

信用等级公告

联合[2010] 146 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及其拟发行的 2010 年度 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国航空技术国际控股有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

中国航空技术国际控股有限公司

2010 年度 15 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十九日

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

电话：[010] 85679696

传真：[010] 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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、中国航空技术国际控股有限公司 2010 年度 15 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年七月二十九日



中国航空技术国际控股有限公司

2010 年度 15 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AAA

本期公司债券发行额度: 15 亿元

本期公司债券期限: 10 年

评级时间: 2010 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(亿元)	417.68	519.71	650.89
所有者权益(亿元)	54.45	106.66	146.81
长期债务(亿元)	56.11	68.69	129.11
全部债务(亿元)	164.47	198.04	256.80
营业收入(亿元)	237.10	273.35	317.93
利润总额(亿元)	10.84	10.07	8.98
EBITDA(亿元)	23.83	27.83	28.56
经营性净现金流(亿元)	57.60	4.55	37.07
营业利润率(%)	19.71	20.63	19.33
净资产收益率(%)	15.26	6.38	4.50
资产负债率(%)	86.96	79.48	77.45
全部债务资本化比率(%)	75.13	65.00	63.63
流动比率(%)	98.90	94.45	113.85
全部债务/EBITDA(倍)	6.90	7.12	8.99
EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	2.51	3.39
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	1.86	1.90

注: 公司自 2008 年 1 月 1 日起执行新会计准则, 2007 年数据为经追溯调整后数据

分析师

王 佳 李 想

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对中国航空技术国际控股有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了其作为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,在政府及政策支持、股东背景、行业地位、营销网络等方面具有的显著优势。同时,联合资信也关注到公司多元化实业投资受全球金融危机影响较大,债务负担重等因素给其带来的不利影响。

未来几年,在国防科技工业持续快速发展的有利形势下,公司航空核心业务将继续稳定增长。同时,随着国内民用航空运输市场的持续繁荣,通用航空业务有望成为公司新的利润增长点,并有效支撑公司信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由中国航空工业集团公司(以下简称“中航工业”)提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,中航工业主体长期信用等级为AAA,对本期债券信用水平提升作用大。

综合分析,本期债券到期不能还本付息的风险极低。

优势

1. 航空工业是国家战略性产业,随着国家对航空武器装备现代化的要求加强,国内军用航空市场近年来总体保持增长态势。
2. 公司承担着中国航空工业 80%以上的进出口业务,是中国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。
3. 公司海外营销体系日益完善,在全球设有 60 个海外机构,客户遍及 180 多个国家和地区。

4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障能力较强。

关注

1. 国际形势、政府间关系、国家外交政策、国际军备协定等政治因素和汇率因素对公司军用航空国际贸易的影响大。
2. 公司近年来债务负担呈下降趋势，但目前的债务负担仍重。
3. 公司经营活动现金流净额波动大。
4. 公司应收款项规模较大，且账龄较长，应收款项质量一般。

一、主体概况

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，创建于 1979 年，是中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”）拥有的、以从事国家防务和民用航空所需要的航空技术和产品进出口为核心业务的综合性大型国有企业。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），中航工业以其拥有的中航技总公司截止 2007 年 12 月 31 日经评估后的净资产出资，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，并于 2008 年 12 月 23 日取得国家工商行政管理总局核发的企业法人营业执照。

2009 年 7 月和 12 月，中航国际先后引入战略投资者中津创新（天津）投资有限公司和全国社会保障基金理事会，两次新增注册资本均为 12.11 亿元，合计增加注册资本 24.22 亿元，截止目前公司注册资本为 74.22 亿元，已于 2010 年 3 月 11 日取得国家工商行政管理总局核发的企业法人营业执照。截止目前，公司股东及持股情况如下：中航工业持股 67.38%、中津创新（天津）投资有限公司持股 16.31%、全国社会保障基金理事会持股 16.31%。

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 2011 年 1 月 17 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企业共计 194 家，拥有 6 家上市公司，60 个海外机构，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 6 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；飞亚达 B，股票代码 000026.SZ）、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）、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）、深圳天虹商场股份有限公司（天虹商场，股票代码：002419.SZ）。

截至 2009 年底，公司资产总额 650.89 亿元，所有者权益合计 146.81 亿元。2009 年公司实现营业收入 317.93 亿元，利润总额 8.98 亿元。

公司地址：北京市北辰东路 18 号。法定代表人：吴光权。

二、本期债券及债券筹资项目概况

本期债券募集资金共 150000 万元，其中：36523 万元用于固定资产投资项，27637 万元用于股权收购项目，60840 万元用于出口贸易项目，其余 25000 万元用于补充公司流动资金。有关项目如下表所列示：

表 1 本期债券募集资金项目概况

序号	项目名称	投资总额/项目总金额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	中航交易网电子商务平台二期项目	71568	36523
2	收购成都亚光 55.9%股权	46062	27637
3	出口 K-8 教练机项目	74749	44849
4	出口 Z9 直升机项	38978	15991

	目		
5	补充流动资金		25000
	合计		150000

资料来源：公司提供

（一）固定资产投资项：中航交易网电子商务平台二期项目

中航交易网电子商务平台于 2005 年由国家发改委电子商务专项立项、现已完成一期项目，通过应用成熟的电子商务技术，初步整合了中国航空工业产业链中具有核心环节的骨干企业及上下游关联企业，构造业务协同的全程供应链，对实现业务流程和信息系统的融合与集成发挥了重要作用。在一期项目顺利完成的基础上，二期项目将继续拓展与供应商、采购商在需求计划、库存信息、产品设计等多个领域的供应链协作，提高集团整体信息化应用水平，发展成为整个航空行业的电子商务协作平台，以最终达到提高集团整体效益的目标。

本项目由公司下属子公司中航金网（北京）电子商务有限公司负责实施，已于 2008 年 12 月取得北京经济技术开发区管委会《关于中航金网（北京）电子商务有限公司中航交易网电子商务平台（二期）项目备案的通知》（京技管项备字[2008]58 号）的备案许可、同意组织实施。

项目投资总额 71568 万元，拟以本期债券募集资金中的 36523 万元投入该项目。

（二）部分募集资金用于收购成都亚光电子股份有限公司 55.9%股份

为了构造航空、军工电子信息业务平台，通过产业链的整合逐步延伸至航空及军品电子系统集成领域，依托航空工业的整体技术优势，实现其制造业务的产业升级和转型，公司下属子公司中国航空技术深圳有限公司于 2009 年 5 月 31 日与成都亚光电子股份有限公司股东成都国浩投资有限公司等 22 个股东分别签署《关于成都亚光电子股份有限公司之股份转让协议书》，总计拟收购成都亚光电子股份有限公司约 55.9%的股份。

本次收购的转让价格总计约为 46062 万元，拟以本期债券募集资金中的 27637 万元投入该收购项目。

（三）部分募集资金用于出口贸易项目

1、出口 K-8 教练机项目

2009 年 5 月，公司与缅甸政府签署 K-8 教练机相关的出口贸易协议，根据协议的约定，公司将向缅甸提供 12 架 K-8 教练机组件、硬件设备、技术服务和培训等。

该贸易合同总金额约为 8,226 万欧元,按合同签署日的基准汇率折算人民币约 74749 万元,拟以本期债券募集资金中的 44849 万元用于本次合同项下的国内生产和采购。

2、出口 Z9 直升机项目

2008 年 6 月，公司与肯尼亚签署 Z9 直升机的出口协议，根据协议的约定，公司将向肯尼亚提供 4 架 Z9 直升机以及随机备件、技术服务和培训等。

该贸易合同总金额约为 5632 万美元,按合同签署日的基准汇率折算人民币约 38978 万元,拟以本期债券募集资金中的 15991 万元用于本次合同项下的国内生产和采购。

（四）部分募集资金用于补充流动资金

公司拟以本期债券募集资金中的 25000 万元补充开展经营活动必需的流动资金。

综上，公司拟发行本期债券 150000 万元用于固定资产投资、股权收购、出口贸易项目以及补充流动资金。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是于改革开放初期，为了引进国际先进航空技术、促进航空工业产品出口，经国务院和中央军委批准成立的技工贸结合、进出口结合的国有工贸企业。公司作为国家授权的航空产品营销商，成立以来一直是中国航空工业对外贸易的主窗口和主渠道，承担着中国航空工业 80%以上的进出口业务。公司为航空工业

现代化建设和国民经济发展做出了重要贡献，已成为中国航空工业不可或缺的重要战略资源。

经过多年的发展，公司经营从军贸到航贸，从航贸到以航空为本、一般贸易、电子制造、零售业、钟表业、房地产、物业与酒店管理等多业经营，业务规模不断扩张。

公司已有 30 年国际营销经验，在全球设有 60 个海外机构，客户遍及 180 多个国家和地区，拥有良好的海外营销网络，较强的市场开拓能力和商务运作能力，在亚非拉、埃及、巴基斯坦等主要客户的品牌信誉较好。近年来，公司的进出口总额不断提高，已连续 10 多年跻身于中国进出口企业 20 强之列。

2. 高管人员素质

公司董事长付舒拉先生，现年 55 岁，研究生学历，研究员级高级工程师，历任中航技总公司副总裁，中国航空工业第一集团公司市场和对外合作部部长。2008 年 12 月起担任公司董事、总经理，2010 年 2 月至今担任公司董事长。曾被授予航空工业有突出贡献的专家称号并荣立一等功。

公司总经理吴光权先生，现年 48 岁，毕业于同济大学，研究生学历。历任中航国际深圳财务经理、副总会计师，江南信托投资股份有限公司总经理、董事长，原中航技副总经理，中航国际深圳总经理、党委副书记。2008 年 12 月起担任公司副总经理，兼中航国际深圳总经理、党委副书记，2010 年 2 月至今担任公司董事、总经理。

总体看，公司高层管理人员专业知识和管理经验丰富，在航空系统工作逾 20 年，对航空工业、航空外贸及企业管理理论与实务有深入的研究，具有很强的企业领导能力。

3. 控股股东背景

中航工业始建于 1951 年 4 月，其前身为中国航空工业总公司；1999 年 7 月 1 日经国务

院批准，在原中国航空工业总公司所属部分企事业单位基础上，分别组建中国航空工业第一集团公司（以下简称“中国一航”）和中国航空工业第二集团公司（以下简称“中国二航”）；2008 年 10 月 21 日，国务院批准中国一航和中国二航进行重组整合；2008 年 11 月 6 日，中航工业集团完成工商注册登记，现为国资委直接监督和管理的中央直属企业集团。

中航工业的经营经营范围包括：军用航空器及发动机、制导武器、军用燃气轮机、武器装备配套系统与产品的研究、设计、研制、试验、生产、销售、维修、保障及服务等业务、一般经营项目和工程勘察设计等。

截至 2009 年底，中航工业资产总额 3931.80 亿元，所有者权益合计 1305.31 亿元；2009 年实现主营业务收入 1668.13 亿元，净利润 71.84 亿元。

四、管理体制

1. 公司治理

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会是公司的经营决策机构，董事会由 13 名董事组成，董事每届任期三年，届满可以连选连任。董事会成员中的非职工代表董事由股东推荐并经公司股东会选举产生或更换。董事会下设规则与投资委员会、薪酬与提名委员会、审计委员会、政策咨询委员会等专门委员会。专门委员会是董事会下设的专门工作机构，为董事会重大决策提供咨询、建议。

监事会是公司主要监督机构，监事会设 8 名监事，由 5 名股东代表监事和 3 名职工代表监事组成，每届任期为 3 年，届满可以连选连任。董事、高级管理人员不得担任监事。

公司设总经理一名，由中航工业提名，董事会聘任；总经理为公司的法定代表人；设副总经理若干名、总会计师一名。总经理、副总经理、总会计师和董事会秘书是公司高级管理人员。总经理对董事会负责，全面负责公司的

日常经营管理活动。

2. 管理制度

公司自 2005 年开始推进精益六西格玛管理，坚持以精益六西格玛统领公司的各项变革，并与企业的业务重点、战略相融合，逐步建立客户导向、流程优化、数据决策的现代科学管理体系，使企业的效益得到大幅度的提升。六西格玛管理与精益管理，是全世界公认的最重要的管理创新工具，六西格玛管理可以有效地改进流程的质量，减少过程变异，精益管理的应用可以有效地提高流程效率，降低成本。

为加强对子公司的控制，保证公司利益在子公司的有效体现，公司派任下属全资子公司、控股公司的董事长、副董事长和董事。派出董事代表公司行使投资者权利，负责贯彻落实公司战略意图、经营计划，执行公司的决定。此外，公司制定了《经营项目管理规定》，着重规范了公司本部和子公司长期对外投资、重大产品的研制开发、房地产开发、资产处置等业务的管理，同时，公司充分利用内部审计机构的职能，对公司和下属企业的运营状况进行监督。

资金管控方面，公司高度重视资金的安全，为加强资金的管理，控制成本费用支出，加强全面预算管理，对公司投资活动、经营活动、行政性开支和管理费用等支出做出了详细规定，公司根据相关法律法规制定了资金使用管理办法，明确了岗位控制、授权控制等措施；同时，公司持续加大资金的集中管理力度，有效提高资金的使用效率，并对下属企业的投融资活动进行严格限制，以防范风险。

总体看，公司法人治理结构完善，管理制度健全。

五、生产经营

1. 业务现状

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。目前公司业务范围涉及航空工业的国际市场开发与产品销售、进出口业务、航空产品与技术的开发与销售、设备与材料的采购、转包生产、对外承包工程、贸易物流、工业投资、资源开发、地产、酒店、物业等投资与经营管理等行业。

国际航空

公司的国际航空业务板块主要是以与航空工业相关产品与技术的国际进出口贸易为主，包括产品开发、产品销售、售后服务、飞行培训、国际合作和转包生产。

(1) 行业分析

航空工业是建设独立自主巩固国防的重要基础，是国家力量的象征之一，是一个国家技术经济实力和工业化水平的重要标志。随着中国国民经济的快速发展，航空运输业将继续保持高速增长势头，在国家运输体系中的比重将进一步提高，中国也将成为航空运输业增长速度最快的国家。

①军用航空

国防科技工业是国防现代化建设的重要基础，近年来，中国把国防科技工业作为产业结构升级、加快发展先进制造业的一个重要方面，加大了支出力度，国防支出总体呈上升趋势。

随着国家对航空武器装备现代化的要求加强，国内军用航空市场近年来总体保持增长态势，并带动配套的航空发动机、机载设备和航空武器装备需求的同步增长。

在国内军用航空市场总体需求的不断增长下，中国军贸行业经过近 30 年的发展已逐步成熟，并在海外设立了稳定的销售网络。

《2008 年中国国防白皮书》明确指出国防科技工业要按照互利共赢、共同发展的原则开展对外合作。依据有利于提高接受国的正当自卫能力，不损害有关地区和世界的和平、安全和稳定，不干涉接受国的内政等原则，开展军品出

口。因此随着各国对国防设备更新需求持续增长和中国国防实力的不断增强,中国军品贸易企业面临着巨大的发展机遇和广阔的市场前景。

②民用航空

民用航空产业属于周期性行业,其增长趋势与 GDP 增长趋势呈强的正相关性。近年来,随着中国经济的持续快速稳定增长,中国民航运输业一直保持较高的增长速度。

《国家中长期科学和技术发展纲要》中将大型飞机列为国家科技重大专项课题,要加快民用飞机新机型的研制开发和现有机型的改进改型,加大市场开发和销售力度,建立完善的客户支援系统,争取实现年均销售飞机 100 架。

目前,中国民用航空产品贸易主要集中在支线飞机和通用飞机领域。喷气支线飞机方面,中国具有自主知识产权的支线喷气式飞机 ARJ21 于 2007 年实现了首架飞机的总装下线,2008-2009 年进行了飞机的首飞和试飞工作,并计划于 2011 年实现首架飞机交付客户。ARJ21 飞机拥有支线客机中最宽敞的客舱,具有适应性强、舒适度高、经济性好、成本低等优势,并已获得了北美等海外主流航空运输市场的意向订单。涡桨支线飞机方面,西安飞机国际航空制造股份有限公司生产的支线涡桨式飞机主要包括新舟 60、新舟 600、新舟 700 三个机型,目前共拥有 180 余架订单。其中“新舟 60”已投入市场近 10 年,目前共拥有确认和意向订单 160 余架,并已成功进入国际市场,取得了良好的市场反映,正在致力于客户服务和维修网络的改进;新舟 600 亦于 2010 年 5 月获中国民航局运输类飞机型号合格证,并于 2010 年 6 月实现首架交付;新舟 700 飞机计划 2015 年交付客户。

同时,作为通用航空的组成部分,民用直升机市场在中国也面临着迫切需求,增长势头强劲。预计未来 10 年间,全球直升机总需求量为 1.2 万架,其中中国民用直升机的市场需

求量近 2000 架。

(2) 经营分析

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 95%以上。

作为国家授权的航空产品营销商,中航国际是中国航空工业对外合作的主窗口和主渠道,承担着中国航空工业 80%以上的进出口业务。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。其中 ARJ21 支线系列客机具有广阔的市场前景,并已获得大量客户订单;采用成熟技术设计的高可靠、高效率涡桨客机新舟 60 飞机,自 2004 年首次出口以来为中国民机树立了良好形象;运 12 飞机作为第一个民机出口项目,1986 年以来已有上百架飞机交付海外用户。公司出口的产品具有技术水平先进、飞行性能优异、使用成本低廉以及可靠性和维护性良好等特点,能够满足各类用户对航空产品不断增长的使用需求。

中航国际致力于打造全价值链体系,为客户提供包括市场分析、商务计划、合同谈判、项目管理、投资融资、招投标、电子商务等一揽子的专业服务,长期承接多家大型航空项目与装备的引进以及机载设备与备件的采购工作,参与飞机和直升机的国际合作与技术引进。通过国际合作,公司投资开发了 K-8 教练机、EC-120、EC175 与 S92 直升机和 MD90 民用支线飞机等高性能产品。

作为中国最大的航空转包生产专业增值服务商,中航国际承接了包括波音、空客、通用电气、罗罗、普惠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组件以及各种航材等的转包生产业务,目前运营于世界各主要航线的波音、空客飞机上都有公司制造的产品。

作为国内最具实力的专业通用航空产品进口代理，中航国际已成为国内通用航空业与国外进行沟通的主要渠道之一，并在国内通用航空代理进口领域，特别是在警用航空器进口方面处于领先地位。近年来，公司已经先后为国内近 40 家企业和政府机构代理进口了百余架直升机和固定翼飞机，广泛应用于公安、救援、农林作业、电力巡线、抗震减灾等领域，用户遍及十余个省、近二十个城市。

中航国际旗下的国际工贸公司作为航空产品研发、设计、制造、测试、实验飞行等领域的设备集成供应商，可以提供从设备选型、供应商推荐、设备采购到制造技术应用、备件支持维修等领域的设备器材采购及全寿命服务。公司旗下的国际经贸发展有限公司是航空工业唯一一家从事招标代理、招标咨询、造价咨询、工程监理的专业公司，在发挥航空业务主渠道作用的同时，已扩展到政府采购、军事装备采购以及航天、电子等行业，是中国最具影响力的十大招标代理机构。公司是中国航空工业电子商务专业运营商，在系统建设、运营维护、应用推广等方面具有丰富的经验和专业人才队伍，为航空企事业及合作伙伴的产品制造、营销、供应链管理、售后服务等提供基于互联网的全价值链解决方案。此外，公司在航空零备件供应、转包生产、航材采购及民品销售等应用方面取得显著成绩。

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

公司贸易物流业务依托中国航空工业，重点发展非航空贸易（包括交通运输、资源能源、成套设备与高技术产品等贸易）、百货零售与现代物流服务行业。

（1）行业分析

①非航空贸易行业

进入 21 世纪以来，随着各国经济增长对国际市场的依赖日益增强，全球货物和服务的贸易快速增长。根据 WTO 统计数据，2009 年世界货物进出口额达到 32.5 万亿美元，同比增长 15%。其中，出口 16.1 万亿美元，进口 16.4 万亿美元。

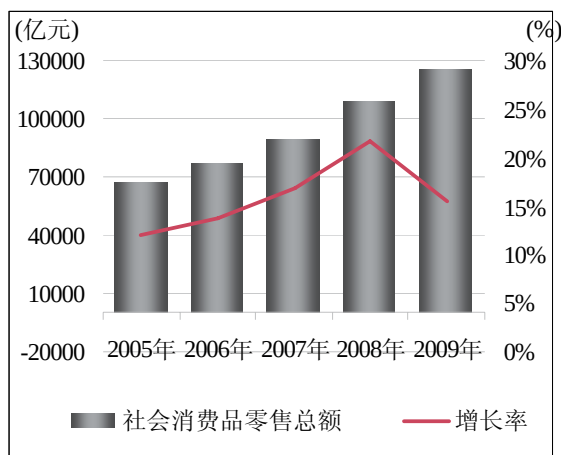
受到国际金融危机等因素的不利形势，中国的进出口贸易增长出现一定波动。2009 年中国货物进出口总额为 2.2 万亿美元，比上年下降 13.9%，其中，出口为 1.2 万亿美元，下降 16.0%；进口为 1.0 万亿美元，下降 11.2%，实现贸易顺差 1961 亿美元。

与此同时，中国外贸出口产品结构进一步优化，资源和劳动密集型产品的出口大幅降低，高技术含量、附加值高的机电产品与高技术产品出口比重增加。据统计，2009 年中国机电产品与高技术产品出口比重已分别占到出口贸易总额的 59.3% 和 31.4%。另据 WTO 统计，近年来中国机电产品在美国、日本等主要市场占有率稳步提高，表明中国机电产品具有较强竞争力和发展潜力。此外，非洲、亚洲等发展中国家和新兴市场对中国机电产品仍有较大需求，其中对中国的电力设备、通信设备、交通设备等基础设施的成套设备需求巨大。

②百货零售

近几年来，中国经济持续稳定快速发展，国内贸易规模不断扩大，社会消费品零售总额由 2001 年的 4.3 万亿元增加到 2009 年的 12.53 万亿元，年均增长 12.9%；零售行业作为中国第三产业中市场化程度较高的流通业，随着居民收入和消费水平的逐年提高，行业总体维持平稳、持续的高增长水平，除 2003 年受非典、2008 年中国经济受到自然灾害冲击和世界经济增速放缓的不利影响外。

图1 社会消费品零售与批发零售业总额



资料来源：国家统计局

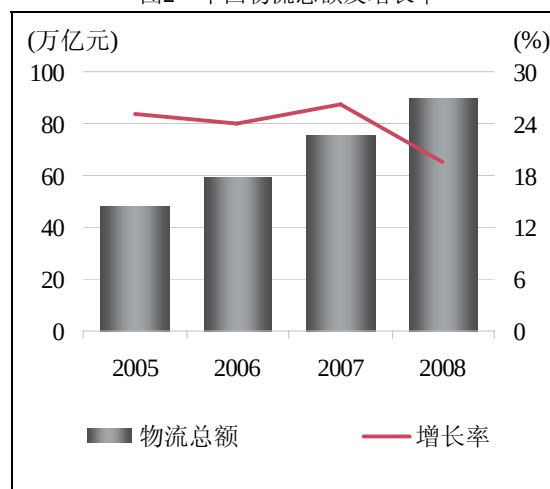
根据《2009年国民经济和社会发展统计公报》，2009年社会消费品零售总额125343亿元，比上年增长15.5%。分地域看，城市消费品零售额85133亿元，增长15.5%；县及县以下消费品零售额40210亿元，增长15.7%。分行业看，批发和零售业零售额105413亿元，增长15.6%；住宿和餐饮业零售额17998亿元，增长16.8%；其他行业零售额1932亿元，增长2.5%。在限额以上批发和零售业零售额中，汽车类零售额比上年增长32.3%，粮油类增长13.0%，肉禽蛋类增长8.3%，服装类增长20.8%，日用品类增长15.6%，文化办公用品类增长6.7%，通讯器材类下降1.3%，化妆品类增长16.9%，金银珠宝类增长15.9%，中西药品类增长21.7%，家用电器和音像器材类增长12.3%，家具类增长35.5%，建筑及装潢材料类增长26.6%。

③物流行业

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2000~2008年，全国社会物流总额年均增长23%，全国物流业增加值年均增长14%。2008年，中国经历了雨雪冰冻、汶川地震等灾害的考验和国际金融危机的挑战，物流行业仍然实现了平衡较快的发展，但物流需求增长趋缓。2008年全国社会物流总额89.9万亿元，同比增长19.5%，

仍然保持了较快增长态势，但增幅比2007年回落6.7个百分点；从社会物流总额的构成看，工业品物流总额79.86万亿元，同比增长20.8%，占社会物流总额的比重为88.8%，仍然是带动社会物流总额增长的主要因素；进口物流总额7.86万亿元，同比增长8.2%，占社会物流总额的比重为8.7%。2008年全国物流业增加值为19965亿元，同比增长15.4%，增幅比2007年回落4.5个百分点，占服务业增加值的16.5%，占GDP的6.6%。

图2 中国物流总额及增长率



资料来源：中国物流与采购联合会

2009年，随着国家一系列扩内需、促增长措施的实施，中国物流业出现了运行稳中趋升的积极变化。根据国家发改委统计数据，2009年中国社会物流总额为96.65万亿元，同比增长7.4%，反映出物流需求在经济增长带动下，企稳回升步伐有所加快。其中，工业品物流总额87.41万亿元，同比增长9.4%，占社会物流总额比重为90.40%，同比提高1.7个百分点，是带动社会物流总额增长的主要因素；进口物流总额6.86万亿元，同比下降12.80%

(2) 经营分析

①非航空贸易

中航国际具有广泛国际市场网络和优良品牌优势，具备了开展大宗交通设备、成套生产设备、资源能源与高技术产品出口贸易的优势，并在多年建立的航空贸易营销网络以及

当地政府在航空贸易过程中形成的良好关系拉动了成套设备、国际工程及资源等其他业务的发展。

（一）交通运输

中航国际凭借较强的资本运作能力和项目管控能力，大力开拓船舶贸易业务，发挥船厂、船东和金融机构的整合优势，提供金融、商务、项目管理、风险控制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，并远销到美国、意大利、英国、荷兰、伊朗、新加坡等十几个国家和地区。目前公司拥有两家造船厂。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，产品远销非洲、南美洲多个国家。

（二）成套设备与高技术产品

中航国际利用全球资源，特别是与亚洲、非洲、南美洲等国家建立的政府关系，开展了水泥厂、机床加工、制氧机械、二手电机等成套设备出口贸易。同时利用航空高科技背景和国内一流院校的合作，积极推进高技术产品的开发和贸易服务工作。其中航空遥感探测技术的应用为国内航空拍摄、航空遥测，获取地理、地质信息提供了全方位的技术支持。公司采用世界先进技术开发的集装箱检测设备，受到各国用户的青睐，产品远销到亚洲、非洲及南美洲等多个国家。

（三）资源能源

中航国际依靠雄厚的经济实力和人才优势，注重资源性产业和新能源开发，把投资有规模的矿产资源并建立可持续发展的矿产品产业链和价值链作为主攻方向，极力打造国内最大的城市车辆清洁能源销售企业。目前公司旗下的中航资源公司和中油洁能公司主要从事钾、磷、煤等矿产资源的勘探、开采与加工，车用 LPG/CNG 加气站的建设投资与经营以及蒸汽生产与发电。同时，公司依托航空工业燃

机研发、设计与制造能力，开展了包括燃机站、火力发电、风力发电等设备的国际开发与利用。

② 百货零售

公司百货零售业务主要通过天虹商场和飞亚达旗下的亨吉利名表中心来实现。

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。截至 2009 年底，天虹商场已累计在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴和福州等地开设了 35 家直营连锁百货商场，营业面积达 84.86 万平方米；并以特许经营方式管理 2 家商场，在国内首创“百货+超市+X”的经营模式，率先提出实践社区百货的业态，是深圳首家通过 ISO9000 质量认证的零售企业。天虹商场已连续 8 年入选中国连锁百强企业，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业，主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务。天虹商场已于 2010 年 6 月在深圳证券交易所上市（股票代码：002419.SZ），总股本约 4 亿元，中航国际深圳为其控股股东，直接持有其 39.52% 的股份。

截至 2009 年底，天虹商场总资产 39.33 亿元，所有者权益 9.03 亿元；2009 年实现营业收入 80.57 亿元，净利润 3.56 亿元。

亨吉利名表中心是专业从事名表经销和服务的连锁企业，拥有雄厚的资金优势和良好的经营业绩，截至 2009 年底，亨吉利名表销售网络达到 130 余家。

③ 现代物流

中航国际旗下的中航技储运公司和中航国际物流公司，依靠航空工业背景、几十年积累的专业服务经验以及覆盖全国八大区域的较为完整的物流网络体系，为航空产品配套、物资供应和物流一体化提供全新、高效的增值服务。目前中航国际拥有完整的供应渠道、指挥调度系统、多个保税库、油库和物流园区，以及多种特许经营权、管理权和各种资质，为

构建大物流体系、支撑航空工业跨越式发展奠定了基础，并将成为亚太区首屈一指的航空工业和高端制造业的第三方物流服务供应商。

地产服务

中航国际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、现代物业服务以及以工程总承包为主的国际工程业务。

(1) 行业分析

① 房地产行业

金融危机以后政府推进的信贷宽松政策刺激了房地产业的复苏，自 2009 年以来，国内宏观经济稳步复苏，为房地产行业繁荣和房价上涨奠定了基础。根据国家统计局数据显示，2009 年全国房屋销售稳步回升，商品房销售面积同比增长 42.10%，销售额同比增长 75.50%。全国完成房地产开发投资 36232 亿元，比上年增长 16.10%，其中商品住宅完成投资 25619 亿元，增长 14.2%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。全国房地产开发企业完成土地购置面积 31906 万平方米，同比下降 18.90%；完成土地开发面积 23006 万平方米，下降 19.9%，主要是因为 2009 年中国房地产行业以去库存化为主，上半年投资增长极为缓慢所致。2010 年一季度，全国共计完成房地产开发投资 6594 亿元，同比增长 35.1%；房屋新开工面积 3.23 亿平方米，同比增长 60.8%；商品房销售额 7977 亿元，同比增长 57.7%。

根据国家统计局数据，2009 年 12 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 7.8%，环比上涨 1.5%，创下全年月度最大环比涨幅；新建住宅销售价格同比上涨 9.1%，环比上涨 1.9%。2009 年全年商品住宅销售均价较 2008 年每平米上涨超过 1000 元，远远超过此前上涨较快的 2006 年和 2007 年。2010 年一季度末，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11.70%。

2010 年 4 月 17 日，国务院下发《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》

（国发〔2010〕10 号通知，即“新国十条”），再次重申严打“炒房”现象，对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。这是近年最严厉的房地产调控政策，向市场表达了政府坚决遏制房价的决心。5 月，北京、广州、深圳、重庆等地陆续出台了地方细则，强化了楼市调整预期。根据 CEIC 数据显示，17 个重点城市周销量平均下降幅度高达 57.3%；2010 年 5 月，重点城市成交同比和环比均普跌，北京、上海、广州和深圳同比分别下降 67%、72%、69%和 86%，环比分别下降 56%、55%、29%和 61%，政策效应明显显现。

总体看，“新国十条”显示了政府在经济结构转型关键时期的非常决心，未来在政策外力和市场调整的影响下，房地产企业洗牌的速度将进一步加快。

② 国际工程承包

近几年国际建筑工程承包市场正处在一个比较快的发展时期，从地区分布来看，欧洲地区、亚太地区、中东和北美地区是全球国际工程承包最活跃的地区。相对而言，非洲和拉美等地区对外承包工程发包量较小，市场规模总量有限。欧美日等国家的大型跨国建筑企业利用自己的技术专利、资金实力、管理水平，在国际承包工程市场上占有明显优势，在技术和资本密集型项目上形成垄断。同时，发展中国家承包商不断进入国际市场，技术水平和管理能力不断提高，国际工程承包市场的竞争日趋激烈。

另一方面，国际工程承包也是对外经济交往的重要组成部分，很多中国公司通过经济援助项目进入国际工程承包市场。据国家商务部统计，2009 年对外承包工程完成营业额 777 亿美元，同比增长 37.3%，对外劳务合作完成营业额 89 亿美元，同比增长 10.6%。新签合同

额 1262 亿美元，同比增长 20.7%。由于中国政府的外交工作和经济援助，对推动项目进展和落实项目资金具有至关重要的作用，对外投资带动作用将逐步发挥影响。预期未来中国政府将持续进行对其他国家的经济援助，并扶持国内企业开展国际建筑工程承包业务。

（2）经营分析

①地产业务

中航国际下属的上市公司中航地产共有开发经营的地产项目 36 个，分布在珠三角、长三角、环渤海和中西部地区，总占地面积约为 729 万平方米，其中包括新增土地储备 96 万平方米，总建筑面积超过 712 万平方米，主要涵盖商业地产、住宅地产和工业地产。

与其它地产开发商不同的是，中航地产的开发模式侧重于综合开发，已经形成“高档酒店+连锁百货+地产物业+工业园区”的开发与经营复合模式，如具有城市综合体特色的“中航城”和“中航广场”，使得公司可以提供更好的区域整体规划以及产业配套的系统资源。这种开发模式符合房地产开发未来潮流，能够最大程度地分享土地价值增长的收益。

截至 2009 年底，中航工业潜在的可供开发土地资源约 7500 万平方米（建筑面积），在中国地产开发商中拥有最多的土地开发资源，为公司地产开发业务的未来发展创造良好条件。

截至 2009 年底，中航地产总资产为 64.46 亿元，所有者权益 20.77 亿元；2009 年度实现营业收入 17.52 亿元，净利润 0.93 亿元。

②国际工程承包

中航国际旗下的中国航空技术国际工程有限公司（以下简称“工程公司”）以国际工程总承包为主，提供大型工程项目“交钥匙”工程的全价值链服务。工程公司在中东、亚洲、非洲等国家均有承包建筑工程，设计、承建了多种大型房建、机场建设及水务环境工程等公共、民用建筑和工业项目，如阿联酋富基拉度假酒店和公寓、阿布扎比别墅、埃塞俄比亚机

库等。目前，工程公司与三十多个国家和地区建立了工程、贸易、劳务等合作关系，海外施工管理和劳务人员达 2000 多人，对外承包水平已得到业内广泛认可。

③酒店及物业

中航国际投资控股的中航酒店管理有限公司旗下拥有 10 家星级以上酒店，主要有格兰云天大酒店、广东国际酒店、上海宾馆等知名品牌、分别位于北京、上海、深圳、广州、珠海、西安、江西等繁华路段。其中，格兰云天已成为著名酒店品牌。

此外，中航地产的下属公司深圳中航物业管理有限公司拥有国家首批物业管理一级资质企业证书，具有先进的物业管理理念和模式。物业管理水平居国内领先水平，得到业内普遍认可。其管辖的楼宇及小区多数被评为市级物业管理优秀小区或安全文明小区，部分被评为全国物业管理“优秀大厦”和“文明示范小区”。目前其业务已遍及深圳、北京、上海、广州等全国二十余个大中城市，截至 2009 年底管理项目共计 162 个，在管项目面积达到 2029.8 万平方米。

工业投资

中航国际的工业投资板块主要包括液晶显示器制造、印制电路板制造、手表制造等电子制造行业，以及资源开发业务和船舶制造基地的投资建设。

（1）行业分析

①液晶显示器

液晶显示器(LCD)是采用液晶控制透光度技术来实现色彩的显示器。由于液晶显示器具备零辐射、低耗能、散热小、纤薄轻巧、精确还原图像等特性，已取代 CRT（俗称显像管）显示器成为市场主流，被普遍用来作为电子产品的显示屏幕。

近几年，液晶显示器的技术与生产工艺发展十分迅速，在经历了 TN、STN、CSTN 阶段后，目前已发展到 TFT-LCD（薄膜晶体管液晶显示）阶段，并且尺寸不断扩大。随着液晶显

示器技术与生产工艺的发展，液晶显示器的性能价格比不断提升，相对于其它显示产品的竞争力持续增强，然而，全球的液晶生产线大多被 LG、三星、夏普、飞利浦等韩、日、美和中国台湾地区的企业牢牢把持。CSTN-LCD 在显示效果方面不如 TFT-LCD，尽管相同尺寸的 CSTN-LCD 平均成本要比 TFT-LCD 低 20%，短期内具有一定的价格优势，但随着 TFT-LCD 生产技术的进步，TFT-LCD 产品对公司 CSTN-LCD 等业务带来的竞争压力将有所增加。

2008 年以来，以消费性电子为应用市场的中小尺寸液晶面板需求大幅下降，库存压力上升。同时，个人导航设备、数码相框、便携式媒体播放机等新的应用一定程度上推动了中小尺寸液晶屏销售量增长。长期来看，手机等移动通讯工具升级换代，居民消费结构升级所带来的数码相机、MP4、GPS 等消费类电子的日益普及，都将进一步拉动对中小尺寸液晶面板的需求。

②印制电路板

自 2006 年起，中国印制电路板产业的产值与产量已跃居全球首位，2008 年受世界经济低迷和全球金融危机的影响，全球印制电路板行业呈现周期性放缓，中国印制电路板行业保持低速增长态势，产销和收入增速稳中有降，结构调整进一步加快。

2008 年，国内印制电路板行业实现销售收入 2107.3 亿元，同比增长 5.2%，增速比上年下降 6.8%；完成出口 243 亿美元，同比增长 3.4%，增速比上年下降 12.6%；2008 年累计生产印制电路板 417 亿块，同比增长 1.3%，增幅比上年下降 21.3 个百分点。从第四季度开始，受国际金融危机进一步深化的影响，企业定单明显减少，部分企业开工不足，盈利水平大幅下降。2009 年，中国印制电路板产业实现产值 163.5 亿美元，首次出现小幅下滑，产值规模同比 2008 年下降 3.6%，但中国印制电路板产值占世界市场份额比例继续上升。2009 年，中

国印制电路板行业销售收入 100 强中，虽然具备一定规模的美资、日资背景企业在高端印制电路板市场仍占有优势，但本土企业已表现出了良好的上升趋势。

根据中国《信息产业科技发展“十一五”规划》和《2020 年中长期规划纲要》，印刷电路板（特别是多层、柔性、柔刚结合和绿色环保印刷线路板技术）是中国电子信息产业未来 5—15 年重点发展的 15 个领域之一。结合下游市场旺盛的需求，中国未来印制电路行业还将保持较快的增长速度。

③手表制造

随着中国宏观经济的迅速发展，居民可支配收入稳定增长，消费结构逐步向住房、汽车、黄金珠宝、手表等高档消费领域转移。随着带有计时功能的手机等替代品的迅速普及，手表原有的计时功能逐步削弱，而作为时尚装饰的功能逐渐增强，手表正由生活用品向奢侈品转化。低价位手表特别是 500 元以下的手表零售比重呈逐年下降趋势，中高档手表零售比重明显提高，名表的销售平均每年以 20% 的速度递增。万元以上手表的市场份额逐年上升，目前已达到 45% 以上，预计在 2~3 年内超过 50%。

在中国手表市场，随着手表由生活用品向奢侈品的转化，产品的竞争重心也由以前的质量与价格的竞争逐步转向以品牌与设计为主的竞争，目前，瑞士手表在品牌、资金、产品等各个方面都具备较强的实力，对中国的手表生产商构成了较大的竞争压力。

(2) 经营分析

①液晶显示器

公司液晶显示器制造业务主要通过上市公司深天马来实现。深天马是一家专业生产液晶显示器（LCD）及液晶显示模块（LCM），拥有全国最大的液晶显示器（LCD）及模块专业（LCM）制作厂家，并拥有数项中国技术发明权利。深天马是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居国内同行业

前列，具备了与国外同类产品竞争的實力，协同发展业务初步实现了规模化经营。

在产品领域，深天马始终紧密围绕中小尺寸液晶示频市场，主要产品 7.0 寸 TFT、2.0 寸 TFT 和 1.5 寸 CSTN 为移动电话、车载显示、仪器仪表、家用电器提供液晶屏幕。目前深天马客户主要为国内手机和电子制造商。2009 年，深天马共申请专利 126 项，其中国内发明专利 90 项、实用新型专利 31 项，国外发明专利 5 项。

在产业布局方面，目前深天马在上海拥有国内首条具有完全自主知识产权的第 4.5 代 TFT-LCD 生产线，主要产品为中小尺寸液晶显示器的研发和生产。该生产线的建成投产对于实施国家优先发展先进制造业的战略规划、促进国家和长三角区域信息与显示产业的发展具有重要意义。

截至 2009 年底，深天马总资产为 64.76 亿元，所有者权益 20.99 亿元；2009 年实现营业收入 21.90 亿元，亏损 3.10 亿元。

②印制电路板

公司印制电路板制造业务主要通过非上市公司深圳市深南电路有限公司（以下简称“深南电路”）实现。深南电路主要生产高层数、高精密、高难度、高性能印制电路板，应用于通讯交换设备及数字传输设备用的射频板、电源板、背板，以及消费类电子产品和汽车、医疗、军工等领域。深南电路是国家重点实验室之一，为“高密度集成电路封装技术国家工程试验室”的承建单位，目前拥有 23 项发明专利。

在产品销售方面，深南电路 75% 的产品用于通讯交换设备及数字传输设备用的射频板、电源板、背板，其它 25% 的产品用于消费类电子产品和汽车、医疗、军工等领域，产品生产具有“小批量、多品种、快交付”的经营特色。目前，深南电路已经与华为、中兴通讯、UT 斯达康等企业建立了良好的合作关系。

在原料供应方面，深南电路原料采购以覆

铜板为主，贵金属以及石油、煤等基础能源价格波动对深南电路生产成本影响较大。

在产业布局方面，深南电路高端印制板项目于 2008 年 6 月 6 日正式投产，产品定位于综合应用背板及 HDI 等多种技术的高端印制电路板，应用于通信设备、微波射频产品、高端航空航天电子等领域。该项目是目前国内环保标准最高的 PCB 项目之一，批量生产最高层数达 58 层，样板能力达 64 层，最大板厚孔径比为 16:1，单件产品面积可达近 1 平方米，处于国际领先地位。该生产线还可以批量生产 HDI-LINECARD、埋入式元器件、刚挠结合板等多种产品，整体技术水平与国际一流企业并驾齐驱。

截至 2009 年底，深南电路资产总额 15.40 亿元，所有者权益 6.70 亿元；2009 年实现营业收入 12.00 亿元，净利润 1.16 亿元。

③手表制造

公司手表制造业务主要通过飞亚达来实现。飞亚达是中国知名钟表企业，也是中国钟表行业唯一上市公司。飞亚达手表已连续 13 年名列“全国市场同类产品销量第一”，荣获“中国驰名商标”、“中国名牌产品”等多项荣誉，目前也是国内表业唯一的“中国驰名商标”。2008 年，飞亚达推出陀飞轮高端产品、恒显系列、印象城市系列、“神七”航天表系列等多款高端产品。

截至 2009 年底，飞亚达总资产为 15.24 亿元，所有者权益 7.35 亿元；2009 年度实现营业收入 12.37 亿元，净利润 0.71 亿元。

④音响制造

中航国际旗下的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。除满足国内消费者需求外，远销美国、加拿大、德国、

希腊、澳大利亚等二十多个国家。

2. 经营效率

2007~2009年，公司销售债权周转次数呈波动趋势，2009年为8.69次；存货周转次数和总资产周转次数逐年下降，2009年分别为2.00次和0.54次。公司经营效率正常。

3. 未来发展

公司的发展愿景是建设具有国际竞争力的跨国公司。利用全球资源，面向国际市场，提供高质量的产品和服务；拥有国际品牌和良好商誉，管理科学，制度健全，拥有高素质的管理团队，勇于开拓和创新，具有长期投资价值。发展战略是“航空为本、贸易为主、多元经营、做大做强”。

公司的战略目标是到 2010 年，实现进出口总额 50 亿美元，销售收入 600 亿元人民币，利润总额超过 20 亿元人民币，经济效益与贸易和经济规模同步增长努力达到同地区、同行业的先进水平。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年度财务报表已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

公司自 2008 年 1 月 1 日起全面执行新会计准则，2007 年财务报表数据是依据新会计准则追溯调整后数据。

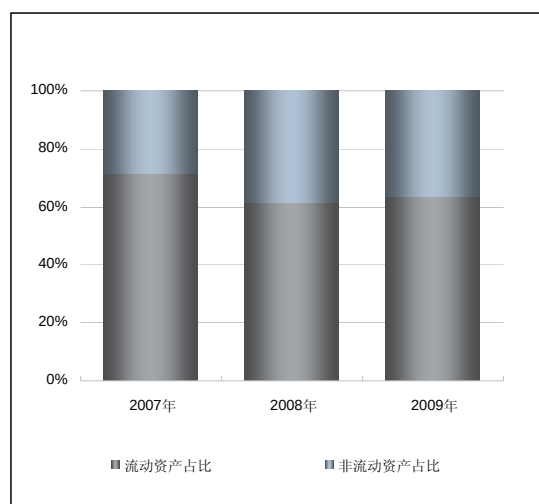
截至 2009 年底，公司合并资产总额 650.89 亿元，所有者权益 146.81 亿元（其中少数股东权益 65.85 亿元）；2009 年，公司实现营业收入 317.93 亿元，利润总额 8.98 亿元。

2. 资产质量

2007~2009 年底，公司资产总额保持较快增长，年均复合增长率为 24.83%。截至 2009

年底，公司资产总额 650.89 亿元，同比增长 25.24%。从资产结构来看，近三年公司资产结构基本保持稳定，流动资产所占比重大，2009 年底，公司总资产中，流动资产、非流动资产所占比分别为 63.53%和 36.47%。

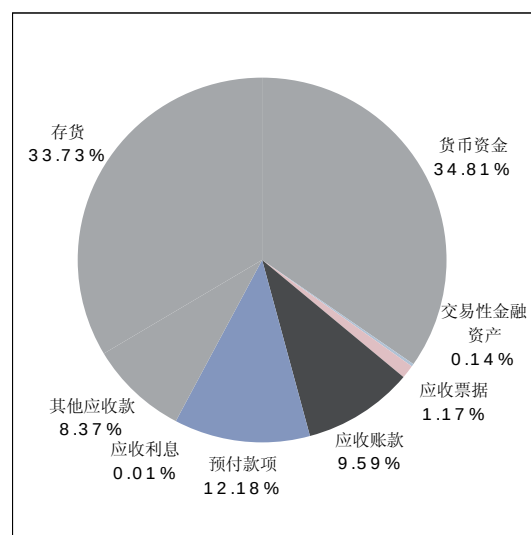
图 3 2007~2009 年公司资产结构变化



资料来源：审计报告

截至 2009 年底，公司流动资产合计 413.50 亿元，构成情况如图 4 所示，货币资金和存货占比较大，分别占比 34.81%和 33.73%。

图 4 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

近年来，随着公司贸易量的扩大，应收账款增速较快，2007~2009 年年均复合增长 39.40%。截至 2009 年底，公司应收账款账面

余额 47.30 亿元，从账龄结构来看，1 年以内的占比 62.48%；1~2 年的占比 17.97%；2~3 年的占比 6.41%；3~4 年的占比 2.21%；4~5 年的占比 1.64%；5 年以上的占比 9.28%。截至 2009 年底，公司计提坏账准备 7.66 亿元，应收账款净额为 39.64 亿元。

2007~2009 年，公司预付账款年均复合增长 34.00%。截至 2009 年底，公司预付款项账面余额 50.34 亿元，从账龄结构来看，1 年以内的占比 61.04%；1~2 年的占比 23.51%；2~3 年的占比 12.57%；3 年以上的占比 2.88%。其中，账龄较长的预付款项主要为项目研发周期较长，尚未与合作单位结算所致。公司计提坏账准备较小，2009 年为 5.87 万元。

2007~2009 年，公司其他应收款年均复合增长 18.43%。截至 2009 年底，公司其他应收款账面余额 59.47 亿元，从账龄结构来看，1 年以内的占比 39.40%；1~2 年的占比 10.53%；2~3 年的占比 2.48%；3~4 年的占比 7.20%；4~5 年的占比 0.52%；5 年以上的占比 39.87%。公司计提坏账准备 24.85 亿元，其中，为 5 年以上其他应收款计提坏账准备 23.12 亿元，坏账准备计提比例较高。

2007~2009 年，公司存货年均复合增长 27.40%。截至 2009 年底，公司存货账面余额为 140.75 亿元，以原材料、产成品以及地产项目开发成本为主，占比分别为 18.77%、47.69% 和 27.24%，三者合计占比 93.90%，其余主要为自制半成品及在产品等。2009 年底，公司为存货计提的跌价准备为 1.26 亿元。

2007~2009 年，公司非流动资产增长快速，年均复合增长 41.56%。截至 2009 年底，公司非流动资产合计 237.39 亿元，以长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产为主，占比分别为 11.86%、11.52%、38.45% 和 13.19%。

2007~2009 年，公司长期股权投资规模扩张迅速，年均复合增长 47.85%。截至 2009 年底，公司长期股权投资账面余额 31.36 亿元，

减值准备 3.20 亿元，账面净额 28.16 亿元。

2007~2009 年，公司投资性房地产增长速度较快，年均复合增长 77.66%，主要体现在 2008 年的增长。截至 2009 年底，公司投资性房地产账面价值合计 27.34 亿元，其中，房屋及建筑物占比 94.12%、土地使用权占比 5.88%。

2007~2009 年，公司固定资产年均复合增长 66.70%。截至 2009 年底，公司固定资产原值合计 120.48 亿元，扣除累计折旧 29.03 亿元以及减值准备累计金额 0.17 亿元，账面价值为 90.27 亿元。其中，房屋建筑物和机器设备分别占比 58.26% 和 36.63%。

2007~2009 年，公司无形资产年均复合增长 76.35%。截至 2009 年底，公司无形资产账面价值 31.31 亿元，以土地使用权和采矿权为主，占比分别为 75.25% 和 21.76%。

总体来看，公司资产构成以流动资产为主，货币资金占比大，变现能力较强。公司应收款项规模较大，且账龄较长，应收款项质量一般。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

2007~2009 年，公司所有者权益总额增幅较大，年均复合增长 64.19%，截至 2009 年底，公司所有者权益合计 146.81 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 80.95 亿元，少数股东权益 65.85 亿元。归属于母公司的所有者权益构成以实收资本为主，占比 91.68%。

2007~2009 年，公司负债结构变化不大，以流动负债为主。截至 2009 年底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 72.05% 和 27.95%。

2007~2009 年，公司流动负债年均复合增长 9.56%。截至 2009 年底，公司流动负债合计 363.19 亿元，以短期借款、应付账款、预收账款和其他应付款为主，占比分别为 26.29%、17.37%、37.24% 和 7.77%。

2007~2009 年，公司非流动负债增长相对流动负债较快，年均复合增长 52.39%。截至

2009 年底，公司非流动负债合计 140.89 亿元，以长期借款为主（占比 87.99%）。

截至 2009 年底，公司长期借款合计 123.97 亿元，同比增长 95.06%。其中，信用借款 70.14 亿元、抵押借款 14.80 亿元、保证借款 39.03 亿元，增长部分主要体现为信用借款，银行金融机构对公司支持力度加大。

2007~2009 年，公司所有者权益增速快于负债增速（年均复合增长 17.81%），资产负债率、全部债务资本化比率呈现逐年下降趋势，均值分别为 79.96%和 66.34%，截至 2009 年底分别为 77.45%和 63.63%；受长期债务 2009 年大幅增加影响，长期债务资本化比率 2007~2009 年呈现波动（2008 年有所下降、2009 年又有所提升），三年均值为 45.30%，2009 年底为 46.79%。

总体来看，改制后公司权益规模进一步扩大，权益结构符合投资控股型集团企业特点。公司负债结构以有息债务为主，债务负担整体呈下降趋势，但仍处于较高水平。

4. 盈利能力

2007~2009 年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长率为 15.80%。公司营业收入的稳定增长主要源于各大业务板块的业务增长。随着近年来中国航空产业的飞速发展，公司国际航空业务的出口贸易额大幅增长；贸易物流业务受益于国内经济的高速增长，居民日用品消费额的快速增长，商业零售、储运物流等业务的收入均保持较快增加；地产服务业务由于商品房销售增长、房价及物业出租收入持续上涨等原因增长较快；工业投资领域的增长主要是由于公司下属的深天马和深南电路积极调整产业结构，通过技术改造，确保了在各自产业领域的领先地位，工业投资对公司经营业绩的进一步提升起到了重要作用。

2007~2009 年，公司营业成本增幅与营业收入基本匹配，年均复合增长率 16.82%。

2007~2009 年，公司期间费用总额分别为

38.49 亿元、49.06 亿元和 58.06 亿元，年均复合增长率为 22.82%。公司期间费用中销售费用和财务费用增长较快，年均复合增长率分别为 23.56%和 32.12%。

2007~2009 年，公司投资收益分别为 3.41 亿元、2.26 亿元和 4.50 亿元，2009 年投资收益增长主要源于长期股权投资收益的增长（2009 年实现 3.87 亿元，占比 86.02%）。

2007~2009 年，公司实现营业外收入分别为 1.91 亿元、3.08 亿元和 3.20 亿元，年均复合增长 29.25%。公司营业外收入以政府补助、固定资产处置利得、债务重组利得等为主，其中，政府补助收入占比较大。2009 年政府补助收入为 1.77 亿元，主要包括航空企业补贴、各项税费补助、财政补贴、新产品财政补贴、研发补助等。

2007~2009 年，公司净利润分别 8.31 亿元、6.81 亿元和 6.61 亿元，其中归属于母公司的净利润分别为 4.02 亿元、4.89 亿元和 4.51 亿元。

2007~2009 年，公司营业利润率小幅波动，2009 年为 19.33%。公司净资产收益率下降趋势明显，由 2007 年的 15.26%下降至 2009 年的 4.50%，净资产收益率指标大幅下降主要因为公司 2008 年改制后净资产规模大幅增加。公司总资本收益率逐年下降，2009 年为 3.72%。

总体来看，近几年，得益于多元化实业投资的迅速发展，公司经营规模显著扩大。主要受整体经济不景气影响，公司盈利水平有所下降。长期来看，航空核心业务将继续成为公司稳定的利润来源，随着国家宏观经济景气度的逐步回升，公司整体盈利状况有望提升。

5. 现金流分析

2007~2009 年，公司经营活动现金流入年均复合增长率 5.93%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，其中 2008 年受收到其他与经营活动有关的现金大幅减少影响有所下降，2009 年又大幅回升。受此影响，2007~2009 年，

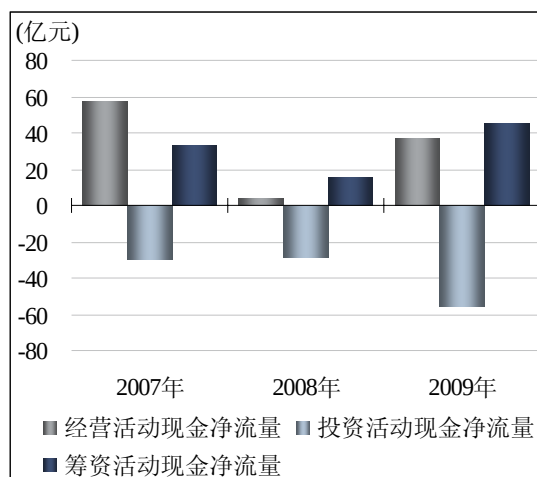
公司经营活动现金流量净额呈现波动，三年分别为 57.60 亿元、4.55 亿元和 37.07 亿元。

2007~2009 年，公司现金收入比呈小幅下降，三年分别为 160.20%、142.27%和 140.04%。2005 年以来，公司代理业务发展较快，公司按照代理费（代理销售商品收入的一定比例）计入主营业务收入，而相应收到的现金计入现金流量表，造成公司现金收入比高。公司收入实现质量较高。

2007~2009 年，公司投资活动现金流出分别为 45.34 亿元、45.03 亿元和 66.56 亿元，2009 年增幅较大主要是在建工程项目资金投入以及股权投资加大所致。公司投资活动体现为现金净流出，净流出额三年分别为 29.70 亿元、28.76 亿元和 55.11 亿元。

2007~2009 年，公司筹资活动现金流入分别为 188.62 亿元、187.89 亿元和 348.84 亿元，以借款收到的现金为主；筹资活动现金流量净额分别为 33.06 亿元、14.95 亿元和 45.01 亿元。

图 5 公司 2007~2009 年现金流量情况



资料来源：审计报告

总体来看，公司下属地产、金融、贸易等业务板块受全球经济危机影响较大，经营活动获取现金能力下降。公司投资活动和筹资活动与其业务发展状况匹配。公司总体现金流状况一般。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007~2009 年，受流动资产和流动负债增幅不一致影响，流动比率和速动比率有所波动，但整体均呈增长趋势，2009 年分别为 113.85%和 75.44%。公司经营现金流动负债比波动幅度较大，2009 年为 10.21%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2007~2009 年，公司 EBITDA 分别为 23.83 亿元、27.83 亿元和 28.56 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.89 倍、2.51 倍和 3.39 倍，全部债务/EBITDA 分别为 6.90 倍、7.12 倍和 8.99 倍。公司长期偿债能力较弱。

7. 本期债券偿债能力分析

本期债券发行额度为 15 亿元，占 2009 年底全部债务的 5.84%，对公司现有债务影响不大。

以 2009 年底财务数据为基础，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别增至 77.95%和 64.93%，负债水平变化不大。

2007~2009 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券拟发行额度的 31.26 倍、28.64 倍和 35.07 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期债券拟发行额度的 3.84 倍、0.30 倍和 2.47 倍；公司 EBITDA/本期债券额度分别为 1.59 倍、1.86 倍和 1.90 倍。

截至2009年底，公司对集团外担保金额合计8525.00万元，被担保企业目前均处于正常经营状态。

截至2010年3月底，公司获得综合授信总额224.2亿元，其中尚未使用额度150.4亿元，公司间接融资渠道畅通。

七、债权保护条款分析

本期债券由中国航空工业集团公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中国航空工业集团公司主体长期信用

级别为 AAA（对担保方中国航空工业集团公司主体长期信用状况的详细分析见附件）。

八、综合评价

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，是中国航空工业对外贸易的主窗口和主渠道，承担着中国航空工业 80%以上的进出口业务。公司在政府及政策支持、股东背景、行业地位、营销网络等方面优势显著。同时，受全球金融危机影响，公司多元化实业投资领域经营业绩出现下滑；公司债务负担重等因素给公司带来一定的不利影响。

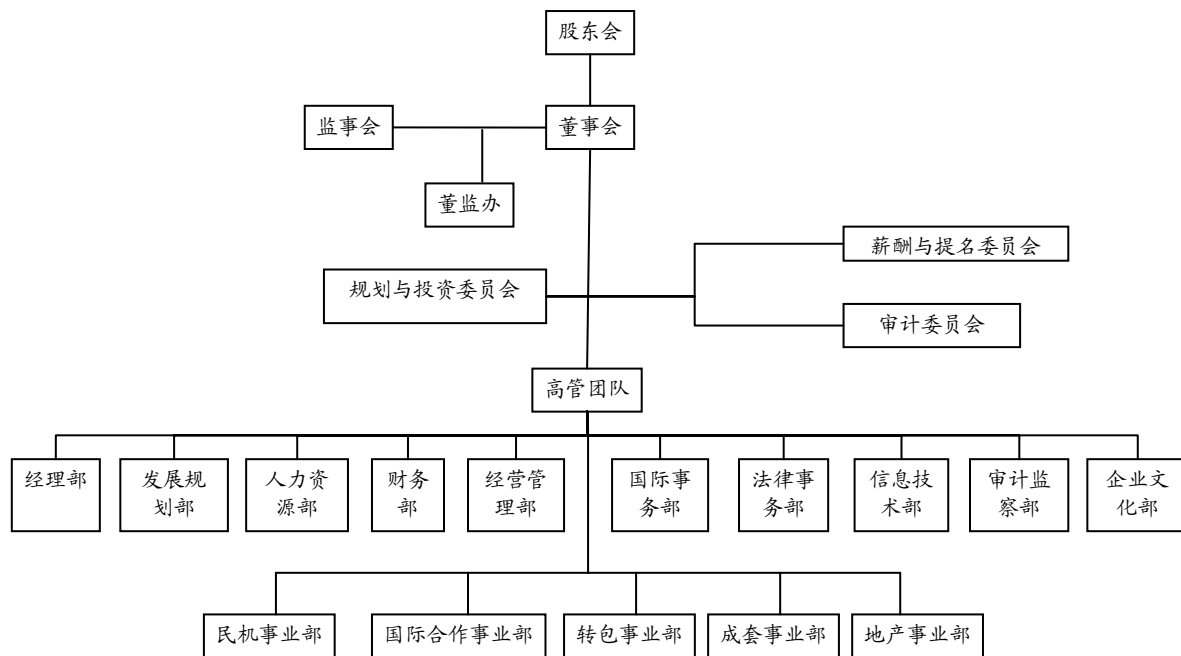
公司资产构成基本稳定，以流动资产为主，变现能力较强；权益规模进一步扩大；债务负担呈下降趋势，但仍处于较高水平。公司盈利水平和现金流均呈现大幅波动。公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱。

本期债券发行额度 15 亿元，发行后对公司现有债务影响不大。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障能力较强。

本期债券由中国航空工业集团公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中国航空工业集团公司主体长期信用等级为 AAA。

综合分析，本期债券到期不能还本付息的风险极低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 2007-2009 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	1254543.92	1160506.00	1439266.79	7.11
交易性金融资产	22289.91	7709.44	5978.54	-48.21
应收票据	37324.37	23491.67	48367.55	13.84
应收账款	204000.59	263543.52	396408.16	39.40
预付款项	280371.50	345408.25	503443.59	34.00
应收利息	257.00	50.60	412.74	26.73
应收股利	260.53			-100.00
其他应收款	246845.21	246724.70	346198.06	18.43
存货	859494.73	1137205.95	1394924.68	27.40
其他流动资产	86845.68	7683.88	29.88	-98.15
流动资产合计	2992233.45	3192324.03	4135029.98	17.56
非流动资产：				
可供出售金融资产	57267.61	18407.01	7984.31	-62.66
持有至到期投资	16290.73	30261.36	44826.98	65.88
长期股权投资				
长期应收款	240.00	56683.24	171776.68	2575.32
长期股权投资	128797.49	182704.71	281563.77	47.85
股权分置流通权				
投资性房地产	86604.00	308773.64	273360.77	77.66
固定资产	328450.55	902182.89	912729.38	66.70
在建工程	286412.80	68680.14	170136.73	-22.93
工程物资			18.36	
固定资产清理	54.65	66.44	36.42	
无形资产	100675.54	252081.95	313094.63	76.35
开发支出			129.75	
商誉	17832.40	70837.90	59503.40	82.67
合并价差				
长期待摊费用	40181.16	47831.33	91890.41	51.23
递延所得税资产	25999.97	23617.27	30132.47	7.65
其他非流动资产	95747.01	42652.06	16701.77	-58.23
非流动资产合计	1184553.91	2004779.93	2373885.81	41.56
资产总计	4176787.35	5197103.96	6508915.80	24.83

注：公司自 2008 年 1 月 1 日起执行新会计准则，2007 年数据为经追溯调整后数据

附件 2-2 2007-2009 年资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	877224.70	1034044.27	954757.86	4.33
交易性金融负债			6.87	
应付票据	86364.00	106272.54	168144.02	39.53
应付账款	308875.94	444051.63	630809.67	42.91
预收款项	914087.07	982223.10	1352462.08	21.64
应付职工薪酬	59431.59	65811.87	64485.27	4.16
应交税费	28040.73	23227.61	9924.33	-40.51
应付利息	2053.99	8252.92	6973.94	84.26
应付股利	442.22	665.75		
其他应付款	183101.05	305976.07	282225.23	24.15
一年内到期的非流动负债	120029.20	153183.09	154005.12	13.27
其他流动负债	445933.34	256244.83	8131.74	-86.50
流动负债合计	3025583.82	3379953.70	3631926.13	9.56
非流动负债：				
长期借款	458696.93	635543.69	1239702.26	64.40
应付债券	102379.17	51366.67	51366.67	-29.17
长期应付款	1793.95	10995.75	31620.74	319.84
递延收益				
专项应付款	20061.33	16322.85	39448.74	40.23
预计负债	7905.94	7814.03	7188.97	-4.64
递延所得税负债	15826.63	28545.34	27103.97	30.86
其他非流动负债			12485.00	
非流动负债合计	606663.94	750588.32	1408916.34	52.39
负债合计	3632247.77	4130542.02	5040842.48	17.81
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	24044.85	500000.00	742200.00	455.58
资本公积	165581.34		30052.81	-57.40
盈余公积	139642.80			
未分配利润	-272631.21	9621.04	46924.18	
外币报表折算差额	-2537.87	-8646.55	-9637.42	94.87
归属于母公司所有者权益合计	54099.90	500974.49	809539.58	286.83
少数股东权益	490439.68	565587.45	658533.75	15.88
所有者权益（或股东权益）合计	544539.59	1066561.94	1468073.32	64.19
负债和所有者权益总计	4176787.35	5197103.96	6508915.80	24.83

附件 3 2007-2009 年利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	2370970.04	2733516.53	3179287.58	15.80
减：营业成本	1859088.61	2140086.70	2537017.67	16.82
营业税金及附加	44559.22	29473.24	27559.71	-21.36
销售费用	208109.20	257121.70	317742.14	23.56
管理费用	123755.06	155634.59	170326.91	17.32
财务费用	53035.36	77820.93	92574.91	32.12
资产减值损失	22933.65	11337.89	10880.45	-31.12
其他			6.68	
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	3382.05	-6584.50	1575.81	-31.74
投资收益（损失以“－”号填列）	34066.16	22621.85	44966.83	14.89
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	15283.12	4434.97	26381.26	31.38
汇兑收益（损益以“－”号添列）				
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	96937.16	78078.83	69721.77	-15.19
加：营业外收入	19146.41	30809.09	31987.44	29.25
减：营业外支出	7690.44	8154.49	11878.63	24.28
其中：非流动资产处置损失	555.61	4091.81	6354.03	238.17
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	108393.13	100733.43	89830.58	-8.96
减：所得税费用	25290.16	32635.94	23700.90	-3.19
加：未确认的投资损失				
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	83102.97	68097.49	66129.69	-10.79
少数股东损益	42888.57	19160.32	21042.34	-29.96
五、归属于母公司所有者的净利润	40214.40	48937.17	45087.34	5.89

附件 4-1 2007-2009 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	3798354.70	3889059.61	4452404.10	8.27
收到的税费返还	55137.41	56204.78	83215.48	22.85
收到其他与经营活动有关的现金	834919.63	350026.55	725310.37	-6.79
经营活动现金流入小计	4688411.73	4295290.94	5260929.95	5.93
购买商品、接受劳务支付的现金	3123130.73	3230523.21	3616472.76	7.61
支付给职工以及为职工支付的现金	127794.15	180020.12	202035.56	25.74
支付的各项税费	79442.61	124579.05	149072.04	36.98
支付其他与经营活动有关的现金	782053.92	714631.84	922686.45	8.62
经营活动现金流出小计	4112421.41	4249754.22	4890266.81	9.05
经营活动产生的现金流量净额	575990.32	45536.71	370663.14	-19.78
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	62792.42	130946.98	52530.55	-8.54
取得投资收益收到的现金	11441.53	11843.17	21528.61	37.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12053.91	5942.96	6948.90	-24.07
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	28832.74	3178.28	0.60	-99.54
收到其他与投资活动有关的现金	41273.79	10816.92	33502.39	-9.90
投资活动现金流入小计	156394.40	162728.31	114511.06	-14.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	335073.99	277414.68	409435.71	10.54
投资支付的现金	34086.60	90673.87	209686.22	148.02
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	10525.24	42008.34	2474.54	-51.51
支付其他与投资活动有关的现金	73726.86	40187.56	44010.67	-22.74
投资活动现金流出小计	453412.69	450284.45	665607.15	21.16
投资活动产生的现金流量净额	-297018.29	-287556.14	-551096.08	36.21
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	185933.38	572.92	346088.54	36.43
取得借款收到的现金	1545672.92	1744430.53	2873539.37	36.35
收到其他与筹资活动有关的现金	154581.77	133878.00	268770.78	31.86
筹资活动现金流入小计	1886188.07	1878881.45	3488398.69	35.99
偿还债务支付的现金	1271243.41	1511073.46	2325306.36	35.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	95652.79	142882.64	140091.98	21.02
支付其他与筹资活动有关的现金	188651.00	75387.27	572885.13	74.26
筹资活动现金流出小计	1555547.21	1729343.38	3038283.47	39.76
筹资活动产生的现金流量净额	330640.86	149538.07	450115.21	16.68
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1001.92	-1556.57	4257.83	106.15
五、现金及现金等价物净增加额	610614.81	-94037.92	273940.10	-33.02
加: 期初现金及现金等价物余额	643929.10	1254543.92	1160506.00	34.25
六、期末现金及现金等价物余额	1254543.92	1160506.00	1434446.10	6.93

附件 4-2 2007-2009 年合并现金流量表(续)
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
归属于母公司所有者的净利润	40214.40	48937.17	45087.34	5.89
加: 少数股东损益	42888.57	19160.32	21042.34	-29.96
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备	22933.65	11337.89	10880.45	-31.12
固定资产折旧	33387.41	47272.37	80743.83	55.51
无形资产摊销	1319.23	3698.82	9772.75	172.17
长期待摊费用摊销	12843.42	15627.78	21077.79	28.11
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-4985.17	3427.47	-6104.45	10.66
固定资产报废损失	161.44	3113.18	1209.55	173.72
公允价值变动损失(减: 收益)	-3382.05	6584.50	-1575.81	-31.74
财务费用	57495.94	81421.31	84137.67	20.97
投资损失(减:收益)	-34066.16	-22621.85	-44966.83	14.89
递延所得税资产减少(减: 增加)	-2683.46	215.53	-6515.20	55.82
递延所得税负债增加(减: 减少)	-72.17	-2962.56	-1441.37	346.89
存货的减少(减:增加)	-178939.90	-158346.58	-257718.73	20.01
经营性应收项目的减少(减:增加)	-19848.57	-87020.33	-415611.34	357.59
经营性应付项目的增加(减:减少)	608723.75	75691.70	830645.15	16.81
其他				
经营活动产生的现金流量净额	575990.32	45536.71	370663.14	-19.78
二、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本	1417.10			
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1254543.92	1160506.00	1434446.10	6.93
减: 货币资金的期初余额	643929.10	1254543.92	1160506.00	34.25
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	610614.81	-94037.92	273940.10	-33.02

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	9.32	10.35	8.69
存货周转次数(次)	2.35	2.14	2.00
总资产周转次数(次)	0.66	0.58	0.54
现金收入比(%)	160.20	142.27	140.04
盈利能力			
营业利润率 (%)	19.71	20.63	19.33
总资本收益率(%)	7.56	5.88	3.72
净资产收益率(%)	15.26	6.38	4.50
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	50.75	39.17	46.79
全部债务资本化比率(%)	75.13	65.00	63.63
资产负债率(%)	86.96	79.48	77.45
偿债能力			
流动比率(%)	98.90	94.45	113.85
速动比率(%)	70.49	60.80	75.44
经营现金流动负债比(%)	19.04	1.35	10.21
EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	2.51	3.39
全部债务/EBITDA(倍)	6.90	7.12	8.99
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.17	-0.12	-0.07
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.39	-2.18	-2.14
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	1.86	1.90
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	31.26	28.64	35.07
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.84	0.30	2.47
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.86	-1.61	-1.20

附件 6 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+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
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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
 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7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

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

2010 年度 15 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“中航国际”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。中航国际或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中航国际应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中航国际和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现中航国际或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如中航国际不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中航国际提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中航国际、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一零年七月二十九日

中国航空工业集团公司主体长期信用评级报告

评级结果：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2010 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额 (亿元)	2702.04	3145.03	3931.80
所有者权益 (亿元)	878.43	1071.59	1305.31
长期债务 (亿元)	165.19	171.94	490.19
全部债务 (亿元)	547.06	703.64	984.36
营业收入 (亿元)	1320.28	1510.75	1720.71
利润总额 (亿元)	64.93	69.10	92.66
EBITDA (亿元)	149.89	157.51	213.32
经营性净现金流(亿元)	185.00	17.25	131.47
营业利润率 (%)	20.90	19.76	20.53
净资产收益率 (%)	6.14	4.98	5.50
资产负债率 (%)	67.49	65.93	66.80
全部债务资本化比率 (%)	38.38	39.64	42.99
流动比率 (%)	116.95	116.52	137.37
全部债务/EBITDA (倍)	3.65	4.47	4.61
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.62	5.90	7.26

注：2007 年财务数据为 2008 年期初调整数。

分析师

谢凌艳 张晓斌

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国航空工业集团公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中央直接管理的特大型国有企业，在政策支持、行业地位、经营规模等方面的显著优势。同时，联合资信也关注到公司军品用户单一、非航空民品业务有待提高等因素给公司经营及业务发展带来一定的影响。

近年来公司营业收入稳步增长，盈利能力逐年增强。随着国民经济和国防现代化建设的快速发展，以及公司资源整合和产品结构升级调整的完成，公司未来收入水平和盈利能力有望进一步提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司是由国务院直接管理的特大型企业集团，在国防现代化建设中具有重要地位，所处行业具有特殊性，垄断优势明显。
2. 公司资产规模大，业务发展态势良好，营业收入稳步增长，盈利能力较强。

关注

1. 公司军品用户单一，对客户的依赖程度较高。
2. 公司非航空民品业务在市场开拓和规模化经营方面有待进一步提高。
3. 公司经营活动产生的现金流量净额波动性较大。

一、企业主体概况

中国航空工业集团公司(以下简称“公司”)源于1951年4月17日成立的航空工业管理委员会。1993年6月成立中国航空工业总公司。1999年7月在原中国航空工业总公司所属部分企事业单位基础上组建中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司。根据《国务院关于组建中国航空工业集团有关问题的批复》

(国函【2008】95号),2008年11月6日中国航空工业第一、第二集团公司重组整合成立中国航空工业集团公司,中国航空工业第一、第二集团公司将依法注销,公司依法承继中航第一集团公司和中航第二集团公司的全部权利义务。公司注册资本640亿元,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。

公司主要经营航空业务、非航空民品及三产服务业三大业务。

公司内设经理部(办公厅)、战略规划部、经营管理部、人力资源部、财务管理部、资本运营部、重大项目管理部、科技与信息化部、国际事务部、质量安全部、政策与法律事务部、企业文化部、审计部和纪检监察部等职能部门。

截至2009年底,公司资产总额3931.80亿元,所有者权益1305.31亿元(其中少数股东权益391.76亿元);2009年公司实现营业收入1720.71亿元,利润总额92.66亿元,净利润71.85亿元。

公司注册地址:北京市朝阳区建国路128号(东办公区)、东城区交道口南大街67号(西办公区);法定代表人:林左鸣。

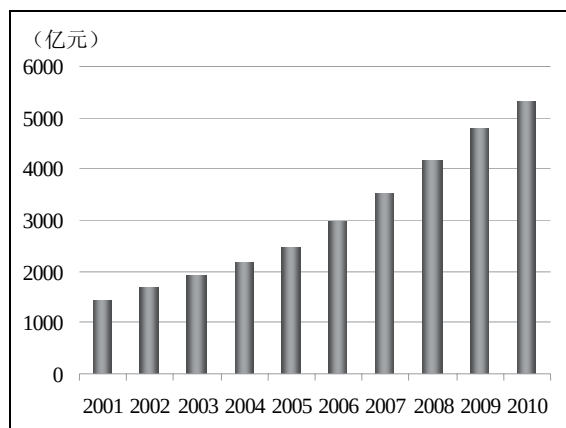
二、行业分析

1. 行业现状

近年来,中国把国防科技工业作为产业结构升级、加快发展先进制造业的一个重要方面,

加大了支出力度,国防支出总体呈上升趋势。2010年中国中央预算草案中的国防支出预算为5321.15亿元,比上年预算执行数增加371.16亿元,增长7.5%,国防预算占当年全国财政支出预算的6.3%,与前几年相比,国防费增幅有所下降。中国国防预算继续保持稳定增长态势(参见图1),充分显示了在新的时期中国政府加强国防建设和国防军事能力的决心。

图1 中国近年国防支出(2001年~2010年)



资料来源:2001年-2006年数据来源于《中国统计年鉴》,2007-2010年数据来源于历年政府工作报告。

2. “十五”期间国防工业主要成就

“十五”期间,中国国防工业快速发展,整体实力进一步增强,主要表现在以下四个方面:

研制能力大幅提升

武器装备科研生产能力和水平显著提升,以高新技术武器装备研制生产能力为核心、以专业化协作配套为依托,初步形成具有较高水平的新型国防工业。

军工经济迅速壮大

“十五”期间,军工行业的经济总量以年均超过20%的速度快速增长,经济效益明显改善,从2002年开始实现全行业扭亏为盈,扭转了连续8年亏损的局面。从2004年开始,行业进入了快速发展轨道,2005年中国国防工业实现总收入、工业增加值、工业产值销售同比分别增长17%、18%和19%左右。11个军工集团公司全部实现盈利,利润总额同比增长15%以上。

国防科技实现重大跨越

重点项目技术顺利推进，产生了一批具有自主知识产权和世界先进水平的科技成果。完成了大型静止轨道卫星公用平台研制；120吨液氧煤油和50吨氢氧火箭发动机即将完成初样研制；攻克了百万千瓦压水堆核电站自主设计的关键技术，形成了航空发动机自主设计和试验基础；掌握了LNG、VLCC等多型高技术船舶建造技术，实现了批量接单建造；载人航天等项目先后获得国家科技进步特等奖；耐高温长寿命抗氧化陶瓷基复合材料及其应用技术获得国家发明一等奖。

改革取得进展

企业改革脱困三年工作总目标基本实现，生产能力结构调整工作全面完成，其他行业的能力结构调整正在实施，三线调迁工作全面完成。军工主体结构得到优化，能力得到提升，为建设小核心、大协作、哑铃型的能力结构奠定了良好基础。

3. 民品行业

中国的军民结合自20世纪80年代开始，2000年国家确定了“坚持军民结合，寓军于民”方针，使中国的军转民进入新的发展阶段。2001年以来，中国军工企业的民品快速增长，其中技术较为领先、民用市场大的电子信息产品的民用市场增长速度尤为突出。

总体而言，中国军事工业的军转民取得了较好效果，民品产值在整个军事工业产值中所占比重有了很大程度的提高；但由于军转民过程中的转化模式、企业改制、以及技术转化方面存在着一定的不足之处，暴露出技术优势不明显、企业和产品竞争力不强、经营效益不理想等问题。

对于“十一五”期间的民品发展，各军工企业都明确了发展方向，在转化方式、产品归集、技术转化和企业改制等方面将进一步完善，以保证军转民进程的健康发展。

4. 行业政策

2007年以来，国防科工部门陆续出台了多项指导意见，主要有《国防科工委关于非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见》、《关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》、《深化国防科技工业投资体制改革的若干意见》、《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》以及《军工企业股份制改造实施暂行办法》等，上述指导意见的出台，为非公有制经济参与军工建设、利用资本市场推动军工产业发展提供了政策依据。

5. 未来发展

经过“十五”期间的调整和提高后，伴随中国经济和军事的发展，中国的军工行业整体情况有了很大的改善，行业已经进入历史发展较好的时期。

根据中国国防和军工行业的“十一五”规划，“十一五”期间是军工行业快速发展时期。原国防科工委在“十一五”规划中明确提出了国防科技军工行业的发展方向：

总体要求

以推动产业发展为重点，着力推进经济结构和经济方式转变，着力提高经济增长质量和效益，全面实施转型升级，切实将国防科技工业转入科学发展的轨道，实现平稳较快发展，为国防现代化和国民经济发展做出更大贡献。

重点任务

“十一五”期间，国防科技工业有七项重点任务：一是服务国防和军队现代化建设大局，确保完成武器装备研制生产任务；二是大力提高自主创新能力，建设创新型国防科技工业；三是大力提高军民品研发和制造水平，使国防科技工业成为国家先进制造业的重要组成部分；四是加强任务能力结合型军工建设，实现协调可持续发展；五是深化改革，扩大开放，建立健全适应武器装备发展的社会主义市场经济要求的新体制；六是加强人才队伍和先进文化建设，着力构建和谐军工；七是加强政府管

理，提高依法行政能力和服务水平。

综合以上，“十一五”期间，随着国际政治经济形势的变化以及中国经济实力的增强，中国国防支出将保持较快增长速度，这为大型军工集团的发展提供了较好的发展空间，未来前景看好。

三、基础素质

1. 企业规模和竞争力

公司是中央直接管理的特大型国有企业，下辖近200家子公司（分公司）、有20多家上市公司。公司是中国军用航空产品的主要提供商，从事包括军用飞机、发动机、空空导弹及机载设备等产品的设计、研究、生产、维修、销售、售后服务等业务，已初步形成专业门类比较齐全的军用航空产品体系。公司拥有由中国航空研究院和33个科研院所组成的高水平科研体系；拥有一大批院士和国家级专家；拥有一批达到亚洲一流或国际领先水平的国家重点实验室和重大科研试验设施；拥有中航网联通国内所属成员单位，具备异地协同设计制造能力和现代化信息传输能力。

总体看，公司经营规模大，垄断优势明显，研发实力较强，拥有一支高素质的专家队伍，在国防现代化建设中具有重要地位。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员11人，均具有大学以上学历。公司现任总经理、党组书记林左鸣先生，博士，曾任成都发动机公司工艺研究所副所长、副总工程师、副总经理兼党委副书记、总经理兼党委副书记，成都发动机（集团）有限公司董事长兼总经理、党委副书记，沈阳黎明航空发动机（集团）公司总经理、党委副书记，中国航空工业第一集团公司党组成员、副总经理、总经理。现任公司党组书记、总经理。林左鸣先生是全国人大代表，中共第十六届、第十七届中央委员会候补委员。

综合来看，公司高级管理人员综合素质较高，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。

四、生产经营

公司是大型军工企业集团，在中国的国防现代化建设中发挥着基础性、战略性作用。公司主要经营航空业务、非航空民品及三产服务业三大业务。

1. 航空业务

公司航空业务由军用航空和民用航空业务组成。

公司军用航空产品包括歼击机、歼击轰炸机、轰炸机、运输机、教练机、侦察机、直升机、强击机、通用飞机、无人机等飞行器，涡桨、涡轴、涡扇等系列发动机和空空、空地导弹等；航空机载设备基本满足整机配套需要，部分机载设备达到或接近国际先进水平。

公司民用航空业务包括民用航空器及发动机、机载设备与系统的设计、研制、生产、销售，以及民机零部件转包生产和航空器维修等。

在直升机制造方面，公司是中国唯一具有规模生产能力的国内直升机制造商，通过哈飞航空、昌河工业公司和直升机研发中心进行开发和制造商用直升机。

作为承担国家重大工程大型飞机项目的主要责任者，公司积极参与空客在中国的A320系列飞机总装线项目。目前公司是中国商用飞机有限公司的第二大股东，将承担大飞机项目80%~90%的制造任务。

政府大力支持国产支线飞机的发展，财政投入大量资金资助公司开展科研活动；中国民航总局特批由公司和中国东方航空股份有限公司合资成立幸福航空有限责任公司（以下简称“幸福航空”），公司持股60%。幸福航空将主要采购公司研制生产的新舟60等国产支线飞机。公司在继续扩大新舟60飞机的机队规模的

同时,对新舟60进行改进,自主设计和研制了国产新一代涡桨支线客机——新舟600飞机,于2008年10月9日成功实现首飞,即将快速进入市场。“新舟”系列飞机正在成为中国民用飞机产业发展的重要力量。

在民用航空的转包业务方面,近年来公司的转包规模、技术水平、合作层次及领域都有较大幅度提升,公司的转包业务在市场支持、政府决策、工业互惠、生产制造成本方面具有一定优势,但与日本、韩国相比还处于较弱的地位。今后,公司还将参与波音和空客新型飞机的零部件供应,承担转包生产任务。鉴于中国成本优势较为明显、航空技术水平不断提高,预计中国航空转包市场将呈上升态势。但需要关注的是,公司转包业务一定程度上面临着人民币汇率波动带来的经营风险。

联合资信注意到,由于公司军品用户单一,使得公司对军品客户的依赖程度高,同时订单出现波动的可能性较大,可能会对公司经营业绩产生影响。

2. 非航空民品业务

公司在非航空民用产品方面已形成工业燃气轮机、汽车和摩托车、机械、材料、IT、制冷与环保设备等7大类多种产品。集团将军品业务中部分核心技术运用到民用产业,形成了一系列具有较强市场竞争力的民用产品。

公司在汽车制造业务具备一定的规模优势和品牌优势,旗下拥有哈飞汽车和昌河汽车两家乘用车生产企业,主要以生产小排量汽车为主。受全球及中国经济增速下滑影响,汽车销售增速出现较大幅度下降,但是长期来看,在居民消费水平提高、交通运输需求增长及公路运输贡献突出等因素的积极作用下,中国汽车行业仍具有良好发展前景。随着燃油税实施,小排量汽车需求有望出现相对较快增长,公司生产小排量乘用车的汽车业务发展前景良好。公司未来将在政策、资金等方面向汽车产业倾斜,全力发展汽车产业。

目前公司在非航空业务板块已经形成了21家上市公司,旗下的上市公司包括力源液压、中航光电、中航精机、成飞集成、中航实业、飞亚达、深天马、中航地产、东安动力和航空动力等。未来几年公司将对非航空制造板块继续进行专业化整合,通过资本化运作做大做强非航空业务。

总体看,公司非航空业务发展势头良好。但公司非航空业务涉及的行业市场竞争较激烈,在市场开拓和规模化经营方面还有待进一步提高。

3. 三产服务业

公司三产服务业主要从事金融、租赁、通用航空服务、交通运输、医疗服务、工程勘测设计、工程承包建设、房地产开发等相关产业的投资、建设和经营。

在金融板块,公司搭建金融运作平台,成立了中航工业集团财务有限责任公司,2009年5月13日,中国人民银行上海总部正式发文批准,中航工业集团财务有限责任公司进入全国银行间同业拆借市场,在同业拆借业务中最高拆入、拆出资金额度均为10亿元。公司融资能力和金融服务水平都将得到进一步提升。在外贸和物流板块,公司整合现有资源,面向集团外部市场进一步拓展外贸和物流业务。

公司三产服务业主要是在为公司航空和非航空业服务的基础上发展起来的,到一定规模后,面向集团以外的市场拓展将得到更大的发展空间,逐步向现代服务业转变。

4. 经营效率

2007年~2009年,公司资产总额增长20.63%,所有者权益增长21.90%,营业收入增长14.16%,利润总额增长19.46%。

2007年~2009年,公司经营效率指标基本保持稳定,2009年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为3.47次、1.98次和0.49次。

五、财务分析

1. 财务概况

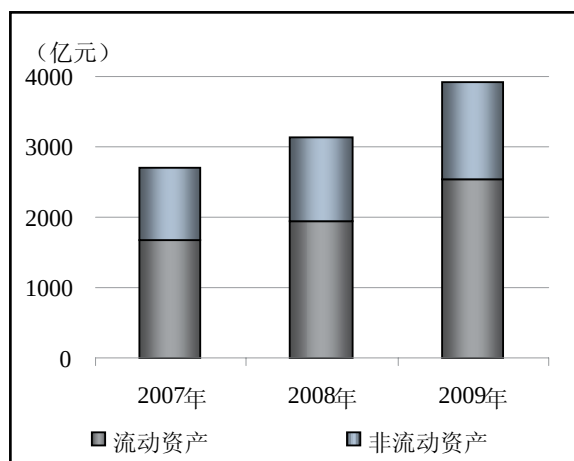
公司提供的2007年模拟合并财务报表（假设公司的现有框架在2007年已存在并持续经营的基础上编制的合并财务报表）、2008年、2009年度合并财务报表，均已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留的审计结论。公司2008年执行新会计准则，并对2007年数据进行了追溯调整。本文财务分析2007年财务数据为追溯调整的期初数。

公司2008年纳入合并范围二级企业共137家，与2007年中国航空工业第一、第二集团公司各自的合并范围相比，新增加二级企业13家，减少了二级企业7家。公司2009年纳入合并范围的二级企业共126家，较2008年减少30家，增加19家。

截至2009年底，公司资产总额3931.80亿元，所有者权益1305.31亿元（其中少数股东权益391.76亿元）；2009年公司实现营业收入1720.71亿元，利润总额92.66亿元，净利润71.85亿元。

2. 资产构成

图2 公司资产构成



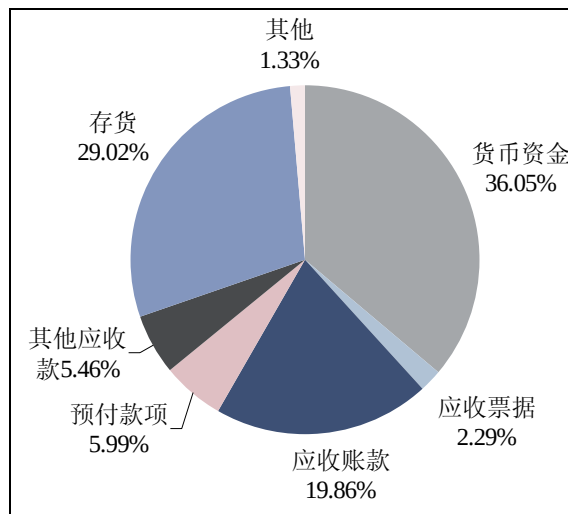
资料来源：公司年报

2007年~2009年，公司资产总额年均增长20.63%，其中流动资产年均增长22.88%，非流动资产年均增长16.79%；截至2009年底，公

司资产总额3931.80亿元，其中流动资产占64.82%，非流动资产占35.18%，资产构成以流动资产为主。

截至2009年底，公司流动资产2548.69亿元，其中以货币资金、应收账款和存货为主，占比分别为36.05%、19.86%和29.02%。

图3 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2009年底，公司货币资金918.76亿元，其中银行存款占93.23%，其他货币资金占6.66%，公司货币资金充足。公司交易性金融资产4.71亿元，主要为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。公司应收票据58.29亿元，其中银行承兑汇票占61.14%，商业承兑汇票占38.86%。

截至2009年底，公司应收账款账面余额535.56亿元，其中1年以内占80.57%，1~2年占11.03%，2年以上占8.40%。2009年，公司对应收账款计提坏账准备29.32亿元，计提比例为5.47%，计提较为充分。

截至2009年底，公司预付款项账面余额153.65亿元，主要是基建项目、技术改造及原材料、成品采购所支付款项；2009年，公司对预付款项计提坏账准备0.96亿元，计提比例为0.62%。

截至2009年底，公司其他应收款账面余额183.60亿元，其中1年以内占49.63%，1~2

年占 14.38%，2 以上占 35.99%。2009 年，公司对其他应收款计提坏账准备 44.49 亿元，计提比例 24.23%，计提充分。

截至 2009 年底，公司存货账面余额 751.61 亿元，其中原材料占 27.18%，自制半成品及在产品占 34.12%，库存商品（产成品）占 22.59%，周转材料占 1.31%。2009 年，公司对存货计提存货跌价准备 11.95 亿元，计提比例为 1.59%。

截至 2009 年底，公司非流动资产 1388.11 亿元，主要为长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产，占比分别为 7.58%、48.90%、18.41%和 9.54%。

截至 2009 年底，公司可供出售金融资产 49.93 亿元，其中可供出售权益工具占 85.84%。公司长期应收款 53.42 亿元，主要为子公司中航国际租赁有限公司应收融资租赁款。公司长期股权投资 104.80 亿元，主要为对中国商用飞机有限公司、深圳和记黄埔中航地产有限公司、西安飞机国际航空制造股份有限公司（股权流通分置权）等公司的股权投资。

截至 2009 年底，公司固定资产原价 1105.23 亿元，其中房屋、建筑物占 36.61%，机器设备占 55.89%。2009 年，公司对固定资产计提累计折旧 426.40 亿元，计提固定资产减值准备 2.52 亿元，固定资产净额 676.31 亿元。

截至 2009 年底，公司在建工程 254.69 亿元；无形资产 131.94 亿元，其中土地使用权占 81.05%，其他主要是软件、工业产权及专有技术和非专利技术等。

总体来看，公司资产构成中流动资产所占比重较大，现金类资产充裕，资产流动性一般，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

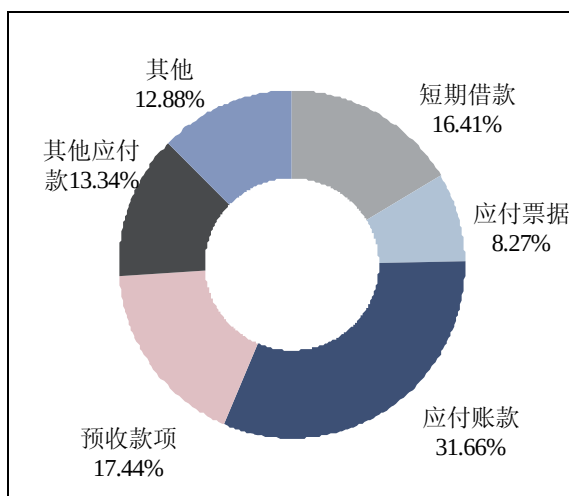
截至 2009 年底，公司所有者权益 1305.31 亿元，其中少数股东权益 391.76 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 70.06%，资本公积占 14.82%，盈余公积占 9.47%，未分配利润

占 5.79%，归属于母公司所有者权益以实收资本为主，稳定性较好。

2007 年～2009 年，公司负债合计年均增长 20.01%，其中流动负债年均增长 13.38%，非流动负债年均增长 42.39%。截至 2009 年底，公司负债合计 2626.49 亿元，其中流动负债占 70.64%，非流动负债占 29.36%。

截至 2009 年底，公司流动负债 1855.38 亿元，主要以短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款为主。

图4 2009年底公司流动负债构成



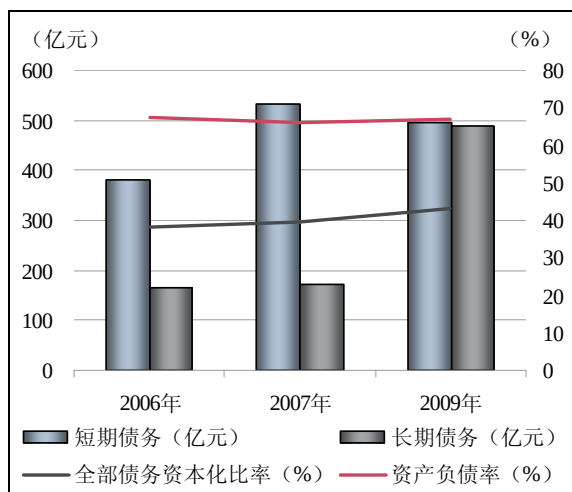
资料来源：公司年报

截至 2009 年底，公司非流动负债 771.12 亿元，其中长期借款占 36.46%（主要是信用借款、抵押借款和保证借款），应付债券占 27.12%，专项应付款占 28.88%。公司应付债券 209.07 亿元，较上年大幅增长，主要是 2009 年发行 100 亿元企业债券、100 亿元中期票据（60 亿元“09 中航集 MTN1”和 40 亿元“09 中航集 MTN2”）所致。

截至 2009 年底，公司债务总额 984.36 亿元，其中短期债务占 50.20%，长期债务占 49.80%，债务结构合理。

2007 年～2009 年，公司资产负债率有所波动，全部债务资本化比率逐年增长，2009 年分别为 66.80% 和 42.99%，债务水平处于合理范围。

图5 公司债务结构



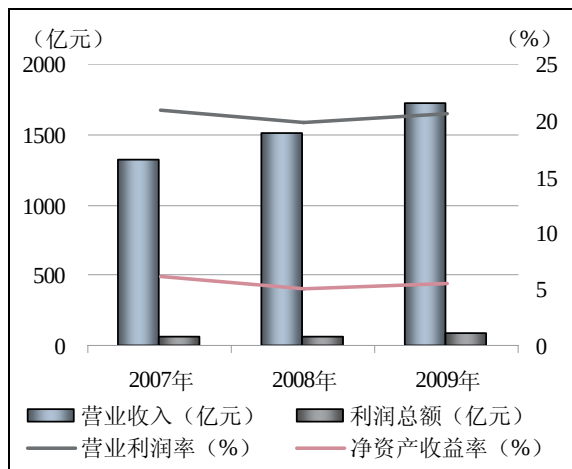
资料来源：公司年报

4. 盈利能力

2007年~2009年，公司营业收入年均增长16.16%，三年分别为1320.28亿元、1510.75亿元和1720.71亿元；同期，公司营业成本年均增长14.46%，略高于营业收入增长幅度；2007年~2009年，公司营业利润率保持稳定，三年分别为20.90%、19.76%和20.53%，主营业务盈利能力较强。

2007年~2009年，公司期间费用总额占营业收入的比重分别为16.80%、15.95%和16.38%，期间费用占营业收入的比重较高，费用控制力度有待加强。

图6 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2007年~2009年，公司实现投资收益波动较大，2009年实现投资收益11.87亿元，主要是长期股权投资收益和可供出售金融资产收益；公司营业外收入均保持较高水平，2009年为20.90亿元，主要政府补助和其他利得。

从盈利指标看，2007年~2009年，公司总资本收益率和净资产收益率呈现下降趋势，三年平均值分别为4.58%和5.47%，2009年分别为4.42%和5.50%，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，2007年~2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长12.36%，2009年为1767.22亿元；由于收到其他与经营活动有关的现金有所波动，致使公司经营活动产生现金流入量呈现波动，2009年为2175.90亿元；2007年~2009年，公司现金收入比分别106.02%、103.03%和102.70%，收入实现质量尚可。公司经营活动现金流出主要是销售商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金；经营活动产生的现金流量净额分别为185.00亿元、17.25亿元和131.47亿元，公司经营活动获取现金能力较强，但经营活动产生的现金流量净额波动较大。

从投资活动看，2007年~2009年，公司投资活动现金流入量逐年增长，2009年为141.40亿元，主要是收回投资收到的现金和收到的其他与投资有关的现金；公司投资活动现金流出年均增长24.58%，2009年为343.82亿元，对外投资规模大；公司投资活动均为净流出，且呈现增长趋势。

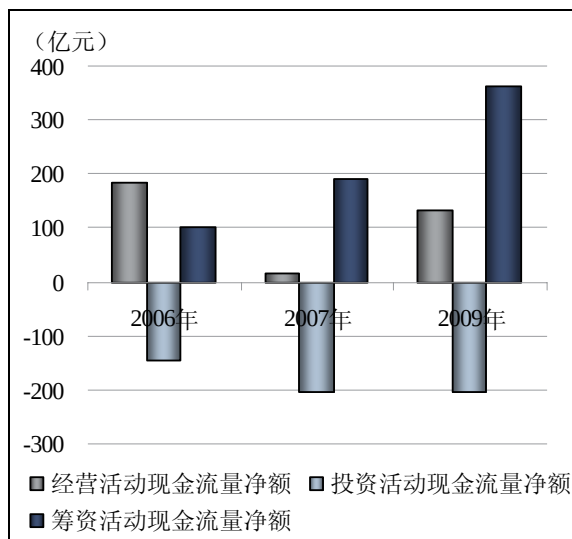
从筹资活动前现金流量净额看，2007年~2009年筹资活动前现金流量净额有所波动，分别为37.77亿元、-185.27亿元和70.95亿元，公司外部融资需求增加。

从筹资活动看，2007~2009年，公司筹资活动现金流入量、流出量均呈现快速增长，年均分别增长51.03%和41.01%，筹资活动产生的现金流量净额均为净流入，三年分别为102.37

亿元、189.31亿元和361.50亿元。

2007年~2009年，公司现金及现金等价物净增加额波动较大，分别为139.87亿元、3.12亿元和291.00亿元。

图7 公司现金流情况



资料来源：公司年报

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，经营活动获取现金能力较强，但经营活动现金流净额具有一定的波动性；资本性支出保持较大规模，外部融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007年~2009年公司流动比率和速动比率有所波动，三年平均值分别为127.03%和89.00%，2009年底分别为137.37%和97.50%。2007年~2009年，受经营活动产生的现金流量净额大幅波动影响，公司经营现金流动负债比分别为12.82%、1.03%和7.09%，经营活动对流动负债覆盖程度较低；但考虑到公司经营活动现金流入量规模大，且现金类资产充裕，公司能满足短期债务周转的需要。

从长期偿债能力指标看，2007年~2009年，公司实现的EBITDA分别为149.89亿元、157.51亿元和213.32亿元；EBITDA利息倍数分别为5.62倍、5.90倍和7.26倍，全部债务

/EBITDA分别为3.65倍、4.47倍和4.61倍，目前公司对全部债务保护程度较好。

六、综合评价

伴随中国经济和军事的发展，中国的军工行业整体情况显著改善，“十一五”期间将是军工企业快速发展时期，行业前景看好。

公司作为中央直接管理的特大型国有企业，在政策支持、行业地位及经营规模等方面具有显著优势。

近几年公司营业收入稳步增长，盈利能力逐年增强。随着国民经济和国防现代化建设的快速发展，以及公司资源整合和产品结构升级调整的完成，公司未来收入水平和盈利能力有望进一步提高。

总体看，公司主体长期信用风险极低。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	6057839.17	6104443.04	9187592.65	23.15
结算备付金			53469.92	
交易性金融资产	38882.66	33296.18	47086.95	10.05
应收票据	428331.48	460726.85	582866.57	16.65
应收账款	2766257.96	3809034.35	5062403.52	35.28
预付款项	1214240.81	1312720.96	1526976.00	12.14
应收利息	583.36	595.54	632.20	4.10
应收股利	8844.59	4585.60		-100.00
其他应收款	1235429.78	1479338.01	1391091.14	6.11
存货	4989841.96	6250677.00	7396574.95	21.75
一年内到期的非流动资产	3.90	1.96	192039.45	22091.17
其他流动资产	139394.56	82594.71	46150.07	-42.46
流动资产合计	16879650.24	19538014.19	25486883.43	22.88
非流动资产：				
发放贷款及垫款			6475.22	
可供出售金融资产	595162.79	242785.34	439325.25	-14.08
持有至到期投资	32429.60	48480.86	86415.00	63.24
长期应收款	11875.99	194298.18	534229.75	570.70
长期股权投资	701593.46	1081868.20	1047997.62	22.22
股权分置流通权				
投资性房地产	185971.64	430407.11	442092.89	54.18
固定资产	5545651.96	6411173.79	6763122.37	10.43
在建工程	1771820.69	1989716.51	2546945.91	19.89
工程物资	19776.63	10941.49	10916.93	-25.70
固定资产清理	10340.23	4344.01	3475.57	-42.02
油气资产				
无形资产	834352.66	1056098.75	1319363.21	25.75
开发支出	78082.85	82669.39	197430.62	59.01
商誉	22282.01	105075.62	182398.56	186.11
长期待摊费用	101163.84	88489.06	87408.67	-7.05
递延所得税资产	129219.57	127653.29	140944.41	4.44
递延税款借项				
其他非流动资产	101069.65	38310.88	22599.70	-52.71
非流动资产合计	10140793.56	11912312.50	13831141.67	16.79
资产总计	27020443.80	31450326.69	39318025.09	20.63

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	2791479.09	3761867.98	3044794.14	4.44
吸收存款及同业存放			14076.02	
交易性金融负债	124.23		17.35	-62.63
应付票据	793667.86	1198386.27	1535095.95	39.07
应付账款	3584742.47	4422561.19	5874437.88	28.01
预收款项	2877584.27	2697895.44	3236549.22	6.05
应付职工薪酬	719259.47	751544.05	755251.21	2.47
应交税费	134042.39	122441.22	135285.26	0.46
应付利息	8240.79	30728.67	18191.14	48.57
应付股利	8398.43	17523.56	0.00	-100.00
其他应付款	2431886.80	2636055.18	2474460.89	0.87
代理买卖证券款			695085.90	
一年内到期的非流动负债	233594.32	356679.63	361852.81	24.46
其他流动负债	850032.12	772848.52	408654.91	-30.66
流动负债合计	14433052.24	16768531.71	18553752.68	13.38
非流动负债：				
长期借款	1544390.79	1662951.49	2811191.75	34.92
应付债券	107485.45	56469.87	2090703.24	341.03
长期应付款	60943.94	110462.26	245497.94	100.71
递延收益				
专项应付款	1764563.55	1872776.95	2226956.66	12.34
预计负债	36445.06	38462.13	40553.60	5.49
递延所得税负债	141518.18	58365.54	109889.28	-11.88
其他非流动负债	147744.27	166397.50	186390.01	12.32
非流动负债合计	3803091.23	3965885.73	7711182.49	42.39
负债合计	18236143.48	20734417.44	26264935.17	20.01
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	3726004.22	6400000.00	6400000.00	31.06
资本公积	2534544.30	703863.66	1353672.38	-26.92
盈余公积	562931.55	743531.82	864735.52	23.94
一般风险准备				
未分配利润	-218655.25	137628.89	528846.71	
外币报表折算差额	-2500.95	-8863.73	-11777.15	117.00
归属于母公司所有者权益合计	6602323.88	7976160.63	9135477.46	17.63
少数股东权益	2181976.44	2739748.61	3917612.47	33.99
所有者权益（或股东权益）合计	8784300.32	10715909.24	13053089.93	21.90
负债和所有者权益（或股东权益）总计	27020443.80	31450326.69	39318025.09	20.63

附件 2 利润表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	13202835.68	15107491.95	17207109.09	14.16
减: 营业成本	10332673.75	12013378.37	13537501.00	14.46
利息支出			3352.99	
手续费及佣金支出			9554.07	
营业税金及附加	110431.01	108792.37	136677.83	11.25
销售费用	497725.29	568269.44	744888.34	22.34
管理费用	1533955.13	1573957.99	1811201.60	8.66
财务费用	186101.94	266774.43	263009.29	18.88
资产减值损失	118908.33	86660.40	91516.38	-12.27
其他			3.00	
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)	14293.52	-22088.56	35864.59	58.40
投资收益(损失以“—”号填列)	136837.56	43968.16	118709.45	-6.86
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-7167.49	-4503.56	0.00	-100.00
汇兑收益(损益以“—”号添列)			-2.67	
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	574171.31	511538.55	763975.95	15.35
加: 营业外收入	117428.36	242133.95	209041.82	33.42
减: 营业外支出	42338.76	62635.04	46435.88	4.73
其中: 非流动资产处置损失	8048.33	18827.01	0.00	-100.00
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	649260.91	691037.46	926581.89	19.46
减: 所得税费用	110268.55	157575.14	208095.67	37.37
加: 未确认的投资损失				
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	538992.35	533462.32	718486.22	15.46
少数股东损益	112108.70	138397.14	194813.07	116.13
五、归属于母公司所有者的净利润	426883.65	395065.18	523673.15	-32.45

附件 3-1 现金流量表
(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	13998104.34	15564775.62	17672227.34	12.36
客户存款和同业存放款项净增加额			22267.20	
处置交易性金融资产净增加额			-22188.06	
收取利息、手续费及佣金的现金			120859.24	
回购业务资金净增加额			-375.68	
收到的税费返还	109736.64	114922.45	142370.09	13.90
收到其他与经营活动有关的现金	4113143.23	1933919.10	3823826.29	-3.58
经营活动现金流入小计	18220984.21	17613617.17	21758986.43	9.28
购买商品、接受劳务支付的现金	10294365.17	11938996.42	13265012.53	13.52
客户贷款及垫款净增加额			216211.92	
存放中央银行和同业款项净增加额			85950.20	
支付利息、手续费及佣金的现金			12844.36	
支付给职工以及为职工支付的现金	1756926.60	2159472.50	2538859.16	20.21
支付的各项税费	385667.39	546190.78	641335.17	28.95
支付其他与经营活动有关的现金	3934028.04	2796418.54	3684044.99	-3.23
经营活动现金流出小计	16370987.20	17441078.24	20444258.32	11.75
经营活动产生的现金流量净额	1849997.00	172538.93	1314728.11	-15.70
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	280228.26	244334.22	587486.49	44.79
取得投资收益收到的现金	135348.81	76791.48	118434.50	-6.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	107319.98	116998.78	59965.21	-25.25
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	30538.49	4016.35	12287.44	-36.57
收到其他与投资活动有关的现金	189548.50	319075.63	635783.84	83.14
投资活动现金流入小计	742984.03	761216.46	1413957.47	37.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1472921.86	1743100.56	1966004.64	15.53
投资支付的现金	523843.00	762333.38	1139893.89	47.51
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	26269.88	42435.76	50836.67	39.11
支付其他与投资活动有关的现金	192218.19	238601.73	281445.17	21.00
投资活动现金流出小计	2215252.93	2786471.43	3438180.37	24.58
投资活动产生的现金流量净额	-1472268.90	-2025254.97	-2024222.90	17.26
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	714919.83	768287.06	1420420.17	40.95
取得借款收到的现金	4257440.93	6183596.81	9480134.24	49.22
收到其他与筹资活动有关的现金	424249.38	779016.90	1409208.75	82.25
筹资活动现金流入小计	5396610.15	7730900.78	12309763.16	51.03
偿还债务支付的现金	3747549.55	4997333.24	7428556.90	40.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	301609.26	404964.39	431436.38	19.60
支付其他与筹资活动有关的现金	323798.93	435491.16	834793.45	60.57
筹资活动现金流出小计	4372957.74	5837788.79	8694786.73	41.01
筹资活动产生的现金流量净额	1023652.41	1893111.99	3614976.43	87.92
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-2676.94	-9225.45	4510.90	
五、现金及现金等价物净增加额	1398703.57	31170.50	2909992.55	44.24
加: 期初现金及现金等价物余额	4602224.90	6000928.46	5971639.61	13.91
六、期末现金及现金等价物余额	6000928.46	6032098.97	8881632.15	21.66

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
归属于母公司所有者的净利润	538992.35	533462.32	718486.22	15.46
加: 计提的资产减值准备	118908.33	86660.40	91516.38	-12.27
固定资产折旧	521407.55	537575.33	821981.33	25.56
无形资产摊销	40482.07	32434.96	48889.87	9.90
长期待摊费用摊销	21022.90	47231.46	42090.20	41.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减:收益)	-22644.68	-101895.70	3245.06	
固定资产报废损失	8048.33	18827.01	971.67	-65.25
公允价值变动损失(减: 收益)	-14293.52	22088.56	-35864.59	58.40
财务费用	186101.94	266774.43	293704.40	25.63
投资损失(减:收益)	-136837.56	-43968.16	-118709.45	-6.86
递延所得税资产减少(减: 增加)	8463.97	1566.28	-13436.52	
递延所得税负债增加(减: 减少)	-298.22	-83152.65	51523.74	
存货的减少(减:增加)	-722901.02	-1260835.03	-1116979.02	24.30
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1218571.70	-1049847.63	-4944188.71	101.43
经营性应付项目的增加(减:减少)	2522116.25	1165617.35	5471497.51	47.29
经营性活动产生的现金流量净额	1849997.00	172538.93	1314728.11	-15.70
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本	74367.12	77183.99		-100.00
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产	14389.85	15964.04		-100.00
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	5865546.35	5850452.19	8745174.94	22.10
减: 货币资金的期初余额	4512372.89	5865546.35	5849137.40	13.85
加: 现金等价物的期末余额	135382.11	181646.78	136457.22	0.40
减: 现金等价物的期初余额	89852.00	135382.11	122502.21	16.76
现金及现金等价物净增加额	1398703.57	31170.50	2909992.55	44.24

附件 4 主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.13	4.05	3.47	3.78
存货周转次数(次)	2.07	2.14	1.98	2.05
总资产周转次数(次)	0.49	0.52	0.49	0.50
现金收入比率(%)	106.02	103.03	102.70	103.46
盈利能力				
营业利润率(%)	20.90	19.76	20.53	20.37
总资本收益率(%)	5.09	4.51	4.42	4.58
净资产收益率(%)	6.14	4.98	5.50	5.47
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	15.83	13.83	27.30	20.96
全部债务资本化比率(%)	38.38	39.64	42.99	41.06
资产负债率(%)	67.49	65.93	66.80	66.68
偿债能力				
流动比率(%)	116.95	116.52	137.37	127.03
速动比率(%)	82.38	79.24	97.50	89.00
经营现金流流动负债比(%)	12.82	1.03	7.09	6.42
EBITDA 利息倍数(倍)	5.62	5.90	7.26	6.53
全部债务/EBITDA(倍)	3.65	4.47	4.61	4.38
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.07	-0.26	-0.07	-0.10
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.03	-6.94	-2.42	-2.89

注：2007 年财务数据为 2008 年期初调整数。

附件 5 有关指标的计算公式

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+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(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

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 6 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