

跟踪评级公告

联合[2014] 851 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国航空技术国际控股有限公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“06中航技债”、“10中航国际债”AAA的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国航空技术国际控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
06 中航技债	5 亿元	2006/4/21-2016/4/21	AAA	AAA
10 中航国际债	15 亿元	2010/8/26-2020/8/26	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	224.96	294.46	331.00
资产总额(亿元)	1255.27	1732.38	2122.32
所有者权益(亿元)	255.18	314.61	353.50
长期债务(亿元)	237.75	296.87	447.14
全部债务(亿元)	532.22	734.82	962.44
营业总收入(亿元)	915.74	1209.66	1444.80
利润总额(亿元)	36.04	45.21	62.66
EBITDA(亿元)	88.34	96.83	118.60
经营性净现金流(亿元)	-73.62	10.80	21.51
营业利润率(%)	12.49	12.28	12.40
净资产收益率(%)	10.30	10.03	12.38
资产负债率(%)	79.67	81.84	83.34
全部债务资本化比率(%)	67.59	70.02	73.14
流动比率(%)	110.25	109.52	114.15
全部债务/EBITDA(倍)	6.02	7.59	8.12
EBITDA 利息倍数(倍)	4.04	3.43	3.78
经营现金流动负债比(%)	-10.12	1.01	1.70

注: (1) 2014 年一季度公司财务数据未经审计; (2) 公司于 2012 年和 2013 年发行的短期融资券由其他流动负债调整至短期债务, 2013 年公司原计入应付债券的期限为 0.5 年的 5 亿元私募债已调入短期债务。

分析师

史延 李祥源

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中国航空技术国际控股有限公司 (以下简称“公司”) 是中国航空工业集团公司 (以下简称“中航工业”) 控股的综合性大型国有企业, 跟踪期内, 公司各板块业务经营状况良好, 整体资产规模持续增长, 收入及利润规模快速扩大。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 公司多元化经营对管理水平要求较高、经营活动现金流稳定性不强、债务负担较重等因素可能给公司管理及财务状况带来的负面影响。

公司已经形成国际航空、贸易物流、高端消费品与零售、地产与酒店六大业务板块多元化发展的格局。随着各业务板块稳步发展, 公司整体业务格局将持续优化, 竞争力将进一步增强, 偿债能力将进一步提高。

“06 中航技债”及“10 中航国际债”由中航工业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定, 中航工业主体长期信用等级为 AAA, 担保实力强, 进一步增强“06 中航技债”及“10 中航国际债”本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“06 中航技债”及“10 中航国际债”AAA 的信用级别。

优势

1. 航空产业为国家战略性产业, 政府支持力度较大, 政府补贴及政策支持明显。
2. 公司是中航工业开展进出口业务的主要平台, 是中航工业战略资源的重要组成部分, 具有很强的行业垄断性。
3. 公司业务覆盖较广, 各业务板块经营企业均为业内具有较强影响力的大型企业。跟踪期内, 各板块经营状况较好, 收入及利润规模有所增长。

4. 公司现金类资产、EBITDA 对存续期债券保障能力较强。
5. 公司拥有多家境内外上市公司，并与银行建立了良好的合作关系，直接和间接融资渠道畅通。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模增幅较大，债务负担有所加重。
2. 公司对外担保比例为 8.94%，大部分是为按揭购房客户提供的担保，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国航空技术国际控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国航空技术国际控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国航空技术国际控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国航空技术国际控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国航空技术国际控股有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“公司”或“中航国际”）的前身为中航技总公司，根据 2008 年 11 月 17 日中航工业《关于中国航空技术进出口总公司改制为有限责任公司的批复》（航空资[2008]11 号），将原中航技总公司由全民所有制企业改制为一人有限责任公司中航国际，注册资本 50 亿元。经过多次增资后，公司注册资本增加至 84.59 亿元，已于 2011 年 2 月 22 日取得国家工商行政管理总局核发的企业法人营业执照。截至 2013 年底，公司股东及持股情况如下：中航工业持股 62.52%、全国社会保障基金理事会持股 14.31%、中航建银航空产业股权投资（天津）有限公司持股 8.86%、北京普拓瀚华投资管理中心（有限合伙）持股 14.31%。公司控股股东中航工业为国务院国资委直属的大型央企，公司实际控制人为国务院国资委。

公司许可经营项目：对外派遣实施境外工程所需的劳务人员；甲苯、丙酮、甲基乙基酮、哌啶、乙醚、高锰酸钾、三氯甲烷、硫酸、盐酸、醋酸酐、易燃液体、易燃固体、自然和遇湿易燃物品、氧化剂和有机过氧化物、有毒品、腐蚀品的销售（有效期至 2015 年 8 月 16 日）。

一般经营项目：进出口业务；仓储；工业、酒店、物业、房地产业的投资与管理；新能源设备地开发、销售维修；展览；与上述业务有关的技术转让、技术服务。

公司内设经理部、发展规划部、财务部、人力资源部、企业文化部、审计监察部、信息技术部、经营管理部、国际事务部和法律事务

部等 10 个职能部门。目前，公司纳入合并报表范围的二级企业共计 28 家，拥有 8 家上市公司，在 50 多个国家和地区设立了 110 多家海外机构，客户遍及 180 多个国家和地区。

公司通过中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航国际深圳”）和中航技香港公司控股 8 家在深圳和香港的上市公司：深圳中航集团股份有限公司（深圳中航股份，股票代码 0161.HK）、深圳市飞亚达（集团）股份有限公司（飞亚达 A，股票代码 000026.SZ；飞亚达 B，股票代码 200026）、深圳天马微电子股份有限公司（深天马，股票代码 000050.SZ）、深圳中航地产股份有限公司（中航地产，股票代码 000043.SZ）、深圳天虹商场股份有限公司（天虹商场，股票代码 002419.SZ）、中国航空工业国际控股（香港）有限公司（中航国际控股（香港），股票代码 0232.HK）、中航国际船舶控股有限公司（中航船舶，股票代码 021）、中国环保投资股份有限公司（中国环投股份，股票代码 0260.HK）。

截至 2013 年底，公司资产总额 2122.32 亿元，所有者权益合计 353.50 亿元（含少数股东权益 211.74 亿元）。2013 年公司实现营业收入 1444.80 亿元，利润总额 62.66 亿元。

公司地址：北京市北辰东路 18 号；法定代表人：吴光权。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增

长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导

货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照

“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康

稳定发展。

四、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员变动等方面无重大变化。

五、经营分析

公司是以航空产品与技术进出口为核心业务的综合性大型国有企业，近年来进行了战略调整和业务整合，并拓展许多延伸业务。目前公司主要业务包括国际航空、贸易物流、高端消费品与零售、地产与酒店、电子高科技及资源开发与投资六个业务板块，支撑板块主要为上述六个业务板块提供金融、系统管理等支持服务。国际航空业务包括航空产品出口、国际合作、转包生产、全球采购、招投标服务等；贸易物流业务包括成套设备和项目、大宗产品、政府项目和物流服务；高端消费品与零售包括天虹商场百货零售、飞亚达手表业等；地产与酒店包括地产开发、酒店与物业管理、国际工程项目等；电子高科技业务包括液晶显示器、印制电路板等；资源开发与投资业务包括钾、磷资源开发以及林业、金属矿等资源的投资开发。

2013年，公司营业收入1432.40亿元，同比增长19.26%，毛利率为13.66%，较2012年的13.25%增加0.41个百分点，较为稳定。从收入构成上来看，国际航空、贸易物流（国际贸易）、高端消费品和零售、电子高科技对公司的收入贡献有所下降，贸易物流（大宗商品贸易）、地产与酒店、资源开发与投资、支撑板块对公司的收入贡献有所提高，但整体变化不大。公司业务板块较多，且相关性不高，多元化业务体系有助于公司稳定发展，增强公司整体抗风险能力。

表1 公司营业收入构成情况(单位:亿元,%)

业务板块	2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
国际航空	167.13	13.91	15.94	162.07	11.31	15.58
贸易物流	国际贸易	230.4	19.18	206.31	14.40	6.52
	大宗商品贸易	321.66	26.78	447.41	31.23	1.32
高端消费品和零售	210.72	17.54	21.12	222.25	15.52	21.88
地产与酒店	152.25	12.68	29.51	239.34	16.71	29.63
电子高科技	116.16	9.67	13.43	128.27	8.95	20.66
资源开发与投资	14.81	1.23	11.27	20.26	1.41	13.35
支撑板块	28.70	1.74	-21.79	51.88	3.62	6.38
抵消	-40.71	--	--	-45.39	--	--
合计	1201.10	100.00	13.25	1432.40	100.00	13.66

资料来源:公司提供

航空系统产业

公司国际航空业务包括军用航空产品及民用航空产品的出口销售、转包生产和代理业务,以军用航空产品出口贸易为主,约占国际航空业务比重的95%以上。

国际合作方面,公司是中航工业进出口业务的主要平台,负责飞机整机、发动机、机载设备及相关配套产品的进口采购。

民航销售方面,中航国际依靠中国航空工业强大的制造能力和三十年国际贸易经验,建立了全球销售网络、备件支持网络和地面服务中心,为国外用户的民机和通用飞机需求提供完整的商务解决方案和增值服务。目前,公司出口的机型有:ARJ21新型支线喷气飞机、新舟系列涡桨飞机、运12系列轻型多用途支线运输机、运8系列运输机、AC311直升机、AC312直升机、LE500飞机等。

转包生产方面,中航国际承接了包括波音、空客、通用电气、罗罗、惠普等国际知名航空产品制造商的大量飞机、发动机和机载设备的零部件以及各种航材等的转包生产业务,产品涉及机头、机身、机翼、平尾、垂尾、方向舵、舱门、发动机、零组件等。

通航服务方面,公司为国内几十家客户引进了200多架通用飞机,包括直升机、固定翼飞

机、公务机、飞艇等,广泛用于农业作业、电力巡线、海上救助、抗震救灾等方面。同时,公司与南京航空航天大学、南非试飞学院三方共同合资组建南航艾维国际飞行学院(南京)有限公司以满足民航运输业快速发展的市场需求。

总体来看,作为国家的战略性产业,军用航空工业得到政府的高度重视和大力扶持,而民用航空贸易行业垄断性强,盈利来源稳定。通用航空作为公司民用航空贸易领域新的业务增长点,未来发展潜力巨大。

贸易物流

公司贸易物流涉及成套设备和项目、大宗贸易、政府采购、物流服务等增长潜力较大的业务。目前,公司在航空工业物资采购、仓储配送等供应链服务方面优势较为明显。

成套设备和项目方面,公司主要开展船舶、水泥生产线、风力发电设备等的出口贸易。其中,船舶贸易是进口贸易的主要业务之一,主要提供船舶设计、制造和贸易等全价值链服务,客户主要集中在亚洲和欧洲,经营的船舶包括集装箱船、散货船、油轮等通用船型、化学品船及LNG船等特种船舶、海洋工程等多种船型,具备全线制造20万吨以下船型的能力。水泥生产线EPC领域具备水泥设备工程设计、设

备集成、土建安装、设备调试、运营管理等全产业链服务能力，客户遍及越南、泰国、土耳其、肯尼亚、苏丹等国家。同时，公司积极推进高技术产品的开发和贸易工作，为客户提供设备贸易的全面解决方案。

大宗商品方面，公司大宗商品业务涉及钢材、煤炭、沥青等。其中，钢材贸易由中航国际钢铁贸易有限公司负责运营，该公司是宝钢集团、本钢集团、首钢集团、宁波钢铁等十余家钢厂的一级代理商，主要经营工业用各类板材、线材、铁矿砂、钢坯等原材料，涉及建筑、船舶、汽车、家电等用钢二十余大类品种。沥青贸易主要由中航路通实业有限公司（与中国航空技术广州有限公司各出资 50%）组建。

物流方面，该业务主要由中航国际物流有限公司、开原航空工业供销储运有限公司、中国航空工业供销哈尔滨有限公司等 7 家公司承担，专门服务中航工业的国际贸易和国际合作，为波音、空客等国际著名公司承担转包生产的波音 737 飞机、A320 系列飞机的垂直尾翼、机翼翼盒等飞机大部件的国际运输，承担国产支线飞机 ARJ21 部件和设备的进口转拨，具有组织贸易、清关、仓储、运输、分拨等综合物流服务和协调的能力；公司物流板块在福州、上海、天津、开原、哈尔滨等均有物流园区，园区面积共 26.93 万平方米，仓储面积 10.49 万平方米。

总体来看，公司依托中国航空工业集团背景，凭借广泛的国际市场网络和优良品牌优势，大力发展贸易物流业务，销售收入持续增长。公司已经建立较为完善的海外营销体系，贸易物流板块发展前景广阔。

高端消费品与零售

公司的高端消费品与零售业务主要运营主体是天虹商场、飞亚达和珠海斯巴克电子设备有限公司（以下简称“斯巴克”），其中天虹商场以百货零售为主，飞亚达以手表生产制造和销售为主，斯巴克以生产销售音响为主。

天虹商场是国内著名的连锁百货企业，

也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。2013 年，天虹商场新开 5 家“天虹”品牌门店，终止 2 家“天虹”门店，截至 2013 年底，天虹商场拥有“天虹”品牌直营商场 58 家，营业面积 160 余万平方米，拥有“群尚”品牌直营商场 2 家，营业面积近 12 万平方米；此外，还以特许经营方式管理 2 家“天虹”品牌门店。截至 2013 年底，天虹商场资产总额 104.94 亿元，同比增长 10.86%；2013 年实现销售收入 160.32 亿元，较上年增长 11.51%；利润总额 8.77 亿元，较上年增长 4.78%。

深圳市飞亚达（集团）股份有限公司（以下简称“飞亚达”）是目前国内唯一一家表业上市公司，主要从事飞亚达手表及其零配件的研发、设计、制造、销售为一体，拥有“飞亚达”著名品牌和“亨吉利”商业品牌，营销网络覆盖全国。截至 2013 年底，飞亚达资产总额 35.59 亿元，同比增长 6.97%；2013 年实现销售收入 31.03 亿元，同比增长 2.61%；利润总额 1.51 亿元，较上年增长 11.03%。

珠海斯巴克电子设备有限公司是设计制造高保真音频功率放大器及其他音响器材的专业企业，产品涉及自主开发制造的 SPARK（斯巴克）、SPARKAudio（斯巴克音响）、Cayin（凯音）品牌系列的 HI-FI、HI-END 音频功率放大器、CD 唱机、调谐器、解码器和家庭影院系统等百余型号。

综合看，公司高端消费品与零售业务门店数量多，营销网络较广，具有较高的品牌知名度与较强的品牌影响力，整体营业收入稳步增长，盈利能力较强。

电子高科技

公司高端电子制造板块包括了液晶显示制造、印制电路板制造等电子制造行业，运营主体是深天马、深南电路等。

深天马拥有全国最大的液晶显示器（LCD）及模块专业（LCM）制作厂家，并拥有几十项中国技术发明专利。2013 年，公司将产品分为消费类（中高端智能机、差异化平板电脑）和

专业显示（工控、车载、医疗等）两大类业务。2013年，面板产业市场需求呈回暖态势，公司经营情况有所好转。截至2013年底，深天马资产总额79.77亿元，同比增长2.23%；2013年实现销售收入45.19亿元，同比增长4.27%；利润总额3.20亿元，同比增长113.33%。

深圳市深南电路有限公司（以下简称“深南电路”）产品为中高端印刷电路板，拥有国内综合技术最高端的PCB生产线，批量生产最高层数达58层，样板能力达68层，最大板厚孔径比为20:1（批量板16:1），单件产品面积可达近1平方米，处于国际领先地位。深南电路与通信领域全球前五大通信设备商、航空航天领域的霍尼韦尔等前三大公司以及医疗领域的GE、西门子、迈瑞等均有良好的合作，同时也是华为、中兴等国内一流通信设备制造商的主要供应商，承担了大量的产品研发工作。

公司电子高科技板块技术水平较高，生产能力较强。跟踪期内，受益于行业需求回暖，深天马经营情况有所改善。

地产与酒店

公司地产服务板块包括以“城市综合体-中航城”开发为主的商业地产、住宅地产、工业地产与酒店经营、现代物流服务以及以工程总承包为主的国际工程业务。公司下属的上市公司中航地产2013年实现地产销售面积45.37万平方米，同比增长21.90%，销售合同额40.52亿元，同比增长26.00%。项目拓展方面，2013年，公司获取贵阳市G(12)152号地块、G(12)153号地块及G(12)154号地块的土地使用权，土地面积合计642812.5平方米，赣州市章江新区E9地块的土地使用权，土地面积合计53408.8平方米。物业管理方面，2013年，中航物业在北京、天津、济南、武汉、南昌、厦门、深圳等地新签项目82个，管理面积达2800平方米，另外，中航物业还承担了国家物业服务标准化技术委员会秘书处的工作。

酒店业务方面，公司专注于中高端酒店的经营管理，针对不同的目标客户定位，已创建

三个酒店品牌：精致五星“格兰云天国际”、精品四星“格兰云天”、精品商务“天阅”。

截至2013年底，中航地产合并资产总额177.18亿元，同比增长22.82%；2013年，实现营业总收入62.25亿元，同比增长48.75%；利润总额7.41亿元，同比增长9.29%。

总体来看，公司地产与酒店板块形成了商业地产、住宅地产、工业地产、酒店管理及物业服务全面发展的格局，并在商业地产、旅游地产项目等方面加大投入。公司拥有中航地产、中航物业和“格兰云天”、“上海宾馆”等知名品牌，业务发展潜力大，盈利能力强。

跟踪期内，公司国际航空、贸易物流、高端消费品与零售、地产与酒店、电子高科技、资源开发与投资六大业务板块稳定发展，收入及利润规模稳定增长。随着公司各大板块业务规模的扩大，公司业务布局持续优化，行业地位更为突出，竞争能力进一步提升。总体来看，公司多元化经营增强了公司的整体抗风险能力。

六、财务分析

公司提供的2013年的合并财务报表已经众环海华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2013年，公司合并范围较上年有所变化，30家企业不再纳入，新纳入合并范围的主体65家。由于新纳入合并范围的主体资产规模不大，对财务数据可比性的影响不大。

截至2013年底，公司资产总额2122.32亿元，所有者权益合计353.50亿元（含少数股东权益211.74亿元）。2013年公司实现营业总收入1444.80亿元，利润总额62.66亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入1444.80亿元，同比增长19.44%；营业成本1239.45亿元，同比增长18.72%；营业利润率12.40%，较2012

年的 12.28% 小幅增长。

2013 年，公司期间费用占营业收入比率为 9.70%，较 2012 年的 10.79% 有所下降，公司费用控制能力较好。

2013 年，公司实现营业利润 48.01 亿元、利润总额 62.66 亿元，分别同比增长 71.63% 和 38.59%。

2013 年，公司营业外收入 16.29 亿元，同比下降 14.60%，主要是政府补贴减少所致；2013 年，政府补助 11.64 亿元，占利润总额 18.58%，占比较高。考虑到航空工业为国家战略性新兴产业，政府支持力度大，预计未来政府补贴收入可持续性较强。

从盈利能力指标来看，2013 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 5.69% 和 12.38%，较 2012 年有所增长。

总体看，跟踪期内，公司收入和利润增长态势状况良好，政府补助对利润的贡献有所下降，公司自身盈利能力有所增强。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013 年，公司经营活动产生的现金流入 1902.14 亿元，较上年增长 16.54%，以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。公司其它与经营活动有关的现金流规模较大，主要是公司与外部企业之间的资金拆借以及公司与政府合作开发的非住宅项目保证金等。公司经营活动产生的现金流量净额 21.51 亿元，较上年增长 99.24%。2013 年，公司现金收入比 118.80%，公司收入实现质量较高。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流以投资活动产生的现金流出为主，2013 年公司投资活动产生的现金流出 236.72 亿元，较上年增长 10.04%，主要由购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（占 28.22%）、投资支付的现金（占 17.16%）、支付其他与投资活动有关的现金（占 51.96%）构成，公司投资活动现金净流出 93.31 亿元。

筹资活动现金流方面，2013 年公司筹资活动现金流入 974.14 亿元，同比增长 18.84%，主要为取得借款收到的现金；收到其他与筹资活动有关的现金为 29.54 亿元，同比下降 76.09%，主要是由于不纳入合并范围的关联企业资金拆借减少。2013 年，公司筹资活动现金流出 859.81 亿元，主要为偿还债务支付的现金；支付其他与筹资活动有关的现金为 58.34 亿元，同比下降 41.59%，主要来自于往来款规模的下降；公司筹资活动现金流量净额 114.32 亿元，较上年下降 25.30%。

总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量较好，经营活动产生的现金流净额上升，投资活动和筹资活动规模有所减小，整体现金流状况较好。

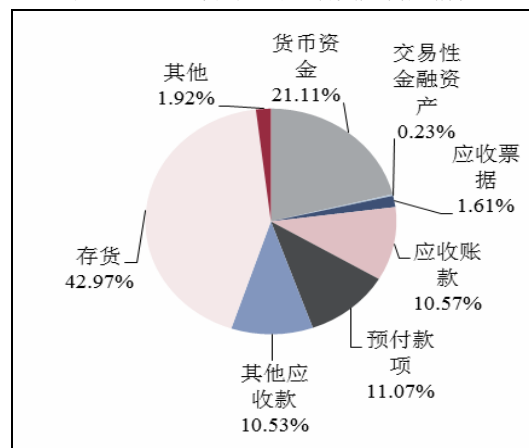
3. 资本及债务结构

(1) 资产

截至 2013 年底，公司资产总额 2122.32 亿元，同比增长 22.51%，其中流动资产占比 67.95%，非流动资产占比 32.05%，资产构成较 2012 年变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 1442.11 亿元，较年初数增长 23.48%。公司流动资产构成以货币资金（占 21.11%）、应收账款（占 10.57%）、预付账款（占 11.07%）、存货（占 42.97%）和其他应收款（占 10.53%）为主。公司流动资产构成较 2012 年变化不大。

图 1 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 304.41 亿元，同比增长 9.38%，其中，银行存款 247.71 亿元，占 81.37%；其他货币资金 53.96 亿元，占比 17.73%，主要系银行承兑汇票保证金、信用保证金、保函保证金及通知存款等，其中受限资金为 18.56 亿元。

截至 2013 年底，公司应收账款账面余额 163.05 亿元，同比增长 11.29%，计提坏账准备 10.68 亿元，其中，按账龄分析法计提 3.94 亿元，其中，按账龄结构划分，账龄 1 年以内的占比 71.28%、1~2 年的占比 21.31%、2~3 年的占比 2.47%、3 年以上的占比 4.94%，账龄与 2012 年底相比有所增长。公司坏账计提比例 6.55%，计提比例一般。

公司其他应收款主要为往来款等，2013 年底为 151.87 亿元，同比增长 58.56%，计提坏账准备 24.06 亿元，计提比例 15.84%，其中，按单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 18.22 亿元（其中，对智融抵债债权 3.01 亿元、深圳格林地电子公司 1.34 亿元、债权资产包 1.12 亿元、民品公司 1.04 亿元等应收款全额计提坏账准备），按组合计提坏账准备的其他应收款 4.82 亿元，单项金额不重大但单项计提坏账准备的其他应收款 1.02 亿元。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内占 75.16%，1~2 年占 2.75%，2~3 年占 2.42%，3 年以上占 19.67%。公司其他应收款账龄偏长。

截至 2013 年底，公司存货账面余额 623.31 亿元，计提跌价准备 3.67 亿元，账面价值 619.64 亿元，同比增长 20.01%，主要系公司及下属子公司中国航空技术深圳有限公司、中航万科有限公司、航发投资管理有限公司及中航工业供销有限公司当期采购大量库存商品及归集房地产成本所致。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 680.21 亿元，同比增长 20.50%，构成以固定资产（占 27.10%）、长期股权投资（占 11.27%）、投资性房地产（占 11.14%）、无形资产（占 10.86%）、在建工程（占 11.37%）、其他非流动

资产（占 10.93%）为主。公司非流动资产构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产 74.35 亿元，同比增长 117.35%，公司其他非流动资产主要由委托贷款、待抵扣的增值税等构成，2013 年大幅增长主要来自于：（1）委托贷款增加 26.12 亿元；（2）公司收购 KHD 股权提前存入指定银行账户的收购款，约 17.58 亿元。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构变化不大，整体较为稳定。

（2）负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 353.50 亿元，同比增长 12.36%，其中，归属于母公司所有者权益合计 141.76 亿元。公司所有者权益的增加主要来自于未分配利润的增加。截至 2013 年底，公司归属于母公司所有者权益构成中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和外币报表折算差额分别占比 59.67%、17.44%、0.44%、23.43%和-0.99%。公司所有者权益结构较为稳定。

截至 2013 年底，公司负债合计 1768.82 亿元，同比增长 24.76%，其中，流动负债占比 71.42%、非流动负债占比 28.58%，流动负债占比较上年有所下降。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 1263.33 亿元，同比增长 18.48%，从构成来看，以短期借款（占 27.38%）、应付账款（占 21.17%）、预收款项（占 29.63%）为主，构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司应付账款 267.45 亿元，同比增长 43.37%，主要系中国航空技术深圳有限公司及子公司、中航万科有限公司、中国航空工业供销有限公司及中航技进出口有限公司应付货款增加。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 36.21 亿元，较 2012 年底的 2.14 亿元大幅增加，主要是由于公司于 2013 年发行了两期规模合计 35 亿元的短期融资券所致。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计

505.48 亿元，构成仍然以长期借款（占 62.14%）和应付债券（占 27.31%）为主，较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司长期借款 314.09 亿元，同比增长 46.50%，主要是由于公司调整负债结构，以较长期限的直接融资、政策性银行、商业银行贷款置换短期子的银行短期借款。

截至 2013 年底，公司应付债券余额 138.05 亿元，较 2012 年底增加 55.58 亿元，主要是由于 2013 年下属于子公司增加发行债券所致，主要为（1）中国航空技术深圳有限公司发行了 10 亿元私募债（其中，5 亿元为半年期，本报告将其调整至短期债务）；（2）中航国际控股股份有限公司发行了 6 亿元中期票据；（3）中航国际（香港）集团有限公司发了 5 亿美元债券。

2013 年，公司债务规模 962.44 亿元，同比增长 30.98%，从构成看，短期债务占 53.54%，长期债务占 46.46%。截至 2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别 83.34% 和 73.14%，两项指标均较上年指标值有所上升。

跟踪期内，公司权益结构稳定，债务规模明显增长，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 114.15% 和 65.10%，较 2012 年有所提高；经营现金流动负债比为 1.70%，同比增加 0.69 个百分点。总体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，受益于利润总额的增长，2013 年公司 EBITDA 为 118.60 亿元，较上年增加 21.77 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.78 倍；全部债务/EBITDA 为 8.12 倍，公司整体偿债能力尚可。

2013 年，公司 EBITDA、经营现金流入量和经营现金流量净额分别为“06 中航技债”及“10 中航国际债”发行额度的 5.93 倍、95.11 倍和 1.08 倍，对“06 中航技债”及“10 中航

国际债”的覆盖倍数较好。

截至 2013 年底，公司合并口径共获得各银行授信 512 亿元，尚未使用额度 234 亿元，公司间接融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2013 年底，公司对外担保合计 32.27 亿元，占净资产比例 8.94%。公司担保对象主要为按揭购房客户（31.02 亿元，无反担保措施）、正力海洋工程有限公司（0.45 亿元）和厦门紫金中航置业有限公司（0.81 亿元）。公司对按揭购房客户的担保无反担保措施，该部分担保或有负债风险较高。

“06 中航技债”及“10 中航国际债”由中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司评定，中航工业主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。其担保实力强，进一步增强“06 中航技债”及“10 中航国际债”本息偿付的安全性。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2014 年 5 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；近三年到期的债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是以航空产品与技术进出口为核心业务的综合性大型国有企业，公司承担着中航工业 80% 以上的进出口业务，是中航工业战略资源的重要组成部分，具有很强的行业垄断性，经营管理风险低。

近年来，公司进行了战略调整和业务整合，并拓展许多延伸业务，各业务板块基本形成规模。多元化业务体系有助于公司稳定发展，增强公司整体抗风险能力。

总体来看，公司整体抗风险能力很强。

七、担保分析

公司发行的“06中航技债”及“10中航国际债”担保人为中国航空工业集团公司（简称“中航工业”）。

中国航空工业集团由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成，注册资本693.70亿元，是由中央管理的国有公司、国家授权投资的机构和国家控股公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

中航工业主要经营航空业务、非航空民品及服务业三大业务。其中航空业务包括军用航空和民用航空业务组成；非航空民品业务包括燃气轮机、汽车和摩托车及发动机的研发、生产、销售等；服务业包括金融、租赁、医疗服务、交通运输等。2013年，中航工业实现营业收入3494.11亿元，利润总额139.67亿元。

表2 中航工业主要财务数据

项目	2011年	2012年	2013年
资产总额(亿元)	5157.68	5687.08	6850.14
所有者权益(亿元)	1764.35	1983.41	2298.24
长期债务(亿元)	585.45	751.45	1060.28
全部债务(亿元)	1421.09	1683.24	2231.48
营业收入(亿元)	2639.99	3006.06	3494.11
利润总额(亿元)	124.11	131.76	139.67
EBITDA(亿元)	297.95	313.88	369.10
营业利润率(%)	17.79	17.58	16.71
净资产收益率(%)	5.51	4.97	4.04
资产负债率(%)	65.79	65.12	66.45
全部债务资本化比率(%)	44.61	45.91	49.26
流动比率(%)	122.26	122.52	125.72
全部债务/EBITDA(倍)	4.77	5.36	6.05
EBITDA 利息倍数(倍)	5.39	5.79	4.92

资料来源：联合资信根据公开资料整理

近年来，中航工业资产规模持续扩张，收入和利润规模持续增长，各业务板块均具备较强的竞争力。2011~2013年，中航工业资产总额年复合增长率15.25%，净资产年复合增长率14.13%，营业收入年复合增长率15.04%，利润

总额年复合增长率6.08%。

伴随着国家经济和军事的发展，中国军工行业将迎来快速发展时期。中航工业经营规模大，垄断优势明显，研发实力强，在国防现代化建设中具有重要地位。随着中航工业资源整合和产品结构升级调整的完成，其收入水平和盈利能力将进一步提高。此外，中航工业拥有多家上市公司，与银行合作关系良好，直接与间接融资渠道通畅，可降低因盈利波动及大规模的资本支出造成的流动性风险。综合看，中航工业整体竞争实力和抗风险能力极强，联合资信评定中航工业的信用等级为AAA。

八、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“06中航技债”及“10中航国际债”AAA的信用等级。

附件 1 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	224.96	294.46	331.00
资产总额(亿元)	1255.27	1732.38	2122.32
所有者权益(亿元)	255.18	314.61	353.50
短期债务(亿元)	294.47	437.95	515.30
长期债务(亿元)	237.75	296.87	447.14
全部债务(亿元)	532.22	734.82	962.44
营业总收入(亿元)	915.74	1209.66	1444.80
利润总额(亿元)	36.04	45.21	62.66
EBITDA(亿元)	88.34	96.83	118.60
经营性净现金流(亿元)	-73.62	10.80	21.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.83	8.99	8.81
存货周转次数(次)	3.17	2.58	2.18
总资产周转次数(次)	0.82	0.81	0.75
现金收入比(%)	120.14	120.72	118.80
营业利润率(%)	12.49	12.28	12.40
总资本收益率(%)	6.11	5.67	5.69
净资产收益率(%)	10.30	10.03	12.38
长期债务资本化比率(%)	48.23	48.55	55.85
全部债务资本化比率(%)	67.59	70.02	73.14
资产负债率(%)	79.67	81.84	83.34
流动比率(%)	110.25	109.52	114.15
速动比率(%)	70.11	61.10	65.10
经营现金流动负债比(%)	-10.12	1.01	1.70
EBITDA 利息倍数(倍)	4.04	3.43	3.78
全部债务/EBITDA(倍)	6.02	7.59	8.12

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。