



# 中国北方工业有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1898 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

中国北方工业有限公司

AAA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“22 北方 01”

AAA

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于我国良好的国防科技工业发展环境，中国北方工业有限公司（以下简称“北方工业”或“公司”）股东实力极强、资源优势显著、收入规模增长以及融资渠道畅通、偿债能力很强等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到公司业务易受宏观经济波动影响，面临贸易、汇率和国际政治风险以及债务规模上升等因素对其经营和整体信用状况的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，中国北方工业有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**控股股东对公司定位发生改变，导致收入、利润大幅下降；获现能力大幅弱化；或有负债或带息负债规模快速扩大，偿债能力严重下滑。

## 正面

- 我国国防支出预算保持增长，国防科技工业持续发展
- 控股股东实力极强，且对公司支持意愿很强
- 海外石油和矿产资源优势显著，收入规模持续增长
- 融资渠道畅通，偿债能力很强

## 关注

- 原油、铜等大宗商品价格易受宏观经济波动影响，或将对盈利稳定性产生一定影响
- 公司主要以海外业务为主，面临一定的政治、法律及汇率波动等海外经营风险
- 随着工程业务在建项目的推进，债务规模有所上升

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：李洁鹭 jlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

北方工业（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,285.57	1,428.49	1,516.03	1,563.18
所有者权益合计（亿元）	445.31	490.25	538.23	550.77
负债合计	840.26	938.24	977.80	1,012.41
总债务（亿元）	408.85	493.94	556.81	548.60
营业总收入（亿元）	2,346.24	2,486.36	2,518.56	561.77
净利润（亿元）	63.53	64.02	61.02	14.30
EBIT（亿元）	100.03	108.48	113.98	--
EBITDA（亿元）	151.19	164.52	171.24	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	66.04	58.72	60.71	22.86
营业毛利率(%)	5.86	6.07	5.65	5.27
总资产收益率(%)	7.78	7.99	7.74	--
EBIT 利润率(%)	4.26	4.36	4.53	--
资产负债率(%)	65.36	65.68	64.50	64.77
总资本化比率(%)	47.87	50.19	50.85	49.90
总债务/EBITDA(X)	2.70	3.00	3.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.89	11.75	8.76	--
FFO/总债务(X)	0.27	0.22	0.20	--

注：1、中诚信国际根据北方工业提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生的现金 流量净额（亿元）
中航工业	13,305.63	66.69	5,896.80	210.52	17.22
中车集团	5,437.04	61.22	2,443.73	143.89	138.38
北方工业	1,516.03	64.50	2,518.56	61.02	60.71

中诚信国际认为，北方工业是大型防务产品贸易商之一，在军贸行业地位领先，与中航工业的防务业务较为可比，且多元化水平较高，海外资源及军品等业务订单保障能力好，综合竞争实力处于同行业可比公司平均水平；财务方面，公司资产规模低于可比公司平均水平，经营获现能力尚可，财务杠杆处于中等水平。

注：“中航工业”为“中国航空工业集团有限公司”简称；“中车集团”为“中国中车集团有限公司”简称。

## 本次跟踪情况

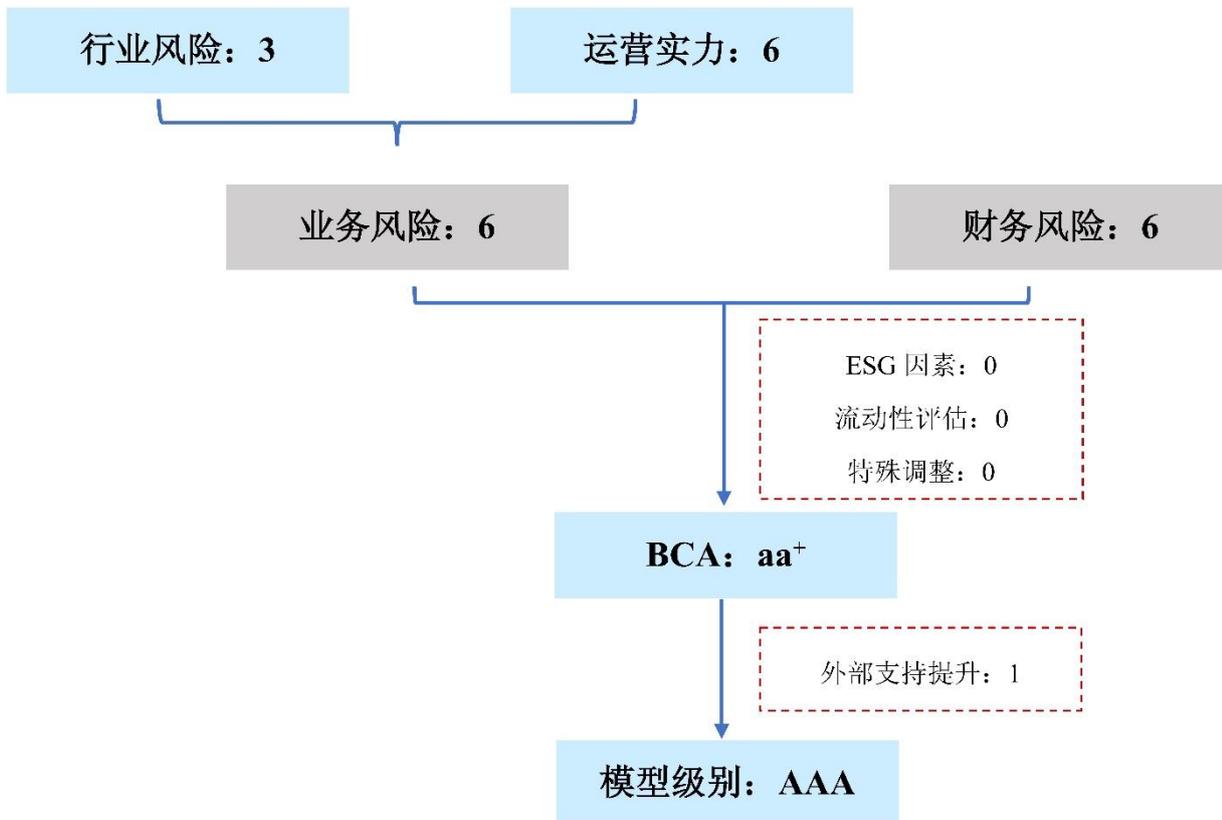
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项余 额（亿元）	存续期	特殊条款
22 北方 01	AAA	AAA	2023/6/28 至本 报告出具日	10.00/10.00	2022/03/03~2027/03/03 (3+2)	回售、赎回、票面利率选择权

注：债券余额为截至 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
北方工业	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/28 至本报告出具日

● 评级模型

中国北方工业有限公司评级模型打分(C060000\_2024\_05\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司控股股东中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵工集团”）是中国最大的武器装备制造企业之一，考虑到公司对兵工集团收入及利润的贡献较为可观，系其重要的军贸及海外资源业务运营主体，业务上亦发挥重要协同作用，兵工集团为公司提供外部支持的意愿和能力很强，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际装备制造行业评级方法与模型 C060000\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，近年来国际局势日益复杂、大国博弈仍然存在，我国国防支出预算保持增长，军工行业有较大发展空间。

近年来，随着国民经济的发展以及国防建设需求的增加，我国国防费支出保持适度增长态势。2023 年全国一般公共预算安排国防支出为 1.58 万亿元，较上年增长 7.2%；2024 年全国一般公共预算安排国防支出为 1.67 万亿元，增幅与去年持平。由于国际安全局势日益复杂、大国博弈仍然存在，加之我国军队改革的持续深化、新一代军工装备换代及国防信息化建设的开展，国防支出进一步增加，但我国国防费用占 GDP 及国家财政支出的比例仍处于低位，增长幅度处于合理水平，仍具有较大提升空间。未来，军事战略作为大国竞争的重要部分之一，保持与经济增长同步的军费开支能够对国防安全起到保障作用，预计“十四五”期间我国国防力量将迎来快速发展，国防科技工业体系的建设有望加快，军费支出保持稳中有升的增长态势，军工行业景气度有望进一步上行，亦将对军工产品生产企业的经营业绩形成有力支撑。

中诚信国际认为，2023 年原油价格震荡下滑，叠加下游需求疲软，化工产品盈利空间持续收缩。未来上游能源价格中高位仍有支撑，需关注下游需求改善以及化工中间品盈利恢复情况。

2023 年以来，我国化工行业下游需求企稳回升，但整体仍相对疲软，同时外需走弱令出口呈负增长态势。供给端来看，化工行业固定资产投资完成额持续上涨，但增速有所放缓。而在下游需求企稳回升的拉动下，化工产品产量增速普遍大幅回升。主要原材料价格震荡下跌，同时终端需求不足令化工行业 PPI 整体有所下降。未来一段时间，我国经济将进一步企稳回升，但有效需求的改善仍存在较大压力；行业内资本支出和生产经营情况仍依赖供需形势修复情况。此外，主要原材料价格或维持在中高位，对化工产品价格形成支撑，但相对宽松的供给形势，令化工行业 PPI 整体承压。

详见《中国化工行业展望(2024 年 1 月)》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10941?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内北方工业产权结构及治理结构均较为稳定，在军贸行业地位领先，业务多元化程度高，海外资源及军品业务等订单保障能力好，综合竞争实力很强，但需关注海外业务运营风险对公司盈利水平造成的影响。

2023 年公司产权结构无重大变化，治理结构较为稳定，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

截至 2024 年 3 月末，兵工集团直接持有公司 56.70% 股权，是公司控股股东；中国兵器装备集团有限公司及国新发展投资管理有限公司分别持有公司 37.54% 和 5.76% 股权，公司实际控制人为

国务院国有资产监督管理委员会。2023 年以来公司董事会、监事会成员未发生变更，高级管理人员有所变动<sup>1</sup>，但未对日常经营造成重大影响，公司治理结构稳定。

为拓展战略性新兴产业，公司收购北航天宇长鹰无人机科技有限公司，合并范围持续扩大。

发展战略方面，公司坚持高质量发展，持续推动防务产品贸易、石油矿产、国际工程、专业民品、投资与资产经营协同发展，持续加强科技创新管理，推进商业模式创新、经营创新和管理创新，围绕产业链和供应链加快布局，建设具有全球竞争力的世界一流跨国企业，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

**公司作为我国最大的防务产品贸易商，在军贸行业地位领先，同时开展油气、矿产资源和国际工程等业务，多元化水平高，综合竞争实力很强。**

作为我国最大的防务产品贸易商，公司核心军贸业务直接由公司本部经营，并面向国际军贸市场开发高新技术防务产品，在国际军贸市场享有良好声誉，在国内军贸行业中处于领先地位。随着我国国防事业的发展，相关军品订单保障力较强，但同时公司对客户的依赖程度较高，未来存在订单出现波动的可能性，或对经营业绩造成影响。

依托军贸业务的客户资源以及经营发展，公司已与各个资源国建立了稳定的合作关系。2023 年，矿产品业务及石油业务收入有所波动，但公司海外资源获取能力仍较强。同时，受益于人员外派及口岸贸易逐步恢复正常，国际工程业务收入大幅增长。公司在民品业务方面持续推进国际产能合作，车辆及重型装备、民用爆炸物品等民贸业务体量保持在一定规模，整体多元化程度高。不过，由于部分民品行业竞争加剧，加之 2023 年欧洲电价有所回落致使国际工程业务毛利率同比下滑，公司毛利率水平略有下降，但整体业务仍保持平稳经营态势。

表 1：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
特贸、民贸业务及其他	247.62	21.51	212.48	29.28	192.69	27.90
石油业务	1,602.03	1.98	1,728.22	1.78	1,799.09	2.14
矿产品业务	366.34	9.70	421.68	9.60	306.48	8.24
国际工程业务	125.89	10.79	119.55	12.47	213.99	9.97
其他	4.36	--	4.43	--	6.31	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>2,346.24</b>	<b>5.86</b>	<b>2,486.36</b>	<b>6.07</b>	<b>2,518.56</b>	<b>5.65</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

**资源优势 and 充足的项目储备对公司经营业绩的增长提供了良好的支撑，但需关注海外业务运营风险。**

公司石油业务主要经营主体为振华石油控股有限公司，主营海外油田勘探开发和石油贸易，其贸易量和贸易额在中国石油企业中位居前列，在“一带一路”沿线国家建设运营了伊拉克东巴格达油田等项目，项目资源获取能力很强。截至 2023 年末，公司石油资源储量<sup>2</sup>变化不大，产能规模具有一定优势。此外，公司与中石化、中石油、中海油、摩科瑞及主要产油国国家石油公司建立

<sup>1</sup> 2023 年 6 月，原副总裁、总法律顾问刘一江离任，王粤涛接替其职位；同期，程虹任职副总裁职位。

<sup>2</sup> 公司在海外以参、控股形式共获 1 块勘探油气田项目和 7 块可开发生产油气田项目，年产量超 1,000 万吨。

了长期稳定的业务合作关系，销售渠道广泛，项目保障能力较好，跟踪期内进口贸易量有所增长，公司石油业务收入亦保持增长态势。

表 2：北方工业石油贸易业务情况（万吨）

	2021	2022	2023
进口贸易量	1,590	1,389	1,633
转口贸易量	4,611	3,000	2,803

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的矿产品业务经营主体为北方矿业有限责任公司，拥有 2 个铜钴矿、1 个铂钯矿的探矿权和采矿权，具备较好的资源储量。跟踪期内公司销售计价方式<sup>3</sup>未发生变化，主要受钴金属价格变动及公司调整贸易结构影响，公司自产品及贸易产品收入均有所下降。

表 3：近年来公司铜、钴原矿产量

矿产品	2021	2022	2023
铜金属（万吨）	9.80	8.06	8.58
钴金属（吨）	8,193	11,191	11,000

资料来源：公司提供

表 4：近年来公司矿产品收入（亿元）

矿产品收入	2021	2022	2023
自产品	84	84	61
贸易品	326	326	246

资料来源：公司提供

国际工程业务<sup>4</sup>及民品贸易主要经营主体为上市子公司北方国际合作股份有限公司（以下简称“北方国际”），北方国际同世界许多国家和地区建立了广泛的经济技术合作和贸易往来关系，先后在亚洲、非洲、中东等地区总承包了众多大中型工程项目，并积极参与投资类项目。2023 年，北方国际加快推进在建项目建设进度，使得其营业总收入同比增长 59.96%。截至 2023 年末，北方国际累计已签约未完工境外国际工程项目 92 个，项目金额合计 147.37 亿美元，主要分布于南亚、东北亚、东南亚、非洲、中东及东欧地区，其中 2023 年新签合同金额 26.20 亿美元，同比增长 27.66%，主要新签项目包括乌兹别克斯坦钢轨供货项目、刚果（金）卡莫亚新增萃取电积项目和南苏丹石油管线项目，在手订单的增长为收入规模的提升提供了良好支撑。

中诚信国际关注到，公司石油、矿产和国际工程等业务主要面向海外市场，各国经济、进入壁垒及合同违约等因素都可能加大公司拓展海外业务的经营风险，同时汇率的波动亦对公司以外币计价的资产价值产生一定影响，加之国际工程项目的资金回收周期较长，部分国家因债务风险缩减基建财政投入，上述工程回款压力加大，公司或将面临不同国别的政治、法律及汇率波动等风险。

## 财务风险

**中诚信国际认为，2023 年以来北方工业仍保持很高的盈利水平，资产与权益规模同比增长，资本结构稳健。公司可通过其良好的盈利与获现能力为债务付息提供保障，整体偿债能力很强。**

<sup>3</sup> 铜、钴等矿产品一般采用 LME 价格加点的方式计价。

<sup>4</sup> 国际工程总承包业务专注于国际市场轨道交通、电力、石油与矿产设施建设、工业、农业、市政、房建等专业领域。

### 盈利能力

2023 年以来，公司营业总收入同比增长，营业毛利率小幅下滑，加之业务拓展和汇率变化使得期间费用合计有所上升，经营性业务利润小幅下降。同期信用减值、资产减值损失敞口有所收窄，叠加投资收益对利润形成的补充，公司仍保持了很高的盈利水平。受总资产规模增加影响，总资产收益率小幅下降。2024 年一季度，公司营业总收入同比下降 11.67%，但受益于营业毛利率的提升，利润总额较去年同期基本持平。

### 资产质量

2023 年，经营规模的扩大带动资产规模保持上升。其中，货币资金因债务融资和经营获现的积累而持续上升，截至 2023 年末受限部分占比 15.17%，主要系定期存款受限所致。2023 年，公司加强应收账款催收力度，应收账款周转加快，期末一年以内的应收账款占比为 83.62%；存货及应收账款规模仍较大，对资金形成一定占用。随着海外工程建设进度的加快，在建工程增加推升非流动资产规模。负债方面，2023 年末以应付供应商货款为主的应付账款及应付票据较去年末变化不大，但对外融资需求推升公司有息债务规模，其中短期债务占比为 48.79%，仍处于较为合理水平。受益于利润累积叠加合并范围新增非全资子公司，2023 年末少数股东权益同比增长，所有者权益亦有增加，资产负债率以及总资本化率走势有所分化。

### 现金流及偿债情况

2023 年公司经营获现能力有所提升，经营活动净现金流同比增长；同期公司加大对固定资产、无形资产等长期投资及定期存单等债权投资力度，2023 年投资活动现金流呈大幅净流出态势；同期，公司净融资规模有所增加使得筹资活动净流入规模有所扩大，补充了相应的资本支出以及日常经营周转的资金需求。偿债指标方面，2023 年末总债务规模快速上升，EBITDA 对总债务及利息支出的保障倍数均有所下降，FFO/总债务指标亦有所弱化，但近年来非受限货币资金均能完全覆盖短期债务，公司偿债能力很强。

截至 2024 年 3 月末，公司本部共获得银行授信额度 914 亿元，其中尚未使用额度为 731 亿元，备用流动性充足。同时，公司下辖北方国际为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，财务弹性好。资金管理方面，公司下属子公司众多，投融资权限均在总部进行归口。

表 5：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用率	2.37	1.82	1.92	1.91
经营性业务利润	76.20	96.10	90.76	19.46
投资收益	16.71	11.49	9.54	2.04
信用减值损失	-4.26	-7.29	-5.35	0.37
资产减值损失	-1.78	-2.48	0.47	-0.02
<b>利润总额</b>	<b>88.00</b>	<b>95.23</b>	<b>95.24</b>	<b>21.81</b>
总资产收益率	7.78	7.99	7.74	--
货币资金	330.60	373.19	428.99	397.91
应收账款	194.03	201.73	186.47	209.63
存货	107.93	129.57	141.48	142.99
债权投资	2.30	9.05	25.22	23.16

在建工程	23.45	27.29	54.72	56.43
油气资产	102.76	97.64	96.92	95.83
固定资产	104.70	117.89	118.09	116.24
<b>总资产</b>	<b>1,285.57</b>	<b>1,428.49</b>	<b>1,516.03</b>	<b>1,563.18</b>
应付账款	275.45	252.55	252.25	273.17
合同负债	70.68	99.02	80.37	87.21
短期借款	103.11	130.40	149.08	179.78
长期借款	156.58	207.21	247.78	252.33
应付债券	56.66	48.68	34.05	34.23
<b>总负债</b>	<b>840.26</b>	<b>938.24</b>	<b>977.80</b>	<b>1,012.41</b>
短期债务/总债务	46.97	47.54	48.79	47.09
<b>总债务</b>	<b>408.85</b>	<b>493.94</b>	<b>556.81</b>	<b>548.60</b>
实收资本	260.28	260.28	260.28	260.28
未分配利润	81.81	116.44	153.96	174.40
少数股东权益	77.46	78.30	94.71	91.90
<b>所有者权益合计</b>	<b>445.31</b>	<b>490.25</b>	<b>538.23</b>	<b>550.77</b>
资产负债率	65.36	65.68	64.50	64.77
总资本化比率	47.87	50.19	50.85	49.90
经营活动产生的现金流量净额	66.04	58.72	60.71	22.86
投资活动产生的现金流量净额	-68.63	-27.35	-104.85	-40.93
筹资活动产生的现金流量净额	16.23	16.16	50.02	-3.96
EBITDA 利息保障倍数	11.89	11.75	8.76	--
FFO/总债务	0.27	0.22	0.20	--
总债务/EBITDA	2.70	3.00	3.25	--
非受限货币资金/短期债务	1.53	1.51	1.34	--

注：减值损失以负值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 71.59 亿元，占当期末总资产的 4.72%，受限比例低，主要系定期存款、固定资产及无形资产抵押等。

截至 2023 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，对子公司北方国际的合营企业有 39.50 亿元的融资担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 5 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

- 2024 年，北方工业贸易业务压降，盈利空间维持平稳。
- 2024 年，北方工业在建项目投资支出规模在 80~90 亿元左右。

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息做出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

——2024 年，北方工业营运资金需求有所提升。

## 预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	50.19	50.85	50.10~52.80
总债务/EBITDA(X)	3.00	3.25	3.80~3.90

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

## 调整项

**ESG<sup>6</sup>表现方面**，作为军事装备研发与制造企业，公司坚持节能降耗、绿色低碳的可持续发展理念，各类污染防治设施运行良好，废水、废气均稳定达标排放；公司治理结构较优，内控制度较为完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司合并口径现金及等价物储备较高，备用流动性充足。同时，公司下辖北方国际为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，一年内到期的债务大部分可滚动续接银行贷款，公开债务集中到期压力可控，资金平衡状况较好，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求，整体流动性很强，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**控股股东兵工集团战略地位显著，业务及财务实力雄厚；公司军贸与石油业务与其协同效应较强，并承担其海外资源获取和国际化经营布局的使命，兵工集团支持能力和意愿很强。**

公司控股股东兵工集团是中国最大的武器装备制造企业之一，通过长期的技术积累，形成了较为完整的兵器科研体系和生产体系，具备了自行研制和生产各类大型复杂军事系统的能力，在国防科技工业中具有重要的战略地位。同时，兵工集团还形成了以重型机械与装备、石油化工与特种化工、光电信息与新能源新材料和海外战略资源为主要支撑的产业格局，部分民品业务在细分行业占据龙头地位。

北方工业作为我国重要的军贸企业，同时是兵工集团下属重要的军贸及海外资源业务运营主体，其石油业务亦与兵工集团下属的北方华锦化学工业集团有限公司主营业务具有较好的协同效应。2023 年公司营业总收入占兵工集团的比重约 46%，净利润占比约为 30%，对兵工集团收入及利润的贡献较为可观，业务上亦发挥重要协同作用，兵工集团为公司提供外部支持的意愿很强。

## 跟踪债券信用分析

“22 北方 01”募集资金 10 亿元，用于偿还债务以及补充流动资金，截至目前，已按约定用途使用完毕。

“22 北方 01”在债券存续期的第三年末附设置票面利率调整选择权、回售选择权以及赎回选择权，跟踪期内尚未进入上述含权条款的可执行时间，但未来一年发行人或将根据市场收益情况行使赎回选择权，但公司可通过良好的经营性情况及流动性保障债券的赎回。

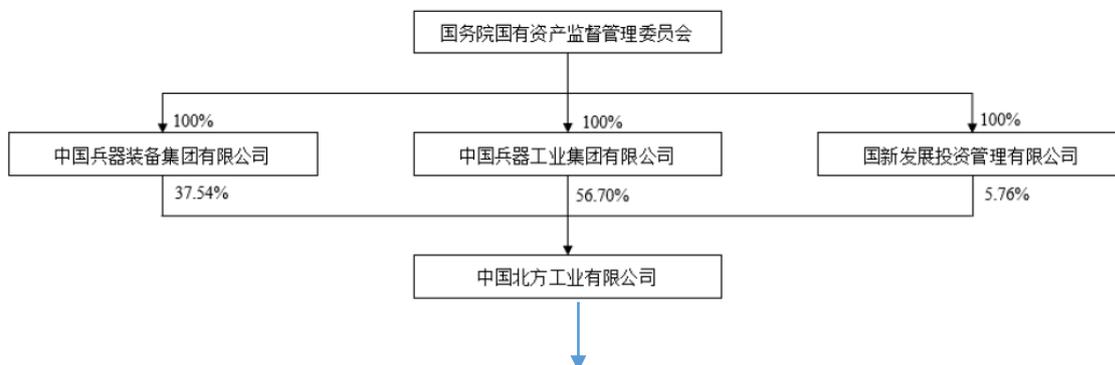
<sup>6</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

“22 北方 01”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持行业领先地位，多元化板块有助于分散风险，经营及获现能力仍很强，且公司再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从公开市场存续的债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

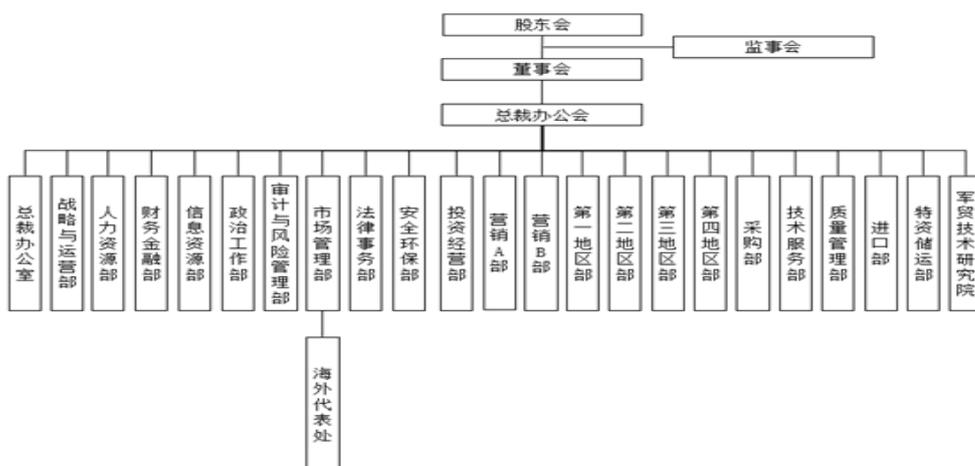
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国北方工业有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 北方 01”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：中国北方工业有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



主要子公司全称	简称	截至 2023 年末享有的表决权比例 (%)
振华石油控股有限公司	振华石油	100.00
中国万宝工程有限公司	万宝公司	100.00
北方工业科技有限公司	北方科技	100.00
北方国际合作股份有限公司	北方国际	55.61
北方矿业有限责任公司	北方矿业	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：中国北方工业有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	330.60	373.19	428.99	397.91
应收账款	194.03	201.73	186.47	209.63
其他应收款	35.48	39.37	35.35	52.02
存货	107.93	129.57	141.48	142.99
长期投资	104.77	129.19	134.03	153.70
固定资产	104.70	117.89	118.09	116.24
在建工程	23.45	27.29	54.72	56.43
无形资产	27.08	28.07	32.03	32.27
总资产	1,285.57	1,428.49	1,516.03	1,563.18
其他应付款	35.40	37.22	32.75	56.03
短期债务	192.02	234.82	271.67	258.33
长期债务	216.83	259.13	285.14	290.27
总债务	408.85	493.94	556.81	548.60
净债务	115.11	139.83	192.89	150.69
总负债	840.26	938.24	977.80	1,012.41
所有者权益合计	445.31	490.25	538.23	550.77
利息支出	12.72	14.00	19.55	--
营业总收入	2,346.24	2,486.36	2,518.56	561.77
经营性业务利润	76.20	96.10	90.76	19.46
投资收益	16.71	11.49	9.54	2.04
净利润	63.53	64.02	61.02	14.30
EBIT	100.03	108.48	113.98	--
EBITDA	151.19	164.52	171.24	--
经营活动产生的现金流量净额	66.04	58.72	60.71	22.86
投资活动产生的现金流量净额	-68.63	-27.35	-104.85	-40.93
筹资活动产生的现金流量净额	16.23	16.16	50.02	-3.96
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	5.86	6.07	5.65	5.27
期间费用率(%)	2.37	1.82	1.92	1.91
EBIT 利润率(%)	4.26	4.36	4.53	--
总资产收益率(%)	7.78	7.99	7.74	--
流动比率(X)	1.37	1.42	1.45	1.41
速动比率(X)	1.19	1.22	1.24	1.20
存货周转率(X)	20.46	19.67	17.53	14.94*
应收账款周转率(X)	12.09	12.57	12.98	11.32*
资产负债率(%)	65.36	65.68	64.50	64.77
总资本化比率(%)	47.87	50.19	50.85	49.90
短期债务/总债务(%)	46.97	47.54	48.79	47.09
经调整的经营净现金流/总债务(X)	0.13	0.09	0.07	--
经调整的经营净现金流/短期债务(X)	0.28	0.19	0.15	--
经调整的经营净现金流/利息支出(X)	5.19	4.19	3.11	--
总债务/EBITDA(X)	2.70	3.00	3.25	--
EBITDA/短期债务(X)	0.79	0.70	0.63	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.89	11.75	8.76	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.86	7.75	5.83	--
FFO/总债务(X)	0.27	0.22	0.20	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn