

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(2020) 100584】

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/2020 年 6 月 28 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 25 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	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.66	0.36	0.16
刚性债务	5.59	4.70	4.32
所有者权益	11.28	11.07	10.87
经营性现金净流入量	0.10	0.47	-0.51
合并口径数据及指标:			
总资产	46.42	51.02	51.61
总负债	22.42	21.80	21.39
刚性债务	10.99	9.59	9.77
所有者权益	24.01	29.22	30.22
营业收入	16.52	15.03	15.88
净利润	0.80	0.73	0.82
经营性现金净流入量	0.82	-0.47	3.52
EBITDA	2.32	2.29	2.30
资产负债率[%]	48.29	42.72	41.44
权益资本与刚性债务比率[%]	218.39	304.82	309.40
流动比率[%]	196.75	229.83	227.27
现金比率[%]	53.66	70.16	83.73
利息保障倍数[倍]	2.57	2.39	3.22
净资产收益率[%]	3.40	2.76	2.77
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.70	-4.14	30.73
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.00	-5.54	10.74
EBITDA/利息支出[倍]	3.92	3.77	5.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.22	0.24

注:根据安徽军工经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@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(简称安徽军工、发行人、该公司或公司)及其发行的 2018 年公开发行公司债券的跟踪评级反映了 2019 年以来安徽军工在政策支持、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:

- **一定的政策支持。**作为地方军工中的龙头企业,跟踪期内安徽军工能持续获得政府一定的资金投入及政策支持。
- **主导军工产品具有较突出的市场地位。**安徽军工的部分军品在细分市场具有较强的竞争优势,跟踪期内该业务经营情况良好,使得整体收入和利润维持在较好水平。
- **财务质量持续改善。**继长城军工上市后,跟踪期内安徽军工经营环节现金流状况改善明显,债务规模有所压减,资产负债率进一步下降至很低的水平;公司直接及间接融资渠道较通畅,且货币资金储备充裕,资产流动性保持良好,财务状况持续有所改善。

主要风险:

- **民品业务竞争力仍弱。**安徽军工民品业务主要为配套于相关领域总承包商的锚具等产品,经营规模尚小且回款压力较大。
- **原材料价格波动风险。**安徽军工的预应力锚具产品经营业绩易受钢材价格波动影响。
- **安全生产风险。**安徽军工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

通过对安徽军工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“安徽军工”、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，本评级机构根据安徽军工提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对安徽军工的财务状况、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 2020 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：安徽军工

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济

增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高

速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

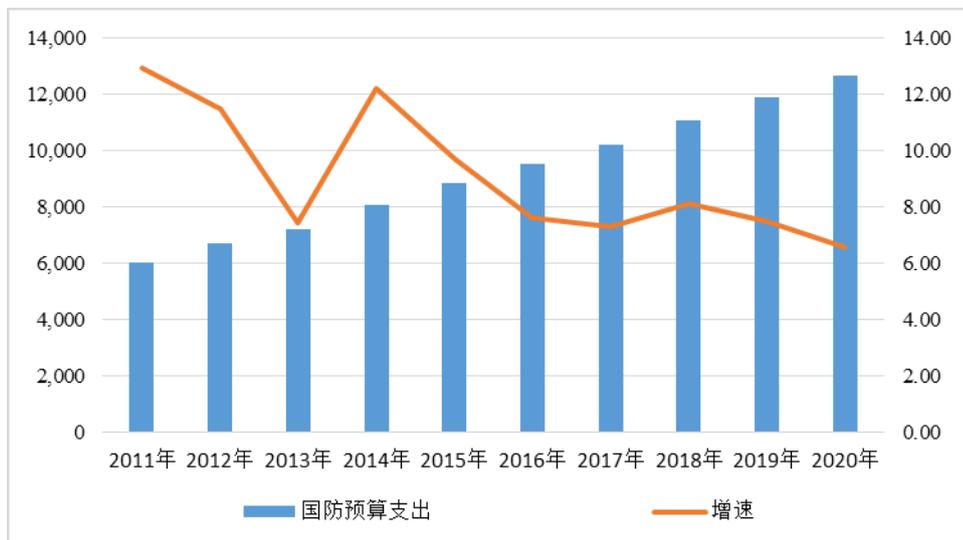
(2) 行业因素

A. 军工行业

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，在国防科技进展、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元。根据财政部每年公布的中央和地方预算执行情况，2017-2019 年我国国防支出分别为 10,226.35 亿元、11,069.70 亿元和 11,899 亿元（预算），增速分别为 7.15%、8.25%和 7.49%。2020 年，我国国防支出预算为 12,680 亿元，较上年增长 6.6%。我国强军建设步伐仍在持续，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，2017 年为 5.3%。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. 2019 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	占全球总额比重
1	美国	7,320	3.4	38.0
2	中国	2,610	1.9	14.0
3	印度	711	2.4	3.7
4	俄罗斯	651	3.9	3.4
5	沙特阿拉伯	619	8.0	3.2

资料来源：瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）

军贸方面，2020 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 2015 年至 2019 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 2015-2019 年期间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，在全球武器出口总份额中占 21%，但出口较 2010-2014 年下降了 18%，主要系受印度对俄罗斯武器装备的需求锐减的影响；第三与第四大武器供应国分别为法国和德国，分别较前 5 年增长 72%和 17%，占比分别为 7.9%和 5.8%，中国自从 2016 年从第三大供应商跌落至第五大供应商后排名未变，2015-2019 年增长率为 6.3%，2019 年仅占全球武器出口总份额的 5.5%。在武器进口方面，沙特阿拉伯仍然是全球最活跃的武器买家，2015-2019 年沙特的武器进口暴涨 130%，占同期全球武器进口的 12%；印度作为第二大武器进口国，过去 5 年占全球武器进口的 9.2%，较 2010-2014 年下降 32%；埃及和澳大利亚作为第三与第四大武器进口国，分别较前五年增长 212%和 40%，各占 5.8%和 4.9%；中国作为第五大武器进口国，2015-2019 年复合增长率为 3.3%，占全球武器进口的 4.3%，主要是从俄罗斯（76%）、法国（8.8%）和乌克兰（6.9%）进口。

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。

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较大竞争优势。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。公司是迫击炮弹、光电对抗类弹药、中小口径火箭武器、机械引信、子弹药和火工品的重要制造商之一，公司下属四家军品子公司均属重点军工企业，并在其对应领域占据重要地位。

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。但我国锚具生产企业数量多，近两年受钢材价格快速上涨影响而经营承压。

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，且尚未出现跨应用市场的大型生产厂家。

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，钢价高位波动。2019 年钢价继续高位波动，以螺纹钢市场均价为例，2019 年初螺纹钢市场价为 3,940 元/吨，全年螺纹钢价格在 3,742 元/吨到 4,260 元/吨区间内波动，2019 年末价格收至 3,831 元/吨，全年均价为 4,006.28 元/吨，较上年同比下降 5.63%。2020 年以来受疫情影响，螺纹钢价格小幅波动下降，2020 年 3 月末螺纹钢价格为 3,611 元/吨。预应力锚具制造商普遍规模较小、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

该公司主业突出，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。但公司多数民品规模小，经营压力较大，同时受钢价波动影响，盈利能力不稳定。2019 年受益于军品收入略升及民品产品结构调整，公司营收同比小幅上升。公司盈利主要来自经营收益，较高的期间费用对盈利形成一定侵蚀。

该公司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、民品为辅的经营格局。公司另有房地产业务即泇湖湾沁园住宅开发项目，但规模不大且已基本完成。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 1.08 亿元、0.15 亿元和 0.09 亿元；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，2017-2019 年分别为 0.51 亿元、0.60 亿元和 0.57 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，公司整体资本实力得到提升。截至 2019 年末，公司持有长城军工 4.27 亿股，持股比例为 58.89%，均未被质押。

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：安徽军工

（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，2017-2019 年核心业务收入分别为 14.36 亿元、14.28 亿元和 15.21 亿元，近年来较为稳定。随着房地产业务结转收入的下降，核心业务收入占营业收入比重逐年上升。具体来看，2019 年公司军品和民品收入分别为 10.14 亿元和 5.07 亿元，在核心业务收入中占比分别为 66.69%和 33.31%。毛利率方面，军品业务盈利能力较好，近三年保持在 33%左右，其中 2019 年军品毛利率为 32.52%，较上年微降 1.70 个百分点，主要系产品结构变化所致。2019 年公司对锚具产品结构进行了调整，并加大了市场开发力度，加之圆钢等主要原材料采购成本不同程度降低，使民品毛利率同比上升 3.78 个百分点至 15.19%。

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入合计	16.52	15.03	15.88
其中：核心业务营业收入	14.36	14.28	15.21
在营业收入中所占比重（%）	86.92	94.97	95.79
其中：（1）军用	9.70	9.49	10.14
在核心业务收入中所占比重（%）	67.58	66.49	66.69
（2）民用	4.65	4.78	5.07
在核心业务收入中所占比重（%）	32.42	33.51	33.31
毛利率（%）	28.40	28.57	27.90
其中：（1）军用	33.64	34.22	32.52
（2）民用	15.51	11.41	15.19

资料来源：安徽军工

A. 军品业务

该公司核心业务集中于控股子公司长城军工，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”）。2019年，东风机电收入较上年下降较多，主要系部分产品结构变化所致。

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		
			2017年	2018年	2019年
神剑科技	总装企业	迫击炮弹	4.18	3.65	4.23
		光电对抗系列产品			
方圆机电	总装企业	单兵火箭	3.53	3.27	3.74
东风机电	配套企业	引信	1.19	1.52	0.94
		子弹药			
红星机电	配套企业	火工品	0.81	1.05	1.14

注：根据安徽军工提供的数据绘制

主要产品方面，该公司迫击炮弹的核心技术优势较明显，处于国内领先地位；公司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先进；公司的机械引信、子弹药的核心技术也处于国内领先地位。公司是我国国内品种较全的火工品生产企业，掌握火工品的核心技术，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。2019年10月，公司成立长城军工研究院，组织开展重点武器系统项目的竞标、研发和项目管理等工作。2017-2019年，公司研发投入分别为0.82亿元、0.85亿元和0.99亿元，分别占当年营业收入的4%-7%。

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。2019年，公司获得立项项目28个，获得科研经费0.15亿元。目前公司有技术、研发人员800多名，其中3名享受国务院特殊津贴，安徽省政府特殊津贴3人。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69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

该公司军品销售采取直销模式，销售渠道分为内销和外贸两种，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，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，国家对军品外贸出口实施严格的许可制度，目前军品出口必须通过国家授权的境内军贸公司进行。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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	83,256.76	85.82	90,681.68	95.52	97,749.50	96.35
外贸	13,755.11	14.18	4,256.15	4.48	3,699.32	3.65
合计	97,011.87	100.00	94,937.83	100.00	101,448.82	100.00

注：根据安徽军工提供的数据绘制

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，该公司军品收入先降后升，2017-2019 年分别为 9.70 亿元、9.49 亿元和 10.14 亿元，毛利率则保持在 33% 左右的较稳定水平。2019 年末，公司军品业务在手订单为 6.70 亿元，2020 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）必须在《合格供方名录》中选择供应商，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 60%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，2019 年公司重点发展预应力锚具、轨道交通产品、新能源汽车零部件系列产品，在增大市场份额的同时，提升公司在高端应用领域的市场份额和品牌影响力。2017-2019 年民品分别实现收入 4.65 亿元、4.78 亿元和 5.07 亿元。预应力锚具为公司的核心民用产品，2019 年预应力锚具收入较上年增长 33.40%，占民品总收入的 60.49%。

图表 8. 公司民品收入结构（单位：万元）

产品名称	2017 年	2018 年	2019 年
预应力锚具及相关产品	27,674.98	22,977.78	30,653.22
轨道交通产品	5,628.39	9,732.51	8,531.00
汽车空调压缩机	4,501.61	3,643.80	2,519.78
塑料制品	5,742.03	5,837.04	3,231.79
其他民品业务	3,000.78	5,645.56	5,743.01

注：根据安徽军工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。2019 年公司增加预应力锚具外协加工量，外协加工比率达 59.96%，虽然自产量有所减少，但公司整体预应力锚具销量上升使公司预应力锚具及相关产品收入较上年增长 33.40%。

图表 9. 公司预应力锚具产销情况（单位：万孔、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产能	788.4	788.4	788.4
产量	728.39	678	621
外协加工量	459.37	595	930
销量	1,217.76	1,184.00	1,572.00
产能利用率	92.39	102.99	78.77
产销率	102.53	93.01	101.35
外协加工比率	38.68	46.74	59.96

注 1：根据安徽军工提供的资料整理、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投标模式，其锚具在国内细分市场排名前三，2019 年前五大客户分别为中建八局台辉高速项目经理部、淮南矿业（集团）有限责任公司、中铁四局盐通铁路工程项目工地材料厂、中交二航局盐通铁路指挥部和中铁北京工程局集团物资工贸有限公司（连徐铁路），销售金额共计 0.43 亿元，占比为 14.17%。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，近三年来公司桥梁用锚具单价有小幅波动，其中 2019 年同比小幅上升；矿用锚具价格变动则较大，其中 2018 年同比大幅上升主要系矿用锚具产品品种变化所致，2019 年价格小幅回落。

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。2018 年因调整产品结构，集中拓展预应力锚具市场，圆钢采购量较上年增长 31.12%；线材采购量较上年减少 4.24%；2019 年圆钢和线材采购量较上年分别增长 10.66%和 43.22%，但受圆钢和线材采购均价下降影响，圆钢采购金额与上年基本持平，线材采购金额则较上年上升 38.74%至 2,480.48 万元。

2019 年，该公司民品前五大供应商分别为江苏亿淮经贸有限公司、大冶特殊钢股份有限公司、安徽省含山县华平铸造厂、武安市裕华钢铁有限公司和安徽锦程铸造有限公司，前五大供应商采购金额合计 1.21 亿元，占民品原材料采购金额的 55%。

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	2017 年	2018 年	2019 年
圆钢	金额（万元）	3,367.04	5,069.39	5,068.08
	数量（吨）	8,886.93	11,652.48	12,894.37
	价格（元/吨）	3,788.75	4,350.48	3,930.45
线材	金额（万元）	1,763.47	1,787.80	2,480.48
	数量（吨）	5,266.42	5,042.92	7,222.25
	价格（元/吨）	3,348.51	3,545.17	3,434.49

注：根据安徽军工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，2019 年收入分别为 0.85 亿元、0.25 亿元和 0.32 亿元。2019 年因市场竞争激烈及需求不足等因素影响，轨道交通用品、汽车空调压缩机及塑料件营业收入较上年均有不同程度下降，其中受国内汽车行业总销量整体下滑影响，公司考虑到货款回笼风险并主动停止对部分客户的供货，导致空调压缩机收入较上年下降 30.85%；因环保旱厕项目订单减少，塑料件产品收入较上年下降 44.63%。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，该公司其他业务主要包括房地产业务、材料销售和物流服

务等。在房地产业务中，公司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，截至 2019 年末其可售面积共为 2.24 万平方米，待售面积约为 1.40 万平方米，销售均价为 1.01 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：根据安徽军工所提供数据绘制。

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营业毛利，近三年有小幅波动。2017-2019 年公司分别实现营业毛利 4.69 亿元、4.30 亿元和 4.43 亿元，2019 年军品和民品业务分别贡献毛利 3.30 亿元和 0.77 亿元（2018 年分别为 3.25 亿元和 0.55 亿元）。近三年，公司综合毛利率分别为 28.40%、28.57%和 27.90%，变化不大。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入（亿元）	16.52	15.03	15.88
毛利（亿元）	4.69	4.30	4.43
期间费用率（%）	20.78	23.11	23.86
其中：财务费用率（%）	2.82	2.34	1.36
全年利息支出总额（亿元）	0.59	0.61	0.41
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.02	0.03

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理

该公司期间费用规模较大，2017-2019 分别为 3.43 亿元、3.47 亿元和 3.79 亿元；期间费用率分别为 20.78%、23.11%和 23.86%。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，2017-2019 年分别为 2.48 亿元、2.65 亿元和 3.06 亿元，主要由职工薪酬、研发费用及安全生产

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。

费构成。2017-2019 年公司资产减值损失分别为 0.22 亿元、0.07 亿元和 0.08 亿元，主要为计提的坏账准备。2017-2019 年公司经营收益分别为 0.96 亿元、0.70 亿元和 0.50 亿元，期间费用对利润的侵蚀严重。

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，2017-2019 年营业外净收入分别为-47.23 万元、783.49 万元和 349.66 万元。同期，计入其他收益的政府补助为 1,512.76 万元 1,556.08 万元和 3,949.93 万元。2017-2019 年公司投资净收益分别为-479.26 万元、-1,050.59 万元和 402.65 万元，金额较小，对利润不构成重要影响。2017-2019 年，公司净利润分别为 0.80 亿元、0.73 亿元和 0.82 亿元。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年	2018 年	2019 年
投资净收益	-479.26	-1,050.59	402.65
营业外净收入	-47.23	783.49	349.66
公允价值变动损益	-1,184.00	434.25	-354.70
其他收益	1,512.76	1,556.08	3,949.93

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理

（3）运营规划/经营战略

截至 2019 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 7.28 亿元，截至 2019 年末累计已投资 2.66 亿元。公司 2020 年在建工程计划投资金额为 0.63 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	计划总投资	累计已投资	2020 年项目计划投资额
红星机电新火工区	2016.7	2020.12	3.80	1.73	0.24
公共交通安全军民融合产业园项目	2016.3	2019.3	2.20	0.61	0.06
追击炮弹及光电对抗弹药系列产品生产能力建设项目	-	-	1.28	0.32	0.33
合计	-	-	7.28	2.66	0.63

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理（截至 2019 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 2019 年关联方担保金额合计为 6.54 亿元。关联方资金拆借主要体现为资金拆入，2019 年关联方资金拆入合计 0.65 亿元。

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 2020 年 6 月 11 日提供的公司本部及 2020 年 5 月 29 日的长城军工、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

控股子公司长城军工上市后该公司整体资本实力得到提升，且跟踪期内主业现金状况显著改善，其债务规模得以压减，财务杠杆水平逐步下降至较低的水平；公司货币资金较充裕，资产流动性良好，偿债压力较轻。

1. 数据与调整

立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行审计，均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，2019 年公司根据《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）和《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会〔2019〕16 号）调整部分会计项目，对合并及公司净利润和股东权益无影响。

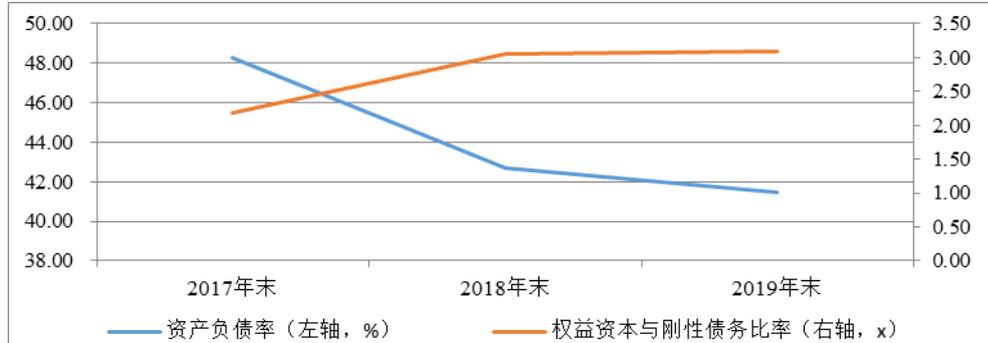
2019 年，该公司因无偿划转新增 1 家子公司，新设 2 家子公司，合肥天美精密铸造有限责任公司进入破产清算，不再纳入合并范围内。截至 2019 年末公司合并范围内共有 22 家子公司。

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



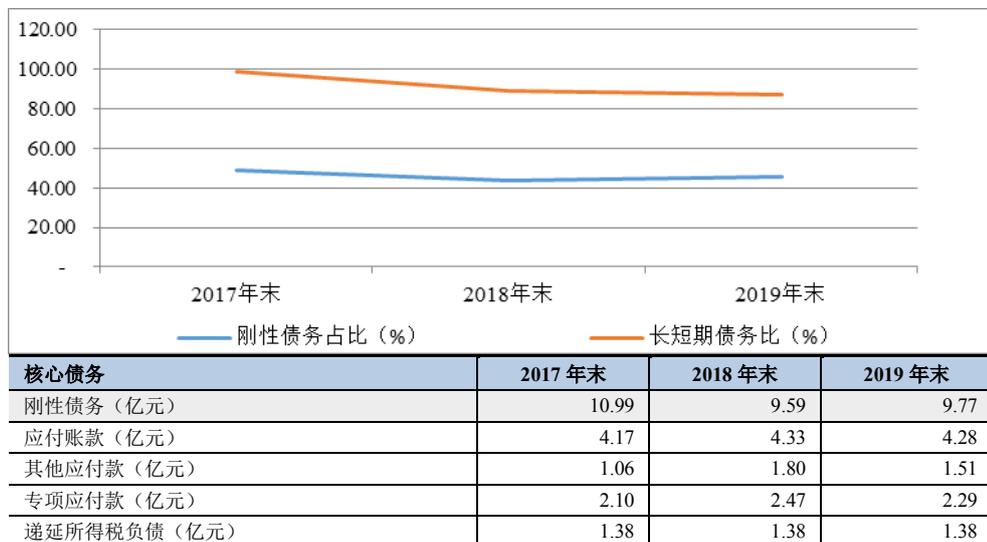
资料来源：根据安徽军工所提供数据绘制。

2017-2019 年末，该公司负债总额分别为 22.42 亿元、21.80 亿元和 21.39 亿元，逐年递减。同期末，公司所有者权益分别为 24.01 亿元、29.22 亿元和 30.22 亿元，权益资本实力随着经营积累及长城军工上市而增强。2019 年公司实收资本保持不变，资本公积较上年末增加 1.30 亿元，主要原因为安徽雷鸣科化有限责任公司 49% 股权无偿划入后，子公司安徽雷鸣红星化工有限责任公司对其持股比例由 41% 上升至 90% 并纳入合并范围，增加资本公积 1.05 亿元，另有安改及技改等项目验收后政府拨付资金结转至资本公积 0.25 亿元；公司 2019 年末未分配利润金额为 10.36 亿元，占净资产比重为 34.27%，少数股东权益较上年减少 6.85% 至 9.18 亿元。

2017-2019 年末，该公司资产负债率分别为 48.29%、42.72% 和 41.44%，逐年下降至较低的水平；权益资本与刚性债务比分别为 2.18、3.05 和 3.09。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (%)	49.03	43.98	45.67
应付账款 (%)	18.58	19.85	19.99
其他应付款 (%)	4.74	8.25	7.08
专项应付款 (%)	9.38	11.31	10.69
递延所得税负债 (%)	6.16	6.34	6.46

资料来源：根据安徽军工所提供数据绘制。

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。2019 年末，公司应付账款 4.28 亿元，主要为应付货款及往来款等，其中 2019 年末账龄在 1 年以内的应付账款占比为 95.98%；其他应付款为 1.51 亿元，主要系单位往来款及保证金。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，2019 年末为 2.29 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，2019 年末公司递延收益-非流动负债为 0.98 亿元，主要系东风机电新机区新建资产项目补偿款；预收款项较上年末增长 84.26%至 0.14 亿元，主要系产品销售预收款增加。

(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	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	5.22	4.89	5.06
其中：短期借款	3.74	3.75	2.73
一年内到期的长期借款	0.02	0.02	0.02
应付短期债券	-	-	-
应付票据	1.36	0.96	2.15
应付利息	0.10	0.17	0.17
中长期刚性债务合计	5.77	4.69	4.71
其中：长期借款	0.77	0.71	0.72
应付债券	5.00	3.98	3.99
综合融资成本 (年化, %)	5.11	5.91	4.23

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 10.99 亿元、9.59 亿元和 9.77 亿元。2019 年末公司刚性债务由 3.47 亿元银行借款、2.15 亿元应付票据、3.99 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，主要由长城军工为旗下子公司的融资提供担保。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 3.99 亿元“18 军工债”及 0.17 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发行 4 亿元的 18 军工债，募集资金用于偿还“11 军工债”，两期债券并存近 6 个月导致阶段性融资总量较大所致。2019 年末应付票据较上年末增加 1.19 亿元，主要系公司为提高资金使用效率，加大票据结算规模。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	328.95	380.55	375.89
营业收入现金率（%）	84.85	80.61	99.19
业务现金收支净额（亿元）	1.28	-0.49	4.26
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.45	0.02	-0.74
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.82	-0.47	3.52
EBITDA（亿元）	2.32	2.29	2.30
EBITDA/刚性债务（倍）	0.20	0.22	0.24
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.92	3.77	5.62

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理。

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。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 328.95 天、380.55 天和 375.89 天，其中 2019 年受应收账款减少的影响，应收账款周转速度上升，营业周期较上年有所减短。

该公司军品销售款的回笼较有保障，且 2019 年回款规模明显扩大；民品账期相对较长，且将部分收到的应收票据直接背书支付供货商，导致营业收入现金率通常低于 100%，2017-2019 年分别为 84.85%、80.61%和 99.19%。同期公司经营性现金净流入量分别为 0.82 亿元、-0.47 亿元和 3.52 亿元，受销售环节回款增加、采购环节票据结算量加大的影响，2019 年公司经营性净流入量大。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 2.32 亿元、2.30 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。2017-2019 年，公司 EBITDA/刚性债务分别为 0.20 倍、0.22 倍和 0.24 倍；EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 3.92 倍、3.77 倍和 5.62 倍，公司 EBITDA 可对利息支出形成有效覆盖。

(2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-1.80	-0.05	0.90
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	-0.96	-1.20	-1.50
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.24	0.50	-0.61
投资环节产生的现金流量净额	-1.52	-0.75	-1.20

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理。

该公司 2017-2019 年资本性现金支出分别为 0.96 亿元、1.21 亿元和 1.50 亿元，其中 2019 年对新火工区项目建设投资力度较大，资本性现金支出较上年增加 0.29 亿元。同期，公司分别收到其他与投资活动有关的现金 1.24 亿元、0.50 亿元和-0.61 亿元，其中 2017 年公司收到火工区拆迁补偿款 1.60 亿元，2019 年公司增加购买结构性存款，其他与投资活动有关的现金呈净流出状态。2019 年，公司投资环节回收现金流净额为 0.90 亿元，主要系本期公司的银行理财到期所致。近三年，公司投资性现金净流出金额分别为 1.52 亿元、0.75 亿元和 1.20 亿元。

(3) 筹资环节

图表 20. 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）	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	-	4.69	0.01
债务类净融资额	-1.64	-1.63	-1.42
其中：现金利息支出	-0.65	-0.59	-0.22
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-	-0.11	-0.48
筹资环节产生的现金流量净额	-1.75	2.83	-2.20

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理。

受益于 2018 年长城军工成功上市及 2019 年经营环节现金流状况显著改善，该公司近三年的刚性债务规模总体趋降。2017-2019 年，公司筹资性现金流净额分别为-1.75 亿元、2.83 亿元和-2.20 亿元。公司军品业务运营较稳定，资金状况有望随着军改完成后结算的正常而持稳；民品业务主要配套于相关总承包企业，资金需求将随着业务扩张而增加；公司未来一段时间仍存在一定的资本性支出压力。短期而言，公司目前的资金储备可有力支撑民品业务扩张及资本性支出需求，增量债务融资压力不大。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	22.21	26.49	25.93
	47.84	51.93	50.24
其中：货币资金（亿元）	5.55	7.67	7.80
应收账款（亿元）	6.53	7.68	6.77
存货（亿元）	5.79	6.45	6.71
其他流动资产（亿元）	1.82	1.91	1.61
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	24.21	24.52	25.68
	52.16	48.07	49.76
其中：投资性房地产（亿元）	9.52	9.54	9.48
固定资产（亿元）	10.21	10.07	10.33
在建工程（亿元）	1.16	1.71	2.34
无形资产（亿元）	2.60	2.57	2.86
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.65	0.89	0.86

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
受限资产账面余额/总资产 (%)	1.40	1.74	1.66

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理。

2019 年末该公司资产总额为 51.61 亿元，较上年末增长 1.17%；其中流动资产占比为 50.24%。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。2019 年末，公司货币资金较上年末增长 1.76%至 7.80 亿元，其中受限金额为 0.86 亿元，主要为银行承兑汇票保证金；应收账款为 6.77 亿元，较上年末减少 11.93%，账龄集中在两年及以下，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 6.71 亿元，较年初增长 3.95%，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 1.61 亿元，其中银行理财产品 1.55 亿元。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成。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，2019 年合计约 12.99 万平方米的 4 宗土地账面价值为 9.08 亿元。该 4 宗土地均未用于抵押，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和机器设备，2019 年末为 10.33 亿元，其中 2.62 亿元房屋建筑物尚未办理房产证。2019 年末公司在建工程为 2.34 亿元，较上年末增长 37.26%，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，2019 年末为 2.86 亿元。

受限资产方面，根据审计报告披露显示，2019 年末该公司受限货币资金为 0.86 亿元，占该科目的 11.00%，主要为银行承兑汇票保证金、履约保证金和保函保证金。其他资产未受限。但仍需关注到，公司核心业务包括火工类军品业务，相应生产设施或装备的专业化程度高，资产安全管控压力也相对较大，该类资产对债务的实际保障程度相对较弱。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	196.75	229.83	227.27
速动比率 (%)	136.80	165.95	161.65
现金比率 (%)	53.66	70.16	74.82

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理。

2019 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 227.27%和 161.65%，流动资产对短期债务的覆盖处于较高水平。公司现金类资产充裕，2019 年末现

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。2019 年公司根据安徽中联资产评估有限责任公司做出的土地估价报告确认期末公允价值变动。

金比率为 74.82%，较上年末提高 4.66 个百分点。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司无对外担保事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司各项业务主要由下属子公司负责，本部主要承担投资管理职能。公司本部对重要子公司管控能力强，但核心业务与资产主要分布于在上市公司长城军工，并表范围内财务资源调配能力受到很大约束。2019 年末公司本部总资产为 19.45 亿元，总负债为 5.59 亿元且主要为“18 军工债”，所有者权益为 10.86 亿元。同期末公司本部货币资金为 0.16 亿元，其他流动资产中银行理财 1.55 亿元。2019 年本部实现营业收入 210.33 万元，净亏损为 1,431.41 万元；经营性现金流量净额为-5,076.65 万元。从承债主体来看，债券融资主体为本部，银行借款则主要由子公东风机电承借，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。总体看，母公司债务压力较大，其自身偿债能力受制于子公司占款回收状况、滚续债务融资能力以及所持子公司股权变现能力变化等。

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。2019 年，公司获得立项项目 28 个，其他业务收入中的科研经费收入 0.15 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，2019 年末获得银行综合授信额度 38.09 亿元，较上年末增加 2.69 亿元，其中 33.06 亿元未使用。

图表 23. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模
全部（亿元）	38.09	5.03
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1.58	0.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	10.00	0.60
其中：大型国有金融机构占比（%）	30.40	11.93

资料来源：根据安徽军工所提供数据整理（截至 2019 年末）

跟踪评级结论

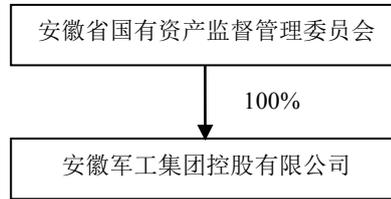
该公司主业突出，部分军品在细分市场具有较强的竞争优势，盈利能力较好，且能得到科研经费拨付等支持。但公司多数民品规模小，经营压力较大，同时受钢价波动影响，盈利能力不稳定。2019年受益于军品收入略升及民品产品结构调整，公司营收同比小幅上升。公司盈利主要来自经营收益，较高的期间费用对盈利了形成一定侵蚀。

该公司控股子公司长城军工上市后，整体资本实力得到提升，且跟踪期内主业现金状况显著改善，其债务规模得以压减，财务杠杆水平逐步下降至很低的水平；公司货币资金较充裕，资产流动性良好，偿债压力较轻。

同时，我们仍将持续关注：（1）民品业务竞争力仍弱；（2）原材料价格波动风险；（3）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：

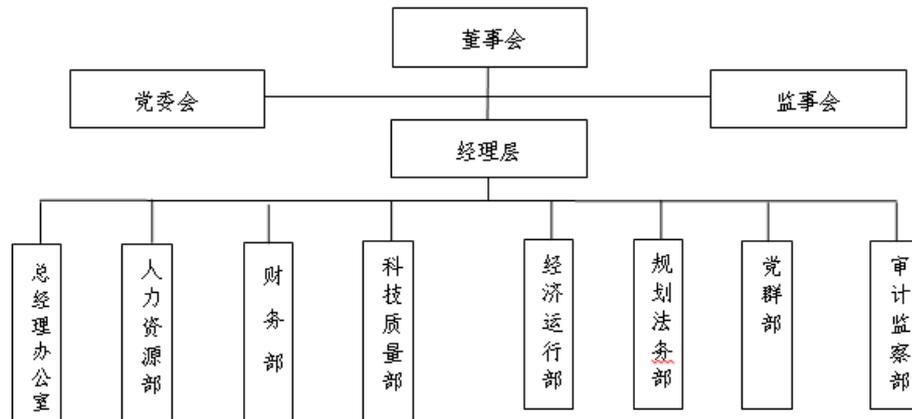
公司与实际控制人关系图



注：根据安徽军工提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据安徽军工提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

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	2019 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	安徽军工	母公司	本级	股权管理	4.32	3.22	0.02	-0.11	-0.51	母公司口径
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	3.27	23.28	14.99	1.01	3.98	合并口径
安徽神剑科技股份有限公司	神剑科技	重要子公司	97.27	军品及民品的研制、生产销售	-	6.66	5.38	0.35	0.17	合并口径
安徽方圆机电股份有限公司	方圆机电	重要子公司	100	军品及民品的研制、生产销售	-	4.95	3.81	0.47	1.13	合并口径
安徽东风机电科技股份有限公司	东风机电	重要子公司	100	军品及民品的研制、生产销售	2.10	5.15	1.85	-0.14	0.86	合并口径
安徽红星机电科技股份有限公司	红星机电	重要子公司	100	军品及民品的研制、生产销售	0.57	3.91	1.71	0.24	0.43	合并口径
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	预应力锚具等民品的研制、生产销售	0.60	1.61	3.11	0.08	0.36	合并口径
安徽长城置业发展有限公司	长城置业	重要子公司	100	房地产开发、物业管理	-	1.53	0.12	0.01	-0.06	合并口径

注：根据安徽军工 2019 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]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	46.42	51.02	51.61
货币资金 [亿元]	5.55	7.67	7.80
刚性债务[亿元]	10.99	9.59	9.77
所有者权益 [亿元]	24.01	29.22	30.22
营业收入[亿元]	16.52	15.03	15.88
净利润 [亿元]	0.80	0.73	0.82
EBITDA[亿元]	2.32	2.29	2.30
经营性现金净流入量[亿元]	0.82	-0.47	3.52
投资性现金净流入量[亿元]	-1.52	-0.75	-1.20
资产负债率[%]	48.29	42.72	41.44
权益资本与刚性债务比率[%]	218.39	304.82	309.40
流动比率[%]	196.75	229.83	227.27
现金比率[%]	53.66	70.16	83.73
利息保障倍数[倍]	2.57	2.39	3.22
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	328.95	380.55	375.89
毛利率[%]	28.40	28.57	27.90
营业利润率[%]	5.69	5.25	5.66
总资产报酬率[%]	3.27	2.98	2.57
净资产收益率[%]	3.40	2.76	2.77
净资产收益率*[%]	2.41	1.63	1.90
营业收入现金率[%]	84.85	80.61	99.19
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.70	-4.14	30.73
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.00	-5.54	10.74
EBITDA/利息支出[倍]	3.92	3.77	5.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.22	0.24

注：表中数据依据安徽军工经审计的 2017~2019 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、CCC 及以下等级外，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。