

信用等级公告

联合[2018] 1374 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
二零一八年六月二十六日



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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
10 中航国际债	15 亿元	2020/8/26	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	348.46	325.58	475.81
资产总额(亿元)	2821.65	2826.01	2494.83
所有者权益(亿元)	687.30	679.00	667.82
短期债务(亿元)	513.42	512.05	381.77
长期债务(亿元)	702.66	788.44	598.53
全部债务(亿元)	1216.08	1300.50	980.30
营业收入(亿元)	1328.38	1404.51	1564.77
利润总额(亿元)	74.44	63.55	78.86
EBITDA(亿元)	152.44	154.05	177.62
经营性净现金流(亿元)	-16.84	45.27	200.90
营业利润率(%)	14.90	14.63	14.72
净资产收益率(%)	7.54	5.71	5.95
资产负债率(%)	75.64	75.97	73.23
全部债务资本化比率(%)	63.89	65.70	59.48
流动比率(%)	133.26	128.70	120.90
经营现金流流动负债比(%)	-1.24	3.52	17.45
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	8.44	5.52
EBITDA 利息倍数(倍)	4.21	3.49	3.66

注: 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务; 2015~2017 年底, 公司所有者权益中包含偏债类其他权益工具, 期末余额分别为 130.43 亿元、143.93 亿元和 130.43 亿元。

分析师

杨晓丽 谭心远 邢霖雪

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

中国航空技术国际控股有限公司(以下简称“公司”)是中国航空工业集团有限公司(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, 业务涉及航空、电子、国际业务、现代服务业等。跟踪期内, 公司主营业务平稳发展, 房地产业务重组持续推进, 收入规模呈上升趋势, 营业利润率保持稳定。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到子公司部分地产业务出售、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、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。

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

“10 中航国际债”由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新兴产业, 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. 以深天马和深南电路为代表的电子业务技术水平较高, 盈利能力较强, 对公司业绩形成有力支撑。
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。

5. 公司 EBITDA 和经营性净现金流对“10 中航国际债”保障能力强。

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地产业务重组进展及对公司盈利能力的影响。
2. 公司航空产品出口和贸易主要面向亚非拉等发展中国家，可能存在一定政治风险及汇兑风险。
3. 公司债务仍保持较大规模，资产负债率偏高。

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中国航空技术国际控股有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国航空技术国际控股有限公司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 2017 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：许可经营项目：对外派遣实施境外工程所需的劳务人员；甲苯、丙酮、甲基乙基酮、哌啶、乙醚、高锰酸钾、三氯甲烷、硫酸、盐酸、醋酸酐、易燃液体、易燃固体、自然和遇湿易燃物品、氧化剂和有机过氧化物、有毒品、腐蚀品的销售（有效期至 2018 年 08 月 16 日）。一般经营项目：进出口业务；仓储；工业、酒店、物业、房地产业的投资与管理；新能源设备地开发、销售维修；展览；与上述业务有关的技术转让、技术服务。跟踪期内，根据集团党组的研究决定，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（原企业文化部）等 9 个职能

部门。

公司通过中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航国际深圳”）和中航技香港公司控股 9 家在深圳和香港的上市公司：中航国际控股股份有限公司（中航国际控股，股票代码 0161.HK，持股比例 37.50%）、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，持股比例 37.15%）、天马微电子股份有限公司（深天马，股票代码 000050.SZ，持股比例 20.81%）、中航善达股份有限公司（中航善达，原中航地产，股票代码 000043.SZ，持股比例 22.35%）、深圳天虹商场股份有限公司（天虹商场，股票代码 002419.SZ，持股比例 43.40%）、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）、深南电路股份有限公司（深南电路，股票代码 002916SZ，持股比例 69.74%）。

截至 2017 年底，公司资产总额 2494.83 亿元，所有者权益合计 667.82 亿元（含少数股东权益 323.52 亿元）。2017 年公司实现营业收入 1564.77 亿元，利润总额 78.86 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 2018 年 3 月底，“10 中航国际债”所募集的资金已全部按照募集用途使用完毕，每年均正常付息。

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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入

推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在

国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业分析

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

1. 贸易行业

行业概况

近年来，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，对内外贸易形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%。2017 年，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，延续了 2016 年下半年以来回稳向好走势。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

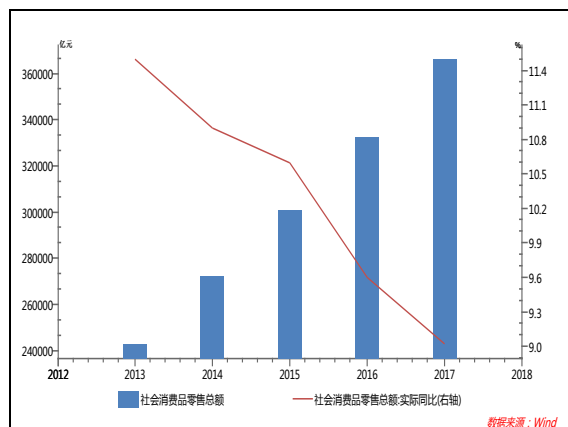
2016 年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017 年，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨。据中国大宗商品研究中心数据，2017 年，大宗商品价格环比上升的商品共 138 种，集中在化工板块（共 59 种）和有色板块（共 16 种），涨幅在 5% 以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共 47 种，集中在化工（共 13 种）和农

副（共 11 种），跌幅在 5% 以上的商品亦主要集中在化工板块。

根据国家统计局数据，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 314290 亿元，增长 10.0%；乡村消费品零售额 51972 亿元，增长 11.8%。按消费类型分，餐饮收入 39644 亿元，增长 10.7%；商品零售 326618 亿元，增长 10.2%，其中限额以上单位商品零售 150861 亿元，增长 8.2%。消费升级类商品较快增长，通讯器材、体育娱乐用品及化妆品类商品分别增长 11.7%、15.6% 和 13.5%。

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。

行业关注

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显

著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

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

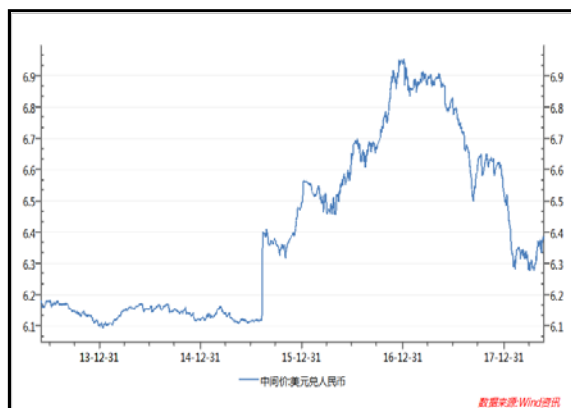
外部贸易环境日趋复杂

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，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求等，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

人民币汇率风险不断加大

汇率变化是影响进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。2014 年 12 月起，人民币兑美元贬值压力加大——在岸市场交易价与中间价偏离程度持续接近或高于 1%。在此背景下，2015 年 8 月 11 日中国进一步完善人民币兑美元汇率中间价报价机制（以下简称“8.11 汇改”），当日人民币兑美元中间价贬值 1136 个基点，人民币出现大幅贬值。截至 2017 年 9 月 19 日报收 91.8372，较 2016 年底下降 9.94%，刷新 2016 年 5 月以来新低，人民币汇率顺势大涨，截至 2017 年 12 月 29 日，美元兑人民币汇率中间价报收 6.53 元/美元。

图2 2013~2017年美元兑人民币汇率走势图



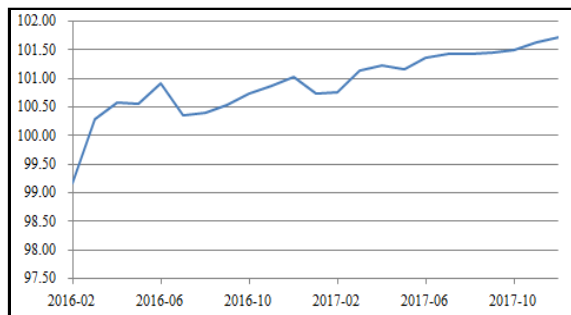
资料来源：Wind 资讯

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

2. 房地产行业

2015年以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图3 2016年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2017年，全国房地产开发投资109799亿元，比上年名义增长7.0%。其中，住宅投资75148亿元，增长9.4%，增速回落0.3个百分点。2017年，房地产开发企业房屋施工面积781484万平方米，比上年增长3.0%。其中，住宅施工面积536444万平方米，增长2.9%。房屋新开工面积178654万平方米，增长7.0%。

房地产销售方面，随个地方调控政策的加码，2017年房地产销售市场热度持续降温。2017年，商品房销售面积169408万平方米，比上年增长7.7%，增速较上年下降14.80个百分点。商品房销售额133701亿元，增长13.7%，增速提高1个百分点。其中，住宅销售额增长11.3%，办公楼销售额增长17.5%，商业营业用房销售额增长25.3%。

整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

六、管理分析

跟踪期内，公司产生了新一届董事会及监事会，推选刘洪德为新一任董事长（法定代表人）；推选张焱群为新一任监事会主席并调整监事会成员。调整后公司董事为：刘洪德、孙继光、荣毅超、李上福、颜冬、赖伟宣、周春华、由镭、孙鸿雁、李柏梅、惠小兵、王怀书、孔令芬。调整后公司监事为：张焱群、王昕海、宋京平、钟晓平、张琦、王云、赵玉成、汪明川、陈兹勇。

刘洪德先生，1960年8月出生，1982年8月参加工作，中国国籍，无永久境外居留权，毕业于西北工业大学与哈尔滨工业大学，博士学位。历任哈尔滨东安发动机制造公司铸造厂技术科副科长，哈尔滨东安发动机制造公司副总工程师，哈尔滨东安发动机公司副厂长，哈尔滨航空工业（集团）有限公司常务副总经理，董事（正厂级），江西昌河汽车股份有限公司董事长（正厂级），中航科工汽车事业部副部长，中国航空科技工业股份有限公司副总经理，中国航空工业第二集团公司党群工作部部长，中国航空工业集团公司企业文化部部长，中国航空工业集团公司工会常务副主席（副总师级），企业文化部部长，中国航空技术国际控股有限公司分党组书记。

除此之外，公司在管理体制、管理制度以及其他高层管理人员等方面无重大变化。

七、重大事项

1. 地产业务重组

2016年7月7日，中航地产发布公告称，由于中航工业与中国保利集团公司（以下简称“保利集团”）筹划关于所属地产相关业务资产的重组整合方案，可能涉及到中航地产的业务资产，因此公司股票于公告当日起停牌；2016年9月13日，中航地产发布公告称，中航工业与保利集团签署了《中航工业集团公司与中国保利集团公司之房地产业务整合框架协议》，就此次房地产业务整合交易资产范围、整合方式及作价原则等达成初步一致意见；2016年9月30日，中航地产发布公告称，公司董事会审议通过了《关于公司本次重大资产出售符合相关法律法规的议案》，并披露了《中航地产股份有限公司重大资产出售预案》；2016年12月21日，公司收到中航工业下发的《关于同意中航地产以协议转让方式转让所持成都航逸科技有限公司等企业股权及部分资产有关事项的批复》，中航工业已同意中航地产本次重大资产出售方案；2017年2月15日，中航地产公告披露了本次资产出售的实施情况报告书，报告书显示中航地产拟向保利地产（集团）股份有限公司的全资子公司出售其房地产业务相关的资产和负债，总价20.30亿元。本次交易标的资产为：（1）中航地产直接持有的成都航逸科技100.00%股权、成都航逸置业100.00%股权、江苏中航地产100.00%股权、九江中航地产100.00%股权、新疆中航投资100.00%股权、岳阳建桥投资100.00%股权、赣州中航置业79.17%股权；（2）中航地产全资子公司中航城投资直接持有的赣州中航地产100.00%股权；（3）中航地产全资子公司江西中航地产持有的南昌中航国际广场二期项目。上述事项已体现在中航地产2016审计报告中。

2017年，公司继续推进地产业务重组，先

后完成中航里城、航发投资、中航万科等地产项目的股权转让及股东借款回收事项。2018年，公司将继续推进中航城置业（上海）、中航里城（香港）、托业国际等股权转让事项。

近年来，公司逐步剥离住宅类房地产业务，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。

2. 深天马发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易

2018年1月11日，深天马取得中国证监会关于《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），核准深天马向金财产业、中航国际、中航国际深圳、中航国际厦门非公开发行股份购买厦门天马100%股权，向上海工投、张江集团非公开发行股份购买天马有机发光60%股权，并向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过19.00亿元。本次募集配套资金扣除相关费用后将用于厦门天马第6代低温多晶硅（LTPS）TFT-LCD及彩色滤光片（CF）生产线建设项目，该项目计划总投资120.00亿元，拟使用募集资金金额为19.00亿元。目前，天马有机发光第5.5代AMOLED量产线扩产线尚处于设备搬入、安装阶段，其盈利能力尚未完全显现。该事项无业绩承诺。

本次交易标的资产依据评估值作价为111.09亿元，发行价格为17.17元/股，本次发行股份购买资产新增股份数量为64702.4307万股。

根据中联评估出具的中联评报字【2016】第2358号、第2364号资产评估报告，截至2016年9月30日，厦门天马100%股权的评估值为104.53亿元，与厦门天马100%股权对应的账面价值93.80亿元相比，增值率为11.43%；天马有机发光60%股权的评估值为6.57亿元，与天马

有机发光 60%股权对应的账面值 5.79 亿元相比，增值率为 13.38%。

深天马已于 2018 年 1 月 18 日和 2018 年 2 月 2 日分别完成重大资产重组标的资产过户和发行股份购买资产的新增股份上市。

根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的瑞华审字【2017】01360335 号标准无保留意见的审计报告，截至 2016 年底，厦门天马资产总额 213.45 亿元，净资产 94.92 亿元；2016 年厦门天马营业收入 71.02 亿元，利润总额 5.11 亿元。截至 2017 年 9 月底，厦门天马资产总额 267.19 亿元，净资产 101.55 亿元；2017 年 1~9 月，厦门天马营业收入 76.13 亿元，利润总额 7.46 亿元。

根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的瑞华审字【2017】01360334 号标准无保留意见的审计报告，截至 2016 年底，天马有机发光资产总额 23.80 亿元，净资产 9.60 亿元；截至 2017 年 9 月底，资产总额 32.29 亿元，净资产 9.47 亿元。2016 年和 2017 年 1~9 月，天马有机发光暂无收入，利润总额分别为-0.22 亿元和-0.18 亿元。

联合资信关注到，本次重组前，深天马与各标的公司主营业务均为中小尺寸显示业务，本次交易有利于深天马进一步完善产线布局、大幅扩充产能、提升资源整合能力、提高管理与运营效率等，从而增强规模效应与协同效应，提升其持续经营能力。本次交易完成后，深天马将新增一条第 5.5 代 LTPS TFT-LCD 及 CF 产线、一条第 6 代 LTPS TFT-LCD 及 CF 产线、一条第 5.5 代 AMOLED 量产线及其扩产线，且新增产线均为 LTPS、AMOLED 等高端显示技术、高世代产线，进一步完善了深天马在中高端显示领域的布局。同时，深天马的产能将在现有基础上，新增月加工 6 万张 LTPS 玻璃基板、9 万张彩色滤光片、3 万张（1/4 切割）AMOLED 蒸镀基板产能（含天马有机发光第 5.5 代 AMOLED 量产线之扩产线的产能），深天马中高端显示产品的产能将得到快速提升。

本次交易完成后，厦门天马、天马有机发光成为深天马全资子公司，深天马整体业务规模迅速扩大。为切实发挥各子公司间的一体化协同效应，深天马根据资源共享和优势互补的原则，对各子公司进行合理定位和运营管控，提升资源整合能力，提高整体运营效率，增强其综合竞争力。

本次交易完成后（考虑配套募集资金已经发行完成），公司直接并通过中航国际控股、中航国际深圳、中航国际厦门合计持有深天马 66969.4149 万股股票，合计持股比例约为 31.02%，比本次交易前所控制的比例（32.16%）略有下降，但远高于金财产业 18.05% 的持股比例。因此，本次交易完成后，虽然深天马直接持股的第一大股东变更为金财产业，但鉴于金财产业已承诺不会谋求深天马的控制权，深天马的实际控制人仍为中航国际。

3. 深南电路首次公开发行股票

深南电路于 2017 年 12 月 13 日在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市。本次 A 股发行前，公司通过中航国际控股持有深南电路 92.99% 股份，发行后公司持有深南电路 19527.8970 万股，持股比例为 69.74%。本次公开发行 7000 万股，每股发行价格为人民币 19.30 元，募集资金总额人民币 13.51 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额共计人民币 12.68 亿元，用于半导体高端高密 IC 载板产品制造项目、数通用高速高密度多层印制电路板（一期）投资项目及补充流动资金项目。上述募集资金投资项目系围绕深南电路主营业务进行，将进一步提升其封装基板业务和印制电路板业务的生产能力，扩大经营规模，保持并提升其在行业中的竞争地位。

截至 2017 年底，深南电路资产总额 74.43 亿元，所有者权益 31.68 亿元；2017 年深南电路实现收入 56.87 亿元，利润总额 5.04 亿元。

深南电路发行上市后，资本实力有所增强，财务结构有所改善，行业影响力扩大，为业务

发展注入新动能。

八、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。2016 年公司对住宅类地产开发业务、粮储业务、资源开发业务进行剥离，聚焦核心业务发展。目前公司主要业务涉及航空、电子、国际业务、现代服务业等。

公司航空业务包括航空运营、航空制造及航空供应链服务等；电子业务包括液晶显示器、PCB 印制电路板等；国际业务包括海外基础设施建设、成套设备项目、水泥建材工程等；现代服务业主要包括以天虹商场为代表的百货连锁、以飞亚达为代表的高端手表业，以及酒店管理等；贸易与大宗商品业务包括船舶、沥青与机电产品业务，此外还有包含格兰云天酒店、中航地产等企业的地产与酒店管理业务。

2017 年，公司聚焦核心业务发展，逐步退

出住宅类地产开发、资源开发及部分大宗贸易业务，在此战略调整背景下，实现主营业务收入 1550.64 亿元，同比增长 11.54%，主营业务综合毛利率 15.37%，同比变化不大。从收入构成看，电子与贸易业务收入同比上升较快，2017 年分别为 300.17 亿元和 511.13 亿元，分别同比增长 44.22%和 17.48%；国际业务、地产业务及资源开发业务收入同比均有所下滑，2017 年分别为 94.65 亿元、154.80 亿元和 38.90 亿元，分别同比下降 12.56%、12.70%和 15.35%。

盈利能力方面，2017 年公司主营业务毛利率基本稳定；其中，国际航空、国际业务、电子业务、现代服务业、贸易业务及地产业务为公司利润主要贡献方，2017 年毛利率分别为 19.80%、6.67%、21.06%、28.73%、2.62%和 24.82%，均同比变化不大。

跟踪期内，公司收入规模进一步增长，收入结构有所调整，毛利率水平变化不大，总体平稳发展。

表 2 公司主营业务构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
国际航空	207.08	14.63	19.47	203.71	13.14	19.80
国际业务	108.25	7.65	6.85	94.65	6.10	6.67
电子业务	208.13	14.71	20.62	300.17	19.36	21.06
现代服务业	213.14	15.06	27.45	227.71	14.68	28.73
贸易与大宗商品	435.08	30.74	2.55	511.13	32.96	2.62
地产与物业	177.33	12.53	25.60	154.80	9.98	24.82
资源开发	45.96	3.25	2.31	38.90	2.51	2.49
平台业务	20.38	1.44	6.62	7.67	0.49	-39.63
内部抵消	25.26	14.63	226.29	11.90	0.77	111.85
合计	1390.09	100.00	15.44	1550.64	100.00	15.37

资料来源：公司年报

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。跟踪期内因珠海公司退出，航空业务收入及毛利率略有下降。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，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。公司全资子公司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。

在其他如民机销售、转包生产贸易、通航产品贸易等方面，公司均为中国较大的服务商之一，业务规模和业务水平处于行业领先地位。

(1) 航空转包与制造技术服务：公司是飞机波音、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）；随着国内劳动力成本的上升，公司在为主机厂做好服务的基础上，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。

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

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

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

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，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

国际业务包括海外基础设施建设、成套设备项目、水泥建材工程等，以航空设施、公共民用建筑、能源电力、交通设施、水泥装备、职业教育为重点，以非洲、南美等地区为基础，向东南亚、远东、中东以及“一带一路”沿线区域发展，在海外形成品牌效应、造福当地社会。2017 年，公司国际业务实现收入 94.65 亿元，同比减少 13.60 亿元，毛利率为 6.67%，较上年微降 0.18 个百分点。跟踪期内，国际业务因板块构成调整且新老项目正值交替阶段，收入及毛利率均有所下降。

公司通过中航国际成套设备有限公司（以下简称“成套公司”）从事政府项目、项目总包和大型成套设备出口业务，通过中国航空技术

北京有限公司（以下简称“北京公司”）从事机电工程和水泥工程总包等国际业务，通过中国航空技术国际工程有限公司（以下简称“国际工程公司”）从事国际工程承包等业务，通过中国航空技术广州有限公司、中航路通实业有限公司从事沥青与机电产品等业务。

跟踪期内，北京公司深耕“一带一路”重点市场，加速项目拓展与生效执行，在手项目执行顺利；深入推进东非商业模式创新复制，肯尼亚东非工业园军工并投入使用；洪堡公司采取抢订单、抓管理、降成本等措施，经营情况有所改善。跟踪期内，北京公司累计新签项目 4 个，总金额超过 27 亿美元。但受国际经济和行业环境影响，订单结算不足，北京公司 2017 年有较大亏损。

国际工程公司成立于 1980 年，以工程总承包为主业，业务涵盖国际工程总承包、海外地产投资、国内工程、贸易和劳务。目前，其业务主要分布在非洲、中东和东南亚地区，在阿拉伯联合酋长国、坦桑尼亚、阿尔及利亚、斯里兰卡、肯尼亚、乌干达、赞比亚、马来西亚等多个国家建有分公司或子公司。凭借长期的国际运营经验和国际市场开拓能力，近几年持续快速发展。

3. 贸易与大宗商品

公司主要开展船舶、水泥生产线、风力发电设备等的出口贸易；大宗商品方面，公司大宗商品业务涉及钢材、煤炭等。2017 年，公司贸易与大宗业务营业收入为 511.13 亿元，较上年 435.08 亿元增长 17.48%，毛利率为 2.62%，同比变化不大。

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、化工原料贸易和煤炭物流等大宗贸易主业的商业模式转型。

公司通过中航国际船舶控股有限公司（以下简称“船舶公司”）从事船舶工程。公司船舶工程业务进一步优化升级产品结构，高附加值客滚船和抛石船等船型成为主流产品，船厂强化单船成本预算和管控，构建核心技术体系架构，提升关键技术能力，持续推进船厂管理提升；德他马林船舶设计公司的战略协同与业务融合进一步加强，船舶设计业务屡获大单，工作量饱满；同时船舶业务积极开拓“一带一路”项目机会，探索新的商业模式。2017年，公司船舶业务新签订单19艘、已生效15艘，在手订单累计35艘，全年交付船舶24艘。

总体看，转型中的贸易与大宗业务收入占比仍然较高；跟踪期内公司主动缩减毛利低、风险高的业务规模，借助“一带一路”战略聚焦重点行业和区域，依托航空工业背景，凭借广泛的国际市场网络和优良品牌优势，大力发展非航空供应链服务。

4. 电子信息

公司高端电子制造板块包括了平板显示及印制电路板互联等业务，运营主体为深天马、中航华东光电和深南电路等。

（1）平板显示

深天马公司聚焦以智能手机、平板电脑为代表的消费品市场和以车载、医疗、POS、HMI等为代表的专业显示市场，并布局智能家居、智能穿戴、AR/VR、无人机、充电桩等新兴市场。在高端医疗、航空娱乐、航海、VOIP等领域市场份额保持领先。

在量产技术应用方面，深天马准确把握市场节奏配置应用技术。其中，a-Si技术的产业

化应用已十分成熟；深天马经营管理的厦门天马第5.5代LTPS产线继续保持满产满销，良率维持行业领先水平，第6代LTPS产线已于2016年率先向移动智能终端品牌大客户量产出货并于2017年实现了满产满销。2017年第四季度，深天马LTPS LCD出货量登顶全球第一，实现了历史性的突破；经营管理的有机发光公司第5.5代AMOLED产线FHD产品已实现量产交付，并开始逐步将On-Cell集成触控技术导入量产；武汉天马第6代LTPS AMOLED产线于2017年4月20日成功点亮5.5寸刚性和柔性AMOLED产品，正积极推进量产中。在前瞻性技术和先进应用技术布局方面，深天马已自主掌握诸多国际先进、国内领先的新技术。深天马在LTPS、AMOLED、触控一体化技术（On-cell、In-cell）、柔性显示、Force Touch、3D显示等方面取得了诸多积极成果，并多次获得创新产品与应用的相关奖项：4.4英寸创新超高反射率户外LCD产品获得2017国际新型显示技术展“年度创新产品奖”；15.6英寸UHD（Ultra High Definition）量子点液晶显示模组和2.8英寸-超快响应及806PPI液晶面板显示屏均获得“CITE 2017创新产品与应用奖”。在产品方面，深天马积极把握市场机会，近年来，深天马主打产品已从qHD、HD切换至FHD、WQHD产品，自主研发成功的TED In-cell内嵌式单芯片触控显示解决方案已大量应用于品牌客户中高端产品线，量产化应用国内领先。AMOLED技术方面，FHD产品已成功实现量产。全面屏领域，取得市场先机，实现了快速垂直起量，积极支持了行业主流品牌厂商的首发和旗舰全面屏机型，2017年LCD全面屏出货量居全球第一。

截至2017年底，深天马资产总额296.52亿元，所有者权益合计144.75亿元；2017年实现营业收入140.13亿元，利润总额8.92亿元。

华东光电是中国特种显示领域的领军企业，国家唯一定点承担军用特种显示技术的专业研究机构，取得各项重要科研成果100余项，

为中国几乎所有军用飞机及舰载、车载、火炮等重大装备配套特种显示等系列产品。截至 2017 年底，华东光电资产总额 6.82 亿元，所有者权益合计 4.30 亿元；2017 年实现营业收入 3.00 元，净利润 0.84 亿元。

（2）印制电路板

印制电路板简称 PCB（Printed Circuit Board），是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印制原件的印制版。印制电路板的主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的联结，起中继传输作用，是电子零件载装的基板和关键互联件，绝大多数电子设备及产品均需配备，有“电子产品之母”之称。

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，批量生产最高层数达 100 层，样板能力达 68 层，最大板厚孔径比为 20:1，处于行业领先地位。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。近年来，深南电路开始发展电子装联（PCBA）和封装基板（Substrate）业务，作为 PBC 业务的延伸。

总体看，公司电子高科技板块技术水平较高，生产能力较强。

5.现代服务业

公司的高端消费品与零售业务主要运营主体是天虹商场、飞亚达和格兰云天，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，格兰云天以酒店管理为主。

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技术深圳有限公司。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虹领巾的数字化业务线上线下融合的多业态发展格局。截至 2017 年底，天虹商场资产总额 154.07 亿元，所有者权益合计 60.27 亿元；2017 年，实现营业收入 185.36 元，利润总额 9.31 亿元。

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，2017 全年新增海外合作厂家 35 个，累计已实现 95 个海外厂家直接合作，销售增长逾 5 倍；生鲜直采方面，生鲜基地数 57 个，生鲜果蔬源头直采销售占比 43%；自有品牌重点打造优质核心商品，销售同比增加 32%。大力推广发展即煮“Ready to cook”、即食“Ready to eat”商品和加工切配、现场制作服务，销售同比增长超过 20%。

便利店继续完善独有供应链，大力拓展速食商品和生活服务内容，优化标准化商品，战略品类鲜食实现跟知名品牌美心以及红荔村、稻香、西贝等中央厨房商品的合作。

天虹商场实体业务进行深度数字化，在行业中具有较强的竞争力。虹领巾将作为天虹业务数字化的统领，成为天虹的会员中心、商品中心、营销中心、大数据中心和流量共享中心。截至 2017 年底虹领巾会员人数逾 600 万，超过 3600 万人次通过虹领巾交互获取信息或消费；顾客可以轻松享受在家下单、门店送货到家的服务，超市商品“天虹到家”年订单量同比增加逾 6 倍，年销售额同比增加近 9 倍。顾客在店购物更加高效与便利，智慧停车全年使用突破 400 万单，超市手机自助收银使用量超过 1000 万单，最高当日达到近 8 万单，百货专柜 PAD 收银客单量占比已达 90%，并实现顾客在线服务即时点评。

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 2017 年底，飞亚达资产总额 35.80 亿元，所有者权益合计 24.68 亿元；2017 年实现营业收入 33.46 元，利润总额 1.90 亿元。

格兰云天专注于中高端酒店领域，致力于民族酒店品牌发展，为业主提供专业的酒店开发、建设、筹备、管理咨询顾问服务及全权委托管理服务。旗下拥有“格兰云天国际”、“格兰云天”及“格兰云天悦”等特色鲜明的品牌，目前在国内外拥有 50 家酒店项目，已成为中国酒店行业中有影响力的全价值链服务酒店管理公司。

跟踪期内，公司现代服务业收入规模和盈利能力稳步提升。

6. 地产与物业

为响应国资委在国有企业改革中“突出主业”的战略，公司从 2016 年开始逐步剥离房地产业务。跟踪期内，公司地产业务重组继续推进；公司地产业务经营主体中航地产未来的将聚焦物业资产管理业务，围绕机构类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营以及客户一体化服务外包三项核心业务。2017 年公司地产与物业业务收入占公司收入的比重为 9.89%，净利润占公司净利润的比重为 15.73%。预计未来公司房地产开发收入将继续下降。

截至 2017 年底，中航善达资产总额（合计）191.14 亿元，同比下降 12.06%；所有者权益 45.99 亿元，同比下降 2.73%；2017 年中航地产实现营业收入约为 58.93 亿元，同比下降 6.88%。其中房地产开发业务营业收入约为 28.08 亿元，占总营收的 47.65%；物业管理业务实现营收 28.67 亿，占总营收 48.65%，已经超过房地产业务的收入。截至 2017 年底，中航善达全国物业管理项目总数 452 个，管理项目

总面积 5307 万平方米。

九、财务分析

公司 2017 年的合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年，公司合并范围较上年有所变化，104 家企业不再纳入合并，新纳入合并范围的主体 9 家。由于公司合并范围变动较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额 2494.83 亿元，所有者权益合计 667.82 亿元（含少数股东权益 323.52 亿元）。2017 年公司实现营业收入 1564.77 亿元，利润总额 78.86 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 2494.83 亿元，同比下降 11.72%，其中流动资产占 55.78%，非流动资产占 44.22%，流动资产占比进一步下降，但仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 1391.70 亿元，较上年底下降 15.99%。公司流动资产构成以货币资金（占 32.61%）、应收账款（占 14.97%）和存货（占 28.90%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 453.82 亿元，同比大幅增长 47.55%，主要系公司将部分住宅类地产业务剥离收回往来款及交易对价到账所致。构成上，主要包括银行存款（占 94.78%）和其他货币资金（占 5.12%）；其中受限货币资金 20.72 亿元，主要为各类保证金。

截至 2017 年底，公司应收票据 21.51 亿元，同比增长 33.14%，其中，银行承兑汇票和商业承兑汇票分别占 46.49%和 53.51%，已质押的应收票据为 6.73 亿元，占 31.29%。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 228.03 亿元，同比增长 15.79%，主要系电子业务快速发展增加所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 53.84 亿元，

其中一年以内的应收账款占 89.62%，账龄较短，计提坏账准备 4.07 亿元，计提比例 7.56%；采用余额百分比法或其他组合方法计提坏账准备的应收账款账面余额 150.29 亿元，计提坏账准备 271.01 万元，计提比例 0.03%。公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款为 22.57 亿元，计提坏账 14.46 亿元，计提比例为 64.08%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款余额为 1.32 亿元，计提坏账准备 1.07 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 104.05 亿元，同比大幅下降 46.07%，主要系公司与保利地产、中航里城小股东就理顺中航里城管理关系、剥离项目处置、资产交割、股东借款等分歧基本达成一致，并收回全部股权转让款和绝大部分股东借款尾款 104 亿元所致。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 45.32 亿元，已计提坏账 34.69 亿元，计提比例 76.55%；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 11.65 亿元，计提坏账准备 3.08 亿元，计提比例 26.42%；账龄在 1 年以内(含 1 年)占 63.51%，1~2 年(含 2 年)的占 9.02%，2 年以上的占 27.47%，账龄偏长。按欠款方归集的前五名的其他应收款账面余额 31.10 亿元，占其他应收款合计 21.69%，集中度不高。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 402.16 亿元（账面余额 426.25 亿元，计提跌价准备 24.08 亿元余额），同比下降 47.05%，主要系公司对地产类开发业务、粮储业务、资源开发业务进行剥离，产成品及在产品数量大幅下降所致。公司存货主要构成为原材料（占 5.22%）、库存商品或产成品（占 40.72%）、自制半成品及在产品（占 45.87%）及其他（占 8.18%）。截至 2017 年底，公司受限存货 50.33 亿元，主要用于抵押借款。

截至 2017 年底，公司新增持有待售的资产 22.89 亿元，主要系待转让至深圳市卓越不动产投资有限公司的中航城置业（上海）有限公司

100%的股权。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 74.12 亿元，主要构成为委托贷款（占 31.30%）、信托类产品（占 27.52%）和待抵扣的增值税（40.07%）。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 1103.13 亿元，同比下降 5.67%，构成以固定资产（占 40.53%）、投资性房地产（占 16.52%）和在建工程（占 11.89%）为主。

截至 2017 年底，公司持有至到期投资 3.72 亿元，同比大幅下降 96.38%，主要系委托贷款到期所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 37.36 亿元，同比下降 52.47%，主要系减少对联合企业中航里城的投资（14.64 亿元）和中航万科的投资（4.84 亿元）。

表 3 截至 2017 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	当年分红额
深圳市中航华城置业发展有限公司	4.50	--
深圳和记黄埔中航地产有限公司	3.91	1.88
上海天马有机发光显示技术有限公司	2.81	--
厦门紫金中航置业有限公司	2.33	--
中航林业有限公司	1.91	--
合计	15.46	1.88

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 447.15 亿元（因借款抵押而受限 16.27 亿元），同比增长 38.70%，主要系公司推进电子板块生产线建设，购置机器设备所致；累计折旧和减值准备分别为 187.53 亿元和 1.75 亿元。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 182.23 亿元，同比下降 7.16%，其中因处置减少房屋及建筑物 30.35 亿元，转为自用的房屋及建筑物 5.39 亿元。投资性房地产中采用公允价值计量的期末余额为 77.98 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 131.20 亿元，同比下降 22.45%，系厦门天马第

6 代生产线等 5 个项目转固所致。主要由公司对武汉天马 G6 项目的投资 91.07 亿元构成。截至 2017 年底，公司在建工程因用于抵押借款造成的受限金额为 91.58 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产 87.67 亿元，同比变化不大。其中，累计摊销额和减值准备分别为 23.74 亿元和 1.11 亿元。主要由土地使用权 51.83 亿元、特许权 7.31 亿元和采矿权 6.15 亿元构成。

截至 2017 年底，公司商誉账面价值 47.49 亿元，同比下降 4.82%，主要系公司子公司中航国际控股（珠海）有限公司对 align aerospace holding inc 的商誉全额计提减值 3.68 亿元所致。

截至 2017 年底，公司所有权和使用权受限制的资产 257.50 亿元，占公司资产总额的 10.32%，详见下表。

表 4 截至 2017 年底公司所有权和使用权受限制的资产
(单位: 亿元)

被投资单位	期末余额
货币资金	20.72
应收账款	0.59
应收票据	6.73
存货	50.33
固定资产	16.27
无形资产	2.37
在建工程	91.58
其他	68.91
合计	257.50

资料来源：公司年报

跟踪期内，受剥离相关业务板块影响，公司资产总额有所下降，但规模仍较大；流动资产占比小幅下降，资产结构仍以流动资产为主。且随着股权转让款及股东借款的理清，公司货币资金进一步提升，存货和其他往来下降，公司流动性有所提升。

2. 所有者权益及负债 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 667.82 亿元，同比小幅下降 1.65 个百分点，主要系本期偿还 1 笔 28.50 亿元的永续期信托贷款及发行 2017 年永续期公司债券（第一期，金额 10 亿元）所致。其中，归属于母公司所有者权益合 344.30 亿元，同比下降 4.20%；归属于母公司所有者权益中其他权益工具账面价值 130.43 亿元，同比小幅下降，主要由三期永续中票（即“14 中航国际 MTN001”、“14 中航国际 MTN002”及“15 中航国际 MTN001”）、一期永续债（即“15 中航债”）和两期永续期公司债券，即 2017 年永续期公司债券（第一期，10 亿元）和 2017 年永续期公司债券（第一期，5 亿元）构成。少数股东权益 323.52 亿元，同比变动不大。考虑到少数股东权益和其他权益工具规模较大，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 1827.01 亿元，同比下降 14.90%，其中流动负债占 63.01%、非流动负债占 36.99%，流动负债占比有所回升。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 1151.13 亿元，同比下降 10.57%，从构成来看，以短期借款（占 19.09%）、应付账款（占 21.99%）、预收款项（占 28.65%）和一年内到期的其他非流动负债（占 9.84%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 219.76 亿元，同比下降 31.39%，主要系业务板块剥离，资金回流，偿还债务，信用借款大幅减少所致；应付账款 253.12 亿元，同比增长 5.66%，主要为应付货款及工程款；账龄超过一年的应付账款金额合计 16.68 亿元，占应付账款总额的 6.59%，因尚未到结算时点而未支付。预收账款 329.80 亿元，同比下降 12.98%，主要是预收货款及工程款，账龄在 1 年以内的占 68.28%；其他应付款 92.55 亿元，同比减少 10.86%，主要系往来拆借款、股权收购款减少及工程设备款增加综合作用所致；公司新增持有待售负债 12.56 亿元，全部为对中航城置业（上海）有限

公司的持有待售处置中的负债；其他流动负债 12.73 亿元，同比减少 48.65%，主要系偿还公司 20 亿元短期融资券和融资租赁款所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 675.88 亿元，同比下降 21.39%，构成仍然以长期借款（占 59.57%）和应付债券（占 28.98%）为主。

截至 2017 年底，公司全部债务 980.30 亿元，同比下降 24.62%，从构成看，短期债务占 38.94%，长期债务占 61.06%。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所下降，分别 73.23%、59.48%和 47.26%。

截至 2017 年底，公司其他权益工具 130.43 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 2017 年底，公司债务规模 1110.73 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 78.46%、67.39%和 57.56%。

总体看，跟踪期内，公司业务板块剥离，全部债务规模下降明显，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

2017 年，公司实现营业收入 1564.77 亿元，同比增长 11.41%；营业利润率 14.72%，较 2016 年微增 0.09 个百分点。

2017 年，公司期间费用合计 210.42 亿元，同比增长 14.93%，主要系财务费用大幅上涨所致。2017 年公司财务费用同比增长 86.05%至 44.87 亿元，系发生汇兑损失所致（2017 年为 4.82 亿元，2016 年为-9.29 亿元），公司期间费用率为 13.45%，较 2016 年小幅上涨 0.41 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2017 年，公司资产减值损失 47.76 亿元，同比大幅增长 102.64%，主要包括坏账损失（18.68 亿元）、存货跌价损失（16.79 亿元）和

长期股权投资损失（3.77 亿元）。

2017 年，公司实现投资收益 85.94 亿元，同比增长 144.03%，主要包括处置长期股权投资产生的投资收益 78.03 亿元，主要来自地产板块剥离产生的收益、可供出售金融资产取得的投资收益 2.10 亿元和处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.71 亿元。

2017 年，公司营业外收入 1.70 亿元，同比减少 94.14%，主要是将原计入营业外收入的政府补助计入其他收益所致。同期，公司营业外支出 8.83 亿元，同比增长 202.32%，主要系公司诉讼的预计损失和其他子公司赔偿支出款。2017 年，公司其他收益为 18.06 亿元，系收到的各类补贴款，其中临储补助 6.18 亿元，考虑到自 2018 年起公司不再合并多家粮储子公司，预计未来政府补助规模将下降。

从盈利能力指标来看，2017 年，公司总资产收益率为 5.36%，净资产收益率为 5.95%，同比均有所增长。

跟踪期内，公司收入规模不断增长，政府补助规模较大；2017 年，公司因剥离业务板块形成较大规模投资收益；公司整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动产生的现金流入 2124.37 亿元，较上年下降 6.62%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 1905.32 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 202.07 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额 200.90 亿元。2017 年，公司现金收入比 121.76%，公司收入实现质量良好。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流规模较大，2017 年，公司投资活动现金流入 453.80 亿元，同比增长 123.15%，其中，收回投资收到的现金 115.66 亿元，同比增长 534.91%，主要系公司剥离相关业务板块，收回投资所致；收到其他与投资活动有关的现金 312.95 亿元，主要系收到的往来款。投资活动

现金流出 302.78 亿元，较上年下降 12.25%，投资活动现金净流入 151.02 亿元。

筹资活动现金流方面，2017 年公司筹资活动现金流入 550.77 亿元，主要为取得借款收到的现金 487.59 亿元。同期公司筹资活动现金流出 749.25 亿元，主要系偿还债务支付的现金 588.28 亿元；公司筹资活动现金流量净额 -198.48 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大，可以满足公司的投资支出，对外融资压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率为 120.90%，较 2016 年底下降 7.8 个百分点；速动比率上升 16.27 个百分点至 85.96%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 177.62 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.65 倍，全部债务/EBITDA 为 5.52 倍，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径获得各大银行授信额度 3566 亿元，其中未使用额度 3150.62 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司旗下拥有多家上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额合计 92.76 亿元，主要为对中航林业有限公司的贸易融资担保 22.95 亿元，对航发投资的贸易融资担保 32.09 亿元，中航里城融资担保 15.00 亿元，北京瑞赛科技有限公司 5.74 亿元，对柬埔寨巴戎航空有限公司贷款担保 2.26 亿元，贵州织金马家田煤业有限公司贷款担保 3.00 亿元及对上海天马有机发光显示技术有限公司的贷款担保 5.37 亿元。尚未履行的对外担保余额占 2017 年底净资产的 13.89%。

6. 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 2018 年 6 月 11 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。

7. 抗风险能力

公司是以航空产品与技术进出口为核心业务的综合性大型国有企业，公司承担着航空工业 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很强。

十、存续期债券偿债能力

截至 2018 年 3 月底，公司处在存续期的债券为“10 中航国际债”、“17 中航 Y1”、“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”、“14 中航国际 MTN002”、“14 中航国际 MTN001”、“12 中航国际债”（即“12 中航债”），合计发行规模 196.00 亿元。

2017 年，公司 EBITDA 和现金类资产分别为公司存续期债券发行规模的 0.91 倍和 2.43 倍。公司经营活动现金流入量为应付债券余额的 10.84 倍，公司经营活动现金流入量为公司应付债券余额保证能力强。

表5 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	18.00
现金类资产/一年内到期债券余额	26.43
经营活动现金流入量/应付债券余额	10.84
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.02

EBITDA/应付债券余额	0.91
---------------	------

资料来源：公司年报，联合资信整理

十一、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有资产监督管理委员会。

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。其中航空业务包括军用航空和民用航空业务组成；非航空民品业务包括燃气轮机、汽车和摩托车及发动机的研发、生产、销售等；服务业包括金融、租赁、医疗服务、交通运输等。

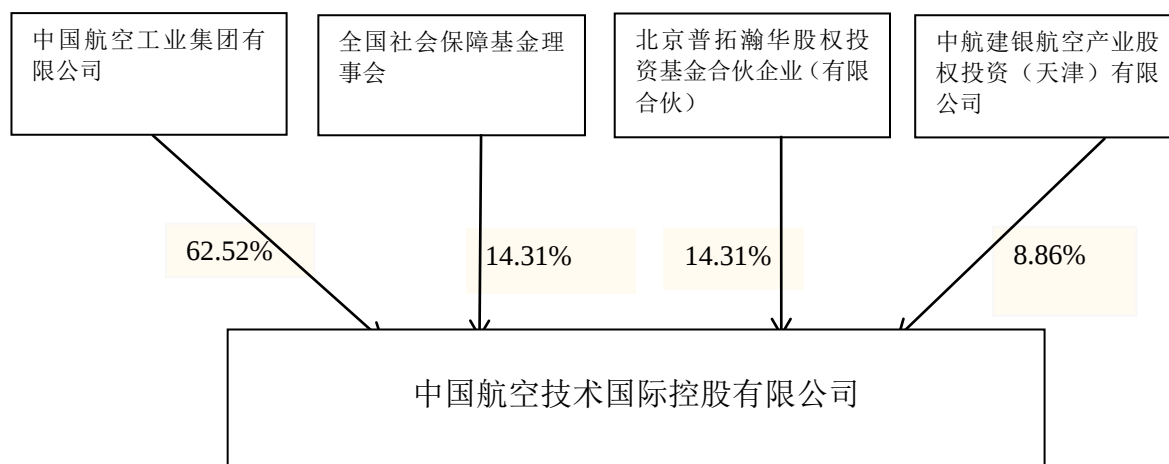
截至2017年底，航空工业资产总额8711.24亿元，所有者权益合计2904.83亿元；2017年航空工业实现营业收入4048.16亿元，利润总额165.46亿元。

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。

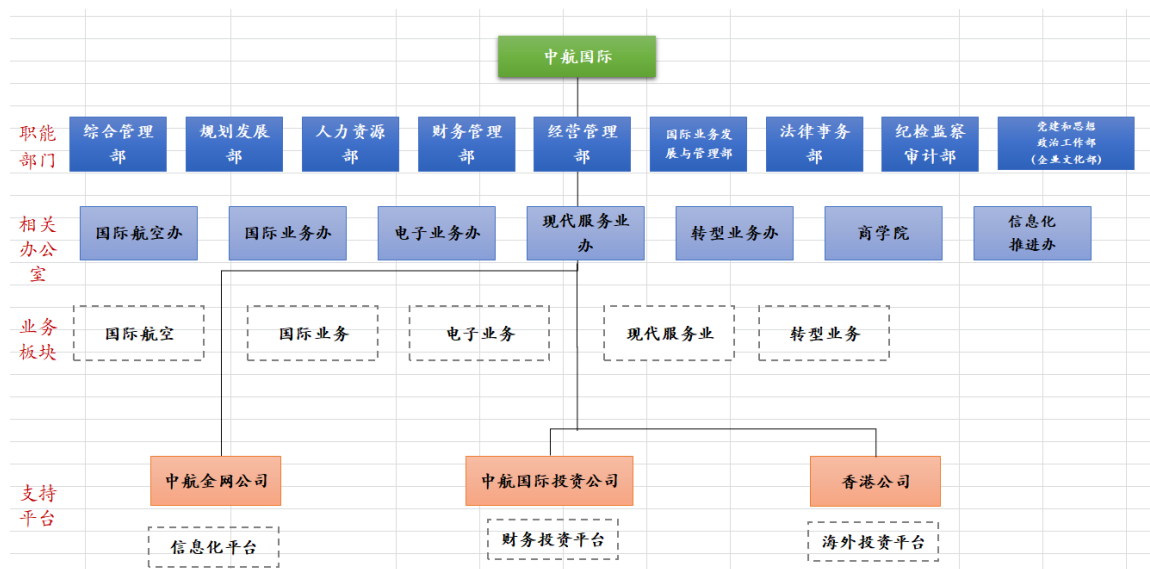
十二、结论

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 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	348.46	325.58	475.81
资产总额(亿元)	2821.65	2826.01	2494.83
所有者权益(亿元)	687.30	679.00	667.82
短期债务(亿元)	513.42	512.05	381.77
长期债务(亿元)	702.66	788.44	598.53
全部债务(亿元)	1216.08	1300.50	980.30
营业收入(亿元)	1328.38	1404.51	1564.77
利润总额(亿元)	74.44	63.55	78.86
EBITDA(亿元)	152.44	154.05	177.62
经营性净现金流(亿元)	-16.84	45.27	200.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.76	7.19	7.29
存货周转次数(次)	1.17	1.36	2.27
总资产周转次数(次)	0.51	0.50	0.59
现金收入比(%)	115.04	125.58	121.76
营业利润率(%)	14.90	14.63	14.72
总资本收益率(%)	4.63	4.19	5.36
净资产收益率(%)	7.54	5.71	5.95
长期债务资本化比率(%)	50.55	53.73	47.26
全部债务资本化比率(%)	63.89	65.70	59.48
资产负债率(%)	75.64	75.97	73.23
流动比率(%)	133.26	128.70	120.90
速动比率(%)	60.91	69.69	85.96
经营现金流动负债比(%)	-1.24	3.52	17.45
EBITDA 利息倍数(倍)	4.21	3.49	3.66
全部债务/EBITDA(倍)	7.98	8.44	5.52

注：其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；2015~2017 年底，公司所有者权益中包含偏债类其他权益工具，期末余额分别为 130.43 亿元、143.93 亿元和 130.43 亿元。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	营业总收入/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	(营业总收入-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+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。