

信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪0183 号

中航重机股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望稳定；

维持“15中航重CP001” A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年六月十七日

中航重机股份有限公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体 中航重机股份有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续短期融资券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
15 中航重 CP001	6	1	A-1	A-1

概况数据

中航重机	2013	2014	2015	2016.3
总资产(亿元)	121.29	132.42	131.85	132.33
所有者权益合计(亿元)	42.71	44.20	38.47	38.86
总负债(亿元)	78.57	88.22	93.38	93.47
总债务(亿元)	50.82	56.49	58.25	56.74
营业总收入(亿元)	63.86	58.23	58.77	12.15
净利润(亿元)	1.38	1.28	-5.39	0.33
EBIT(亿元)	4.09	4.29	-2.02	--
EBITDA(亿元)	6.55	7.24	1.02	--
经营活动净现金流(亿元)	2.08	1.44	6.40	-2.48
营业毛利率(%)	18.00	22.21	22.52	22.45
总资产收益率(%)	3.57	3.38	-1.53	--
资产负债率(%)	64.78	66.62	70.82	70.64
总资本化比率(%)	54.34	56.10	60.23	59.36
总债务/EBITDA(X)	7.75	7.80	57.27	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.79	2.57	0.37	--

注：公司财务报表按照新会计准则编制；2016 年一季度财务报表未经审计；所有者权益中包含少数股东权益；中诚信国际将公司发行的短期融资券由“其他流动负债”调整至“短期借款”进行分析。

分析师

项目负责人：李翔 xli@ccxi.com.cn
项目组成员：牛露莎 lshniu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 6 月 17 日

基本观点

2015 年以来，中航重机股份有限公司（以下简称“中航重机”或“公司”）保持了良好的发展态势，中诚信国际肯定了公司较强的技术优势，股东背景强大以及国家政策的大力支持为公司信用水平提供了支持。同时，中诚信国际也关注到公司整体盈利能力下滑以及债务压力上升等因素对公司经营和信用状况的影响。

中诚信国际维持中航重机股份有限公司（以下简称“中航重机”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 中航重 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

优势

- **股东背景强大。**公司实际控制人中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业集团”）是国务院国资委直接管理的特大型国有企业，也是我国最大的航空制造企业和军工企业。公司定位于高端基础装备制造和新能源平台，在中航工业集团的产业规划中具有战略性地位。
- **技术优势较为明显。**公司以航空技术为依托，其锻造新技术新工艺处于国内领先水平，部分技术已达国际先进水平。同时，公司掌握了高压柱塞泵/马达的关键核心技术，已成为国内综合实力最强、规模最大的民用高压柱塞泵/马达的科研、制造基地。
- **政策扶持力度较大。**国家“十三五”规划明确发展装备制造、新能源等战略和新兴产业，政策面支持为公司业务发展带来历史机遇及动能。同时，随着制造业转型升级和国产化替代的推进，高端装备制造国内外市场需求巨大。

关注

- **整体盈利能力下滑。**2015 年，公司锻造材料和金属材料销售收入大幅减少，同期由于中航特材工业（西安）有限公司（以下简称“中航特材”）对航航天赫（唐山）钛业有限公司（以下简称“天赫公司”）等单位诉讼债权计提坏账损失 6.12 亿元，以及控股子公司中国航空工业新能源投资有限公司（以下简称“中航新能源”）因对外担保预计很有可能承担连带担保责任而确认了营业外支出 1.7 亿元，导致公司净亏损 5.39 亿元，盈利能力大幅下降。
- **债务压力上升。**截至 2016 年 3 月底，公司总负债及总债务分别为 93.47 亿元和 56.74 亿元，资产负债率和总资本化比率分别达到 70.64%和 59.36%，较 2014 年底大幅增加。考虑到未来仍有一定规模的资本支出，预计公司的负债水平或将继续扩大。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

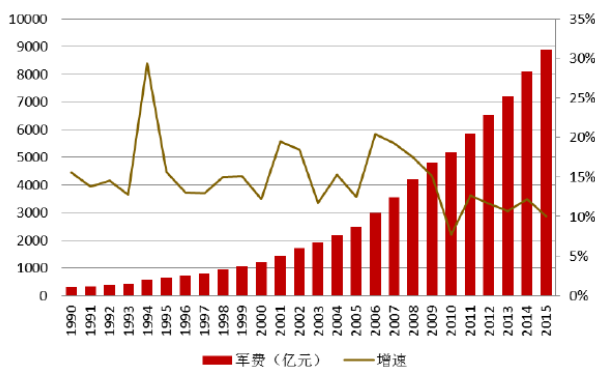
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在短期融资券存续期内每年或每半年进行定期或不定期跟踪评级。

基本分析

国防支出的稳步增长拉动国防科技工业持续、稳步增长；军民融合政策为公司发展带来契机

国防科技工业作为国家战略性产业，也是国家先进装备制造业的重要组成部分和国家科技创新体系的重要力量。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。在经济快速增长的同时，中国国防军费持续稳步增长。2013~2015年，国防支出分别为7,202亿元、8,082亿元和8,890亿元，同比分别增长10.7%、12.2%和10.0%，2016年中国国防预算增长幅度为7.6%左右。国防开支的不断增长为军工企业的军品业务发展提供稳定的支持。

图 1：近年来我国国防支出及增速情况



资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

在国防投入稳步增长的带动下，我国军工经济景气度持续向好。2016年国防科技工业工作会议工作报告指出，“十三五”期间要坚持强军首责，推动装备跨越发展；坚持创新驱动，补齐补强短板弱项；坚持深化改革，提升发展质量效益；坚持军民融合，优化军工经济结构；坚持开放合作，加快军工“走出去”步伐；坚持协调共享，服务国家经济社会建设。

我国国防工业长期以来一直是独立、完备的

体系，与宏观经济的相关程度不高，不易受宏观经济波动的影响。经过二十多年的建设，我国国防科技工业军民结合、寓军于民的发展格局已基本形成。其中核心军品采购基本不受国家宏观经济波动的影响，同时民品业务的介入打开了国防工业新的广阔市场，发展潜力巨大。国防科工局于2016年3月印发《2016年国防科工局军民融合专项行动计划》，在推进军民融合、优化军工结构、加强资源统筹等方面明确了今年推动军民融合发展的32项重点任务。2016年5月，中共中央、国务院印发《国家创新驱动发展战略纲要》，其中提到深化军民融合，促进创新互利。纲要提出，按照军民融合发展战略总体要求，发挥国防科技创新重要作用，加快建立健全军民融合的创新体系，形成全要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展新格局。同期，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》，规划提出探索建立军民融合项目资金保障机制。国家层面将成立数百亿量级的军民融合基金，加大军用技术推广专项资金对优秀项目的扶持力度，加快军工技术成果转化和产业化步伐。

军用市场、民用市场和零部件转包业务市场三大市场需求的增长为我国航空工业的发展提供了良好的驱动力

我国军用飞机数量与发达国家相比有较大差距，随着国家航空军工产业快速发展，落后机型的退役和淘汰，我国将迎来军用飞机更新换代的高峰，新一代战机将逐渐成为装配的主力，与之相配套的航空锻件需求也将随之增长。

表 1：各国家军用飞机数量比较（架）

国家	战斗机	武装直升飞机	特种飞机	运输机	加油机	教练机
美国	2,797	5,854	757	1,094	594	2,809
中国	1,454	806	65	182	-	352
俄罗斯	1,439	1,101	121	403	19	346

资料来源：Aviation report

民用飞机方面，波音公司于2015年8月25日在北京发布针对中国市场的最新《当前市场展望》报告，预测未来20年中国将需要6,330架新

飞机，总价值约为 9,500 亿美元。随着中国成为全球最大的国内航空运输市场，波音预测截至 2034 年单通道飞机市场将需要 4,630 架飞机。该细分市场受到了快速发展的新兴航空和低成本航空，以及继续扩张的大型成熟航空公司的推动。事实上，凭借效率和灵活性，像 737 这样的单通道飞将帮助中国航空公司连接“一带一路”战略下的经济带并刺激其增长。

表 2：波音未来将向中国交付的飞机（单位：架，亿美元）

飞机类型	座级	交付总数	美元价值
支线喷气机	90 座及以下	190	100
单通道	90-230	4,630	4,900
小型宽体	200-230	810	2,100
中型宽体	300-400	650	2,200
大型宽体	400 座及以上	50	200
合计	——	6,330（占全球总量 16.6%）	9,500（占全球总量 17%）

资料来源：Boeing 公司

目前，我国航空运输工业面临两个历史性的发展机遇——国产大飞机项目和通用航空市场的逐步开放。2015 年 11 月 2 日，首架国产 C919 大型客机首架飞机正式下线，计划于 2016 年首飞。中国商飞公布的数据显示，目前 C919 大型客机国内外用户数量为 21 家，总订单数达到了 517 架，其中包括国航、东航、南航、海航等国内航空公司。国外市场上，则有德国普仁航空公司、泰国都市航空分别签署了 7 架和 10 架的购买意向协议。国产大飞机取证之后将开始批量生产，预计前期每年生产 20 架，之后 50 架，到 2020 年将具备 150 架 C919 大型客机和 50 架 ARJ21-700 飞机的年批生产能力。同时，来自政策的支持也正在为大飞机发展扫清难关。今年 6 月份，中国民航总局局长李家祥明确表示，民航局将制定一揽子支持政策，鼓励使用国产民机和机载设备，不断提高适航审定能力，积极拓展双边适航，加强国际合作，全力支持国产民机产业发展。《中国通用航空发展报告（2015）》显示，2015 年底我国通航飞机保有量为 1,874 架，全年通航飞行小时数 73.5 万小时，尽管这些指标在“十二五”期间已经翻了一番，但我国通航飞机数量

仍仅为美国的 1/150、巴西的 1/10。

转包业务方面，航空制造业是一个需要全球合作的产业，随着经济全球化、市场一体化的飞速发展，航空产业全球转移的进程将进一步加快，以转包生产形式开展的国际合作表现出更加强大的活力，例如空客公司有 1,500 多家供应商，分布在 27 个国家；波音 60% 以上的零部件转包给其他供应商。根据对航空产品参与程度的不同，转包业务分为三种形式，分别为“来图、来样、来料”加工、来图购料加工和风险投资，我国目前承接的转包业务以前两种方式为主。

总的来说，三大市场需求的增长将驱动我国航空工业进入高速发展阶段，这都将为公司的航空锻件产品带来广阔的市场空间。

我国新增风电装机容量增速提升，国家出台一系列政策继续推进风电行业的健康发展，行业发展势头强劲

我国的风能资源丰富，根据历次全国风能资源普查，我国可开发的风能潜力巨大，陆上海上总的风能可开发量约有 1,000~1,500 吉瓦，风电具有成为未来能源结构中重要组成部分的资源基础。我国的风能资源季节分布不均匀，一般春、秋和冬季较丰富，夏季贫乏，在季节上与水能资源互补。大规模发展风力发电可以一定程度上弥补我国水电冬春两季枯水期发电电力和电量的不足。中国风能协会的统计数据显示，2015 年，我国全年风电新增装机容量 3,297 万千瓦，新增装机容量再创历史新高，累计并网装机容量达到 1.29 亿千瓦，占全部发电装机容量的 8.6%；风电发电量 1,863 亿千瓦时，占全部发电量的 3.3%。2015 年，新增风电核准容量 4,300 万千瓦，同比增加 700 万千瓦，累计核准容量 2.16 亿千瓦，累计核准在建容量 8,707 万千瓦。

尽管近几年我国风电发展增速较快，但电网建设、风电并网技术及上网电价带来的并网消纳问题制约着我国风电的进一步发展。为了继续改善风电消纳水平，保障清洁能源的高效利用，国家出台多项措施鼓励风电消纳。2015 年 12 月 22 日，国家发改委发布《关于完善陆上风电光伏发电上

网标杆电价政策的通知》，同时规定，对陆上风电项目上网标杆电价，2016年、2018年一类、二类、三类资源区分别降低2分钱、3分钱，四类资源区分别降低1分钱、2分钱。据中国风能协会测算，风电上网电价每降低1分钱，企业内部收益率就会下降1个百分点左右。这意味着，降价幅度较大的前三类风能资源区项目吸引投资的能力将会有所下降。与此相对的是，山西、安徽、江苏、福建等风资源较好、弃风率较低、项目存量较大的四类风能资源区投资价值将得以凸显。2016年2月5日，国家能源局发布《关于做好“三北”地区可再生能源消纳工作的通知》，要求各有关单位要促进“三北”地区风电、光伏发电等可再生能源消纳，充分挖掘可再生能源富集地区电能消纳潜力和电力系统辅助服务潜力，通过制定“风电供热”政策和推动相关试点等多项措施，着力解决弃风、弃光问题，促进可再生能源与其他能源协调发展，满足民生供热需求。

总体来看，近年来我国风电行业稳步发展，新增装机容量明显增加，风电消纳得到政策支持，预计 2016 年我国风电行业仍将呈向好态势。

跟踪期公司航空锻造业务收入上升，但受限于锻造材料销售和金属材料业务规模大幅缩减，使得锻造板块收入同比下滑

公司锻造板块主要包括航空锻造、锻造材料销售和金属材料业务，其中锻造材料销售和金属材料业务分别为公司锻造产业链的向上和向下延伸。2015 年，公司锻造板块实现营业收入 37.50 亿元，同比下降 3.86%，其中，防务产品同比增长 24.1%；民品同比下降超过 30%，主要原因一是中航特材于 2015 年 6 月才全面恢复业务，外销收入同比减少 5.26 亿元；二是因为中航上大高温合金材料有限公司（以下简称“中航上大”）股权结构调整而将其纳入合并会计报表范围的期间缩短，收入相应减少 1.9 亿元。

航空锻造业务是公司的核心业务，目前公司形成了防务产品锻造为主导和民品锻造为补充，传统工艺和新技术相结合发展的业务格局。公司

锻造业务经营实体有 4 家子公司，主要从事环轧件、结构锻件、中小型精密铸件、汽车用及摩托车用等民用铸件产品。近年来公司不断扩张民品锻件产能。截至 2016 年 3 月底，公司锻造产品生产能力达 98,399 吨/年。

产量方面，锻造产品产量持续增加，2015 年公司锻造产品产量达 62,018 吨/年，主要是公司保持军品需求的同时扩大民品业务的生产。

销量方面，公司锻铸产业深化产业协同发展布局，在防务产品、转包、民品业务上均实现稳步增长。防务产品业务方面，各子公司均实现了 17% 以上的增长。航空转包方面，为道蒂、空客、RR 等国际客户的配套订单有所突破，启动了与意大利艾维欧东安传动有限公司铝合金锻件产品的合作项目。民品业务方面，积极向高铁行业进军，与国内高铁行业的新客户建立了合作关系，开发进入了德国的高铁项目；同时，打开民用直升机领域，进入民用航空高温合金、钛合金锻件市场。受益于防务订单的增长，公司锻造产品销量逐年上升，2015 年为 60,964 吨，同比增长 35.72%，2016 年 1~3 月为 10,340 吨，基本与上年同期持平。

表 3：公司锻造产品生产销售情况（吨/年、吨）

	2013	2014	2015	2016.1~3
产能	90,399	98,399	98,639	98,639
产量	39,804	47,577	62,018	11,273
销量	37,377	44,918	60,964	10,340
产能利用率	44.03	48.35	62.87	45.71

注：公司 2016 年 1~3 月产能利用率为年化后数据。

资料来源：公司提供

锻造材料销售业务方面，公司控股子公司中航特材为其他企业提供稳定的特材供应渠道，销售高温合金、钛及钛合金、耐蚀合金、精密合金、特种不锈钢及高档模具材料等。2015 年，因中航特材于 2015 年 6 月才全面恢复业务，其外销收入较上年度大幅减少。同期，对于中航特材与航天赫等公司发生的债权债务诉讼，公司计提坏账准备 6.12 亿元。

金属材料业务方面，主要通过中航上大运营。本年度中航上大引入新的投资者，公司对其持股比例下降不再拥有控制权，不再纳入合并会计报表范围，导致该部分业务收入同比下降 61.95%。

总体看，2015 年以来，公司防务订单增长，航空锻造业务收入上升；但受产品、客户结构调整影响，锻造材料销售和金属材料业务规模大幅缩减，使得锻造板块整体收入同比下滑。

凭借在防务产业较强的竞争力，跟踪期内公司高端液压集成产业在行业不景气的情况下保持稳定增长

公司高端液压集成板块包括液压产品、散热器、高端智能装备等，分别由子公司中航力源液压股份有限公司（以下简称“力源液压”）、贵州永红航空机械有限责任公司（以下简称“永红公司”）和中航（沈阳）高新科技有限公司（以下简称“高新公司”）经营。2015 年，得益于防务产品订单的增长以及市场和产品结构调整，公司高端液压集成板块营业收入为 11.67 亿元，同比增长 3.37%。

液压产品方面，主要包括柱塞式液压泵/马达、液压铸件、液压集成系统等，覆盖航空、航天、工程机械、农用机械等多个领域。高压柱塞泵/马达在国内市场占有率约 60%，部分产品出口欧美等国家和地区。农机静液压传动装置近三年以 70% 的速度快速发展，在国内市场占有率 90% 以上；工程液压件拥有 42 个系列 600 多个型号的产品，已开始进入国际民用航空领域，为美国 GE、史密斯等公司转包生产民用航空零部件。产品销售方面，2015 年，液压业务实现营业收入 6.45 亿元，同比增长 5.09%。此外，公司在民品业务方面的发展态势也优于行业平均水平（从行业协会提供的资料来看，截至 2015 年 11 月，主要配套的工程起重机市场同比下滑了 43.3%，挖掘机市场下滑了 25.6%），主要体现为在工程机械领域，通过与卡特彼勒合资合作，成功实现批量交付；向徐工集团提供并实现了五型产品交付装机考核，其中两型已定型生产。在农业机械领域，实现旋耕机等主流配套目标，实现玉米收割机近百台产品交付装机考核，覆盖国内主流主机生产企业。在液压系统集成领域，实现批量生产；航空转包业务实现同比增长 32%。

散热器方面，永红公司生产的散热器产品中铝制板翅式散热器具有较强竞争力，其产品除可

为国内多种飞机、发动机航电系统配套外，还可为工程机械等民用行业的液压系统、润滑系统等提供配套。永红公司散热器产品主要外销，近年来开始拓展国内市场。2015 年，公司散热器实现营业收入 5.04 亿元，同比增长 7.23%。其中散热器民品的内、外贸业务受工程机械低迷影响，收入同比均有所下滑；防务产品同比增长 29.6%。永红公司积极推进军民分线，完成了民品搬迁项目建设；开拓铁路机车和水冷板市场，实现收入同比增长 20% 以上。

高端智能装备方面，高新公司主要以航空工业领域的智能装备为主要业务方向，已形成具备自主知识产权的智能机器人产品，并进行了小量应用。此外，高新公司控股子公司中航天地激光科技有限公司与北京航空航天大学合作研发钛合金、高强度激光增材制造技术(3D 打印技术)。2015 年，公司高端智能装备实现营业收入 0.18 亿元，受军品订单的减少，收入同比降低 59.09%。

总体看，2015 年公司液压产品市场不断拓展，防务产品业务稳中有进，高端液压集成产业在行业不景气的情况下保持稳定增长。

2015 年受益于风电塔筒收入增加，公司新能源板块收入增加

公司新能源投资业务主要以风电场投资为主，分别由中航世新燃气轮机股份有限公司（以下简称“中航世新”）和中航新能源经营。公司已有两个风电场（15 万千瓦）投入商业运行，同时在燃机发电、生物质发电、太阳能发电等其他新能源投资领域也进行了积极探索。目前已在全国形成各类新能源项目资源储备超过 200 万千瓦，其中风电约占 85%。2015 年，公司新能源板块收入为 8.01 亿元，同比增长 17.70%。

中航世新主要产品有燃气轮机和风电塔筒等，具有燃机和工程项目总包资质。2015 年，子公司中航虹波风电设备有限公司塔筒业务实现营业收入 2.7 亿元，同比大幅增加 2 亿元。

中航新能源主要从事风力发电及风电设备投资、垃圾焚烧发电投资、燃机发电投资等新能源投资业务。2015 年中航新能源风力发电 19,297 万

千瓦时，较上年同期 22,666 万千瓦时减少 3,369 万千瓦时，下降 14.86%，其中百灵庙风电场一期项目同比下降 32.28%，大安乐胜风电场一、二期项目同比下降 4.83%。发电量萎缩的原因一是风电行业通病弃风限电；二是部分风电场风速下降；三是报告期内发生多次风机故障问题，例如百灵庙风电场一期项目风机由于年久老化，6 台风机机组出现故障停运，乐胜风电场一期项目受叶片断裂事故影响需要更换叶片等因素，都不同程度地影响了风场的正常运转发电。南充垃圾焚烧发电厂项目全年实现发电量 2,133 万度，处理垃圾 5.1 万吨，由于对部分配套设施改造使得整体发电机组停产时间较长，当年发电量同比下降 55.99%，预计未来将逐步进入正轨运营。虽然并网消纳问题仍制约我国风电产业发展，但在国家对风电等清洁能源的鼓励政策的推动下，公司依然在积极发电风电产业。2015 年 9 月，中航新能源分别与科尔沁左翼后旗人民政府、科尔沁右翼前旗人民政府、科尔沁右翼中旗人民政府签订完成《新能源项目开发框架协议》，未来将在科尔沁左翼后旗境内规划并分期投资建设 50 万千瓦风力发电和 10 万千瓦光伏发电项目。

表 4：近年来公司新能源发电情况（万千瓦时）

	2013	2014	2015	2016.1~3
产能	19,695.50	25,807.50	36,365.00	36,365.00
产量	17,442.48	22,252.32	21,430.00	3,667.00
销量	17,124.48	21,893.32	20,862.00	3,277.00

资料来源：公司提供

此外，中航新能源持有中航惠腾风电设备股份有限公司（以下简称“中航惠腾”）20%股份。中航惠腾主要从事风机叶片生产业务，受行业波动等因素影响，中航惠腾近年来呈亏损状态，2015 年，公司确认投资亏损 0.13 亿元。

总体看，2015 年新能源业务中风电场发电量下降，而风机塔筒销售收入增加，导致新能源收入呈增加态势；此外，参股公司中航惠腾持续亏损对公司投资收益造成负面影响。

表 5：近年来公司分业务收入和毛利率情况（亿元、%）

	2013		2014		2015		2016.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（原名为众环海华会计师事务所）（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度报。公司各期财务报表均依据新会计准则编制。中诚信国际将公司发行的短期融资券由“其他流动负债”调整至“短期借款”进行分析。

2015 年公司经营性业务利润小幅下降，受累于资产减值损失和营业外支出增加，利润总额呈现大额亏损

2015 年公司营业总收入为 58.77 亿元，同比略增 0.94%。分板块来看，2015 年，公司锻造行业收入较上年减少 3.86%，主要是锻造材料和金属材料销售收入大幅减少，一方面由于中航特材重新评估客户，为降低经营风险，减少部分外部客户销售，导致锻造材料销售大幅减少；另外，生产金属材料的中航上大引入新的投资者，公司对其持股比例下降不再拥有控制权，因此中航上大自 2015 年 10 月起不再纳入合并会计报表范围，导致该部分业务收入大幅减少。高端液压集成产业方面，收入同比小幅增加，主要是受益于防务产品订单的增长，以及在民品业务方面的发展态势也优于行业整体水平。新能源产业收入较上年增长 17.79%，主要是风机塔筒收入同比大幅增加所致。2016 年 1~3 月，公司营业总收入为 12.15 亿元，较上年同期增加 2.37%。

毛利率方面，2015 年公司营业毛利率基本与上年持平，其中锻造业务毛利率由于公司主动压缩毛利率较低的材料销售业务规模，同时航空锻造业务占比增加，导致板块毛利率由 2014 年的 20.41% 上升至 22.81%；而新能源板块由于公司发电量下降明显，发电机组利用率不佳，导致当年新能源业务毛利率同比下滑 8.31 个百分点。

锻造	46.75	15.75	39.00	20.41	37.50	22.81	8.10	24.97
—航空锻造	30.00	21.38	30.48	23.65	36.10	23.69	--	--
—锻造材料销售	12.87	4.79	5.52	9.83	0.26	5.79	--	--
—金属材料	3.91	8.58	3.00	7.00	1.14	-1.1	--	--
高端液压集成	10.36	23.54	11.29	23.84	11.67	24.71	2.74	23.24
—液压产品	6.05	23.46	6.14	23.81	6.45	25.04	--	--
—散热器	4.31	23.74	4.70	23.31	5.04	24.12	--	--
—高端智能装备	--	--	0.44	29.85	0.18	29.36	--	--
新能源	5.64	22.58	6.80	27.67	8.01	19.36	1.10	-1.20
其他业务	1.08	38.21	1.14	34.79	1.59	15.42	0.22	37.94
营业总收入/毛利率	63.86	18.00	58.23	22.21	58.77	22.52	12.15	22.45

资料来源：公司财务报表

期间费用方面，2015 年公司三费合计 10.56 亿元，同比增长 5.90%，三费收入比为 17.97%。在营业收入增长有限的情况下，公司三费收入比持续增加，期间费用控制能力有待加强。具体来看，2015 年公司销售费用 1.34 亿元，同比增长 8.41%，主要是运输费增加所致；管理费用 2015 年为 6.77 亿元，同比增长 7.39%，系研发费用规模加大所致；财务费用 2.45 亿元，主要为利息支出，基本与上年持平。2016 年 1~3 月，公司三费合计为 2.06 亿元，较上年同期减少 4.66%。

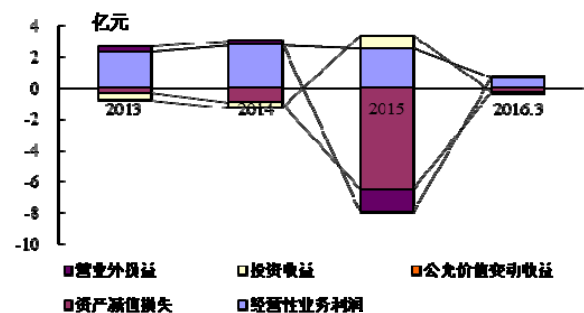
表 6：近年来公司期间费用情况（亿元、%）

	2013	2014	2015	2016.1~3
销售费用	1.14	1.24	1.34	0.24
管理费用	5.79	6.31	6.77	1.29
财务费用	2.07	2.43	2.45	0.53
三费合计	9.01	9.97	10.56	2.06
营业总收入	63.86	58.23	58.77	12.15
三费收入占比	14.11	17.13	17.97	16.92

资料来源：公司财务报表

从利润总额来看，2015 年公司利润总额为 -4.57 亿元，其中经营性业务利润为 2.53 亿元，同比减少 8.65%。同期，由于中航特材对中航天赫等单位诉讼债权计提坏账损失 6.12 亿元，以及控股子公司中航新能源因对外担保预计很有可能承担连带担保责任而确认营业外支出 1.7 亿元，导致公司利润总额大幅减少，由 2014 年盈利 1.78 亿元转为亏损 4.57 亿元。2016 年 1~3 月，公司利润总额为 0.45 亿元，较上年同期增长 26.41%，主要由于经营性业务利润增加所致。

图 2：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，2015 年公司受累于坏账损失和营业外支出大幅增加，利润总额呈现大额亏损。中诚信国际将对公司盈利水平的变化情况保持关注。

2015 年公司获现能力增强，经营活动净现金流大幅增加；同时保持一定的投资及筹资规模

2015 年，公司经营活动净现金流为 6.40 亿元，同比大幅增加，主要受益于库存减少及应收账款回款增加。公司投资活动现金流为净流出 8.79 亿元，其中包括构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 6.54 亿元，以及中航上大不再纳入合并，导致投资支出 2.32 亿元。由于公司经营活动净现金流入规模无法满足投资活动的资金需求，公司需依赖外部融资。2015 年，公司筹资活动净现金流为 6.51 亿元，同比增长 37.29%，主要是中航上大在合并期内收到增资款及中航特材收到少数股东增资款。2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流出 2.48 亿元，较 2015 年同期净流出

出大幅增加，主要是由于一季度公司预付账款增加。

表 7：近年来公司现金流情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016.1~3
经营活动现金流入	58.14	48.12	61.23	8.94
经营活动现金流出	56.06	46.68	54.83	11.42
经营活动净现金流	2.08	1.44	6.40	-2.48
投资活动现金流入	0.20	0.06	0.08	0.01
投资活动现金流出	10.64	7.39	8.86	1.35
投资活动净现金流	-10.44	-7.33	-8.79	-1.33
筹资活动现金流入	34.31	34.48	46.88	4.86
其中：吸收投资	0.27	0.12	4.32	-
借款	33.04	29.90	39.06	4.09
筹资活动现金流出	30.80	29.73	40.37	6.17
其中：偿还债务	26.33	24.56	34.23	4.48
筹资活动净现金流	3.52	4.74	6.51	-1.31
现金及等价物净增	-4.85	-1.14	4.13	-5.12

资料来源：公司财务报表

总体来看，2015 年，由于应收账款及存货的减少，公司获现能力上升；随着在建、拟建项目的推进，公司将保持一定的投资支出及筹资规模。

跟踪期内公司债务规模上升，各项偿债能力指标有所弱化

2015 年底，公司资产总额为 131.85 亿元，其中流动资产占比为 61.08%。具体来看，流动资产主要为货币资金、应收账款和存货。其中，2015 年底，公司应收账款同比下降 22.27%，主要为公司开展应收账款和存货专项清理活动，导致应收账款回款增加；存货余额同比下降 6.72%，主要是原材料下降所致；货币资金较上年底增加 32.08%，系公司销售回款增加所致。截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 132.33 亿元，与 2015 年底基本持平。

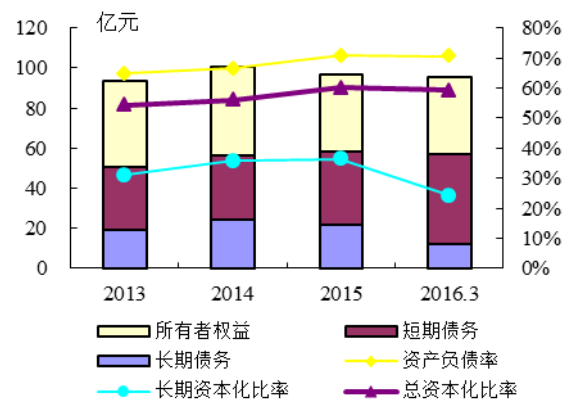
负债方面，2015 年底公司负债总额为 93.38 亿元，较 2014 年底增长 5.85%，主要是短期借款、应付账款及预计负债增加，其中预计负债来源于中航新能源对外担保导致的代偿风险。2015 年底公司总债务为 58.25 亿元，其中长短期债务比为 1.64 倍，主要是由于短期借款增加，及长期借款转为一年内到期的非流动负债所致。截至 2016 年

3 月底，公司总债务为 56.74 亿元，长短期债务比为 3.54 倍。

所有者权益方面，2015 年底公司所有者权益为 38.47 亿元，同比减少 12.96%，主要是由于公司当年亏损，以及少数股东权益减少所致。2016 年 3 月底，公司所有者权益为 38.86 亿元，较上年底小幅增加，系一季度公司盈利所致。

资产结构方面，2015 年底公司资产负债率及总资本化比率分别为 70.82% 和 60.23%，与 2014 年相比，由于所有者权益下降，负债规模攀升，导致两比率分别增加 4.20 和 4.12 个百分点。2016 年 3 月底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 70.64% 和 59.36%，基本与上年底持平。

图 3：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从偿债能力上来看，2015 年受益于公司经营活动净现金流大幅增加，其对债务本息的覆盖能力增强，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别增加至 0.11 倍和 2.30 倍。而由于公司盈利下降，EBITDA 大幅减少，其对债务本息的覆盖能力减弱，其中总债务/EBITDA 由 2014 年的 7.80 倍大幅增加至 57.27 倍，而 EBITDA 利息倍数则下降至 0.37 倍。2016 年一季度，由于经营活动净现金流为负值，其对债务本息无覆盖能力。

表 8：近年来公司偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.3
短期债务(亿元)	31.60	31.84	36.17	44.26
总债务(亿元)	50.82	56.49	58.25	56.74
经营活动净现金流(亿元)	2.08	1.44	6.40	-2.48
EBITDA(亿元)	6.55	7.24	1.02	--

资产负债率(%)	64.78	66.62	70.82	70.64
总资本化比率(%)	54.34	56.10	60.23	--
总债务/EBITDA(X)	7.75	7.80	57.27	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.03	0.11	-0.17*
EBITDA 利息倍数(X)	2.79	2.57	0.37	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.88	0.51	2.30	--

注：加“*”指标已经过年化处理。

资料来源：公司财务报表

或有负债方面，截至2015年底，公司对外担保余额为1.16亿元，全部为中航新能源对中航惠腾风电设备股份有限公司的担保。截至2015年底，中航惠腾总资产为11.77亿元，负债20.96亿元，净资产-9.19亿元，已资不抵债；2015年营业收入5.53亿元，净利润-8.13亿元，经营情况欠佳，公司面临代偿风险，已全额计提预计负债。

受限资产方面，截至2016年3月底，公司受限货币资金为8,980.18万元。

公司为A股上市公司，权益融资渠道畅通。银行授信方面，截至2016年3月底，公司获得金融机构授信额度共计60亿元，其中尚未使用的额度为20亿元。

截至2016年3月底，公司存在的重大诉讼有4笔，包括下属子公司中航特材诉天赫公司案件，诉讼债权计2.24亿元；中航特材诉北京东方宝辰国际投资有限公司、天赫公司、李俊文案件，诉讼债权计2.72亿元；中航特材诉北京宝文顺隆贸易有限公司、天赫公司、李俊文案件，诉讼债权计1.03亿元，案件四：中航特材诉唐山市南堡开发区荣泰商贸有限公司、天赫公司案，诉讼债权计0.13亿元，共计6.12亿元。公司已于2015年全额计提坏账准备。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，2014年9月，公司下属控股子公司中航特材0.57亿元银行承兑汇票本金逾期，截至征信报告出具日，中航特材已结清0.09亿元，剩余0.48亿元计划于2015年9月偿还；2014年12月，中航特材0.30亿元银行流动资金贷款逾期，截至征信报告出具日，上述逾期贷款已结清；2015年1月，中航特材0.41亿元银

行承兑汇票本金逾期，截至征信报告出具日，上述逾期票据已结清。除上述情况外，近三年公司未有其他延迟支付本金和利息的情况。公司发行的债务融资工具，到期的均已兑付，未到期的按期支付利息。

表9：公司债务融资工具存续情况

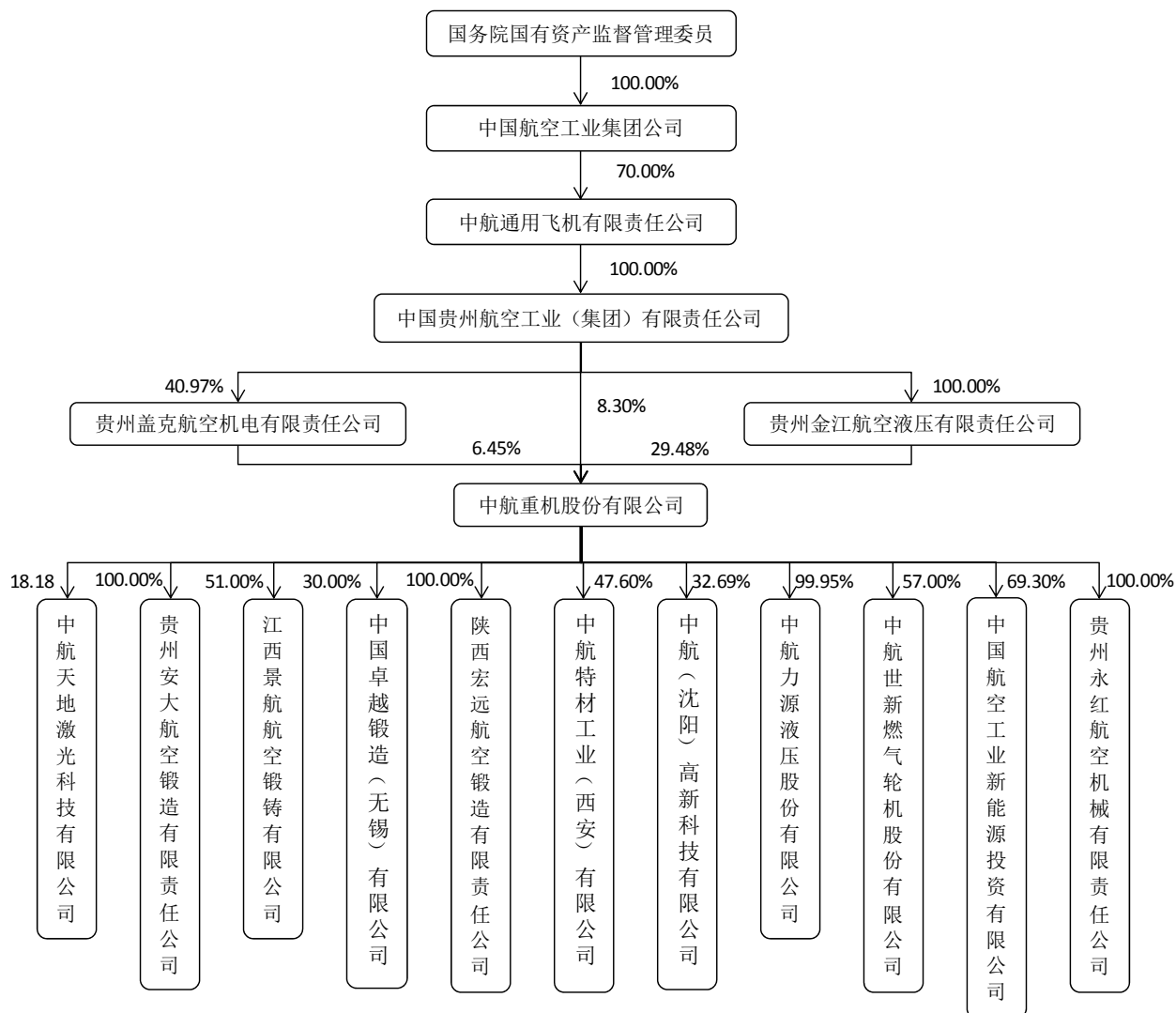
债务融资工具简称	发行额(亿元)	期限	利率类型	备注
15 中航重 CP001	6	1 年	零息利率	尚未到期
11 航机 01	9.96756	5 年	固定利率	尚未到期

资料来源：根据公开资料整理

结论

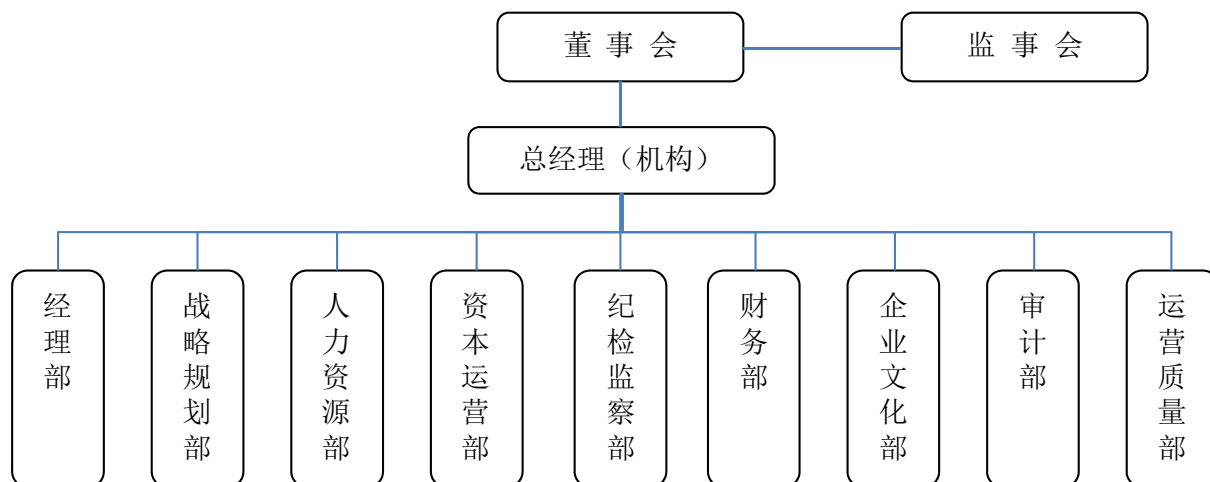
综上，中诚信国际维持中航重机股份有限公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“15 中航重 CP001”的债项信用等级为A-1。

附一：中航重机股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附二：中航重机股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：中航重机股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	128,638.13	106,835.81	141,113.20	89,780.11
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	228,346.80	293,260.61	227,949.20	275,782.23
其他应收款	15,334.27	38,615.08	13,673.55	16,315.31
存货净额	219,415.80	241,226.12	225,017.39	226,832.60
长期投资	16,169.25	14,368.33	28,568.05	28,293.57
固定资产	244,901.84	285,867.18	298,199.15	291,683.33
在建工程	143,877.34	140,680.07	76,306.19	84,438.88
无形资产	42,670.63	41,874.13	94,638.61	94,001.58
总资产	1,212,856.32	1,324,219.40	1,318,493.67	1,323,261.31
其他应付款	23,907.04	28,713.99	24,603.24	24,525.42
短期债务	316,005.67	318,437.03	361,707.64	442,585.30
长期债务	192,229.00	246,492.49	220,799.01	124,853.56
总债务	508,234.67	564,929.52	582,506.65	567,438.85
净债务	379,596.54	458,093.71	441,393.44	477,658.74
总负债	785,745.53	882,222.23	933,790.83	934,702.55
财务性利息支出	21,679.73	25,093.95	25,486.74	--
资本化利息支出	1,849.91	3,082.81	2,291.78	--
所有者权益合计	427,110.78	441,997.17	384,702.84	388,558.76
营业总收入	638,585.70	582,255.35	587,730.42	121,491.48
三费前利润	113,369.54	127,470.25	130,952.13	27,044.93
投资收益	-4,445.92	-3,551.28	8,205.13	-276.61
净利润	13,783.45	12,822.66	-53,942.36	3,306.27
EBIT	40,886.92	42,912.56	-20,180.02	--
EBITDA	65,542.93	72,405.55	10,170.43	--
经营活动产生现金净流量	20,809.26	14,429.15	63,994.04	-24,792.52
投资活动产生现金净流量	-104,380.54	-73,318.99	-87,851.06	-13,333.68
筹资活动产生现金净流量	35,168.17	47,440.65	65,133.22	-13,053.93
现金及现金等价物净增加额	-48,494.26	-11,432.96	41,345.95	-51,201.64
资本支出	104,261.65	73,904.99	65,423.61	13,455.81
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	18.00	22.21	22.52	22.45
三费收入比(%)	14.11	17.13	17.97	16.92
EBITDA/营业总收入(%)	10.26	12.44	1.73	--
总资产收益率(%)	3.57	3.38	-1.53	--
流动比率(X)	1.40	1.41	1.24	1.09
速动比率(X)	0.99	0.99	0.89	0.78
存货周转率(X)	2.62	1.97	1.95	1.67*
应收账款周转率(X)	2.80	2.23	2.26	1.93*
资产负债率(%)	64.78	66.62	70.82	70.64
总资本化比率(%)	54.34	56.10	60.23	59.36
短期债务/总债务(%)	62.18	56.37	62.10	78.00
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	0.03	0.11	-0.17*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.07	0.05	0.18	-0.22*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.88	0.51	2.30	--
总债务/EBITDA(X)	7.75	7.80	57.27	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.23	0.03	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.79	2.57	0.37	--

注：公司财务报表按照新会计准则编制；2016 年一季度财务报表未经审计；加“*”数据已经过年化处理；中诚信国际将公司发行的短期融资券由其他流动负债调整至短期借款进行分析。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

注：三费前利润中“利息支出、手续费及佣金收入、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出和分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等 级	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调