.65%。2018 年公司加大轨道交通类和工程机械类产品的市场开拓，订单增加，铸件收入增长；汽车空调压缩机收入下降，主要受国内汽车行业总销量整体下滑，行业经济不景气，考虑到货款回笼风险公司主动停止对部分客户的供货所致。公司塑料件包括汽车、家用电器塑料制品配件及基础设施塑料管材。总体来看，公司以上产品销售规模较小，竞争实力较弱，市场占有率低。

除上述业务外，该公司还经营房地产业务，目前开发项目仅为蚌埠市浣湖湾沁园住宅项目¹。该项目占地 88.76 亩，总建筑面积 28 万平方米，包含 13 栋住宅楼及商铺 540 套，位于蚌山区涂山路与永业路交汇处。项目已于 2016 年 9 月完工，实际累计投入 6.40 亿元（包括土地出让金 0.86 亿元）。项目于 2014 年 11 月开始预售，可售面积 11.40 万平方米。截至 2018 年末，住宅项目已全部销售完毕，销售均价为 5,300 元/平方米，签约销售金额为 5.47 亿元且均已回笼；商铺销售较为缓慢，其可售面积共为 2.20 万平方米，待售面积约为 1.70 万平方米，销售均价为 1.00 万元/平方米。目前，公司无其他在建及拟建房地产项目。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据军工集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来源于经营收益，近三年有小幅波动。2016-2018 年，公司分别实现营业毛利 4.49 亿元、4.69 亿元和 4.30 亿元，2018 年军品和民品业务分别贡献毛利 3.25 亿元和 0.55 亿元（2017 年分别为 3.26 亿元和 0.72 亿元）。近三年，公司综合毛利率分别为 24.71%、28.40%和 28.57%，呈逐年上升趋势。

¹ 项目由与深圳安徽实业有限公司合作成立的项目公司蚌埠长城置业有限责任公司负责开发，公司股权占比 60%，项目建成后按股权占比分成。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年	2017年	2018年
营业收入(亿元)	18.18	16.52	15.03
营业毛利(亿元)	4.49	4.69	4.30
期间费用率(%)	18.82	20.78	23.11
其中:财务费用率(%)	3.07	2.82	2.34
全年利息支出总额(亿元)	0.62	0.59	0.61
其中:资本化利息数额(亿元)	0.006	0.005	0.02

资料来源:根据军工集团所提供数据整理

该公司期间费用规模较为稳定,2016-2018年分别为3.42亿元、3.43亿元和3.47亿元;期间费用率分别为18.82%、20.78%和23.11%,对营业毛利形成一定侵蚀。公司期间费用以管理费用(含研发费用)为主,近三年管理费用占比达70%以上,2016-2018年分别为2.40亿元、2.48亿元和2.65亿元,主要由职工薪酬、研发费用及安全生产费构成。2016-2018年公司资产减值损失分别为0.19亿元、0.22亿元和0.07亿元,主要为坏账损失。

该公司营业外收入主要由政府补助及非流动资产处置利得构成,2016-2018年分别为0.68亿元、0.04亿元和0.17亿元;同期,计入其他收益的政府补助为0、0.15亿元和0.16亿元。近三年公司投资净收益为负,但金额较小,对利润不构成重要影响。2016-2018年,公司净利润分别为0.70亿元、0.80亿元和0.73亿元。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析(单位:亿元)

影响公司盈利的其他关键因素	2016年	2017年	2018年
投资净收益	-0.06	-0.05	-0.11
营业外净收入	0.31	-0.0005	0.08
公允价值变动净收益	0.02	-0.12	0.04
其他收益	-	0.15	0.16

资料来源:根据军工集团所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

截至2018年末,该公司主要在建项目为红星机电新火工区、公共交通安全军民融合产业园项目及便携式单兵火箭系列产品生产能力建设项目,上述项目概算投资额合计7.29亿元,截至2018年末累计已投资1.33亿元,公司计划在2019-2021年分别投资1.65亿元、1.09亿元和0.07亿元。

图表 14. 公司主要在建工程项目(单位:亿元)

项目名称	开工时间	完工时间	预计总投资	累计已投资	计划投资额		
					2019年	2020年	2021年
红星机电新火工区	2016.7	2020.12	3.80	0.85	1.13	0.36	-
公共交通安全军民融合产业园项目	2016.3	2019.3	2.20	0.24	0.18	0.10	-
便携式单兵火箭系列产品生产能力建设项目	-	-	1.29	0.24	0.34	0.63	0.07

项目名称	开工时间	完工时间	预计总投资	累计已投资	计划投资额		
					2019年	2020年	2021年
合计	-	-	7.29	1.33	1.65	1.09	0.07

资料来源：根据军工集团所提供数据整理（截至 2018 年末）

管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为安徽省国资委，组织架构、高管人员及内控制度未发生重大变化，可保障公司经营决策的有效贯彻和业务的顺利开展。

该公司为国有独资企业，不设股东会，实际控制人为安徽省国资委。公司根据《公司法》设立了董事会、监事会以及在董事会领导下的经营管理团队。跟踪期内，公司组织架构、高管人员及内控制度无重大变化。

关联交易方面，根据审计报告披露显示，该公司与关联方的往来金额很小，2018 年公司应收安徽雷鸣红星化工有限责任公司 0.33 亿元，对整体财务状况、经营成果影响小。

该公司的生产经营包含对各种火工品的生产、填装和运输，火工品装有火药或炸药，具有较高的危险性。为此，公司按照《中华人民共和国安全生产法》、《废火药、炸药、弹药、引信及火工品处理、销毁与贮运安全技术要求》（GJB5120-2002）、《兵器工业生产现场管理要求》（WJ2569-2002）等相关规定，制定了一系列的安全生产管理制度并严格执行。跟踪期内，公司无重大安全事故发生。

根据该公司 2019 年 5 月 30 日提供的公司本部及神剑科技、红星机电、东风机电和方圆机电的《企业信用报告》，跟踪期内上述公司不存在信贷违约情况。根据国家企业信用信息公示系统查询，神剑科技因未规范处置危险废物于 2018 年 2 月收到合肥市环保局经济技术开发区根据行政处罚决定书。此外，跟踪期内公司及核心子公司均无欠贷欠息、债券还本付息、诉讼、工商、质量和安全等方面的重大不良行为记录。

财务

该公司债务控制情况良好，2018 年刚性债务持续压缩；控股子公司长城军工完成 A 股上市，公司资本实力有所提升，财务杠杆得以优化。公司存货多有订单支撑，周转变现较有保障；货币资金较为充足，资产流动性好。总体来看，公司偿债压力较轻。

1. 数据与调整

北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2017 年财务报表进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行财政部 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）。

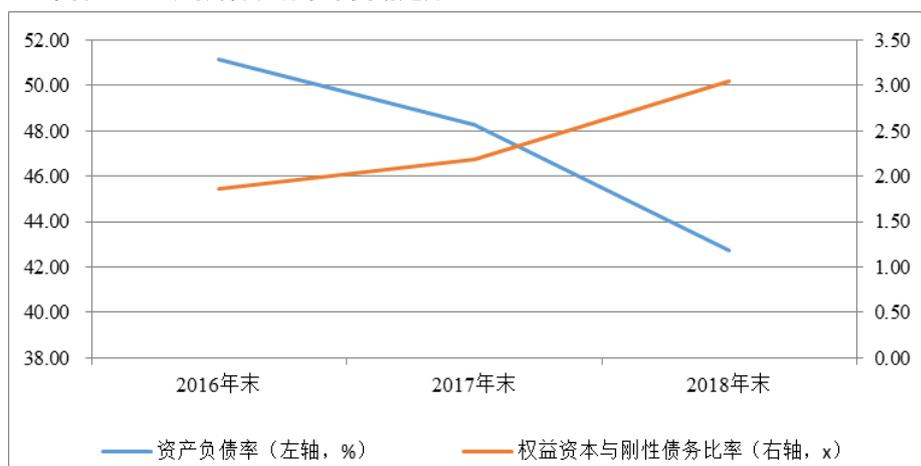
2018 年，该公司合并范围未发生变化，截至 2018 年末，公司合并范围内共有 20 家子公司。

为保证数据可比性，本评级报告中其他应收款不含应收利息和应收股利，其他应付款不含应付利息，长期应付款不含专项应付款，管理费用含研发费用。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



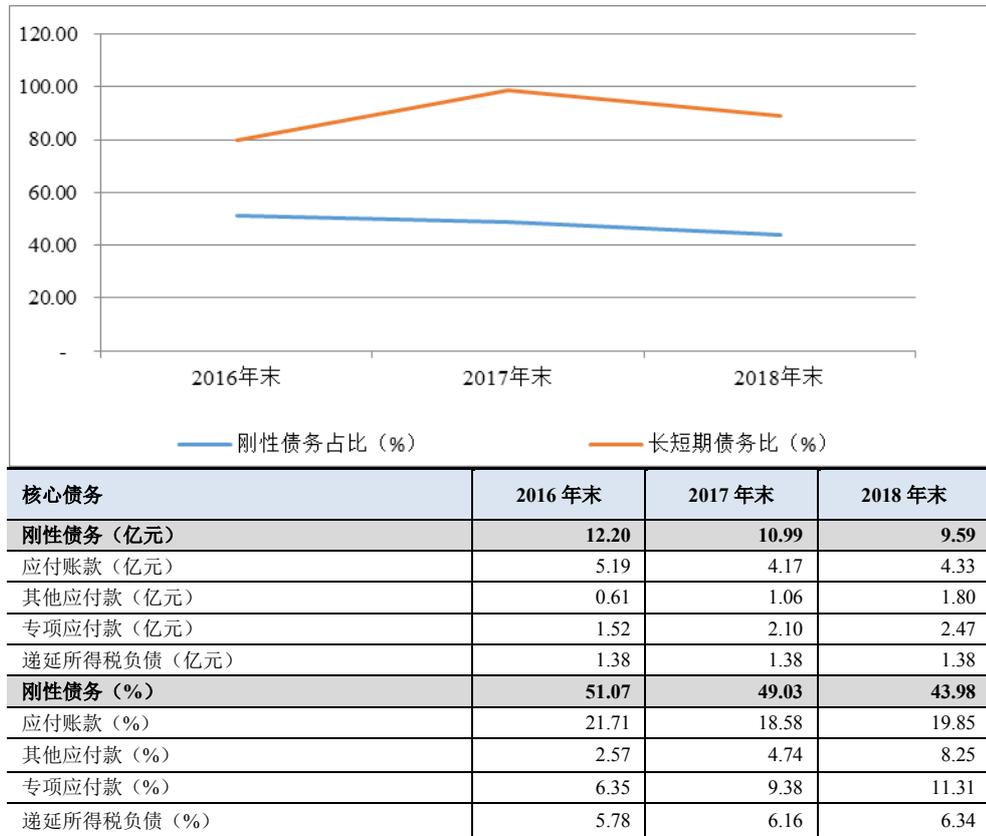
资料来源：根据军工集团所提供数据绘制。

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 23.89 亿元、22.42 亿元和 21.80 亿元，逐年递减。同期末，公司所有者权益分别为 22.79 亿元、24.01 亿元和 29.22 亿元，稳步增长主要得益于稳定的经营积累及长城军工完成 IPO。具体来看，2018 年公司实收资本保持不变，资本公积较上年减少 0.61 亿元主要系子公司长城军工 IPO，公司对长城军工的持股比例由 74.04% 下降至 58.80%，导致公司按照持股比例计算享有的长城军工净资产减少；未分配利润金额较大，2018 年末为 10.03 亿元，占净资产比重为 34.34%；少数股东权益同比增长 136.53% 至 9.85 亿元。

2016-2018 年末，该公司资产负债率分别为 51.17%、48.29% 和 42.72%，逐年递减；权益资本与刚性债务比分别为 1.86、2.18 和 3.05，呈递增状态。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据军工集团所提供数据绘制。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款、专项应付款和递延所得税负债构成。除刚性债务外，2016-2018 年末，公司应付账款分别为 5.19 亿元、4.17 亿元和 4.33 亿元，主要为应付货款及工程设备款等，账龄在 1 年以内的应付账款占比为 76.38%。同期末，公司其他应付款分别为 0.61 亿元、1.06 亿元和 1.80 亿元，主要系单位往来款及收到的拆迁费用；2018 年末其他应付款较上年增加 69.37%，主要系公司收到火工区拆迁补偿款。专项应付款主要为安全及技术改造和红星机电火工区拆迁补偿款等中央预算内投资项目拨付，2018 年末为 2.47 亿元。递延所得税负债主要来源于计税基础与资产账面价值暂时性差异，近三年末均为 1.38 亿元。此外，2018 年末公司递延收益为 1.07 亿元，主要系东风机电新机区新建资产项目补偿款。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	6.58	5.22	4.89
其中：短期借款	4.90	3.74	3.75
一年内到期的非流动负债	-	0.02	0.02
应付票据	1.58	1.36	0.96
应付利息	0.10	0.10	0.17

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
中长期刚性债务合计	5.62	5.77	4.69
其中：长期借款	0.62	0.77	0.71
应付债券	5.00	5.00	3.98
综合融资成本（年化，%）	5.25	5.11	5.94

资料来源：根据军工集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 12.20 亿元、10.99 亿元和 9.59 亿元，呈逐年下降态势。从构成看，2018 年末公司刚性债务由 4.48 亿元银行借款、0.96 亿元应付票据、3.98 亿元应付债券及 0.17 亿元应付利息构成。公司银行借款以短期借款为主，借款方式均为保证借款，年利率在 4.35% 左右，主要采取长城军工为旗下子公司担保形式融资。从承债主体来看，公司银行借款集中于旗下四家军品生产企业及锚具生产企业。本部刚性债务主要为 3.98 亿元的 18 军工债及 0.32 亿元银行借款。从借款利率来看，公司借款利率集中于 4%-5%，2018 年公司融资成本上升主要是系公司在 11 军工债存续期内发行 4 亿元的 18 军工债，两期债券并存近 6 个月，公司阶段性融资总量增长所致。

图表 18. 公司银行借款及应付债券综合融资成本与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1-2 年（不含 2 年）	2-3 年（不含 3 年）	3-5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.02	0.02	0.02	0.02	0.24
4%-5%（不含 5%）	3.75	-	-	-	0.41
5%-6%（不含 6%）	-	-	-	4.00	-
合计	3.77	0.02	0.02	4.02	0.65

资料来源：军工集团（截至 2018 年末）

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	304.11	328.95	380.55
营业收入现金率（%）	88.44	84.85	80.61
业务现金收支净额（亿元）	3.98	1.28	-0.49
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.21	-0.45	0.02
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.76	0.82	-0.47
EBITDA（亿元）	2.22	2.32	2.30
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.20	0.22
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.61	3.92	3.76

资料来源：根据军工集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 304.11 天、328.95 天和 380.55 天，

逐年递增，主要系营收逐年下降而应收账款上升，应收账款周转速度下降所致。

该公司军品销售款的回笼较有保障，而民品销售款的账期相对较长，且将部分收到的应收票据直接背书支付供货商，导致近三年营业收入现金率均低于 100%且有所下降，2016-2018 年分别为 88.44%、84.85%和 80.61%。同期公司经营性现金净流量为 2.76 亿元、0.82 亿元-0.47 亿元，受公司营业收入减少和军品结算流程调整，产品结算周期延长的影响，2018 年公司经营性现金流呈净流出状态。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 2.22 亿元、2.32 亿元和 2.30 亿元。以利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧为主。2016-2018 年，公司 EBITDA/刚性债务分别为 0.19、0.20 和 0.22；EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 3.61、3.92 和 3.76，公司 EBITDA 可对利息支出形成有效覆盖。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-	-1.80	-0.05
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.81	-0.96	-1.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.19	1.24	0.50
投资环节产生的现金流量净额	0.38	-1.52	-0.75

资料来源：根据军工集团所提供数据整理。

该公司在在建项目上保持一定规模的资金投入。2016-2018 年，公司资本性现金支出分别为 0.97 亿元、0.96 亿元和 1.21 亿元。2016-2018 年，公司分别收到其他与投资活动有关的现金 1.19 亿元、1.24 亿元和 0.50 亿元，2018 年收到其他与投资活动有关的现金较上年大幅减少，主要是 2017 年公司收到火工区拆迁补偿款 1.60 亿元而 2018 年不再持续获得。2018 年，公司投资支付现金净流出 0.05 亿元。近三年，公司投资性现金净流量分别为 0.38 亿元、-1.52 亿元和-0.75 亿元。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标（亿元）	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	0.17	-0.09	4.57
债务类净融资额	-0.24	-1.67	-1.63
其中：现金利息支出	0.65	0.68	0.59
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.002	-	-0.11
筹资环节产生的现金流量净额	-0.07	-1.75	2.83

资料来源：根据军工集团所提供数据整理。

该公司主要通过债务方式进行融资，近三年刚性债务规模逐渐收缩，债

务类融资呈净流出状态。2018 年长城军工完成 IPO，当年权益类融资大幅增加，可弥补非筹资环节的资金缺口。2016-2018 年，公司筹资性现金流净额分别为-0.07 亿元、-1.75 亿元和 2.83 亿元。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	22.56	22.21	26.49
	48.32	47.84	51.93
其中：货币资金（亿元）	7.67	5.55	7.67
应收账款（亿元）	6.06	6.53	7.68
存货（亿元）	6.51	5.79	6.45
其他流动资产（亿元）	0.01	1.82	1.91
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	24.12	24.21	24.52
	51.68	52.16	48.07
其中：投资性房地产（亿元）	9.66	9.52	9.54
固定资产（亿元）	9.95	10.21	10.07
在建工程（亿元）	1.56	1.16	1.71
无形资产（亿元）	2.27	2.60	2.57
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.10	0.65	0.89
受限资产账面余额/总资产（%）	2.36	1.40	1.74

资料来源：根据军工集团所提供数据整理

2018 年末，该公司资产总额为 51.02 亿元，较上年末增长 9.89%；其中流动资产占比为 51.93%。公司流动资产与非流动资产规模大体相当。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2018 年末，公司货币资金同比增加 38.14%至 7.67 亿元，主要系长城军工首次发行股票获得募集资金所致，货币资金中受限金额为 0.85 亿元；应收账款为 7.68 亿元，较上年末增长 17.75%，账龄集中在两年及以下为主，其中天长市釜山自来水厂工程建设项目因产品质量问题，全额计提坏账准备 286 万元；存货为 6.45 亿元，较年初增长 11.51%，以原材料、自制半成品及在产品 and 产成品为主；其他流动资产为 1.91 亿元，其中银行理财产品 1.85 亿元。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建资产和无形资产构成。公司投资性房地产主要为 2 宗工业用地及 2 宗仓储用地的土地使用权²，均以公允价值进行计量，根据安徽中联合国信资产评估有限责任公司出具的中联合国信地评字[2019]第 001 号土地估价报告确认投资性房地产期末公允价值，4 宗合计约 12.99 万平方米的土地账面价值为 9.12 亿元。该 4 宗土地均未用于抵押，根据评估报告，近三年账面价值变动较小。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，2018 年末为 10.07 亿元，其中 2.60 亿元房屋

² 土地评估报告根据合肥市人民政府专题会议纪要（第 116 号）等文件精神，对 4 宗土地的土地用途重新定义，视为经营性用地（商业、住宅）或绿化用地。2018 年公司根据第三方资产评估公司土地估价报告确认期末公允价值变动。

建筑物尚未办理房产证。2018 年末公司在建工程为 1.71 亿元，较上年末增长 46.98%，主要系红星机电新火工区及公共交通安全军民融合产业园项目建设投入增加所致。公司无形资产以土地使用权为主，2018 年末为 2.57 亿元。

受限资产方面，根据审计报告披露显示，2018 年末该公司受限货币资金为 0.85 亿元，占该科目的 11.08%，主要为银行承兑汇票保证金。同期末，公司还有 413.14 万元用于质押的银行承兑汇票。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率	169.96	196.75	229.83
速动比率	111.69	136.80	165.95
现金比率	60.36	53.66	70.16

资料来源：根据军工集团所提供数据整理。

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 229.83%和 165.95%，流动资产对短期债务的覆盖处于较高水平。因公司新发债券及子公司上市募集资金，公司现金类资产较充裕，2018 年末现金比率为 70.16%，较上年末提高 16.50 个百分点。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司无对外担保事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司各业务生产经营主要由下属子公司负责，公司本部主要职能为投资管理。公司本部对重要子公司实现绝对控股，管控能力较强。2018 年末，本部总资产为 19.22 亿元，总负债为 8.16 亿元，所有者权益为 11.07 亿元。2018 年末，本部货币资金较少，仅为 0.36 亿元。2018 年，本部实现营业收入 403.41 万元，净亏损为 1,166.12 万元；经营性现金流量净额为 4,748.12 万元。从承债主体来看，公司发债主体为本部，银行借款则主要集中在子东风机电，公司债务偿付资金主要依赖于子公司经营回流及融资滚动。

外部支持因素

1. 政府支持

军工为国家战略性产业，能得到国家持续的资金投入和政策支持。该公司在军品研发生产过程中，能获得科研经费、条件保障经费及批产改造经费等资金拨付。2018 年，公司获得立项项目 8 个，其他业务收入中的科研经费

收入 0.31 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

近年来该公司与各大银行保持良好的合作关系，2018 年末获得银行综合授信额度 35.40 亿元，较上年末增加 15.40 亿元，其中 30.52 亿元未使用。

图表 24. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	35.40	4.88	4.13%-4.35%	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.30	0.30		-
工农中建交五大商业银行（亿元）	15.10	2.60	4.13%-4.35%	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	43.50	59.44	-	-

资料来源：根据军工集团所提供数据整理（截至 2018 年末）

跟踪评级结论

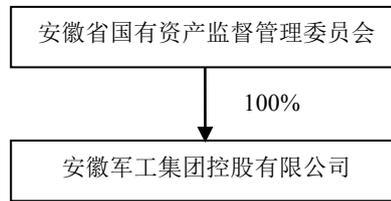
该公司为我国大型地方军工企业，主业突出。跟踪期内，子公司长城军工完成 IPO，公司资本实力得以提升。公司部分军品在细分市场具有较强的竞争优势，盈利能力较好，且能得到科研经费拨付等支持。公司多数民品规模小，面临较大的经营压力，同时受钢价上涨影响，近三年盈利能力持续下降。2018 年，由于军品收入略有下降及房地产业务进入销售结转尾期，公司营收同比下降。公司盈利主要依赖于经营利润，期间费用较高，对盈利形成一定侵蚀。

该公司债务控制情况良好，跟踪期内刚性债务持续压缩；控股子公司长城军工完成 A 股上市，公司资本实力有所提升，财务杠杆得以优化。公司存货多有订单支撑，周转变现较有保障；货币资金较为充足，资产流动性好。总体来看，公司偿债压力可控。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司军品和民品业务订单承接情况；（2）民品业务盈利能力、资金周转情况；（3）资本性支出压力；（4）安全生产事故事前预防措施及执行效果，突发事件的应急处理能力。

附录一：

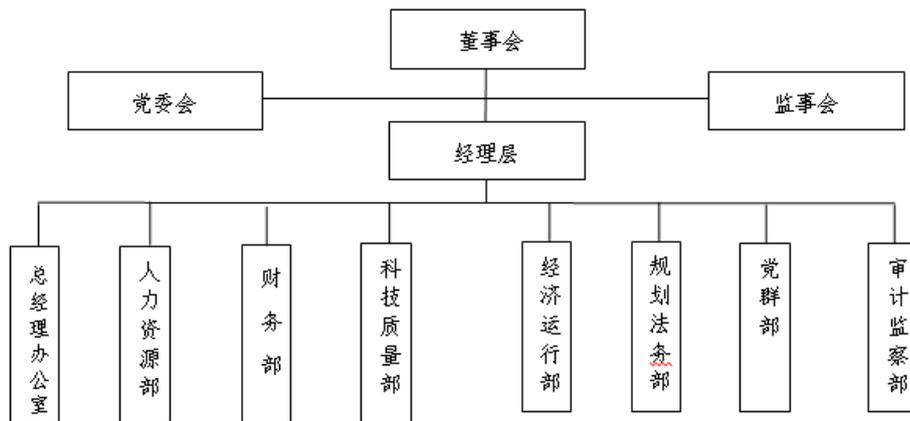
公司与实际控制人关系图



注：根据军工集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据军工集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例(%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量(亿元)	
安徽军工集团控股有限公司(本部)	军工集团	母公司	本级	股权管理	4.00	11.06	0.04	-0.12	0.47	本部
安徽长城军工股份有限公司	长城军工	重要子公司	58.89	军品及民品业务	0.00	11.38	0.01	0.27	-0.09	本部
安徽神剑科技股份有限公司	神剑科技	重要子公司	96.80	军品及民品的研 制、生产销售	0.90	5.20	5.00	0.30	0.30	本部
安徽方圆机电股份有限公司	方圆机电	重要子公司	97.50	军品及民品的研 制、生产销售	-	3.80	3.40	0.40	-0.40	本部
安徽东风机电科技股份有限公司	东风机电	重要子公司	99.00	军品及民品的研 制、生产销售	2.50	5.30	2.70	0.20	-0.40	本部
安徽红星机电科技股份有限公司	红星机电	重要子公司	99.00	军品及民品的研 制、生产销售	0.50	3.70	1.70	0.20	0.10	本部
安徽金星预应力工程技术有限公司	预应力工程 技术	重要子公司	100.00	军品及民品的研 制、生产销售	1.30	1.50	2.50	-	-0.30	本部
安徽长城置业发展有限公司	长城置业	重要子公司	100.00	锚具生产	-	1.52	0.16	-	-0.14	本部

注：根据军工集团 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	46.68	46.42	51.02
货币资金 [亿元]	7.67	5.55	7.67
刚性债务[亿元]	12.20	10.99	9.59
所有者权益 [亿元]	22.79	24.01	29.22
营业收入[亿元]	18.18	16.52	15.03
净利润 [亿元]	0.70	0.80	0.73
EBITDA[亿元]	2.22	2.32	2.30
经营性现金净流入量[亿元]	2.76	0.82	-0.47
投资性现金净流入量[亿元]	0.38	-1.52	-0.75
资产负债率[%]	51.17	48.29	42.72
权益资本与刚性债务比率[%]	186.85	218.39	304.82
流动比率[%]	169.96	196.75	229.83
现金比率[%]	60.36	53.66	70.16
利息保障倍数[倍]	2.43	2.57	2.38
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	304.11	328.95	380.55
毛利率[%]	24.71	28.40	28.57
营业利润率[%]	3.17	5.69	5.25
总资产报酬率[%]	3.31	3.27	2.99
净资产收益率[%]	3.16	3.40	2.76
净资产收益率*[%]	3.04	2.41	1.63
营业收入现金率[%]	88.44	84.85	80.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.13	6.70	-4.14
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	13.63	-3.00	-5.54
EBITDA/利息支出[倍]	3.61	3.92	3.76
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.20	0.22

注：表中数据依据军工集团经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2016 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。