



中航国际实业控股有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1317 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 25 日

本次跟踪发行人及评级结果	中航国际实业控股有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“23 中航 K1”、“24 中航 K2”、“24 中航 K3”、“24 中航 K4”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中航国际实业控股有限公司（以下简称“中航国际实业”或“公司”）能够获得股东大力支持，多元化经营、资产证券化程度较高，业务运营稳定及财务弹性极强等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到先进制造业板块经营业绩有所下滑、国际政治及经济形势变动及股东内部管理整合等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，中航国际实业控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：公司控股或参股重要股权发生重大变化，对业务产生重大不利影响；债务规模大幅上升，财务风险加剧，致使偿债能力显著下降等。</p>	
正 面		
<p>■ 公司系中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业”）体系内重要子公司，能够获得股东大力支持</p> <p>■ 多元化经营有助于分散投资风险，旗下控股多家上市公司，资产证券化程度较高</p> <p>■ 业务运营稳定，主要子公司保持很强竞争实力</p> <p>■ 财务弹性极强，融资渠道畅通</p>		
关 注		
<p>■ 2023年以来，先进制造业板块业绩有所下滑</p> <p>■ 国际政治及经济形势变动可能对公司海外业务带来一定风险</p> <p>■ 股东内部管理整合的后续进展</p>		

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn
项目组成员：陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

中航国际实业（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	1,907.46	2,036.95	2,138.11
所有者权益合计（亿元）	590.85	590.36	599.54
负债合计（亿元）	1,316.61	1,446.59	1,538.57
总债务（亿元）	714.31	801.54	866.02
营业总收入（亿元）	1,619.80	1,560.60	1,566.98
净利润（亿元）	31.80	30.72	12.86
EBIT（亿元）	49.32	54.57	35.64
EBITDA（亿元）	120.30	132.82	124.39
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	90.84	56.62	83.15
营业毛利率（%）	12.30	13.20	12.37
总资产收益率（%）	--	2.77	1.71
EBIT 利润率（%）	3.05	3.50	2.27
资产负债率（%）	69.02	71.02	71.96
总资本化比率（%）	54.73	57.59	59.09
总债务/EBITDA (X)	5.94	6.03	6.96
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	6.30	6.20	5.59
FFO/总债务 (X)	0.17	0.16	0.14
中航国际实业（母公司口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	139.02	225.45	239.00
负债合计（亿元）	31.18	83.03	96.34
总债务（亿元）	-	16.00	56.05
所有者权益合计（亿元）	107.83	142.42	142.66
投资收益（亿元）	2.31	5.13	7.38
净利润（亿元）	2.17	3.64	5.29
EBIT（亿元）	2.12	3.84	6.35
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.02	-1.20	-1.06
经调整的净资产收益率（%）	--	2.91	3.71
资产负债率（%）	22.43	36.83	40.31
总资本化比率（%）	-	10.10	28.21
总债务/投资组合市值（%）	-	6.81	23.53
现金流利息覆盖倍数 (X)	--	20.42	5.96

注：1、中诚信国际根据中航国际实业提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2023 年母公司数据）

公司名称	业务定位	总资产 （亿元）	实收资本 （亿元）	资产负债率 （%）	投资收益 （亿元）	净利润 （亿元）
广东恒健	广东省省属国有资产管理平台和国有资本运营平台，投资方向涉及电力、钢铁、航空及新兴产业等	2,013.92	227.17	23.63	62.96	50.47
杭州资本	杭州市重要的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机等多个领域以及战略新兴产业、国企改革项目等	478.11	100.00	39.13	4.38	2.42
中航国际实业	航空工业体系内服务中国航空工业、开拓国际市场、发展先进制造业和生产性服务业、培育战略性新兴产业的综合平台	239.00	100.00	40.31	7.38	5.29

中诚信国际认为，中航国际实业与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，但与同行业相比，中航国际实业市场化及国际化程度更高，投资组合更为分散，直接和间接持有上市公司股份市值规模较大，同时，母公司债务规模较小。

注：杭州资本为“杭州市国有资本投资运营有限公司”简称、广东恒健为“广东恒健投资控股有限公司”简称。

● 本次跟踪情况

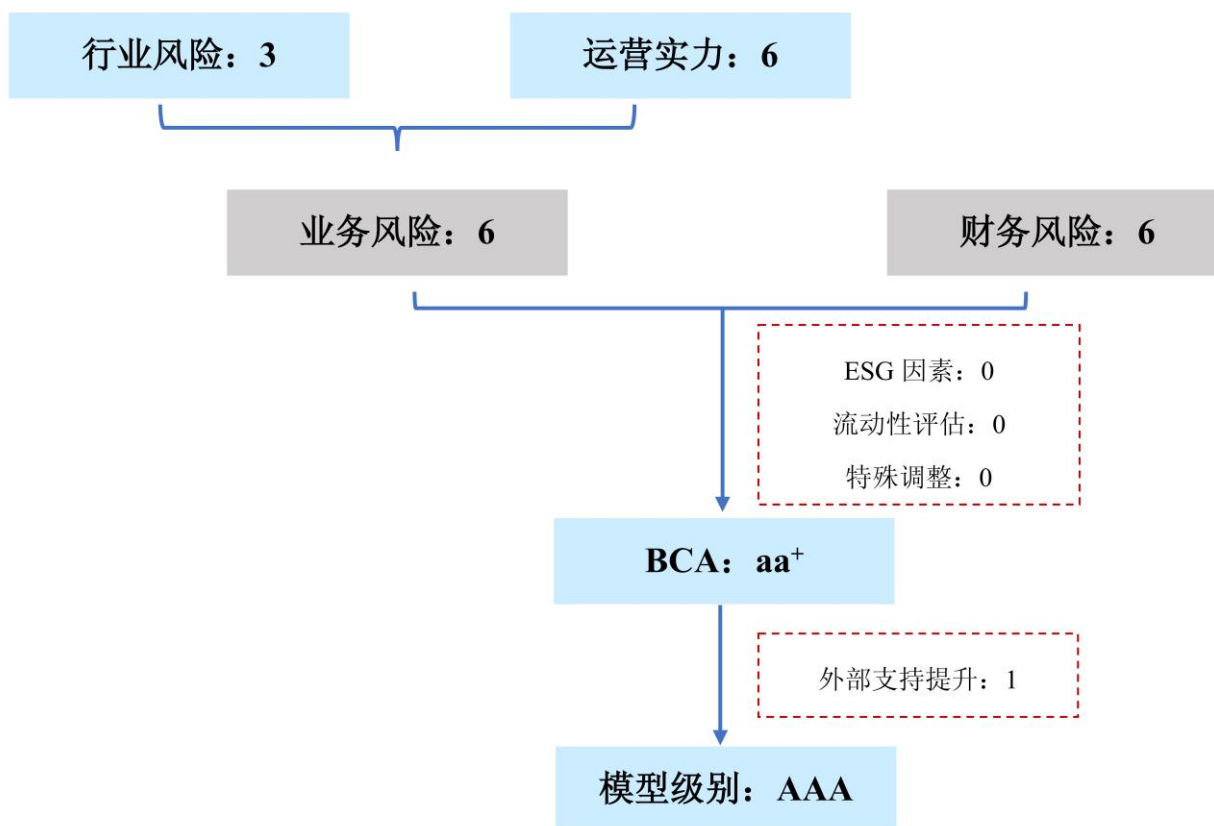
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
23 中航 K1	AAA	AAA	2023/07/28 至本 报告出具日	15/15	2023/08/11~2026/08/11 --	
24 中航 K2	AAA	AAA	2024/03/27 至本 报告出具日	15/15	2024/04/12~2034/04/12 --	
24 中航 K3	AAA	AAA	2024/04/12 至本 报告出具日	10/10	2024/04/26~2027/04/26 --	
24 中航 K4	AAA	AAA	2024/04/12 至本 报告出具日	5/5	2024/04/26~2034/04/26 --	

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中航国际实业	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/28 至本报告出具日

● 评级模型

中航国际实业控股有限公司评级模型打分(C210100_2024_02_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司的股东方经营实力极强，公司作为其下属重要的综合性投资平台，在技术、人才、政府及全球关系合作等方面继续得到大力支持，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，化债背景下，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，总体呈下行态势；上述因素影响下，企业整合重组增多，科技创新领域投资推动机构的投资阶段前移，同时在市场环境变化下，投资机构更为谨慎，国有背景投资机构继续发挥重要作用，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

详见《中国投资控股企业特别评论，2024 年3月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11017?type=1>

中诚信国际认为，2023 年电子元器件下游需求整体延续了弱化态势，逆全球化及地缘政治危机等因素加大经营风险，行业内企业收入有所下滑，但消费电子需求回暖、汽车电子及人工智能发展为电子元器件需求带来增长机会，中国政府持续稳定的政策支持及国内广阔的市场空间亦可为行业发展提供支撑。

受地缘政治危机延续、经济复苏动力不足、美元加息及全球通货膨胀带来的消费力减弱等因素影响，2023 年电子元器件下游需求整体延续了弱化态势，但下半年开始呈现一定分化，消费电子需求经过上半年持续下滑后，下半年需求展现企稳迹象；汽车电子需求伴随电动汽车发展稳步增长，数字经济及人工智能浪潮为电子元器件需求长期增长注入强劲动力。在需求疲软的影响下，我国主要电子元器件的出口出现负增长，伴随竞争激烈的竞争导致企业经营效益下滑，2023 年以来，电子元器件行业内主要企业收入和利润双降，经营活动净现金流总体小幅下降，但降幅远低于净利润降幅；面对严峻的经济形势，电子元器件行业主要企业缩减资本开支力度使得总债务增速放缓，经营业绩下滑导致各子行业偿债指标总体有所弱化。2024 年，随着消费电子行业需求复苏，汽车电子、数字经济及人工智能等行业发展为电子元器件需求增长提供动力，预计电子元器件下游需求将恢复增长；同时，国家高度重视电子信息制造产业的发展，对行业继续保持着较高的支持力度，产业基金和社会资本的资金倾斜也对相关产业长足进步提供有力支撑。

详见《中国电子元器件行业展望，2024 年1月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10923?type=1>

中诚信国际认为，2023 年以来零售行业景气程度有所恢复，但消费信心不足等因素导致消费增长的内生动力不足，叠加网络零售分流影响，实体零售企业经营恢复压力犹存。

作为实体零售行业主要业态，2023 年百货及购物中心零售额同比增长，实体零售消费市场整体上相较前期有所恢复。分业态来看，随着消费场景逐步恢复，百货业态展现出较好的业绩恢复弹

性，但 2023 年 5 月以来百货零售额增速明显回落，存量竞争激烈。受线上等其他购物渠道的挤压以及民众消费更趋理性务实的影响，超市业态经营持续承压，行业下行趋势明显，多家超市企业易主国资。中诚信国际认为，2023 年以来，我国零售行业景气度有所恢复，但消费增长的内生动力仍显不足；实体零售企业经营业绩有所改善，但经营压力犹存，其未来业绩的持续修复仍有待消费信心的增强和转型效果的显现。

详见《中国实体零售行业展望，2024 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/10947?type=1>

中诚信国际认为，公司为航空工业重要的综合投资平台，投资管理能力良好，涉及行业广泛，大部分被投资企业运营较为成熟，投资风险很低，资产证券化程度较高，流动性良好。

2023 年以来，公司产权结构无较大变化，两会一层变动较小，作为航空工业重要的综合平台，投资管理和风险控制情况良好，战略方向明确，需关注管理、资产整合后续进展。

截至 2024 年 3 月末，是中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“中航国际”）的全资子公司，间接控股股东为航空工业，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，设执行董事和监事各 1 名，董监高已全部到位。

公司系中航国际核心子公司，是航空工业开拓国际市场、发展相关产业、服务航空制造和开展国际投资的综合平台，在航空工业进出口业务和非航空工业制造领域保持很高重要性。公司市场化和国际化程度较高，成立以来承继和延续了中航国际的各项管理制度，与中航国际紧密度较高，投资管理机制和风险控制体系完善，后续与股东管理、资产整合情况及投资业绩有待持续观察。

战略方面，公司与股东战略方向一致，未来将加快建设航空供应链集成服务与支持体系、支撑航空产业高质量发展；借力深圳“双区”建设，实现“二次腾飞”；努力提升国际后经营质效，打造成为“国际化发展的主力军”；深入实施“空中丝绸之路计划”。

母公司投资组合仍以控股的子公司为主，涉及行业广泛，较为分散，2023 年以来投资组合变动较小，资产证券化程度保持较高水平，流动性良好。

母公司仍以管理职能为主，无经营性业务，投资组合以子公司股权为主，单个子公司投资额占比较低，投资行业覆盖航空供应链集成服务、显示面板制造、印制电路板制造、精密仪器、百货零售、酒店管理和海外公共基础设施建设等多个领域，主要投资对象为较成熟的上市和非上市公司，整体投资风险很低。资产流动性方面，截至 2023 年末，母公司直接持有上市公司股份市值约 60.97 亿元，上市公司占比约 25.82%，此外间接持有市值约 287.93 亿元，同比变动较小。公司所持上市公司股份均无质押或受限，对部分控股上市公司保持较高的持股比例，资产证券化程度较高，流动性良好。

表 1：截至 2023 年末公司持有的上市公司股份情况

上市公司简称	证券代码	直接/间接	持股数量（股）	收盘价（元/股）	市值（亿元）
深天马 A	000050	直接	208,623,272	10.65	22.22
天虹股份	002419	直接	520,885,500	5.53	28.80
中航产融	600705	直接	319,766,434	3.11	9.94
深天马 A	000050	间接	291,567,326	10.65	31.05
深南电路	002916	间接	328,068,670	70.99	232.90

飞亚达	000026	间接	162,977,327	10.96	17.86
KWG (欧元)	657800	间接	44,241,150	1.76 欧元	6.12

注：1、市值按期末人民币汇率中间价折算；2、所持上述上市公司股份均无质押。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，主要经营主体业务运营保持稳定，其中，航空业务收入保持增长，受下游需求弱化和资产转固影响，深天马呈较大亏损，公司控股企业所处行业较为多元化，有助于分散风险，但先进制造业板块业绩恢复情况有待观察，国际政治及经济形势变动或对海外业务带来一定风险。

2023 年，公司营业总收入同比变动较小，受深天马¹毛利率下降影响，先进制造业板块毛利率有所下滑，致使营业毛利率小幅下降。

表 2：各板块主要经营主体及收入、毛利率情况（亿元、%）

板块	主要经营主体	2021	2022	2023
航空业务	中航金网（北京）电子商务有限公司、中航技国际经贸发展有限公司、中航国际控股（珠海）有限公司	113.65	131.21	149.60
先进制造业	深天马、深南电路、飞亚达等	536.80	505.78	512.62
海外公共事业	中航国际成套设备有限公司、中国航空技术国际工程有限公司、中国航空技术北京有限公司等	111.08	97.31	91.42
服务与贸易	天虹股份、中航路通实业有限公司、中航国际矿产资源有限公司、中航国际钢铁贸易有限公司等	857.87	825.99	813.11
其他业务	--	0.40	0.31	0.23
营业总收入	--	1,619.80	1,560.60	1,566.98
	毛利率	2021	2022	2023
航空业务		30.13	30.26	30.79
先进制造业		17.71	18.58	14.10
海外公共事业		8.17	15.09	15.73
服务与贸易		6.99	6.95	7.50
其他业务		86.74	83.06	76.18
营业毛利率		12.30	13.20	12.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

航空业务方面，航空工业将“新型、增值现代物流供应链”作为中航国际的主业，中航国际是其唯一的航空供应链集成服务平台，同时系主要的民用飞机出口业务主体。目前中航国际航空业务运营主体尚未全部注入公司，公司现有航空业务主要涉及航空标准件集成供应、招标代理、提供基于工业大数据的航空供应链全流程服务一体化解决方案、航空模拟仿真等领域。2023 年以来，公司紧抓国内外航空市场发展机遇，不断提升国内航空供应链本地化集成服务能力，推进重点厂所供应链集成项目落地，拓展战略新兴业务，收入规模同比继续增长。未来中航国际拟向公司继续注入航空业务相关资产。

先进制造业方面，2023 年，深天马在中小尺寸显示领域保持领先地位，非消费类显示业务稳健发展，但收入占比较高的消费类显示业务产品均价大幅下滑，且武汉 AMOLED 产线转固使折旧增加，致使其大幅亏损，2024 年一季度，行业景气度回升，同比减亏，未来业绩改善情况有待观察；此外，定增批复于 2024 年 5 月到期自动失效²，深天马并表和参股产线仍面临一定资本支出

¹ 天马微电子股份有限公司简称“深天马”，下同

² 2022 年 9 月深天马拟非公开发行 A 股募集资金不超过 78.00 亿元，中航国际实业拟按照市场询价结果认购 9.80 亿元，募集资金用于生产线项目及补充流动资金等，本次发行方案已于 2023 年 5 月获得证监会同意注册批复，批复自同意注册之日（2023 年 5 月 12 日）起 12 个月内有效。根据深天马相关公告，深天马在取得批复后一直积极推进本次向特定对象发行股票的各项工作，由于发行时机等多方面原因，深天马未能在批复的有效期限内实施本次向特定对象发行股票事宜，该批复到期自动失效。

压力。2023 年，由于下游市场需求下行，封装基板和 PCB 业务全年整体稼动率同比有所下降，叠加封装基板新项目建设、新工厂爬坡等带来的费用和固定成本增加等因素影响，电子装联业务逆势增长，深南电路³收入同比略降，净利润同比下降 14.86%；2024 年一季度业务订单增加，盈利同比增长。此外，2023 年无锡基板二期工厂持续推进能力提升与量产爬坡，广州封装基板一期开始产能爬坡，拟在泰国投资建设工厂，开拓海外市场。2023 年，飞亚达⁴持续推进品牌定位升级，打造品牌差异化，推进渠道结构优化，经营业绩同比稳健增长，精密科技和智能穿戴等新业务收入规模较小；2024 年一季度，盈利同比减少。中诚信国际对深天马和深南电路未来业绩恢复情况、在建项目投资压力和投产情况，以及飞亚达转型成效保持关注。

表 3：先进制造业板块主要经营主体财务情况（亿元、%）

项目	深天马				深南电路				飞亚达			
	2021	2022	2023	2024.3	2021	2022	2023	2024.3	2021	2022	2023	2024.3
营业总收入	318.29	314.47	322.71	77.50	139.43	139.92	135.26	39.61	52.44	43.54	45.70	10.65
净利润	15.42	1.08	-21.10	-3.04	14.81	16.40	13.98	3.79	3.88	2.67	3.33	0.75
经营活动净现金流	50.53	39.13	39.58	16.16	23.42	31.80	25.89	5.63	5.47	4.76	6.32	-0.01
总资产	804.32	809.89	819.76	822.49	167.92	207.27	226.07	233.39	41.11	41.17	42.04	41.36
营业毛利率	18.34	12.90	6.66	11.17	23.71	25.52	23.43	25.19	37.34	37.09	36.42	36.34
资产负债率	56.64	62.63	64.63	64.80	49.26	40.88	41.67	41.88	26.70	23.82	20.70	17.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

海外公共事业方面，公司在 60 个国家和地区设立了海外机构，业务遍布非洲、中东、中亚和东南亚等地区，与当地政府关系良好，发展航空设施全产业链业务，带动了国产设备出口和中国技术标准输出。2023 年，全年新签 17.40 亿美元，生效 15.90 亿美元，土耳其 EMBA 电站大震后平稳运行，是唯一一家在此次地震全程坚持发电的电厂，受到了媒体的广泛关注和报道；埃及“斋月十日城”铁路项目的合作良好，与埃及业主新签署铁路南延线（三期）项目 EPC 总承包合同。但部分项目由于业主原因，施工延期，以及部分贸易业务规模下降，2023 年板块收入规模有所下降，未来需关注国际政治及经济形势变动对海外业务的影响。

表 4：海外公共事业板块主要经营主体收入情况（亿元）

公司名称	简称	主要业务	2021	2022	2023
中航国际成套设备有限公司	中航国际成套	成套设备出口贸易、大型项目总包等	29.16	12.91	19.24
中国航空技术国际工程有限公司	中航国际工程	国际工程总承包	34.94	44.21	38.53
中国航空技术北京有限公司	中航国际北京	EPC 总包、设备进出口	46.97	40.19	33.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

服务与贸易方面，2023 年，受市场价格低迷和公司主动控制贸易规模共同影响，中航矿产资源和中航钢贸收入规模同比下降，沥青及机电产品相关贸易规模同比增长，公司未来拟继续控制贸易业务规模。零售业务方面，天虹股份在华南地区保持着领先的市场地位，2023 年以来积极应对行情变化，深化数字化转型，收入同比小幅下降，目前消费市场需求提振令零售行业景气度有所恢复，但仍需关注后续盈利恢复情况及日趋激烈的行业竞争可能带来的不利影响。

³ 深南电路股份有限公司简称“深南电路”，下同

⁴ 飞亚达精密科技股份有限公司简称“飞亚达”，下同

表 5：服务与贸易业务主要经营主体收入情况（亿元）

公司名称	简称	主要业务	2021	2022	2023
中航国际矿产资源有限公司	中航矿产资源	钢铁产业服务	303.75	338.63	332.86
中航国际钢铁贸易有限公司	中航钢贸	钢铁产业供应链管理 服务	417.11	348.17	333.55
中航路通实业有限公司	中航路通实业	沥青和机电产品供应 链服务	19.08	20.67	26.45
中国航空技术广州有限公司	中航国际广州公司	沥青和机电产品供应 链服务	4.91	1.89	2.74
天虹数科商业股份有限公司	天虹股份	零售业务	122.68	121.25	120.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，除子公司产线相关项目外，公司拟在深圳投资中航科创中心项目⁵，预计总投资 22.85 亿元，拟打造成为集总部办公、科创研发、综合配套服务功能于一体的科技创新综合体。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年母公司获得分红增加，利润总额小幅增长，总资产亦有所增长，投资组合市值变动较小，对子公司拆借款有所增加，负债规模增加令财务杠杆有所增加，但仍处于较低水平，偿债能力仍处于较好水平。

盈利能力

母公司未开展实体经营业务，2023 年仅有少量担保费收入，收益主要系子公司分红。2023 年以来，母公司管理费用同比持平，随融资规模增加，财务费用上升，期间费用继续增加。2023 年子公司分红同比增加，投资收益增加，母公司盈利能力有所增强，需关注被投资企业经营业绩波动对分红稳定性的一定影响。

资产质量

2023 年以来，母公司总资产有所增长，仍主要为股东分批划入的控股子公司股权，2023 年无新增股权划入，追加对中航金网（北京）电子商务有限公司的投资 3.50 亿元致使长期股权投资略有增加，此外对子公司拆借款有所增加。母公司投资组合总体市值高于账面价值，预计后续资产划入后将继续增加。负债方面，其他应付款占比较大，以免息的股东借款为主，2023 年末，公司当年对外融资增加，偿还股东借款，债务规模增长，同时其他应付款有所下降，总债务以长期债务为主。2023 年末，母公司权益规模变动较小，主要系利润积累，财务杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平。

现金流及偿债情况

母公司经营活动现金流规模较小，主要系日常运营支出；2023 年，由于大部分股东资产已经完成注入，投资活动现金流缺口收窄，其中，取得投资收益收到的现金有所增加；由于融资主要用于偿还内部借款，筹资活动净流入有所减少。偿债指标方面，母公司货币等价物虽无法对有息债务形成覆盖，但其持有的上市股份可对其债务偿付提供较强保障，投资组合对总债务的覆盖情况

⁵ 中航科创中心项目总投资 22.85 亿元，资金来源 70%为融资，30%为自有资金，建筑面积 15.55 万平方米，建设期 2025 年 4 月~2029 年 7 月，拟打造集总部办公、科创研发、综合配套服务功能于一体的科技创新综合体。

良好，偿债能力处于较好水平。截至 2023 年末，公司本部共获得多家商业银行授信共计 359.50 亿元，其中剩余可使用授信额度为 318.65 亿元，融资渠道畅通。

表 6：母公司主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023
期间费用合计	0.18	1.44	2.17
投资收益	2.31	5.13	7.38
利润总额	2.12	3.68	5.29
货币资金	5.47	1.55	2.13
其他应收款	2.31	3.03	13.02
长期股权投资	131.18	210.33	213.83
其他权益工具投资	-	10.49	9.94
总资产	139.02	225.45	239.00
投资组账面价值	136.65	222.37	225.91
投资组市值	151.37	234.93	238.22
其他应付款	31.01	66.70	40.01
短期债务	-	0.43	11.85
总债务	-	16.00	56.05
总负债	31.18	83.03	96.34
实收资本	100.00	100.00	100.00
资本公积	5.66	42.26	42.26
所有者权益合计	107.83	142.42	142.66
资产负债率(%)	22.43	36.83	40.31
总资本化比率(%)	-	10.10	28.21
经营活动产生的现金流量净额	-0.02	-1.20	-1.06
投资活动产生的现金流量净额	-30.31	-49.07	-6.13
其中：取得投资收益收到的现金	-	4.47	7.38
投资支付的现金	30.31	53.50	3.50
筹资活动产生的现金流量净额	35.80	46.34	7.78
货币等价物/短期债务(X)	--	3.56	0.18
总债务/投资组市值(%)	-	6.81	23.53
经调整的净资产收益率(%)	--	2.91	3.71
现金流利息覆盖倍数(X)	--	20.42	5.96

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

合并口径情况

2023 年，公司营业毛利率同比有所下降，同时由于研发投入增加、汇兑收益减少等带动期间费用率有所上升，税金及附加亦有所增加，经营性业务利润同比大幅下降，减值损失同比下降，其他各类收益对利润影响较小，综合影响下，盈利水平同比下滑。2023 年，业务规模扩大、在建项目投入增加等令总资产保持增长；下属子公司独立融资能力较强，融资渠道畅通，故合并口径债务主要分布在各子公司，总债务规模持续增长，债务结构仍以长期债务为主；权益规模随利润积累稳步增长，财务杠杆呈上升趋势。此外，2023 年末公司权益中少数股东权益占比为 73.19%，仍较大。2023 年子公司总体保持较好的经营获现能力，经营活动净现金流同比增长，投资活动现金流缺口有所扩大，筹资活动净现金流有所减少。2023 年，由于盈利下滑，部分偿债指标弱化。考虑到多家子公司为上市公司，股权融资渠道畅通，且备用流动性较为充足，总体仍保持很强的偿债能力。截至 2023 年末，公司合并范围内企业在各家主要金融机构的授信规模合计 2,368.66 亿元，其中尚未使用额度为 1,610.83 亿元。

或有事项

截至 2023 年末，公司合并口径受限资产账面价值合计 95.39 亿元，占同期末总资产的 4.46%，主要系长期股权投资、固定资产、无形资产和货币资金，其中受限货币资金 4.07 亿元；同期末，母公司无受限资产。

截至 2023 年末，公司对外担保余额 31.50 亿元，占净资产的 5.25%，系对参股公司厦门天马显示科技有限公司⁶的担保，母公司对子公司的担保余额为 26.88 亿元，担保风险可控。截至 2023 年末，深天马应收金立集团账面余额为 6.84 亿元的货款、债权转让对价款、未及时履行提货义务产生的违约金及库存损失已经法院判决确认，待后续根据金立集团破产财产分配方案向深天马分配⁷，其他诉讼涉及金额较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的报告日期为 2024 年 5 月 17 日的《企业信用报告》及相关资料，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁸

假设

- 2024 年，母公司获得子公司分红规模稳定增长。
- 2024 年，母公司新增投资规模较小，投资组合以存量投资为主。
- 2024 年，母公司融资规模保持稳定。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
经调整的净资产收益率(%)	2.91	3.71	3.85~4.75
总债务/投资组合市值(%)	6.81	23.53	23.55~24.77

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

ESG⁹表现方面，母公司面临的环境问题较少，下属子公司注重环保投入与安全生产，为其平稳运营奠定基础，公司积极履行社会责任，法人治理结构完善，内控制度健全，公司成立时间较短，未来管理水平有待持续观察，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司资金流出主要用于债务还本付息及项目投资，中航国际下属子公司经营获现能力强，母公司及下属主要子公司，融资渠道畅通，未使用授信额度充足，财务弹性极强，母公司直接及间接持有较大规模市值的上市公司股份，并可获得一定的关联方借款支持。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信

⁶ 厦门天马显示科技有限公司，2023 年末，总资产 298.59 亿元，净资产 241.29 亿元；2023 年，营业收入 12.43 亿元，净利润-22.88 亿元。

⁷ 东莞金卓通信科技有限公司、东莞市金铭电子有限公司、深圳市金立通信设备有限公司（前述 2 家公司的母公司），上述公司统称“金立集团”。

⁸ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

用等级无显著影响。

外部支持

航空工业经营实力极强，公司作为其下属重要的综合性投资平台，在技术、人才、政府及全球关系合作等方面均得到控股股东的大力支持。

公司直接控股股东中航国际是大型国有企业，间接控股股东航空工业是由中央管理的特大型国有企业，保持极强的经营实力。中航国际是航空工业对外合作的主窗口和主渠道，且在体系内非航空工业制造领域具有很高的重要性；作为中航国际总部迁入深圳的新设公司，航空工业对公司定位与中航国际一致，在技术、人才、政府及全球关系合作等方面亦给予公司大力支持。

跟踪债券信用分析

“23 中航 K1”募集资金 15 亿元，用于偿还股东借款等公司债务，截至目前，已全部按用途使用。“24 中航 K2”、“24 中航 K3”和“24 中航 K4”募集资金分别为 15 亿元、10 亿元和 5 亿元，募集资金用于偿还股东借款、银行贷款等公司债务，2023 年不涉及募集资金使用。

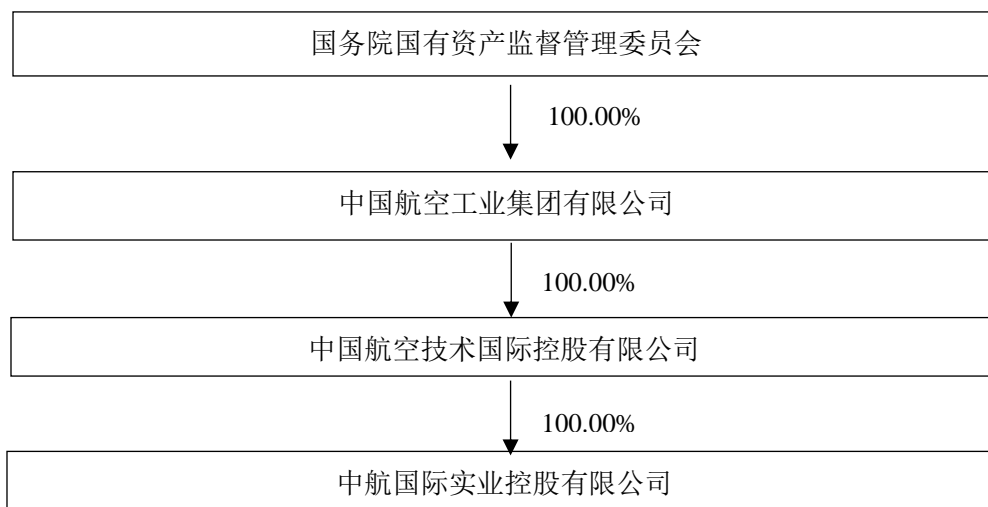
本次跟踪债项未设置特殊条款。

本次跟踪债项未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面主要板块仍保持行业领先地位，多元化经营有助于分散风险，虽业绩指标阶段性下滑，但考虑到公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

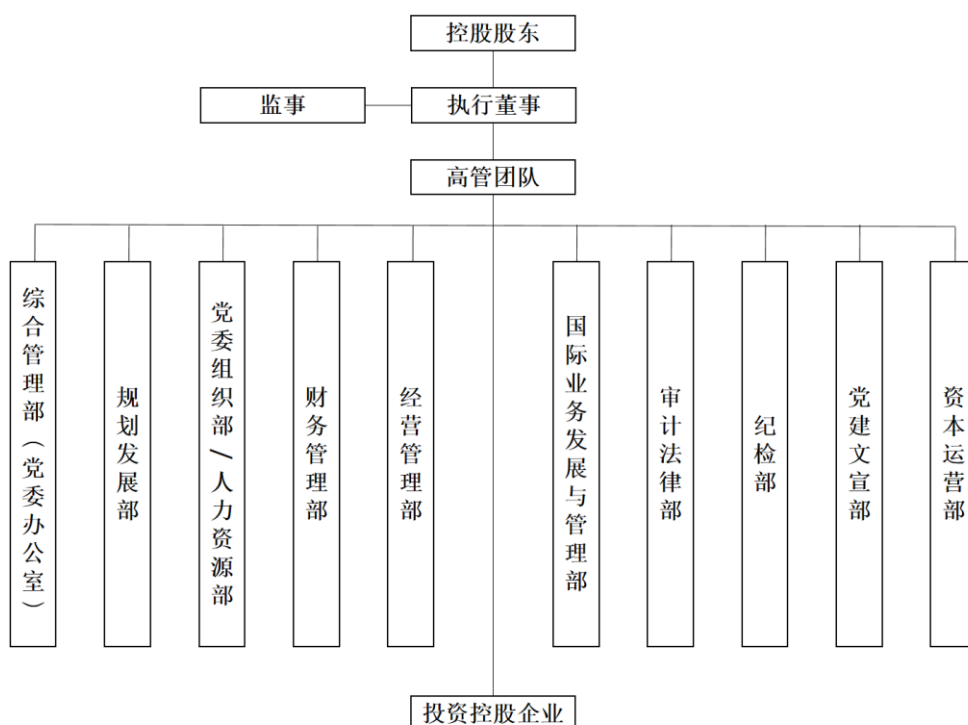
评级结论

综上所述，中诚信国际维持中航国际实业控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“23 中航 K1”、“24 中航 K2”、“24 中航 K3”和“24 中航 K4”的信用等级为 **AAA**。

附一：中航国际实业控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



全称	简称	层级	直接持股比例（%）	间接持股比例（%）	持有表决权比例（%）
中航国际控股有限公司	中航国际控股	1	66.07	-	66.07
天马微电子股份有限公司	深天马	2	8.49	11.86	27.65
飞亚达精密科技股份有限公司	飞亚达	2	-	39.25	39.25
深南电路股份有限公司	深南电路	2	-	63.97	63.97
天虹数科商业股份有限公司	天虹股份	1	44.56	-	56.89
中航国际钢铁贸易有限公司	中航钢贸	1	85.00	-	85.00
中航国际矿产资源有限公司	中航矿产资源	1	80.00	-	80.00



资料来源：公司提供

附二：中航国际实业控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	2,106,051.49	2,636,238.71	2,740,685.35
应收账款	1,692,242.65	1,699,760.51	1,882,670.79
其他应收款	462,159.32	392,513.90	405,137.39
存货	1,909,342.98	2,092,513.33	2,245,395.68
长期投资	380,896.01	549,236.73	690,023.08
固定资产	4,195,251.90	4,172,824.01	6,536,287.62
在建工程	2,732,138.03	2,870,203.64	669,585.04
无形资产	443,263.54	510,147.29	519,502.85
资产总计	19,074,590.11	20,369,494.24	21,381,138.94
其他应付款	1,077,239.92	1,505,216.62	1,403,879.49
短期债务	2,268,722.77	2,298,913.15	2,416,116.10
长期债务	4,874,372.52	5,716,477.06	6,244,098.42
总债务	7,143,095.29	8,015,390.21	8,660,214.52
净债务	5,073,357.37	5,416,890.89	5,960,248.04
负债合计	13,166,094.44	14,465,913.58	15,385,746.85
所有者权益合计	5,908,495.67	5,903,580.66	5,995,392.09
利息支出	190,842.60	214,332.00	222,642.76
营业总收入	16,198,044.56	15,605,958.17	15,669,829.74
经营性业务利润	547,347.53	647,310.06	413,304.21
投资收益	14,264.00	26,987.25	-31,071.41
净利润	317,965.11	307,157.86	128,561.91
EBIT	493,244.40	545,724.26	356,382.01
EBITDA	1,202,991.31	1,328,189.13	1,243,895.83
经营活动产生的现金流量净额	908,434.26	566,184.43	831,478.58
投资活动产生的现金流量净额	-903,809.79	-737,657.26	-956,395.65
筹资活动产生的现金流量净额	73,006.46	632,308.98	215,007.95
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	12.30	13.20	12.37
期间费用率(%)	9.25	9.81	10.70
EBIT 利润率(%)	3.05	3.50	2.27
总资产收益率(%)	--	2.77	1.71
流动比率(X)	1.01	1.03	1.04
速动比率(X)	0.77	0.78	0.78
存货周转率(X)	--	6.77	6.33
应收账款周转率(X)	--	9.20	8.75
资产负债率(%)	69.02	71.02	71.96
总资本化比率(%)	54.73	57.59	59.09
短期债务/总债务(%)	31.76	28.68	27.90
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	0.05	0.08
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.31	0.17	0.27
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	4.76	2.64	3.73
总债务/EBITDA(X)	5.94	6.03	6.96
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.58	0.51
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	6.30	6.20	5.59
EBIT 利息覆盖倍数(X)	2.58	2.55	1.60
FFO/总债务(X)	0.17	0.16	0.14

注：“--”表示不适用或数据不可比。

附三：中航国际实业控股有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	54,700.50	15,479.28	21,341.42
应收账款	-	-	-
其他应收款	23,124.50	30,255.89	130,248.78
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/ 交易性金融资产	-	-	-
债权投资	-	-	-
其他债权投资	-	-	-
持有至到期投资	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--
长期股权投资	1,311,774.05	2,103,342.36	2,138,342.36
其他权益工具投资	-	104,883.39	99,447.36
其他非流动金融资产	-	-	-
固定资产	86.93	295.27	282.19
投资性房地产	-	-	-
资产总计	1,390,179.29	2,254,489.64	2,390,005.56
投资组合账面价值	1,366,474.55	2,223,705.03	2,259,131.14
投资组合市值	1,513,727.35	2,349,341.59	2,382,159.62
其他应付款	310,123.52	667,012.30	400,098.82
短期债务	-	4,345.57	118,512.54
长期债务	-	155,700.00	441,978.79
总债务	-	160,045.57	560,491.33
净债务	-54,700.50	144,566.29	539,149.91
负债合计	311,848.52	830,311.20	963,356.40
所有者权益合计	1,078,330.77	1,424,178.44	1,426,649.16
利息支出	-	1,600.42	10,595.64
营业总收入	-	-	1,198.15
经营性业务利润	-1,914.12	-14,466.56	-20,790.11
投资收益	23,124.50	51,299.83	73,792.05
净利润	21,688.91	36,352.54	52,906.74
EBIT	21,210.38	38,431.50	63,499.13
经营活动产生的现金流量净额	-167.31	-12,008.84	-10,592.69
投资活动产生的现金流量净额	-303,132.19	-490,657.52	-61,305.99
筹资活动产生的现金流量净额	358,000.00	463,445.14	77,760.82

财务指标	2021	2022	2023
总资产收益率(%)	--	2.11	2.73
经调整的净资产收益率(%)	--	2.91	3.71
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	-	0.87	1.00
应收类款项占比(%)	1.66	1.34	5.45
资产负债率(%)	22.43	36.83	40.31
总资本化比率(%)	-	10.10	28.21
短期债务/总债务(%)	--	2.72	21.14
总债务/投资组合市值(%)	-	6.81	23.53
现金流利息覆盖倍数(X)	--	20.42	5.96
货币等价物/短期债务(X)	--	3.56	0.18
总债务/EBITDA(X)	-	4.16	8.81
EBITDA/短期债务(X)	--	8.86	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	24.05	6.00
EBIT 利息覆盖倍数(X)	--	24.01	5.99

注：“--”表示不适用或数据不可比。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	货币等价物 非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估（BCA）等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn