

信用等级公告

联合〔2019〕2660号

联合资信评估有限公司通过对中国航空技术国际控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国航空技术国际控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，“10 中航国际债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年九月四日



中国航空技术国际控股有限公司

2019 年跟踪评级报告

评级结果:

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|----------|------|------|------|------|
| 发行人 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 担保方 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 10 中航国际债 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |

跟踪评级债券概况:

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|----------|-------|-------|------------|
| 10 中航国际债 | 15 亿元 | 15 亿元 | 2020/08/26 |

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间: 2019 年 9 月 4 日

本次评级使用的评级方法、模型:

| 名称 | 版本 |
|----------------|-------------|
| 一般工商企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 一般工商企业主体信用评级模型 | V3.0.201907 |

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

| 指示评级 | aaa | 评级结果 | AAA |
|---------|------|------|------|
| 评价内容 | 评价结果 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | A | 经营环境 | 2 |
| | | 基础素质 | 1 |
| | | 企业管理 | 1 |
| | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F2 | 资产质量 | 2 |
| | | 资本结构 | 2 |
| | | 盈利能力 | 2 |
| | | 现金流量 | 1 |
| | | 偿债能力 | 2 |
| 调整因素和理由 | | | 调整子级 |
| -- | | | -- |

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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有限公司 (以下简称“航空工业”) 控股的面向全球的多元化控股企业集团, 业务涉及国际航空、电子信息、国际业务、现代服务业等。跟踪期内, 公司主营业务收入稳步增长, 地产业务重组持续推进。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司营业利润率小幅下降, 经营活动产生的现金流净额波动较大, 债务负担较重, 非经常性损益对利润总额影响较大等因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

“10 中航国际债”由航空工业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保; 航空工业担保实力强, 有助于增强“10 中航国际债”本息偿付的安全性。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “10 中航国际债”信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

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. 公司是航空工业开展进出口业务的主要平台, 是航空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。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对“10 中航国际债”保障能力强。

分析师：杨晓丽 杨涵

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

关注

1. 跟踪期内，公司参照国资委及航空工业总体部署，调整主营业务，地产业务重组继续推进，相应股权转让事项确认了大额投资收益，联合资信将持续关注公司地产业务重组进展及该事项对其信用水平的影响。
2. 跟踪期内，公司毛利率有所下滑，利润对投资收益和其他收益依赖较大。
3. 公司债务仍保持较大规模，资产负债率偏高。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | |
|----------------|---------|---------|---------|
| 项 目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
| 现金类资产(亿元) | 325.48 | 475.78 | 333.49 |
| 资产总额(亿元) | 2826.01 | 2494.83 | 2338.82 |
| 所有者权益(亿元) | 679.00 | 667.82 | 652.48 |
| 短期债务(亿元) | 516.85 | 394.50 | 427.52 |
| 长期债务(亿元) | 788.44 | 598.53 | 510.51 |
| 全部债务(亿元) | 1305.29 | 993.03 | 938.04 |
| 营业收入(亿元) | 1404.51 | 1564.77 | 1607.30 |
| 利润总额(亿元) | 63.55 | 78.86 | 40.35 |
| EBITDA(亿元) | 154.05 | 177.62 | 137.70 |
| 经营性净现金流(亿元) | 45.27 | 200.90 | 64.27 |
| 营业利润率(%) | 14.63 | 14.72 | 13.69 |
| 净资产收益率(%) | 5.71 | 5.95 | 3.41 |
| 资产负债率(%) | 75.97 | 73.23 | 72.10 |
| 全部债务资本化比率(%) | 65.78 | 59.79 | 58.98 |
| 流动比率(%) | 128.70 | 120.90 | 105.37 |
| 经营现金流动负债比(%) | 3.52 | 17.45 | 5.83 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.49 | 3.66 | 2.87 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.47 | 5.59 | 6.81 |
| 公司本部（母公司） | | | |
| 项 目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
| 资产总额（亿元） | 558.80 | 534.76 | 485.75 |
| 所有者权益（亿元） | 238.56 | 253.37 | 239.40 |
| 全部债务(亿元) | 232.59 | 148.99 | 141.51 |
| 营业收入(亿元) | 13.92 | 22.83 | 37.48 |
| 利润总额(亿元) | 18.63 | 72.57 | 12.83 |
| 资产负债率（%） | 57.31 | 52.62 | 50.72 |
| 全部债务资本化比率(%) | 49.37 | 37.03 | 37.15 |
| 流动比率（%） | 104.03 | 235.38 | 152.85 |
| 经营现金流动负债比(%) | 51.47 | 7.50 | -20.98 |

注：其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务；2016—2018年底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为143.93亿元、130.43亿元和130.38亿元

评级历史：

| 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------|------------|---------|---------------|----------------------|
| AAA | AAA | 稳定 | 2012/12/29 | 周 旭 | 资信评级原理（2009年） | 阅读全文 |
| AAA | AA+ | 稳定 | 2010/7/29 | 谢凌艳、张晓斌 | 资信评级原理（2009年） | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号



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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2019 年跟踪评级报告

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关于中国航空技术国际控股有限公司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 日航空工业《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，截至 2018 年底，公司注册资本增至 95.79 亿元。公司控股股东中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业”）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。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；新能源设备的开发、销售维修；展览；与上述业务有关的技术转让、技术服务。跟踪期内，公司党组研究决定，中航国际总部根据实际需要，按照精干高效的管理原则，设综合管理部、规划发展部、人力资源部、财务管理部、经营管理部、国际业务发展与管理部、法律事务部、纪检监察审计部、党建和思想政治工作部（企业文化部）等 9 个职能部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 2338.82 亿

元，所有者权益合计 652.48 亿元（含少数股东权益 335.66 亿元）。2018 年公司实现营业收入 1607.30 亿元，利润总额 40.35 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”。截至目前，“10 中航国际债”所募集资金已按照指定用途使用完毕，跟踪期内正常付息。

表 1 公司存续债券情况（单位：亿元）

| 存续债券 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|----------|-------|-------|-----------|-----------|
| 10 中航国际债 | 15.00 | 15.00 | 2010/8/26 | 2020/8/26 |

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年回落 0.2 个百分点，实现 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势

总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于

2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方

式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育

壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

公司业务板块较多，贸易物流是收入的主要来源。

1. 进出口贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对国

际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018年全年中国外贸进出口总值30.51万亿元人民币，同比增长9.7%。其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%；贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%。

2017年6月，中国外贸出口先导指数结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年底中国外贸出口先导指数为41.10%，较上月回落0.70个百分点，进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00%，表明2018年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2. 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018年中国社会消费品零售总额380986.85亿元，名义口径同比增长8.98%。2019年1-3月，中国社会消费品零售总

额97790亿元，同比增长8.3%，增速较上年同期回落1.5个百分点。

图1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

3. 行业关注

(1) 受宏观经济影响，国内商品市场震荡回落

2014年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。进入2018年，根据中国物流与采购联合会发布的数据，前三季度国内商品市场强势运行，其中文华商品指数一度达到2014年以来新高，大宗期货成为国内表现最好的一类资产。然而2018年四季度，随着国内经济数据的全面走弱，强势运行的商品期货也开始了一轮快速下跌。2018年12月，大宗商品

供应指数连续两个月回落，收至 98.9%，较上月回落 0.7 个百分点；销售指数止跌反弹至 97.0%，较上月微幅回升 0.2 个百分点，呈现出供应增速继续回落，终端需求低迷，库存增速减缓，商品价格降幅扩大等特点。

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；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，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；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。

(2) 外部贸易环境日趋复杂

目前，全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显。中国加入世贸组织以来，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。多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点对象，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。受全球贸易摩擦加剧等因素影响，世贸组织预计，2019 年全球贸易量增速将由 2018 年的 3.9% 回落至 3.7%，连续两年下滑。

(3) 中美贸易摩擦升级

2018 年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级。2018 年 3 月 22 日，美国宣布将对从中国进口的商品进行大规模征收关税，并于 2018 年 3 月 9 日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收 25% 和 10% 的关税；6 月 15 日，美国

政府发布加征关税的商品清单；9 月 17 日，美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税，税率为 10%，并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。针对美国采取的上述加征关税措施，中国商务部陆续出台了一系列促进外贸发展的政策措施，积极应对中美贸易摩擦；2018 年 4 月 2 日，为平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中国利益造成的损失，中国对自美进口的 128 项产品加征 15% 或 25% 的关税；8 月 3 日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。经历多轮磋商，2018 年 12 月，中美双方暂时同意就防止贸易战升级达成一致。2019 年 5 月 10 日，美国正式将对 2000 亿美元中国进口商品关税征收率从 10% 提高到 25%。国务院关税税则委员会随即决定自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20% 或 10% 加征关税，对之前加征 5% 关税的税目商品，仍继续加征 5% 关税。

2018 年中国对美进出口合计 4.18 万亿元，同比增长 5.7%，延续了增长态势。总体来看，尽管目前国内对美出口整体未受明显影响，但随着政策缓冲期失效及贸易双方抢出口效应释放完毕，贸易摩擦的影响可能逐步显现。

(4) 人民币汇率风险不断加大

2016 年以来，从基本面来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016 年，美元兑人民币汇率由年初的 6.5032 元/美元跌至年底的 6.9370 元/美元。2017 年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017 年底汇率收于 6.5342 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。2018 年 1 月，受暂停逆周期因子等因素的影响，人民币汇率持续走弱；2018 年 2—5 月，人民币汇率走势平稳，市场预期稳定，人民币兑美元汇率

在 6.25 元/美元至 6.45 元/美元区间震荡；2018 年 6-8 月，受美国升级贸易制裁措施、美元指数走强等外部环境变化影响，人民币汇率快速贬值，截至 2018 年 7 月 17 日为 6.6821 元/美元。2018 年下半年，受贸易摩擦暂时缓和，市场情绪乐观影响，人民币短暂升值，2019 年 2 月底达到低点 6.6901 元/美元附近，随后 2019 年 3 月起人民币汇率启动新一轮贬值，截至 2019 年 5 月 27 日中间价为 6.8924 元/美元，逼近红线水平。

图 2 美元兑人民币汇率走势图（单位：元/美元）



资料来源：Wind 资讯

总体看，短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。在当前中国经济下行压力加大背景下，考虑到对美贸易为中国创造大量就业机会，中国对美国在关键技术进口以及融资上仍存在一定的依赖，若外需扩张受到冲击，将对中国贸易形势及国内经济产生复杂影响，必须谨慎积极应对。

4. 行业政策

近年来，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策，提出了加强财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸

合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。2018 年底，中国已与 130 多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时，中国在自由贸易区建设方面持续发力，已与 25 个国家和地区达成了 17 个自贸协定，自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式，目前跨境电商综合试验区总数达到 35 个，市场采购贸易方式试点达到 14 个，外贸综合服务企业政策不断完善。

2018 年以来，中国多次降低进口关税，关税总水平由 2017 年的 9.8% 降至 7.5%，平均降幅达 23%，为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前，中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时，逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设，未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，随着国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应待进一步显现。

5. 行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，

贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

六、基础素质

1. 产权状况

截至 2018 年底，公司注册资本为 95.79 亿元，其中航空工业持有 62.52% 的股权，为公司控股股东；公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是中国航空领域对外合作的主渠道和最大的航空产品销售商，下辖多家境内外上市公司，在全球 60 多个国家和地区设立了 120 多家海外机构，客户遍及 180 多个国家和地区，在民机销售、转包生产贸易、通航产品贸易等方面，业务规模和业务水平处于行业领先地位。

航空转包与制造技术服务方面，公司成功入围覆盖波音和空客等知名国际化飞机制造企业的供应商序列，零部件产品供应覆盖西飞、成飞、上飞、沈飞等国内大飞机制造企业；公司积极探索向航空制造供应链集成供应商模式转型，转包贸易实际交付量和进出口成交量均保持高位。民机销售与服务方面，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，建立南航艾维飞行学校和南非飞行培训基地等专业飞行员培训机构。通航动力方面，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。

综合分析，公司在国内和国际航空业务领域保持着显著的行业地位。

表 2 公司持有上市公司股份情况

| 公司简称 | 股票代码 | 持股比例 |
|------------------------------------|--------|--------|
| 中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”） | 00161 | 71.43% |
| 飞亚达（集团）股份有限公司（以下简称“飞亚达”） | 000026 | 37.15% |
| 天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”） | 000050 | 33.18% |
| 深南电路股份有限公司（以下简称“深南电路”） | 002916 | 69.74% |
| 天虹商场股份有限公司（以下简称“天虹股份”） | 002419 | 43.40% |
| 中国航空工业国际控股（香港）有限公司（以下简称“中国航空工业国际”） | 00232 | 46.40% |
| 中航国际船舶控股有限公司（以下简称“中航船舶”） | O2I | 73.87% |
| 德国洪堡公司（以下简称“德国洪堡”） | KWG | 89.02% |
| 中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”） | 00043 | 42.97% |

注：公司持有上市公司股权均无质押

资料来源：公司提供

七、管理分析

跟踪期内，李其峰先生新任公司副总经理职务、傅方兴先生新任公司总会计师职务。

李其峰先生，1964 年 10 月出生，1986 年 6 月参加工作，中国国籍，无永久境外居留权，毕业于郑州航院、中央党校及北京航空航天大学，硕士研究生，研究员级高级工程师。历任中航供销总公司党委书记、副总经理，中航国际物流公司董事长、党委书记。2015 年 3 月至今任公司分党组成员，2015 年 3 月至 2016 年 12 月期间及 2018 年 8 月至今担任公司副总经理。2018 年 11 月至今任公司董事。

傅方兴先生，1973 年 11 月出生，1996 年 8 月参加工作，中国国籍，无永久境外居留权，毕业于上海财经大学，研究生学历。历任中航技总公司财务部经理，中航国际成套公司副总会计师，中国航空发展有限公司总会计师，中航国际财务部副部长、部长，分党组成员、总会计师。2018 年 11 月至今任公司董事。

除上述事项之外，跟踪期内，公司在治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

地产业务重组

2017年以来，公司房地产业务陆续剥离。2017年10月31日，中航善达发布公告称，公司将直接持有及其下属企业持有的19个房地产项目委托给公司全资子公司深圳市中航城投资有限公司进行经营管理，根据管理模式、工作内容的不同支付相应的委托管理费，预计管理费合计为人民币9270万元。2017年12月21日，中航善达发布公告称，根据北京产权交易所出具的《交易签约通知书》，最终确定深圳市卓越不动产投资有限公司(以下简称“卓越不动产公司”)为中航善达全资子公司中航城置业(上海)有限公司(以下简称“上海中航城”)100%股权的受让方，成交价格为人民币10.64亿元，2017年12月20日，中航善达与卓越不动产公司签订了《产权交易合同》。2018年6月1日，中航善达发布公告称，变更名称为中航善达股份有限公司，证券简称为中航善达。

2018年，中航善达持续推进地产业务重组，处置遗留项目。2018年8月29日，中航善达发布公共称，根据北京产权交易所出具的《交易签约通知书》，自然人许再新为中航善达持股惠东县康宏发展有限公司(以下简称“惠东康宏”)51%股权的受让方，成交价格为人民币4.24亿元，2018年8月30日，中航善达与许再新先生签署了《产权交易合同》。2018年8月29日，中航善达发布公告称，根据北京产权交易所出具的《交易签约通知书》，最终确定贵州航程房地产开发有限公司(以下简称“贵州航程”)为贵阳中航房地产开发有限公司(以下简称“贵阳中航”)70%股权的受让方，成交价格为人民币9.24亿元，同日，中航善达与贵阳航程签订了《产权交易合同》。2018年12月21日，中航善达发布公告称，其挂牌转让的中航城置业(上海)有限公司100%股权相关工商变更及资产交割手续已办理完成，已收回全部股权转让款及债权款。

表3 中航善达2018年处置子公司情况

(单位: 亿元)

| 公司名称 | 持股比例(%) | 交易对价 | 投资收益 |
|-------|---------|-------|------|
| 上海中航城 | 100 | 10.64 | 3.77 |
| 贵阳中航 | 70 | 9.24 | 6.34 |
| 惠东康宏 | 51 | 4.24 | 2.29 |

资料来源: 中航善达年报

公司通过下属子公司中航国际控股和中国航空技术深圳有限公司(以下简称“中航技深圳”)分别持有中航善达22.35%和20.62%的股权。2019年4月15日，中航善达发布《中航善达股份有限公司重大资产重组停牌公告》，公告称中航国际控股拟将所持中航善达149087820股协议转让给招商蛇口工业区控股股份有限公司(以下简称“招商蛇口”)，中航国际控本次筹划转让股份占中航善达总股本22.35%；同时，中航善达拟通过发行股份方式购买招商蛇口等持有的招商局物业管理有限公司全部股权。交易完成后，公司对中航善达的持股比例由42.97%变为20.62%，将成为中航善达第二大股东。

中航善达主要开展房地产和物业管理业务，是公司房地产板块的主要经营实体。截至2018年底，中航善达资产总额132.36亿元，所有者权益48.85亿元；2018年，中航善达实现收入66.56亿元，利润总额12.25亿元。

表4 中航善达营业收入构成情况表(单位: 亿元、%)

| 项目 | 2017年 | | | 2018年 | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利 | 收入 | 占比 | 毛利 |
| 房地产 | 28.08 | 47.65 | 30.71 | 27.03 | 40.61 | 30.93 |
| 物业管理 | 28.67 | 48.65 | 10.55 | 37.18 | 55.87 | 9.83 |
| 其他 | 2.18 | 3.70 | 39.55 | 2.34 | 3.52 | 45.06 |
| 合计 | 58.93 | 100.00 | 21.23 | 66.56 | 100.00 | 19.64 |

注: 各项汇总与合计数之差系四舍五入所致; 其他业务收入包括建筑业务收入等

资料来源: 公司提供

截至本报告出具日，本次重大重组所涉及的标的资产审计、评估工作已完成，评估报告正在履行有权国资监管机构审核备案程序。未来若该事项完成，中航善达出表，或对公司利

润水平产生一定影响，联合资信将对此保持关注，动态评估其对公司信用水平的影响。

九、经营分析

近年来，公司依照相关部署，加速退出住宅类地产开发、资源开发及大宗贸易业务，聚焦核心业务发展。目前，公司主营业务由原来的六大主营业务调整为国际航空、国际业务、电子信息、现代服务业四大主业，其中原国际贸易与大宗商品贸易板块按业务类别及经营情况有序转型或退出，房地产与酒店板块中住宅类地产开发业务继续退出，酒店与物业管理并入现代服务业，原资源开发板块计划全部退出，公司营业收入来源较为多元。

2018年公司实现营业收入1607.30亿元，同比增长2.72%，主要系国际航空、电子信息及国际业务收入增长所致。从收入构成看，国

际航空、电子信息及国际业务收入同比上升较快，2018年分别为227.02亿元、373.28亿元和687.93亿元，同比分别增长11.44%、24.36%和13.56%；现代服务业收入有所下滑，2018年为323.73亿元，同比下降15.37%，主要系2017年房地产业务剥离规模较大所致；其他业务减少系资源开发业务退出所致。

盈利能力方面，2018年公司综合毛利率略有下滑；其中，国际航空业务和现代服务业毛利率同比小幅增长，分别为20.52%和28.97%；国际业务毛利率略有下滑；受原材料成本及人力费用上涨影响，深天马业务毛利率有所下滑，带动公司电子信息板块毛利率减少3.75个百分点至17.31%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模进一步增长，收入结构有所调整，毛利率水平有所下滑。

表5 公司营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | | 2018年 | | |
|------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 国际航空 | 203.71 | 13.02 | 19.80 | 227.02 | 14.12 | 20.52 |
| 国际业务 | 605.78 | 38.71 | 3.25 | 687.93 | 42.80 | 3.01 |
| 电子信息 | 300.17 | 19.18 | 21.06 | 373.28 | 23.22 | 17.31 |
| 现代服务业 | 382.51 | 24.45 | 27.15 | 323.73 | 20.14 | 28.97 |
| 其他业务及分部间抵消 | 72.60 | 4.64 | 23.59 | -4.66 | -0.29 | -86.91 |
| 合计 | 1564.77 | 100.00 | 15.61 | 1607.30 | 100.00 | 14.30 |

注：各项汇总与合计数之差系四舍五入所致；其他业务主要包括资源业务（逐步退出中）与平台业务，占比很小
资料来源：公司提供

1. 国际航空

国际航空业务是公司的传统核心业务，作为中国最大的航空产品销售商，公司继续受益于国家对航空贸易企业的政策保障，具有稳定的收入和利润来源。公司依托航空工业并利用全球资源，开展与航空工业相关产品与技术的进出口贸易，业务涵盖国际航空技术合作、航空物流、航空标准件集成供应服务、转包生产和航空零部件制造、航空制造装备采购与集成服务、通航发动机制造与服务、民机和通用飞机销售与售后服务、飞行培训、航空维修、招

投标服务等领域。中航国际航空发展有限公司是国际航空业务的主要经营主体。

在现代物流服务和标准件集成供应服务方面，公司子公司中航国际物流有限公司（以下简称“中航物流”）作为航空工业集中采购与集成服务平台、航空工业物资配套保障主渠道，承载着保军配套、集中采购、物资调剂、新器材试制和电子元器件管理等多项职能，始终致力于为航空工业等高端制造业提供设计、采购、运输、仓储、检验、加工、配送、信息、金融等供应链集成服务。公司2015年收购的美国艾

联航空标准件有限公司是全球航空制造领域最大的标准件集成供应商和供应链管理服务商之一，提供航空标准件的采购、仓储和集成供应服务。中航物流设有北美、欧洲和亚太三个全球运营中心，在全球设有15个配送仓储服务机构，为中国及全球飞机制造、维修提供航空标准件等零部件采购、仓储和集成供应的一揽子解决方案。

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。2019年4月，公司按照集团公司战略部署，以原中航物流和原中航国际航空发展有限公司有关业务为基础，整合成立中航国际供应链科技有限公司，旨在依托航空工业并利用全球资源，打造新型、增值的航空供应链管理服务体系，为中航国际航空业务提供新的业务突破口和增长点。

跟踪期内，公司继续保持在国际航空业务领域显著的行业地位，2018年实现收入227.02亿元，同比增长11.44%；毛利率20.52%，同比增加0.72个百分点。近年来持续推进的专业化整合和业务升级有利于其已有优势的巩固和盈利能力的提升。

2. 国际业务

公司国际业务由部分国际贸易与大宗业务转型升级形成，以航空基础设施、公共民用建筑、能源电力、轨道交通、水泥建材工程、职业教育及沥青与机电业务为重点，以非洲、南美等地区为基础，向东南亚、远东、中东等区域发展。2018年实现收入687.93亿元，同比增长13.56%；毛利率为3.01%，同比下降0.24个百分点。

公司贸易物流业务的上游是亚洲、非洲、南美洲等国际的成套设备供应商；下游主要是美国和英国小型成套设备购买商家，意大利、

荷兰和新加坡有关船舶的购买商家，非洲和南美洲有关国家的政府部门（如赞比亚卫生部、赞比亚公路局、肯尼亚财政部）。公司具有广泛国际市场网络和品牌优势，保持开展成套生产设备、高技术产品出口贸易的渠道优势，并通过航空贸易营销网络以及与当地政府在航空贸易过程中形成的良好关系持续推动成套设备、国际工程及政府项目等贸易业务的发展。

在交通运输方面，公司凭借较强的资本运作能力和项目管控能力，大力开拓各类高端商用船舶的设计与制造，发挥船厂、船东和金融机构的整合优势，提供贸易服务、供应链管理、资金融通、EPC工程总包等全价值链解决方案。公司出口的产品包括散货船、集装箱船、储卸油船、海洋工程船以及港口机械设备，并销售到美国、意大利、英国、荷兰、新加坡等十几个国家和地区。此外公司依托国内强大的制造能力，为客户提供全方位的商务和一站式服务方案，主要产品包括轨道交通在内的各种车辆，以及筑路机械和铁路设备等，产品销往非洲、南美洲等地区。

公司成套设备和项目主要包括水泥生产线、风力发电设备、机械车辆和集装箱检测设备成套设备出口贸易和大型项目总包。此外，公司政府贸易项目在东非、北非、中东、东南亚、南美等区域市场保持较强竞争力。公司先后完成赞比亚移动医院、肯尼亚高教项目、肯尼亚工程机械项目等项目。

在大宗商品贸易领域，公司根据宏观经济周期的变化，一方面坚决退出非主业的大宗商品贸易业务，并严格限制主业非定位为大宗商品贸易的子公司开展相关业务；另一方面不断推动钢材贸易和化工原料贸易等主业大宗贸易的商业模式转型。

3. 电子信息

公司电子信息业务包括显示器制造、印制电路板制造（PCB互联）等业务，运营主体为深天马和深南电路等。

(1) 显示业务

深天马专攻中小尺寸液晶显示器，是全国规模最大的液晶面板（LCD）及模块（LCM）制造商之一。2018年，深天马持续聚焦以智能手机、平板电脑为代表的消费品显示市场和以车载、医疗、POS、HMI 等为代表的专业显示市场，并积极布局智能家居、智能穿戴、AR/VR、无人机等新兴市场，为客户提供最佳产品体验。

表6 公司液晶显示屏及液晶显示模块销售情况
(单位: 亿片、%)

| 项目 | 2017年 | 2018年 |
|-----|-------|--------|
| 销售量 | 3.31 | 3.36 |
| 生产量 | 3.38 | 3.33 |
| 产销率 | 97.93 | 100.90 |

资料来源: 深天马年报

技术研发方面，深天马拥有数十项中国技术发明专利，为中国重点高新技术企业和液晶协会理事长单位，在生产规模、技术水平、产品档次及经济效益等方面均位居国内同行业前列，具备与国外同类产品竞争的實力。

市场营销方面，一方面深天马加大对车载、轨道交通、航空、航海等快速成长市场投入力度，同时积极开拓智能家居、智能穿戴、AR/VR、无人机、充电桩等新兴市场；另一方面，继续加强与现有国内外大客户的深度合作，积极进入客户高端产品线，支持多家客户实现新产品首发。新兴市场的开拓，将有利于深天马培育新的利润增长点。

深天马于2016年9月启动重大资产重组，发行股份购买厦门天马微电子有限公司（以下简称“厦门天马”）100%股权以及上海天马有机发光显示技术有限公司（以下简称“天马有机发光”）60%股权。2018年1月15日，深天马收到中国证监会出具的《关于核准天马微电子股份有限公司向厦门金财产业发展有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2018〕102号）。2018年1月18日，标的资产完成过户及相关工商变更登记手续，发行股份购买资产新增股份已于2018年

2月2日上市。上述事项的完成有利于发挥协同效应及规模优势，提升深天马综合竞争力。

表7 深天马主要财务指标(单位: 亿元)

| 项目 | 2017年(追溯调整) | 2018年 |
|-------|-------------|--------|
| 资产总额 | 547.51 | 600.37 |
| 所有者权益 | 244.85 | 260.05 |
| 营业收入 | 238.24 | 289.12 |
| 利润总额 | 16.84 | 10.19 |

资料来源: 公司提供

2018年，深天马实现营业收入289.12亿元，同比增长21.35%，利润总额10.19亿元，同比下降39.47%，主要系本年合并的天马有机发光亏损、全面屏产品价格下降及新项目投资带来财务费用增加综合所致。

(2) PCB 互联业务

深南电路产品为中高端印制电路板，拥有国内综合技术最高端的PCB生产线。深南电路客户涉及通信、航空航天、医疗、汽车电子和工控等领域，市场覆盖北美、欧洲、东南亚、中国大陆、香港等国家和地区。2018年，深南电路实现收入76.02亿元，同比增长33.68%；利润总额7.78亿元，同比增长54.16%，主要系印制电路板、封装电路板及电子装联等业务增长所致。

表8 深南电路主要财务指标(单位: 亿元)

| 项目 | 2017年 | 2018年 |
|-------|-------|-------|
| 资产总额 | 74.73 | 85.25 |
| 所有者权益 | 31.68 | 37.24 |
| 营业收入 | 56.87 | 76.02 |
| 利润总额 | 5.04 | 7.78 |

资料来源: 公司提供

总体看，公司电子高科技板块技术水平较高，生产能力较强。

4. 现代服务业

公司现代服务业主要运营主体是天虹股份和飞亚达，其中天虹股份以百货零售为主，飞亚达以手表生产制造和销售为主。另外，2017年公司进行主营业务调整，原地产与酒店板块

中住宅类地产开发业务退出，酒店与物业管理并入现代服务业。

(1) 百货零售

天虹商场是中外合资的连锁零售企业，其控股股东是公司全资子公司中国航空深圳。目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台天虹 APP 的线上线下融合的多业态发展格局，现有“天虹”、“君尚”、“sp@ce”和“微喔”四大品牌，在区域内保持领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力。截至 2018 年底，天虹股份已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江和四川共计 8 省/市的 25 个城市，共经营购物中心业态门店 13 家（含加盟 1 家、管理输出 1 家）、百货业态门店 68 家（含加盟 4 家）、超市业态门店 81 家（含加盟 6 家）、便利店 159 家，面积合计逾 300 万平方米。

表 9 天虹股份业态结构基本情况（单位：家）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|------|--------|--------|
| 百货 | 67 | 68 |
| 超市 | 68 | 81 |
| 购物中心 | 7 | 13 |
| 便利店 | 148 | 159 |
| 合计 | 290 | 321 |

资料来源：公司提供

天虹商场有平台与垂直两类业务，平台型业务主要是百货、购物中心等业态，平台业务以联营、租赁等合作模式为主；垂直型业务主要为超市、便利店等业态，超市主要是自营模式，便利店主要为加盟模式。

百货、购物中心引进战略性品牌、新兴零售品牌、优质体验类商户，完善商品和服务结构；全面实施线上线下比价及同价策略提升商品性价比；通过适度自营、代理优化商品供应链，实现差异化；与供应商深度合作，基于定位和生活方式匹配商品和服务，用品类管理的思想进行主题编辑，进一步贴近顾客生活。

超市供应链进一步发展国际直采、生鲜直采、自有品牌。国际直采方面，2018 年天虹股份积极拓展海外合作厂家，销售额增长 61%；

生鲜直采方面，生鲜基地 59 个，销售增长 3.2%；自有品牌方面，积极推陈出新，销售增长 102%；针对城市白领对便利、健康、快速的需求大力发展 2R（Ready to Cook& Ready to Eat）商品及加工切配服务，2R 商品销售额增长 39%。

便利店围绕一日三餐，大力开发独有商品，通过与知名餐饮合作、打造网红商品等方式大力拓展速食商品。大力推进供应链全国整合（截至 2018 年底，签订全国供应商协议 42 家）与分级管理、物流规划设计与外部整合。开发并启用数字化采购平台，提高新品引进速度，加强供应商服务。

天虹股份数字化程度大幅提高，不断迭代虹领巾 App，升级顾客购物效率和顾客服务体验。截至 2018 年底，天虹整体会员人数达 1800 万；天虹数字化会员人数达 1644 万，其中天虹 APP 会员人数达 840 万，微信粉丝 645 万，微信小程序会员 159 万。

截至 2018 年底，天虹股份资产总额 162.55 亿元，所有者权益合计 65.71 亿元；2018 年实现收入 191.38 亿元，同比增长 3.25%，利润总额 11.69 亿元，同比增长 25.51%，保持稳健增长态势。

(2) 品牌手表和名表连锁

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 2018 年底，飞亚达资产总额 36.00 亿元，所有者权益合计 25.70 亿元；2018 年飞亚达实现收入 34.00 亿元，同比增长 1.63%；利润总额 2.31 亿元，同比增长 21.87%，主要系飞亚达不断提升运营质量，成本费用进一步控制，经营效率持续提升所致。

(3) 不动产经营与管理

公司不动产经营与管理板块主要包括商业地产、物业管理和酒店管理三类业务，经营主体包括中航善达和深圳格兰云天酒店管理有限公司（以下简称“格兰云天”）。格兰云天专注

于中高端酒店管理业务。截至 2018 年底，格兰云天资产总额 5.65 亿元，所有者权益 3.32 亿元；2018 年格兰云天实现收入 6.45 亿元，利润总额 0.67 亿元。

近年来，公司逐步剥离住宅类房地产业务（详见重大事项部分），收回股东借款，有效降低房地产项目对公司的资金占用，提高资产流动性，改善债务结构，其投资收益对公司利润总额形成有力支撑。

十、财务分析

公司提供了 2018 年的合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 33 家，较 2017 年底减少 3 家（大陆发动机集团有限公司、中航金鼎黄金有限公司及武汉中航通飞特种飞行器有限公司）、增加 2 家（九江云岭房地产开发有限公司和东莞中航旅游投资有限公司）。总体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 2338.82 亿元，所有者权益合计 652.48 亿元（含少数股东权益 335.66 亿元）。2018 年公司实现营业收入 1607.30 亿元，利润总额 40.35 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 2338.82 亿元，较上年底下降 6.25%，其中流动资产占 49.64%，非流动资产占 50.36%，公司资产构成较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 1161.04 亿元，较上年底下降 16.57%，主要系货币资金其他应收款及存货下降所致。公司流动资产构成以货币资金（占 26.88%）、应收账款（占 19.96%）和存货（占 26.97%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 312.13 亿

元，较上年底下降 31.22%，主要系偿还贷款及电子板块生产线投入所致。构成以银行存款（占 96.23%）和其他货币资金（占 3.69%）为主；其中受限货币资金 9.49 亿元，主要为各类保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据 20.76 亿元，较上年底小幅下降 3.50%，其中，银行承兑汇票和商业承兑汇票分别为 6.98 亿元和 13.78 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 231.70 亿元，同比增长 11.18%，主要系电子信息业务快速发展所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 64.06 亿元，其中一年以内的应收账款占 85.23%；累计计提坏账准备 7.46 亿元，计提比例 11.65%。整体看，公司应收账款账龄较短，坏账计提比例适宜。

表 10 截至 2018 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

| 客户名称 | 欠款金额 | 占比 |
|-------------|--------------|--------------|
| X10 | 16.96 | 6.55 |
| 小米科技有限责任公司 | 10.20 | 3.94 |
| 维沃移动通信有限公司 | 8.17 | 3.15 |
| 安哥拉交通部 | 6.23 | 2.41 |
| 东莞市金铭电子有限公司 | 4.95 | 1.91 |
| 合计 | 46.51 | 17.96 |

注：公司对东莞市金铭电子有限公司的应收账款已全额计提坏账准备
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 68.33 亿元，较上年底下降 34.33%，主要系往来款收回所致。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 41.18 亿元，占比为 29.58%，已计提坏账准备 32.43 亿元，计提比例 78.76%；按信用风险组合特征计提坏账准备的其他应收款 96.48 亿元，占比为 69.31%，已计提坏账准备 2.78 亿元，计提比例 3.22%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额合计 10.62 亿元，计提坏账准备 2.78 亿元，计提比例 26.19%；账龄在 1 年以内（含 1 年）占 64.06%，1~2 年（含 2 年）的占 7.70%，2 年以上的占 28.25%，账龄偏长。

按欠款方归集的前五名的其他应收款账面余额 9.95 亿元，占其他应收款合计 9.41%，集中度不高。

表 11 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

| 欠款方名称 | 款项性质 | 欠款余额 | 比例 |
|--------------------------------|------|-------------|-------------|
| 衡阳深圳工业园管理委员会 | 政府债权 | 2.51 | 2.38 |
| Eagle Wing Enterprises Limited | 往来款 | 2.07 | 1.96 |
| 保利里城有限公司 | 无息借款 | 2.00 | 1.89 |
| 中信信托有限责任公司 | 信托承担 | 1.76 | 1.66 |
| 威海经济技术开发区财政局 | 政府债权 | 1.60 | 1.51 |
| 合计 | -- | 9.95 | 9.41 |

注：公司对 Eagle Wing Enterprises Limited 和威海经济技术开发区财政局的其他应收款已全额计提坏账准备
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 313.15 亿元（余额为 339.78 亿元，存货跌价准备 26.63 亿元），同比下降 22.13%，主要系本年度住宅类地产业务剥离，同时国际业务进入执行年综合所致。公司存货主要构成为原材料（占 7.17%）、库存商品或产成品（占 46.77%）、自制半成品及在产品（占 33.45%）及其他（占 10.39%）。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 100.65 亿元，较上年底增长 35.80%，主要系委托贷款、信托类产品、留抵税金及其他增加所致；主要构成为委托贷款（占 34.77%）、信托类产品（占 36.68%）和留抵税金及其他（26.20%）。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 1177.78 亿元，较上年底增长 6.77%，构成以固定资产（占 40.76%）、投资性房地产（占 17.20%）和在建工程（占 12.05%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 59.35 亿元，较上年底下降 16.19%，主要系金融工具重分类导致；公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的 36.22 亿元（成本为 33.03 亿元，累计计入其他综合收益的公允价值变动 3.19 亿元），按成本计量的为 23.13 亿元（账面余额 25.40 亿元，减值准备 2.27 亿元）。

截至 2018 年底，公司长期应收款 58.50 亿

元，较上年底增长 13.90%，主要系分期收款销售商品增长所致；主要构成为分期收款销售商品款（占 97.88%）。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 44.35 亿元，较 2017 年底增长 18.71%，主要系增加对联营企业的投资所致。

表 12 截至 2018 年底公司长期股权投资前五名
(单位: 亿元)

| 被投资单位 | 期末余额 | 确认的投资收益 |
|-----------------|--------------|-------------|
| 深圳市中航华城置业发展有限公司 | 6.06 | 0.04 |
| 深圳世纪汇商场有限公司 | 7.78 | -0.02 |
| 南京中航工业科技城发展有限公司 | 4.26 | 2.34 |
| 青海昆龙伟业实业投资有限公司 | 3.97 | -0.10 |
| 中航林业有限公司 | 3.34 | -- |
| 合计 | 25.41 | 2.26 |

资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 202.53 亿元，同比底增长 11.14%，主要系自用房地产或存货转入所致。

截至 2018 年底，公司固定资产为 480.10 亿元，同比增长 7.37%，主要系公司推进电子信息板块生产线建设，购置机器设备所致；累计折旧和减值准备分别为 229.15 亿元和 2.93 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 141.89 亿元，同比增长 8.15%，主要系武汉天马 G6 项目投入增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 86.55 亿元，较上年底变化不大。其中，累计摊销额和减值准备分别为 26.10 亿元和 2.88 亿元。主要由土地使用权 59.86 亿元、专有技术 3.80 亿元和采矿权 3.70 亿元构成。

截至 2018 年底，公司商誉为 41.36 亿元，较上年底下降 12.91%，主要系商誉减值准备增加所致。公司本年计提商誉减值准备 6.22 亿元，主要系：①船舶行业市场持续低迷，公司船舶业务持续亏损，对威海船厂有限公司商誉全额计提减值准备 2.27 亿元；②ARITEX CADING,

S.A.自2016年被中航国际航空发展(香港)有限公司收购后,其经营成果一直未达预期,2018年底,根据企业会计准则,管理层基于ARITEX CADING, S.A.更新后的商业计划和现金流假设对商誉进行减值测试,测试结果为需计提商誉减值准备2560万欧元,折合人民币2.01亿元;③在拓展海外贸易和国际工程业务时,由于水泥市场低迷,KHD暂停了多项海外工程项目,海外项目亏损严重,对其计提减值1.92亿元。

截至2018年底,公司其他非流动资产27.23亿元,较上年底增加9.11亿元,主要系预付长期资产款增加所致;主要构成以预付长期资产款(占29.49%)和委托贷款(占57.37%)为主。

截至2018年底,公司所有权和使用权受限制的资产账面价值合计94.69亿元,占公司资产总额的4.05%。

表13 截至2018年底公司所有权和使用权受限制的资产
(单位:亿元)

| 项目 | 期末余额 | 受限原因 |
|------|-------|---------|
| 货币资金 | 9.49 | 保证金 |
| 应收账款 | 0.74 | 质押 |
| 应收票据 | 4.88 | 贷款抵押 |
| 存货 | 25.43 | 抵押借款 |
| 固定资产 | 8.09 | 贷款抵押 |
| 无形资产 | 46.06 | 抵押借款、质押 |
| 合计 | 94.69 | -- |

资料来源:公司年报

跟踪期内,公司资产总额有所下降,但仍保持较大规模;公司流动资产中应收账款和存货占比仍较大,对营运资金形成占用。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底,公司所有者权益合计652.48亿元,较上年底下降2.30%,主要系未分配利润下降所致。其中,归属于母公司所有者权益合316.82亿元,较上年底下降7.98%;归属于母公司所有者权益中其他权益工具(余额131.00亿元,构成为永续中期票据及永续债)

账面价值为130.38亿元,较上年底保持稳定;未分配利润为60.32亿元,较上年底下降26.46%,主要系分红所致。

截至2018年底,公司少数股东权益335.66亿元,较上年底增长3.75%。

考虑到少数股东权益及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2018年底,公司负债合计1686.33亿元,较上年底下降7.70%,其中流动负债占65.34%,公司负债以流动负债为主。

截至2018年底,公司流动负债合计1101.82亿元,同比下降4.28%,从构成来看,以短期借款(占16.13%)、应付账款(占23.07%)、预收款项(占24.18%)和一年内到期的其他非流动负债(占16.94%)为主。

截至2018年底,公司短期借款177.69亿元,同比下降19.14%,主要系偿还部分贷款所致;公司短期借款构成为质押借款(0.74亿元)、抵押借款(3.40亿元)、保证借款(38.29亿元)和信用借款(135.26亿元)。

公司应付账款主要为应付货款及工程款。截至2018年底,公司应付账款254.20亿元,同比保持稳定。账龄超过一年的应付账款金额合计39.19亿元,占应付账款总额的15.42%,因尚未到结算时点而未支付。

截至2018年底,公司预收款项为266.41亿元,较上年底下降19.22%,主要系预收货款及工程款减少所致;其中,账龄在1年以上的占41.15%。

截至2018年底,公司其他应付款70.44亿元,同比下降23.90%,主要系工程设备款及代扣代缴职工款项减少所致。

因执行新收入准则,公司将与基建建设、部分制造与安装业务相关的已结算未完工、销售商品及提供劳务相关的预收款项重分类至合同负债。截至2018年底,公司新增合同负债23.37亿元,主要构成为预收货款(10.18亿元)、预收工程款(4.72亿元)和已完工未结算项目

(7.06 亿元)。

截至 2018 年底,公司一年内到期的非流动负债为 186.66 亿元,较上年底大幅增长 64.73%,主要系公司部分长期借款与应付债券将于一年内到期。

截至 2018 年底,公司非流动负债合计 584.51 亿元,较上年底下降 13.52%,构成以长期借款(占 55.20%)和应付债券(占 32.14%)为主。

截至 2018 年底,公司长期借款为 322.63 亿元,较上年底下降 19.87%,构成为抵押借款(123.45 亿元)、保证借款(130.85 亿元)和信用借款(68.32 亿元)。

截至 2018 年底,公司应付债券余额 187.89 亿元,较上年底下降 4.09%;构成为存续的公司债券、中期票据及非公开定向债务融资工具等。

截至 2018 年底,公司全部债务 938.04 亿元,较上年底下降 5.54%,从构成看,短期债务占 45.58%,公司短期债务占比同比有所上升。截至 2018 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小幅下降,分别为 72.10%、58.98%和 43.90%。

截至 2018 年底,公司其他权益工具 130.38 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 2018 年底,公司有息债务规模 1068.42 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 77.68%、67.17%和 55.11%。

跟踪期内,公司债务负担有所减轻,但仍处于较高水平;公司债务以长期债务为主,债务结构较为合理。

3. 盈利能力

2018 年,公司实现营业收入 1607.30 亿元,同比增长 2.72%;营业利润率 13.69%,同比减少 1.03 个百分点,主要系原材料成本及人力费

用上涨,公司电子信息业务毛利率下滑所致影响所致。

2018 年,公司期间费用合计 194.45 亿元,同比下降 7.59%,主要系财务费用下降所致。2018 年公司财务费用同比下降 31.71%至 30.64 亿元,主要系有息债务规模下降所致。公司期间费用率为 12.10%,较 2017 年减少 1.35 个百分点,公司费用控制能力尚可。

2018 年,公司计提资产减值损失 18.66 亿元,同比减少 58.98%,主要包括存货跌价损失(7.94 亿元)、固定资产减值损失(1.19 亿元)、无形资产减值损失(1.77 亿元)和商誉减值损失(6.18 亿元);信用减值损失 11.25 亿元,主要为坏账损失 11.19 亿元。

2018 年,公司利润总额为 40.35 亿元,较 2017 年下降 48.83%,主要系投资收益下降所致。从利润构成来看,2018 年公司利润主要来源于投资收益和其他收益。2018 年,公司投资收益 28.03 亿元,同比下降 66.51%,主要系处置长期股权投资产生的投资收益下降所致;2018 年公司处置长期股权投资产生的投资收益为 24.49 亿元,主要来自地产板块业务剥离产生的收益,占当期利润总额的 69.47%;公司可供出售金融资产取得的投资收益为 2.80 亿元;公司其他收益为 13.65 亿元,同比下降 24.61%,主要系临储业务不再纳入合并范围,国家补助款下降所致,占当期利润总额的 33.83%;公司营业外收入为 3.16 亿元,同比增长 89.05%,主要系债务重组利得增长所致。

从盈利能力指标来看,2018 年,受净利润下滑影响,公司总资本收益率和净资产收益率分别同比减少 1.33 个百分点和 2.54 个百分点至 3.97%和 3.41%。

跟踪期内,公司收入规模有所增长,期间费用控制能力尚可,以政府补助及投资收益为主的非经常性损益为利润的主要来源。

4. 现金流及保障

经营活动方面,2018 年公司经营活动产生

的现金流入量 2001.59 亿元，同比下降 5.78%；经营活动现金净流量 64.27 亿元，同比大幅下降 68.01%，主要系 2017 年房地产业务剥离现金回流较多所致。从收入实现质量看，2018 年公司现金收入比为 109.04%，较上年减少 12.72 个百分点。整体看，公司经营获现能力良好。

投资活动方面，2018 年公司投资活动的现金流入量（主要包括处置子公司及其他营业单位收到的现金净额及收到其他与投资活动有关的现金）为 222.67 亿元，同比下降 50.93%，主要系收回投资收到的现金大幅下降所致；公司投资活动现金流出量为 267.71 亿元；同期，公司投资活动现金净流量为 -45.04 亿元。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额为 19.22 亿元。公司经营现金净流入可以满足当期投资活动的资本支出。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 473.82 亿元，同比下降 13.97%，主要是借款收到的现金；筹资活动现金流出 626.20 亿元，同比下降 16.42%，主要是偿还债务支付的现金。2018 年筹资活动现金净流量为 -152.37 亿元。

跟踪期内，公司主业获现能力良好，经营活动现金净流入规模较大，可以满足公司的投资支出，对外融资压力较小。

5. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部（母公司）资产总额为 485.75 亿元（包括货币资金 70.37 亿元、应收账款 25.50 亿元、其他应收款 117.96 亿元、其他流动资产 30.35 亿元、可供出售金融资产 13.88 亿元、长期股权投资 182.11 亿元和其他非流动资产 16.30 亿元），负债总额为 246.35 亿元（包括短期借款 0.58 亿元、应付账款 16.31 亿元、预收款项 47.45 亿元、其他应付款 28.35 亿元、一年内到期的非流动负债 72.95 亿元、长期借款 3.10 亿元、应付债券 64.88 亿元和预计负债 6.99 亿元），所有者权益 239.40 亿元。

盈利能力方面，2018 年，公司本部实现营

业收入 37.48 亿元，利润总额 12.83 亿元（其中投资净收益 12.60 亿元，2017 年为 94.14 亿元）。

现金流量方面，2018 年公司本部经营活动现金流入量为 390.90 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 -35.76 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -12.06 亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金及支付其他与投资活动有关的现金；同期，公司筹资活动现金流入量主要系取得借款收到的现金，筹资活动现金流出量主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，筹资活动现金流量净额为 -36.34 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司本部全部债务为 141.51 亿元，其中短期债务 73.53 亿元。

综合分析，公司本部资产构成以货币资金、往来款和对下属企业的长期股权投资为主，债务规模相对较高，考虑到公司控股股东可以通过下属财务公司以授信方式对公司提供流动性支持，公司本部短期偿债风险可控。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 105.37% 和 76.95%，分别较 2017 年底下降 15.53 个百分点和 9.01 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比为 5.83%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 137.70 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.87 倍，全部债务/EBITDA 为 6.81 倍，公司长期偿债能力一般。

总体看，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度一般，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司对外担保金额 33.37 亿元，主要是对中航林业有限公司等的担保；担保比率为 5.11%，对外担保比率较低。

公司已与多家商业银行建立稳固的合作关

系，截至 2019 年 3 月底，公司合并口径获得各大银行授信额度 3408.91 亿元，其中未使用额度 2465.11 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司

旗下拥有多家上市公司，具备直接融资渠道。总体看，公司的综合融资能力很强，能够有效降低流动性风险。

表 14 截至 2018 年底公司对外担保（单位：亿元）

| 被担保企业 | 期末余额 | 担保方式 | 反担保方式 |
|---------------------|-------|--------|--------|
| 中航林业有限公司 | 10.91 | 连带责任担保 | 连带责任担保 |
| 中航机电系统有限公司（南京科技城项目） | 12.20 | 连带责任担保 | 连带责任担保 |
| 中航里程有限公司 | 8.00 | 连带责任担保 | 连带责任担保 |
| 柬埔寨巴戎航空有限公司 | 2.26 | 一般保证 | 质押 |
| 合计 | 33.37 | -- | -- |

注：债权种类均为普通银行贷款，被担保企业均正常经营
资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（企业机构信用代码证编号为：G1011010500592000Y），截至 2019 年 7 月 16 日，公司无不良及关注类未结清信贷信息；已结清信贷信息内有 2 笔不良类和 11 笔关注类贷款，主要系征信系统历史遗留问题；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。

8. 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，公司承担着航空工业 80% 以上的进出口业务，是航空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极强。

十一、存续期债券偿债能力

截至本报告出具日，公司存续债券余额合计 233.00 亿元（见表 15），其中一年内到期的债券为“10 中航国际债”，余额合计 15.00 亿元。

截至 2018 年底，公司现金类资产为 333.49 亿元，为一年内到期债券余额的 22.23 倍，保障能力极强。

2018 年公司 EBITDA 和经营现金流入量分别为 137.70 亿元和 2001.59 亿元，为存续期债券余额的 0.59 倍和 8.59 倍，公司经营现金流入量对存续期内债券余额的保障能力极强。

表 15 公司存续债券概况（单位：亿元）

| 债券名称 | 余额 | 到期日 |
|---------------|--------|------------|
| *19中航Y5 | 25.00 | 2022/3/26 |
| *19中航Y3 | 40.00 | 2022/3/12 |
| *19中航Y1 | 20.00 | 2022/1/25 |
| *17中航Y1 | 15.00 | 2020/7/31 |
| *15中航国际MTN001 | 18.00 | 2020/12/25 |
| *15中航债 | 50.00 | 2020/12/7 |
| *14中航国际MTN002 | 50.00 | 2019/12/23 |
| 10中航国际债 | 15.00 | 2020/8/26 |
| 合计 | 233.00 | -- |

注：存续期债券中标注为*的债券到期日为首次赎回权行权日
资料来源：联合资信整理

表 16 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

| 项目 | 2018 年 |
|------------------|--------|
| 一年内到期债券余额 | 15.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 22.23 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 8.59 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | 0.28 |
| EBITDA/应付债券余额 | 0.59 |

资料来源：联合资信整理

十二、担保分析

公司发行的“10中航国际债”担保人为航空工业。航空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640.00亿元，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资委。

航空工业主要经营航空业务、非航空民品及服务业三大业务。其中航空业务由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。

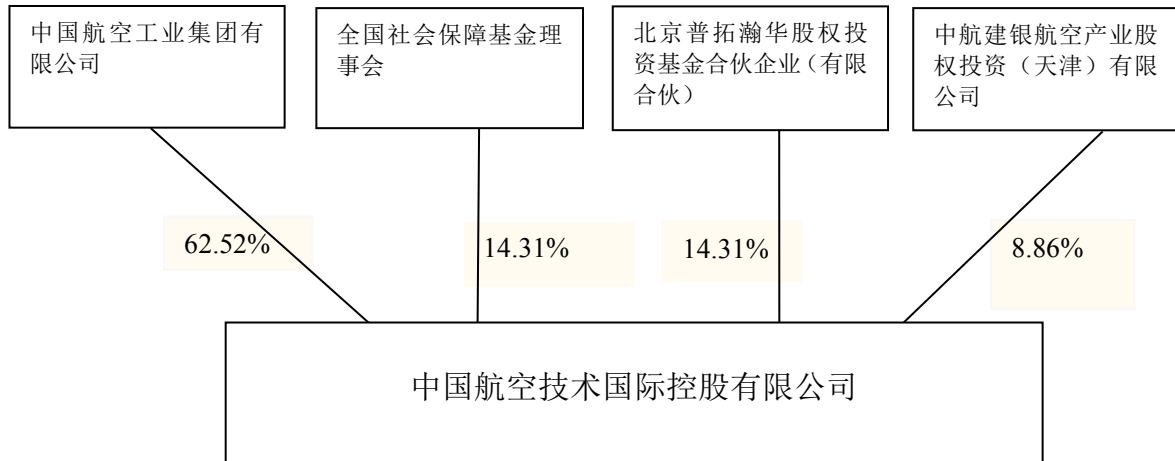
截至2018年底，航空工业资产总额9480.34亿元，所有者权益合计3183.39亿元；2018年航空工业实现营业收入4388.04亿元，利润总额182.63亿元。

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。航空工业经营规模大，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。随着航空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，航空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，航空工业整体竞争实力和抗风险能力极强。“10中航国际债”由航空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。

十三、结论

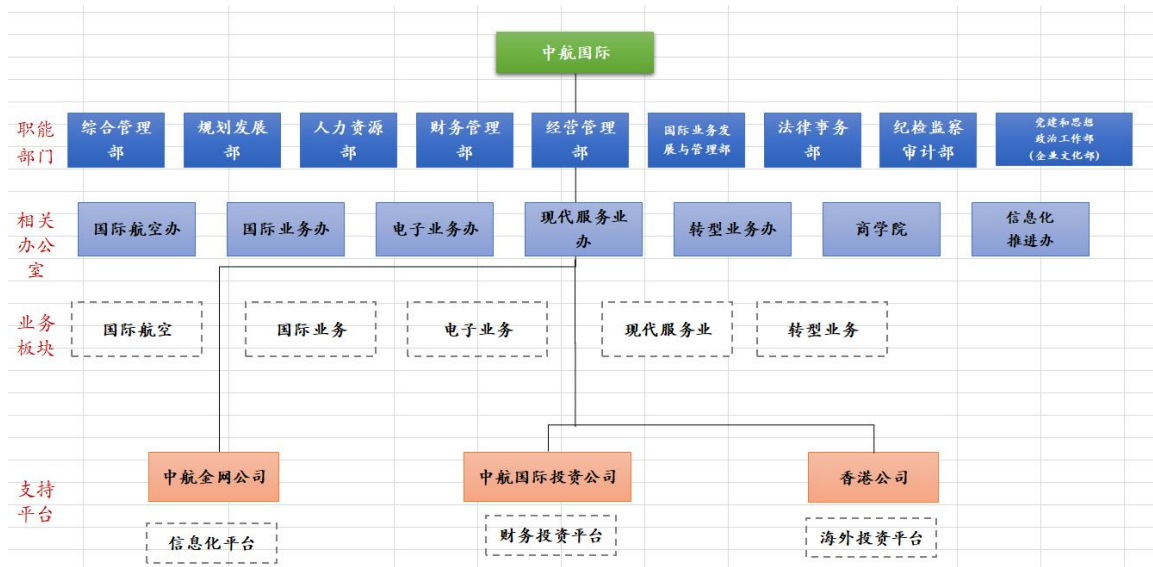
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“10中航国际债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



注：2019年6月，全国社会保障基金理事会退出，其股份份额全部转至航空工业

附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产(亿元) | 325.48 | 475.78 | 333.49 |
| 资产总额(亿元) | 2826.01 | 2494.83 | 2338.82 |
| 所有者权益(亿元) | 679.00 | 667.82 | 652.48 |
| 短期债务(亿元) | 516.85 | 394.50 | 427.52 |
| 长期债务(亿元) | 788.44 | 598.53 | 510.51 |
| 全部债务(亿元) | 1305.29 | 993.03 | 938.04 |
| 营业收入(亿元) | 1404.51 | 1564.77 | 1607.30 |
| 利润总额(亿元) | 63.55 | 78.86 | 40.35 |
| EBITDA(亿元) | 154.05 | 177.62 | 137.70 |
| 经营性净现金流(亿元) | 45.27 | 200.90 | 64.27 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 7.19 | 7.29 | 6.66 |
| 存货周转次数(次) | 1.36 | 2.27 | 3.85 |
| 总资产周转次数(次) | 0.50 | 0.59 | 0.67 |
| 现金收入比(%) | 125.58 | 121.76 | 109.04 |
| 营业利润率(%) | 14.63 | 14.72 | 13.69 |
| 总资本收益率(%) | 4.09 | 5.30 | 3.97 |
| 净资产收益率(%) | 5.71 | 5.95 | 3.41 |
| 长期债务资本化比率(%) | 53.73 | 47.26 | 43.90 |
| 全部债务资本化比率(%) | 65.78 | 59.79 | 58.98 |
| 资产负债率(%) | 75.97 | 73.23 | 72.10 |
| 流动比率(%) | 128.70 | 120.90 | 105.37 |
| 速动比率(%) | 69.69 | 85.96 | 76.95 |
| 经营现金流动负债比(%) | 3.52 | 17.45 | 5.83 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.47 | 5.59 | 6.81 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.49 | 3.66 | 2.87 |

注：其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务；2016—2018 年底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为 143.93 亿元、130.43 亿元和 130.38 亿元

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产(亿元) | 33.54 | 157.03 | 73.02 |
| 资产总额(亿元) | 558.80 | 534.76 | 485.75 |
| 所有者权益(亿元) | 238.56 | 253.37 | 239.40 |
| 短期债务(亿元) | 90.01 | 10.04 | 73.53 |
| 长期债务(亿元) | 142.58 | 138.94 | 67.98 |
| 全部债务(亿元) | 232.59 | 148.99 | 141.51 |
| 营业收入(亿元) | 13.92 | 22.83 | 37.48 |
| 利润总额(亿元) | 18.63 | 72.57 | 12.83 |
| EBITDA(亿元) | 25.93 | 83.62 | 20.48 |
| 经营性净现金流(亿元) | 90.07 | 10.02 | -35.76 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 1.26 | 1.19 | 1.42 |
| 存货周转次数(次) | 2.04 | 3.95 | 8.75 |
| 总资产周转次数(次) | 0.02 | 0.04 | 0.07 |
| 现金收入比(%) | 627.95 | 411.99 | 295.85 |
| 营业利润率(%) | 26.43 | 30.47 | 20.08 |
| 总资本收益率(%) | 5.20 | 15.01 | 4.91 |
| 净资产收益率(%) | 7.56 | 19.76 | 5.01 |
| 长期债务资本化比率(%) | 37.41 | 35.42 | 22.12 |
| 全部债务资本化比率(%) | 49.37 | 37.03 | 37.15 |
| 资产负债率(%) | 57.31 | 52.62 | 50.72 |
| 流动比率(%) | 104.03 | 235.38 | 152.85 |
| 速动比率(%) | 101.27 | 233.13 | 150.63 |
| 经营现金流动负债比(%) | 51.47 | 7.50 | -20.98 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.97 | 1.78 | 6.91 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 4.00 | 8.10 | 3.04 |

附件 4 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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业收入年复合增长率 | (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 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-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+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 5-1 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：

| 信用等级设置 | 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 5-2 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。

附件 5-3 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 |