



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

中国航空技术国际控股有限公司 主体与相关债项2020年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】112 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“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”、“17 中航 Y1”、“19 中航 Y1”、“19 中航 Y3”、“19 中航 Y5”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,“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”、“17 中航 Y1”、“19 中航 Y1”、“19 中航 Y3”、“19 中航 Y5”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十九日





评定等级

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

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2020.3	2019	2018	2017
总资产	2,336.06	2,277.54	2,338.82	2,494.82
所有者权益	616.61	644.22	652.48	667.82
总有息债务	934.87	853.28	943.27	994.70
营业收入	295.82	1,667.41	1,607.30	1,564.76
净利润	3.92	23.37	22.23	39.76
经营性净现金流	-41.38	79.47	64.27	200.90
毛利率	15.18	15.19	14.30	15.61
总资产报酬率	0.57	3.29	3.47	5.09
资产负债率	73.60	71.71	72.10	73.23
债务资本比率	60.26	56.98	59.11	59.83
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.61	2.87	3.21
经营性净现金流/总负债	-2.47	4.79	3.66	10.11

注: 公司提供了 2019 年及 2020 年 1~3 月财务报表, 致同会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2019 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; 公司 2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

债项信用

债项信用

债券简称	发行额 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 中航国际 MTN001	18	5 (5+N)	AAA	AAA	2019.07
15 中航债	50	5	AAA	AAA	2019.07
17 中航 Y1	15	3 (3+N)	AAA	AAA	2019.07
19 中航 Y1	20	3 (3+N)	AAA	AAA	2019.07
19 中航 Y3	40	3 (3+N)	AAA	AAA	2019.07
19 中航 Y5	25	3 (3+N)	AAA	AAA	2019.07

评级小组负责人: 马映雪

评级小组成员: 张洁 易积钰

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



主要观点

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”）主要从事国际业务、电子业务、国际航空业务和现代服务业务。跟踪期内，公司仍以国际航空业务为核心，并面临着较好的国内政策环境，具有显著的行业地位；公司的海外营销网络广泛，仍保持着开展成套设备和政府类贸易项目的渠道优势；公司的收入来源仍较为多元。同时，公司面临着国际航空工业产业竞争激烈，利润对投资收益和其他收益有所依赖，以及资产负债率高、有息负债规模大等方面的挑战。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 我国对航空工业产业的政策支持继续为公司国际航空业务的发展提供有利支撑；
- 公司仍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，在航空工业产业上具有显著的行业地位；
- 公司的海外营销网络仍广泛，在开展成套设备和政府类贸易项目上具有明显的渠道优势；
- 公司的业务收入涵盖多个领域，收入来源较为多元。

主要风险/挑战：

- 美国与欧洲在国际航空工业产业市场仍占据一定优势，公司在国际市场面临不小挑战；
- 2019 年，公司对投资收益及其他收益仍有一定的依赖性；
- 公司的资产负债率以及有息债务规模仍处于较高水平，面临一定的偿债压力。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《一般工商企业信用评级方法》，版本号为 PF-YBGS-2020-V.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	5.18
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.00
（三）区域环境	6.50
要素二：财富创造能力（58%）	6.03
（一）产品与服务竞争力	6.37
（二）盈利能力	5.40
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	5.55
（一）债务结构	5.50
（二）流动性偿债来源	5.76
（三）清偿性偿债来源	4.46
调整项	0.10
主体信用等级	AAA

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理



评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	15 中航国际 MTN001	AAA	2019/07/29	崔爱巧、程春晓、马映雪	大公贸易企业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文
	15 中航债	AAA				
	17 中航 Y1	AAA				
	19 中航 Y1	AAA				
	19 中航 Y3	AAA				
	19 中航 Y5	AAA				
AAA/稳定	19 中航 Y5	AAA	2019/03/15	肖尧、崔爱巧、程春晓	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AAA/稳定	19 中航 Y3	AAA	2019/02/11	肖尧、崔爱巧、程春晓		点击阅读全文
AAA/稳定	19 中航 Y1	AAA	2018/11/16	肖尧、崔爱巧、程春晓		点击阅读全文
AAA/稳定	17 中航 Y1	AAA	2017/07/13	杜蕾、周雪莲、王思明	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AAA/稳定	15 中航国际 MTN001	AAA	2015/11/17	杨莹、杨欣欣、丁兰		点击阅读全文
AAA/稳定	15 中航债	AAA	2015/10/08	杨莹、彭娴		点击阅读全文
AAA/稳定	—	—	2012/03/12	胡晓群、刑瑞军	—	点击阅读全文



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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

根据大公承做的中航国际存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象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，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

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（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 中航国际 MTN001	18	18	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	50	2015.12.07～2020.12.07	偿还银行借款	已按募集资金要求使用
17 中航 Y1	15	15	2017.07.31～在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还金融机构借款及其他外部负债	已按募集资金要求使用
19 中航 Y1	20	20	2019.01.25～在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还金融机构借款及其他外部负债	已按募集资金要求使用
19 中航 Y3	40	40	2019.03.12～在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还金融机构借款及其他外部负债	已按募集资金要求使用
19 中航 Y5	25	25	2019.03.26～在公司依据发行条款的约定赎回时到期	偿还金融机构借款及其他外部负债	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

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有限公司（以下简称“航空工业”）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等公司重组。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 95.79 亿元，其中航空工业持股 91.14%，中航建银航空产业股权投资（天津）有限公司持股 8.86%；控股股东航空工业是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直属的特大型央企，因此，公司的实际控制人是国资委。

为进一步实现聚焦主业，2019 年以来，公司实行名为“瘦身健体”的资产及业务重组策略，并有计划地退出资源开发、房地产、船舶、一般贸易等非战略



性业务。2019 年，公司出售原房地产业务主要经营主体中航善达股份有限公司¹（以下简称“中航善达”），并先后出售中航威海船厂有限公司²、中航国际船舶控股有限公司（股票代码“02I.SG”）、中航鼎衡造船有限公司等原公司船舶业务的主要经营主体。

2019 年 10 月，为进一步降低管理成本、提升企业运营效率、实现国有资产保值增值等，中航国际与旗下的 2 家子公司，即中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航控股”）和中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航深圳”）签署《吸收合并协议》，通过要约收购的方式，收购中航控股的所有 H 股流通股，并启动对这 2 家子公司的吸收合并。2020 年 4 月 21 日，公司发布《关于吸收合并事项进展的公告》称，公司已于 3 月 6 日要约收购中航控股的所有 H 股流通股，中航控股也于 4 月 17 日正式在香港联合交易所退市，相关吸收合并的生效条件已经达成。预计本次吸收合并结束后，中航控股和中航深圳的法人资格将被注销。

2019 年，公司主营业务仍为国际航空、国际业务、电子信息、现代服务业四大板块。截至报告日，公司拥有 6 家上市公司，分别为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”，股票代码“0232.HK”）、天马微电子股份有限公司（以下简称“天马微电子”；深天马 A，股票代码“000050.SZ”）、飞亚达精密科技股份有限公司³（以下简称“飞亚达”，股票代码“000026.SZ”；飞亚达 B，股票代码“200026.SZ”）、天虹数科商业股份有限公司⁴（以下简称“天虹股份”，股票代码“002419.SZ”）、深南电路股份有限公司（以下简称“深南电路”，股票代码“002916.SZ”）、德国洪堡公司（以下简称“德国洪堡”，股票代码“KWG.FWB”）。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2020 年 5 月 11 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的各类债务融资工具到期的均已按时兑付，未到期的均按时偿还到期利息。

¹ 现更名为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”。

² 现更名为“招商局金陵船舶（威海）有限公司”。

³ 原名为“飞亚达（集团）股份有限公司”，2020 年 1 月更为现用名。

⁴ 原名为“天虹商场股份有限公司”，2020 年 6 月更为现用名。



偿债环境

我国经济增速下行压力加大，但主要经济指标仍处于合理区间；2020 年春节期间新冠肺炎疫情突发，部分行业短期需求承压严重，但我国经济中长期高质量发展走势不会因此改变；目前，国内航空工业产业的政策支持和引导力度仍较强，但国际上仍面临较大挑战；受国际贸易摩擦等因素的影响，国际贸易市场的不确定性增强；国内电子信息制造行业仍处在发展阶段；我国零售行业目前仍处于疲软状态。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构



继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度⁵，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，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，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“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”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

⁵ 资料来源：财政部。



（二）行业环境

1、航空工业产业

我国政策对航空工业产业的支持力度不断加大，有利于消费和产业结构的转型升级，为公司业务发展提供了良好的政策背景。

航空装备包括飞机、航空发动机及航空设备与系统。飞机是为国民经济、社会发展和人民交通出行服务的空中运载工具，主要包括干线飞机、支线飞机、通用飞机、直升机、无人机以及特种飞行器等。飞机被称为“工业之花”和技术发展的火车头，产业链长，覆盖面广，在保持国家经济活力、提高公众生活质量和国家安全水平、带动相关行业发展等方面起着至关重要的作用。

随着政府的高度重视和国内强大的市场需求，航空工业产业面临着前所未有的发展机遇和良好环境。自 2005 年起，我国相继发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)》、《国家“十二五”科学和技术发展规划》、《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》、《民用航空工业中长期发展规划(2013-2020 年)》等重要规划，为我国航空产业发展指明方向，将推动我国航空工业产业实现快速发展。抓紧实施大型飞机重大专项是国家加快我国航空装备发展的重大举措。举全国之力、聚全国之智发展大型飞机，对我国航空工业产业的整体发展起到了极大地带动作用。为解决航空装备发展的动力瓶颈问题，国家将大力提升航空发动机自主创新能力，促进我国航空装备取得重大进步。

随着《中国制造 2025》的出台，国家政策对于航空工业产业的支持力度不断加大，预计到 2025 年全球将需要干线飞机 1.2 万架、支线飞机 0.27 万架、通用飞机 1.83 万架、直升机 1.2 万架，总价值约 2 万亿美元；我国将需要干线飞机和支线飞机 1940 架，价值 1.8 万亿元。同时，随着我国空域管理改革和低空空域开放的推进，国内通用飞机、直升机和无人机市场巨大。未来 10 年全球涡喷/涡扇发动机需求量将超 7.36 万台，产值超 4,160 亿美元；涡轴发动机需求量超 3.4 万台，总产值超 190 亿美元；涡桨发动机需求量超 1.6 万台，总市值超 150 亿美元；活塞发动机需求量将超 3.3 万台，总市值约 30 亿美元。我国在国民经济快速发展和综合实力不断提高的经济形势下，对航空运输和通用航空服务的需求也在快速增长，航空工业产业的发展空间十分广阔。

近 10 年来，国家各部委出台了大量有关航空业的政策意见，“十三五规划”、“中国制造 2025”中也多次提到要大力发展中国航空工业产业。2020 年 1 月 10 日，在北京召开的“航空工业 2020 年工作会”当中，会议相关文件总结了航空工业产业 2019 年的八大发展成就：一是全方位提升装备发展和体系保障能力；二是系统性提升民机和海外业务拓展能力；三是聚焦“三同三高”拓展实业主业发展空间；四是实施创新工程，夯实跨越发展科技基础；五是深入推进“1+N”



综合性改革；六是夯实管理基础支撑战略和运营；七是全面推进新时代航空工业产业人才发展体系落地；八是坚持加强党的领导和完善公司治理相统一。2019 年，航空工业产业强化履责担当，全年实现营业收入 45,800 亿元，利润总额 198 亿元，EVA 57.5 亿元，且 100%完成了各项国资委经营业绩考核指标及年度主要任务，实现了对重大决策、重大项目、重大合同的法律审核。

我国航空工业产业较强的生产制造能力及国家对航空工业产业的支持政策持续为航空工业产业发展提供有利支撑，但复杂的国际竞争环境也为我国航空工业产业的发展带来一定挑战。

在自身快速发展的同时，中国航空工业产业必须面临国际上复杂而激烈的竞争环境所带来的严峻挑战。全球竞争是航空工业产业的重要特点，世界航空工业产业经过百余年的发展，目前世界上有 50 多个国家拥有航空制造业，在市场上已形成了高度垄断。美国是当今世界上航空工业产业最为发达的国家，拥有完备的工业和科研体系，在技术上全面处于世界领先地位。有实力的大企业主要集中在美国；2019 年全球军工企业 100 强中，美国占 41 家，在前 10 强中，美国占 5 家，居于绝对的领先地位。欧洲的航空产品国际市场竞争力强，大型客机、军机、直升机、发动机均占有国际市场的相当大份额；在世界航空航天 100 强企业中，欧洲占据了 31 家，仅次于美国。俄罗斯是世界上极少数能够研制各类航空产品的国家之一，其军机国际市场竞争力较好，但民机产品比较逊色，近二十年来发展缓慢，现正在酝酿新的崛起。加拿大是喷气公务机和支线客机全球最大的生产国之一，巴西的支线客机也占有很大的市场份额，日本是世界主要民用客机和发动机生产商的重要合作伙伴，乌克兰具有大型运输机、航空发动机的设计和生产能力。这些国家在局部技术、某些产品领域也具有一定特色和优势，并且航空发达国家利用其技术优势和垄断地位，通过技术禁运和适航壁垒，阻碍我国航空工业产业的发展和进步。

但是，我国经过几十年的努力，已建立起较为完整的航空技术体系、产品谱系和产业体系，特别是近年来我国成功地研制了以歼 15、歼 20、运 20、武直 10 等为代表的军用飞机，在民机方面“新舟”系列已交付百架，ARJ21 等支线客机即将投入航线，大型干线客机 C919 的研制取得重要阶段性成果，小型无人机和通航飞机正处于快速发展之中，这都表明我国航空制造业已步入发展的快车道。我国工业转型升级，创新能力和国际竞争力显著增强为加快航空工业产业发展提供了较良好的科技和工业基础。



2、国际贸易

2019 年以来，国际经济贸易领域不确定、不稳定因素持续增多，内外需均面临下行压力，国际大宗商品贸易面临挑战。

2019 年，随着英国脱欧、中美贸易摩擦等国际事件的不断发展，世界经济中的不确定、不稳定因素持续上升，外部环境发生深刻变化；中国经济保持总体平稳，但稳中有变、稳中有缓，给中国外贸发展带来新问题新挑战。中国政府在扩大进口、降低进口关税、优化口岸营商环境促进跨境贸易便利化、完善出口退税政策等方面，出台了一系列政策措施，降低进出口企业成本，提振企业进出口信心；但国际经济中的不确定因素仍为我国的进出口贸易带来不小的挑战。2017~2019 年，我国进出口总值分别为 4.10 万亿美元、4.62 万亿美元和 4.58 万亿美元，同比增速分别为 11.40%、12.60%和-0.90%。

自 2018 年二季度以来，全球制造业、贸易和投资都有所减弱，世界经济下行风险增大，此外，全球范围内贸易保护主义抬头，威胁全球贸易稳定增长，国际经济贸易领域不确定、不稳定因素增多，外贸发展面临挑战，自 2019 年 2 月起，每月的累计进出口总值均同比有所下降，其中 2 月份下滑最为严重，当月进口额和出口额分别同比下降 4.40%和 20.70%。

根据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）于 2020 年 1 月发布的报告《2019 年国际市场大宗商品价格情况及 2020 年判断》，2019 年全球经济增速预期不断下调，贸易摩擦进程曲折多变，全球贸易增速明显下滑，地缘政治风险积聚，同时还发生了多个影响较大的偶发性事件，国际大宗商品价格呈现出“宽幅震荡”的特征，且波动幅度、涉及品种有所扩大。其中，2019 年 1~7 月，受巴西矿难、澳洲飓风等因素影响，全球铁矿石供应下降，市场炒作逐步升温，铁矿石价格持续走高，一度升至 5 年来最高水平。2019 年 8 月，市场供应有所恢复，炒作降温，价格快速回落。

2019 年，美国开展对华的“301 调查”以及对钢铁的“232 调查”等多项贸易调查，并裁定对中国进口的钢铁产品加征 25%的关税。然而，钢铁进出口一直都是中美贸易摩擦的重灾区；自 2016 年以来，美国对中国钢铁产品发起的调查案件合计 337 起，直接导致中国对美的钢材出口量大幅下降。2017 年，中国出口美国钢材产品 118 万吨，占中国钢材出口总量的 1.56%；2019 年，相关占比已小于 1%。目前，中国钢铁出口主要是在亚洲地区，占比达 70%以上。同时，美国的相关调查将严重影响国际贸易秩序，导致相关国家对美国的钢铁出口量减少，从而在国际市场上形成对中国钢铁出口贸易的冲击。



图1 2010~2020年3月末我国相关大宗商品价格指数

数据来源：Wind

总体来看，中美贸易对中国钢铁进出口贸易的影响有限且间接；但钢铁和矿石等大宗商品的价格波动依旧明显，国际大宗商品市场仍存在一定的不确定性。

2020年1~3月，受疫情等因素的影响，我国钢材出口量为1,429万吨，同比下降16%；但因铁矿石等部分大宗商品涉及民生消费，在疫情影响下同比有所增长。

3、电子信息制造业

我国电子信息制造业目前通过加快结构调整和转型升级，总体上仍处于发展阶段，但增速有所放缓。

2019年，我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长9.3%，增速同比下降3.80个百分点；累计实现出口交货值同比增长1.70%，增速同比下降8.10个百分点；主营业务收入同比增长4.50%，主营业务成本同比增长4.20%，利润总额同比上升3.10%，主营收入利润率为4.41%，同比略有下降；电子信息制造业生产者出厂价格同比下降0.90%，固定资产投资同比增长16.80%，增速同比变化不大，高于制造业整体投资增速13.70个百分点。截至2019年末，全行业应收账款及应收票据同比增长3.20%。

分行业来看，2019年，通信设备制造业增加值同比增长9.40%，出口交货值同比下降2.40%；主要产品中，手机产量同比增长3.50%，其中智能手机同比略有增长；主营业务收入同比增长4.30%，受上年基数较低等因素影响利润同比增长27.90%；电子元件及电子专用材料制造业增加值同比增长20.70%，出口交货值同比下降2.30%，主要产品中，电子元件产量同比增长26.90%；电子器件制造业增加值同比增长8.30%，出口交货值同比增长5.40%，主要产品中，集成电路产量同比增长30.00%；计算机制造业增加值同比增长9.20%，出口交货值同比增



长 5.60%，主要产品中，微型计算机设备产量同比增长 13.20%，其中笔记本电脑产量同比增长 10.70%，平板电脑产量同比增长 25.00%；计算机制造业主营业务收入同比增长 3.90%，利润同比增长 2.60%。

2020 年 1~3 月，受疫情等因素的影响，我国规模以上电子信息制造业增加值同比下降 2.8%，营业收入同比下降 7.5%，营业成本同比下降 7.7%，利润总额同比下降 12%，营业收入利润率为 2.7%。

4、百货零售业

我国百货零售行业目前整体上面临需求减少且成本增加的不利局面；行业内普遍追求数字化科技上的改革。

2019 年，百货零售行业整体仍处于疲软的状态，社会消费品零售总额年度同比增长 8%，增速较上年同比下降 0.98 个百分点，全年正数逐月下降。根据公开数据显示，近 70%的百货都出现业绩下滑，其中 2019 年上半年，78 家零售上市公司中营业额为 4,420.5 亿元，同比增长 1.78%，但净利润为 137 亿元，同比下跌 2.95%。

此外，2019 年被称为“电商年”，多家实体零售店由于转型困难、触网之困、业绩下滑等原因相继倒闭。2019 年，网上零售仍保持较快发展，全国实物商品网上零售额同比增长 16.5%，占社会消费品零售总额的比重为 25.83%，同比增加 7.43 个百分点。目前，国内多家知名百货均已推出线上购物平台，并在实体店安装自助收银台等数字化辅助机器。

财富创造能力

2019 年，公司营业收入有所增长，毛利率有所回升；国际航空业务仍是公司的经营核心；国际业务仍对公司的收入贡献最大；公司的营业收入涵盖多个领域，来源较为多元。

公司业务板块仍主要由国际业务、电子业务、国际航空业务和现代服务业构成。2019 年，公司营业收入同比增长 3.74%；毛利率同比增加 0.89 个百分点。国际业务仍是公司最大的收入来源，国际航空业务、电子业务和现代服务业是毛利润的主要来源，其他业务主要包括资源业务与平台业务，在收入和毛利润中占比均很小。总的来说，公司的营业收入来源较为多元。

分板块来看，2019 年，国际航空业务同比增长 4.11%；国际业务收入同比增长 2.87%；电子业务收入同比增长 11.34%，主要是通信、数据中心等电路产品的下游行业快速发展所致；现代服务业收入同比下降 24.24%，主要是合并范围变更所致；其他业务及抵消同比由负转正。

从毛利率来看，2019 年，国际航空业务毛利率同比增加 0.66 个百分点；国际业务毛利率同比增加 0.31 个百分点；受益于相关经营主体对生产技术的改造



和对成本的进一步控制，电子业务毛利率同比增加 2.09 个百分点；现代服务业毛利率同比增加 2.12 个百分点，主要是出售现代服务业内毛利水平相对较低的子公司中航善达所致。

表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）⁶

项目 ⁷	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	295.82	100.00	1,667.41	100.00	1,607.30	100.00	1,564.77	100.00
国际航空业务	37.83	12.79	236.35	14.17	227.02	14.12	203.71	13.02
国际业务	129.22	43.68	707.66	42.44	687.93	42.80	605.78	38.71
电子业务	99.43	33.61	453.49	27.20	407.29	25.34	333.63	19.18
现代服务业	28.91	9.77	219.48	13.16	289.72	18.03	349.05	24.45
其他业务及抵消	0.43	0.15	50.43	3.02	-4.66	-0.29	72.60	4.64
毛利润	44.90	100.00	253.24	100.00	229.78	100.00	244.20	100.00
国际航空业务	7.77	17.31	50.07	19.77	46.59	20.28	40.34	16.52
国际业务	4.39	9.79	23.50	9.28	20.73	9.02	19.68	8.06
电子业务	19.73	43.93	97.08	38.34	78.70	34.25	76.81	25.89
现代服务业	10.85	24.15	65.04	25.68	79.71	34.69	90.25	42.52
其他业务及抵消	2.16	4.81	17.55	6.93	4.05	1.76	17.12	7.01
毛利率	15.18		15.19		14.30		15.61	
国际航空业务	20.55		21.18		20.52		19.80	
国际业务	3.40		3.32		3.01		3.25	
电子业务	19.84		21.41		19.32		23.02	
现代服务业	37.51		29.63		27.51		25.86	
其他业务及抵消	-		-		-		-	

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，受疫情等因素的影响，公司营业收入为 295.82 亿元，同比下降 29.37%，其中国际业务及现代服务业收入同比分别减少 61.68 亿元和 54.30 亿元；公司毛利润为 44.90 亿元，同比下降 19.63%，其中现代服务业毛利润同比减少 10.86 亿元，主要是合并范围变更所致；同时，公司的毛利率为 15.18%，同比增加 1.84 个百分点，主要是电子业务板块通过技术创新等方式继续提升毛利水平所致。

（一）国际航空业务

作为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，公司在我国的国际航空工业产业领域保持着显著的行业垄断地位；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。

公司是我国航空工业产业对外合作的经营主体，承担着我国航空工业产业超

⁶ 2019 年公司细分板块业务分类略有调整，2017 年和 2018 年为追溯调整数据。

⁷ 其他业务及抵消主要是指不在这四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。



过 80% 的进出口业务。国际航空业务一直以来都是公司经营的核心业务，受益于控股股东航空工业对公司在技术和外交等方面提供的有力支持，公司在我国的航空工业产业市场已形成一定程度上的垄断地位，并发展出与航空工业产业相关的多项业务。

在民机及通用飞机销售与售后服务方面，作为国内民机和通用飞机对外销售的主渠道，公司先向国内各大飞机制造公司采购用作出口的民用飞机，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 飞机等产品。此外，公司拥有全球销售网络、备件支持网络和地面服务中心等销售服务配置，逐步向“营销+服务”的模式进行转变，在加强海外营销质量的同时完善并提升相关服务体系，从而为公司的民机出口业务在国际市场上产生新的利润增长点。

在通航产品贸易业务方面，公司为客户提供“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，逐步由“买方代理”的贸易模式拓展到更多的细分环节，对国内的通航产业领域进行全面布局。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。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。

在航空供应链集成服务方面，自航空工业同意将“新型、增值现代物流供应链”作为中航国际的主业起，公司逐步成为航空工业下属各主辅机单位的指定航空供应链集成服务平台。目前，公司拥有专业化的供应链集成服务企业，对接集团各主辅机厂供应链管理，确保航空业务在重组整合中稳定发展。相关业务的经营主体为子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。中航供应链的国内主要包括中国航发和中国商飞等，海外客户包括波音、空客、通用、罗尔斯·罗伊斯、霍尼韦尔等全球知名航空制造商。

在航空技术国际合作方面，公司作为我国航空工业产业对外合作的经营主体，长期承担各级别重点项目和产品的引进工作，包括参与飞机、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，致力于为国内各大航空制造企业配套采购航空设备和备件，并提供项目咨询、代理



采购、后端支持等全系列服务。2019 年，公司承担的两项国家重点型号技术合作项目完成签约，海外供应链集成服务业务签署了首个合作框架协议，“补齐先进制造链空白”的任务稳步推进。

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。在成功收购美国大陆发动机集团有限公司后，公司正式进入小型航空活塞发动机及零备件制造行业，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、空客、斯奈克玛、普惠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、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保持高位。

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，且持续推进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。

（二）国际业务

公司的国际业务板块目前正处于转型阶段；公司的成套设备进出口和国际 EPC 项目等业务的推广有利于公司后续的国际发展；大宗商品的贸易仍是主要收入来源。

公司目前的国际业务由原国际贸易与大宗业务转型升级而成，主要从事的业务包括成套设备贸易及项目、大宗商品贸易以及各类贸易服务等。成套设备贸易及国际工程方面是该板块的重点发展方向，大宗商品贸易仍是公司国际业务的主要收入来源。

在成套设备贸易和国际工程项目方面，公司的主要经营主体包括中航国际成套设备有限公司（以下简称“中航成套设备”）、中国航空技术国际工程有限公司（以下简称“中航国际工程”）以及中国航空技术北京有限公司（以下简称“中航北京”）等。中航成套设备主要经营水泥生产线、风力发电设备、机械车辆和集装箱检测设备等成套设备的出口贸易和相关大型项目的总包工作，主要客户包括非洲和南美洲有关国家的政府部门等；中航国际工程拥有国内外多项建筑工程资质，主要负责开展航空基础设施、路桥轨道交通等海外基础设施国际工程总承包等业务；中航北京具有国家对外承包资格认证资质，目前主要开展水泥工程业务、石化工程业务和机电工程等 EPC 总包业务以及相关设备进出口业务。由于业务的特殊性质，相关经营主体的 EPC 工程预收款项较大，导致对应的资产负债率处于较高水平；截至 2019 年末，中航成套设备、中航国际工程以及中航北京的预收款项分别为 19.94 亿元、8.26 亿元和 26.30 亿元。



在医疗服务、职业教育等公益领域，公司整合国内外专业资源，同样开展相关的 EPC 工程总包和成套设备出口，积极推进中国技术和产品走出去的同时努力推动所在国经济的发展。公司移动医院项目协助“一带一路”国家的政府，将医疗设备和医护服务带到偏远和交通不便地区。职业教育根据各国客户需要，针对不同国家或地区的具体情况，提供涵盖农业、粮食加工、电子及电力、医疗、机械等领域的职业教育中心，通过培训提高当地青年人的就业能力。多年来，公司通过发展相关社会公益项目，不断增强所在地的社会稳定性，提高合作国家的财政收入，从而增进当地政府声誉。此外，公司目前还有能源 EPC 培育高科技、高附加值的大型成套项目以及生物质电厂等低碳环保的项目，致力于为客户提供包括融资、设计、采购、设备集成、土建、安装调试、售后服务和运营管理的整体解决方案，业务范围遍及中东、非洲、南美、欧洲等地区。

公司的国际工程业务还涉及基础设施、水泥建材和沥青及机电产品等多个方面。在基础设施方面，公司集结优势资源发展航空设施建设，与海外 30 多个国家和地区建立合作关系，并全力发展航空设施全产业链业务，为客户带来增值服务、实现联动发展；在水泥建材方面，公司凭借德国品牌技术与中国成本速度的联合优势，为客户提供全方位的水泥建材工程整体解决方案；在沥青及机电产品方面，公司提供专业、高效的沥青与机电产品供应链服务，集研发、加工、仓储、配送、技术服务于一体，打造行业领先品牌。

在国际大宗商品贸易方面，根据宏观经济周期的变化，公司一方面退出非主业的大宗商品贸易业务以及严格限制非大宗商品贸易的子公司开展相关业务，包括陆续退出煤炭物流中非煤主业、贸易性融资及其他高风险业务、铜精矿、铜材及其他大宗贸易等高风险业务等；另一方面，公司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，相关经营主体包括中航国际矿产资源有限公司（以下简称“矿产资源公司”）和中航国际钢铁贸易有限公司（以下简称“中航钢贸”）。

矿产资源公司主要经营钢铁、各类矿产品及其他大宗商品的贸易、服务等，目前已发展为较成熟的产业链。中航矿产的业务类型分为内销和进出口贸易；内销业务的主要市场为浙江及周边市场，致力于开发终端客户，销售商品主要为建筑材料等；进出口贸易方面，矿石原料主要来自澳大利亚、巴西、印度等，出口销售市场以南美洲为主，目前正逐步拓展至中东、印尼等，经营产品有钢坯、长材、板材等。

中航钢贸主要负责矿石、钢材、建筑材料、煤炭等大宗商品的批发及贸易，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。

**表 3 2019 年国际业务大宗商品贸易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	净利润	经营性净现金流
中航成套设备	成套设备出口贸易、大型项目总包等	35.07	78.64	19.93	1.06	9.87
中航国际工程	国际工程总承包	60.32	81.31	40.24	0.26	1.09
中航北京	EPC 总包、设备进出口	73.70	110.17	37.40	-3.97	11.80
矿产资源公司	大宗商品贸易	23.19	79.78	243.29	0.93	2.26
中航钢贸	大宗商品贸易	36.01	89.59	287.35	0.50	1.70

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司具有广泛的国际市场网络和品牌优势，保有开展成套生产设备、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的良好关系持续推动成套设备、国际工程及政府项目等业务的发展。（二）电子业务

受益于公司在创新、管理、销售等方面持续执行高效的经营策略，以及相关下游行业的进一步发展，公司电子业务的收入及毛利水平均有提升。

公司电子信息业务包括液晶显示器制造、印制电路板制造等电子制造行业，运营主体是天马微电子、深南电路和飞亚达⁸等。截止至 2020 年 3 月末，公司持有天马微电子、深南电路和飞亚达的股权分别为 33.19%、69.05%和 36.79%。

表 3 2019 年电子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	净利润	经营性净现金流
天马微电子	液晶显示屏及模块开发	654.51	59.20	302.82	8.29	47.61
深南电路	电路板的生产制造	122.19	59.06	105.24	12.34	12.63
飞亚达	制表业及名表连锁	37.61	29.42	37.04	2.16	4.45

数据来源：根据公司提供资料整理

天马微电子⁹是国内规模最大的液晶面板及模块制造商之一，通过创新和销售方面的不懈努力，进一步在激烈的竞争中巩固市场地位。

天马微电子聚焦以智能手机、平板电脑为代表的移动智能终端显示市场和以车载、医疗、POS、HMI 为代表的专业显示市场的整体布局，并持续开发 IoT/新应用等，包括智能家居、AR/VR、无人机、充电桩以及机器人等新兴市场；其产业基地分布在深圳、上海、成都、武汉、厦门、日本六地，在欧洲、美国、日本、韩国、印度等国家以及中国香港、中国台湾地区设有全球营销网络和技术服

⁸ 公司于 2020 年将飞亚达由现代服务业板块转至电子信息板块管理。

⁹ 以下天马微电子 2017 年数据均为追溯调整数据。



务支持平台，为客户提供全方位的客制化显示解决方案和快速服务支持。

表 4 2017~2019 年液晶显示屏及液晶显示模块产销及库存基本情况（单位：亿片）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
销售量	3.20	3.36	3.31
生产量	3.20	3.33	3.38
库存量	0.10	0.10	0.13

数据来源：根据公司提供资料整理

在前瞻性技术和先进应用技术布局方面，天马微电子已自主掌握诸多国际先进、国内领先的新技术，并根据市场需求公司开发了高色域、高动态、高屏占比、高刷新率、快响应速率、超薄的产品，其屏幕的技术参数和设计方案在行业保持领先地位，并多次获得创新产品与应用奖项。在知识产权布局方面，天马微电子建立了与市场整体发展相匹配的知识产权战略规划，并不断完善关键技术和产品的专利布局，持续健全知识产权管理保护机制，增强市场防御能力。

表 5 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月天马微电子主要财务指标情况（单位：亿元、%）

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末总资产	654.51	654.51	600.37	547.51
期末资产负债率	58.74	59.20	56.69	55.28
营业收入	65.62	302.82	289.12	238.24
毛利率	17.17	16.85	15.19	20.19
利润总额	3.12	10.19	10.19	16.84

数据来源：根据公司提供资料整理

在市场领域，通过产线的灵活调节和配置，天马微电子能够支持整体市场布局的快速切换，高效满足客户需求。随着 5G/AIoT 时代的来临，智能手机更新换代、万物互联中的智慧显示成为市场焦点，天马微电子积极响应市场变化并迅速抓住全面屏迭代升级趋势，通过技术攻关能力支撑和创新突破，及时、迅速的响应客户的技术需求，重点聚焦品牌客户，并相应制定一系列深度渗透策略。在移动智能终端市场，天马微电子紧跟行业主流客户，持续优化客户结构，已成为全球主流移动智能终端厂商的深度合作伙伴。

随着全面屏产品规格进一步升级，打孔屏方案正成为市场新焦点；在专业显示市场，天马微电子已建立比较优势和竞争壁垒，重点关注车载显示市场的快速成长。2019 年，天马微电子的车载 TFT 出货量全球第二、国内第一，实现连续 5 年保持双位数增长，也是国内最大的车载 TFT 面板厂；车载仪表显示出货量全球第二，车载中控显示出货量全球第三。

2019 年，天马微电子实现营业收入 302.82 亿元，同比增长 4.74%；毛利率为 16.85%，同比增长 1.66 个百分点，主要是毛利水平较高的打孔屏及专业显示



面板产品的销售占比增加所致；利润总额 10.19 亿元，同比变化不大。2020 年 1~3 月，天马微电子实现营业收入 65.62 亿元，同比下降 5.27%，毛利率为 17.17%，同比增长 3.28 个百分点。

深南电路是国内知名电子信息企业，主要从事印制电路板（PCB）等电子电路产品的开发、生产和销售，所涉及领域包括通讯、数据中心、汽车电子及医疗等。

深南电路是国家火炬计划重点高新技术企业，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。截至 2019 年末，公司已获授权专利 455 项，其中发明专利 357 项、国际 PCT 专利 22 项，专利授权数量位居行业前列。

表 6 2017~2019 年深南电路产品销售基本情况（单位：亿元）

项目		2019 年	2018 年	2017 年
电子电路	印制电路板	77.26	53.79	38.94
	电子装联	12.11	9.28	7.29
	封装基板	11.64	9.47	7.54
	其他产品	1.34	0.97	0.73
其他业务收入		2.88	2.52	2.36
合计		105.24	76.02	56.87

数据来源：根据深南电路年报整理

2019 年，深南电路实现营业收入 105.24 亿元，同比增长 38.44%，主要是下游市场的持续发展所致；毛利率为 26.53%，同比增加 3.40 个百分点，主要是印制电路板业务实施的智能化改造及成本管控所致；利润总额为 14.03 亿元，同比增长 80.33%，主要是营业收入大幅增加所致。2020 年 1~3 月，深南电路实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 15.47%，主要是受疫情影响，市场对通讯及医疗电子产品的需求增加所致；毛利率为 25.59%，同比增长 2.06 个百分点。

表 7 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月深南电路主要财务指标情况（单位：亿元、%）

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末总资产	125.07	122.19	85.25	74.43
期末资产负债率	57.71	59.06	56.32	57.44
营业收入	24.98	105.24	76.02	56.87
毛利率	25.59	26.53	23.13	22.40
利润总额	3.30	14.03	7.78	5.04

数据来源：根据公司提供资料整理

飞亚达一方面通过研究精密科技提高创新技术，另一方面通过销售推广等行为提升品牌效益。

飞亚达主要从事手表及其零配件的研发、设计、制造、销售，拥有“飞亚达”



和“亨吉利”品牌。2019 年，飞亚达继续以“降本增效”、“创新发展”为主线，继续围绕成本费用控制、精益供应链建设等优化组织运作模式，积极推进动力机制建设和全覆盖。

飞亚达营业收入主要来自于手表零售服务业务和手表品牌业务。作为我国手表行业的知名品牌，“飞亚达”品牌连续第九年参加巴塞尔国际钟表珠宝展。2019 年，列、风致系列等新品，深受消费者喜爱。2019 年，“飞亚达”品牌亦作为唯一手表品牌，荣登“新中国成立 70 周年 70 品牌”榜单、荣获“2019 年度人民匠心品牌奖”，行业地位和品牌影响力持续提升。

表 8 2017~2019 年飞亚达营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2018 年		2017 年(追溯调整)	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	37.04	100.00	34.00	100.00	33.46	100.00
手表业务	34.64	93.50	31.93	93.91	31.82	95.12
精密制造业务	0.91	2.47	0.71	2.08	0.35	1.04
租赁业务	1.32	3.56	1.18	3.48	1.09	3.27
其他	0.17	0.47	0.18	0.53	0.19	0.57
毛利润	14.87	100.00	14.07	100.00	13.59	100.00
手表业务	13.54	91.03	12.82	91.16	12.49	91.87
精密制造业务	0.18	1.19	0.11	0.80	0.03	0.25
租赁业务	1.04	6.98	0.96	6.81	0.92	6.74
其他	0.12	0.80	0.17	1.22	0.15	1.13
毛利率	40.14		41.37		40.62	
手表业务	39.08		40.16		39.24	
精密制造业务	19.29		15.99		9.89	
租赁业务	78.65		81.01		83.75	
其他	69.09		95.01		80.63	

数据来源：根据飞亚达年报整理

飞亚达是国家技术创新示范企业，拥有国家认定企业技术中心、国家级工业涉及中心以及两家国家高新技术企业。2019 年，飞亚达全年申请专利 37 项，其中发明和实用新型专利 26 项，主导或参与制修订国家、行业标准共 4 项，且被认定为“2019 年国家知识产权优势示范企业”。截至 2020 年 3 月末，飞亚达拥有 442 项专利，并先后承担 11 批次航天表的研制任务。

表 9 2017~2019 年飞亚达品牌手表销售基本情况（单位：只）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
销售量	1,027,428	1,032,886	1,169,341
生产量	783,328	1,085,929	1,443,902
期末库存量	1,092,662	1,326,997	1,273,954

数据来源：根据公司提供资料整理



2019 年，飞亚达实现营业收入 37.04 亿元，同比增长 8.93%；毛利率为 40.14%，同比减少 1.23 个百分点；利润总额为 2.76 亿元，同比增长 19.48%，主要是飞亚达的成本费用控制能力进一步提升所致。2020 年 1~3 月，受疫情等因素的影响，飞亚达营业收入为 5.88 亿元，同比下降 34.14%；毛利率为 39.75%，同比减少 0.61 个百分点。

总体来看，公司的电子业务板块在内外部的有利条件下持续发展，对公司的收入和利润水平形成有效的保障。

目前，我国的电子信息制造业仍处在发展阶段，发展速度的放缓更有利于大型企业提升市场竞争力。公司电子业务的主要经营主体均致力于研发和创新的国内知名电子产品生产商，且相关主体的技术革新、成本控制等策略已取得一定的成效，对公司的整体收入及利润水平将形成有效的保障。

（四）现代服务业

公司现代服务业主要运营主体¹⁰为天虹股份和深圳格兰云天酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”），其中，天虹股份以百货零售为主，酒店管理公司专注于酒店管理业务，目前运营“格兰云天”和“上海宾馆”两个知名品牌酒店。

表 10 2019 年现代服务业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	净利润
天虹股份	百货零售	166.33	58.19	193.93	8.61
酒店管理公司	酒店管理	5.84	38.83	6.41	0.58

数据来源：根据公开资料整理

2019 年，天虹股份收入有所增长，且天虹股份持续探索新业务模式，主营业务盈利能力保持增长。

天虹股份拥有“天虹”和“君尚”两大零售品牌，目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台天虹 APP 的线上线下融合的多业态发展格局，现有“天虹”、“君尚”、“sp@ce”、“微喔”四大品牌，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。截至 2019 年末，公司已进驻广东、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（含加盟 6 家）、便利店 171 家，面积合计约 375 万平方米。

¹⁰ 由于中航善达已于跟踪期内出售，公司目前仅剩的地产业务占比极小。

**表 11 2017~2019 年天虹股份业态结构基本情况（单位：家）**

项目	百货	超市 ¹¹	购物中心	便利店	合计
2017 年	67	68	7	148	290
2018 年	68	81	13	159	321
2019 年	68	97	24	171	360

数据来源：根据天虹股份年报整理

公司顺应消费升级，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。公司深入发展供应链，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 年末，天虹数字化会员人数达 2,355 万，数字化会员销售占比达 73.60%；2019 年，逾 1.6 亿人次通过天虹 APP 交互获取信息或消费，全年 GMV 逾 31 亿元；天虹到家上线门店累计达 98 家，日均订单量同比增长 39%，全国门店均已支持手机自助买单并铺设了自助收银机，超市自助买单销售占超市销售的比超过 50%，百货已上线的数字化专柜数量达 13,042 个。

2019 年，天虹股份实现营业收入 193.93 亿元，同比增长 1.33%，归属于上市公司股东净利润为 8.59 亿元，同比下降 4.98%。2020 年 1~3 月，受疫情的影响，天虹股份实现营业收入 29.97 亿元，同比下降 42.13%，归属于上市公司股东净利润为 -0.50 亿元，同比由盈转亏。

偿债来源与负债平衡

2019 年，公司经营性净现金流入规模有所增长，对债务和利息的保障能力得到提升；公司融资渠道多样，拥有很强的融资能力；公司资产规模继续缩小，但可变现能力仍很强；外部支持仍是偿债来源的重要组成部分。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司的业务盈利能力有所增强，但公司利润对投资收益和其他收益仍存在一定的依赖性。

受益于电子业务的增长，2019 年公司整体的营业收入及毛利润均有所上涨。

¹¹ 超市业态指综合百货店中的超市业态以及购物中心店中的超市业态和独立超市。

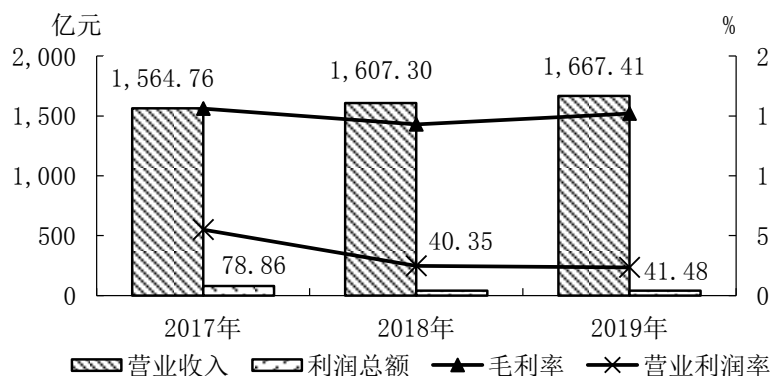


图2 2017~2019 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用同比增长 3.45%，期间费用率同比变化不大；其中，销售费用同比增长 4.98%，仍主要由销售职工薪酬和租赁费构成；管理费用同比增长 4.73%，仍主要为管理职工薪酬；财务费用同比下降 11.29%，主要是有息债务减少使得利息支出减少所致；研发费用同比增长 13.25%，主要是公司多个板块继续加大研发投入所致。

表 12 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	20.23	89.23	85.00	86.38
管理费用	9.80	55.48	52.98	56.13
财务费用	5.97	27.18	30.64	44.87
研发费用	5.86	29.26	25.83	23.03
期间费用	41.86	201.15	194.45	210.42
期间费用/营业收入	14.15	12.06	12.10	13.45

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常性损益方面，2019 年，公司资产减值损失为 24.46 亿元，同比增加 5.80 亿元，其中坏账损失为 5.47 亿元，同比增加 4.55 亿元，存货跌价损失为 6.97 亿元，同比减少 0.97 亿元，商誉减值损失为 5.65 亿元，同比减少 0.53 亿元；信用减值损失为 6.02 亿元，同比减少 5.23 亿元，其中坏账损失 5.67 亿元，同比减少 5.52 亿元，占信用减值损失的比重为 94.20%；其他收益为 10.13 亿元，同比减少 3.52 亿元，其中研发支持补贴为 3.00 亿元，同比减少 2.29 亿元，产业扶持补贴为 2.83 亿元，同比减少 0.81 亿元，其他收益占营业利润比重为 26.00%，同比减少 9.47 个百分点；投资收益为 10.46 亿元，同比大幅减少 17.57 亿元，其中权益法核算的投资收益为 -5.53 亿元，同比由盈转亏，处置长期股权投资的投资收益为 12.86 亿元，同比减少 11.63 亿元，可供出售金融资产的投资收益为 2.41，同比减少 0.39 亿元，投资收益占营业利润比重为 26.84%，同比减少



46.00 个百分点；公允价值变动收益为 4.40 亿元，同比增加 1.97 亿元，其中交易性金融资产的变动收益为 1.29 亿元，同比增加 1.25 亿元，主要是会计准则变更而做的重新计量所致，投资性房地产的变动收益为 2.98 亿元，同比增加 0.30 亿元；营业外收入为 3.04 亿元，同比变化不大；营业外支出为 0.53 亿元，同比减少 1.98 亿元，主要原因是非流动资产的损毁报废损失以及罚款支出有所减少。

2019 年，公司的营业利润为 38.97 亿元，同比下降 1.85%；利润总额和净利润分别为 41.48 亿元和 23.37 亿元，同比分别增长 2.79%和 5.12%，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.10 亿元，同比增长 26.74%；公司的总资产报酬率为 3.29%，同比下降 0.18 个百分点；净资产收益率为 3.63%，同比增加 0.22 个百分点。

2020 年 1~3 月，受疫情等因素的影响，公司的营业收入和毛利润均出现下滑；期间费用同比减少 4.55 亿元，其中管理费用同比减少 2.23 亿元，财务费用同比减少 2.99 亿元；信用减值损失同比转亏为盈；投资收益同比减少 1.41 亿元；资产处置收益同比转盈为亏；受益于期间费用和营业税金减少，公司仍处于盈利状态，但营业利润、利润总额和净利润同比分别减少 6.61 亿元、6.64 亿元和 5.01 亿元。

2、现金流

2019 年，公司经营性净现金流入规模有所增长，对债务和利息的保障程度较为稳定；投资性净现金流仍为净流出。

2019 年，公司经营性净现金流仍为净流入且规模有所增长，主要是多个板块的营业收入增长所致；投资性净现金流仍为净流出，净流出规模同比增加 15.41 亿元，主要是处置子公司及其他营业单位收到的现金净额同比减少 48.47 亿元所致。2019 年公司现金回笼率为 117.66%，同比增加 8.61 个百分点，仍处于较好状态。

表 13 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流对债务覆盖情况（单位：亿元）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流	-41.38	79.47	64.27	200.90
投资性净现金流	-44.20	-60.45	-45.04	151.02
经营性净现金流/流动负债（%）	-3.66	7.18	5.71	16.48
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-4.44	2.07	1.34	3.63

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，受疫情等因素的影响，公司的经营性净现金流净流出，净流出规模同比增加 39.01 亿元；投资性净现金流为-44.20 亿元，净流出额同比增加 17.64 亿元，主要是公司的理财产品收益减少所致。同期，公司现金回笼率为 135.20%，同比增加 21.74 个百分点，主要是中航钢贸部分合同条款变更导致



收入确认减少以及天虹股份集中销售购物卡所致。

截至 2019 年末，公司主要在建项目为武汉天马 G6 项目和中航国际内罗毕 GTC 项目等，总预算数为 380.55 亿元，预计还需投入 142.62 亿元。目前，天马微电子拟通过非公开发行 A 股股票募集武汉天马 G6 项目资金，公司的一致行动人计划认购不超过本次非公开发行 A 股股票数量的 37.32%

3、债务收入

2019 年，公司筹资性净现金流仍为净流出，但规模有所下降；公司融资渠道多元，债务融资收入能对债务偿还形成一定的保障。

2019 年公司筹资性净现金流仍为净流出，净流出额同比减少 111.15 亿元，主要是发行合计 100.00 亿元的“19 中航 Y1”等公司债所致；2020 年 1~3 月，因公司筹资战略的缘故，公司筹资性净现金流仍为净流入，净流入规模同比减少 5.09 亿元，主要是借款规模减少所致。

综合来看，公司债务融资以银行借款和债券发行为主，融资渠道多元，公司与多家银行保持良好的合作关系，银行授信额度规模较大。截至 2020 年 3 月末，公司共获得授信额度 3,220.69 亿元，未使用授信额度为 2,176.13 亿元。

表 14 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	158.49	592.98	473.82	550.77
借款所收到的现金	156.85	454.88	429.19	487.59
筹资性现金流出	94.81	634.20	626.20	749.25
偿还债务所支付的现金	81.82	471.66	491.67	588.28

数据来源：根据公司提供资料整理

4、外部支持

控股股东对公司的支持力度较大，且公司可获得一定规模的政府补助，可作为偿债来源中的重要组成部分。

作为国资委的全资子公司，公司的控股股东航空工业在航空技术研发、航空零件生产、国际航空工业产业等方面都具有资金和政策上的优势；此外，航空工业与全球多国政府之间均建立良好的国际合作关系。所以，不管在技术层面还是外交层面，航空工业都随时都能给公司提供充足且强力支持。2019 年 9 月，为遵循国有资本改革的相关要求以及支持公司的战略发展，航空工业成功从其他股东处收购公司 28.62% 股权，并累计持有公司 91.14% 股权，使得公司的现金股利出现大幅下降，为公司保留更多的发展资金。

政府每年给予公司一定比例的财政扶持，例如研发补助、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。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司收到政府补助分别为 10.13 亿元和 2.82 亿元，分别占净利润的 43.35% 和 71.90%，



占比均有所下降。总体来看,公司获得的外部支持是偿债来源构成中的重要部分,但公司对其的依赖程度有所下降。

5、可变现资产

公司资产规模整体呈下降趋势,流动资产与非流动资产的占比仍相近;受限资产规模仍较小,资产流动性较强。

截至 2019 年末,受合并范围变动的影响,公司资产规模继续缩小,流动资产和非流动资产仍约各占 50%。截至 2020 年 3 月末,公司资产总额为 2,336.06 亿元,较 2019 年末增长 2.57%,资产构成未发生重大变动。

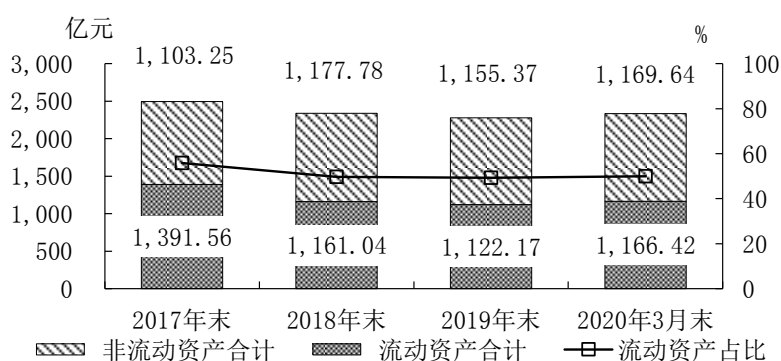


图 3 截至 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

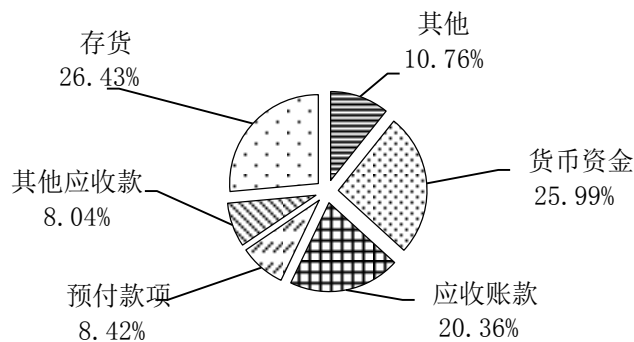
公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成。截至 2019 年末,公司流动资产为 1,122.17 亿元,同比下降 3.35%;其中,存货为 296.58 亿元,同比下降 5.29%,主要由库存商品及房地产开发成本等构成;货币资金为 291.63 亿元,同比下降 6.57%,主要由银行存款构成,其中受限货币资金为 10.99 亿元,占货币资金总额比重为 3.77%;应收账款为 228.53 亿元,同比下降 1.37%,前五名的应收账款合计 50.40 亿元,占应收账款比重为 19.42%;预付款项为 94.45 亿元,同比下降 2.73%,已计提坏账准备 5.58 亿元,其中 1 年以内的预付款项余额占比为 71.74%,同比下降 1.60 个百分点,前五名的预付账款合计 22.10 亿元,占预付款项比重为 22.11%;其他应收款为 90.26 亿元,同比增长 27.01%,一方面是新增加对联营企业 18.38 亿元的债权所致,另一方面是新增大量的 1 年以内其他应收款,坏账准备为 38.59 亿元,同比增长 3.25%,其中按账龄法计算的 1 年内到期的其他应收款占比为 23.38%,其他应收款账龄较长,关联方其他应收款为 24.83 亿元,占其他应收款余额比重为 27.61%,前五名的其他应收款合计为 39.71 亿元,占其他应收款比重为 30.90%,集中度有所增长。

**表15 截至2019年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）**

单位名称	账龄	账面余额	占比	款项性质	坏账准备
中航林业有限公司	1~3 年	20.39	15.86	关联方往来款	2.01
中国航空工业集团有限公司	2~3 年	9.23	7.18	关联方往来款	-
幸福控股(香港)有限公司	1 年以内	4.20	3.27	关联方往来款	3.74
X13 ¹²	1 年以内	3.17	2.47	单位往来款	-
成都郫都泓璟置业有限公司	1 年以内	2.72	2.12	股权转让款	-
合计	-	39.71	30.90	-	5.75

资料来源：根据公司提供资料整理

截至2020年3月末，公司流动资产为1,166.42亿元，较2019年末增加44.26亿元；其中，预付款项较2019年末增长37.79亿元；存货较2019年末同比增长22.53亿元；公司流动资产的其他科目较2019年末变化不大。

**图4 截至2019年末公司流动资产构成情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、投资性房地产、无形资产、长期股权投资、长期应收款和可供出售金融资产构成。截至2019年末，公司非流动资产为1,155.37亿元，同比下降1.90%；其中，固定资产为452.04亿元，同比下降5.84%，仍主要由机器设备、房屋及建筑物等构成；投资性房地产为140.66亿元，同比下降30.55%，主要是合并范围变更以及部分投资性资产转为自用资产所致；在建工程为215.22亿元，同比增长51.58%，其中武汉天马G6项目以及武汉天马G6二期项目本年度合计新增投入68.99亿元；无形资产为79.02亿元，同比下降8.70%，其中土地使用权为55.17亿元，占无形资产比重为69.82%；长期股权投资为66.45亿元，同比增长49.84%，主要是追加20.96亿元投资联营企业中航客舱系统有限公司所致；长期应收款为64.04亿元，同比增长9.46%，主要由销售商品的分期收款构成；可供出售金融资产为62.80亿元，同比增长5.81%，主要由可供出售的权益工具构成。

¹² 本报告中所有的涉密单位、机构等，均采用代码。

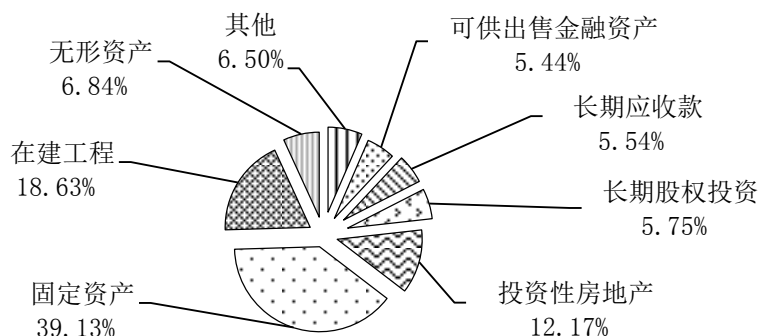


图5 截至2019年末公司非流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2020年3月末，公司非流动资产为1,169.64亿元，较2019年末增加14.27亿元，其中在建工程较2019年末增加22.48亿元；非流动资产的其他科目较2019年末变化不大。

2019年，公司应收账款周转天数为49.68天，同比增加0.69天；存货周转天数77.61天，同比减少13.20天；2020年1~3月，受疫情等因素影响，公司的应收账款周转天数和存货周转天数均出现大幅增加，分别为69.28天和110.42天。

受限资产方面，截至2019年末，公司所有权受限的资产总额为118.34亿元，占总资产的比重为5.20%，同比增加1.15个百分点，但仍处于较低水平。受限资产主要包括货币资金10.99亿元、固定资产14.70亿元、投资性房地产79.68亿元等。总体而言，受限资产占资产总额的比重较小，资产流动性较强。

总体来看，2019年公司的利润水平有所提升；同时债务融资渠道多元且有外部支持；受限资产规模较小，公司整体资产流动性较强；但公司对投资收益和其他收益仍存在一定的依赖性。

2019年，受益于电子业务板块的经营情况提升，公司的利润总额及净利润均有所增长，但利润对投资收益和其他收益仍存在一定的依赖性；公司融资渠道多元，主要以银行借款和债券发行为主，债务融资收入对债务偿还形成一定的保障；可变现资产主要以固定资产、存货、货币资金和应收账款为主，且公司受限资产规模较小，整体资产流动性较强。

（二）债务及资本结构

截至2019年末，公司负债总额有所下降，仍以流动负债为主；有息债务整体上呈下降趋势；公司资产负债率较高，有息负债规模大，存在一定偿债压力。

截至2019年末，受合并范围变更的影响，公司负债规模继续缩小，同比下降3.14%，仍以流动负债为主。截至2020年3月末，公司负债总额为1,719.45亿元，较2019年末增长86.13亿元，其中流动负债占负债总额的比重为66.76%。

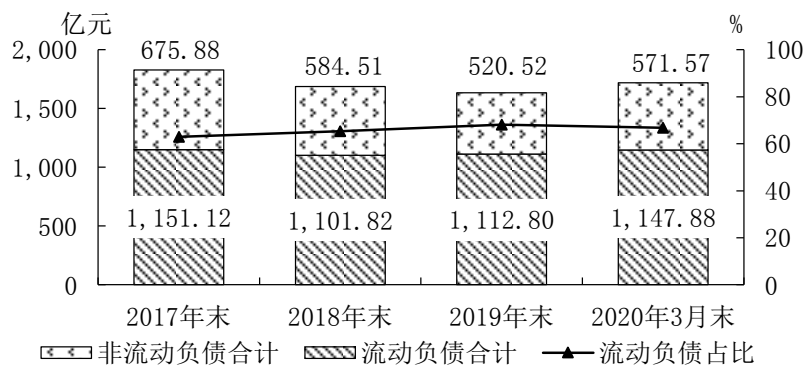


图6 截至2017~2019年末及2020年3月末公司负债结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付票据构成。截至2019年末，公司流动负债为1,112.80亿元，同比变化不大；其中，预收款项为274.57亿元，同比增长3.07%，一年以内预收款项占总预收款项的比重为58.11%，同比变化不大；应付账款252.23亿元，同比略有下降；短期借款为208.52亿元，同比增长17.35%，主要是信用借款同比增加27.93亿元所致；一年内到期的非流动负债为118.94亿元，同比下降36.28%，主要是长期借款的到期转入规模同比减少102.70亿元所致；其他应付款为107.93亿元，同比增长37.74%，主要是往来拆借款同比增加30.76亿元所致；应付票据为61.15亿元，同比增长7.88%，仍主要由银行承兑汇票构成。

截至2020年3月末，公司的流动负债为1,147.88亿元，较2019年末增加35.09亿元；其中，预收款项和短期借款较2019年末分别增长23.11亿元和20.40亿元；其他应付款较2019年末减少14.91亿元；公司流动负债的其他科目较2019年末变化不大。

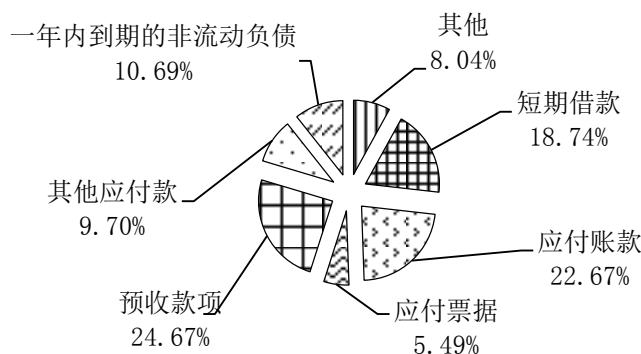


图7 截至2019年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成。截至2019年末，公司非流动负债为520.52亿元，同比下降10.95%；其中，长期借款为327.95亿元，



同比增长 1.65%，主要由信用借款和保证借款构成；应付债券为 124.07 亿元，同比下降 33.96%，主要是本年度有 73.40 亿元的债券到期所致。

截至 2020 年 3 月末，公司的非流动资产为 571.57 亿元，较 2019 年末增加 51.04 亿元；其中，长期借款和应付债券较 2019 年末增加 24.50 和 27.04 亿元。

公司有息债务规模整体上有所下降，但规模仍较大；有息债务占总负债的比重较大，结构上以长期有息债务居多，短期有息债务的占比正逐步提升。

截至 2019 年末，公司总有息债务规模同比下降 9.54%，占总负债的比重为 52.24%，同比减少 3.70 个百分点；有息债务在结构上仍是长期有息债务居多，但短期有息债务的占比整体上呈增长趋势。截至 2020 年 3 月末，公司有息债务较 2019 年末增加 81.59 亿元，主要是新增 44.90 亿元的银行借款和发行总规模 20 亿元的“20 中航 01”及“20 中航 02”所致，结构上仍是长期有息债务居多。

表 16 截至 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	431.31	401.25	427.52	391.76
长期有息债务	503.56	452.03	515.75	602.94
总有息债务¹³	934.87	853.28	943.27	994.70
短期有息债务占总总有息债务比重	46.14	47.02	45.32	39.38
总有息债务在总负债中占比	54.37	52.24	55.94	54.44

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构来看，截至 2020 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务占比为 46.14%，债务偿付压力较为集中，债务结构有待改善。

表 17 截至 2020 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	(3, 4] 年	(4, 5] 年	>5 年	合计
金额	431.31	142.36	93.79	67.28	61.83	138.30	934.87
占比	46.14	15.23	10.03	7.20	6.61	14.79	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保余额规模变动较大，被担保企业主要为公司的关联方。

截至 2019 年末，受合并范围变更等因素的影响，公司的对外担保余额同比增加 38.75 亿元，担保比率为 11.20%，同比增加 5.09 个百分点；截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 69.01 亿元，较 2019 年末减少 3.11 亿元，但被担保企业多为公司的关联方。

¹³ 除表中的有息债务外，截至 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司的永续债分别为 130.43 亿元、130.38 亿元、132.76 亿元和 132.76 亿元。

**表 18 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保企业 ¹⁴	担保方式	担保总额	担保期限
中航国际船舶发展（中国）有限公司	连带责任担保	20.55	普通银行贷款
招商局积余产业运营服务股份有限公司	连带责任担保	14.16	债券
招商工业科技发展（北京）有限公司	连带责任担保	13.87	普通银行贷款
中航机载系统有限公司	连带责任担保	8.76	普通银行贷款、信托
中航林业有限公司	连带责任担保	5.18	普通银行贷款
幸福控股有限公司	连带责任担保	4.24	普通银行贷款
柬埔寨巴戎航空有限公司	连带责任担保	1.81	普通银行贷款
招商局金陵鼎衡船舶（扬州）有限公司	连带责任担保	0.44	普通银行贷款
合计	—	69.01	—

资料来源：根据公司提供资料整理

受合并范围变更等因素的影响，公司的所有者权益持续下降。

从所有者权益来看，截至 2019 年末，公司所有者权益为 644.22 亿元，同比减少 8.26 亿元，主要原因是少数股东权益有所下降；其中，实收资本仍为 95.79 亿元；其他权益工具为 132.76 亿元，同比增加 2.39 亿元，仍主要由中期票据、永续债和可持续公司债券构成；资本公积为 27.82 亿元，同比变化不大；其他综合收益为 4.73 亿元，同比大幅增加 4.06 亿元，主要是可供出售金融资产公允价值变动所致；盈余公积为 2.61 亿元，同比增加 0.79 亿元，主要是提取法定盈余公积金增加所致；未分配利润为 54.84 亿元，同比减少 5.49 亿元，主要是支付永续期公司债及永续中票的 6.66 亿元利息所致；少数股东权益为 325.56 亿元，同比减少 10.10 亿元，主要是资产重组导致的合并范围变更所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 616.61 亿元，较 2019 年末减少 27.61 亿元；其中，少数股东权益较 2019 年末减少 32.70 亿元；资本公积较 2019 年末增加 13.14 亿元；所有者权益其他科目较 2018 年末变动均不大。

整体来说，公司的盈利水平有所提升，经营性现金流净流入规模扩大，对利息和债务的覆盖程度有所提升；公司融资渠道多元，且有一定规模的政府补助，流动性偿债能力较强；同时，公司的资产负债率和有息债务仍较高，存在一定的偿债压力，清偿性偿债能力一般。

2019 年，公司盈利规模整体有所提升，盈利能力仍保持在较强水平；公司的 EBITDA 对利息的保障倍数为 3.61 倍，同比有所提升，能够对利息形成有效覆盖。

公司流动性偿债来源主要包括盈利、经营性现金流和债务收入等。2019 年，经营性净现金流仍为净流入，经营现金流利息保障倍数为 2.07 倍，经营性现金

¹⁴ 公司未提供对外担保期限情况以及被担保企业的财务报表、征信报告等资料。



流对利息的覆盖程度有所提升；公司经营性现金流比流动负债为 7.18%，同比增加 1.47 个百分点。此外，公司的融资渠道丰富，包括金融机构贷款、发行债券以及股权融资。整体来看，公司流动性偿债能力较强。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，其中固定资产、存货、货币资金和应收账款等占比较高，且存货周转效率有所提升，受限资产规模仍较小，公司的资产流动性较强。2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.01 倍和 0.74 倍，同比均略有下降；债务资本比率和资产负债率分别为 56.98% 和 71.71%，同比均有所下降，但仍处于较高水平。整体来看，公司清偿性偿债能力一般。

公司本部偿债能力

2019 年，公司本部资产负债率有所下降，但资产流动性减弱；公司本部整体盈利水平有所下降，利润受投资收益的影响仍较大。

从公司本部来看，截至 2019 年末，公司本部总资产规模 436.15 亿元，同比下降 10.21%；其中，流动资产为 222.70 亿元，同比下降 14.53%，占总资产比重为 51.06%；非流动资产为 213.45，同比下降 5.21%。同期，公司本部总负债规模为 193.06 亿元，同比下降 21.63%，其中流动负债为 183.35 亿元，同比增长 7.55%，占总负债比重为 94.97%。公司的资产负债率为 44.27%，同比减少 6.45 个百分点；但公司的流动比率和速动比率分别为 1.21 倍和 1.18 倍，同比均有所下降。

2019 年，公司本部营业收入 30.02 亿元，同比下降 19.90%，毛利率为 24.22%，同比增加 3.52 个百分点，净利润为 7.87 亿元，同比下降 34.36%；投资收益为 10.56 亿元，同比下降 16.19%，主要是本年度公司本部处置长期股权投资的投资收益同比由盈转亏所致，投资收益占公司本部营业利润的 160%，同比增加 61.79 个百分点。整体而言，公司的盈利水平有所下降。

2019 年，公司本部经营性净现金流为 8.10 亿元，同比由负转正，主要是经营性应付项目的增加所致；公司本部投资性净现金流为 40.83 亿元，同比由负转正；筹资性净现金流为 -77.05 亿元，净流出额同比大幅增加 40.71 亿元，主要是偿还到期债券所致。

总的来看，2019 年，公司本部的经营性现金流同比由负转正，但其盈利水平有所下降，筹资性现金流净流出规模增大，流动性偿债能力一般；公司本部的流动比率和速动比率均有下降，但资产负债率的下降更为明显，清偿性偿债能力有所提高。

偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。公司主要经营板块仍为



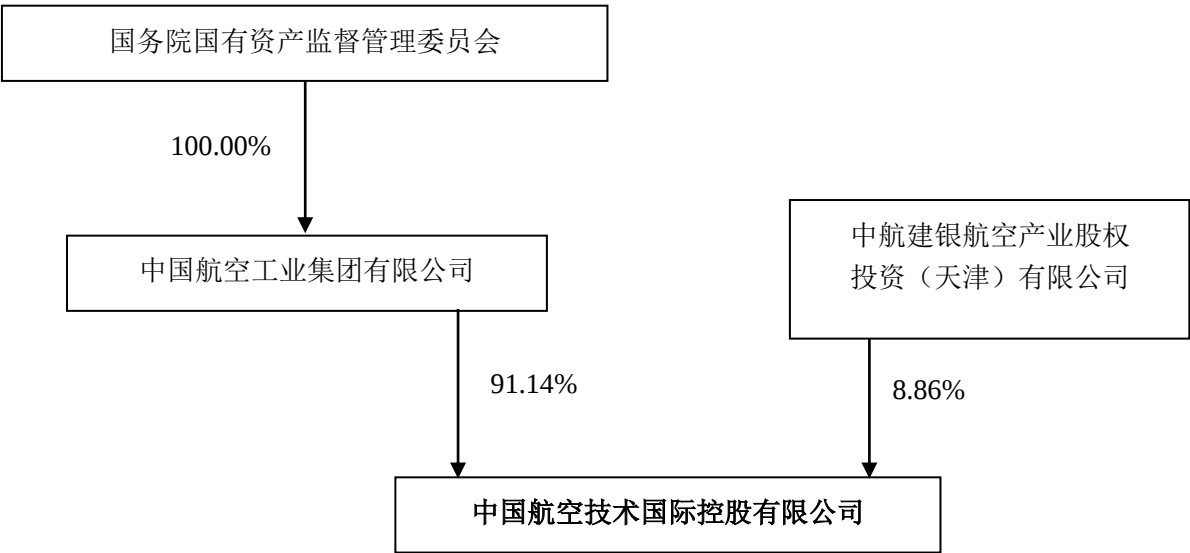
国际业务、电子业务、国际航空业务和现代服务业四大板块。在政策支持力度日益增大的背景下,公司将继续作为我国航空工业产业领域对外合作的主渠道和最大的航空产品销售商,其行业地位仍显著;公司逐年增长的贸易及工程建设水平,以及与各国政府多年合作累积的良好关系,都将进一步扩大公司的海外营销网络;多元化的收入来源能够使公司有效规避个别行业风险。同时,作为经营核心的国际航空业务仍面临不小的国际市场挑战;公司的盈利能力有所增强,但对投资收益及其他收益仍存有依赖;公司的有息债务规模较大且资产负债率较高,存在一定的偿债压力。

综合分析,大公对公司“15 中航国际 MTN001”、“15 中航债”、“17 中航 Y1”、“19 中航 Y1”、“19 中航 Y3”、“19 中航 Y5”信用等级维持 AAA,主体信用等级维持 AAA,评级展望维持稳定。



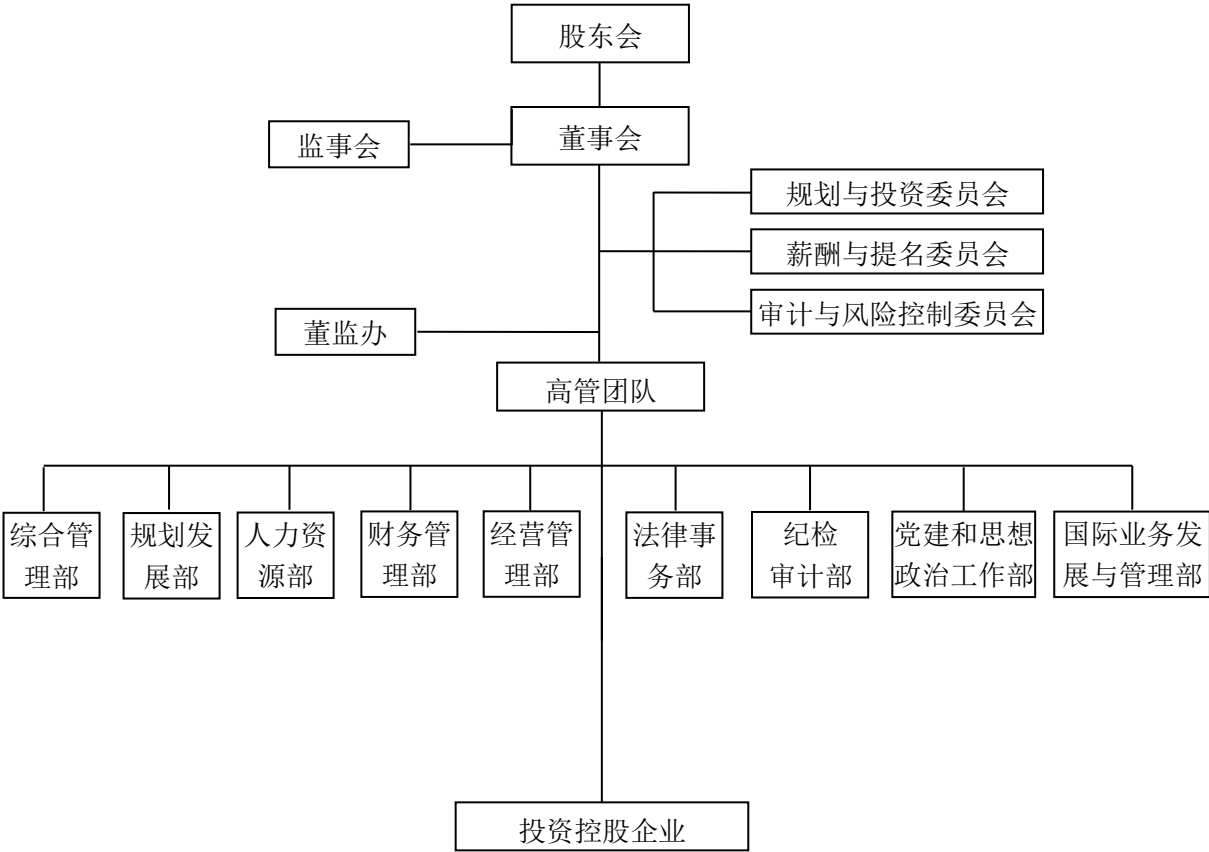
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 3 月末中国航空技术国际控股有限公司股权结构图





1-2 截至2020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 2 主要财务指标

2-1 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	2,785,514	2,916,304	3,121,320	4,538,200
应收账款	2,269,139	2,285,284	2,317,017	2,057,114
其他应收款	950,612	902,615	710,645	1,046,323
预付款项	1,322,373	944,480	971,020	988,194
存货	3,191,073	2,965,752	3,131,528	3,817,764
流动资产合计	11,664,232	11,221,663	11,610,381	13,915,633
可供出售金融资产	574,496	627,986	593,530	684,735
长期股权投资	668,293	664,544	443,500	392,375
固定资产	4,458,450	4,520,425	4,800,956	4,471,760
投资性房地产	1,398,830	1,406,603	2,025,330	1,822,318
在建工程	2,376,961	2,152,164	1,419,788	1,312,847
长期待摊费用	234,099	224,530	165,861	131,587
递延所得税资产	117,861	121,588	115,014	107,435
其他非流动资产	80,985	102,026	284,202	181,246
非流动资产合计	11,696,406	11,553,747	11,777,808	11,032,534
总资产	23,360,638	22,775,411	23,388,189	24,948,166
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.92	12.80	13.35	18.19
应收账款	9.71	10.03	9.91	8.25
其他应收款	4.07	3.96	3.04	4.19
预付款项	5.66	4.15	4.15	3.96
存货	13.66	13.02	13.39	15.30
流动资产合计	49.93	49.27	49.64	55.78
固定资产	19.09	19.85	20.53	17.92
投资性房地产	5.99	6.18	8.66	7.30
在建工程	10.18	9.45	6.07	5.26
非流动资产合计	50.07	50.73	50.36	44.22
负债类				
短期借款	2,289,195	2,085,193	1,776,886	2,197,602
应付账款	2,475,442	2,522,280	2,541,953	2,531,218
预收款项	2,976,791	2,745,736	2,664,064	2,875,867
其他应付款	930,178	1,079,302	783,572	988,744
一年内到期的非流动负债	1,232,247	1,189,438	1,866,567	1,133,089
流动负债合计	11,478,838	11,127,962	11,018,235	11,511,187



2-2 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
负债类				
长期借款	3,524,491	3,279,519	3,226,252	4,026,293
应付债券	1,511,153	1,240,742	1,878,859	1,958,979
非流动负债合计	5,715,670	5,205,228	5,845,106	6,758,775
负债合计	17,194,508	16,333,190	16,863,340	18,269,962
占负债总额比 (%)				
短期借款	13.31	12.77	10.54	12.03
应付账款	14.40	15.44	15.07	13.85
预收款项	17.31	16.81	15.80	15.74
其他应付款	5.41	6.61	4.65	5.41
一年内到期的非流动负债	7.17	7.28	11.07	6.20
流动负债合计	66.76	68.13	65.34	63.01
长期借款	20.50	20.08	19.13	22.04
应付债券	8.79	7.60	11.14	10.72
非流动负债合计	33.24	31.87	34.66	36.99
权益类				
实收资本	957,864	957,864	957,864	957,864
资本公积	409,533	278,155	277,311	299,044
盈余公积	26,091	26,091	18,222	6,237
未分配利润	505,255	548,354	603,213	820,250
归属于母公司所有者权益	3,237,493	3,186,596	3,168,213	3,442,985
少数股东权益	2,928,638	3,255,625	3,356,635	3,235,219
所有者权益合计	6,166,130	6,442,221	6,524,849	6,678,204
损益类				
营业收入	2,958,241	16,674,054	16,073,024	15,647,599
营业成本	2,509,198	14,141,660	13,775,266	13,205,614
营业税金及附加	10,988	78,079	97,953	139,112
销售费用	202,324	892,316	849,981	863,832
管理费用	98,026	554,801	529,753	561,308
财务费用	59,653	271,846	306,441	448,738
资产减值损失	4,232	244,613	186,629	455,003
投资收益/损失	1,116	104,601	280,264	836,782
其他收益/损失	28,202	101,304	136,486	181,036
营业利润	49,336	389,678	397,033	860,279



2-3 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
损益类				
营业外收支净额	730	25,092	6,490	-71,638
利润总额	50,067	414,770	403,522	788,641
所得税	10,844	181,062	181,191	391,022
净利润	39,222	233,708	222,331	397,619
归属于母公司所有者的净利润	-5,589	30,972	24,437	216,611
占营业收入比 (%)				
营业成本	84.82	84.81	85.70	84.39
营业税金及附加	0.37	0.47	0.61	0.89
销售费用	6.84	5.35	5.29	5.52
管理费用	3.31	3.33	3.30	3.59
财务费用	2.02	1.63	1.91	2.87
资产减值损失	0.14	1.47	1.16	2.91
投资收益/损失	0.04	0.63	1.74	5.35
其他收益/损失	0.95	0.61	0.85	1.16
营业利润	1.67	2.34	2.47	5.50
营业外收支净额	0.02	0.15	0.04	-0.46
利润总额	1.69	2.49	2.51	5.04
所得税	0.37	1.09	1.13	2.50
净利润	1.33	1.40	1.38	2.54
归属于母公司所有者的净利润	-0.19	0.19	0.15	1.38
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-413,796	794,746	642,689	2,008,973
投资活动产生的现金流量净额	-442,026	-604,527	-450,446	1,510,228
筹资活动产生的现金流量净额	636,755	-412,219	-1,523,724	-1,984,804



2-4 中国航空技术国际控股有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
主要财务指标				
EBIT	132,964	749,877	811,916	1,270,541
EBITDA	-	1,383,949	1,376,999	1,776,162
总有息债务	9,348,726	8,532,779	9,432,712	9,946,977
毛利率 (%)	15.18	15.19	14.30	15.61
营业利润率 (%)	1.67	2.34	2.47	5.50
总资产报酬率 (%)	0.57	3.29	3.47	5.09
净资产收益率 (%)	0.64	3.63	3.41	5.95
资产负债率 (%)	73.60	71.71	72.10	73.23
债务资本比率 (%)	60.26	56.98	59.11	59.83
长期资产适合率 (%)	101.59	100.81	105.03	121.79
流动比率 (倍)	1.02	1.01	1.05	1.21
速动比率 (倍)	0.74	0.74	0.77	0.88
保守速动比率 (倍)	0.29	0.31	0.30	0.41
存货周转天数 (天)	110.42	77.61	90.81	155.56
应收账款周转天数 (天)	69.28	49.68	48.99	44.76
经营性净现金流/流动负债 (%)	-3.66	7.18	5.71	16.48
经营性净现金流/总负债 (%)	-2.47	4.79	3.66	10.11
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-4.44	2.07	1.34	3.63
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.43	1.95	1.69	2.30
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.61	2.87	3.21
现金比率 (%)	27.32	29.38	28.33	39.44
现金回笼率 (%)	135.20	117.66	109.04	121.76
担保比率 (%)	11.19	11.20	5.11	13.89



2-5 中国航空技术国际控股有限公司（本部）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	669,663	443,983	703,700	1,544,747
应收票据	43,048	43,292	26,519	25,531
应收账款	275,232	323,928	255,025	221,067
其他应收款	1,200,123	1,122,410	1,180,922	1,062,752
其他流动资产	4,456	161,002	303,484	136,688
可供出售金融资产	128,006	160,482	138,762	199,852
长期股权投资	1,850,045	1,847,961	1,821,113	1,689,659
固定资产	47,561	48,980	53,526	56,175
总资产	4,600,407	4,361,468	4,857,463	5,347,576
负债类				
短期借款	197,000	32,041	5,769	-
应付账款	195,712	166,562	163,094	160,404
预收款项	725,502	668,370	474,504	514,898
其他应付款	138,871	285,574	285,298	347,382
一年内到期的非流动负债	668,414	677,447	729,488	100,000
应付债券	199,991	-	649,029	828,611
预计负债	49,463	49,463	69,662	67,393
负债合计	2,231,567	1,930,606	2,463,472	2,813,833
权益类				
实收资本	957,864	957,864	957,864	957,864
资本公积	56,039	56,219	60,567	57,068
未分配利润	-4,177	35,753	42,490	166,511
所有者权益	2,368,840	2,430,862	2,393,991	2,533,742
损益类				
营业收入	104,375	300,180	374,767	228,267
营业成本	88,794	227,515	297,151	155,047
财务费用	2,868	3,454	6,635	83,760
投资收益	-	105,614	125,975	941,396
营业利润	-2,220	65,950	128,325	792,431
利润总额	-2,420	83,162	128,271	725,668
净利润	-2,420	78,682	119,858	500,791
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-245,383	80,954	-357,635	100,212
投资活动产生的现金流量净额	17,813	408,259	-120,649	2,345,082
筹资活动产生的现金流量净额	336,383	-770,546	-363,370	-1,221,865



附件 3 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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数¹⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数¹⁶ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$

¹⁵ 一季度取 90 天。

¹⁶ 一季度取 90 天。



21. 现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
23. 可变现资产 = 总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT / 利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
25. 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)
26. 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)
27. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益 + 非流动负债) / 非流动资产 × 100%



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。