



中债资信评估有限责任公司
China Credit Rating Co., Ltd.

中国航空技术国际控股有限公司 跟踪评级报告

2015年6月3日

中国航空技术国际控股有限公司

跟踪评级

跟踪评级

信用等级: AAA- 评级展望: 稳定
评级时间: 2015.06.03

上次评级

信用等级: AAA- 评级展望: 稳定
评级时间: 2014.06.26

分析师

林锦 周凯霖

电话: 010-88090069

邮箱: linjin@chinaratings.com.cn

中债资信是国内首家以采用投资人付费运营模式为主的新型信用评级公司,以“依托市场、植根市场、服务市场”为经营理念,按照独立、客观、公正的原则为客户提供评级等信用信息综合服务。

市场部

电话: 010-88090123

传真: 010-88090102

邮箱: cs@chinaratings.com.cn

地址: 北京西城区金融大街28号院

盈泰中心2号楼6层(100032)

网站: www.chinaratings.com.cn

跟踪评级观点

中债资信评估有限责任公司(以下简称“中债资信”)认为中国航空技术国际控股有限公司(以下简称“中航国际”或“公司”)在跟踪期内保持了多元化的经营格局,较好的平滑了宏观经济下行对公司经营的负面影响,公司整体经营风险仍极低;公司盈利能力基本稳定,债务负担小幅下降但仍较高,财务风险仍保持在较低水平,外部支持仍具有很强的增信作用,维持公司的主体信用等级为 AAA-, 评级展望为稳定。

公司概况

公司为中航工业下属的综合产业平台。跟踪期内,公司的业务仍较为多元,包括国际航空、电子业务、零售及高端消费品、物流贸易和房地产等业务板块;截至2014年末,公司股权结构未发生变化,直接控制人仍为中国航空工业集团公司(简称“中航工业”),持有公司62.52%股权,实际控制人仍为国务院国资委。

经营风险: 整体经营风险仍维持在极低水平

国际航空方面,2014年全球航空产品市场整体运营稳定,其中军用航空设备的需求随着各国对国防设备更新需求持续增强以及中国国防实力的不断增强而稳定增长,民用航空产品则在新兴经济体对支线航空和通用航空设备的需求支撑下仍保持高速增长,同时国家对航空工业仍保持较高的支持力度,整体看,国际航空设备贸易业务经营风险不大。零售及高端消费品方面,2014年以来,宏观经济低迷导致内需增长继续承压,零售业的需求端受到一定抑制,同时电商的持续扩张快速挤占传统零售企业的市场份额,行业竞争不断加剧;此外,租金、人力成本和宣传费用等经营成本的上涨也压缩了零售企业的盈利空间,行业风险有所上升。房地产方面,2014年房地产行业经历了新一轮市场调整,销量及均价均出现负增长,整体仍延续了2013年以来的低迷态势,但受“930新政”及降息降准等政策刺激,四季度以来市场呈现一定筑底复苏迹象,预计短期内行业仍以去库存为主,2015年市场表现或将进一步改善,但长期增长放缓态势不变,整体仍面临一定的需求压力。

国际航空方面,作为中航工业航空产品进出口的主窗口以及全国最大的航空转包生产专业增值服务商,公司的国际航空业务仍保持了较强的稳定性,2014年公司国际航空业务营业收入及毛利润分别为184.12亿元和29.51亿元,与2013年基本持平。贸易物流主要由国际贸易和大宗商品贸易构成,国际贸易受国际航运市场持续低迷、新船建造需求及价格大幅降低的困境,以及受公司新能源发电领域处于起步阶段的影响,国际贸易板块盈利能力下降,2014年公司该板块的收

免责声明: 1、本报告用于相关决策参考,并非某种决策的结论、建议等; 2、本报告所引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理,中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 3、本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域(不含港澳台)的信用评级业务,与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

中国航空技术国际控股有限公司

相关参考资料

评级方法:

[中债资信工商企业主体评级方法总论
\(2013.1\)](#)

评级报告:

[中国航空技术国际控股有限公司跟踪评级
\(2014.6\)](#)

[中国航空技术国际控股有限公司主体信用
评级 \(2013.12\)](#)

入及毛利润为 124.03 亿元和 9.58 亿元, 分别较 2013 年下降 39.88% 和 28.83%, 毛利率降至 7.72%。贸易物流业务中的大宗商品贸易业务近年来业务规模呈扩张的趋势, 截至 2014 年底, 公司大宗贸易收入达到 480.41 亿元, 同比增长 7.38%, 占全年营业收入总额的 32.00%, 但毛利率仅为 0.85%, 较 2013 年同比下降 0.47%。大宗商品价格波动性较大, 在经济下行、产能过剩的压力下, 钢铁、煤炭等部分化工原料行业景气度低靡, 产业链上下游资金链较为紧张。资源开发与投资方面, 公司 2014 年实现营业收入 53.08 亿元, 同比增长 161.99%。电子业务板块, 公司液晶显示器制造业务主要是通过下属上市公司深天马来实现, 深天马是我国规模最大的液晶面板 (LCD) 及模块 (LCM) 制造商之一。跟踪期内, LCD 行业在智能手机、平板电脑及专业显示产品的带动下保持了较高的增长态势, 公司仍保持较高的行业地位, 同时公司不断加强技术及新品研发, 已掌握了 LTPS、On-cell、In-cell、AMOLED、Oxide、3D 等前沿技术, 技术仍保持国内领先水平, 产品整体竞争力较强。2014 年, 其收入为 154.67 亿元, 较 2013 年增长 20.58%。零售及高端消费品板块, 公司下属的天虹商场 2014 年位列“中国连锁百强排行榜”前列, 市场地位得以保持, 且在华南地区仍具有较强的区位优势, 同时门店布局稳步推进, 并通过“天虹微店”、“O2O”等创新模式抢占抢占电商市场份额, 整体零售业务保持稳步发展; 跟踪期内, 公司的手表制造仍定位于中高端, “飞亚达”品牌连续第十七年居全国市场同类产品销量第一, 保持了较强的品牌竞争力。在零售行业景气度下滑以及奢侈品增速进一步放缓的背景下, 该板块 2014 年营业收入为 208.37 亿元, 同比下降 6.25%, 毛利率为 25.06%, 较 2013 年下滑 3 个百分点。房地产与酒店板块方面, 2014 年底地产与酒店收入为 285.03 亿元, 同比增长 19.09%, 毛利率为 29.15%, 地产与酒店业务的扩张以及高利润率的业务特征使其成为公司利润的主要来源。从规模看公司已跻身全国一线房地产商, 且土地储备面积充足, 但项目多位于二三线城市, 未来面临较大的去库存压力及投资开发资金压力。

短期看, 公司的多元化业务特征仍将延续, 整体业务运营有望稳步发展, 并且在国际航空、电子产品、零售及高端消费品、房地产等业务板块的产品竞争力及行业地位有望保持, 整体经营风险极低。

财务风险: 仍维持在较低水平

盈利方面, 多元化经营下, 公司收入及毛利率基本稳定, 2014 年实现 1,501.31 亿元收入和 15.08% 的毛利率水平, 较 2014 年均有一小幅增长, 但期间费用同比增长 17%, 抵消了经营性业绩的增加; 此外, 公司投资性房地产评估增值弥补了公司投资收益下降的影响, 2014 年公司实现 62.76 亿元的利润总额, 与 2013 年基本一致¹。截至 2014 年底, 公司固定资产较去年增加 70 亿元, 增长幅度高达 26.75%, 系天马微电子投资厦门建厂所致, 新工厂的竣工投产提升公司 LTPS 显示屏产能, 在 LTPS 市场目前供需缺口大, 价格逆势上涨的背景下,

¹ 若剔除投资性房地产评估增值影响, 公司利润总额约为 43 亿元, 同比下降约 30%

对公司盈利能力的提升有一定推动作用，中债资信将持续关注对该项目盈利的影响。现金流方面，2014 年公司经营活动净现金流量净额为-38.46 亿元，较去年下降约 60 亿元，主要原因为公司土地储备大幅增加导致存货同比增长约 300 亿元，但企业未就土地储备提供进一步明细介绍。资本结构方面，跟踪期内，公司发行永续债（80 亿元）²、股东增资（19.19 亿元）、利润积累（约 40 亿元），资产负债率和全部债务资本化比率分别由 2013 年末的 83.34%和 72.40%下降至 79.21%和 66.39%；若剔除永续债发行影响，公司资产负债率在 81%左右。偿债指标方面，公司长短期偿债指标基本稳定，其中流动比率为 1.23 倍，全部债务/EBITDA 为 7.35 倍。综上所述，跟踪期内公司盈利表现与上年基本一致，受存货增长影响公司现金流呈现明显波动，债务负担小幅下降但仍处于高位，综合看跟踪期内公司财务状况基本稳定，公司财务风险较低。

外部支持：具有很强的增信作用

跟踪期内，公司的直接控制人仍为中航工业，实际控制人仍为国务院国资委。作为中航工业非军工业务发展整合的重要平台，公司在资金、技术、管理等方面仍能得到控股股东的全面支持，同时深圳市政府对公司的支持也未发生变化，股东和政府的外部支持仍对公司具有很强的增信作用。

评级展望：稳定

公司拥有国际航空、贸易物流、高端消费品与零售、地产与酒店、电子高科技及资源开发六大业务板块，多元化的业务体系增强公司整体的抗风险能力。未来 12~18 个月，公司行业地位以及盈利水平有望继续保持，其经营风险有望保持极低水平。同时，债务负担及偿债指标亦将维持在较好水平，公司整体财务状况预计将保持稳定，财务风险维持较低水平。综合考虑上述主要评级要素的预期表现，中债资信给予公司的评级展望为稳定。公司未来 80 亿中期票据（永续债）的偿还情况以及房地产类资产价格波动的不确定性，可能导致公司盈利水平、经营现金流水平以及债务负担的变化，可能触发信用等级或展望的调整。

² 公司永续债条款显示，该债在 2019 年将提高 300 个基点的票面利率，或将触发公司提前偿付债券，中债资信将持续关注该事项

附件一：

表 1：公司主营业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
国际航空	75.40	94.54	162.07	184.12
贸易物流	477.51	653.61	653.71	604.44
高端消费品与零售	154.20	171.67	222.25	208.37
地产与酒店	66.88	152.45	239.34	285.03
电子高科技	119.38	114.02	128.27	154.67
资源开发与投资	11.91	14.81	20.26	530.79
合计	905.28	1201.10	1425.90	1967.42

资料来源：公开资料，中债资信整理

表 2：公司毛利润构成情况（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
国际航空	16.52	22.44	25.26	29.51
贸易物流	28.32	32.62	19.38	13.67
高端消费品与零售	37.49	42.02	48.63	52.22
地产与酒店	22.07	45.03	70.93	8.31
电子高科技	8.73	15.36	26.50	29.58
资源开发与投资	1.70	1.67	2.70	32.64
合计	114.83	159.14	193.40	165.93

资料来源：公开资料，中债资信整理

表 3：截至 2014 年 9 月 公司金额较大在建工程项目（单位：万元）

投资项目	预算数	已投资额	资金来源	未来资本支出			计划完成时间
				2015 年	2016 年	2017 年	
飞亚达钟表研发制造中心	32000	4636	自筹、贷款	15400	8000	2000	2015.12
中航国际北京航空城	110000	30231	自筹、贷款	19819	0	0	2015.6
无锡生产基地项目	217000	17000	自筹	80000	60000	40000	2017.12
8#楼项目(龙岗厂 8 号楼建设)	79000	54200	自筹	21700	0	0	2015.12
厦门天马第 5.5 代生产线项目	700000	66200	自筹、贷款	52500	0	0	2014.12
合计	1138000	172267		189419	68000	42000	

资料来源：公开资料，中债资信整理

附件二：

公司主要财务数据和指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 Q1
应收账款	136.92	152.37	185.24	153.62
其他应收款	95.78	151.87	119.80	138.28
存货	516.31	619.64	921.11	954.35
长期股权投资	63.24	76.65	51.72	52.26
固定资产	160.21	184.35	251.66	252.33
在建工程	63.90	77.33	88.92	96.95
无形资产	67.09	73.85	84.41	84.12
资产总计	1732.38	2122.32	2432.94	2501.52
其他应付款	85.15	72.74	115.35	101.75
负债合计	1417.77	1768.82	1927.17	1983.14
所有者权益合计	314.61	353.50	505.77	518.38
营业总收入	1209.66	1444.80	1501.31	241.58
投资收益	9.88	16.75	6.32	3.32
利润总额	45.21	62.66	62.76	2.59
销售商品、提供劳务收到的现金	1460.28	1716.36	1717.04	366.26
经营活动现金流入量	1632.21	1902.14	2017.06	519.59
经营活动现金流量净额	10.80	21.51	-38.46	-22.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	75.40	66.80	76.80	17.50
投资活动现金流量净额	-103.01	-93.31	-100.10	-14.86
筹资活动现金流量净额	153.03	114.32	59.93	128.59
现金类资产	294.46	331.00	245.96	276.29
短期债务	436.95	475.30	478.26	479.78
长期债务	296.87	452.14	520.85	692.00
全部债务	733.82	927.44	999.11	1171.78
EBIT	73.05	91.83	100.15	—
EBITDA	96.83	118.60	135.96	—
应收账款周转率（次）	9.02	8.81	7.96	—
存货周转率（次）	2.54	2.18	1.65	—
资产负债率（%）	81.84	83.34	79.21	79.28
全部债务资本化比率（%）	69.99	72.40	66.39	69.33
长期债务资本化比率（%）	48.55	56.12	50.73	57.17
营业毛利率（%）	13.70	14.21	15.08	17.41
总资产报酬率（%）	4.85	4.77	4.40	0.83
净资产收益率（%）	11.02	13.12	9.57	0.90
期间费用收入比（%）	10.79	9.70	10.89	17.59
现金收入比（%）	120.72	118.80	114.37	151.61
经营净现金/EBITDA（%）	11.15	18.14	-28.29	—
流动比率（倍）	1.10	1.14	1.23	1.39
速动比率（倍）	0.61	0.65	0.54	0.61
保守速动比率（倍）	0.28	0.26	0.18	0.22
全部债务/EBITDA（倍）	7.58	7.82	7.35	—
EBITDA 利息保障倍数（倍）	3.43	3.78	3.36	—
经营净现金利息保障倍数（倍）	0.38	0.68	-0.95	—

信用评级报告声明

（一）中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）对中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。

（二）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（四）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体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、建议等。

（六）本报告中引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起 18 个月内有效；在有效期内，该信用等级有可能根据中债资信跟踪评级的结论发生变化。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。

独立公正 开拓创新

服务至上 专业求真



地 址：北京市西城区金融大街28号院盈泰中心2号楼6层
业务专线：010-88090123
传 真：010-88090162
网 站：www.chinaratings.com.cn



公司微博



公司微信