



跟踪评级公告

大公报 SD【2016】381 号

大公国际资信评估有限公司通过对中国航空技术国际控股有限公司及“12 中航国际债/12 中航债”、“12 中航股 MTN1”、“13 中航股 MTN1”、“14 中航国际 MTN001”、“14 中航国际 MTN002”、“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”的信用状况进行跟踪评级，确定中国航空技术国际控股有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“12 中航国际债/12 中航债”、“12 中航股 MTN1”、“13 中航股 MTN1”、“14 中航国际 MTN001”、“14 中航国际 MTN002”、“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年六月二十四日



中国航空技术国际控股有限公司

主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】381 号

主体信用

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

债券简称	额度(亿元)	期限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
12 中航国际债/12 中航债	18	7	AAA	AAA
12 中航股 MTN1	15	5	AAA	AAA
13 中航股 MTN1	10	5	AAA	AAA
14 中航国际 MTN001	30	5(5+N)	AAA	AAA
14 中航国际 MTN002	50	5(5+N)	AAA	AAA
15 中航国际 MTN001	18	5(5+N)	AAA	AAA
15 中航债	50	5	AAA	AAA

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	2,990	2,820	2,435	2,122
所有者权益	668	687	506	354
营业收入	246	1,328	1,501	1,445
利润总额	3.83	74.44	62.75	62.66
经营性净现金流	-71.84	-16.84	-38.46	21.51
资产负债率(%)	77.67	75.63	79.24	83.34
债务资本比率(%)	68.18	63.94	68.01	73.57
毛利率(%)	17.75	16.61	15.08	14.21
总资产报酬率(%)	0.70	3.82	4.19	4.33
净资产收益率(%)	0.27	7.54	8.13	12.38
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-4.20	-0.24	-0.57	0.45
经营性净现金流/总负债(%)	-3.23	-0.83	-2.08	1.35

注：2014 年末数据采用 2015 年审计报告调整后的期初数。2016 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杜蕾

评级小组成员：周雪莲 丁兰

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传真：010-84583355

Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

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”）主要从事国际航空、贸易物流、高端消费品与零售、地产与酒店、电子高科技和资源开发等业务。评级结果反映了公司在我国航空产品贸易领域仍然占据显著地位、海外营销网络广泛、保持了开展成套设备和政府类贸易项目的渠道优势等有利因素，同时也反映了公司资产负债率仍然较高、经营性净现金流对债务的保障能力仍较弱等不利因素。

综合分析，大公对公司“12 中航国际债/12 中航债”、“12 中航股 MTN1”、“13 中航股 MTN1”、“14 中航国际 MTN001”、“14 中航国际 MTN002”、“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 我国航空工业较强的生产制造能力、全球民用支线飞机的强劲需求及国家对航空工业的支持政策继续为航空贸易发展提供有利支撑；
- 公司是我国航空领域对外合作的主渠道和最大的航空产品销售商，仍然占据显著的行业地位；
- 公司海外营销网络广泛，保持了开展成套设备和政府类贸易项目的渠道优势。

不利因素

- 公司所从事的大宗商品贸易经营环境依然严峻，2015 年以来公司退出部分贸易物流业务，营业收入同比有所下降；
- 2015 年以来，公司有息债务继续增长，资产负债率仍处于较高水平；
- 2015 年以来，公司经营性现金流持续为净流出，不利于对债务和利息的保障。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的中国航空技术国际控股有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

中航国际的前身为中国航空技术进出口总公司（以下简称“中航技总公司”），成立于1979年，是中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”）拥有的、以从事国家防务和民用航空所需要的航空技术和产品进出口为核心业务的综合性大型国有企业，2008年改制为一人有限责任公司，并更名为现名。此后，公司引入外部战略投资者，并与中国航空工业供销有限公司（以下简称“中航供销”）等公司重组。截至2016年3月末，公司注册资本为95.78亿元，其中中航工业持股62.52%，全国社会保障基金理事会（以下简称“全国社保基金”）持股14.31%，北京普拓瀚华股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“普拓资本”）持股14.31%，中航建银航空产业股权投资（天津）有限公司（以下简称“中航建银（天津）”）持股8.86%；控股股东中航工业是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直属的特大型央企，因此，公司的实际控制人是国务院国资委。

中航国际形成了国际航空、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个板块的业务结构。截至2016年3月末，公司拥有8家上市公司，分别为：中航国际控股股份有限公司（中航国际控股，股票代码0161.HK）、深圳市飞亚达（集团）股份有限公司（飞亚达A，股票代码000026.SZ；飞亚达B，股票代码200026.SZ）、深圳天马微电子股份有限公司（深天马A，股票代码000050.SZ）、深圳中航地产股份有限公司（中航地产，股票代码000043.SZ）、中国航空工业国际控股（香港）有限公司（中国航空工业国际，股票代码0232.HK）、深圳天虹商场股份有限公司（天虹商场，股票代码002419.SZ）、中航国际船舶控股有限公司（AVIC，股票代码021.SG）、德国洪堡公司（德国洪堡，股票代码KWG.FWB）。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
12 中航国际债 /12 中航债	18 亿元	2012. 03. 12~2019. 03. 12	15 亿元用于厦门天马生产线工程项目, 3 亿元补充营运资金	已按募集资金要求使用
12 中航股 MTN1	15 亿元	2012. 05. 11~2017. 05. 11	补充营运资金	已按募集资金要求使用
13 中航股 MTN1	10 亿元	2013. 05. 21~2018. 05. 21	补充营运资金	已按募集资金要求使用
14 中航国际MIN001	30 亿元	2014. 08. 08~在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
14 中航国际MIN002	50 亿元	2014. 12. 23~在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
15 中航国际MIN001	18 亿元	2015. 12. 25~在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
15 中航债	50 亿元	2015. 12. 07~2020. 12. 07	偿还银行借款	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2015 年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

2015 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2015 年，我国实现国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.4 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2016 年一季度，我国实现国内生产总值 158,526 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,803 亿元，比上年增长 2.9%；第二产业增加值 59,510 亿元，比上年增长 5.8%；第三产业增加值 90,214 亿元，比上年增长 7.6%，占国内生产总值的比重为 56.9%，比上年提高 2.0 个百分点，高于第二产业 19.4 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2016 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 50.2%，比上月回升 1.2 个百分点，重回临界点以上，制造业进入扩张区间。总的来看，2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2015 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济的增长的预

期，普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2015 年 12 月 17 日，美联储宣布加息 25 个基点到 0.25%~0.50% 的水平，此次加息之后美元汇率有所走强，以原油为首的大宗商品价格受到了更大的压力，同时加剧了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015 年以来，央行延续之前的货币政策基调，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组第十一次会议深入研究了经济结构性改革和城市工作，并在 2015 年 12 月中央经济工作会议中，强调推进供给侧结构性改革，做好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”工作，积极稳妥化解产能过剩，扩大有效供给，以适应新常态，引领新常态。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域环境

● 国际航空

我国航空工业较强的生产制造能力、全球民用支线飞机的强劲需求及国家对航空工业的支持政策继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两部分组成。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。

目前世界上有 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，我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我国国防实力的不断增强，我国军品贸易企业面临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，我国民用航空产品贸易主要集中在支线飞机和通用飞机领域。从全球航空运输需求来看，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，其中支线航空将受益于中国等新兴经济体的快速发展而保持高速增长，从而带动民用支线飞机的需求，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，民用直升机市场在我国也面临着迫切需求，增长势头强劲。

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。

总体来看，在我国航空工业较强的生产制造能力、全球民用支线飞机的强劲需求以及国家政策的有力支持下，未来我国民用航空工业将实现整个行业的集成和升级，从而提升航空产品贸易规模和水平。

● 贸易物流

2015 年全球船舶市场需求略有下降，交易价格指数大幅下滑；受产能过剩、需求乏力影响，我国大宗商品贸易企业经营环境依然严峻

2015 年，随着我国经济平稳发展，以及外部需求的改善，我国进出口总额为 24.58 万亿元，同比有所下降；全国物流业增加值 3.5 万亿元，同比减少 10.26%，物流业增加值占 GDP 的比重为 5.5%。

在船舶贸易方面，2015 年全球船舶市场需求略有下降，我国船舶交易市场继续下滑，成交减少、船价下跌。2015 年，中国船厂接单量为 1,005.6 万 CGT，较 2014 年下降了 31.9%。中国船舶交易价格指数 SSPI 下跌幅度达到了 21.13%，而 2014 年该指数下跌幅度只有 10.42%。

在钢材、煤炭等大宗商品贸易方面，受产能过剩、需求乏力影响，2015年钢铁、煤炭等大宗商品价格持续下跌，煤炭及钢铁贸易企业的库存和应收账款持续增加，同时银行等金融机构也收紧对钢材贸易商的信贷融资，使得钢贸企业的经营环境依然严峻。

● 高端消费品与零售

网购市场的快速发展和经营成本的上升等对我国传统百货零售业的冲击进一步显现

2015年我国实现社会消费品零售总额为300,931亿元，同比增长10.68%，增速同比下降1.29个百分点。经营环境方面，2013年以来政府严控“三公”支出，同时以淘宝、京东为代表的网购市场快速发展给百货实体店带来的冲击，进一步分流了大量百货实体店的销售。另一方面，租金、人力成本和企业宣传费用等经营成本不断上涨压缩了百货零售企业的盈利空间。受上述因素影响，我国百货零售企业经营压力不断增大。

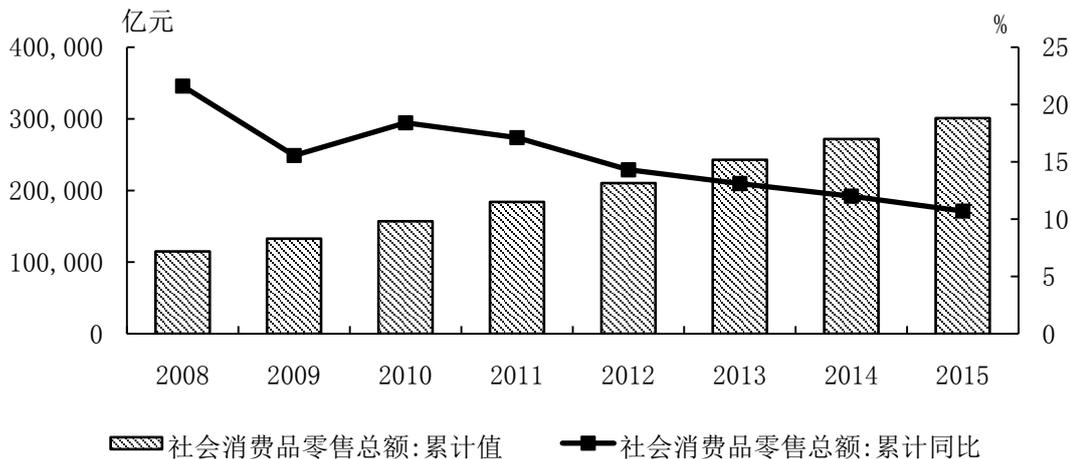


图1 2008~2015年我国社会消费品零售总额及同比增幅

数据来源：Wind 资讯

● 地产与酒店

2015年以来，购房政策的放松在短期内有效释放了市场需求；货币政策的宽松有效降低了购房者和房地产企业的资金成本

2015年我国国民经济增速有所下滑，商品房限贷限购等调控措施持续影响，房地产市场交易活跃度随之下降，全年商品房成交金额与成交面积同比分别下滑6.3%和7.6%，成交均价同比小幅上升1.4%，待售面积同比上升幅度达26.1%¹，行业存货去化压力有所增加。

2015年以来，更多的购房支持政策陆续出台，包括降低首付比例，进一步放松“限购”政策，调整税收政策等。购房政策的放松，短期

¹ 数据来源：国家统计局《2015年全国房地产开发和销售情况》。

内有效地释放了市场需求，促进了房地产市场的回暖。

在货币政策方面，为支持实体经济的发展，我国采用了适度宽松的货币政策，对房地产市场构成了实质性的支持。2014年11月以来，央行通过下调准贷款利率、存款准备金率，以及SLO和MLF等流动性调节工具释放流动性。适度宽松的货币政策为市场提供了较为充足的流动性，购房者和房地产企业的资金成本有所下降，有效支持了需求的增长和投资的恢复。此外，国内债券市场的政策变化拓展了房地产企业的直接融资途径，通过多元化融资调整债务结构，房地产企业的资金成本压力在一定程度上得到了缓解。

近年来随着我国经济的快速发展，酒店行业也得到了较快发展。国内五星级酒店集中分布在经济发达地区和旅游发达地区，以华东地区、中南地区及华北地区为主；分省份来看，广东、江苏、浙江、上海和北京拥有较多的五星级酒店。随着国内星级酒店的增加，一线城市五星级酒店市场趋于饱和，部分国际酒店集团加速向中国二、三线城市的发展，在一些东部发达省份，高星级饭店已经“落户”县级城市，部分地区如广东东莞、海南三亚等，已经形成了五星级饭店群，市场竞争日趋激烈。

● 电子高科技

液晶显示器产业受行业周期性影响波动较大；尽管全球电子产业增长乏力，但电子信息产业仍是我国重点发展领域之一，国务院推出诸多利好政策，未来我国印刷电路板行业将继续保持较快速度增长

近年来，液晶显示器产业受全球金融危机和行业周期的双重影响波动较大。大尺寸面板市场竞争激烈，让不少面板厂商开始向赢利水平更高的中小尺寸市场转移。一方面，面板厂商开始投资转向6代LTPS生产线；另一方面，京东方科技集团股份有限公司、中电熊猫平板显示科技有限公司等面板厂商用8.5代线切割中小尺寸面板，使得中小尺寸面板市场竞争日趋白热化。2015年全球手机面板出货量27.9亿片，年度增长率1.2%，其中全球智能手机面板出货量18.1亿片，相比2014年增长14.6%；全球功能手机面板出货量9.8亿片，同比衰退16.8%。在TFT-LCD技术方面，目前日本、韩国与台湾厂商为了集中生产大尺寸液晶产品，已经进入第8或第9代生产线，生产的玻璃基板的面积较大，并可切割为多片大尺寸的面板。而多数国内液晶显示厂商主要投资第4或第5代生产线，虽然生产的玻璃基板的面积较小，但产品以价格波动相对较小的中小尺寸液晶面板为主。

根据我国《2020年中长期规划纲要》，印刷电路板（特别是多层、柔性、柔刚结合和绿色环保印刷线路板技术）是我国电子信息产业未来5~15年重点发展的15个领域之一。2009年初，在国际市场需求急剧下降、全球电子信息产业深度调整的形势下，国务院出台的电子信息产业振兴规划提出要加快电子元器件产品升级，提高新型印刷电路板等产品的研发生产能力，初步形成完整配套、相互支撑的电子元器

件产业体系，进一步提高出口产品竞争力，保持国际市场份额等目标和举措。诸多利好政策，稳定了包括印制电路业在内的电子信息产业的发展，预计未来我国印制电路板行业仍将保持较快的增长速度。

经营与竞争

国际航空是公司传统业务，贸易物流业务有所收缩但仍是公司收入的主要来源，电子高科技业务发展速度较快；2015年，公司营业收入和毛利润有所下降，但毛利率持续增长

公司业务仍然由国际航空、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个板块构成，其中国际航空是公司传统业务。2015年，公司营业收入同比减少11.52%，毛利润同比减少1.90%。

表2 2013~2015年及2016年1~3月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年1~3月		2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	246.46	100.00	1,328.38	100.00	1,501.31	100.00	1,444.80	100.00
国际航空	31.90	11.97	180.61	13.60	184.12	12.26	162.07	11.22
贸易物流	77.70	39.00	484.30	36.46	604.44	40.26	653.71	45.25
高端消费品与零售	56.30	20.05	212.86	16.02	208.37	13.88	222.25	15.38
地产与酒店	27.90	15.05	225.41	16.97	285.03	18.99	239.34	16.57
电子高科技	49.80	14.89	184.90	13.92	154.67	10.30	128.27	8.88
资源开发与投资	6.44	4.30	70.44	5.30	53.08	3.54	20.26	1.40
其他业务及分部间抵消 ²	-3.54	-	-30.14	-	11.61	0.77	18.90	1.31
毛利润	43.78	100.00	222.10	100.00	226.40	100.00	205.36	100.00
国际航空	6.80	15.53	33.63	15.14	29.51	13.03	25.26	12.30
贸易物流	4.40	10.05	25.91	11.67	13.67	6.04	19.38	9.44
高端消费品与零售	14.30	32.66	54.36	24.48	52.22	23.06	48.63	23.68
地产与酒店	6.70	15.30	59.39	26.74	83.09	36.70	45.03	27.18
电子高科技	8.90	20.33	33.29	14.99	29.57	13.06	15.36	9.27
资源开发与投资	0.44	1.01	2.22	1.00	3.26	1.44	2.70	1.32
其他业务及分部间抵消	2.24	5.12	13.30	5.99	15.08	6.66	11.96	5.82

数据来源：根据公司提供资料整理

² 其他业务及相互抵消主要是指不在这六大业务板块中的杂项，以及板块之间的公司发生的业务之间的抵消。

从营业收入构成来看，贸易物流仍然是公司收入的主要来源。2015年，贸易物流营业收入同比减少 19.88%，主要是基于国内外经济环境及各业务板块未来发展趋势的预判，公司主动调整了部分业务结构，进一步退出贸易物流板块中毛利润较低的分支业务；地产与酒店业务营业收入同比减少 20.92%；高端消费品与零售业务营业收入同比略有增加；国际航空业务营业收入略有下降，但电子高科技业务稳定增长，同比增加 19.54%；资源开发与投资同比增加 32.71%。

从毛利润构成来看，地产与酒店、高端消费品与零售、国际航空和电子高科技仍然是公司毛利润的主要来源。2015年，贸易物流毛利润同比增加 12.24 亿元；地产与酒店业务毛利润同比减少 23.70 亿元；电子高科技业务毛利润同比增加 3.72 亿元，主要得益于该板块收入增长；国际航空和高端消费品与零售的毛利润同比均略有增加。

从毛利率来看，2015年，公司毛利率同比上升 1.53 个百分点；高端消费品与零售业务和国际航空业务的毛利率同比略有所上升；而资源开发业务的毛利率同比下降了 2.98 个百分点，主要是资源开发成本的上升。

表 3 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司业务毛利率情况（单位：%）

项目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
毛利率	17.75	16.61	15.08	14.21
国际航空	21.32	18.62	16.03	15.58
贸易物流	5.66	5.35	2.26	2.96
高端消费品与零售	25.40	25.54	25.06	21.88
地产与酒店	24.01	26.35	29.15	29.63
电子高科技	17.87	18.00	19.12	20.66
资源开发与投资	6.25	3.17	6.15	13.35

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年 1~3 月，公司营业收入 246.46 亿元，同比增长 2.02%；毛利润 43.78 亿元，同比增长 4.09%，主要是国际航空业务和电子高科技毛利润的增加，分别同比增长 51.79%和 24.48%；毛利率 17.75%，同比增加 0.34 个百分点。2016 年 1~3 月贸易物流的毛利率为 5.66%，同比增加 2.73 个百分点，主要是公司有意退出部分毛利率较低的贸易业务所致。

按照公司未来发展规划，公司将继续以六大业务发展为主。随着公司资产、业务整合与组织架构重构的逐步推进，预计未来 1~2 年，公司将平稳发展。

● 国际航空

公司是我国航空领域对外合作的主渠道和最大的航空产品销售商，在国内国际航空业务领域保持着显著的行业地位；2015年以来公司持续推进的专业化整合和业务升级有利于公司已有优势的巩固

国际航空业务是公司传统核心业务，作为我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。公司依托中航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。中航国际航空发展公司是国际航空业务的主要经营主体。公司民机出口在经历多年培育期后开始步入成长期，2014年全年交付1架新舟60和5架运-12，2015年全年新签2架销售合同、8架销售备忘录，交付2架。公司依托中航工业的制造能力和多年的业务经验，建立了全球销售网络、备件支持网络和地面服务中心，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增长点。同时，公司是我国航空领域对外合作的主渠道、主窗口，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。公司还参与飞机、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、联合研制和生产，持续有力支持我国航空产品及重点项目的完成。2016年6月2日，公司完成对全球飞机客舱内饰主流供应商AIM Altitude的收购，这是中航国际布局国际航空产业链的一次战略性收购，将促进中国飞机客舱及内饰研发和制造能力的提升。AIM Altitude近几年的财务状况比较稳定，2015年销售收入为1.12亿英镑（约合10.73亿元人民币）。

在民机贸易业务方面，公司从简单的“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。在转包生产贸易业务方面，随着国内劳动力成本的上升，作为我国最大的航空转包生产专业增值服务商，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，实现转包贸易实际交付和进出口成交量均保持高位。

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，有利于公司未来的发展。具体表现为：公司合资成立南京艾维克飞行学院并收购南非飞行学院，建立了国内首家拥有学历教育、国内外飞行培训、通航业务运营等完整的飞行培训产业链的企业。公司成功收购美国大陆航空活塞发动机公司，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。2014年7月，中航国际航空发展公司与刚果（布）在英国范堡罗航展现场签署了购买三架ARJ21飞机的购机备忘录、两架Y12购机合同，这是ARJ-21的首次出口合同。

总体来看,公司保持着在国际航空业务领域显著的行业地位,2015年以来公司持续推进的专业化整合和业务升级有利于公司已有优势的巩固和盈利能力的提升。

● 贸易物流

公司海外营销网络广泛,与当地政府关系良好,保持了开展成套设备和政府类贸易项目的渠道优势;大宗贸易行业形势依然严峻,2015年以来,公司继续进行战略转型,退出部分高风险、毛利率低的物流业务

公司具有广泛国际市场网络和品牌优势,保持开展成套生产设备、高技术产品出口贸易的渠道优势,并通过航空贸易营销网络以及与当地政府在航空贸易过程中形成的良好关系持续推动成套设备、国际工程及政府项目等贸易业务的发展。

公司成套设备和项目主要包括船舶、水泥生产线、风力发电设备、机械车辆和集装箱检测设备等成套设备出口贸易和大型项目总包。在船舶业务方面,中航国际船舶发展有限公司与希腊船东 Optima 签署了逾 2 亿美元 8 艘 64,000 吨散货船新造船合同。在水泥生产线及机电工程业务方面,2015 年公司水泥 EPC 全年新签项目 8 个(合同金额 2.7 亿美元),生效合同金额 27 亿美元;在手项目执行顺利,土耳其项目正式交付,委内一线取得接收证明,马来西亚项目进入试产,特殊国别石化厂建设总包项目完成第二批发运。公司在水泥 EPC 领域的综合实力已跻身全球行业前列,在手订单超过 10 亿美元,项目位于马来西亚、委内瑞拉等地。此外,公司与大唐新能源、三一重工等行业领先企业开展战略合作,在海外风电、太阳能电站、机械等领域迅速发展。

公司政府贸易项目在东非、北非、中东、东南亚、南美等区域市场保持较强竞争力。公司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。

在大宗商品贸易领域,公司根据宏观经济周期的变化,一方面坚决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、化工原料贸易、粮食贸易和煤炭物流等主业大宗贸易的商业模式转型。2015 年以来,公司继续进行战略转型,煤炭物流中非煤主业、贸易性融资及其他高风险业务逐步退出,铜精矿、铜材及其他大宗贸易等高风险业务也逐步退出,因此营业收入同比下降 19.88%,但毛利率同比增加 3.09 个百分点。

● 高端消费品与零售

公司高端消费品与零售业务主要经营主体为天虹商场和飞亚达。2015 年,天虹商场和飞亚达营业收入合计同比增加 1.39%,利润总额同比增加 8.64 亿元。

表 4 2015 年公司高端消费品与零售业务的主要经营主体基本情况（单位：亿元、%）

经营主体	主营业务	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额
天虹商场	百货零售	138.84	60.29	173.96	16.71
飞亚达	制表业及名表连锁	42.47	45.77	31.62	1.36

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 1：百货零售

天虹商场拥有“天虹”和“君尚”两大零售品牌，2015 年天虹商场持续探索新业务模式，以应对传统百货零售业的发展困境，盈利能力有所提升

天虹商场拥有“天虹”与“君尚”两大零售品牌，在区域内保持着领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力。天虹商场经营百货业逾 30 年，截至 2015 年末，天虹商场在深圳、北京等地开设百货门店 65 家，其中自有物业包括君尚东莞店、大西洋天虹、深南天虹、红谷中心天虹、吉安购物中心五家；其余门店均为租赁物业；此外，还以特许经营方式管理 1 家商场。天虹商场已连续 9 年入选中国连锁百强企业，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业，主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务。

随着网上零售对传统零售业务的冲击进一步显现，以及传统零售业经营成本持续提高，天虹商场一是通过价值链整合来强化商品资源的独特性和成本控制能力，不断提升竞争力和盈利能力；二是加速在优势区域的三、四线城市布局；三是积极探索全渠道经营，实现线上线下协同发展。天虹商场和腾讯控股有限公司合作探索 O2O 微信营销新业务模式，帮助提升网上天虹的盈利水平。虹领巾实现全部门店上线，正式推出“天虹到家”和“跨境电商体验店”两大 O2O 业务；移动会员数突破 470 万（其中微信会员 399 万，虹领巾用户下载注册量 72 万），微店店主 5.3 万；商品主题编辑首家超市样板店（沙河店）开业，福民、前进、深南店等主题编辑样板店及民治店转型有序推进；购物中心业绩稳步提升。2015 年天虹商场营业收入同比增长 6.02%，利润总额同比增加 8.98 亿元，利润总额增加主要由于天虹商场转让了全资子公司深圳深诚物业管理有限公司 100% 股权取得的投资收益所致，但整体百货零售业务的盈利能力有所提升。2016 年一季度虽然营业收入有小幅下降，但利润总额较上年同期增加 4.35%，主要是毛利率提高 1.30 个百分点。

产品 2：名牌手表

飞亚达拥有“飞亚达”和“亨吉利”品牌，2015 年飞亚达继续推进行业价值链整合、扩宽销售渠道和改善产品结构，以增强内涵式发展能力

飞亚达主要从事飞亚达手表及其零配件的研发、设计、制造、销售，拥有“飞亚达”手表品牌和“亨吉利”商业品牌，营销网络覆盖全国。飞亚达表作为我国手表行业的知名品牌，对自有钟表品牌已形成完整的从设计研发到制造生产再到终端渠道的产业链条。亨吉利是飞亚达旗下专业从事世界名表经销和服务的连锁集团，截至 2015 年末亨吉利在全国拥有 209 余家网点，是国内使用统一商号、覆盖地域最广的知名名表销售连锁品牌。

2015 年以来，受政府严控“三公”消费政策影响，钟表行业消费结构持续变化，名表消费市场下降明显，中端消费市场增长稳定。在此环境下，飞亚达加速推进对行业关键价值链的整合，进一步拓宽线上、线下销售渠道，促进自有品牌产品结构的改善。2015 年，飞亚达营业收入和净利润同比分别减少 3.54%和 11.76%。2016 年一季度营业收入为 7.33 亿元，较上年同期减少 18.02%，营业利润较上年同期减少 40.62%，净利润较上年同期减少 39.93%。

● 地产酒店

公司地产酒店业务包括地产开发、国际工程、物业管理、酒店管理四类业务，经营主体包括中航地产、深圳格兰云天酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”）和中国航空技术国际工程有限公司（以下简称“国际工程公司”）。

表 5 2015 年公司地产酒店业务主要经营主体的主要财务指标（单位：亿元、%）

经营主体	经营业务	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额
中航地产	商业地产开发、物业管理	229	79.48	55	6.06
国际工程公司	国际工程总包、海外地产开发	56	80.98	35	1.86
酒店管理公司	酒店管理	4	43.69	6	0.40

数据来源：根据公司提供资料整理

公司国内地产业务继续发展“中航城”核心品牌，国际工程总承包项目拓展顺利；2015 年，公司地产酒店板块营业收入有所减少

“中航城”是中航地产创建的城市综合体，在商业地产业务与零售业务之间，通过地产、物业、零售联动，形成投资、开发、运营一体化的商业地产发展模式，参与城市开发建设，以专业实力和品牌形象，提升城市价值，实现开发区域土地价值的最大化。截至 2015 年末，公司在建地产项目共 12 个，主要包括正在销售的“新疆翡翠城五期”、“中航·屿海项目”、“中航紫金云熙”、“岳阳翡翠湾”、“九江中航城二期三期”等项目，正在开发尚未销售的“赣州中航云府”、

“天津项目”和“北京四合院项目”等，在建项目合计规划建筑面积为 174.37 万平方米，计划总投资 176.33 亿元，项目建设均取得相关批文，合法合规。

除国内地产业务外，公司旗下的国际工程公司以国际工程总承包为主，提供大型工程项目“交钥匙”工程的全价值链服务，在中东、亚洲、非洲等国家均有承包建筑工程，设计承建了多种大型房建、机场建设及水务环境工程等公共、民用建筑和工业项目。目前公司与三十多个国家和地区建立了工程、贸易、劳务等合作关系。未来，公司将以中航国际工程公司为平台，开展海外地产业务。

酒店管理公司专注于酒店管理业务，该公司运营“格兰云天”和“上海宾馆”两个知名品牌酒店，截至 2016 年 3 月末，在营酒店共 20 家。

2015 年，公司地产与酒店收入有所下降，营业收入 225.41 亿元，同比减少 59.62 亿元，毛利润同比减少 23.07 亿元，盈利能力有所降低。

● 电子高科技

公司电子高科技业务包括了液晶显示器制造、印制电路板制造等电子制造行业，运营主体是深天马、深南电路股份有限公司（以下简称“深南电路”）等。

深天马是国内规模最大的液晶面板及模块制造商之一；2015 年全球面板行业竞争激烈，深天马积极扩展市场、提升产品附加值；深南电路推进的无锡生产基地项目已具备开线生产的能力

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。深天马专攻中小尺寸液晶显示器，下游客户包括中兴、华为、联想、康佳、三星、摩托罗拉、诺基亚等电子产品制造商。深天马拥有 7 条 LCD 生产线、5 条 LCM 生产线、1 条彩色滤光片（CF）生产线和 1 条正在建设的 AM-OLED 中试线；在深圳、上海、成都、武汉和厦门 5 个中心城市建立 5 个生产基地，并拥有数十项中国技术发明专利，为中国重点高 65B0 技术企业和液晶协会理事长单位，在生产规模、技术水平、产品档次及经济效益等方面均居国内同行业前列，具备了与国外同类产品竞争的实力，协同发展业务初步实现了规模化经营。

在产品领域，公司负责液晶显示器和液晶显示模块两大类别的产品研发、生产和销售，其中以液晶显示器为主体，产品细化可分为智能机、功能机、车载 TFT 等提供的液晶屏幕。

在市场领域，公司始终紧密围绕中小尺寸液晶显示器市场，其中 7.0 寸 TFT、2.0 寸 TFT 和 1.5 寸 CSTN 种类的 LCD 为移动电话、车载显示、仪器仪表、家用电器提供液晶屏幕。近年来，公司更是追求液晶显示器设计上的精益求精，尤其针对显示器的分辨率和触控技术进行改进，公司主打产品从四分之一倍高清（QHD）、高清（HD）逐步过渡到全高

清（FHD）、四倍高清（WQHD）产品，并开始逐步量产触控技术卓越的 On-cell 和 In-cell 触控一体化液晶显示器产品，在恰当的产品生命周期达到最佳供应效果，目前公司客户主要为国内手机和电子制造商。

2015 年，智能终端和专业显示市场竞争激烈，深天马积极拓展市场、加大研发力度、提升产品附加值。2014 年 9 月，武汉天马微电子有限公司与武汉东湖新技术开发区管委会签约，在东湖新技术开发区建设一条第 6 代低温多晶硅（LTPS）显示面板生产线项目正式启动，项目计划于 2016 年建成投产。公司于 2016 年对此项目进行技术优化，优化后项目名称更名为武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 生产线项目，AMOLED 即有源矩阵有机发光二极管显示器，是利用半导体材料和有机发光材料，在电流驱动下，通过载流子注入和复合进行主动发光的二极管显示器。AMOLED 采用独立的薄膜电晶体去控制每个像素，每个像素皆可以连续且独立的驱动使其发光，并需要驱动电路为发光器件提供电信号和稳定的电源输入。2016 年 3 月 10 日公司拟以 3,400 万元人民币受让深圳市华星光电技术有限公司（以下简称“华星光电”）全资设立的广东聚华印刷显示技术有限公司（以下简称“聚华公司”）34%的股权。

2015 年，深天马营业收入继续扩大，同比增加 12.95%，实现净利润 5.56 亿元，同比减少 19.12%。2016 年 1~3 月，深天马实现营业收入 24.40 亿元，利润总额 1.35 亿元，净利润 1.25 亿元，保持着较高的毛利率水平。

深南电路主要从事高精度、高密度、高可靠性双面及多层印制电路板的生产制造，市场覆盖北美、欧洲、中国大陆、东南亚及香港等国家或地区。深南电路拥有深圳南山工厂与龙岗工厂，批量生产多层板最高层数达 58 层。深南电路与通信领域全球前五大通信设备商、航空航天领域的霍尼韦尔等前三大公司以及医疗领域的 GE、西门子、迈瑞等均有良好的合作，同时也是华为、中兴等国内一流通信设备制造商的主要供应商，承担了大量的产品研发工作。深南电路主要销售区域为国内部分华南、华东、华中及华北，分别占比 44.97%、17.93%、1.07%及 2.07%；国际部分亚洲、欧洲、北美洲、其他，分别占比 21.67%、7.07%、5.20%及 0.02%。2015 年深南电路营业收入为 34.04 亿元，减少 3.21%，毛利率为 21.80%，同比减少 1.90 个百分点。

公司治理与管理

截至 2016 年 3 月末，公司由以下股东出资组成：中航工业、全国社保基金、普拓资本和中航建银（天津），上述股东持股比例分别为 62.52%、14.31%、14.31%和 8.86%。公司控股股东是中航工业，实际控制人是国务院国资委。公司按照《公司法》等法规的要求，设立股东会、董事会和监事会，建立了较为规范的现代法人治理结构。

公司近年来逐步推进资产业务整合和组织架构重构以提高公司管理水平。未来公司将继续推进公司总部和子公司层面的组织重构，建

立战略控制型总部，使总部成为决策参谋、提供支持服务的机构，子公司实施高效的公司治理和自主经营，母子公司实现管理扁平化。但是公司管理层级较多，给公司的管控带来一定难度。

公司是我国民用航空产品进出口贸易的主窗口和主渠道，拥有六大业务板块，业务种类较多且业务相关性不高。多元化的业务体系在一定程度上规避了单一行业周期性波动的风险。在公司管理和风险控制方面，公司已在法人治理、信息披露、财务管理、生产经营、行政人事管理等方面建立了内控制度，并在执行中不断完善健全。总体来看，公司业务板块较多，内部控制制度较完善，抗风险能力极强。

财务分析

公司提供了 2015 年及 2016 年 1~3 月财务报表。中审众环海华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年数据采用 2015 年审计报告期初数。公司 2016 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2015 年以来，公司资产规模持续扩大，流动资产占比仍较高；公司应收账款和存货周转效率均有所下降

2015 年末公司资产规模继续扩大，资产总额同比增长 15.80%，2016 年 3 月末，总资产较 2015 年末略有增长。资产构成仍以流动资产为主，且流动资产占总资产比重仍较高，2016 年 3 月末为 65.09%。

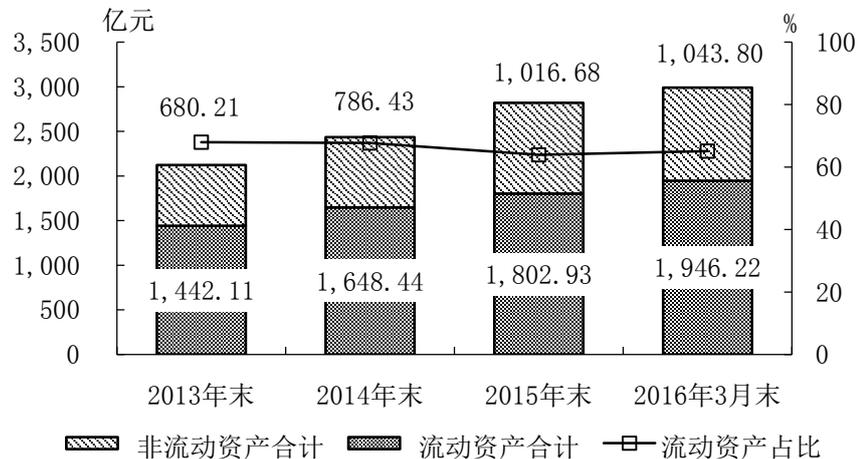


图 2 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司资产构成

公司存货、货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款仍然是流动资产的主要构成部分。2015 年末，公司流动资产为 1,802.93 亿元，同比增长 9.37%，其中存货 979.37 亿元，仍主要是由房地产开发成本、库存产成品和原材料等构成，同比增长 6.34%，主要因为房地产开发成本增加所致；货币资金 325.63 亿元，同比增长 43.01%，主要是银行存

款增加，期末银行存款占比 92.98%，截至 2015 年末，公司受限货币资金为 15.21 亿元；应收账款为 175.27 亿元，同比减少 5.38%，累计计提坏账准备 8.63 亿元；预付款项 106.74 亿元，同比减少 16.61%，其中 1 年以内的预付款项占比 75.36%；其他应收款 116.94 亿元，同比减少 4.05%，已计提坏账准备 29.40 亿元，其中账龄在一年以内的其他应收款占比 94.02%。

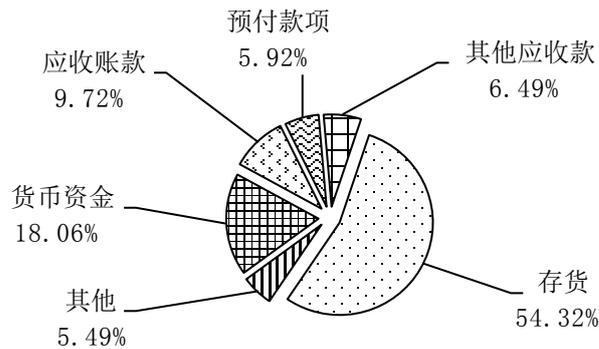


图 3 2015 年末公司流动资产构成

2016 年 3 月末，公司流动资产为 1,946.22 亿元，较 2015 年末增长 7.95%，预付款项 145.17 亿元，较 2015 年末增长 36.00%，主要由于公司业务增长，订单增多，贸易、地产等业务板块规模增长，经营资金增加占用等所致；其他应收款为 129.52 亿元，较 2015 年末增长 10.75%；流动资产其他主要科目较 2015 年末变动不大。

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产、在建工程、无形资产、可供出售金融资产、长期股权投资和长期应收款等构成。2015 年末，公司非流动资产为 1,016.68 亿元，同比增长 29.28%，其中固定资产 286.25 亿元，同比增长 13.74%，主要是机器设备、房屋及建筑物的增加；投资性房地产 204.62 亿元，同比增长 53.67%，主要原因是自用房地产改变用途转入以及部分投资性房地产的公允价值增加；在建工程 138.78 亿元，同比增长 56.08%，主要是由于厦门天马、中航技研发展展示中心、南昌九洲天虹等项目建设投入所致；无形资产 88.93 亿元，同比增长 5.36%，主要是土地使用权的增加所致；可供出售金融资产为 76.48 亿元，同比增加 58.93 亿元，主要是公司本部及子公司中国航空技术深圳有限公司用其持有的中航证券有限公司、中航国际租赁有限公司及中航信托股份有限公司的股权置换中航资本控股股份有限公司的股票所致；长期股权投资为 58.52 亿元，同比增长 13.29%，主要由于公司增加对联营企业的投资所致；长期应收款为 56.86 亿元，同比增长 16.07%。

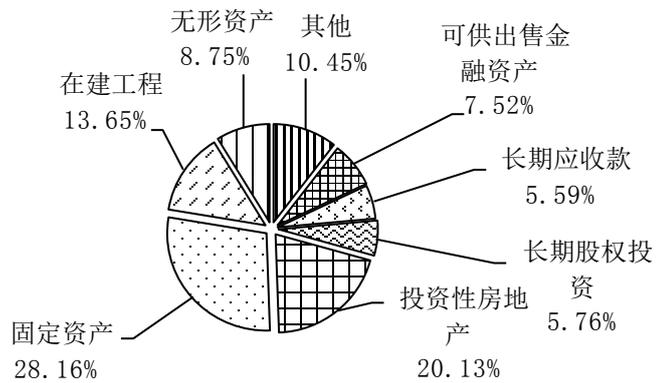


图4 2015年末公司非流动资产构成

2016年3月末，公司非流动资产为1,043.80亿元，较2015年末增加2.67%，其中在建工程为164.11亿元，较上年末增长18.25%；可供出售金融资产为60.57亿元，较上年末减少20.80%，主要由于公司持有的中航资本的股票股价下降；长期应收款为67.25亿元，较上年末增长18.28%，主要是随着公司业务量增加所致；非流动资产其他主要科目较2015年末变动不大。

截至2015年末³，公司所有权受限的资产总额为170.63亿元，较2014年末增长21.98%，占总资产的比重为6.05%，占净资产的比重为24.83%。受限资产主要包括货币资金15.21亿元、应收账款0.05亿元、存货92.55亿元、固定资产18.59亿元、无形资产7.77亿元、在建工程10.92亿元和短期借款25.54亿元。

2015年及2016年1~3月，公司应收账款周转天数分别为48.85天和63.61天，存货周转天数分别为308.80天和452.40天。2015年以来，由于营业收入有所减少以及存货快速增加，公司应收账款和存货周转效率均有所下降。

资本结构

2015年以来，公司负债规模不断扩大，负债构成仍以流动负债为主，但流动负债占总负债比重持续下降；资产负债率略有下降，但仍处于较高水平

公司负债规模持续增长，2015年末，负债总额同比增长10.53%，2016年3月末总负债较2015年末增长8.90%。流动负债仍是公司负债的主要构成部分，2015年以来占比有所下降，2016年3月末流动负债在总负债中占比为62.53%。

³ 公司未提供最新的受限资产情况。

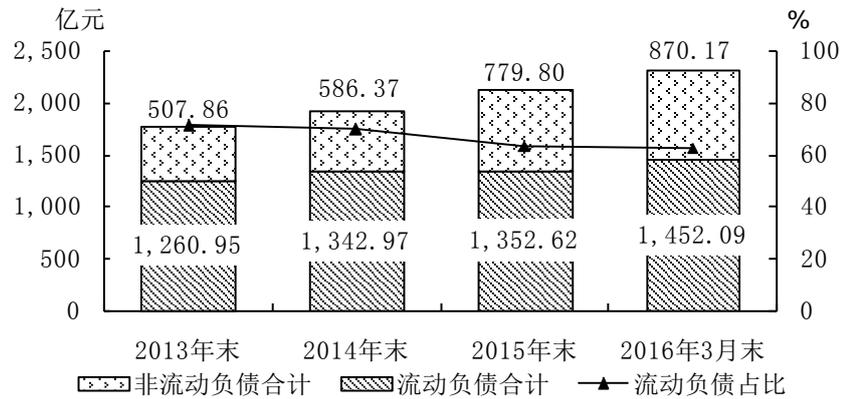


图5 2013~2015年末及2016年3月末公司负债构成

公司流动负债以预收款项、短期借款、应付账款、其他应付款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债等构成。2015年末，公司流动负债为1,352.62亿元，同比增加0.72%，其中预收款项360.55亿元，同比略有增加；短期借款285.34亿元，同比减少6.93%，其中质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款分别为1.56亿元、2.87亿元、54.47亿元和226.44亿元；应付账款为276.86亿元，同比略有增加，其中一年以内应付账款占比85.63%；其他应付款为139.71亿元，同比增长20.96%，其中主要由保证金及押金、服务协调费、往来拆借款和应支付利息增加所致，分别为11.92亿元、23.39亿元、85.28亿元和14.24亿元；其他流动负债为105.67亿元，同比增长72.42%，主要是公司2015年短期应付债券和产品保修准备金的增加；一年内到期的非流动负债74.27亿元，同比减少40.95%。

2016年3月末，公司流动负债为1,452.09亿元，较2015年末增长7.35%，其中预收款项为419.62亿元，较2015年末增长16.38%；短期借款为383.73亿元，较2015年末增长34.48%；其他流动负债为131.97亿元，较2015年末增长24.89%；其他应付款为99.99亿元，较2015年末减少28.43%；其余主要流动负债科目较2015年末均变化不大。

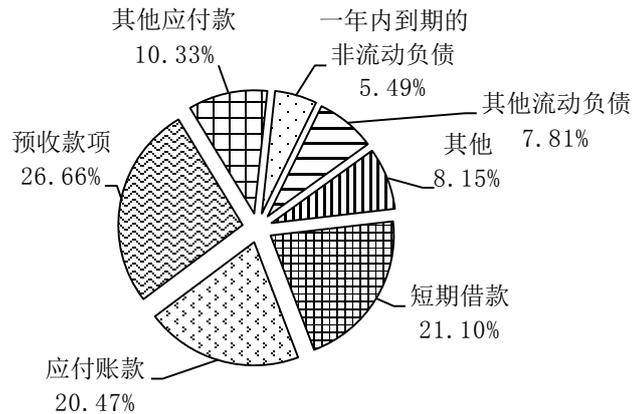


图6 2015年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2015年末，公司非流动负债为779.80亿元，同比增加32.99%，其中长期借款为473.33亿元，同比增长27.05%，主要原因是公司为了改善负债结构，同时在利率下行区间一次性锁定中长期成本，增加了银行等金融机构借款所致；应付债券为229.33亿元，同比增加54.64%，主要是公司为了改善债务结构，为了在利率下行区间能够一次性锁定中长期融资成本，在2015年公司发行多期债券。2016年3月末，长期借款为543.67亿元，较2015年末增长14.86%；应付债券为247.23亿元，较2015年末增长7.81%。

表6 2013~2015年末及2016年3月末公司有息债务及占总负债比重情况（单位：亿元、%）

项目	2016年3月末 ⁴	2015年末	2014年末	2013年末
短期有息债务	634.03	506.23	543.07	520.71
长期有息债务	796.49	712.39	531.83	463.12
总有息债务⁵	1,430.51	1,218.62	1,074.90	983.82
总有息债务在总负债中占比	61.60	57.15	55.71	55.62

2015年，随着长期有息债务快速增加，公司有息债务规模不断扩大，总有息债务在总负债中占比维持在55%以上，有息债务持续提高。

2015年末及2016年3月末，所有者权益分别为687.20亿元和667.77亿元，其中2015年末同比增加35.93%，主要由于未分配利润、其他综合收益以及其他权益工具的增加。其中，少数股东权益分别为339.17亿元和336.11亿元；归属于母公司所有者权益分别为348.02亿元和331.66亿元；股本均为95.79亿元；未分配利润分别为73.07亿元和64.88亿元；其他权益工具均为130.43亿元，主要由于公司发

⁴ 2015年末有息债务中其他流动负债（应付短期债券）和长期应付款（付息项）取自2015年审计报告附注，2016年3月末其他流动负债（应付短期债券）和长期应付款（付息项）采用全口径统计。公司未提供2015年末与2016年3月末其他有息债务科目和有息债务期限结构情况。

⁵ 未计入其他权益工具会计科目。

行中票和永续债所致；其他综合收益分别为 16.02 亿元和 8.04 亿元，其中 2015 年大幅增加的原因是可供出售金融资产公允价值变动损益同比大幅增加至 18.63 亿元所致。

表 7 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司部分财务指标（单位：%、倍）

指标	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率	77.67	75.63	79.24	83.34
长期资产适合率	147.34	144.29	138.84	126.63
流动比率	1.34	1.33	1.23	1.14
速动比率	0.61	0.61	0.54	0.65

2015 年末，公司资产负债率略有下降但仍处于较高水平。2015 年以来，公司流动比率和速动比率有所提高，流动资产对流动负债的覆盖程度一般。

表 8⁶ 截至 2015 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	企业性质	担保方式	担保金额
泰州中航船舶重工有限公司	私营	连带责任保证	7.30
上海天马有机发光显示技术有限公司	国有控股	连带责任保证	5.50
中航网信（北京）科技有限公司	私营	一般保证	1.06
正力海洋工程有限公司	私营	连带责任保证	0.22
合计	-	-	14.08

截至 2015 年末，公司对外担保余额合计 14.08 亿元，担保比率为 2.05%。其中对泰州中航船舶重工有限公司担保 7.30 亿元，占担保余额的 51.85%；对上海天马有机发光显示技术有限公司担保 5.50 亿元，占担保余额的 39.06%。

综合来看，公司负债规模不断扩大，仍以流动负债为主，有息债务继续增加，资产负债率仍处于较高水平。

盈利能力

2015 年，公司营业收入有所下降，利润总额略有增加，但 2016 年一季度公司营业利润首次出现小幅度亏损；公司总资产报酬率以及净资产收益率有所下降；投资收益、营业外收入及公允价值变动收益是公司利润的重要来源

2015 年，公司实现营业收入 1,328.38 亿元，同比减少 11.52%，由于公司深化战略转型，进一步聚集主业，主动退出部分一般性贸易业务，导致收入下降；毛利率同比提升 1.53 个百分点。

⁶ 公司未提供 2016 年 3 月末对外担保情况，此数据摘自公司 2015 年审计报告。

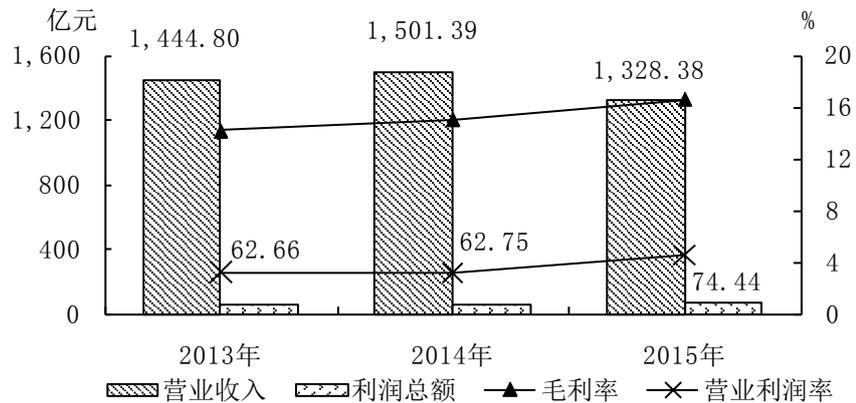


图7 2013~2015年公司收入和盈利情况

2015年以来，公司的期间费用有所上升，期间费用占营业收入比重不断增加，销售费用仍然是期间费用的主要部分。随着公司的业务发展，销售费用有所增加；管理费用具有一定的刚性。

表9 2013~2015年及2016年1~3月公司期间费用及占营业收入比重（单位：亿元、%）

项目	2016年1~3月	2015年	2014年	2013年
销售费用	18.50	80.31	74.10	65.96
管理费用	16.68	64.07	60.34	52.82
财务费用	13.27	26.83	29.01	21.36
期间费用	48.45	171.22	163.45	140.14
期间费用占营业收入比	19.66	12.89	10.89	9.70

2015年，公司公允价值变动收益为14.99亿元，同比减少22.74亿元；公司对外参股企业较多，公司投资收益为26.86亿元，同比增加20.53亿元，主要是公司完成中航证券有限公司、中航信托股份有限公司、中航租赁有限公司与中航资本控股股份有限公司的换股，以及天虹商场完成资产证券化项目。公司营业外收入主要为政府补助，2015年公司获得政府补助13.29亿元，包括研发补助、经济发展专项基金、军品贴息和液晶显示器研究与开发补贴等，同比略有减少。

2015年，公司利润总额为74.44亿元，同比增加18.66%；净利润同比增加26.12%，为51.85亿元。其中归属于母公司所有者的净利润28.09亿元，同比增长17.66%。2015年，公司总资产报酬率以及净资产收益率有所下降，资产盈利能力相对较好。

2016年1~3月，公司实现营业收入246.46亿元，同比增长2.02%；毛利率为17.75%，同比增加0.34个百分点；投资收益为7.00亿元，同比增加3.68亿元；营业利润亏损0.29亿元，主要由于公司一季度管理费用和财务费增加所致；营业外收入为4.40亿元，同比增加2.34亿元；利润总额3.83亿元，同比增长47.88%；净利润1.81亿元，同比增加1.23亿元。从盈利指标来看，公司总资产报酬率为0.70%，净

资产收益率为 0.27%。

财务指标	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
EBIT	209,357	1,076,981	1,019,162	918,265
EBITDA	-	1,524,410	1,377,467	1,185,987
总资产报酬率	0.70	3.82	4.19	4.33
净资产收益率	0.27	7.54	8.13	12.38

综合分析, 公司营业收入和利润保持增长, 但 2016 年一季度公司营业利润首次出现小幅度亏损, 公司总资产报酬率以及净资产收益率有所下降, 资产盈利能力相对较好。

现金流

2015 年以来, 公司现金回笼率保持在较高水平, 但公司经营性净现金流缺乏对债务的保障能力

2015 年, 公司经营性现金流同比有所增加, 但仍为净流出; 公司投资性现金流保持净流出, 经营性净现金流不能很好满足公司投资支出的需要, 很大程度上仍然依赖对外筹资; 筹资活动收到的现金仍然在增加, 主要是股权类筹资增加, 主要包括深天马、飞亚达、中航国际控股等上市公司完成增发, 厦门天马等完成股权融资。

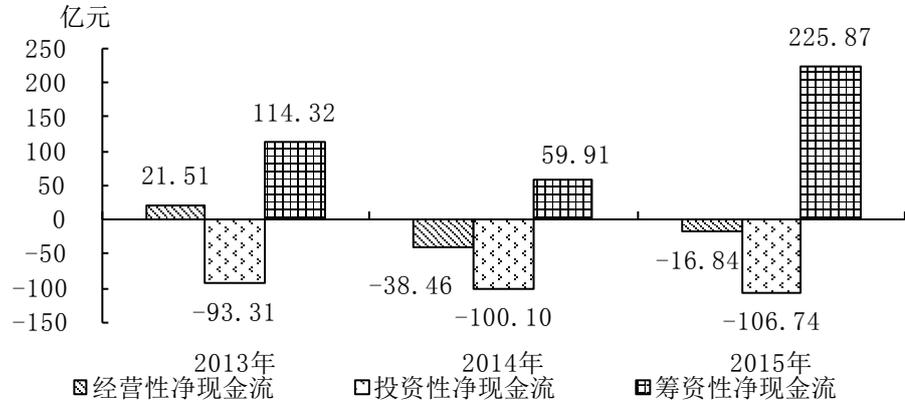


图 8 2013~2015 年公司现金流情况

2016 年 1~3 月, 公司经营性净现金流为-71.84 亿元, 净流出额增加 152.10 亿元; 投资性净现金流为-42.17 亿元, 净流出额减少 27.31 亿元, 筹资性净现金流为 136.32 亿元, 净流入额略有增加。

2015 年及 2016 年 1~3 月, 公司现金回笼率分别为 115.04% 和 139.59%, 现金回笼率保持较高水平。2015 年, 公司经营性净现金流缺乏对债务的保障能力, EBIT 及 EBITDA 对利息保障倍数有所上升。

表 11 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司部分偿债指标（单位：%、倍）

指标	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	-5.12	-1.25	-2.95	1.85
经营性净现金流/总负债	-3.23	-0.83	-2.08	1.35
经营性净现金流利息保障倍数	-4.20	-0.24	-0.57	0.45
EBIT 利息保障倍数	1.22	1.56	1.51	1.91
EBITDA 利息保障倍数	-	2.21	2.04	2.47

综合来看，公司投资性现金流保持净流出，经营性净现金流不能很好满足公司投资支出的需要，很大程度上仍然依赖对外筹资。现金回笼率保持较高水平，但公司经营性净现金流缺乏对债务的保障能力。

偿债能力

2015 年以来，公司长期借款和应付债券的快速增加使得有息债务规模明显扩大，总有息债务占总负债比重维持 55%以上，2015 年末达到 57.15%，同时资产负债率为 75.63%。从偿债指标来看，公司流动比率和速动比率有所提高，流动资产对流动负债的覆盖程度一般，现金流回笼率保持较高水平，但经营性现金流对利息保障仍较弱。2015 年以来公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务保障能力。公司货币资金充裕，利润总额保持增长，资产盈利能力较好，EBIT 及 EBITDA 对利息保障倍数有所上升。公司旗下拥有 8 家上市公司，直接融资渠道畅通；同时，公司行业地位突出，获得银行等金融机构的支持力度较强。总体来看，公司偿债能力极强。

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》，截至 2016 年 6 月 15 日，公司本部无不良信贷记录。截至本报告出具日，公司及旗下子公司在国内外债券市场公开发行的各债务融资工具均未出现兑付违约情况。

结论

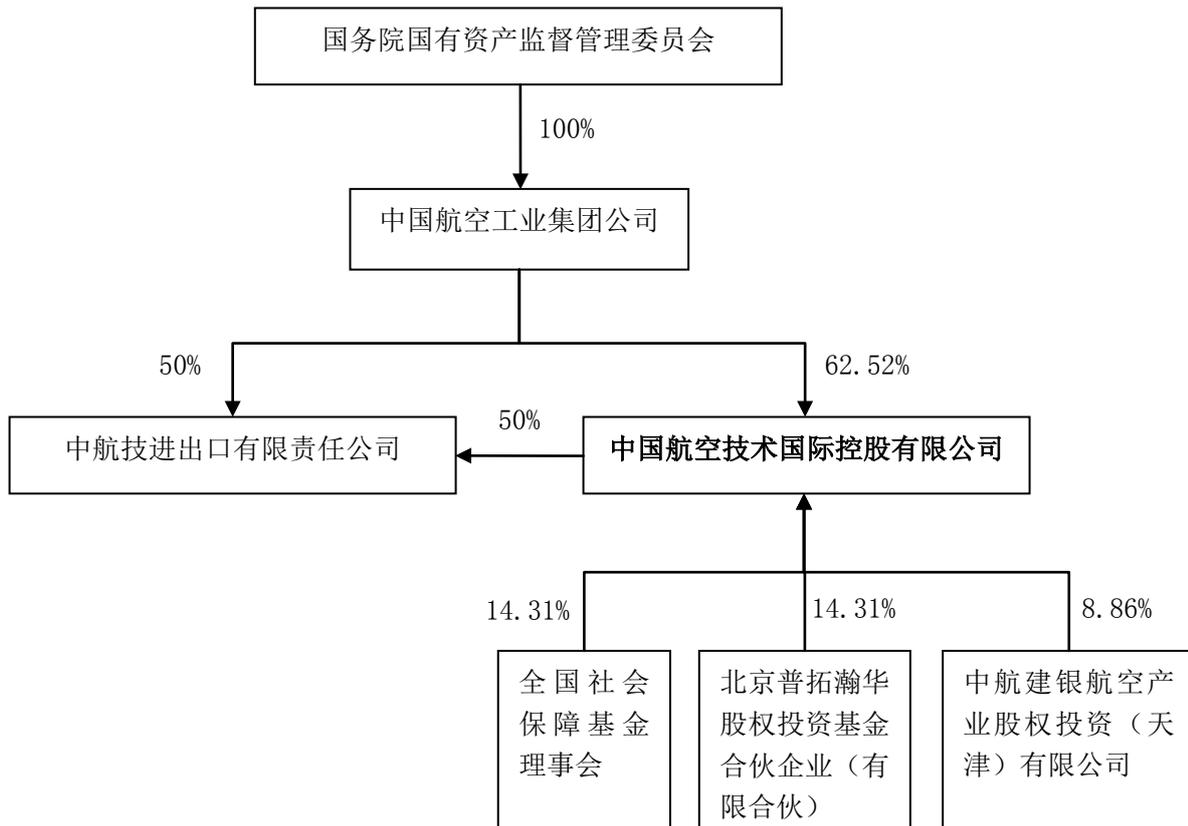
公司拥有国际航空、贸易物流、高端消费品与零售、地产与酒店、电子高科技及资源开发六大业务板块，多元化业务体系增强公司整体抗风险能力。在国际航空业务板块，公司继续推进专业化整合和业务升级有利于国际航空业务盈利能力的提升；在贸易物流业务板块，2015 年公司继续进行战略转型，收缩毛利率低、风险大的物流业务，毛利率水平有所提高；在高端消费品与零售板块，天虹商场探索新业务模式，2015 年营业收入和利润持续增长，但飞亚达 2015 年利润有所减少；在地产与酒店板块，国家继续实施从紧的房地产调控政策对公司房地产销售带来一定挑战；在电子高科技板块，2015 年全球面板行业竞争



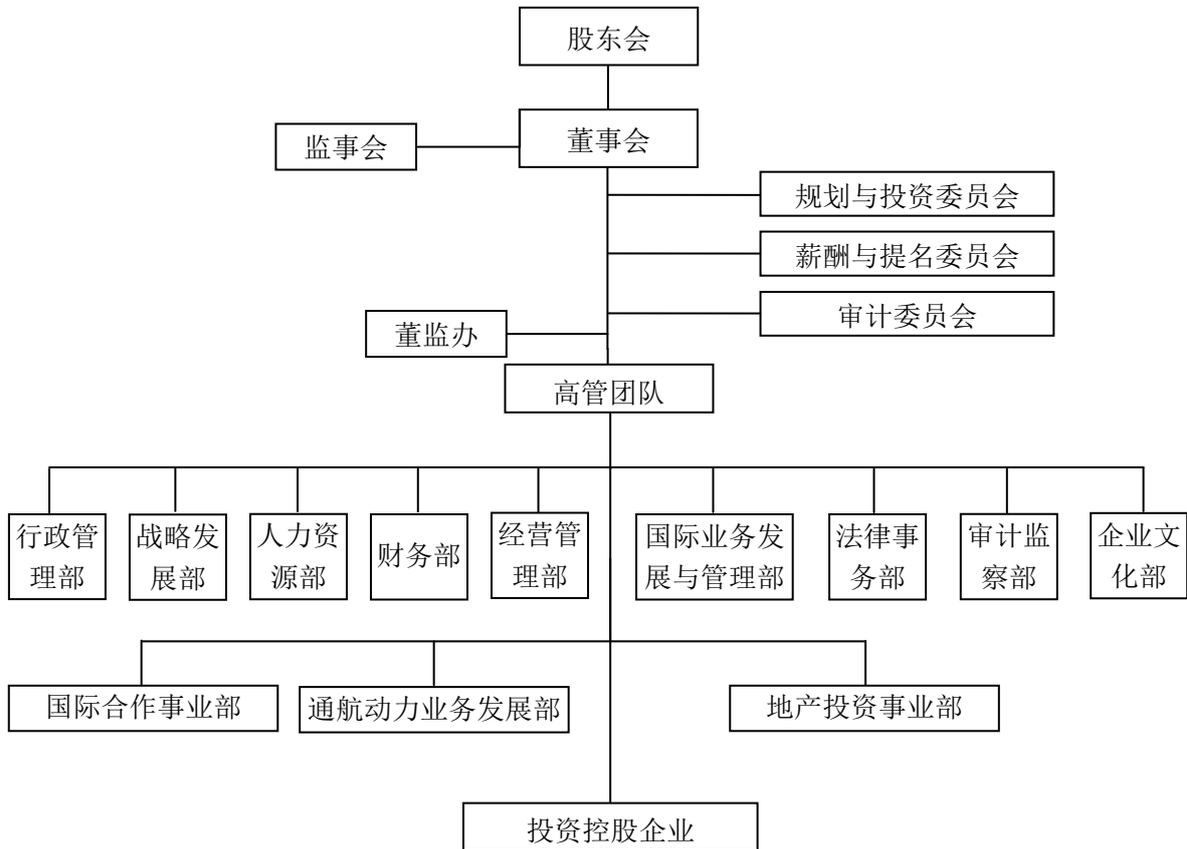
激烈，深天马积极扩展市场、提升产品附加值。2015年，公司经营规模继续扩大，公司营业收入有所下降，利润总额略有增加，但是资产负债率继续保持较高水平。预计未来1~2年，随着公司战略规划的实施，公司经营规模将保持稳定增长。

综合分析，大公对公司“12中航国际债/12中航债”、“12中航股MTN1”、“13中航股MTN1”、“14中航国际MTN001”、“14中航国际MTN002”、“15中航国际MTN001”、“15中航债”信用等级维持AAA，主体信用等级维持AAA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2016 年 3 月末中国航空技术国际控股有限公司股权结构图



附件 2 截至 2016 年 3 月末中国航空技术国际控股有限公司组织结构图



附件 3 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2016年3月 (未经审计)	2015年	2014年 (经调整)	2013年
资产类				
货币资金	3,451,014	3,256,274	2,276,996	3,044,105
应收账款	1,731,381	1,752,661	1,852,380	1,523,736
其他应收款	1,295,189	1,169,443	1,218,834	1,518,689
预付款项	1,451,697	1,067,405	1,279,975	1,596,027
存货	10,586,416	9,793,655	9,209,632	6,196,380
流动资产合计	19,462,215	18,029,350	16,484,395	14,421,093
长期股权投资	608,475	585,185	516,550	558,524
投资性房地产	2,009,827	2,046,248	1,331,549	757,530
固定资产	2,875,959	2,862,488	2,516,671	1,843,471
在建工程	1,641,082	1,387,803	889,177	773,285
无形资产	891,417	889,321	844,055	738,510
其他非流动资产	451,760	406,710	376,812	74,3519
非流动资产合计	10,438,029	10,166,836	7,864,350	6,802,088
总资产	29,900,243	28,196,185	24,348,744	21,223,182
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.54	11.55	9.35	14.34
应收账款	5.79	6.22	7.61	7.18
其他应收款	4.33	4.15	5.01	7.16
预付款项	4.86	3.79	5.26	7.52
存货	35.41	34.73	37.82	29.20
流动资产合计	65.09	63.94	67.70	67.95
长期股权投资	2.04	2.08	2.12	2.63
投资性房地产	6.72	7.26	5.47	3.57
固定资产	9.62	10.15	10.34	8.69
在建工程	5.49	4.92	3.65	3.64
无形资产	2.98	3.15	3.47	3.48
非流动资产合计	34.91	36.06	32.30	32.05

附件 3 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年 (经调整)	2013 年
负债类				
短期借款	3,837,290	2,853,382	3,065,844	3,458,510
应付账款	2,425,551	2,768,606	2,752,565	2,674,482
预收款项	4,196,169	3,605,517	3,580,546	3,743,680
其他应付款	999,906	1,397,099	1,155,022	717,030
一年内到期的非流动负债	730,293	742,657	1,257,733	940,080
流动负债合计	14,520,910	13,526,224	13,429,695	12,609,536
长期借款	5,436,675	4,733,295	3,725,532	3,140,891
应付债券	2,472,309	2,293,301	1,482,968	1,380,520
非流动负债合计	8,701,674	7,798,011	5,863,675	5,078,631
负债合计	23,222,584	21,324,235	19,293,370	17,688,167
占负债总额比 (%)				
短期借款	16.52	13.38	15.89	19.55
应付账款	10.44	12.98	14.27	15.12
预收款项	18.07	16.91	18.56	21.16
其他应付款	4.31	6.55	5.99	4.05
一年内到期的非流动负债	3.14	3.48	6.52	5.31
流动负债合计	62.53	63.43	69.61	71.29
长期借款	23.41	22.20	19.31	17.76
应付债券	10.65	10.75	7.69	7.80
非流动负债合计	37.47	36.57	30.39	28.71
权益类				
实收资本（股本）	957,864	957,864	941,842	845,900
资本公积	317,343	320,330	257,085	228,717
盈余公积	6,237	6,237	6,237	6,237
未分配利润	648,839	730,718	580,048	332,166
归属于母公司所有者权益	3,316,551	3,480,240	2,554,055	1,417,639
少数股东权益	3,361,108	3,391,710	2,501,320	2,117,376
所有者权益	6,677,659	6,871,951	5,055,375	3,535,015

附件 3 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年 (经调整)	2013 年
损益类				
营业收入	2,464,628	13,283,768	15,013,877	14,448,040
营业成本	2,027,175	11,077,125	12,749,768	12,394,459
销售费用	185,044	803,149	740,980	659,598
管理费用	166,811	640,710	603,444	528,246
财务费用	132,681	268,333	290,090	213,599
公允价值变动收益	189	149,917	194,032	10,780
投资收益	69,979	268,614	63,361	167,457
营业利润	-2,871	611,553	489,524	480,070
营业外收入	41,135	132,892	138,013	146,530
利润总额	38,264	744,445	627,537	626,600
净利润	18,124	518,467	411,099	437,623
归属于母公司所有者的净利润	-2,686	280,932	238,771	170,519
占营业收入比 (%)				
营业成本	82.25	83.39	84.92	85.79
销售费用	7.51	6.05	4.94	4.57
管理费用	6.77	4.82	4.02	3.66
财务费用	5.38	2.02	1.93	1.48
公允价值变动收益	0.01	1.13	1.29	0.07
投资收益	2.84	2.02	0.42	1.16
营业利润	-0.12	4.60	3.26	3.32
营业外收入	1.67	1.00	0.92	1.01
利润总额	1.55	5.60	4.18	4.34
净利润	0.74	3.90	2.74	3.03
归属于母公司所有者的净利润	-0.11	2.11	1.59	1.18
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-718,419	-168,391	-384,598	215,106
投资活动产生的现金流量净额	-421,693	-1,067,441	-1,000,954	-933,078
筹资活动产生的现金流量净额	1,363,180	2,258,722	599,058	1,143,238
财务指标				
EBIT	209,357	1,076,981	1,019,162	918,265
EBITDA	-	1,524,410	1,377,467	1,185,987
总有息债务	14,305,128	12,186,153	10,749,010	9,838,229

附件 3 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年 (经调整)	2013 年
财务指标				
毛利率 (%)	17.75	16.61	15.08	14.21
营业利润率 (%)	-0.12	4.60	3.26	3.32
总资产报酬率 (%)	0.70	3.82	4.19	4.33
净资产收益率 (%)	0.27	7.54	8.13	12.38
资产负债率 (%)	77.67	75.63	79.24	83.34
债务资本比率 (%)	68.18	63.94	68.01	73.57
长期资产适合率 (%)	147.34	144.29	138.84	126.63
流动比率 (倍)	1.34	1.33	1.23	1.14
速动比率 (倍)	0.61	0.61	0.54	0.65
保守速动比率 (倍)	0.25	0.26	0.18	0.26
存货周转天数 (天)	452.40	308.80	217.50	164.97
应收账款周转天数 (天)	63.61	48.85	40.48	36.04
经营性现金净流/流动负债 (%)	-5.12	-1.25	-2.95	1.85
经营性现金净流/总负债 (%)	-3.23	-0.83	-2.08	1.35
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-4.20	-0.24	-0.57	0.45
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.22	1.56	1.51	1.91
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.21	2.04	2.47
现金比率 (%)	24.16	24.50	17.21	24.40
现金回笼率 (%)	139.59	115.04	114.37	118.80
担保比率 (%)	-	2.05	2.79	9.13

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁷ 一季度取 90 天。

⁸ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。