

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(2018)101106】

**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/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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.36	2.76	0.66	0.46
刚性债务	5.05	5.60	5.59	9.73
所有者权益	11.06	11.77	11.28	11.20
经营性现金净流入量	-0.33	2.03	0.10	1.20
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	43.65	46.68	46.42	49.10
总负债	22.26	23.89	22.42	25.23
刚性债务	11.24	12.20	10.99	14.50
所有者权益	21.39	22.79	24.01	23.87
营业收入	15.80	18.18	16.52	6.15
净利润	0.77	0.70	0.80	0.00
经营性现金净流入量	1.73	2.76	0.82	0.33
EBITDA	2.40	2.22	2.32	—
资产负债率[%]	51.00	51.17	48.29	51.39
权益资本与刚性债务 比率[%]	190.25	186.85	218.39	164.59
流动比率[%]	153.11	169.96	196.75	247.76
现金比率[%]	37.08	60.36	53.66	49.87
利息保障倍数[倍]	2.44	2.43	2.57	—
净资产收益率[%]	3.70	3.16	3.40	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	13.67	21.13	6.70	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.04	13.63	-3.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.58	3.61	3.92	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.19	0.20	—

注: 根据军工集团经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年上半年财务数据整理、计算。

### 分析师

周文哲 zwz@shxsj.com  
 吴迪妮 wdn@shxsj.com  
 刘佳 liujia@shxsj.com  
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

### 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 军工债的跟踪评级反映了 2017 年以来军工集团在政策支持、军工产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新兴产业,能获得政府持续的资金投入及政策支持。军工集团为地方军工中的龙头企业,2015-2017 年获得各类经费拨付逾 1 亿元。
- **军工产品具有一定竞争优势。**军工集团部分产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。
- **财务弹性较强。**军工集团负债程度适中,未使用授信额度充裕,且持有一定量的土地资产,可为债务偿付提供一定保障。
- **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,首次公开发行股票 14,800 万股,募集资金净额 4.55 亿元。长城军工上市后,公司资本实力和融资能力得到进一步增强。

#### 主要风险:

- **民品业务竞争力弱。**军工集团民品业务规模较小,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。2017 年以来钢铁价格较快上涨,军工集团民品业务盈利

空间受挤压；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 2018 年公开发行公司债券（简称“18 军工债”、本期债券）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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年上半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。

该公司最新于 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拟用于偿还即将于 2018 年 9 月到期的 11 安徽军工债。

图表 1. 截至 2018 年 7 月末军工集团存续期内债券情况（单位：亿元）

证券名称	发行规模	起息日	到期日	发行期限	发行利率	债券余额	本息兑付情况
11 安徽军工债	5.00	2011.9.27	2018.9.27	7 年	7.45%	5.00	付息正常
18 军工债	4.00	2018.4.19	2023.4.19	3+2 年	5.91%	4.00	--

资料来源：Wind

### 业务

#### 1. 外部环境

##### (1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升放增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速成长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，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。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实

走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和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。

该公司为地方军工企业，主营弹药等军品业务，所属行业发展与国家安全、国际战略格局休戚相关，与国民经济周期呈弱相关性。

## (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。

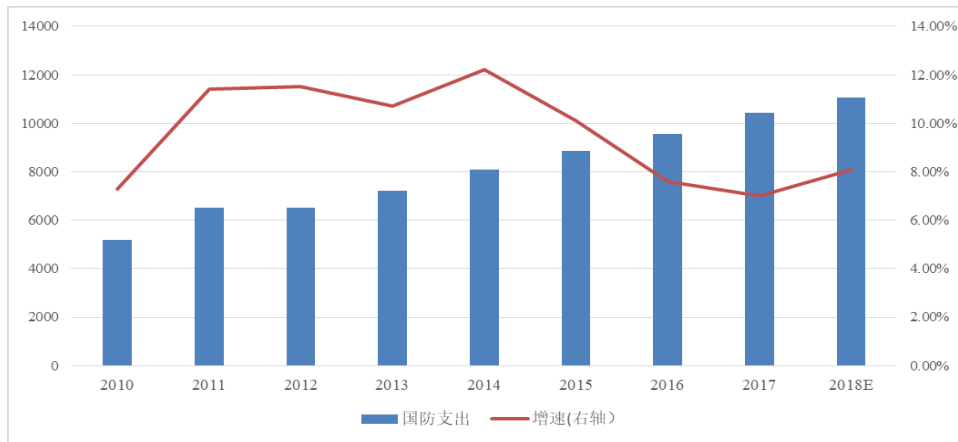
“国无防不立，民无兵不安”。国防军工为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，其发展极大地带动了国家科技与工业的进步。我国将国防军工作为产业升级的重要组成部分，支持力度不断加大。

近年来，随着我国经济的飞速发展，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。根据财政部每年公布的中央和地方预算执行情况，2014-2016年我国国防支出分别为8,082.88亿元、8,868.50亿元和9,543.54亿元，增速由2014年的12.20%回落至2016年的7.60%。2017-2018年，我国国防支出预算分别为10,443.97亿元和11,069.51亿元，同比增速分别为7.0%和8.1%。鉴于目前国际形势复杂多变、恐怖主义势力猖獗、亚太成为全球地缘战略角逐的焦点等因素，强军建设势在必行，未来我国在国防军工方面的投入仍



将保持在较高水平。国家对军事装备的较大需求，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）**



注：财政部

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 发布的的其他主要军事大国水平；我国国防支出占财政支出的比重大致呈逐年递减状态，2017 年为 6.1%，而同期美国为 8.80%。可见，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. 2017 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
1	美国	6,097.58	3.1%
2	中国	2,282.31	1.9%
3	沙特阿拉伯	694.13	10.3%
4	俄罗斯	663.35	4.3%
5	印度	639.24	2.5%

资料来源：瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）

近年来我国国防科技工业不断取得新的进展。2013 年自主研发的大型运输机运-20 首飞成功；2014 年新型导弹驱逐舰首舰“昆明舰”交付，高分二号卫星成功发射；2015 年“华龙一号”国内外首堆分别开工，我国跻身全球核电先进技术行列；2016 年首型第四代超音速隐身战斗机歼-20 在珠海公开亮相；2017 年国产首艘国产航母下水，具备“核常兼备”能力的东风-31AG 弹道导弹首次亮相。国防科技的进步引致大量新型武器列装的需求。

军贸方面，2018 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 2013 年至 2017 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 2017 年依旧领衔五大武器供应国，在全球

武器出口总份额中占 34%；俄罗斯继续位列世界第二的位置，市场份额占 22%；而中国从 2016 年的第三位跌至第五位，份额为 5.7%；排名第三位和第四位的分别是法国（份额为 6.7%）和德国（份额为 5.8%）。2017 年，美国、俄罗斯武器装备出口额分别为 419 亿美元、150 亿美元，中国与美俄两国相比仍存在显著差距。

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，《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。2017 年 7 月首批 41 家军工科研院所转制工作正式启动，力争在 2018 年底完成从“行政化”向“市场化”的管理转变并启动第二批改制工作。2004 年我国明确提出“军民融合”思想，为军工企业开启了新的广阔市场，其民品产业得到快速扩张。2014 年中国工业和信息化部印发了《促进军民融合式发展的指导意见》，提出到 2020 年我国将形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民用资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升。2015 年明确将军民融合上升为国家战略，相关政策逐步出台。《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》中通过“民参军”和“军转民”两个目录拓宽军民用信息沟通渠道，引导“民参军”的发展。2017 年 1 月中央军民融合发展委员会成立；4 月工业和信息化部办公厅、国防科工局综合司发布《民参军技术与产品推荐目录（2017）》，主要针对陆军装备建设需求，围绕先进材料与制造、电磁炮与激光武器、电子对抗等领域。

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。2017 年钢价上涨较快，以螺纹钢市场均价为例，由 2017 年年初的 3,212 元/吨升至年末的 4,452 元/吨，全年均价为 3,878 元/吨，较上年上涨 57%。2018 年以来螺纹钢价格在 4,000 元/吨上下波动。一般而言，预应力锚具制造商产能有限，其上游钢材厂商及下游建筑企业实力均较强，锚具企业对上下游议价能力弱，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

**该公司为我国大型地方军工企业，主业突出。公司部分军品在细分市场有较强的竞争优势，收入较稳定，盈利能力较好，且能得到科研经费拨付等支持。而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。**

该公司为我国大型地方军工企业，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泷湖湾沁园住宅项目，该项目于 2014 年预售，2016 年开始结转收入，2016-2017 年分别实现收入 4.72 亿元和 1.08 亿元，成为近两年营业收入的有益补充。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，2015-2017 年分别为 0.54 亿元、0.48 亿元和 0.48 亿元。

主要受房地产业务收入变动较大影响，近三年该公司营业收入呈小幅波动，分别为 15.80 亿元、18.18 亿元和 16.52 亿元。2018 年上半年，公司实现营业收入 6.15 亿元，较上年同期略有减少。

**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，2015-2017 年核心业务收入分别为 14.91 亿元、12.53 亿元和 14.36 亿元。从构成看，军品业务收入占核心业务收入比重保持在 70%左右，2015-2017 年分别为 10.94 亿元、8.38 亿元和 9.70 亿元，其中 2016 年由于公司军品外配件供应不及时，生产进度受到影响，当年军品收入较上年有所下降；民品业务收入近三年保持稳步增长，分别为 3.98 亿元、4.14 亿元和 4.65 亿元。2018 年上半年，公司军品业务和民品业务分别实现收入 3.55 亿元和 2.20 亿元，分别同比增长 16.39%和减少 8.71%。

近三年，该公司军品盈利能力较好，保持 30%左右的毛利率水平；民品受圆钢、线材等原材料涨价及锚具销售单价下降等多重因素影响，毛利率呈下降趋势，2017 年为 15.51%。2018 年上半年，民品毛利率较上年同期下降 3.34 个百分点至 8.55%，主要系产品结构调整和收入同比下降所致。

**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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年	2017 年上半年
<b>营业收入合计</b>	<b>15.80</b>	<b>18.18</b>	<b>16.52</b>	<b>6.15</b>	<b>6.23</b>
其中：核心业务营业收入	14.91	12.53	14.36	5.76	5.47
在营业收入中所占比重	94.39	68.90	86.92	93.57	87.66
其中：（1）军工产品	10.94	8.38	9.70	3.55	3.05
在核心业务收入中所占比重	73.34	66.92	67.58	61.73	55.86
（2）民用产品	3.98	4.14	4.65	2.20	2.41
在核心业务收入中所占比重	26.66	33.08	32.42	38.27	44.14
<b>综合毛利率</b>	<b>27.60</b>	<b>24.71</b>	<b>28.40</b>	<b>28.99</b>	<b>27.02</b>
其中：军工产品	29.41	34.85	33.64	36.78	37.40
民用产品	21.56	15.64	15.51	8.55	11.89

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安徽长城军工股份有限公司（简称“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”），各家主要产品见图表 6 所示。2017 年，各主要军品销售收入较上年均有所提升。

**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		
			2015 年	2016 年	2017 年
神剑科技	总装企业	迫击炮弹	3.77	3.26	4.18
		光电对抗系列产品			
方圆机电	总装企业	单兵火箭	4.38	3.17	3.53
东风机电	配套企业	引信	1.97	1.16	1.19
		子弹药			
红星机电	配套企业	火工品	0.75	0.72	0.81

注：根据军工集团提供的数据绘制

主要产品方面，该公司掌握了迫击炮弹的核心技术，处于国内该领域的领导地位，在国内市场中份额位居第一；公司为国内品种数量最多、技术领先、具备世界先进水平的单兵火箭研制和生产企业，目前是国内第二代产品的唯一供应商和第三代的主要供应商；公司为我国机械触发引信的主要生产商，并在电子引信、毫米波引信、激光近炸引信等其他种类引信方面全面发展；公司子弹药在国内市场份额第一；公司火工品具备延期传扩爆技术、多节点网络传爆技术等多项独特的技术优势，在行业内处于领先地位。

### 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。2015-2017 年，公司研发投入分别为 0.84 亿元、0.73 亿元和 0.82 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。2015-2017 年，公司收到科研、条件保障及批产改造各类经费共计 1.09 亿元。

该公司研发实力在地方军工企业中相对较强，目前公司有研发人员 700 多名，其中 2 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。目前公司已取得国防发明专利 47 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	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	95,848.46	87.62	71,376.65	85.84	83,256.76	85.82
外贸	13,537.14	12.38	12,461.25	14.16	13,755.11	14.18
合计	<b>109,385.60</b>	<b>100.00</b>	<b>83,837.89</b>	<b>100.00</b>	<b>97,011.87</b>	<b>100.00</b>

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，该公司军品收入先降后升，2015-2017 年分别为 10.94 亿元、8.38 亿元和 9.70 亿元，毛利率则保持在 30% 左右的较稳定水平。因军品收入结转集中在年末，2018 年上半年，公司军品实现收入 3.55 亿元，未及年度目标的 50%。2018 年 6 月末，军品业务在手订单 8.08 亿元，2018 年的收入及盈利情况较有保障。

### 采购

该公司生产所需的重要原材料、零部件或危险品（如发射装药等军用火工品）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。2015-2017 年民品分别实现收入 3.98 亿元、4.14 亿元和 4.65 亿元。预应力锚具为公司的核心民用产品，2017 年贡献了近 60% 的民品收入。2018 年上半年，公司民品实现收入 2.20 亿元。

**图表 8. 公司民品收入结构（单位：万元）**

产品名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
预应力锚具及相关产品	23,476.15	23,713.23	27,674.98	12,261.21
轨道交通产品	4,624.15	5,745.28	5,628.39	2,945.18
汽车空调压缩机	4,158.89	4,010.35	4,501.61	2,277.16
塑料制品	2,337.08	4,240.52	5,742.03	2,337.77
其他民品业务	5,158.16	3,726.87	3,000.78	2,206.35

注：根据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，2017 年外协加工比率达 38.68%。近三年，公司预应力锚具销量逐年增长，产能利用率和产销率均保持在较高水平。

**图表 9. 公司预应力锚具产销情况（单位：万孔、%）**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
产能	788.40	788.40	788.40	394.20
产量	731.47	726.22	728.39	366.00
外协加工量	301.01	430.10	459.37	210.00
销量	1,091.66	1,119.72	1,217.76	557.00
产能利用率	92.78	92.11	92.39	92.84
产销率	105.73	96.83	102.53	96.70
外协加工比率	29.15	37.20	38.68	36.46

注 1：根据军工集团提供的资料整理、绘制

注 2：表中季度产能为年产能/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分为公开招标和议标<sup>1</sup>两种模式，一般铁路和部分公路市场采取公开招标，矿用锚具及岩土锚具市场采取议标。公司锚具在国内细分市场排名前三，客户集中度高，主要为中国铁建股份有限公司、中国中铁股份有限公司等国内大型基建类企业，2017 年前五大客户销售金额占比为 18.57%。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

<sup>1</sup> 议标为供需双方一对一谈判议价，达成一致意见后签订销售合同。



纽、杭州湾大桥等重点工程。销售单价方面，2015-2017 年公司桥梁用锚具单价分别为 15.75 元/孔、15.30 元/孔和 14.38 元/孔；矿用锚具单价分别为 16.42 元/孔、14.39 元/孔和 12.17 元/孔，受市场竞争因素影响价格逐年下降。2018 年上半年桥梁用锚具销售单价继续承压，因矿用锚具产品结构调整，销售单价涨幅较大。

**图表 10. 公司预应力锚具销售单价（单位：元/孔）**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
桥梁用锚具（孔）	15.75	15.30	14.38	14.10
矿用锚具（孔）	16.42	14.38	12.17	24.55

注：根据军工集团集团提供的资料整理、绘制

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。近三年圆钢采购数量呈减少趋势，2017 年为 8,886.93 吨，较上年减少 8.50%；线材采购数量逐年增长，2017 年为 5,266.42 吨，较上年增长 7.06%。价格方面，近两年钢铁市场回暖，钢材价格快速上涨，2017 年圆钢和线材采购价格分别同比增长 38.12% 和 53.91% 至 3,788.75 元/吨和 3,348.51 元/吨，2018 年上半年采购均价进一步上涨至 4,392.02 元/吨和 3,453.70 元/吨。2017 年公司民品前五大供应商分别为中国铁路物资股份有限公司、大冶特殊钢股份有限公司、江苏亿淮经贸有限公司、武安市裕华钢铁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 1.04 亿元，占当期采购总额的 17.76%。

**图表 11. 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
圆钢	金额（万元）	2,442.84	2,664.30	3,367.04	2,100.83
	数量（吨）	10,301.75	9,712.96	8,886.93	4,783.29
	价格（元/吨）	2,371.29	2,743.04	3,788.75	4,392.02
线材	金额（万元）	771.30	1,070.22	1,763.47	777.54
	数量（吨）	4,057.65	4,919.18	5,266.42	2,251.33
	价格（元/吨）	1,900.85	2,175.61	3,348.51	3,453.70

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，2017 年收入分别为 0.56 亿元、0.45 亿元和 0.57 亿元。公司不断开拓汽车压缩机配套市场，主要向汽车厂商、汽车零部件配套厂商及汽车维修厂商供货，主要客户有奇瑞、江淮和比亚迪等。未来公司将继续加大配套市场开拓力度，压缩售后市场的销售比例。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。由于塑料制品行业竞争激烈，公司近三年销售收入有限。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。

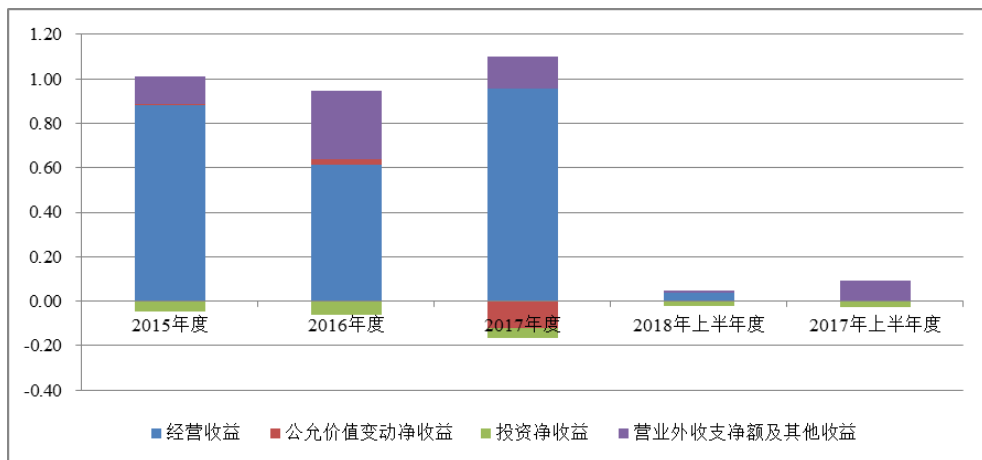
除上述业务外，该公司还经营房地产业务，目前开发项目仅为蚌埠市龙湖



湾沁园住宅项目<sup>2</sup>。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 6 月末，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，还有部分商铺待售，面积约为 1.78 万平方米。目前，公司无其他在建及拟建房地产项目，该业务可持续性存在不确定。

## (2) 盈利能力

图表 12. 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，营业外收入和其他收益为其盈利的补充。2015-2017 年公司分别实现营业毛利 4.36 亿元、4.49 亿元和 4.69 亿元，稳步增长。2017 年军品和民品业务分别贡献毛利 3.26 亿元和 0.72 亿元。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年	2017 年上半年
营业收入合计（亿元）	15.80	18.18	16.52	6.15	6.23
毛利（亿元）	4.36	4.49	4.69	1.78	1.68
其中：军工产品（亿元）	3.22	2.92	3.26	1.31	1.14
民用产品（亿元）	0.86	0.65	0.72	0.19	0.29
房地产（亿元）	-	0.54	0.24	0.06	0.09
期间费用率（%）	20.55	18.82	20.78	27.26	26.02
其中：财务费用率（%）	2.57	3.07	2.82	3.30	3.89
全年利息支出总额（亿元）	0.67	0.61	0.59	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.006	0.005	-	-

资料来源：根据军工集团所提供数据整理

<sup>2</sup> 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。

该公司期间费用规模较为稳定，2015-2017 年分别为 3.25 亿元、3.42 亿元和 3.43 亿元；期间费用率分别为 20.55%、18.82% 和 20.78%，2017 年因收入规模缩减同比有所上升。公司期间费用以管理费用为主，近三年管理费用占比达 70% 以上，2015-2017 年分别为 2.44 亿元、2.40 亿元和 2.48 亿元，主要由职工薪酬、研发费用及安全生产费构成。2015-2017 年公司资产减值损失分别为 0.21 亿元、0.19 亿元和 0.22 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，2015-2017 年分别为 0.17 亿元、0.68 亿元和 0.04 亿元，其中 2017 年另有 0.15 亿元与收益相关的政府补助计入其他收益。近三年公司投资收益为负，但金额较小，对利润不构成重要影响。

**图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（万元）	-0.05	-0.06	-0.05	-0.02	-0.03
营业外净收入（万元）	0.13	0.31	-0.005	-0.07	0.09
其他收益（万元）	-	-	0.15	0.08	-

资料来源：根据军工集团所提供数据整理

2018 年上半年，该公司营业收入同比减少-1.35%至 6.15 亿元，毛利率同比上升 1.97 个百分点至 28.99%。同期公司实现营业利润 956.14 万元，净利润 4.14 万元（2017 年上半年为 217.67 万元）。

### **(3) 运营规划/经营战略**

未来三年，该公司将坚持“保持军品领先地位，做强军品；开拓民品发展空间，做大民品”的发展战略，提高企业自主创新能力，促进军民品协调发展。军品方面，公司将持续优化调整产品结构，积极开拓市场新领域，推动军品向陆、海、空、火箭军等诸军兵种纵深和前沿需求领域发展；加大推进军贸产品的研发和市场开发力度；民品方面，公司将依托军品的技术和工艺装备优势，大力开发高科技含量、高性能、高附加值和有广泛发展前景的军转民项目，持续优化调整产品结构，扩大和增强核心产品的竞争优势，全力拓展新的市场领域，促进市场分布的多元化，增强市场抗风险能力。

目前该公司主要投资项目为红星机电新火工区和公共交通安全军民融合产业园项目，均于 2016 年开工建设，建设周期在 2-3 年。上述项目概算投资额合计 6.00 亿元（其中红星机电新火工区为 3.80 亿元），截至 2018 年 6 月末累计已投资 0.95 亿元（其中红星机电新火工区为 0.80 亿元），公司计划在 2018 年下半年投入 0.86 亿元。公司现有在建项目数量不多，投资总规模一般。

**图表 15. 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
红星机电新火工区	2016年7月	2020年	3.80	0.80
公共交通安全军民融合产业园项目	2016年3月	2019年3月	2.20	0.15

资料来源：根据军工集团所提供数据整理（截至2018年6月末）

该公司下属子公司长城军工于2018年8月完成A股上市（证券代码：601606），首次公开发行股票14,800万股人民币，发行价格3.33元/股，募集资金净额为4.55亿元。此次发行后，长城军工总股本增至72,423万股，公司对其持股比例由74.02%降至58.89%。募集资金主要投向4个军工项目（如图表13所示），预计总投资4.56亿元。

**图表 16. 长城军工 IPO 募投项目（单位：亿元）**

项目名称	实施主体	预计总投资	项目备案及核准情况	项目环评情况
迫击炮弹及光电对抗弹药系列产品生产能力建设项目	神剑科技	1.52	科工计(2013)420号、科工计(2015)272号、科工计(2017)351号	合肥市环建审(2012)278号
便携式单兵火箭系列产品生产能力建设项目	方圆机电	1.29		蚌环许(2012)322号
引信及子弹药系列产品生产能力建设项目	东风机电	1.00		合肥市环建审(2013)8号
高强度锚固体系技术升级扩能改造项目	金星预应力	0.75	合肥市发改(2012)354号	合肥市环建审(2012)279号
<b>合计</b>	-	<b>4.56</b>	-	-

资料来源：根据长城军工公开资料整理

## 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。因火工品具有较高危险性，公司存在一定安全生产风险。

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少，对其整体财务状况、经营成果的影响小。

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。但在实际操作过程

中，公司仍不能完全避免不可抗力等极其特殊情况造成的突发安全生产事故。2016 年以来下属子公司先后发生“11·8 安全事故”和“2·4 安全事故”，造成经济损失约 3,270 万元，存在一定的安全生产风险。

根据该公司本部及子公司神剑科技、红星机电提供的 2018 年 6 月 1 日，子公司长城军工、东风机电及安徽金星预应力工程技术有限公司提供的 2018 年 5 月 29 日的《企业信用报告》，跟踪期内上述公司不存在信贷违约情况。根据企业提供信息及公开信息，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，财务杠杆保持在较合理水平，且存货多有订单支撑。2017 年公司经营性现金净流入有所减少，但持有的货币资金及未被抵押土地可为债务偿付提供缓冲。跟踪期内公司子公司长城军工完成 A 股上市，公司资本实力和融资能力得到进一步增强。总体来看，公司偿债压力可控。

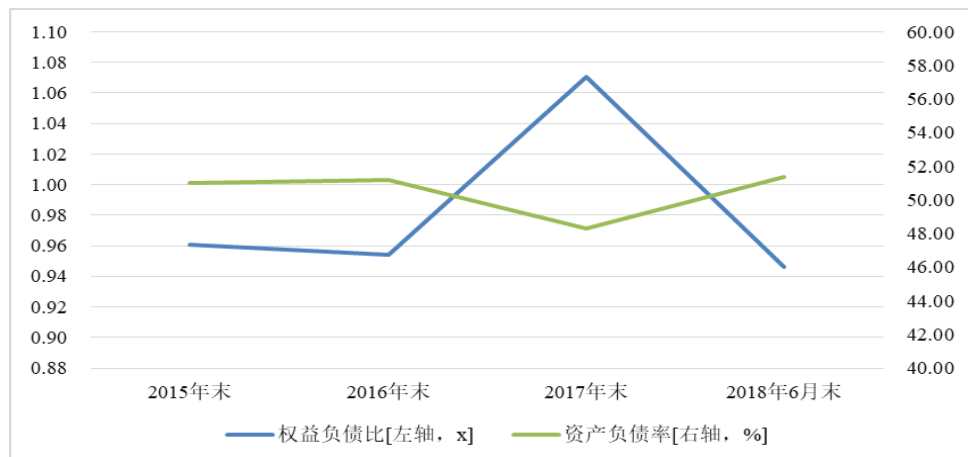
### 1. 数据与调整

北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

2017 年该公司合并范围内因安徽东风工程机械有限责任公司被吸收合并而减少子公司 1 家。截至 2017 年末，公司合并范围内子公司数量为 20 家。

#### (1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势

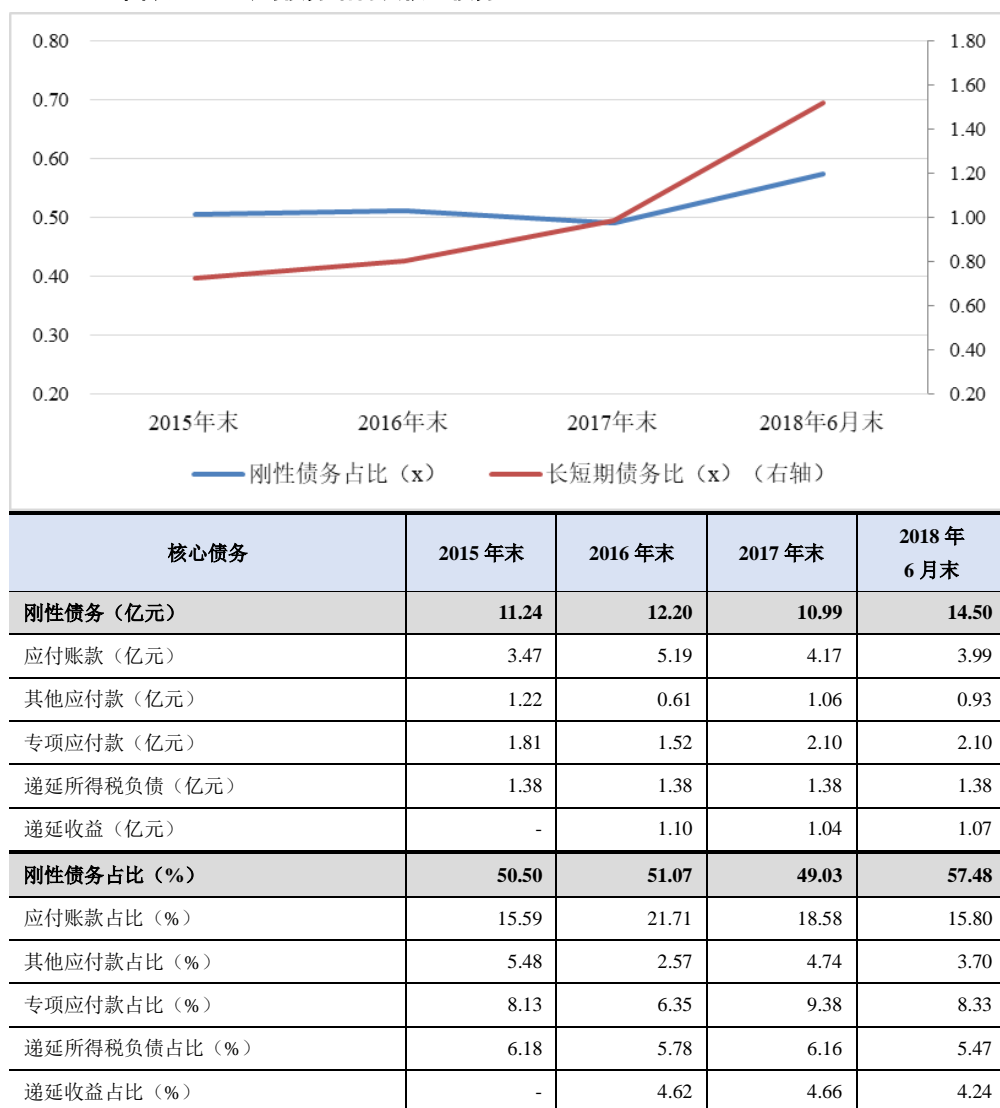


资料来源：根据军工集团所提供数据绘制

该公司债务控制情况良好，2015-2017 年末公司负债总额分别为 22.26 亿元、23.89 亿元和 22.42 亿元。同期末，公司所有者权益分别为 21.39 亿元、22.79 亿元和 24.01 亿元，得益于稳定的经营积累而保持增长。其中，实收资本保持不变，资本公积金逐年递增，二者占净资产比例约为 37%；公司未分配利润金额较大，2017 年末占净资产比重为 40.85%。2015-2017 年末，公司资产负债率分别为 51.00%、51.17%和 48.29%，较为稳定。因发行公司债券，2018 年 6 月末公司负债总额较年初增长 12.53%至 25.23 亿元，资产负债率升至 51.39%，但仍保持在合理水平。

## (2) 债务结构

图表 18. 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、递延所得税负债和递延收益构成。除刚性债务外，2015-2017 年末，公司应付账款分别为 3.47 亿元、5.19 亿元和 4.17 亿元，主要为应付货款及工程设备款等。同期末公司其他应付款分别为 1.22 亿元、0.61 亿元和 1.06 亿元，主要系单位

往来款及收到的拆迁费用。专项应付款主要为安全及技术改造等中央预算内投资项目拨付，2017 年末为 2.10 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，近三年末均约为 1.38 亿元。递延收益主要系东风机电新机区新建资产项目补偿款，2017 年末为 1.04 亿元。2018 年 6 月末，上述主要负债科目未有明显变动。

### (3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>6.24</b>	<b>6.58</b>	<b>5.22</b>	<b>4.66</b>
其中: 短期借款	5.16	4.90	3.74	3.49
一年内到期长期借款	-	-	0.02	0.02
应付票据	1.03	1.58	1.36	0.91
应付利息	0.05	0.10	0.10	0.25
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>5.00</b>	<b>5.62</b>	<b>5.77</b>	<b>9.84</b>
其中: 长期借款	0.00	0.62	0.77	0.84
应付债券	5.00	5.00	5.00	9.00
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	<b>5.86</b>	<b>5.20</b>	<b>5.06</b>	-

资料来源: 根据军工集团所提供数据整理

注: 综合融资成本为根据公司提供数据估算得出

该公司刚性债务规模变化不大, 2015-2017 年末分别为 11.24 亿元、12.20 亿元和 10.99 亿元, 在负债总额占比保持在 50%左右。从构成看, 2017 年末公司刚性债务由 4.53 亿元银行借款、1.36 亿元应付票据、5.00 亿元应付债券及 0.10 亿元应付利息构成。公司银行借款以短期借款为主, 年利率为 4.35%, 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 5.00 亿元的应付债券, 该期企业债于 2011 年发行, 期限为 7 年, 利率为 7.45%, 将于 2018 年 9 月 27 日到期。因发行 18 军工债, 2018 年 6 月末公司刚性债务较上年末增加 3.51 亿元至 14.50 亿元, 在负债总额占比上升至 57.48%, 其中短期刚性债务为 4.66 亿元。

从测算的结果来看, 近年来该公司融资成本呈下降趋势。

图表 20. 公司 2017 末银行借款及债券综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位: 亿元)

综合融资成本\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 年以上
1.2%	0.02	0.02	0.02	0.04	0.33
4%~5% (不含 5%)	3.74	-	-	0.36	-
5%~6% (不含 6%)	-	-	-	-	-
6%~7% (不含 7%)	-	-	-	-	-
7%以上	5.00	-	-	-	-



综合融资成本\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年以上
合计	8.75	0.02	0.02	0.40	0.33

资料来源：军工集团

## 2. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年上半年
营业周期(天)	344.15	304.11	328.95	-
营业收入现金率(%)	96.19	88.44	84.85	90.35
业务现金收支净额(亿元)	2.39	3.98	1.28	-0.77
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.66	-1.21	-0.45	1.10
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	1.73	2.76	0.82	0.33
EBITDA(亿元)	2.40	2.22	2.32	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.21	0.19	0.20	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	3.58	3.61	3.92	-

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

2015-2017年，该公司营业周期分别为344.15天、304.11天和328.95天，存货和应收账款周转速度均较慢。

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，2015-2017年分别为96.19%、88.44%和84.85%。同期公司经营性现金净流量为1.73亿元、2.76亿元和0.82亿元，主要受现金回笼情况欠佳影响，2017年经营性现金净流量较上年显著减少。2018年上半年，公司经营性现金净流入0.33亿元。

2015-2017年，该公司EBITDA分别为2.40亿元、2.22亿元和2.32亿元。2017年利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧的贡献分别为40.34%、25.32%和31.18%。2015-2017年，公司EBITDA分别为刚性债务的0.21倍、0.19倍和0.20倍；EBITDA对利息支出的覆盖倍数分别为3.58、3.61和3.92。公司EBITDA可对利息支出形成有效覆盖。

### (2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况(单位：亿元)

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年上半年

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年
回收投资与投资支付净流入额	0.00	-	-1.80	0.09
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	-0.66	-0.81	-0.96	-0.49
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.04	1.19	1.24	0.05
投资环节产生的现金流量净额	-0.62	0.38	-1.52	-0.34

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投入，2015-2017年资本性现金支出分别为0.71亿元、0.97亿元和0.96亿元。2016-2017年，公司分别收到其他与投资活动有关的现金1.19亿元和1.24亿元，主要系东风机电收到的新机加区新建资产项目补助款和红星机电老火工区收到的拆迁补偿款。2017年公司投资支付现金净流出1.80亿元，主要系购买理财产品。近三年一期公司投资性现金净流量分别为-0.62亿元、0.38亿元、-1.52亿元和0.34亿元。

### (3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年
权益类净融资额	-0.07	0.17	-0.09	0.00
债务类净融资额	-1.08	-0.24	-1.67	3.70
其中：现金利息支出	0.77	0.65	0.68	0.21
筹资环节产生的现金流量净额	-1.15	-0.07	-1.75	3.70

资料来源：根据军工集团所提供数据整理

该公司经营性现金流入基本可以满足投资资金需求。近三年新增借款与到期偿付金额大体相当。每年公司分配股利、利润及偿付利息的现金支出规模在7,000-8,500万元区间，2015-2017年筹资性现金流净额分别为-1.15亿元、-0.07亿元和-1.75亿元。2018年上半年，主要因发行公司债券，公司筹资性现金流净流入3.70亿元。

## 3. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年 6月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	19.74	22.56	22.21	24.79
	45.22	48.32	47.84	50.49
其中：货币资金（亿元）	4.60	7.67	5.55	4.00
应收账款（亿元）	5.91	6.06	6.53	6.58
预付款项（亿元）	1.26	1.22	0.98	0.97
存货（亿元）	7.28	6.51	5.79	6.29
其他流动资产（亿元）	-	0.01	1.82	5.52

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	23.91	24.12	24.21	24.31
	54.78	51.68	52.16	49.51
其中：固定资产（亿元）	10.19	9.95	10.21	10.06
投资性房地产（亿元）	9.66	9.66	9.52	9.51
无形资产（亿元）	2.32	2.27	2.60	2.66
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>0.69</b>	<b>1.10</b>	<b>0.65</b>	<b>0.39</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>1.58</b>	<b>2.36</b>	<b>1.40</b>	<b>0.80</b>

资料来源：根据军工集团所提供数据整理

2017 年末，该公司资产总额为 46.42 亿元，较上年基本持平。其中 2017 年末流动资产占比为 47.84%。2018 年 6 月末，公司资产总额较年初增长 5.75% 至 49.10 亿元，其中流动资产占比 50.49%。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成，2017 年末分别占流动资产的 24.99%、29.38% 和 26.06%。2017 年末公司货币资金同比减少 2.12 亿元至 5.55 亿元，其中受限金额为 0.57 亿元。2017 年末应收账款为 6.53 亿元，较上年末增长 7.63%，账龄较短，2 年以内的款项占比超过 80%，且已计提了 0.95 亿元的坏账准备。从应收对象来看，主要为军方、军工企业及中国铁建股份有限公司、中国中铁股份有限公司等央企，客户信誉良好，回收风险不大。2017 年末公司存货为 5.79 亿元，较年初减少 11.16%，主要因地产业项目陆续结转所致。此外，2017 年末公司预付款项较上年末减少 19.57% 至 0.98 亿元，主要为预付拆迁补偿款（尚未结算）；其他流动资产较上年末增加 1.81 亿元至 1.82 亿元，主要系购买 1.80 亿元银行理财产品。

2018 年 6 月末，该公司流动资产较年初增长 11.60% 至 24.79 亿元。其中，因购买理财产品，公司货币资金较年初减少 1.55 亿元至 4.00 亿元，其他流动资产较年初增加 3.70 亿元至 5.52 亿元。其他科目未有明显变动。

该公司非流动资产主要由投资性房地产及固定资产构成，2017 年末占非流动资产的比例分别为 42.17% 和 39.31%。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<sup>3</sup>，均以公允价值进行计量，根据安徽富友房地产土地评估有限公司出具的土地评估报告（(2018)皖富地(评)字第 047 号），4 宗合计约 12.99 万平方米的土地账面价值为 9.07 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，2017 年末为 10.21 亿元，其中净值 2.68 亿元房屋建筑物尚未办理房产证。此外，公司无形资产包括土地使用权和非专利技术，2017 年末为 2.60 亿元，较年初增长 14.27%，主要系土地使用权净增加 0.30 亿元。2018 年 6 月末，公司非流动资产结构未有重大变化。

受限资产方面，根据审计报告披露显示，2017 年末公司受限货币资金为

<sup>3</sup> 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。

0.57 亿元，占该科目的 10.36%，主要为银行承兑汇票保证金。此外，同期末公司使用权受限的资产还包括被冻结的银行存款 230 万元和被质押的银行承兑汇票 505 万元。

#### 4. 流动性/短期因素

**图表 25. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	153.11	169.96	196.75	247.76
速动比率 (%)	86.86	111.69	136.80	175.27
现金比率 (%)	37.08	60.36	53.66	49.87

资料来源：根据军工集团所提供数据整理

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 196.75% 和 136.80%，流动资产对短期债务的覆盖处于较高水平。公司现金类资产较充裕，2017 年末现金比率为 53.66%。

#### 5. 表外事项

截至 2018 年 6 月末，该公司无对外担保事项。

#### 6. 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。2017 年末，本部总资产为 19.99 亿元，总负债为 8.71 亿元，所有者权益为 11.28 亿元。2017 年末，本部货币资金较上年末减少 2.10 亿元至 0.66 亿元，主要系 1.80 亿元银行理财产品重分类至其他流动资产科目。2017 年，本部实现营业收入 107.57 万元，净亏损为 3,487.88 万元，经营性现金流量净额为 977.29 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公司。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。2015 年以来，公司共有 15 个项目获得立项，近三年收到科研、条件保障及批产改造各类经费共计 1.09 亿元。

### 2. 国有大型金融机构支持

该公司收入和现金流规模较为稳定，近年来与各大银行有良好的合作关

系，2018年6月末获得银行综合授信额度20.00亿元，其中16.51亿元未使用。

**图表 26. 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）	20.00	3.49	4.35%-4.80%	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.48	0.48	1.20%	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	1.00	1.40	4.35%	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.40	53.87	-	-

资料来源：根据军工集团所提供数据整理（截至2018年6月末）

## 跟踪评级结论

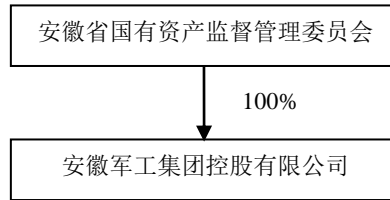
该公司为我国大型地方军工企业，主业突出。公司部分军品在细分市场有较强的竞争优势，跟踪期内收入较稳定，盈利能力较好，且能持续得到科研经费拨付等支持。而公司多数民品规模小，面临较大的经营压力，同时受钢价上涨影响，近三年盈利能力持续下降。

跟踪期内，该公司债务控制情况良好，财务杠杆保持在较合理水平，且存货多有订单支撑。2017年公司经营性现金净流入有所减少，但持有的可动货币资金及未被抵质押土地可为债务偿付提供缓冲。跟踪期内公司子公司长城军工完成A股上市，公司资本实力和融资能力得到进一步增强。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）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；（4）资本性支出压力。

附录一：

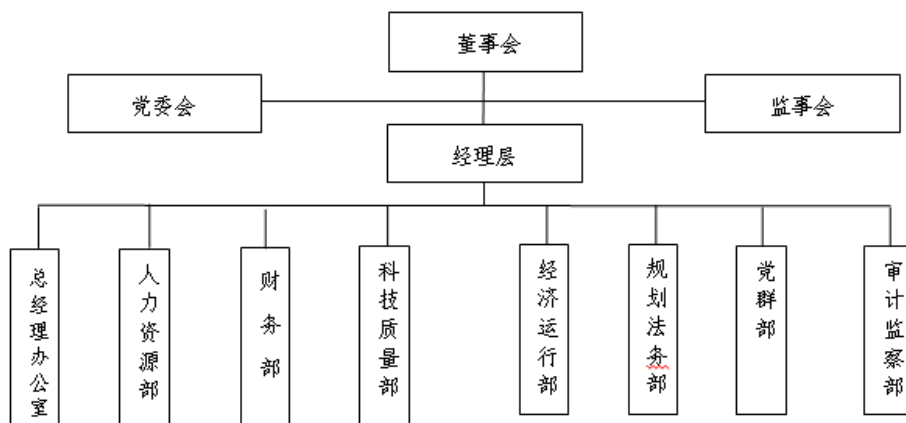
公司与实际控制人关系图



注：根据军工集团提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）

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 6 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	2017年(末)主要财务数据				
					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	-	股权管理	5.58	11.28	0.01	-0.35	0.10
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	6.46	16.75	14.90	1.15	0.68
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	1.12	4.98	5.33	0.46	0.71
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	0.41	3.47	3.62	0.40	-0.13
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	2.91	4.38	2.93	0.21	0.05
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	0.50	3.09	1.53	0.22	-0.42
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	军品及民品的研 制、生产销售	1.49	1.14	2.79	-0.04	0.03
安徽长城置业发展有限公司	长城置业	重要子公司	100	锚具生产	0.00	1.51	1.07	0.06	0.37

注：根据军工集团2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；上表中公司本部对长城军工持股比例截取时间为2018年8月6日。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年
资产总额 [亿元]	43.65	46.68	46.42	49.10
货币资金 [亿元]	4.60	7.67	5.55	4.00
刚性债务[亿元]	11.24	12.20	10.99	14.50
所有者权益 [亿元]	21.39	22.79	24.01	23.87
营业收入[亿元]	15.80	18.18	16.52	6.15
净利润 [亿元]	0.77	0.70	0.80	0.00
EBITDA[亿元]	2.40	2.22	2.32	-
经营性现金净流入量[亿元]	1.73	2.76	0.82	0.33
投资性现金净流入量[亿元]	-0.62	0.38	-1.52	-0.34
资产负债率[%]	51.00	51.17	48.29	51.39
权益资本与刚性债务比率[%]	190.25	186.85	218.39	164.59
流动比率[%]	153.11	169.96	196.75	247.76
现金比率[%]	37.08	60.36	53.66	49.87
利息保障倍数[倍]	2.44	2.43	2.57	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	344.15	304.11	328.95	-
毛利率[%]	27.60	24.71	28.40	28.99
营业利润率[%]	5.30	3.17	5.69	1.55
总资产报酬率[%]	3.82	3.31	3.27	-
净资产收益率[%]	3.70	3.16	3.40	-
净资产收益率*[%]	2.84	3.04	2.41	-
营业收入现金率[%]	96.19	88.44	84.85	90.35
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.67	21.13	6.70	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.04	13.63	-3.00	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.58	3.61	3.92	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.19	0.20	-

注：表中数据依据军工集团经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年上半年财务数据整理、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。