

跟踪评级公告

联合[2017] 1275 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主体长期信用等级为，评级展望为稳定，并维持“10中航国际债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月二十九日
评级业务专用章
1101030046109

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
10 中航国际债	15 亿元	2010/8/26-2020/8/26	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	247.17	348.46	325.58
资产总额(亿元)	2432.94	2821.65	2826.01
所有者权益(亿元)	505.77	687.30	679.00
短期债务(亿元)	533.27	513.42	512.05
长期债务(亿元)	520.85	702.66	788.44
全部债务(亿元)	1054.12	1216.08	1300.50
营业收入(亿元)	1501.31	1328.38	1404.51
利润总额(亿元)	62.76	74.44	63.55
EBITDA(亿元)	135.96	152.44	154.05
经营性净现金流(亿元)	-38.46	-16.84	45.27
营业利润率(%)	13.02	14.90	14.63
净资产收益率(%)	8.13	7.54	5.71
资产负债率(%)	79.21	75.64	75.97
全部债务资本化比率(%)	67.58	63.89	65.70
流动比率(%)	122.61	133.26	128.70
经营现金流流动负债比(%)	-2.86	-1.24	3.52
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	7.98	8.44
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	4.21	3.49

注: 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务; 2014~2016 年底, 公司所有者权益中包含偏债类其他权益工具, 期末余额分别为 79.52 亿元、130.43 亿元和 143.93 亿元。

分析师

谭心远 杨晓丽

邮箱: 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)

网址: 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, 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。跟踪期内, 公司主营业务平稳发展, 收入规模呈上升趋势, 营业利润率保持稳定。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到子公司出售地产相关业务、多元化经营对公司管理水平要求较高、经营活动现金流净额波动较大、债务负担加重等因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

跟踪期内, 公司整体业务格局持续优化, 继续获得大额政府补贴支持, 未来管理能力的提升将有助于公司保持健康发展。

“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; 中航工业担保实力强, 有助于增强“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“10 中航国际债”AAA 的信用等级。

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 EBITDA 对“10 中航国际债”保障能力强。
4. 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，子公司出售房地产业务相关资产，公司相关业务板块未来经营模式及收入利润水平尚待观察。
2. 公司航空产品出口和贸易主要面向亚非拉等发展中国家，可能存在一定政治风险及汇兑风险。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，整体债务负担加重。
4. 公司经营性净现金流波动较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国航空技术国际控股有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于中国航空技术国际控股有限公司主体长期信用及“10 中航国际债”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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”）的前身为中国航空技术进出口总公司，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），将原中国航空技术进出口总公司由全民所有制企业改制为一人有限责任公司并更为现名，注册资本 50 亿元；后经多次增资后，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。经过多次增资，截至 2016 年底，公司注册资本为 95.79 亿元。公司控股股东中国航空工业集团公司（以下简称“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：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 2018 年 08 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。公司设有战略发展部、财务部、人力资源部、行政管理部、企业文化部、审计监察部、经营管理部、国际业务发展与管理部和法律事务部

等职能部门。

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：中航国际控股股份有限公司（中航国际控股，股票代码 0161.HK）、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 02I）、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 2016 年底，公司资产总额 2826.01 亿元，所有者权益合计 679.00 亿元（含少数股东权益 319.61 亿元）。2016 年公司实现营业收入 1404.51 亿元，利润总额 63.55 亿元。

公司注册地址：北京市北辰东路 18 号；法定代表人：刘洪德。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的公募债券为“10 中航国际债”，截至 2017 年 3 月底，“10 中航国际债”所募集的资金已全部按照募集用途使用完毕，每年均正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年

实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，

全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业

盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

近年来，公司业务板块较多，其中大宗商品贸易行业和房地产行业贡献收入利润较多。

(1) 贸易行业

行业概况

进出口贸易方面，2008 年金融危机后，中国贸易进出口额呈快速增长趋势，但 2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国贸易进出口增速明显放缓，到 2014 年达到顶峰，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%（如图 1 所示）。2014 年以后，进出口呈逐年下降趋势，其中进口下降较为明显，2016 年，中国货物贸易进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年(下同)下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。

图 1 近年中国外贸进出口情况（单位：万亿元）

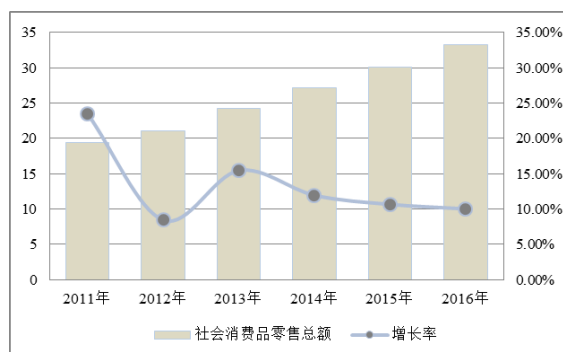


资料来源：Wind 资讯

国内贸易方面，2011 年以来国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据显示，2016 年中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，比上年名义增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.2%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 28.58 万亿元，比上年增长 10.4%；乡村消费品零售额 4.65 万亿元，增长 10.9%。按消费形态分，餐饮收入 3.58 万亿元，比上年增长 10.8%；商品零售 29.65 亿元，增长 10.4%，其中限额以上单位商品零售 15.43 万亿元，增长 8.3%。2016 年，全国网上零售额 5.16 万亿元，比上年增长 26.2%。其中，实物商品网上零售额 4.19 亿元，增长 25.6%，占社会消费品零售总额的比重为 12.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 28.5%、18.1%和 28.8%。

图 2 近年全国社会消费品零售总额情况

（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局

行业关注

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

近年来，生产资料市场价格持续下跌、工业企业和流通企业效益出现普遍下滑，出现这种现象的一个重要原因是行业产能过剩问题突出，钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

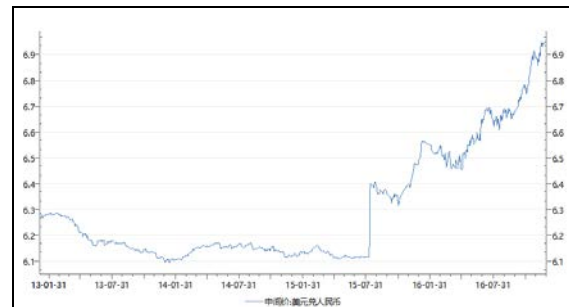
自 1995 年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。其中，

6 月 3 日人民币一度贬值到 6.171 元/美元。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行，截至 2014 年最后一个交易日，2014 年人民币中间价累计下跌 0.36 个百分点，人民币即期汇率累计下跌 2.42 个百分点。2015 年上半年，美元兑人民币汇率波动于 6.1957 元/美元至 6.2741 元/美元之间。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 12 月 30 日，美元兑人民币汇率中间价为 6.9370 元/美元。总体看，受汇率政策调整、国际外汇市场波动和石油价格持续走低等多重因素影响，人民币在 2016 年贬值较快。

图 3 2013~2016 年美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

总体看，目前，全球经济依旧处于深度调整之中，国内经济面临下行压力，总体稳中趋好，发展进入新常态。

(2) 房地产行业

2015 年，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016 年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016 年

10月以来,随着北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严,房地产市场景气度迅速降低,总体房价增速趋缓,不同城市出现分化。

2016年,房地产开发投资增速有所增长,全年房地产开发投资10.23万亿元,同比增长6.90%;其中住宅投资6.87万亿元,同比增长6.40%。同期,全国房屋新开工面积16.69亿平方米,同比增长8.38%;其中住宅新开工面积11.59亿平方米,同比增长8.32%。

房地产销售方面,2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年,在利好政策的刺激下,全国房地产销售规模快速增长,2016年10月以来,在政策从紧的影响下,销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米,同比增长22.41%;共实现销售额11.76万亿元,同比增长34.80%。

六、管理分析

跟踪期内,公司产生了新一届董事会及监事会,推选刘洪德为新一任董事长(法定代表人);并聘任孙继光任公司特级专务,周春华任公司副总经理、总会计师。

除此之外,公司在管理体制、管理制度以及其他高层管理人员等方面无重大变化。

七、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。

2016年,公司主营业务收入1387.00亿元,同比增长5.57%,主要受贸易物流板块、国际航空板块和电子高科技板块增长推动。当期,公司综合毛利率为15.28%,同比变化不大;从收入构成看,各业务板块的收入贡献比例与2015年相比变化不大。跟踪期内,公司规模及结构、毛利率水平变化不大,总体平稳发展。

表1 公司主营业务收入构成情况(单位:亿元、%)

业务板块	2014年			2015年			2016年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
国际航空	184.12	12.34	16.03	180.61	13.75	18.62	205.83	14.23	18.97	
贸易物流	国际贸易	124.03	8.31	7.72	166.03	12.64	10.52	143.42	9.92	8.65
	大宗商品贸易	480.41	32.19	0.85	318.28	24.22	2.65	384.44	26.58	1.58
高端消费品和零售	208.37	13.96	25.06	212.86	16.20	25.54	207.14	14.32	25.83	
地产与酒店	285.03	19.10	29.15	225.41	17.16	26.35	223.08	15.42	23.13	
电子高科技	154.67	10.36	19.12	184.90	14.07	18.01	227.90	15.76	18.85	
资源开发与投资	53.08	3.56	6.15	70.44	5.36	3.15	50.00	3.46	1.30	
支撑板块	50.25	3.37	14.94	1.19	0.09	-121.08	4.46	0.31	94.84	
抵消	-47.45	--	--	-45.84	--	--	-59.27	--	--	
合计	1492.51	100.00	14.84	1313.87	100.00	15.92	1387.00	100.00	15.28	

资料来源:公司审计报告

国际航空

国际航空业务是公司传统核心业务，主要开展与航空工业相关产品与技术的进出口贸易，包括民机销售、国际合作、航空转包与制造技术服务、通用航空生产等。现阶段的业务模式为：

(1) 航空转包与制造技术服务：公司是波音、空客的供应商，零部件转包给国内各大飞机制造公司（西飞、成飞、上飞、沈飞等）；

(2) 民机销售与服务：销售方面，公司将国产民机进行国际营销，重点在海外市场建立国产民机的营销服务中心；服务方面，公司目前已有南航艾维飞行学校和南非飞行培训基地专业用于培训飞行员；

(3) 通航动力：公司已建立了活塞航空发动机备件供应和维修体系，以及技术服务网络。

公司国际航空板块的盈利模式正在从“商务服务”为主向“供应链服务”为主转型，即：围绕航空主制造商的产品研制和客户需求提供供应链解决方案，以专业服务降低供应成本和扩大销售规模，为整个产业链创造增加值。

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，而军用航空贸易行业垄断性强，盈利稳定。

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。跟踪期内，公司利用渠道优势，发展国际合作，在船舶业务方面由传统贸易向工贸结合、全产业链服务转型；在水泥生产线以及 EPC 项目方面与洪堡公司合作，开拓海外市场；与亚洲、非洲、南美洲一些国家政府建立良好的贸易关系；在大宗商品贸易领域，公司根据宏观经济周期的变化变更了经营策略。

贸易物流板块的上游主要是波音、空客、罗罗等大型飞机制造商以及亚洲、非洲、南美洲等国际的成套设备供应商；下游主要是美国、意大利、英国、荷兰、伊朗、新加坡、非洲和南美洲等十几个国家和地区；结算模式以现金

和应收账款为主。

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；大宗商品方面，公司大宗商品业务涉及钢材、煤炭、沥青等。大宗商品销售模式及回款情况为：一般以收取下游客户保证金为前提，当市场价格下跌时，要求客户及时补充保证金。保证金根据不同的企业及合同情况，通常比例为 10%~15%，账期一般为一年以内，根据不同的企业及合同情况再行细分；其中，对于矿产类企业的销售款，企业进行账期内全额保险；建立严格的商业信用机制，根据客户资信和回款情况进行动态客户信用管理，对于赊销情况引入保险机制，转移回款风险。跟踪期内，公司根据宏观经济周期的变化，一方面退出非主业的大宗商品贸易业务；一方面不断推动钢材贸易、化工原料贸易、粮食贸易和煤炭物流等大宗贸易主业的商业模式转型。

政府项目方面，公司在非洲、南美、中东、东南亚、独联体和中东欧市场承担部分政府项目的运营。

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 8 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，总占地面积 42110 平方米，总建筑面积 51000 平方米。

总体来看，公司依托中国航工业背景，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。天虹商场围绕“全渠道”、“扭亏损（店）”、“提服务”的年度主题稳步推进各项经营工作；全渠道方面，初步形成了“网上天虹+天虹微信+天虹微店+天虹微品”的立体电商模式，采取“零售+餐厅式+个性化服务+O2O”的模式，收购本土便利店企业“万店通”，完善了天虹商场在便利店市场的布局；扭亏损（店）方面，天虹商场设立源头采购驻地办 8 处，缩短供应链，新开店质量得以提高；提服务方面，天虹商场围绕“夯实基础服务”、“消费者教育”、“个性化服务”三方面开展工作，提升员工基础服务意识。从单一百货业态拓展到“百货+购物中心+便利店”的多业态。截至 2016 年底，天虹商场资产总额 147.58 亿元，所有者权益合计 55.98 亿元；2016 年，实现营业收入 172.73 元，利润总额 7.15 亿元。

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 2016 年底，飞亚达资产总额 40.05 亿元，所有者权益合计 23.75 亿元；2016 年实现营业收入 29.94 元，利润总额 1.45 亿元。

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）、SPARK Audio（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。

跟踪期内，公司高端消费品与零售业务规

模略有下滑，但保持较强盈利能力。

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。

在量产技术应用方面，深天马 a-Si 技术的产业化应用已十分成熟，产成品的高解析度、低功耗、轻薄化和高光学特性等特征远超同类产品；第 5.5 代 LTPS 产线持续满产满销，良率达到行业领先水平，并代表中国在高端显示领域打破国外垄断；第 6 代 LTPS 产线用 382 天实现中国大陆率先点亮并量产交付；有机发光公司第 5.5 代 AMOLED 产线已实现量产交付；第 6 代 LTPS AMOLED 产线建设顺利推进。基于 AMOLED 技术的柔性项目开发平台已经完成，为柔性技术量产奠定基础；5.46 寸柔性 AMOLED 显示屏可实现在 5mm 曲率半径下弯曲的效果，荣获 CITE 2016 “创新产品与应用奖”。截至 2016 年底，深天马资产总额 216.79 亿元，所有者权益合计 137.59 亿元；2016 年实现营业收入 107.37 元，利润总额 6.93 亿元。

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 18:1，单件产品面积可达近 1 平方米，处于国际领先地位。深南电路是全球前五大通信设备商与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。

地产与酒店

公司地产与酒店板块主要运营主体为上市公司中航地产，2016 年底之前，中航地产以综合性商业地产开发为主，兼具住宅地产、工业地产、酒店经营、物业管理等领域。

2016 年 7 月 7 日，中航地产发布公告称，

由于中航工业与中国保利集团公司（以下简称“保利集团”）筹划关于所属地产相关业务资产的重组整合方案，可能涉及到中航地产的业务资产，因此公司股票于公告当日起停牌；2016年9月13日，中航地产发布公告称，中航工业与保利集团签署了《中航工业集团公司与中国保利集团公司之房地产业务整合框架协议》，就此次房地产业务整合交易资产范围、整合方式及作价原则等达成初步一致意见；2016年9月30日，中航地产发布公告称，公司董事会审议通过了《关于公司本次重大资产出售符合相关法律法规的议案》，并披露了《中航地产股份有限公司重大资产出售预案》；2016年12月21日，公司收到中航工业下发的《关于同意中航地产以协议转让方式转让所持成都航逸科技有限公司等企业股权及部分资产有关事项的批复》，中航工业已同意中航地产本次重大资产出售方案；2017年2月15日，中航地产公告披露了本次资产出售的实施情况报告书，报告书显示中航地产拟向保利地产（集团）股份有限公司的全资子公司出售其房地产业务相关的资产和负债，总价20.30亿元，对应的投资收益为0.40亿元。本次交易标的资产为：（1）中航地产直接持有的成都航逸科技100.00%股权、成都航逸置业100.00%股权、江苏中航地产100.00%股权、九江中航地产100.00%股权、新疆中航投资100.00%股权、岳阳建桥投资100.00%股权、赣州中航置业79.17%股权；（2）中航地产全资子公司中航城投资直接持有的赣州中航地产100.00%股权；（3）中航地产全资子公司江西中航地产持有的南昌中航国际广场二期项目。截至2017年6月底，中航地产及其全资子公司已收到保利支付的全部股权转让款，即人民币16.80亿元以及南昌中航国际广场二期项目转让总价款的90%，即人民币3.15亿元；相关标的已经完成资产过户。

本次重大资产重组交易完成后，中航地产将不再获取房地产开发土地和在建项目，中航地产未来将聚焦物业管理业务，围绕机构

类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营以及客户一体化服务外包三项核心业务。截至2016年底，中航地产物业管理业务范围遍及深圳、北京、上海、广州、济南、重庆、武汉、长沙、南昌、成都、郑州等全国二十多个城市，承揽机构类、商业类、住宅类高端项目等391个，管理面积超过4568万平方米，业务辐射到珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域。

上述事项已体现在中航地产2016年审计报告中；截至2016年底，中航地产（合并）资产总额217.33亿元，所有者权益合计47.28亿元；2016年实现营业收入63.23亿元，利润总额2.96亿元。2016年中航地产收入构成中地产板块和物业板块占比分别为60.03%和36.25%。

2016年，房地产与酒店业务收入占公司主营业务收入的比重为15.42%，中航地产本次资产重组对公司该板块经营模式及未来收入利润规模将产生重大影响。联合资信将持续关注中航地产本次资产重组对公司整体经营和信用水平产生的影响。

八、财务分析

公司2016年的合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2016年，公司合并范围较上年有所变化，48家企业不再纳入合并，新纳入合并范围的主体28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2016年底，公司资产总额2826.01亿元，所有者权益合计679.00亿元（含少数股东权益319.61亿元）。2016年公司实现营业收入1404.51亿元，利润总额63.55亿元。

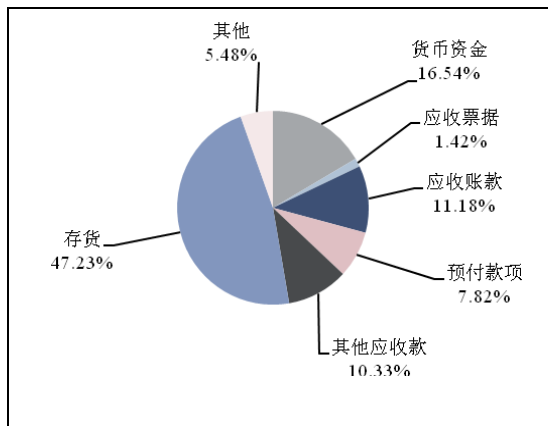
1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额2826.01亿元，同比增长0.15个百分点，其中流动资产占58.62%，非流动资产占41.38%，流动资产占比

有所下降，但仍以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产合计1656.60亿元，较上年底下降8.16%。公司流动资产构成以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

图4 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金307.56亿元，同比下降5.81%，主要包括银行存款（占90.88%）和其他货币资金（占9.00%）；其中受限货币资金24.51亿元，主要为各类保证金。

截至2016年底，公司应收账款账面价值183.38亿元，同比增长4.63%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额48.64亿元，计提坏账准备3.95亿元，计提比例8.12%；采用余额百分比法或其他组合方法计提坏账准备的应收账款账面余额136.53亿元，计提坏账准备447.63万元，计提比例0.03%。

截至2016年底，公司其他应收款账面余额220.00亿元，已计提坏账准备27.08亿元，综合计提比例12.31%，计提较为充分；其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额31.82亿元，已计提坏账22.82亿元，计提比例71.71%；按欠款方归集的前五名的其他应收款账面余额45.28亿元，占其他应收款合计20.58%，集中度不高。

截至2016年底，公司存货账面价值759.51亿元，同比下降22.45%，主要系当期中航地产向保利房地产（集团）股份有限公司出售其下

属房地产业务所致。截至2016年底，公司存货主要由自制半成品及在产品300.56亿元、库存商品（产成品）245.19亿元和其他存货189.17亿元构成；其他存货主要是中航国际深圳之子公司江西中航共青城实业有限公司、天虹商场、中航地产、中航国际控股归集的房地产开发成本以及中航国际钢铁贸易有限公司的在途物资。截至2016年底，公司受限存货115.22亿元，主要用于借款抵押。

截至2016年底，公司其他流动资产73.83亿元，主要构成为委托贷款（占20.32%）、信托类产品（27.63%）和待抵扣的增值税（39.50%）。

截至2016年底，公司非流动资产合计1169.42亿元，同比增长14.90%，构成以持有至到期投资（占8.77%）、固定资产（占27.57%）、投资性房地产（占16.79%）、无形资产（占7.41%）和在建工程（占14.47%）为主。

截至2016年底，公司持有至到期投资102.57亿元，主要为委托贷款，同比增加90.00亿元，主要系公司向中航里城有限公司的子公司及南京中航工业科技城发展有限公司提供的委托贷款增加所致。

截至2016年底，公司固定资产账面价值322.40亿元（因借款抵押和融资租赁而受限30.97亿元），同比增长12.63%。累计折旧和减值准备分别为155.60亿元和1.38亿元。

截至2016年底，公司投资性房地产196.29亿元，同比下降4.07%，其中因处置减少房屋及建筑物9.19亿元，转为自用的房屋及建筑物11.15亿元。其中，受限投资性房地产54.92亿元，主要用于借款抵押。投资性房地产中采用公允价值计量的期末余额为84.06亿元。

跟踪期内，公司资产规模略有增长，流动资产占比有所下降，资产结构仍以流动资产为主。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 535.07 亿元，同比下降 3.91%，其中，归属于母公司所有者权益合 215.46 亿元，同比下降 1.02%；归属于母公司所有者权益中其他权益工具账面价值 143.93 亿元，同比有所增长，主要由三期永续中票、一期永续债和可续期信托贷款构成。考虑到少数股东权益和其他权益工具规模较大，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 2147.01 亿元，同比变化不大，其中流动负债占 59.95%、非流动负债占 40.05%，流动负债占比持续下降。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 1287.20 亿元，同比下降 4.91%，从构成来看，以短期借款（占 24.88%）、应付账款（占 18.61%）、预收款项（占 32.10%）、其他应付款（占 8.07%）和一年内到期的其他非流动负债（占 8.32%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 320.28 亿元，同比增长 12.25%，主要系增加保证借款及信用借款所致；预收账款 379.01 亿元，同比略有增长，主要是预收货款、房款及工程款，账龄在 1 年以内的占 70.97%；其他应付款 103.83 亿元，同比减少 26.23%，主要系往来拆借款减少所致；应付账款 239.57 亿元，主要为应付货款及工程款，账龄主要在 1 年以内；其他流动负债 24.79 亿元，同比减少 76.54%，主要系偿还公司于 2015 年发行的 20 亿元短期融资券和部分到期超短期融资券所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 859.81 亿元，同比增长 10.13%，构成仍然以长期借款（占 63.09%）和应付债券（占 28.61%）为主。

截至 2016 年底，公司有息债务规模 1300.50 亿元，同比增长 6.94%，从构成看，短期债务占 39.47%，长期债务占 60.63%。截至 2016 年

底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所增长，分别 75.97%、65.70%和 53.73%

截至 2016 年底，公司其他权益工具 143.93 亿元，上述其他权益工具具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，若纳入有息债务考虑，将其他权益工具计入长期债务，截至 2016 年底，公司债务规模 1444.43 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别 81.07%、72.97%和 63.54%。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担加重。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 1404.51 亿元，同比增长 5.73%；营业利润率 14.63%，较 2015 年下降 0.27 个百分点。

2016 年，公司管理费用有所增长，期间费用占营业收入比率为 13.04%，较 2015 年的 12.89%有所增加，公司费用控制能力尚可。

2016 年，公司实现营业利润 37.47 亿元，利润总额 63.55 亿元，分别同比下降 38.73%和 14.63%。2016 年，公司资产减值损失 23.57 亿元，同比大幅增长 217.77%，主要包括坏账损失（12.43 亿元）、可供出售金融资产减值损失（4.15 亿元）和存货跌价损失（5.20 亿元）；2016 年，公司公允价值变动收益 3.50 亿元，同比下降 76.65%；同期，公司实现投资收益 35.22 亿元，同比增长 31.10%，主要包括处置长期股权投资产生的投资收益（19.84 亿元）、持有至到期投资持有期间取得的投资收益（9.10 亿元）和丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得（11.06 亿元）。

2016 年，公司营业外收入 29.01 亿元，同比增长 72.12%，主要是政府补贴增加所致；考虑到公司经营业务为国家战略性产业，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，2016 年，公司总资

本收益率 4.19%，同比减少 0.44 个百分点；净资产收益率 5.71%，同比减少 1.83 个百分点。

跟踪期内，公司收入规模有所增长，政府补助规模大稳定性较强，公司整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2016 年，公司经营活动产生的现金流入 2274.96 亿元，较上年增长 15.10%，其中以销售商品、提供劳务收到的现金（同比增长 15.42%至 1763.75 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（同比增长 12.22%至 493.32 亿元）为主。公司经营活动产生的现金流量净额 45.27 亿元。2016 年，公司现金收入比 125.58%，公司收入实现质量有所改善。

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。2016 年，公司投资活动现金流入 203.36 亿元，同比增长 86.20%，投资活动现金流出 345.05 亿元，较上年增长 59.77%，投资活动现金净流出 141.69 亿元，同比增长 32.73%。

筹资活动现金流方面，2016 年公司筹资活动现金流入 1097.19 亿元，同比下降 12.05%，主要为取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金。2016 年，公司筹资活动现金流出 1032.49 亿元，同比增加 1.06 个百分点，主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金；公司筹资活动现金流量净额 64.70 亿元，同比下降 71.36%。

跟踪期内，公司收入实现质量有所改善，经营活动现金净流量由负转正，但仍不能满足投资支出，有一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率为 128.70%，较 2015 年底下降 4.56 个百分点；速动比率上升 8.78 个百分点至 69.69%。总体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 154.05 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.49 倍，全部债务/EBITDA 为 8.44 倍，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司获各大银行授信额度 800 亿元，已使用额度 60.50 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司旗下拥有多家上市公司，直接融资渠道通畅

截至 2016 年底，公司对外担保余额合计 15.65 亿元，主要为对上海天马微电子有限公司的担保 11.50 亿元。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 6 月 15 日，公司本部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，公司本部过往债务履约情况良好。

7. 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。

九、存续期债券偿债能力

2016 年，公司 EBITDA 和经营现金流入量分别为“10 中航国际债”发行额度的 10.27 倍和 151.66 倍，对“10 中航国际债”的保障能力强。

十、担保分析

公司发行的“10中航国际债”担保人为中航工业。中航工业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。

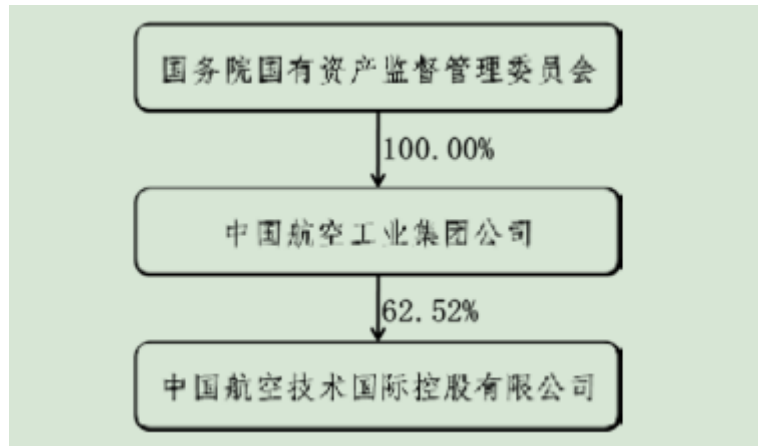
截至2016年底，中航工业资产总额8679.33亿元，所有者权益合计2867.41亿元；2016年中航工业实现营业收入3711.97亿元，利润总额167.77亿元。

伴随着国家经济和军事的发展，中国军工行业迎来快速发展时期。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。“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，增强了“10中航国际债”本息偿付的安全性。

十一、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“10中航国际债”AAA的信用等级。

附件 1 截至 2016 年底公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	247.17	348.46	325.58
资产总额(亿元)	2432.94	2821.65	2826.01
所有者权益(亿元)	505.77	687.30	679.00
短期债务(亿元)	533.27	513.42	512.05
长期债务(亿元)	520.85	702.66	788.44
全部债务(亿元)	1054.12	1216.08	1300.50
营业收入(亿元)	1501.31	1328.38	1404.51
利润总额(亿元)	62.76	74.44	63.55
EBITDA(亿元)	135.96	152.44	154.05
经营性净现金流(亿元)	-38.46	-16.84	45.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.45	6.76	7.19
存货周转次数(次)	1.38	1.17	1.36
总资产周转次数(次)	0.62	0.51	0.50
现金收入比(%)	114.37	115.04	125.58
营业利润率(%)	13.02	14.90	14.63
总资本收益率(%)	5.23	4.63	4.19
净资产收益率(%)	8.13	7.54	5.71
长期债务资本化比率(%)	50.73	50.55	53.73
全部债务资本化比率(%)	67.58	63.89	65.70
资产负债率(%)	79.21	75.64	75.97
流动比率(%)	122.61	133.26	128.70
速动比率(%)	54.02	60.91	69.69
经营现金流动负债比(%)	-2.86	-1.24	3.52
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	4.21	3.49
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	7.98	8.44

注：其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；2014-2016 年底，公司所有者权益中包含偏债类其他权益工具，期末余额分别为 79.52 亿元、130.43 亿元和 143.93 亿元。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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 / 营业收入×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
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%

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(非流动)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
 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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。