

跟踪评级公告

联合[2015] 1054 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”及“10 中航国际债” AAA 的信用等级。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十九日



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：2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	294.46	331.00	247.17
资产总额(亿元)	1732.38	2122.32	2432.94
所有者权益(亿元)	314.61	353.50	505.77
短期债务(亿元)	439.08	511.51	539.56
全部债务(亿元)	735.95	975.23	1069.39
营业收入(亿元)	1209.66	1444.80	1501.31
利润总额(亿元)	45.21	62.66	62.76
EBITDA(亿元)	96.83	118.60	135.96
经营性净现金流(亿元)	10.80	21.51	-38.46
营业利润率(%)	12.28	12.40	13.02
净资产收益率(%)	10.03	12.38	8.13
资产负债率(%)	81.84	83.34	79.21
全部债务资本化比率(%)	70.05	73.40	67.89
流动比率(%)	109.52	114.15	122.61
全部债务/EBITDA(倍)	7.60	8.22	7.87
EBITDA 利息倍数(倍)	3.43	3.78	3.36
经营现金流流动负债比(%)	1.01	1.70	-2.86

注：现金类资产未剔除受限资金。

分析师

贺苏凝 方晓

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，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，公司业务经营状况良好，收入及利润规模呈上升趋势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，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、债务负担较重等因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

公司各业务板块稳步发展，整体业务格局持续优化，竞争力将进一步增强，有助于其抗风险能力的提升。

“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. 公司经营活动现金流入量、EBITDA 对存续期债券保障能力较强。
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. 公司航空产品出口和贸易主要面向亚非拉发展中国家，可能存在一定的政治风险及汇兑风险。
2. 公司债务规模持续增长，整体债务负担重。

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%，2014 年，股东按持股比例增资，增资完成后，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本为 95.79 亿元。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 9 个职能部门。目前，公司纳入合并报表范围的二级企业共计 31 家。

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 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 2014 年底，公司资产总额 2432.94 亿元，所有者权益合计 505.77 亿元（含少数股东权益 250.13 亿元）。2014 年公司实现营业收入 1501.31 亿元，利润总额 62.76 亿元。

公司注册地址：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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品

不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增

长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。

2014年，公司主营业务收入1492.51亿元，同比增长4.20%，毛利率为14.84%；从收入构

成来看，各业务板块的收入贡献比例与2013年相比变化不大。跟踪期内，公司收入规模及结构、获利水平变化不大，较为稳定。

表1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
国际航空	162.07	11.31	15.58	184.12	12.34	16.03
贸易物流	国际贸易	206.31	14.40	124.03	8.31	7.72
	大宗商品贸易	447.41	31.23	480.41	32.19	0.85
高端消费品和零售	222.25	15.52	21.88	208.37	13.96	25.06
地产与酒店	239.34	16.71	29.63	285.03	19.10	29.15
电子高科技	128.27	8.95	20.66	154.67	10.36	19.12
资源开发与投资	20.26	1.41	13.35	53.08	3.56	6.15
支撑板块	51.88	3.62	6.38	50.25	3.37	14.94
抵消	-45.39	--	--	-47.45	--	--
合计	1432.40	100.00	13.66	1492.51	100.00	14.84

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。2013

年 1 月，公司通过新加坡上市公司中航船舶收购了全球最大的独立船舶设计企业芬兰 Deltamarin 公司 79.57% 的股权，实现船舶业务由传统贸易向工贸结合、全产业链服务的战略转型；

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。目前，在执行的政府项目大约 7 亿美元左右。主要项目有：（1）肯尼亚 NYS 二期项目，合同金额 6983.82 万美元，目前，该项目进展顺利，大部分设备均已发运完毕并交付。

（2）赞比亚工程机械二期项目，合同金额 6912.37 万美元，预计该项目绝大部分设备将于 2015 年发运并交付；（3）赞比亚 L400 公路项目，合同金额 34829.37 万美元，预计将于 2017 年完工；（4）赞比亚 Mongu 公路项目，合同金额 28693.59 万美元，预计将于 2015 年完工。

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、飞亚达和珠海星巴克电子设备有限公司（以下简称“星巴克”），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，星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。2014 年，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，新开 5 家天虹微喔便利店，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，2014 年 5 家亏损店实现盈利，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。2014 年，天虹商场开设深圳坂田天虹、君尚百货深南店、深圳松柏天虹、南昌进贤天虹、福州王庄天虹共 5 家综合百货，开设杭州购物中心、吉安购物中心 2 家购物中心。从单一百货业态拓展到“百货+购物中心+便利店”的多业态。跟踪期内，天虹商场将线下商品逐步上线，深圳国贸店完成了“云店”的上线，补充了电商服饰品类，在门店和物

业机构增设 1000 多个自提点，基本覆盖深圳主要社区，自提订单上升明显，实现了线上购物，可在实体店退换货等跨渠道服务功能；新设 9 家品类集合馆，累计 12 家。截至 2014 年底，天虹商场进驻广东、江西、湖南、福建共 8 省/市的 20 个城市，拥有“天虹”品牌直营门店 62 家，特许经营门店 1 家，营业面积约 180 余万平方米；拥有“君尚”品牌直营店 4 家，营业面积约 15 万平方米；拥有微喔便利店 5 家，万店通便利店 153 店。截至 2014 年底，天虹商场资产总额 114.99 亿元，同比增长 9.58%；2014 年实现销售收入 169.98 亿元，较上年增长 6.03%；利润总额 7.73 亿元，较上年下降 11.86%。

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。2014 年，飞亚达生产手表 977480 只，同比增长 27.19%；销售 841978 只，同比增长 39.10%。截至 2014 年底，飞亚达资产总额 36.58 亿元，同比增长 2.78%；2014 年实现收入 32.78 亿元，同比增长 5.63%；利润总额 1.70 亿元，较上年增长 12.49%。

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持续扩张，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。2014 年，深天马聚焦消费类（中高端智能机、差异化平板电脑）和车载、医疗、POS、HMI 等专业类显示市场。深天马拥有完善的产线组合，包括第 4.5 代 a-Si TFT-LCD 生产线、第 5 代 a-Si TFT-LCD 生产线，所托管的厦门天马拥有全国第一条、全球第二条第 5.5 代 LTPS TFT-LCD 生产线，跟踪期内，该生产线已经量产，产品覆盖国内外主流客户，正在建设 1 条第 6 代 LTPS TFT-LCD 生产线。截至 2014 年底，深天马资产总额 156.92 亿元，同比增长 33.00%；2014 年实现销售收入 93.22 亿元，同比增长 11.62%；利润总额 7.75 亿元，同比下降 5.77%。

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 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。

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 2014 年实现地产销售面积 38.04 万平方米，同比下降 16.16%，签约销售额 31.64 亿元，同比下降 21.92%；2014 年新开工面积 367743 平方米，同比下降 69.47%，主要是由于 2014 年房地产市场下行，销售遇到较大压力，为避免库存积压过多，相应调低开工面积。物业管理方面，2014 年，中航物业新签项目 48

个，管理面积超过 3000 万平方米。2014 年，中航地产新开业九方购物中心 2 家，目前在营 4 家，分别位于赣州、成都、深圳、九江，总营业面积超过 35 万平方米。

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 2014 年底，中航地产合并资产总额 200.68 亿元，同比增长 13.27%；2014 年，实现营业收入 62.26 亿元，同比增长 0.03%；利润总额 6.83 亿元，同比下降 7.77%。

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。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，公司各项业务稳定发展，收入及利润规模稳定增长。

六、财务分析

公司 2014 年的合并财务报表已经众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2014 年，公司合并范围较上年有所变化，23 家企业不再纳入，新纳入合并范围的主体 72 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 2014 年底，公司资产总额 2432.94 亿元，所有者权益合计 505.77 亿元（含少数股东权益 250.13 亿元）。2014 年公司实现营业收入 1501.31 亿元，利润总额 62.76 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 1501.31 亿元，同比增长 19.44%；营业利润率 13.02%，较 2013 年增加 0.62 个百分点。

2014 年，公司期间费用占营业收入比率为

10.89%，较 2013 年的 9.70% 有所增加，公司费用控制能力尚可。

2014 年，公司实现营业利润 48.96 亿元、利润总额 62.76 亿元，分别同比增长 1.98% 和 0.16%。

2014 年，公司营业外收入 15.61 亿元，同比下降 4.14%，主要是政府补贴减少所致；2014 年，政府补助 9.60 亿元，占利润总额 15.30%，占比较高。考虑到航空工业为国家战略性产业，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，2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.98% 和 8.13%，较 2013 年有所下降。

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，公司盈利能力较强。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年，公司经营活动产生的现金流入 2017.06 亿元，较上年增长 6.04%，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；收到其他与经营活动有关的现金流同比增长 67.17%，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-38.46 亿元。2014 年，公司现金收入比 114.37%，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，2014 年，公司投资活动现金流入 103.67 亿元，同比下降 27.71%，投资活动现金流出 203.77 亿元，较上年下降 13.92%，投资活动现金净流出 100.10 亿元，同比增长 7.27%。

筹资活动现金流方面，2014 年公司筹资活动现金流入 1087.96 亿元，同比增长 11.68%，主要为取得借款收到的现金。2014 年，公司筹资活动现金流出 1028.03 亿元，同比增长

19.56%，主要为偿还债务支付的现金；公司筹资活动现金流量净额 59.93 亿元，较上年下降 47.58%。

跟踪期内，公司收入实现质量略有下降，经营活动产生的现金流净额为负，投资活动现金流持续净流出，筹资活动净现金流有所减小，整体资金压力有所加大。

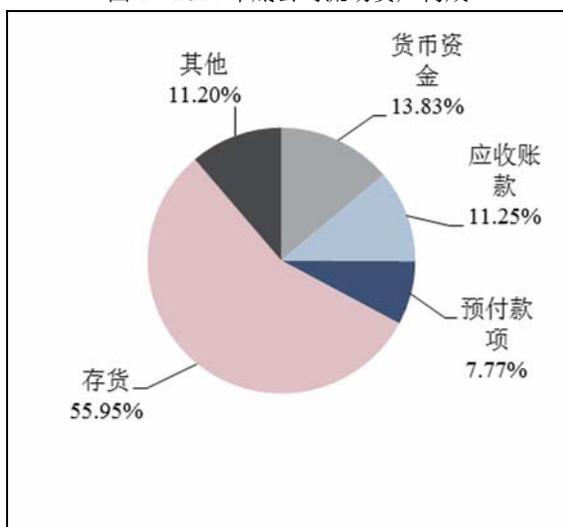
3. 资本及债务结构

(1) 资产

截至2014年底，公司资产总额2432.94亿元，同比增长14.64%，其中流动资产占67.67%，非流动资产占32.33%，资产构成较2013年底变化不大。

截至2014年底，公司流动资产合计 1646.43 亿元，较上年底增长 14.17%。公司流动资产构成以货币资金、应收账款、存货为主。公司流动资产构成较 2013 年底变化不大。

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司存货 921.11 亿元，较 2013 年增长 48.65%，主要系集团子公司中国航空技术深圳有限公司、中航国际（香港）集团有限公司、航发投资管理有限公司及中航里城有限公司当期土地储备增加所致。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 41.46 亿元，同比增长 73.04%，主要系公司购买理财

产品增加 8 亿元及预交税费分类至其他流动资产科目所致。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 786.51 亿元，同比增长 15.63%，构成以固定资产、投资性房地产、无形资产、在建工程主；其中，可供出售金融资产占比上升，长期股权投资占比有所下降，是由于公司根据 2014 年 7 月 1 日起施行的新会计准则，将部分原计入“长期股权投资”的资产转入“可供出售金融资产”科目。

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。

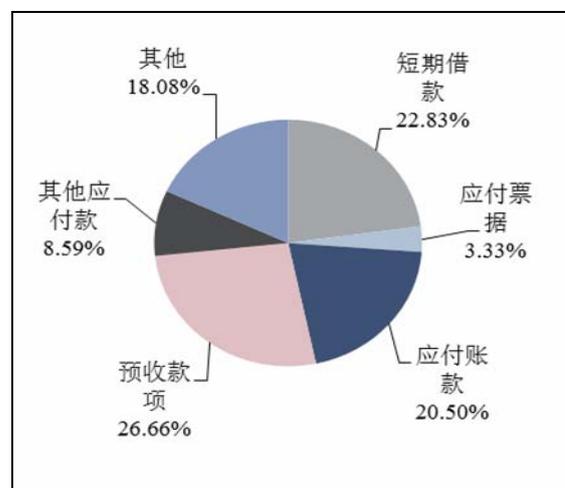
(2) 负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 505.77 亿元，同比增长 43.07%，其中，归属于母公司所有者权益合计 255.64 亿元，同比增长 80.33%。公司所有者权益大幅增加是由于（1）公司于 2014 年度发行了 79.52 亿元的永续债；

（2）未分配利润增加了 25.07 亿元。截至 2014 年底，公司所有者权益中，实收资本占 18.62%、其他权益工具（永续债）占 15.72%、资本公积占 5.07%、未分配利润占 11.52%、少数股东权益占 49.46%。公司所有者权益稳定性一般。

截至 2014 年底，公司负债合计 1927.17 亿元，同比增长 8.95%，其中，流动负债占比 69.68%、非流动负债占比 30.32%，流动负债占比较往年有所下降。

图2 2014年底公司流动负债结构



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司流动负债合计 1342.80 亿元，同比增长 6.29%，从构成来看，以短期借款、应付账款、预收款项为主，构成较 2013 年底变化不大。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 584.37 亿元，构成仍然以长期借款（占 63.75%）和应付债券（占 25.38%）为主，较 2013 年底变化不大。

2014 年底，公司债务规模 1069.39 亿元，同比增长 7.36%，从构成看，短期债务占 47.44%，长期债务占 52.56%。截至 2014 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别 79.21% 和 67.89%，两项指标均较上年指标值有所下降。

2014 年，公司发行永续中票额度 80 亿元，扣除发行费用后，为 79.52 亿元，计入所有者权益。考虑到永续中票偿付特征与普通债务接近，将该永续中票调入长期债务后，公司全部债务为 1148.91 亿元，同比增长 17.81%，其中，短期债务占 46.96%，长期债务占 53.04%；2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 82.48% 和 72.94%，较上年略有下降，但债务负担仍重。

跟踪期内，公司权益结构稳定性一般，债务规模有所增长，债务负担略有下降。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 122.61% 和 54.02%，受 2014 年底存货规模增长影响，与 2013 年底相比，公司流动比率有所上升，速动比率有所下降。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，2014 年公司 EBITDA 为 135.96 亿元，较上年增加 17.36 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.36 倍；全部债务/EBITDA 为 7.87 倍，公司长期偿债指标尚可。

2014 年，公司 EBITDA、经营现金流入量

分别为“06 中航技债”及“10 中航国际债”发行额度的 6.80 倍、100.85 倍，对“06 中航技债”及“10 中航国际债”的覆盖程度较好。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径共获得各银行授信 826 亿元，尚未使用额度 458.20 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

“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 2015 年 4 月 14 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。

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。2014年，中航工业实现营业收入3863.83亿元，利润总额143.27亿元。

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。2012~2014年，中航工业资产总额年复合增长率18.58%，净资产年复合增长率18.08%，营业收入复合增长率13.37%，利润总额年复合增长率4.28%。

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主体长期信用等级为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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	294.46	331.00	247.17
资产总额(亿元)	1732.38	2122.32	2432.94
所有者权益(亿元)	314.61	353.50	505.77
短期债务(亿元)	439.08	511.51	539.56
长期债务(亿元)	296.87	463.72	529.83
全部债务(亿元)	735.95	975.23	1069.39
营业收入(亿元)	1209.66	1444.80	1501.31
利润总额(亿元)	45.21	62.66	62.76
EBITDA(亿元)	96.83	118.60	135.96
经营性净现金流(亿元)	10.80	21.51	-38.46
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.99	8.81	7.96
存货周转次数(次)	2.58	2.18	1.65
总资产周转次数(次)	0.81	0.75	0.66
现金收入比(%)	120.72	118.80	114.37
营业利润率(%)	12.28	12.40	13.02
总资本收益率(%)	5.66	5.49	4.98
净资产收益率(%)	10.03	12.38	8.13
长期债务资本化比率(%)	48.55	56.74	51.16
全部债务资本化比率(%)	70.05	73.40	67.89
资产负债率(%)	81.84	83.34	79.21
流动比率(%)	109.52	114.15	122.61
速动比率(%)	61.10	65.10	54.02
经营现金流动负债比(%)	1.01	1.70	-2.86
EBITDA 利息倍数(倍)	3.43	3.78	3.36
全部债务/EBITDA(倍)	7.60	8.22	7.87

注：现金类资产未剔除受限资金。

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/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 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。