

中国北方工业有限公司公司债

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：黄仁昊 rhhuang@ccxi.com.cn

项目组成员：王君鹏 jpwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1093 号

中国北方工业有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“22 北方 01”、“21 北方 01”和“19 北方 03”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中国北方工业有限公司（以下简称“北方工业”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 北方 01”、“21 北方 01”和“19 北方 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东实力极强，军贸业务稳步发展，海外石油资源优势显著、收入及利润规模不断增长、融资渠道畅通、偿债能力很强等因素对其整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注公司面临贸易、汇率和国际政治风险以及杠杆比率上升等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

北方工业（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,199.65	1,165.34	1,285.57	1,298.42
所有者权益合计（亿元）	517.59	448.10	445.31	454.45
总负债（亿元）	682.05	717.24	840.26	843.97
总债务（亿元）	361.35	360.42	408.85	437.90
营业总收入（亿元）	2,128.33	2,209.36	2,346.24	638.56
净利润（亿元）	58.44	61.61	63.53	16.05
EBIT（亿元）	117.21	98.75	100.72	--
EBITDA（亿元）	168.11	146.69	151.88	--
经营活动净现金流（亿元）	72.57	67.21	66.04	15.58
营业毛利率(%)	5.97	5.95	5.86	5.07
总资产收益率(%)	10.42	8.35	8.22	--
资产负债率(%)	56.85	61.55	65.36	65.00
总资本化比率(%)	41.11	44.58	47.87	49.07
总债务/EBITDA(X)	2.15	2.46	2.69	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.50	7.86	11.94	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **股东实力极强，军贸业务稳步发展。**公司股东包括中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵工集团”）、中国兵器装备集团有限公司和中国国新控股有限责任公司，实际控制人为国务院国资委，股东实力极强。公司是我国最大的防务产品贸易商，在军贸行业处于领先地位。

■ **海外石油资源优势显著。**截至 2022 年 3 月末，公司在海外以参、控股形式共获得 1 块勘探油气田项目和 7 块可开发生产油气田项目，合计产能 1,000 万吨，优质的石油资源储备对板块收入贡献较为稳定。

同行业比较

2021 年（末）部分军工装备企业主要指标对比表					
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率(%)	经营活动净现金流（亿元）
兵工集团	5,275.42	178.22	4,861.74	59.09	339.77
北方工业	2,346.24	63.53	1,285.57	65.36	66.04

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 北方 01	AAA	AAA	2022/02/17	10	10	2022/03/03~2027/03/03 (3+2)	回售、赎回、票面利率选择权
21 北方 01	AAA	AAA	2021/07/09	20	20	2021/07/20~2024/07/20 (2+1)	回售、赎回、票面利率选择权
19 北方 03	AAA	AAA	2021/06/25	20	20	2019/10/14~2022/10/14	--

注：债券余额为截至 2022 年 3 月末数据。

■ **收入及利润规模稳中向好发展。**受益于公司石油及民贸等业务规模不断扩张，2021 年营业总收入规模保持增长态势；同时，得益于上述业务的稳定运营及投资收益的良好补充，当年净利润规模亦持续上升。

■ **融资渠道畅通，偿债能力很强。**公司银行授信充足，且下属上市子公司北方国际合作股份有限公司资本市场融资渠道较为畅通，财务弹性良好。同时，公司货币资金充足，受限比例较低，对短期债务的覆盖程度较高，偿债能力很强。

关注

■ **产品价格周期波动带来一定的贸易风险。**受经济周期影响，原油、铜等大宗商品价格波动明显，公司油、矿产品业务中贸易收入占比较高，价格大幅波动可能对其收入及盈利水平产生一定影响。

■ **面临一定汇率风险和国际贸易政治风险。**由于公司业务主要集中在国际市场，包括政局不稳定的中东及北非地区，面临一定汇兑风险和国际贸易政治风险。同时，近年来国际贸易摩擦加剧，公司贸易业务或将受到一定冲击。

■ **杠杆比率有所上升。**随着公司持续推进在建项目建设，对外部融资力度较大，总债务呈增长趋势，加之所有者权益有所下降，2021 年以来杠杆比率进一步上升。

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。

■ **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。

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。

募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月末，本次跟踪债券募集资金已按募集说明约定的用途使用，且已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区

域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此

前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

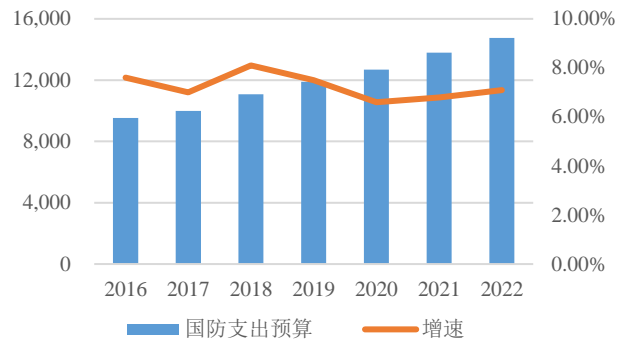
中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年以来，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，军工行业仍有较大发展空间

近年来，我国经济实力和综合国力显著增强，军费开支也保持增长态势，2021年全国财政安排国防支出预算为13,795.44亿元，增长率为6.8%；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和新一代武器装备换代的全面开展，国防支出进一步增加，2022年全国财政安排国防支出预算为14,760.81亿元，较上年增长7.1%；但我国国防费用占GDP的比例仍处于低位，具有较大提升空间。从我国军费的结构来看，人员生活费、训练维持费各占比接近30%，装备采购费占比在40%左右，近年来武器装备正处于更新换代中。未来，军事战略作为大国竞争的重要部分之一，在国家综合国力、安全环境和全球战略形势深刻变化的大背景下，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，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。

图1：近年来中国国防支出预算及增速情况（亿元）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从未来发展来看，我国军民结合、寓军于民的发展格局已基本形成，国防科工局亦会同有关部门在研究制定相关政策推动国防科技成果转化，促进高精尖技术“军转民”，提振市场活力，军民结合优势产品正在形成新的经济增长点。此外，政府近年来已相继出台一系列政策鼓励军民融合发展，例如完善武器装备竞争性采购制度、健全市场准入制度、加强军民通用标准研究、完善军产学研协同创新及科技资源开放共享机制等，营造了军民融合发展的良好环境，支持民营企业进入国防建设领域。

2021年，国际原油价格整体保持回升趋势，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，行业景气度处于较好水平

2021年以来，在OPEC+执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势。具体来看，2021年原油价格波动与疫情的反复密切相关，2021年3月末，全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压。各国石油部长决定5月起逐步放松减产，但因增量仍无法覆盖全球石油产品需求增长幅度，原油供需处于紧平衡状态，美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货和布伦特原油期货价格维持高位震荡。受德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，原油价格暴跌；随后受美国飓风影响，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，原油价格快速回升；2021年10月26日，

WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至 84.65 美元/桶和 86.40 美元/桶，达到全年最高水平。但受奥密克戎毒株的快速传播影响，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 68.11 美元/桶和 70.95 美元/桶，同比分别大幅上涨 28.53 美元/桶和 12.49 美元/桶。近期随着俄乌冲突的不断演化，国际原油价格急速走高，2022 年 3 月 8 日，WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别攀升至 123.7 美元/桶和 127.98 美元/桶。俄罗斯作为国际原油第二大出口国，在 OPEC+增产有限，伊朗核谈未有实质性进展的背景下，俄乌冲突使得未来国际原油价格走势存在较大不确定性。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021 年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升 52.42%。总体来看，2021 年化工行业主要原材料和产品价格整体上涨，且原油价格的大幅提高及需求增加等令主要化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上涨的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

表 1：我国原油、天然气产品产量统计
(万吨、亿立方米、%)

产品	2020		2021	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	19,897.6	2.4
天然气	1,888.5	9.8	2,052.6	8.2
原油加工量	67,440.8	3.0	70,355.4	4.3

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

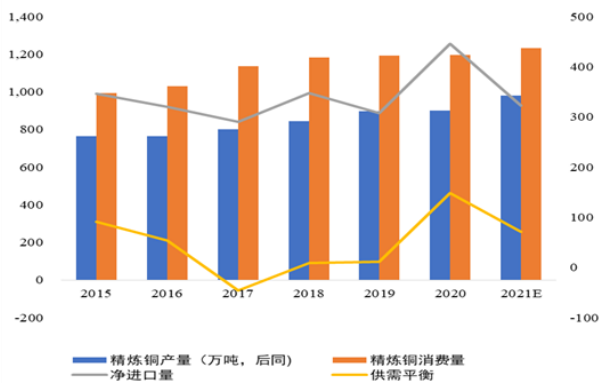
2021 年以来全球铜精矿产量同比小幅增加，随着部分项目建成投产，铜精矿供应有望实现恢复性增长；光伏、新能源等领域对于铜仍有较大新增需求；2021 年以来受流动性宽松等因素影响，国际国内铜价整体呈上升趋势，价格重心大幅上移

2021 年以来，铜精矿整体供应仍有所短缺，也是铜价走高的基本面因素之一。但随着疫情的逐步缓解，海运交通的有序恢复，企业复工复产的逐步推进，铜价整体的上行和较好的盈利预期使得行业的资本开支维持正常水平，主流铜企较大在建项目相继投产释放产能，铜精矿短缺量较上年收窄。根据不同市场机构的预测，2022 年全球市场将新增矿山产铜产量为 90~110 万吨。但由于上述项目资本开支计划较高，对企业资金平衡提出较高挑战，考虑到全球疫情和宏观经济的不确定性，以及高铜价对新增产能刺激的滞后性，新建和扩产项目存在不及预期的可能性。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国铜精矿自给率自 2011 年持续走低，进口依赖度逐步增强。据安泰科预估，2021 年中国铜精矿产量约 170 万吨，进口量约 590 万吨，自给率 22.4%。

冶炼方面，根据国家统计局数据，2021 年国内精炼铜产量为 1,049 万吨，同比增长 7.4%，增速基本持平。2021 年受益于硫酸价格提升和年末的加工

费上升，企业生产积极性提高，在三季度以来局部地区限电限产的制约影响下，全年开工率仍保持在一定水平，冶炼厂整体盈利能力尚可，精炼铜产量保持增加。从冶炼产能扩张来看，尽管年内仍有一些新项目拟投入运营，但本轮中国冶炼厂产能扩张（2018~2022年）或已接近尾声，资源瓶颈、利润约束、环保限制或将对产能扩张产生更强的阻力。在精炼铜产量增幅放慢且需求有支撑的背景下，安泰科计2022年精炼铜供需平衡为61万吨，较2020年的149万吨大幅改善。

图3：近年来我国精炼铜供需平衡情况（万吨）

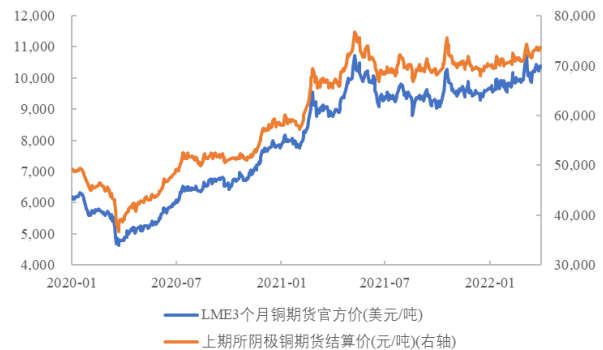


资料来源：安泰科，中诚信国际整理

下游需求方面，中国为全球第一大铜消费国，占比持续增长，2021年达到59%，预计未来将维持在55%以上。在疫情逐步缓和全球流动性宽松的背景下，IMF预测2021年全球铜消费量进一步增长4.5%至2,611.4万吨，国内消费量亦在2021年实现增长。铜的下游主要以电力投资，房地产产业及相关的家电产业链和汽车制造等为主。十四五期间，能源转型带来的电力投资将使得其固定资产投资维持在较高水平。而光伏及风电对领域新增投资均有望对铜需求形成支撑。在大城镇化背景下，房屋的新增、刚需盘、置换需求多重影响下，较大的市场容量仍将持续对房地产狭义端房屋配置及广义端下游家装产业链对于铜的需求起到支撑作用。2021年国内新能源汽车产量367.70万辆，同比增长145.60%。新能源汽车在能源转型过程中将保持较快的产出增速，且新能源汽车单车用铜量显著高于传统汽车，汽车产业用铜量仍将持续增长。

价格方面，2021年初以LME3月期铜为表征的铜价整体呈上升趋势，此后铜价维持宽幅震荡的行情，最低于八月中旬降至8,783.50美元/吨，最终2021年末铜价收于9,681.00美元/吨。2021年LME三月期铜均价为9,290美元/吨，同比上涨50.34%，尽管全年价格有所振荡，但价格重心仍大幅上行。沪铜期货结算价格与伦铜走势基本一致，无较为明显的滞后。5月中下旬之后，原材料暴涨加剧下游企业经营压力，国家发改委等部门召开会议表明要做好保供稳价工作，并于年内合计抛储11万吨，带来铜等大宗产品价格短暂回调。但10月电力供应紧张进一步拉高国内铜价，随着保供政策的落地和电力供应的逐步恢复，铜价震荡下行。2022年2月以来，俄乌战争爆发，全球能源危机及通胀抬升压力增加，市场多头情绪高涨，2022年第一季度LME和沪铜三月期铜均价分别为9,962美元/吨和71,479元/吨，分别同比增长17.63%和13.62%。但3月美联储如期启动加息25基点，美元走强及美联储收紧货币对铜价存在一定压制，仍需关注整体价格震荡风险。

图4：近年来LME三个月期铜和沪铜期货价格走势



资料来源：Wind，中诚信国际整理

跟踪期内，公司产权结构稳定，高管存在人员变动

2021年以来，公司产权结构保持稳定，控股股东为兵工集团，实际控制人为国务院国资委。此外，跟踪期内，公司一位董事和一位监事发生变更，但整体治理情况未发生重大变化。

公司是我国最大的防务产品贸易商，在军贸行业中处于领先地位

公司核心军贸业务直接由公司本部经营，面向国际军贸市场开发高新技术防务产品，根据用户需求提供系统解决方案，在国际军贸市场享有良好声誉。公司是我国最大的防务产品贸易商，在军贸行业中处于领先地位。公司传统贸易集中在非洲及东南亚区域，随着国际局势的变化及装备水平的进步，中东地区逐步成为公司重要军贸市场，且在南美地区也有一定市场份额。近年来，公司该板块毛利率基本保持稳定，核心业务盈利能力较强。

2021年，随着行业需求回暖，原油价格整体呈上升态势，石油板块业务收入规模保持高位

2021年以来，随着行业需求回升，国际原油价格呈震荡上涨趋势，带动公司石油板块业务收入同比增至1,602.03亿元，收入规模仍保持高位。

公司的石油业务主要经营主体为振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”），主营海外油田勘探开发和石油贸易，是公司收入和利润的重要来源。振华石油是国家发改委海外油气资源开发协调小组成员之一，也是中哈、中委、中科、中俄、中巴政府能源合作委员会成员企业，在中国获取海外油气资源布局中具有重要意义，在海外油气勘探开发方面具有明显竞争优势。截至2021年末，公司在海外以参、控股形式共获得1块勘探油气田项目和7块可开发生产油气田项目，合计产能约1,000万吨。

原油和成品油贸易方面，公司目前与中石化、中石油、中海油、摩科瑞、BP、壳牌、道达尔及主要产油国国家石油公司建立了长期稳定的业务合作关系。公司贸易量和贸易额在中国石油企业中位居前列，2021年由于原油价格上涨较快，国内企业减少石油库存，石油贸易业务进口贸易和转口贸易量分别降至1,590万吨和4,611万吨。

公司矿产资源保有量位居国内前列，铜钴产品销售及贸易情况良好，该板块收入基本保持稳定

公司的矿产品业务经营主体为北方矿业有限

责任公司（以下简称“北方矿业”），从事海外矿产资源地质勘查、开采、矿石加工、冶炼、矿产品贸易、矿业及相关产业投资运作等业务，拥有2个铜钴矿、1个铂钯矿的探矿权和采矿权。近年来收入规模保持稳定，2021年矿业资源板块实现收入366.34亿元，同比略有下降。

目前公司初步建成了一批铜、钴、铂族贵金属等大型矿产资源开发基地。截至2021年末，公司保有有色金属资源储量为铜260万吨、钴53万吨、铂金0.26万吨，资源占有量位居国内矿业公司前列。

表2：近年来公司铜、钴原矿产量

矿产品	2019	2020	2021	2022.1~3
铜金属（万吨）	18.50	21.80	9.80	2.19
钴金属（吨）	4,753	5,474	8,193	3,415

资料来源：公司提供

表3：近年来公司矿产品收入（亿元）

矿产品收入	2019	2020	2021	2022.1~3
自产品	62	67	84	16
贸易品	243	307	326	90

资料来源：公司提供

销售方面，铜、钴等矿产品一般采用LME、MB价格加点的方式计价。近年来，钴金属产量逐年增长，铜金属2021年产量有所下降，但随着市场价格的上涨，公司自产销售及贸易业务合计收入仍保持在一定规模。

国际工程业务规模稳步提升，市场分布于亚非等国家和地区，面临一定的汇率波动和地缘政治风险

国际工程业务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”）。截至2021年末，公司合计持有北方国际55.34%的股权。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，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几十个大中型工程项目，并积极参与投资类项目。

北方国际近年来积极开拓新市场，在孟加拉、

尼泊尔以及莫桑比克、尼日利亚、南苏丹等非洲南部国家实现业务拓展。截至 2021 年末，北方国际累计签约境外项目 63 项，项目金额合计 188.69 亿美元，其中已签订重大销售合同但尚未完工 EPC 项目共计 18 项，未完工部分金额 232.63 亿元；同期末，在执行项目稳步推进，巴基斯坦轨道交通橙线运维项目累计确认收入 40.02 亿元，孟加拉博杜阿卡利 1,320MW 燃煤电站项目累计确认收入 49.18 亿元。中诚信国际关注到，公司国际工程项目主要位于巴基斯坦、埃塞俄比亚、哈萨克斯坦、伊拉克、肯尼亚、刚果（金）等亚非国家，存在一定的汇率波动和地缘政治风险。2021 年以来，重大 EPC 项目稳步推进，部分海外项目因疫情影响，工程施工受阻，国际工程板块收入同比下降；贸易业务受出口影响略微下滑，但北方国际积极拓展国内建筑工程和货运代理等多元化业务，带动当年营业总收入保持增长。

表 4：近年来北方国际收入板块情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
国际工程承包	56.12	36.85	34.51
国内建筑工程	4.27	0.75	3.00
货物贸易	34.25	73.38	70.07
货运代理	3.16	4.90	7.93
金属包装容器销售	10.15	10.43	11.62
发电	2.00	1.61	2.29
其他	0.64	0.59	1.07
营业总收入	110.60	128.51	130.50

注：数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告以及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 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期数据均为财务报告期末数。

公司收入规模保持增长，费用管控能力较强，利润规模逐年上升，盈利能力处于较好水平

公司主营业务包括军贸业务、石油业务、矿产

品业务、国际工程业务和民品业务五大板块，其中石油业务系其最主要的收入来源，占营业总收入比重维持在 65% 以上。随着公司石油业务、国际工程及民品业务规模逐步扩张，2021 年公司营业总收入仍保持增长。2022 年一季度，公司营业总收入同比增长 14.41% 至 638.56 亿元。

营业毛利率主要受民品业务、石油业务和矿产品业务毛利率变化而略有波动。2021 年，由于国际油价上涨，石油板块毛利率小幅增长；受益于国际工程合同结构调整及部分项目毛利率较高，国际工程业务毛利率有所增长，但其对整体利润贡献有限；由于军民品贸易业务毛利率的下降，带动公司整体毛利率较上年略有减少。2022 年一季度，受合同结构调整等影响，公司营业毛利率有所波动，但仍维持在一定水平。

表 5：近年来公司分板块收入情况（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
民品业务及其他	157.83	214.42	247.62	46.39
石油业务	1,573.54	1,504.15	1,602.03	462.01
矿产品业务	304.55	373.58	366.34	106.06
国际工程业务	84.36	111.45	125.89	23.23
其他	8.05	5.76	4.36	0.87
营业总收入	2,128.33	2,209.36	2,346.24	638.56
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
民品业务及其他	37.48	32.35	21.51	25.22
石油业务	1.35	1.48	1.98	1.73
矿产品业务	8.31	8.01	9.70	8.42
国际工程业务	16.65	7.29	10.79	13.43
营业毛利率	5.97	5.95	5.86	5.07

注：合计数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2021 年以来，由于部分运输费用调整至营业成本，销售费用大幅下降，但同时公司加大投资研发力度，研发费用逐年增加；受债务规模、融资成本、利息收入及汇兑损益等多方面因素影响，财务费用有所波动，2021 年结构性存款、理财产品等资金收益调整至投资收益，使得利息收入同比减少较多，公司财务费用有所增加。但跟踪期内，公司整体期间费用率较低，费用管控能力较强。

利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，近年来经营性业务利润略有波动；2021年，以坏账损失和存货减值损失为主的资产减值损失对当年利润有所侵蚀；同时，投资收益主要来自长期股权投资以及金融资产投资收益，2021年公司处置北方爆破科技有限公司等长期股权投资，带动当年投资收益增长较多，对利润形成较好补充，利润总额保持增长。盈利指标方面，当年折旧同比增加，EBITDA亦有所增长，由于营业总收入增幅更大且资产规模保持高位，当年EBITDA利润率及总资产收益率小幅下滑，但公司盈利能力整体稳定，仍处于较好水平。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
期间费用合计	53.14	51.42	55.72	9.95
期间费用率(%)	2.50	2.33	2.37	1.56
经营性业务利润	72.20	78.79	76.20	20.85
投资收益	7.60	10.40	16.71	2.85
资产减值损失	-0.24	11.38	6.04	0.03
利润总额	80.11	82.24	88.00	23.85
EBITDA 利润率(%)	7.90	6.64	6.47	--
总资产收益率(%)	10.42	8.35	8.22	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产、负债规模逐年增长，债务期限结构处于合理水平，2021年以来财务杠杆有所上升

近年来，随着经营规模的扩大，公司资产规模持续增长。流动资产主要由货币资金、各类应收款项、预付款项、存货及交易性金融资产等构成，受益于经营获现的积累，货币资金规模持续上升，截至2021年末受限部分占比11.15%，保持了较好流动性；此外，2021年以来，公司货币资金充裕，使用临时性闲余资金购买银行理财、结构性存款等低风险浮动收益产品，带动交易性金融资产快速上升。随着振华石油贸易业务的减少，当年末存货规模同比下降；但由于适用新收入准则，其贸易业务收入确认时点发生变化，形成较多应收款项。公司非流动资产有所下降，其中年末固定资产规模减少；可供出售金融资产包括公司对兵工集团内部企业投资为主的其他权益工具投资，近年来保持在一

定规模；2021年以来，长期股权投资增长较多，主要系公司新增对安徽江南化工股份有限公司等企业的投资。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	302.22	305.57	330.60	295.89
交易性金融资产	0.00	2.02	64.10	98.90
应收款项	99.23	102.91	198.50	199.76
预付款项	69.82	66.93	53.69	61.49
存货	136.61	140.77	121.22	122.38
流动资产	663.72	681.30	821.85	844.34
可供出售金融资产	53.77	53.26	47.77	47.02
油气资产	208.47	113.54	102.76	97.78
固定资产	90.35	133.67	104.70	102.15
在建工程	47.50	36.05	23.45	19.04
长期股权投资	17.45	17.70	52.44	53.48
非流动资产	535.92	484.03	463.72	454.08
总资产	1,199.65	1,165.34	1,285.57	1,298.42

注：应收款项包括应收账款、应收票据和应收款项融资；可供出售金融资产包含其他权益工具投资和其他非流动金融资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年以来，负债总额保持增长。具体来看，随着公司业务规模扩大、收入确认时点的改变，应付账款显著增长，加之短期借款同比上升，带动公司流动负债保持增长。有息债务方面，跟踪期内总债务规模持续增长，2022年3月末短期债务占比升至54.72%，但期限结构仍处于合理水平。

随着未分配利润及少数股东权益的变化，2021年末所有者权益规模下降，加之有息债务的增长，跟踪期内公司财务杠杆水平有所上升。

表 8：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	124.57	57.97	103.11	164.10
应付账款	141.73	170.17	275.45	250.13
预收款项	95.63	100.96	70.91	75.11
一年内到期的非流动负债	12.12	83.03	75.54	66.99
流动负债	445.53	485.67	601.12	630.58
总负债	682.05	717.24	840.26	843.97
短期债务	146.25	157.82	192.02	239.62
总债务	361.35	360.42	408.85	437.90
未分配利润	127.62	108.15	81.81	94.40
少数股东权益	99.52	72.05	77.46	77.76
所有者权益	517.59	448.10	445.31	454.45
资产负债率(%)	56.85	61.55	65.36	65.00
总资本化比率(%)	41.11	44.58	47.87	49.07

注：预收款项含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现水平良好，投资支出保持在一定规模；2021年 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力增强，且货币资金对短债覆盖程度较高，整体偿债能力很强

由于部分原材料及贸易商品价格上涨，2021 年经营活动净现金流略有减少，但经营获现能力仍处于较好水平。随着公司将较多临时性闲余资金购买银行理财、信托和结构性存款等产品，2021 年投资活动现金净流出敞口仍处于较大规模。同时，公司 2021 年筹资活动现金净流入规模同比降低。

2021 年公司 EBITDA 略有增加，但由于债务规模增幅较大，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本金的保障能力略有弱化；而利息支出大幅下降，使得当期经营活动净现金流和 EBITDA 对债务利息的覆盖倍数均大幅上升。此外，公司货币资金充足，受限比例较低，近年来均能够完全覆盖短期债务，整体偿债能力很强。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	72.57	67.21	66.04	15.58
投资活动净现金流	-42.85	-66.43	-68.63	-47.26
筹资活动净现金流	22.69	44.57	16.23	5.19
总债务/EBITDA(X)	2.15	2.46	2.69	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.50	7.86	11.94	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.19	0.16	0.14*
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	1.94	3.60	5.19	--
(CFO-股利)/总债务(%)	12.08	11.57	7.09	--
货币资金/短期债务	2.07	1.94	1.72	1.23

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司偿债能力提供支持，或有事项风险小，受限资产比例较低

截至 2021 年末，公司本部共获得银行授信额度 608 亿元，其中未使用额度约占 70%，备用流动性充足；同时，公司下属北方国际为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 53.68 亿元，占当期末总资产的 4%左右，主要为保证金和为取得借款提供的抵押物等，受限规模较小。

截至 2021 年末，公司无对外担保，亦不存在影响正常经营的重大未决诉讼或仲裁。

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，报告期内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。

外部支持

实际控制人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

公司实际控制人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。

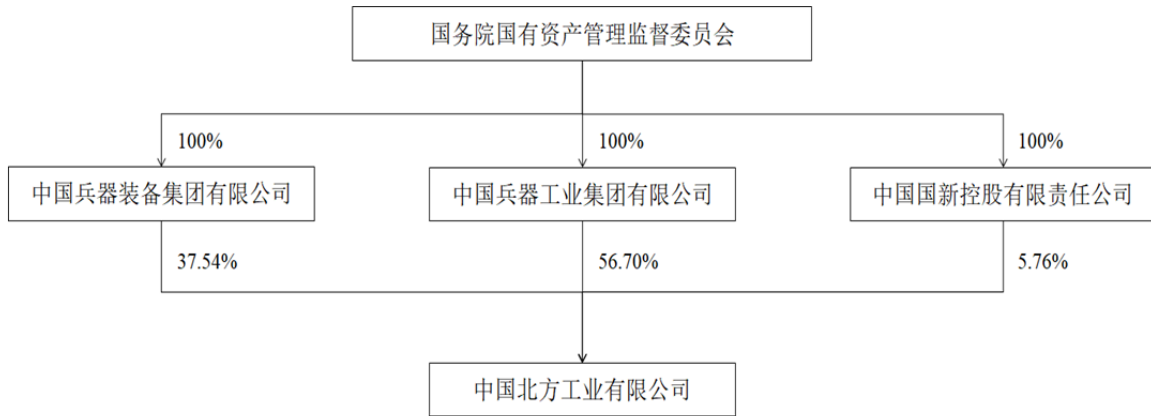
北方工业作为我国十大军贸企业之一，同时是兵工集团下属重要的军贸及海外资源业务运营主体，其石油业务亦与兵工集团下属的北方华锦化学工业集团有限公司主营业务具有较好的协同效应。同时，2021 年公司营业总收入占兵工集团比重约为 45%，净利润占比超过 35%。考虑到公司对兵工集团收入及利润的贡献较为可观，业务上亦发挥重要协同作用，兵工集团为公司提供外部支持的意愿很强。

评级结论

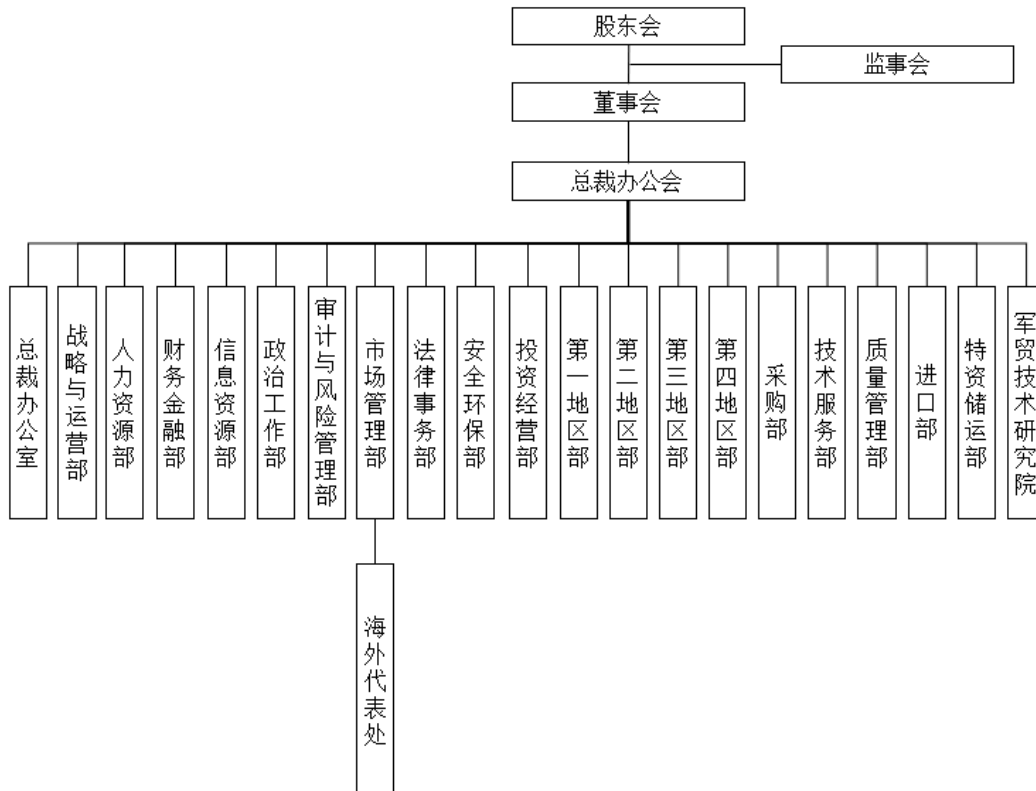
综上所述，中诚信国际维持中国北方工业有限

公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 北方 01”、“21 北方 01”和“19 北方 03”的债项信用等级为 **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 2021 年末）



子公司全称	简称	持股比例(%)
振华石油控股有限公司	振华石油	98.00
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
北方装备有限责任公司	北方装备	100.00
北京奥信化工科技发展有限责任公司	奥信公司	51.35
北方国际合作股份有限公司	北方国际	55.34
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：万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	3,022,164.37	3,055,657.48	3,306,016.46	2,958,928.00
应收账款净额	912,300.29	927,473.81	1,940,317.66	1,956,225.00
其他应收款	410,225.12	419,213.59	354,770.27	479,986.00
存货净额	1,366,139.24	1,407,737.17	1,212,150.64	1,223,836.00
长期投资	712,219.58	709,600.13	1,047,747.07	1,056,852.00
固定资产	903,481.08	1,336,705.65	1,046,981.08	1,021,499.00
在建工程	474,993.76	360,517.36	234,525.32	190,381.00
无形资产	265,417.08	293,831.16	312,209.01	322,186.00
总资产	11,996,458.63	11,653,350.81	12,855,720.20	12,984,219.00
其他应付款	449,637.56	294,433.13	354,002.38	385,258.00
短期债务	1,462,506.50	1,578,173.96	1,920,215.07	2,396,247.00
长期债务	2,150,989.62	2,026,071.22	2,168,317.95	1,982,714.00
总债务	3,613,496.12	3,604,245.18	4,088,533.02	4,378,961.00
净债务	591,331.75	548,587.70	782,516.56	1,420,033.00
总负债	6,820,546.68	7,172,378.69	8,402,644.45	8,439,723.00
费用化利息支出	370,994.53	165,076.50	127,169.98	--
资本化利息支出	2,782.60	21,570.60	33.56	--
所有者权益合计	5,175,911.95	4,480,972.12	4,453,075.75	4,544,496.00
营业总收入	21,283,287.09	22,093,570.93	23,462,422.08	6,385,632.00
经营性业务利润	722,046.14	787,931.88	761,970.71	208,511.00
投资收益	76,025.14	104,029.63	167,119.78	28,536.00
净利润	584,379.28	616,125.15	635,261.01	160,488.00
EBIT	1,172,133.94	987,517.03	1,007,200.07	--
EBITDA	1,681,130.26	1,466,856.50	1,518,810.61	--
经营活动产生现金净流量	725,725.35	672,122.32	660,403.93	155,811.00
投资活动产生现金净流量	-428,475.23	-664,286.44	-686,264.51	-472,594.00
筹资活动产生现金净流量	226,948.24	445,670.15	162,326.38	51,899.00
资本支出	561,918.71	493,553.74	372,718.90	121,683.00
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	5.97	5.95	5.86	5.07
期间费用率(%)	2.50	2.33	2.37	1.56
EBITDA 利润率(%)	7.90	6.64	6.47	--
总资产收益率(%)	10.42	8.35	8.22	--
净资产收益率(%)	11.85	12.76	14.22	14.27*
流动比率(X)	1.49	1.40	1.37	1.34
速动比率(X)	1.18	1.11	1.17	1.14
存货周转率(X)	14.82	14.98	16.86	19.91*
应收账款周转率(X)	25.72	24.02	16.36	13.11*
资产负债率(%)	56.85	61.55	65.36	65.00
总资本化比率(%)	41.11	44.58	47.87	49.07
短期债务/总债务(%)	40.47	43.79	46.97	54.72
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.19	0.16	0.14*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.50	0.43	0.34	0.26*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.94	3.60	5.19	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	12.08	11.57	7.09	--
总债务/EBITDA(X)	2.15	2.46	2.69	--
EBITDA/短期债务(X)	1.15	0.93	0.79	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.50	7.86	11.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.14	5.29	7.92	--

注：1、2022年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中“应付融资租赁款”和“租赁负债”调至长期债务；将“合同资产”计入“存货”；3、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	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。