

信用等级公告

联合〔2020〕1910号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十九日



中国航空技术国际控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债券概况：

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

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
—				—

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

评级观点

中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“公司”）是中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业”）控股的面向全球的多元化控股企业集团，业务涉及国际航空、国际业务、电子信息、现代服务业等。跟踪期内，公司保持航空产品贸易领域显著地位，营业收入稳步增长，综合毛利率提升；同时，公司积极调整业务结构，剥离住宅类地产及船舶制造业务，未来集中主业发展；拟筹划启动合并重整，压缩管理层级，提升运营效率；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营过程中面临的宏观经济风险、筹划重大资产重组带来不确定性、资产负债率偏高等因素可能对其经营及整体信用水平造成的影响。

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

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

优势

1. 航空产品贸易行业地位显著。作为航空工业对外合作的主要平台，公司承担着航空工业 80% 以上的进出口业务，国际市场开拓与营销经验丰富，同时依托航空工业资源，可全面满足航空技术装备和国内外客户需求。公司航空产品贸易行业地位显著，且受国家对航贸企业的政策保障，收入和利润来源稳定。

2. 海外营销体系日益完善。公司以航空贸易为起点，充分利用已有资源，积极拓展和巩固一般贸易的海外营销体系，目前已在全球 60 多个国家和地区设立了 120 多家海外机构，客户遍及 180 多个国家和地区。

3. “10 中航国际债”由航空工业提供不可撤销

连带责任担保；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。

4. 公司经营现金净流量和 EBITDA 对“10 中航国际债”保障能力极强。2019 年，公司经营活动现金净流量和 EBITDA 和分别为 79.47 亿元和 138.39 亿元，分别为“10 中航国际债”的 5.30 倍和 9.23 倍。

分析师：杨晓丽 杨 恒

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

关注

1. **海外业务面临政治经济环境变化带来的不确定性以及汇率波动风险。**目前国际政治经济局势和贸易环境复杂多变，公司业务涉及包括亚洲、中东、非洲等多个国家和地区，且大多数为发展中国家或经济不发达地区，以及部分电子信息业务供应链对海外存在一定依赖，海外环境变化可能对公司业务开展造成影响。

2. **非经常性损益对利润水平影响较大。**公司持续推进业务整合，股权剥离带来的处置收益不具有持续性，资产减值损失扩大，2019年公司处置长期股权投资产生的投资收益和资产减值损失分别占当期利润总额的31.00%和58.97%。

3. **公司正在筹划合并重整，截至本报告出具日尚未完成，存在一定不确定性。**跟踪期内，公司启动对中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航技深圳”）及中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）的吸收合并，并将承接与承继中航技深圳及中航国际控股全部资产、负债、业务、资质及其他一切权利与义务。联合资信将持续关注上述事项的进展。

4. **资产负债率偏高。**公司资产负债率整体处于较高水平，截至2019年底为71.71%，且未来仍将保持一定规模的资本支出，对其债务及资产负债率造成一定压力。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	475.78	333.49	345.91
资产总额(亿元)	2494.83	2338.82	2277.54
所有者权益(亿元)	667.82	652.48	644.22
短期债务(亿元)	394.50	427.52	401.25
长期债务(亿元)	600.98	517.57	462.08
全部债务(亿元)	995.48	945.09	863.33
营业收入(亿元)	1564.77	1607.30	1667.41
利润总额(亿元)	78.86	40.35	41.48
EBITDA(亿元)	177.62	137.70	138.39
经营性净现金流(亿元)	200.90	64.27	79.47
营业利润率(%)	14.72	13.69	14.72
净资产收益率(%)	5.95	3.41	3.63
资产负债率(%)	73.23	72.10	71.71
全部债务资本化比率(%)	59.85	59.16	57.27
流动比率(%)	120.90	105.37	100.84
经营现金流动负债比(%)	17.45	5.83	7.14
EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	2.87	3.60
全部债务/EBITDA(倍)	5.60	6.86	6.24

公司本部（母公司）

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	534.76	485.75	436.15
所有者权益（亿元）	253.37	239.40	243.09
全部债务(亿元)	148.99	141.51	74.29
营业收入(亿元)	22.83	37.48	30.02
利润总额(亿元)	72.57	12.83	8.32
资产负债率（%）	52.62	50.72	44.27
全部债务资本化比率(%)	37.03	37.15	23.41
流动比率（%）	235.38	152.85	121.46
经营现金流动负债比(%)	7.50	-20.98	4.42

注：其他流动负债和其他非流动负债中的有息债务已分别调整至短期债务、长期债务及相关指标计算；2017—2019年底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为130.43亿元、130.38亿元和132.76亿元

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
10 中航国际债	AAA	AAA	稳定	2019/9/4	杨晓丽 杨涵	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
10 中航国际债	AAA	AAA	稳定	2012/12/29	周 旭	《资信评级原理》 企业主体评级方法（2009年）	阅读全文
10 中航国际债	AAA	AA*	稳定	2010/7/29	王 佳 李 想	《资信评级原理》 企业主体评级方法（2009年）	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中国航空技术国际控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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定期跟踪评级。

二、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”）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有限责任公司并更为现名，注册资本50亿元。随着多次增资扩股及股权变更，截至2019年底，公司注册资本为95.79亿元，中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业”）持股比例为91.14%，是公司控股股东；公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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、吡啶、乙醚、高锰酸钾、三氯甲烷、硫酸、盐酸、醋酸酐、易燃液体、易燃固体、自然和遇湿易燃物品、氧化剂和有机过氧化物、有毒品、腐蚀品的销售。一般经营项目：进出口业务；仓储；工业、酒店、物业、房地产业的投资与管理；新能源设备的开发、销售维修；展览；与上述业务有关的技术转让、技术服务。

截至2019年底，公司合并范围内二级子公司共计32家；公司下设综合管理部、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、纪检审计部、党建和思想政治工作部（企业文化部）等9个职能部门。

截至2019年底，公司资产总额2277.54亿元，所有者权益合计644.22亿元（含少数股东权益325.56亿元）。2019年，公司实现营业收入1667.41亿元，利润总额41.48亿元。

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存续公募债券为“10中航国际债”。截至目前，“10中航国际债”所募集资金已按照指定用途使用完毕，跟踪期内正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	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：根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况。2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP 为不变价规模。4. 城镇失业率统计中, 2016-2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数。

资料来源: 国家统计局、Wind、联合资信整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少, 2020 年一季度三大需求全面大幅收缩

2019 年, 社会消费品零售总额同比增长 8.0%, 较上年下滑 1.0%, 其中网上零售额 10.6 万亿元, 同比增长 16.5%。全国固定资产投资 (不含农户) 同比增长 5.4%, 比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看, 制造业投资增速为 3.1%, 比上年低 6.4 个百分点; 基础设施投资增速为 3.8%, 与上年持平; 房地产投资增速为 9.9%, 比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%, 比上年低 4.0 个百分点; 国有投资增速为 6.8%, 比上年高 4.9 个百分点。2019 年, 货物进出口总额 31.54 万亿元, 同比增长 3.4%, 增速比上年回落 6.3 个百分点。其中, 出口增长 5.0%, 进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元, 同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元, 增长 10.8%。2020 年一季度, 社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额 (不含农

户) 和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%, 三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落, 服务业较快发展, 2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019 年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%, 占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%, 增速较上年同期回落 0.5 个百分点; 2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%, 工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%, 服务业增长势头较好。2020 年一季度, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%, 全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%, 工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2% (1-2 月数据), 工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降

2019 年, 居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 2.9%, 涨幅比上年扩大 0.8 个百分点, 其中食品价格全年上涨 9.2%, 涨幅比上年提高 7.4 个百分点; 非食品价格上涨 1.4%, 涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%, 涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%, 比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比下降 0.7%, 涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度, CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%, 居民消费价格较年初有所回落, 生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓, 支出保持较快增长, 2020 年一季度财政收支同步下降, 收支缺口更趋扩大

2019 年, 全国一般公共预算收入 190382 亿元, 同比增长 3.8%, 增速比上年回落 2.4 个百

分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎

疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，

国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加

快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

跟踪期内，中国航空工业较强的生产制造能力及国家对航空工业的支持政策持续为航空贸易发展提供有利支撑。

航空工业主要分为军用航空和民用航空两部分，其中民用航空主要由商业航空和通用航空组成。商业航空包括大中型飞机和支线飞机两大类，其中支线飞机主要以喷气支线飞机和涡桨飞机为主。

目前全球50多个国家拥有航空制造业，但规模相差悬殊，其中美国和俄罗斯在军用航空方面占据主要地位，美国的波音和欧洲的空客在民用航空的大中型飞机方面处于世界领先水平，而中国、加拿大、巴西和日本等国家则在民用支线飞机、通用飞机等产品的研制和生产上取得突破，目前巴西航空工业公司和加拿大庞巴迪公司是世界支线客机制造的两大巨头，中国航空工业已成功研制出支线飞机、通用飞机和军用飞机三大类别产品以及与之配套的多种型号的发动机，其中有自主研发并拥有自主知识产权的新型涡扇支线飞机ARJ21等。

在国家政策方面，《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。同时，“十三

五”规划明确提出深入实施《中国制造2025》，以提高制造业创新能力和基础能力为重点，推进信息技术与制造技术深度融合，促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展，培育制造业竞争新优势。

在军用航空产品贸易方面，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，中国军品贸易企业拥有着良好的发展机遇和广阔的市场前景。在民用航空产品贸易方面，随着全球经济的复苏以及新兴经济体的快速发展，航空客运和货运需求仍然较大，为国内民机的出口创造有利条件。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较大需求，增长势头强劲。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司注册资本为95.79亿元，其中航空工业持有91.14%的股权，为公司控股股东；公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司在国内和国际航空业务领域保持着显著的行业地位。

公司是中国航空领域对外合作的主渠道和最大的航空产品销售商，下辖6家境内外上市子公司（原为9家，因股权转让减少2家，分别为中航国际船舶控股有限公司（以下简称“中航船舶”）和中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”，后更名为“招商积余”）；因退市减少1家，为中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”））。公司在全球60多个国家和地区设立了120多家海外机构，客户遍及180多个国家和地区，在民机销售、转包生产贸易、通航产品贸易等方面，业务规模和业务水平处于行业领先地位。

航空转包与制造技术服务方面，公司成功

入围覆盖波音和空客等知名国际化飞机制造企业的供应商序列，零部件产品供应覆盖西飞、成飞、上飞、沈飞等国内大飞机制造企业。航空贸易方面，公司积极探索向航空制造供应链集成供应商模式转型，转包贸易实际交付量和进出口成交量均保持高位。民机销售与服务方面，公司将国产民机进行国际营销，重点在海外市场建立国产民机的营销服务中心，建立南航艾维飞行学校和南非飞行培训基地等专业飞行员培训机构。通航动力方面，公司已建立了活塞航空发动机备件供应和维修体系，以及技术服务网络。

表3 截至报告出具日公司纳入合并范围的上市公司情况

公司简称	股票代码	持股比例	质押情况
飞亚达(集团)股份有限公司(以下简称“飞亚达”)	000026	37.15%	无
天马微电子股份有限公司(以下简称“深天马”)	000050	33.18%	无
深南电路股份有限公司(以下简称“深南电路”)	002916	69.74%	无
天虹商场股份有限公司(以下简称“天虹股份”)	002419	43.40%	无
中国航空工业国际控股(香港)有限公司(以下简称“中国航空工业国际”)	00232	46.40%	无
德国洪堡公司(以下简称“德国洪堡”)	KWG	89.02%	无

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码：1101000001719368），截至2020年5月11日，公司本部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，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、治理结构及高级管理人员方面无重大变化。

八、重大事项

公司贯彻国资委和航空工业的部署，强化主业聚焦、促进资源回流，逐步推进存量业务的整合；2019年以来公司完成住宅类地产及船舶制造等业务的剥离，完成中航国际控股私有化退市，后续将按计划推进对中航国际控股和中航技深圳的吸收合并。

（1）转让中航善达股权

中航善达主要开展房地产和物业管理业务，是公司不动产经营与管理板块的主要经营实体。公司通过下属子公司中航国际控股和中航技深圳分别持有中航善达 22.35% 和 20.62% 的股权。2019年4月15日，中航善达发布《中航善达股份有限公司重大资产重组停牌公告》，公告称中航国际控股拟将所持中航善达 149087820 股协议转让给招商蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”），中航国际控股本次筹划转让股份占中航善达总股本 22.35%；同时，中航善达拟通过发行股份方式购买招商蛇口等持有的招商局物业管理有限公司全部股权。

上述股权转让已于 2019 年 9 月完成（转让对价 12.90 亿元已于同年 8 月 27 日收到，确认投资收益 2.83 亿元），公司合并口径对中航善达的持股比例由 42.97% 变为 20.62%，成为中航善达第二大股东，自 9 月 3 日起不再将其纳入合并范围。

2019 年 12 月 5 日，中航善达完成发行股份收购招商局物业管理有限公司 100% 股权，并向招商局蛇口发行 3.54 亿股、向深圳招商地产发行 0.39 亿股，公司持有中航善达股权降低至 12.97%，仍为其第二大股东。2019 年 12 月 16 日起，中航善达更名为招商积余，股票代码变更为 001914.SZ，控股股东变更为招商蛇口。

截至 2019 年底，招商积余资产总额 165.02 亿元，净资产 80.02 亿元；2019 年实现营业收入和利润总额分别为 60.78 亿元和 4.08 亿元。

招商积余未来将战略聚焦于物业资产管理

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、资产经营及客户一体化服务外包三项核心业务，但随着股权出让事项的完成，公司已不再将其纳入合并报表，剥离住宅类地产业务对公司收入及盈利产生一定影响。

（2）转让威海船厂全部股权

截至 2018 年底，公司通过子公司中航国际控股间接合计持有中航威海船厂有限公司（2019 年 11 月 25 日更名为招商局金陵船舶（威海）有限公司，以下简称“威海船厂”）69.77% 的股份，为威海船厂控股股东。2019 年 4 月 26 日，中航国际控股与深圳市招商局海工投资有限公司（以下简称“招商海工投资”）签订威海船厂股权交易协议，中航国际控股同意以不超过人民币 6.2 亿元的金额向招商海工投资转让其持有的威海船厂 69.77% 股权（交易兑付价格为人民币 1 元）以及威海船厂股东贷款（不超过人民币 6.20 亿元），并由招商海工投资或招商海工投资实际控制人通过银行保函或招商局保证函，为中航国际控股提供反担保（存续债权债务关系在股权交割后会依然存在，对于非子公司的债权债务担保关系，中航国际控股需要获取反担保函）。2019 年 8 月 28 日，中航国际控股完成威海船厂股权转让，确认投资收益 4.71 亿元。招商海工投资成为威海船厂实际控制人。截至 2019 年 9 月 10 日威海船厂股权出售事宜完成所有款项支付，中航国际控股不再持有威海船厂的股权。

（3）出售中航船舶股权

2018 年底公司通过中航国际控股间接合计持有中航国际船舶控股有限公司（以下简称“中航船舶”，股票代码 021.SG）2.11 亿股股份，占其已发行股份总数约 73.87%，公司为中航船舶实际控制人。2019 年 8 月 27 日中航国际控股与招商局工业投资有限公司（以下简称“招商工投”）签订协议，招商工投以每股要约价为 0.15 新加坡元，总金额为 3164.21 万新加坡元（折合人民币 1.62 亿元）收购中航国际控股持

有的中航船舶全部股份。同时招商工投承诺中航船舶出售事项完成且招商工投已成为中航船舶控股股东后六个月内向中航船舶担保受益人提供有招商工投或其集团成员公司作出的公司担保，以取代航空工业担保，并促使完全免除及解除所有航空工业担保。上述股权交易事项已于2019年12月4日完成，中航船舶不再纳入合并报表范围。

2020年1月公司将持有中航鼎衡造船有限公司（以下简称“鼎衡船厂”）94.84%股权转让给深圳市招商局海工投资有限公司，交易对价2.36亿元，随着鼎衡船厂股权的移交，公司船舶业务主要经营主体已全部完成划转。

表4 上述子公司财务状况（单位：亿元）

项目	数据时点	资产总额	净资产	营业收入
威海造船厂	2018年	28.23	-10.88	9.69
鼎恒船厂	2019年	13.48	-2.94	13.08

资料来源：联合资信整理

(4) 拟吸收合并子公司中航技深圳及其子公司中航国际控股

为进一步整合资源，优化管理结构，提高运行效率及促进改革发展，2019年10月8日，公司发布《中国航空技术国际控股有限公司关于签署吸收合并协议的公告》称，拟通过要约收购方式，附带生效条件地收购中航国际控股全部H股流通股（333187999股已发行H股，占中航国际控股股份总数的28.57%；H股要约的现金要约价为每股H股9.00港元，H股要约的最高价值约为2998.69百万港元；截至目前已完成现金对价支付），并于2019年10月2日与中航技深圳、中航国际控股签署《吸收合并协议》。在中航国际控股股东大会审议通过并完成要约收购实现中航国际控股退市等相关条件成就的前提下，启动对中航技深圳及中航国际控股的吸收合并（以下简称“本次合并”），并在最终完成后，公司作为存续方，承接与承继中航技深圳及中航国际控股的全部资产、负债、业务、资质以及其他一切权力义务。2020年2月，中航国际控股股东大会审议通过上述退市

及合并议案，同年3月公告上述要约收购宣布成为无条件，同年4月17日中航国际控股正式退市，自此合并协议项下的所有合并条件已完成或另行获豁免，对中航国际控股的合并生效日为4月17日。中航国际控股主从事平板显示及组件、印制电路板及手表的制造与销售、国际工程及贸易物流业务及工程、采购及建设项目。截至2019年底，中航国际控股资产总额为1051.34亿元，所有者权益为406.42亿元；2019年，中航国际控股营业收入为584.67亿元，利润总额为24.93亿元。联合资信也关注到，本次合并仍需必要的准备工作，启动时间具有不确定性。

目前，上述合并事项尚在推进中，合并最终完成后，公司所属业务经营不会发生重大变化。联合资信将密切关注本次合并进展、后续业务整合的推进及其对公司信用状况的影响。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受益于电子信息等业务的快速发展及智能化改造提升运营效率，公司营业收入稳步增长，综合毛利率提升；同时公司积极调整业务结构，主动缩减贸易物流业务，加之中航善达、威海船厂等子公司划出使得地产及船舶等业务相应减少，电子信息业务、现代服务业等主业更加集中。

2019年，公司实现营业收入1667.41亿元，同比略有增长。2019年，公司国际航空业务、国际业务及电子信息业务分别实现收入236.35亿元、707.66亿元和453.49亿元，同比分别增长4.11%、2.87%和11.34%，其中电子信息业务涨幅较大，主要系产品结构进一步优化及下游需求提升所致；现代服务业收入有所下滑，2019年为219.38亿元，同比下降24.28%，主要系中航善达于2019年9月份划出所致；其他业务主要包括资源类业务等，收入占比较小。

盈利能力方面，2019年公司综合毛利率为

15.19%，同比增加 0.89 个百分点；其中，国际航空业务、国际业务及现代服务业毛利率同比小幅增长，分别为 21.18%、3.32% 和 29.63%；

受益于智能化改造不断提升运营效率，公司电子信息业务毛利率为 21.41%，同比增加 2.09 个百分点。

表5 近年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
国际航空业务	203.71	13.02	19.80	227.02	14.12	20.52	236.35	14.17	21.18
国际业务	605.78	38.71	3.25	687.93	42.80	3.01	707.66	42.44	3.32
电子信息业务	333.63	21.32	23.02	407.29	25.34	19.32	453.49	27.20	21.41
现代服务业	349.05	22.31	25.86	289.72	18.03	27.51	219.38	13.16	29.63
其他业务及分部	72.60	4.64	23.59	-4.66	-0.29	-86.91	50.41	3.02	34.79
合计	1564.77	100.00	15.61	1607.30	100.00	14.30	1667.41	100.00	15.19

注：1.各项汇总与合计数之差系四舍五入所致；其他业务主要包括资源业务（逐步退出中）、平台业务与分部间抵消，占比很小；2.2020年，飞亚达由现代服务业调整至电子信息板块管理，以前年度数据已做追溯调整
资料来源：公司提供

2. 国际航空业务

跟踪期内，公司保持国际航空业务领域显著的行业地位，且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。

国际航空业务是公司的传统核心业务，作为中国航空领域对外合作的主渠道和最大的航空产品销售商，公司持续受益于国家对航空贸易企业的政策引导和保护，具有稳定的收入和利润来源。2019年，国际航空业务实现收入236.35亿元，同比增长4.11%；毛利率21.18%，同比增加0.66个百分点。

公司依托航空工业并利用全球资源，开展与航空工业相关产品与技术的进出口贸易，业务涵盖现民机及通用飞机销售与售后服务、航空物流和标准件集成供应服务、转包生产和航空零部件制造、国际航空技术合作以及飞行培训、航空维修、招投标服务等领域，经营主体包括中航国际航空发展有限公司、中航技进出口有限责任公司、中航国际供应链科技有限公司（以下简称“中航供应链”）、中航国际控股（珠海）有限公司和中航技国际经贸发展有限公司等。

民机及通用飞机销售与售后服务方面，公司承担着国内民机和通用飞机对外销售的主渠

道，在国内国际航空领域扮演重要地位。公司民用飞机主要向国内各大飞机制造公司采购，再出口至委内瑞拉、印度尼西亚等亚非拉国家和地区，销售机型包括ARJ21新型支线喷气飞机、新舟系列涡桨飞机、运12系列轻型多用途支线运输机、运8系列运输机、AC311直升机、AC312直升机、LE500飞机等具有技术水平先进、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的产品，能够满足用户对航空产品不断增长的使用需求。销售服务方面，公司建立了全球销售网络、备件支持网络和地面服务中心，从简单的“自营/代理模式”向“营销+服务”模式转变，不断加强海外营销和服务体系建设，未来售后和备件支持服务将成为公司民机出口业务的利润新增长点。在通航产品贸易业务方面，公司由“买方代理”贸易逐步拓展到新的细分环节，全面布局通航产业领域，为客户提供“机队建设+机队运营支持”的整体解决方案，累计为200多家用户交付各类通航飞机超过400架。此外，公司依托航空工业的制造能力和多年的业务经验，长期承担着国家航空及地方重点项目和产品的引进，以及机载设备与备件的采购工作，并与国外供应商联合提供优质的技术支援与售后服务。

航空物流和标准件集成供应服务方面，子

公司中航供应链作为航空工业集中采购与集成服务平台、航空工业物资配套保障主渠道，承载着保军配套、集中采购、物资调剂、新器材试制和电子元器件管理等多项职能，始终致力于为航空工业等高端制造业提供设计、采购、运输、仓储、检验、加工、配送、信息、金融等供应链集成服务。中航供应链设有北美、欧洲和亚太三个全球运营中心，在全球设有15个配送仓储服务机构，为中国及全球飞机制造、维修提供航空标准件等零部件采购、仓储和集成供应的一揽子解决方案。此外，公司于2015年收购的美国艾联航空标准件有限公司是全球航空制造领域最大的标准件集成供应商和供应链管理服务商之一，可提供航空标准件的采购、仓储和集成供应服务。

在转包生产和航空零部件制造方面，公司转包生产业务主要涵盖各类飞机结构件、发动机零部件、机载设备零部件等产品的制造和供应链管理服务，同时提供在全世界范围内采购各类原材料、锻铸件、标准件、非金属材料以及工具设备的国际采购服务。此外，公司成功收购美国大陆发动机集团有限公司，该公司是全球领先的小型航空活塞发动机及零备件的主要制造商，为世界多家通用飞机制造商提供动力装置。目前公司已与波音公司、空中客车公司、斯奈克玛公司、普惠公司等世界知名航空制造企业建立了良好的合作关系，提供机头、机身、机翼、平尾、垂尾、方向舵、舱门、发动机零组件等产品以及多种类的航材。随着国内劳动力成本的上升，公司在为主机厂商做好服务的基础上，积极探索向航空制造供应链的集成供应商模式转型，转包贸易实际交付和进出口成交量均保持高位。

国际航空技术合作方面，公司长期承担国家一方重点项目和产品的引进工作，参与飞机、直升机、航空发动机、机载设备等航空产品的国际合作和技术引进、以及联合研制与生产，为中国航空制造企业配套采购航空设备和备件，提供项目咨询、代理采购、后端支持等全系

列服务。

其他业务方面，公司长期承担着国家航空及地方重点项目和产品的引进，以及机载设备与备件的采购工作，并与国外供应商联合提供优质的技术支持与售后服务；同时还设有飞行培训、智慧供应链集成平台业务。公司优选全球众多通航供应商资源，快速对接国内客户在售后服务、维修保障、人员培训及引进等领域的各种运营需要。旗下南航艾维国际飞行学院（南京）有限公司和艾维国际飞行学院（南非）有限公司累计已培训各类飞行员近千人，成为中国通航及航线飞行员培训的主力院校之一。公司子公司中航金网（北京）电子商务有限公司提供基于工业大数据的航空供应链全流程服务一体化解决方案。同时，公司的军贸航空产品出口主要由公司控股子公司中航技进出口有限责任公司负责，以航空军贸产品国际化发展为核心业务，该业务依托航空工业对于公司的定位支撑，在国内具有垄断优势，但易受国际形势、政府间关系、国家外交政策等国际间政治因素影响。

3. 国际业务

公司具有广泛的国际市场网络和品牌优势，具备开展成套生产设备、高技术产品出口贸易的渠道优势，跟踪期内国际政治经济局势复杂，考虑到公司业务涉及包括亚洲、中东、非洲等多个国家和地区，且大多数为发展中国家或经济不发达地区，相关经营区域政经环境变化，可能对公司业务开展造成的影响。

公司国际业务由原国际贸易与大宗业务转型升级形成，目前主要从事大宗商品贸易、成套设备贸易及项目和各类贸易服务等相关业务。公司国际业务以航空基础设施、公共民用建筑、能源电力、轨道交通、水泥建材工程、职业教育及沥青与机电业务为重点。跟踪期内，公司国际业务经营区域仍以非洲、南美等地区为基础，向东南亚、远东、中东以及“一带一路”沿线地区发展。公司具有渠道优势，依托于

广泛的营销网络及与各地政府的良好关系，相关收入规模稳步扩张，2019年国际业务实现收入707.66亿元，同比增长2.87%；毛利率为3.32%，同比增加0.31个百分点。

在大宗商品贸易领域，公司根据宏观经济周期的变化以及自身战略规划要求，一方面退出非主业的大宗商品贸易业务，并严格限制主业非定位为大宗商品贸易的子公司开展相关业务；另一方面不断推动钢材贸易和化工原料贸易等主业大宗贸易的商业模式转型，以控制风险，聚焦服务增值，探索新业务。目前公司该板块主要经营主体为中航国际矿产资源有限公司（以下简称“矿产资源公司”）、中航国际钢铁贸易有限公司（以下简称“中航钢贸”）、中国航空技术广州有限公司和中航路通实业有限公司。矿产资源公司主要经营钢铁、各类矿产品及其他大宗商品产业链相关的贸易、服务等，分为进口、出口及内贸三大业务类型，其中进口业务主要向澳大利亚、巴西、印度等矿山采购铁矿、锰矿等原料；出口业务以越南及南美市场为基础，逐步拓展了中东、印尼、菲律宾、印度等市场，出口经营品种涵盖钢坯、长材、板材品种；内贸业务主要深耕浙江市场，开发终端客户，经营品种主要围绕钢坯、带钢、热卷、冷卷、工业线材、建筑材等，2019年矿产资源公司实现收入243.29亿元，中航钢贸2019年实现收入287.35亿元，中航钢贸目前主要围绕唐山港陆钢铁、唐山松汀钢铁、河北鑫达钢铁和徐州宝丰特钢四家供应链管理钢厂开展各项业务，中航钢贸负责原料采购、产品销售、监督生产工艺和流程，钢厂收取加工费，实现原料采购和下游钢材产品销售一体化。中航路通实业有限公司（以下简称“中航路通”）和中国航空技术广州有限公司（以下简称“中航广州”）系道路沥青供应商，进口铁路轴承及相关铁路配件等机电业务供应商，2019年上述公司分别实现营业收入30.76亿元和12.53亿元。在道路沥青供应方面，中航路通作为壳牌全球最大的沥青经销商、中石油昆仑沥青的VIP客户、中石化的

战略合作伙伴，在沥青贸易领域排名靠前。同时，随着货源、仓储、加工、运输、销售链的不断成熟，中航路通建立了完善的沥青供货体系。此外，中航路通以代理日本NTN品牌为业务核心，以铁路轴承项目为基准点，坚持多行业多品种经营模式的发展思路，形成了以解决方案、贸易、物流配送为一体化的专业化轴承供应服务体系，实现了公司机电业务的稳步发展。

成套设备贸易和国际工程项目方面，公司该业务主要经营主体为中航国际成套设备有限公司（以下简称“中航成套设备公司”）、中国航空技术国际工程有限公司（以下简称“中航国际工程”）和中国航空技术北京有限公司（以下简称“中航北京公司”）。中航成套设备公司运营的商品主要包括风力发电设备、机械车辆和集装箱检测设备成套设备出口贸易和大型项目总包，贸易上游主要为亚洲、非洲、南美洲等国际成套设备供应商；下游主要是美国和小英国的小型成套设备购买商家，项目对象主要为非洲和南美洲有关国家的政府部门（如赞比亚卫生部、赞比亚公路局）。在政府贸易项目方面，公司在东非、北非、中东、东南亚、南美等区域市场保持较强竞争力，完成的赞比亚移动医院、肯尼亚高教项目、肯尼亚工程机械项目等获得良好的社会和经济效益，2019年中航成套设备公司实现收入19.93亿元。中航国际工程拥有建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、机场场道工程专业承包贰级资质，主要开展国际工程总承包业务，包括航空基础设施、路桥轨道交通等海外基础设施；中航北京公司主要开展水泥工程业务、石化工程业务和机电工程等EPC总包业务，以及设备进出口业务，具有国家对外承包资格认证资质。2019年，中航国际工程实现营业收入40.24亿元，同期中航北京公司实现收入37.40亿元。

4. 电子信息业务

公司电子信息业务技术水平较高，生产能力较强。显示面板业务未来投资规模较大，疫

情发展对消费电子行业造成一定冲击。

公司电子信息业务包括显示器制造、印制电路板制造及手表制造等电子制造业务，运营主体分别为深天马、深南电路及飞亚达（2020年初由现代服务业调整至电子信息业务管理，以前年度板块数据已做追溯调整）。

（1）显示业务

深天马是一家专业生产液晶显示器及液晶显示模块制造厂家，是国内规模最大的液晶显示屏及模块制造商之一。2019年，深天马持续聚焦以智能手机、平板电脑为代表的智能终端显示市场和以车载、医疗、航空、航海等为代表的专业显示领域；同时，深天马积极布局智能家居、AR/VR、无人机、充电桩、机器人等新兴市场。截至2019年底，深天马资产总额为654.51亿元，所有者权益为267.07亿元；2019年深天马实现收入302.82亿元（同比增长4.74%，主要系产品结构持续优化所致），利润总额10.19亿元。

表6 深天马收入构成情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年
显示屏及显示模组业务	285.27	300.53
其中：消费显示	208.35	216.69
专业显示	76.92	83.84
其他	3.84	2.29
合计	289.12	302.82

资料来源：公司提供

原材料采购方面，深天马主要原材料包括背光板、驱动电路、玻璃基板、柔性电路板和偏光片等，2019年前五名供应商合计采购金额为37.92亿元，占总采购额的17.71%，采购集中度较低且较上年度有所下降。同年，公司境外采购占比约为39%，原材料采购主要来自日本、韩国和中国台湾，美国地区采购占比较小。

2018年，深天马完成对厦门天马微电子有限公司（以下简称“厦门天马”）及上海天马有机发光显示技术有限公司（以下简称“天马有机发光”）的重大资产重组后，生产线进一步扩充，目前经营管理的产业基地分布在深圳、上海、成都、武汉。

从生产技术分布来看，深天马在国内共拥有4条a-Si生产线，其中包括3条第4.5代生产线，1条第5代生产线；拥有LTPS生产线2条，包括厦门天马第5.5代生产线和第6代生产线各1条，2019年持续保持满产满销；拥有AMOLED量产线2条，包括天马有机发光第5.5代生产线和武汉天马第6代生产线各1条，2019年上述两条AMOLED量产线的产能和良率均持续提升；天马有机发光第5.5代AMOLED产线实现了多款可穿戴项目及差异化尺寸显示产品的顺利出货，武汉天马第6代LTPS AMOLED产线一期项目已实现柔性产品批量交付；此外，深天马国内还拥有2条无源生产线，可生产无源相关专业显示产品。

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

在建项目方面，截至2019年底，深天马重要在建项目计划总投资达274.00亿元，主要系武汉天马第6代LTPS AMOLED生产线项目，该项目包括一期和二期，一期项目总投资120亿元，已处于试运行阶段；二期项目在一期项目基础上，利用现有土地及厂房进行扩建，扩大第6代LTPS AMOLED生产线，目前二期项目已处于设备陆续搬入及安装调试阶段。该项目完成后合计将形成月产3.75万张柔性AMOLED显示面板的能力，达产后将进一步提升深天马在中小尺寸高端显示特别是AMOLED领域的市场地位。项目资金方面，二期项目总投资145亿元，深天马拟通过非公开发行股票方式募集资金不超过73亿元（已获得证监会核准），剩余资金自筹解决。

2019年12月，深天马全资子公司厦门天马与厦门市政府制定的出资方共同签署《第6代柔性AMOLED生产线项目合资协议》，合资各方同意在厦门投资设立一家合资项目公司，

拟建设 1 条月加工柔性显示基板 4.8 万张的第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目，项目预计建设周期 30 个月。该项目总投资 480 亿元，其中资本金共计 270 亿元，由厦门市政府制定的出资

方出资 229.50 亿元，厦门天马出资 40.50 亿元；剩余 210 亿元由合资项目公司向银行申请贷款。合资项目公司于 2020 年 1 月完成注册登记，目前该项目处于建设初期。

表 7 截至 2019 年底深天马重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 生产线项目	265.00	133.91	政府补助、募集资金、自有资金、银行借款等
上海天马有机发光第 5.5 代 AMOLED 量产线（一期）	9.00	9.46	自有资金、银行借款
合计	274.00	143.37	--

资料来源：公司提供

疫情期间，深天马武汉地区前段面板生产为全自动化运行，一直处于满产状态，不受人员返岗的影响；模组段因需大量人工，2020 年一季度受前期疫情影响，部分员工返岗有所延迟，深天马积极进行各基地产线产能的调配，3 月 13 日厦门天马 305 名员工驰援武汉天马，助力武汉天马复工复产。与此同时，深天马与上游供应商保持畅通沟通，保证部分关键材料、设备的供给，影响较为有限。

（2）印制电路板制造

跟踪期内，深南电路仍主要从事中高端多层印制电路板的生产和销售。目前，深南电路拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务，形成了“3-In-One”业务布局；即以互联网为核心，在不断强化印制电路板业务领先地位的同时，大力发展与其“技术同根”的封装基板业务及“客户同源”的电子装联业务，业务覆盖 1 级到 3 级封装产业链环节，三项业务之间形成有效协同。深南电路主要产品包括背板、高速多层板、多功能金属基板、厚铜板、高频微波板、刚挠结合板、封装基板及电子装联产品等，产品定位高中端应用市场，其自主开发的背钻技术、台阶槽技术、侧边金属化技术以及高频材料背板加工技术均处于行业领先水平，其中生产的背板样板层数最高可达 120 层，批量生产的背板层数可达 68 层，远超行业平均水平。

深南电路产品主要应用于通信、工控医疗和消费电子领域，其中通信领域的客户主要有华为、中兴和诺基亚等全球领先的信息与设备

提供商；工控医疗领域的主要客户包括通用电气医疗、西门子医疗和迈瑞医疗等；消费电子领域已和江苏长电和矽品科技等建立长期合作关系。2019 年，深南电路实现收入 105.24 亿元，利润总额为 14.03 亿元，同比分别增长 38.44% 和 80.46%，主要系通信、数据中心等下游主要应用商需求提升所致。

从销售区域来看，跟踪期内，深南电路产品仍以国内市场为主，2019 年境内销售占比为 69.99%；国外市场主要分布在亚洲、欧洲和北美洲，主要销往韩国、日本、马来西亚、印度、德国、波兰、芬兰、美国和加拿大等国家。从客户集中度来看，深南电路对通信领域龙头企业的销售占比较大，销售产品主要为印制电路板，2019 年前五大客户销售金额 54.44 亿元，占年度总销售额的 51.73%，集中度较高。同期，深南电路前五大供应商合计采购金额为 21.61 亿元，占年度总采购额的 35.82%，集中度一般，但核心零部件对美国相关供应商存在一定依赖，国际贸易环境变化可能对其业务造成不确定性影响。

（3）品牌手表及名表连锁

飞亚达是目前国内唯一一家表业上市公司，主要从事飞亚达手表及其零配件的研发、设计、制造和销售，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 2019 年底，飞亚达资产总额 37.61 亿元，所有者权益合计 26.55 亿元；2019 年飞亚达实现收入 37.04 亿元（同比增长 8.93%，主要系名表业务增长所致），利润总额 2.76 亿元（同比

增长 19.48%，主要系期间费用投放优化所致)。受疫情冲击影响，2020 年一季度，飞亚达营业收入同比下滑 34.14%至 5.88 亿元，净利润为-0.13 亿元。预计全年业绩将会受到较大影响，但其总体规模较小，对公司影响有限。

5. 现代服务业

公司现代服务业主要运营主体为天虹股份、原中航善达及深圳格兰云天酒店管理有限公司(以下简称“格兰云天”)，其中天虹股份主要从事百货零售；原中航善达从事商业地产开发和物业管理，2019 年随着股权转让事项的完成，公司已不再将其纳入合并范围；格兰云天主要从事酒店业务。

(1) 百货零售

天虹股份目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大业态线上线下融合的数字化、体验式新零售，拥有“天虹”、“君尚”、“sp@ce”和“微喔”四大品牌。跟踪期内，天虹股份在区域内保持领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力。开店方面，截至 2019 年底，天虹股份已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京和四川共计 8 省/市的 29 个城市，共经营购物中心 24 家(含加盟、管理输出 5 家)、综合百货 68 家(含加盟、管理输出 3 家)、独立超市 17 家家(含加盟 1 家)、便利店 171 家，面积合计约 376 万平方米。

表 8 天虹股份按业态划分门店分布情况
(单位：万平方米、家、%)

业态	面积			数量	
	2019 年	占比	同比增加		
购物中心	155.64	41.41	66.97	24	11
百货	171.81	45.72	0.41	68	0
超市	46.64	12.41	8.71	97	16
便利店	1.72	0.46	0.26	171	12
合计	375.81	100.00	75.53	360	39

注：1.百货业态仅指综合百货店中的百货业态；超市业态指综合百货店的超市业态及购物中心店中的超市业态和独立超市；购物中心业态指购物中心店中除超市业态外的其他部分；2.以上“面积”是指门店经营的建筑面积，由于天虹股份经营策略一直保持动态调整，部分业态的面积统计会发生变动
资料来源：天虹股份年报

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，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，超市主要是自营模式，便利店主要为加盟模式。

天虹股份顺应消费升级，创新发展新型零售业态，按照生活场景重构百货卖场、开发出百货新物种，开发定位都会生活的全新超市品牌“sp@ce”，不断创新购物中心主题街区，还开设了无人便利店等创新业态。天虹股份深入发展供应链，积极推动商品和服务升级，百货推进深度联营和适度自营、大力引进新兴零售品牌，超市持续深耕优质源采、重点打造国内外直采、自有品牌等战略核心商品。截至 2019 年底，天虹整体数字化会员人数约 2355 万，全年线上销售额增长 42%。

截至 2019 年底，天虹股份资产总额 166.33 亿元，所有者权益合计 69.55 亿元；2019 年实现收入 193.93 亿元，同比增长 1.33%，利润总额 11.05 亿元，同比下降 5.44%，主要系新开门店相关费用影响所致。2020 年受新冠疫情影响，国内实体门店的线下经营受到较大影响，天虹股份百货/购物中心门店根据所在地政府防控要求和市场情况于 1 月 27 日起陆续停业，2020 年 3 月 7 日全面恢复营业。由于门店停业及疫情防控影响，天虹股份一季度客流量及客单量出现大幅下滑，并给于租赁和联营供应商减免租金及管理费的支持，合计减免约 2.5 亿元，2020 年一季度天虹股份归属于上市公司股东的净利润为-0.5 亿元。

(2) 不动产经营与管理

公司不动产经营与管理板块主要包括商业地产、物业管理和酒店管理三类业务，经营主体包括原中航善达和格兰云天。格兰云天专注于中高端酒店管理业务，目前已在北京、上海、深圳、成都、西安、江苏、江西、湖南、贵州、内蒙古等省市及地区拥有在营、在建酒店项目 60 余家，已成为中国酒店行业中发展较快，较有影响力的全价值链服务酒店管理公司，未来将重点拓展国内二、三线城市，部分重点四线

城市及重点旅游城市。

6. 未来发展

公司在“十三五”战略指引下，围绕“变革重构、聚焦突破、价值增长”三个主题开拓进取，着力发展国际航空、国际业务、电子信息、现代服务业；多种方式退出非主业，坚决退出地产开发，以及不具备发展能力的资源开发业务；稳妥、有序退出大宗商品贸易等有关业务；搭建平台培育孵化创新业务。

国际航空业务将仍坚持以“航空工业供应链集成服务商”为目标，重点发展航空制造服务和运营服务，推动航空制造技术服务和零部件制造的不断升级，围绕发展中国家航空基础设施建设、民机销售、运营保障、售后维修、飞行培训等环节在重点区域积极布局，并打造智慧供应链集成平台。

国际业务将聚焦核心市场、重点业务。巩固非洲地区优势地位，面向东南亚、远东、中东以及“一带一路”区域发展。以航空基础设施、水泥、能源电力、轨道交通、职业教育为重点发展行业，大力拓展航空基础设施类业务，突出航空特色；推动德国洪堡走出困境，良性发展，实现融合。

电子业务将做强显示、互联、紧固件等业务，紧抓军民融合发展机遇，进一步贴近客户，从元器件级产品配套供应商逐步升级为一站式解决方案提供商。

现代服务业方面，基于市场和客户需求，深化供应链能力、优化渠道结构、优化产品组合和服务体验、精简机构流程，构建和强化核心竞争能力，实现稳健经营。并将利用移动互联网、物联网、大数据平台，探索新模式、新业态，打造销售、服务综合入口。

在新业务培育方面，公司将在新行业、先进商业模式、新技术、新材料、军民融合等领域积极寻找商业机会。重点关注领域包括半导体、智能制造以及信息消费等。通过创业孵化、创投基金等创新性投融资方式，结合管理层持股

等风险共担机制，积极发挥财务性投资在培育新业务方面的动能，降低新业务培育风险。

7. 经营效率

2019年，公司存货周转次数、总资产周转次数和销售债权周转次数较上年均有所增长，上述三项指标分别为4.64次、0.72次和6.47次，同比均有所提升。

十、财务分析

公司提供了2019年的合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司纳入合并范围的二级子公司32家，较上年底减少1家（中航国际航空发展有限公司）。公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司（合并）资产总额2277.54亿元，所有者权益合计644.22亿元（含少数股东权益325.56亿元）。2019年，公司实现营业收入16,67.41亿元，利润总额41.48亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，受业务剥离影响，公司资产总额小幅下降，资产结构分布均衡，资产总额中现金类资产和上市公司股权等强流动性资产殷实，应收账款、其他应收款和存货对营运资本存在占用，商誉存在一定减值风险，整体质量尚可。

截至2019年底，公司资产总额2277.54亿元，较上年底下降2.62%，其中流动资产占49.27%，非流动资产占50.73%，公司资产构成较为均衡。

截至2019年底，公司流动资产合计1122.17亿元，较上年底下降3.35%，主要系货币资金、存货及其他流动资产下降所致。公司流动资产构成以货币资金（占25.99%）、应收账款（占

20.36%)和存货(占26.43%)为主。

截至2019年底,公司货币资金291.63亿元,较上年底下降6.57%,主要系本部偿还集中到期的债务以及在建项目不断投入所致。构成以银行存款(占95.71%)和其他货币资金(占4.18%)为主;其中受限货币资金10.99亿元,主要为各类保证金。

截至2019年底,公司交易性金融资产为35.86亿元,较上年底大幅增加35.26亿元,主要为公司下属公司天虹商场存放于银行的短期保本浮动收益结构性存款。

截至2019年底,公司应收账款账面价值为228.53亿元(账面余额为259.59亿元,累计计提坏账准备31.07亿元,计提比例为11.97%),较上年底变动不大。其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为112.90亿元,占“尚未执行新金融工具准则的公司”应收账款(余额125.45亿元)的90%,①采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额15.89亿元,一年以内(含1年)的占51.57%,3年以上的占27.05%,账龄偏长;②采用其他组合方法(主要是无风险组合)计提坏账准备的应收账款账面余额为97.01亿元,计提坏账准备26.77万元;“已执行新金融工具准则的公司”部分余额为111.61亿元,主要为与客户之间的合同产生的应收账款,其中低风险类占比83.85%。2019年底,公司应收账款前五名客户金额合计50.40亿元,占应收账款总额的

19.42%,集中度一般。

表9 截至2019年底公司应收账款前五名情况
(单位:亿元、%)

客户名称	欠款金额	占比
X12	19.76	7.61
小米科技有限责任公司	10.79	4.16
维沃移动通信有限公司	9.57	3.69
东莞市金铭电子有限公司	7.11	2.74
X13	3.17	1.22
合计	50.40	19.42

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

公司预付款项主要是预付给原材料和设备供应商的采购款。截至2019年底,公司预付款项为94.45亿元,较上年底下降2.73%;按欠款方归集的期末余额前五名的预付款项账面余额合计22.10亿元,占预付款项合计的22.11%,集中度一般。

截至2019年底,公司其他应收款(合计)账面价值90.26亿元,较上年底增长27.01%,主要系往来款增加所致。其中,公司对联营企业中航林业有限公司(以下简称“中航林业”)的债权,根据协商解决的情况,公司管理层估计该款项扣除抵押物及保证金后剩余其他应收款的可回收比列为70%,公司将应收中航林业代偿借款20.39亿元全部认定为单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款,坏账准备2.01亿元,计提比例为9.86%。按欠款方归集的前五名的其他应收款账面余额39.71亿元,占其他应收款合计30.90%,集中度较高。

表10 截至2019年底公司其他应收款前五名情况(单位:亿元、%)

欠款方名称	款项性质	欠款余额	账龄	占比	坏账准备
中航林业	关联方往来款	20.39	1—3年	15.86	2.01
航空工业	关联方往来款	9.23	2—3年	7.18	--
幸福航空(香港)有限公司	关联方往来款	4.20	1年以内	3.27	3.74
X13	单位往来款	3.17	1年以内	2.47	--
成都郫都泓璟置业有限公司	股权转让款	2.72	1年以内	2.12	--
合计	--	39.71	--	30.90	5.75

资料来源:公司审计报告

截至2019年底,公司存货账面价值为296.58亿元(余额为319.30亿元,跌价准备/合同履约成本减值准备22.72亿元),同比下降

5.29%,主要系转让中航善达,房地产开发成本下降所致。公司存货主要构成为库存商品(占54.53%)和房地产开发成本(占28.77%)。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 45.00 亿元，较上年底下降 55.29%，主要系委托贷款及信托类产品规模下降所致；主要构成为委托贷款 16.23 亿元和留抵税金及其他 26.55 亿元。公司信托类产品较上年底大幅减少主要系下属公司天虹商场的现金管理产品 35 亿元转入交易性金融资产核算所致。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1155.37 亿元，较上年底下降 1.90%，构成以投资性房地产(占 12.17%)、固定资产(占 39.13%)和在建工程(占 18.63%)为主。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 62.80 亿元，较上年底增长 5.81%，主要系按成本计量的可供出售权益工具增长导致；公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的为 39.06 亿元，按成本计量的为 23.74 亿元(账面余额 25.93 亿元，减值准备 2.19 亿元)。

截至 2019 年底，公司长期应收款 64.04 亿元，较上年底增长 9.46%，主要系分期收款销售商品增长所致；主要构成为分期收款销售商品款(占 97.98%)。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 66.45 亿元，较 2018 年底增长 49.84%，主要系对联营企业中航客舱系统有限公司的投资增加 20.96 亿元所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 140.66 亿元，较上年底下降 30.55%，主要系处置所致。

截至 2019 年底，公司固定资产为 452.04 亿元，较上年底下降 5.84%，主要系合并范围变化导致房屋建筑物及机器设备规模下降所致；累计折旧和减值准备分别为 259.36 亿元和 4.08 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程为 215.22 亿元，较 2018 年底增长 51.58%，主要系武汉天马 G6 项目及武汉天马 G6 二期项目投入增加所致。

截至 2019 年底，公司无形资产 79.02 亿元，

较上年底下降 8.70%，主要系土地使用权减少所致。其中，累计摊销额和减值准备分别为 22.16 亿元和 2.89 亿元。主要由土地使用权 55.17 亿元、专有技术 3.97 亿元和采矿权 3.70 亿元构成。

截至 2019 年底，公司商誉为 20.65 亿元，较上年底减少 20.71 亿元，主要系公司原孙公司招商局金陵船舶(威海)有限公司、AIM Altitude Ltd 与 V.DELTACO.,LTD 不再纳入合并范围所致，分别减少商誉 2.27 亿元、13.88 亿元和 1.15 亿元。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产为 10.20 亿元，较上年底大幅下降 62.54%，主要系委托贷款减少所致；主要构成为预付长期资产款(占 91.98%)。

截至 2019 年底，公司所有权和使用权受限制的资产账面价值合计 118.34 亿元，占公司资产总额的 5.20%。

表 11 截至 2019 年底公司所有权和使用权受限制的资产
(单位：亿元)

项目	期末余额	受限原因
货币资金	10.99	保证金、用于担保的定期存款
存货	6.93	抵押借款
固定资产	14.70	抵押借款
无形资产	6.04	抵押借款
投资性房地产	79.68	抵押借款
合计	118.34	--

资料来源：公司审计报告

2. 所有者权益及负债

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模保持相对稳定，权益结构中少数股东权益占比高，其他权益工具规模较大，权益结构稳定性偏弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 644.22 亿元，较 2018 年底为底下降 1.27%，主要系中航善达出表，公司未分配利润及少数股东权益小幅下降所致。截至 2019 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 30.06%、其他权益工具(主要是永续中票及永续债)占 41.66%、资

本公积占8.73%、未分配利润占17.21%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占49.46%，少数股东权益占50.54%。

表12 截至2019年底公司计入其他权益工具的债券明细
(单位: 亿元)

债券名称	发行规模	票面利率	起息日期	下一行权日
15中航国际MTN0	18.00	4.05%	2015-12-25	2020-12-25
17中航Y1	15.00	5.00%	2017-07-31	2020-07-31
19中航Y1	20.00	4.28%	2019-01-25	2022-01-25
19中航Y3	40.00	4.50%	2019-03-12	2022-03-12
19中航Y5	20.00	4.38%	2019-03-26	2022-03-26
19中航Y7	20.00	3.88%	2019-12-27	2022-12-27
合计	133.00	--	--	--

资料来源: Wind资讯

负债

跟踪期内, 公司债务负担有所减轻, 但仍处于较高水平; 债务期限结构较为合理。

截至2019年底, 公司负债合计1633.32亿元, 较上年底下降3.14%, 其中流动负债占68.13%, 公司负债仍以流动负债为主。

截至2019年底, 公司流动负债合计1112.80亿元, 同比变化不大, 从构成来看, 以短期借款(占18.74%)、应付账款(占22.67%)、预收款项(占24.67%)和一年内到期的其他非流动负债(占10.69%)为主。

截至2019年, 公司短期借款为208.52亿元, 较2018年底增长17.35%, 主要是借款增加所致; 公司短期借款构成为质押借款0.02亿元、抵押借款0.94亿元、保证借款44.37亿元和信用借款163.19亿元。

公司应付账款主要为应付货款及工程款。截至2019年底, 公司应付账款252.23亿元, 较上年底变化不大。账龄超过一年的应付账款金额合计45.47亿元, 占应付账款总额的18.03%, 因尚未到结算时点而未支付。

截至2019年底, 公司预收款项为274.57亿元, 较上年底增长3.07%, 主要系预收货款及工程款增加所致; 其中, 账龄在1年以上的占41.89%。

截至2019年底, 公司其他应付款为107.93亿元, 较上年底增长37.74%, 主要系工程设备款及往来拆借款增加所致。

截至2019年, 公司一年内到期的非流动负债为118.94亿元, 较2018年底下降36.28%, 主要系一年内到期的长期借款下降所致。

截至2019年底, 公司非流动负债合计520.52亿元, 较上年底下降10.95%, 构成以长期借款(占63.00%)和应付债券(占23.84%)为主。

截至2019年底, 公司长期借款为327.95亿元, 较上年底下降1.65%, 构成为抵押借款(63.33亿元)、保证借款(121.86亿元)和信用借款(182.37亿元), 其中一年内到期的长期借款为39.61亿元。

截至2019年底, 公司应付债券余额124.07亿元, 较上年底下降33.96%; 构成为存续的公司债券、中期票据及非公开定向债务融资工具等。

截至2019年底, 公司全部债务863.33亿元, 较上年底下降8.65%, 从构成看, 短期债务占46.48%, 公司短期债务占比同比小幅上升, 债务期限结构较为合理。截至2019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分别较上年底下降0.39个百分点、1.89个百分点和2.47个百分点, 至71.71%、57.27%和41.77%。

截至2019年底, 公司其他权益工具132.76亿元, 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, 截至2019年底, 公司有息债务规模为996.09亿元, 资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至77.54%和66.07%。

3. 盈利能力

跟踪期内, 公司收入规模有所增长, 期间费用控制能力尚可, 非经常性损益对利润水平影响较大。公司持续推进业务整合, 股权剥离带来的处置收益不具有持续性, 资产减值损失

侵蚀利润。

2019年，公司实现营业收入1667.41亿元，同比增长3.74%；营业利润率为14.72%，同比增加1.03个百分点，主要系运营效率提升所致。

2019年，公司期间费用合计201.15亿元，同比增长3.45%，主要系销售费用、管理费用及研发费用增长所致。2019年公司财务费用同比下降11.29%至27.18亿元，主要系有息债务规模下降所致。公司期间费用率为12.06%，同比小幅下降，公司费用控制能力尚可。

2019年，公司其他收益为10.13亿元，主要为子公司厦门天马收到的厦门火炬高技术产业开发区管理委员会以货币资金形式拨付的研发支持补贴3.00亿元、子公司武汉天马收到的武汉东湖新技术开发区管理委员会以货币资金形式拨付的产业扶持研发补贴2.03亿元及其他补助款3.10亿元。

2019年，公司投资收益为10.46亿元，同比大幅下降62.68%，其中权益法核算的长期股权投资收益为-5.53亿元（主要为中航客舱系统有限公司形成投资亏损3.47亿元）、处置长期股权投资产生的投资收益12.86亿元（处置中航善达，占利润总额的31.00%）、可供出售金融资产等取得的投资收益2.41亿元。

2019年，公司计提资产减值损失24.46亿元，同比增长31.07%，占利润总额的58.97%，主要包括坏账损失（5.47亿元，公司本部对中航林业往来款因时间较长，按审计要求计提减值）、存货跌价损失（6.97亿元，其中深天马本期存货跌价损失3.00亿元，其余主要为即将退出的中航国际新能源发展有限公司相关存货跌价损失）、长期股权投资减值损失（1.25亿元）、固定资产减值损失（1.49亿元）、商誉减值损失（5.64亿元）和其他损失（-3.56亿元）；信用减值损失6.02亿元，主要为坏账损失5.67亿元。

2019年，公司营业外收入为3.04亿元，主要为预计负债冲回和违约赔偿。预计负债冲回（1.72亿元）主要为公司于2019年3月与重庆

市轨道交通（集团）有限公司就“童家院子”诉讼案达成和解，将实际发生的诉讼损失金额与以前年度已计提的预计负债之间的差额计入营业外收入。

2019年，公司利润总额为41.48亿元，同比增长2.79%。2019年，公司净利润为23.37亿元，其中归属于母公司的净利润为3.10亿元，同比增长26.74%；归属于少数股东损益20.27亿元。从盈利指标看，2019年，公司总资产收益率为3.77%，同比减少0.17个百分点；净资产收益率同比增加0.22个百分点至3.63%。

4. 现金流状况

跟踪期内，公司主业获现能力良好，经营活动现金净流入规模较大，可以覆盖投资支出。

经营活动方面，2019年公司经营活动产生的现金流入量2417.81亿元，同比增长20.79%，主要系销售商品、提供劳务收到的和收到其他与经营活动有关的现金增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1961.83亿元，同比增长11.93%，主要系国际业务中成套设备贸易和国际工程项目业务增长及大宗商品贸易领域矿产资源公司业务增长所致；公司经营活动现金流出量2338.34亿元，同比增长20.70%，主要系购买商品、接受劳务支付的和支付其他与经营活动有关的现金增加所致，其中购买商品、接受劳务支付的现金为1661.47亿元，同比增长13.02%；公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要为资金集中管理平台的往来款项。同期，公司经营活动现金净流量为79.47亿元；现金收入比为117.66%，同比增加8.61个百分点，收入实现质量较高。

投资活动方面，2019年公司投资活动的现金流入量为209.34亿元，同比下降5.99%，主要系收到其他与投资活动有关的现金下降所致；公司投资活动现金流出量为269.79亿元，较上年基本持平，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为123.08亿元，同比增长39.58%；支付其他与投资活动有关的

现金为 138.33 亿元，同比下降 19.00%。2019 年，公司投资活动产生的现金净流量为-60.45 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入为 592.98 亿元，同比增长 25.15%，主要系深天马因生产线建设需求借入资金，公司本部发行 100 亿元可续期公司债券（计入吸收投资收到的现金）所致；筹资活动现金流出 634.20 亿元，同比增长 1.28%，主要为偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。2019 年，公司筹资活动现金净流量为-41.22 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产充裕，且作为航空工业下属重要平台，行业地位高，融资渠道通畅，整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 100.84% 和 74.19%，均较 2018 年底有所下降。2019 年，公司经营现金流动负债比为 7.14%。考虑到公司现金类资产充裕，短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2019 年公司 EBITDA 为 138.39 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.60 倍，全部债务/EBITDA 为 6.24 倍，EBITDA 对债务利息形成一定覆盖。

截至 2019 年底，公司对外担保金额 70.95 亿元，主要是对中航国际船舶发展（中国）有限公司、招商局积余产业运营服务股份有限公司等的连带责任担保；担保比率为 11.01%。

表 13 截至 2019 年底公司对外担保（单位：亿元）

被担保企业	期末余额	担保方式	反担保方式
中航国际船舶发展（中国）有限公司	20.17	连带责任保证	连带责任保证
招商局科技发展（北京）有限公司	8.39	连带责任保证	连带责任保证
招商局积余产业运营服务股份有限公司	14.16	连带责任保证	连带责任保证
保利里城有限公司	8.00	连带责任保证	连带责任保证
中航机载系统有限公司	8.76	连带责任保证	连带责任保证
中航林业	5.42	连带责任保	连带责任保

		证	证
幸福控股有限公司	4.24	连带责任保证	连带责任保证
柬埔寨巴戎航空有限公司	1.81	连带责任保证	连带责任保证
合计	70.95	--	--

资料来源：公司提供

公司已与多家商业银行建立稳固的合作关系，截至 2019 年底，公司合并口径获得各大银行授信额度 3220.69 亿元，其中未使用额度 2269.17 亿元，母公司授信总额为 986.23 亿元，尚未使用部分为 840.54 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司旗下拥有多家上市公司，具备直接融资渠道。

6 母公司财务状况

母公司经营性业务规模小，利润对股权处置产生的投资收益依赖高，资产构成以货币资金、往来款和长期股权投资为主，所有者权益中永续债务规模大，母公司债务水平偏高，偿债对再融资存在依赖。考虑到公司作为航空工业下属重要平台，行业地位高、持有多家上市公司股权且授信规模大，再融资渠道通畅，母公司综合偿债能力强。

截至 2019 年底，母公司资产总额 436.15 亿元，其中流动资产 222.70 亿元，主要构成为货币资金（44.40 亿元）、其他应收款（合计 112.24 亿元）和应收账款（16.10 亿元）；非流动资产为 213.45 亿元，主要构成为可供出售金融资产（16.05 亿元）和长期股权投资（184.80 亿元）。

截至 2019 年底，母公司负债合计 193.06 亿元，其中流动负债为 183.35 亿元，主要为预收款项（66.84 亿元）、其他应付款（合计 32.39 亿元）和一年内到期的非流动负债（67.74 亿元）；非流动负债为 9.71 亿元，主要构成为长期借款（3.34 亿元）和预计负债（4.95 亿元）。截至 2019 年底，公司债务总额 74.29 亿元，其中短期债务为 70.95 亿元，长期债务 3.34 亿元，全部债务资本化比率为 23.41%，资产负债率为 44.27%；若将计入其他权益工具中的永续债券（132.76 亿元）纳入负债核算，同期母公司全

部债务资本化比率和资产负债率将分别上升至 65.24% 和 74.70%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 243.09 亿元，其中实收资本（95.79 亿元）、其他权益工具（132.76 亿元）、资本公积（5.62 亿元）、其他综合收益（2.63 亿元）和未分配利润（3.58 亿元）。

2019 年，母公司实现营业收入为 30.02 亿元，利润总额 8.32 亿元，其中投资收益 10.56 亿元（主要来自处置长期股权投资产生的投资收益 12.86 亿元），资产减值损失 4.00 亿元，营业外收入 1.72 亿元。

现金流量方面，2019 年，母公司经营活动现金流入量为 430.81 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 136.37 亿元，同比增长 23.00%、收到其他与经营活动有关的现金为 294.07 亿元，同比增长 5.57%。2019 年，母公司经营现金流出量为 422.71 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 130.01 亿元，同比增长 18.59%、支付其他与经营活动有关的现金为 285.26 亿元，同比变化不大。2019 年，母公司投资活动现金流入为 41.50 亿元，其中取得投资收益收到的现金为 5.93 亿元、收到其他与投资活动有关的现金 34.78 亿元。2019 年，母公司投资活动产生的现金净流量为 40.83 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流入量为 120.34 亿元，主要为公司本部发行 100 亿元永续期公司债券和取得借款收到的现金 20.34 亿元。同期，母公司筹资活动现金流出为 197.39 亿元，同比大幅增加 155.03 亿元，其中偿还债务支付的现金为 87.12 亿元、分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 12.16 亿元、支付其他与筹资活动有关的现金为 98.12 亿元。2019 年，母公司筹资活动现金净流量为-77.05 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流净额及 EBITDA 对存续债券的保障能力极强。

截至本报告出具日，公司存续债券余额合计 218.00 亿元，其中，将于一年内到期的债券余额合计 98.00 亿元。

截至 2019 年底，公司现金类资产为 345.91 亿元，为一年内到期债券余额的 3.53 倍，保障能力强。

2019 年，公司 EBITDA 和经营现金流入量分别为 138.39 亿元和 2417.81 亿元，为存续期债券余额的 0.63 倍和 11.09 倍，公司经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障能力极强。

表 14 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	余额	到期日
20中航01	15.00	2023/1/17
20中航02	5.00	2025/1/17
*19中航Y7	15.00	2022/12/27
*19中航Y5	25.00	2022/3/26
*19中航Y3	40.00	2022/3/12
*19中航Y1	20.00	2022/1/25
*17中航Y1	15.00	2020/7/31
*15中航国际MTN001	18.00	2020/12/25
15中航债	50.00	2020/12/7
10中航国际债	15.00	2020/8/26
合计	218.00	--

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

表 15 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2019 年
一年内到期债券余额	98.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.53
经营活动现金流入量/应付债券余额	11.09
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.36
EBITDA/应付债券余额	0.63

资料来源：联合资信整理

十二、担保分析

公司发行的“10 中航国际债”担保人为航空工业。航空工业注册资本 640.00 亿元，是由中央管理的国有公司、国家授权投资的机构和 国家控股公司，实际控制人为国务院国资委。

航空工业主要经营航空业务、非航空民品及服务业三大业务。其中航空业务由军用航空和民用航空业务组成；非航空民品业务包括燃

气轮机、汽车和摩托车及发动机的研发、生产、销售等；服务业包括金融、租赁、医疗服务、交通运输等。

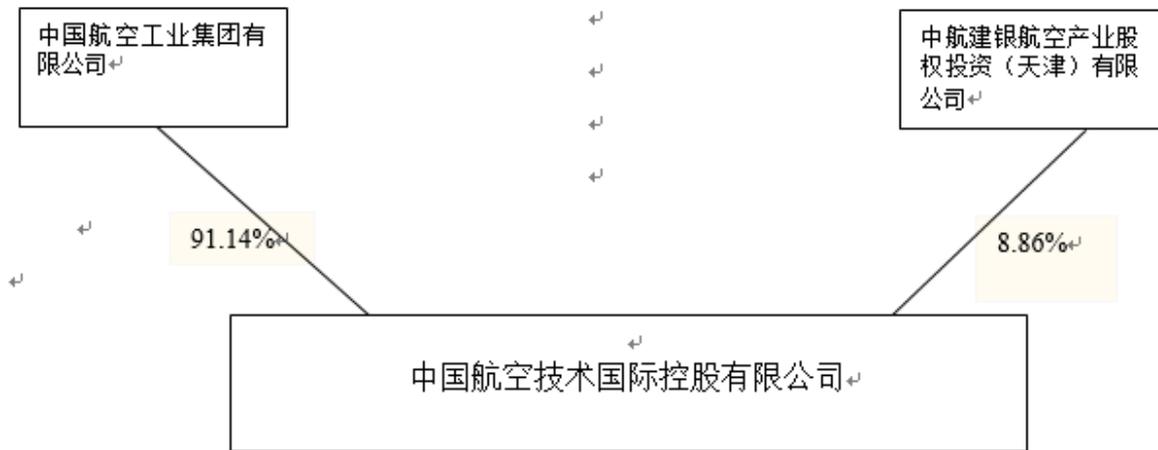
截至 2019 年底，航空工业资产总额 10086.16 亿元，所有者权益合计 3442.68 亿元；2019 年航空工业实现营业总收入 4617.72 亿元，利润总额 192.18 亿元。

伴随着国家经济和军事的发展，中国军工行业迎来快速发展时期。航空工业经营规模大，垄断优势明显，研发实力强，在国防现代化建设中具有重要地位。随着航空工业资源整合和产品结构升级调整的完成，其收入水平和盈利能力将进一步提高。此外，航空工业拥有多家上市公司，与银行合作关系良好，直接与间接融资渠道通畅，可降低因盈利波动及大规模的资本支出造成的流动性风险。综合看，航空工业整体竞争实力和抗风险能力极强。“10 中航国际债”由航空工业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，增强了“10 中航国际债”本息偿付的安全性。

十三、结论

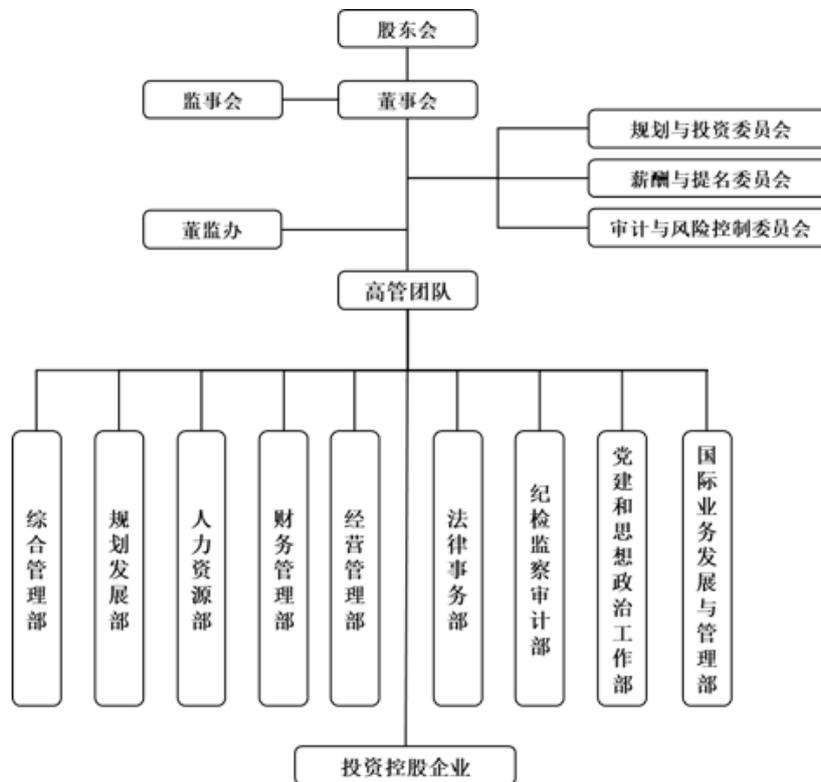
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“10 中航国际债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



注：2019年9月11日，公司原股东北京普拓瀚华投资管理中心（有限合伙）及全国社会保障基金理事会退出，将股权划转给中航工业

附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	475.78	333.49	345.91
资产总额(亿元)	2494.83	2338.82	2277.54
所有者权益(亿元)	667.82	652.48	644.22
短期债务(亿元)	394.50	427.52	401.25
长期债务(亿元)	600.98	517.57	462.08
全部债务(亿元)	995.48	945.09	863.33
营业收入(亿元)	1564.77	1607.30	1667.41
利润总额(亿元)	78.86	40.35	41.48
EBITDA(亿元)	177.62	137.70	138.39
经营性净现金流(亿元)	200.90	64.27	79.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.81	6.37	6.47
存货周转次数(次)	2.27	3.85	4.64
总资产周转次数(次)	0.59	0.67	0.72
现金收入比(%)	121.76	109.04	117.66
营业利润率(%)	14.72	13.69	14.72
总资本收益率(%)	5.29	3.95	3.77
净资产收益率(%)	5.95	3.41	3.63
长期债务资本化比率(%)	47.37	44.23	41.77
全部债务资本化比率(%)	59.85	59.16	57.27
资产负债率(%)	73.23	72.10	71.71
流动比率(%)	120.90	105.37	100.84
速动比率(%)	85.96	76.95	74.19
经营现金流动负债比(%)	17.45	5.83	7.14
全部债务/EBITDA(倍)	5.60	6.86	6.24
EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	2.87	3.60

注：其他流动负债和其他非流动负债中的有息债务已分别调整至短期债务、长期债务及相关指标计算；2017—2019 年底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为 130.43 亿元、130.38 亿元和 132.76 亿元

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	157.03	73.02	48.73
资产总额(亿元)	534.76	485.75	436.15
所有者权益(亿元)	253.37	239.40	243.09
短期债务(亿元)	10.04	73.53	70.95
长期债务(亿元)	138.94	67.98	3.34
全部债务(亿元)	148.99	141.51	74.29
营业收入(亿元)	22.83	37.48	30.02
利润总额(亿元)	72.57	12.83	8.32
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	10.02	-35.76	8.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.38	1.42	0.93
存货周转次数(次)	3.94	8.75	4.79
总资产周转次数(次)	0.04	0.07	0.06
现金收入比(%)	411.99	295.85	454.30
营业利润率(%)	30.47	20.08	23.70
总资本收益率(%)	14.53	3.32	2.59
净资产收益率(%)	19.76	5.01	3.24
长期债务资本化比率(%)	35.42	22.12	1.36
全部债务资本化比率(%)	37.03	37.15	23.41
资产负债率(%)	52.62	50.72	44.27
流动比率(%)	235.38	152.85	121.46
速动比率(%)	233.13	150.63	118.34
经营现金流动负债比(%)	7.50	-20.98	4.42
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

附件 3 同行业企业对比数据

公司	中国兵器装备集团有限公司	中国兵器工业集团有限公司	中国机械工业集团有限公司	中国航空技术国际控股有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央国有企业	中央国有企业	中央国有企业	中央国有企业
综合毛利率 (%)	16.61	9.95	11.15	15.19
销售债权周转次数 (次)	3.99	10.98	5.74	6.68
财务数据时点	2019 年			
资产总额 (亿元)	3399.38	4284.03	3836.11	2277.54
所有者权益 (亿元)	1203.81	1776.63	1334.76	644.22
营业收入 (亿元)	1971.99	4738.91	2927.21	1667.41
利润总额 (亿元)	49.05	178.10	102.63	41.48
经营活动现金流净额 (亿元)	159.09	286.69	84.31	79.47
资产负债率 (%)	64.59	58.53	65.21	71.71

资料来源：联合资信整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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