



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪285号

中航善达股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中航地产股份有限公司2016年公开发行公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十一日

中航地产股份有限公司 2016 年公开发行公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	中航善达股份有限公司
担保主体	中国航空技术深圳有限公司
担保方式	无条件不可撤销的连带责任保证担保
债券简称	16 中航城
债券代码	112339
发行年限	5 年期，附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权
发行日期	2016 年 3 月 1 日
发行规模	人民币 15 亿元
上次评级时间	2017 年 6 月 26 日
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA 评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA 评级展望 稳定

注：2018 年 6 月 1 日中航善达发布公告称，为匹配公司聚焦物业管理业务的战略，公司名称由中航地产股份有限公司变更为中航善达股份有限公司。

概况数据

中航善达	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	46.95	47.28	45.99	46.68
总资产（亿元）	228.81	217.36	191.14	191.34
总债务（亿元）	110.45	99.90	67.73	67.68
营业总收入（亿元）	55.19	63.29	58.93	15.34
营业毛利率（%）	24.19	20.26	21.23	21.72
EBITDA（亿元）	10.39	8.25	6.74	-
所有者权益收益率（%）	7.90	2.91	-0.76	6.40
资产负债率（%）	79.48	78.25	75.94	75.60
总债务/EBITDA(X)	10.63	12.11	10.04	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.04	1.04	1.33	-
中航技深圳	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	458.94	473.79	490.45	486.32
总资产（亿元）	1,421.88	1,469.71	1,569.58	1,583.41
总债务（亿元）	547.59	580.77	590.30	632.02
营业总收入（亿元）	645.02	667.64	764.52	191.35
营业毛利率（%）	20.60	20.35	21.04	21.28
EBITDA（亿元）	105.84	94.06	86.02	16.48
所有者权益收益率（%）	6.66	4.25	1.83	5.73
资产负债率（%）	67.72	67.76	68.75	69.29
总债务/EBITDA(X)	5.17	6.17	6.86	9.59
EBITDA 利息倍数(X)	3.94	3.37	3.10	2.34

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、中航善达、中航技深圳 2018 年一季度的所有者权益经过年化处理。

基本观点

2017 年，中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”或“公司”）继续聚焦物业资产管理业务，其在机构类物业管理市场中持续处于领先地位，年末物业管理收入和物业管理面积持续增长。同时，公司商业地产运营管理业务具有一定的规模及较高的品牌知名度。此外，控股股东中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航技深圳”）2017 年运营情况良好，其资产及收入规模稳步提升，整体具备很强的综合实力，其提供的保证担保对本次债券仍具备极强的保障作用。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到公司退出房地产开发业务对其未来业务经营带来的不确定性影响以及公司盈利能力弱化等因素对其后续经营及本次债券的信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持中航善达主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“中航地产股份有限公司 2016 年公开发行公司债券”信用等级为 AAA，该级别主要考虑了中航技深圳提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 物业管理行业较为领先的市场地位。中航善达全资子公司中航物业管理有限公司在机构类物业管理市场中持续处于领先地位，具有很强的品牌影响力和竞争优势，2017 年末公司物业管理收入和物业管理面积保持增长态势。
- 商业地产运营已形成一定的规模及品牌知名度。公司商业资产管理业务已初具规模，打造的“九方购物中心”品牌在行业内具有一定的影响力，出租率保持在较高的水平，可为公司收入利润带来一定补充。
- 中航技深圳提供的保证担保仍具备极强的保障作用。中航技深圳旗下有多家参、控股上市公司，主营业务包括高科技产品生产、手表生产、贸易物流业务以及农业开发投资业务等，

分 析 师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

冯 晓 cfeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 11 日

多项业务具有很强的竞争实力，资产和收入规模稳步上升，融资渠道畅通，公司整体具有很强的综合实力，对本次债券的保障作用仍然很强。

关 注

- 房地产业务转型情况。公司退出房地产业务将对其资产状况以及盈利模式等方面产生较大影响，需关注其房地产项目后续去化情况以及上海中航城及其他地产项目股权转让的进展。
- 盈利能力弱化。2017 年，受公司出售房地产项目影响，公司收入规模有所下滑；同时，公司龙岩项目计提较大规模的存货跌价准备，其整体盈利能力下降，当年出现净亏损。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

中航地产股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（债券简称“16 中航城”、债券代码为 112339，以下简称“本次债券”）于 2016 年 3 月 1 日至 2016 年 3 月 3 日完成发行，发行规模为人民币 15 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券实际发行金额为 15 亿元，最终票面利率为 3.29%。截至 2017 年 12 月 31 日，中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

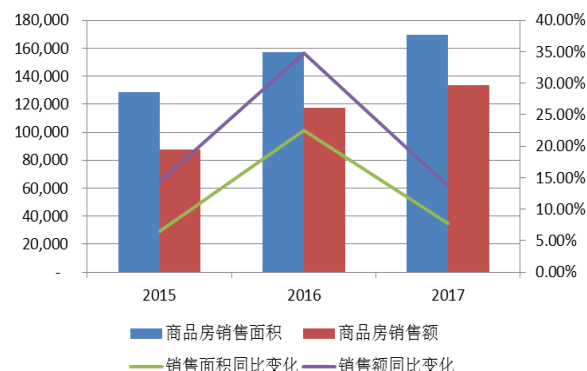
受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地

产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况

单位：万平方米、亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截

至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017 年 TOP100

房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

随着城镇化水平和居民收入的快速增长，2017 年物业管理规模继续扩张，行业集中度进一步提升，预期物业服务需求将继续上升。

随着我国新型城镇化的推进、居民收入的快速增长以及房地产市场快速发展，为物业服务提供了巨大的发展空间。截至 2017 年末，全国城镇化率为 58.52%，同比上升 1.17 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入为 25,974 元，同比增长 9.0%。2017 年，物业管理百强企业管理面积均值为 3,163.83 万平方米，同比增长 16.1%；在管项目数量均值为 178 个，同比增加 12 个，百强企业管理规模呈现快速扩张态势。2017 年，物业管理百强企业市场占有率为 32.42%，较上年提升 2.98 个百分点，行业集中度进一步提升。根据第一太平戴维斯发布的数据，到 2020 年全国住宅物业面积将达到 300 亿平方米，物业管理服务行业发展前景广阔。

近年来“互联网+物业”已成为物业管理行业的趋势。互联网与传统物业的跨界融合，催生了物业管理行业全新的服务模式，赋予物业服务新的内涵，促进了行业的高附加值化，为行业发展带来新的经济增长点。物业服务企业顺应社会经济的发展 and 居民生活消费需求结构的升级，一方面，积极借助“互联网+物业”的模式，应用移动互联网、云平台等新技术，整合社区周边餐饮、房屋经纪、物流等商业资源，渗透到衣食住行等生活息息相关的领域；另一方面，探索“物业+互联网”模式，通过手机 APP、微信公众号等打造一站式综合服务平台，提供便捷、周到的高品质物业服务。随着物业管理服务的创新，预期与物业相关服务的需求将继续上升。

业务运营

受公司出售房地产业务影响，2017年公司房地产业务收入下滑，占营业收入比重持续下降，物业管理业务收入占比上升。2017年，公司实现营业收入58.93亿元，同比下降6.89%。其中房地产业务收入28.08亿元，占营业收入比重47.65%，同比下滑12.32个百分点；物业管理业务收入28.67亿元，占营业收入比重48.65%，同比增长12.34个百分点。

表 1：2016~2017 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
地产板块	37.96	59.97	28.08	47.65
物业板块	22.98	36.31	28.67	48.65
建筑业	1.67	2.65	1.09	1.84
服务收入及其他	0.68	1.07	1.09	1.86
合计	63.29	100.00	58.93	100.00

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

跟踪期内，中航善达在机构类物业管理市场中保持较强的品牌影响力及竞争实力，公司物业管理面积及物业管理收入保持增长态势。

公司全资子公司中航物业管理有限公司（以下简称“中航物业”）为物业管理业务运营主体，中航物业系国内最早的物业管理公司之一，在国内物业管理行业具有一定领先地位。中航物业按照物业类型划分为机构类物业管理、住宅类物业管理和商业类物业管理，其中中航物业在机构类物业管理市场具有很强的竞争实力，近年来其在金融、高校、能源、移动通讯等细分领域中具有领先地位。2017年，公司物业管理业务实现营业收入28.67亿元，同比上涨25.09%，物业管理业务收入占营业总收入的比重达48.65%。其中，机构类物业管理收入22.68亿元，同比上涨30.05%，占物业管理收入的比重达79.11%；住宅类物业管理收入4.82亿元，同比上涨23.59%，占物业管理收入的比重达16.81%。

不同省市物业管理收入贡献方面，2017年广东省仍是公司物业管理收入的最主要贡献区域，其中深圳市为主要贡献城市。当年广东省和深圳市分别

贡献物业管理收入11.45亿元和8.82亿元，占同期物业管理总收入的比重分别为39.94%和30.76%，此外公司在湖南省、北京市、山东省及上海市分别实现物业管理收入2.04亿元、1.88亿元、2.06亿元和1.72亿元，占比均超过6%。

表 2：2017 年公司不同区域物业管理收入

单位：亿元

省市	物业管理收入	占比
广东省	11.45	39.94%
其中：深圳市	8.82	30.76%
湖南省	2.05	7.15%
北京市	1.88	6.56%
上海市	1.72	6.00%
湖北省	0.79	2.76%
山东省	2.06	7.19%
天津市	1.68	5.86%
江苏省	1.04	3.63%
江西省	1.68	5.86%
其他	4.31	15.03%
合计	28.67	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

收费模式方面，中航善达的收费模式以包干制为主，酬金制为辅。2017年公司酬金制实现物业收入2.08亿元，包干制实现物业收入25.42亿元，分别占当期物业管理总收入的7.56%和92.44%。物业管理业务收费方面，得益于公司加大智慧物业平台的建设和推广以及对物业服务的优化，物业管理收费增长迅速，但不同区域的物业管理收费标准差异较大。2017年，公司物业管理的收费标准总体上由2016年的4.70元/平方米/月上涨至9.74元/平方米/月；其中，广州、深圳、上海为公司物业收费最高的三个城市，2017年上述三个城市的物业收费分别为21.29元/平方米/月、14.71元/平方米/月和11.16元/平方米/月。

表 3: 2015~2018.Q1 公司不同区域物业管理收费情况

单位: 元/平方米/月

区域	2015	2016	2017	2018.Q1
北京	9.47	9.66	8.94	8.94
上海	8.62	8.8	11.16	11.16
广州	19.15	19.55	21.29	21.29
深圳	19.06	19.45	14.71	14.71
天津	6.31	6.44	7.22	7.22
山东	7.03	7.17	9.14	9.14
南昌	4.59	4.68	5.47	5.47
武汉	5.64	5.76	7.03	7.03
湖南	5.58	5.69	6.71	6.71
四川	7.52	7.67	6.93	6.93
珠海	11.89	12.14	9.83	9.83
厦门	2.98	3.04	8.4	8.4

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 4: 2015~2018.Q1 公司不同物业类型新签约情况

单位: 万平方米、个

	2015		2016		2017		2018.Q1	
	签约面积	签约个数	签约面积	签约个数	签约面积	签约个数	签约面积	签约个数
住宅类物业	312.82	12	353.53	6	212.18	11	69.26	6
机构类物业	503.30	64	313.80	51	598.74	64	190.05	18
商业类物业	9.76	1	-	-	25.80	4	-	-
合计	825.89	77	667.33	57	836.72	79	259.31	24

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2017 年末, 公司物业管理项目总数 452 个, 管理项目总面积 5,307 万平方米。其中, 全委托项目 449 个, 管理面积 5,233 万平方米; 顾问项目 3 个, 管理面积 74 万平方米。2017 年公司新拓展项目 104 个, 其中千万级项目 16 个, 包括广州白云国际机场、厦门移动、安徽农行、天津党校、中国科学技术馆等。2018 年以来, 公司物业管理规模继续提升, 截至 2018 年 3 月末其在全国物业管理项目总数增至 467 个, 管理项目总面积增至 5,566 万平方米。

此外, 报告期内, 公司加大智慧物业平台的建设和推广, 当年智慧物业 π 平台全国项目覆盖上线率超过 90%, 其中 π 修平台上线 281 个项目、 π 巡平台上线 277 个项目、 π 控平台上线 188 个项目。

新签约物业方面, 报告期内, 受益于公司重点开拓机构类物业市场, 新签约物业规模有所增长, 2017 年中航物业新签约物业 79 个, 新签合同金额达到 8 亿元, 新签约物业面积 836.72 万平方米, 同比增长 25.38%。其中, 住宅类物业新签约面积 212.18 万平方米, 同比下降 39.98%; 机构类物业新签约面积 598.74 万平方米, 同比增长 90.80%, 占总新签约面积比重为 71.56%。根据公司发展战略, 2018 年公司将继续围绕机构类物业资产的管理。2018 年第一季度公司新签约物业面积 259.31 万平方米, 其中机构类物业新签约面积 190.05 万平方米, 占比为 73.29%。

公司旗下“九方购物中心”在行业内具有一定的品牌影响力。受公司出售上海中航城股权影响, 跟踪期公司商业地产租金收入有所下降, 但商业地产租金仍对公司营业收入形成一定补充。

商业地产经营方面, 中航九方资产管理有限公司是公司持有型商业物业的商业运营业务的管理平台。目前, 公司在商业地产经营方面已经初具规模, 形成了以“九方购物中心”品牌为核心的商业管理能力, 截至 2017 年末公司在赣州、成都、深圳龙华、九江、昆山、深圳华强北等地已有 6 家九方购物中心相继开业, 总经营面积已超过 53 万平方米, 其中深圳华强北与深圳龙华九方购物中心为公司受托经营管理项目, 另有 1 家待建的九方购物中心位于贵阳市新区。目前, 公司自持商业地产项目中, 赣州九方、成都九方、九江九方和昆山九方已进入稳定运营期, 其出租率分别达到 99%、89%、

96%和 95%，出租率保持在较高的水平。

租赁收入方面，2017 年公司持有型物业租赁业务合计实现租金收入 1.57 亿元，同比下降 15.42%，主要系公司出售上海中航城所致。

2017 年 10 月 30 日，中航善达发布公告称，公司拟将持有的上海中航城置业（上海）有限公司（以下简称“上海中航城”）100%股权挂牌转让，上海中航城开发并持有位于上海市杨浦区国通路 116 号的中航天盛广场项目，项目占地面积 1.76 万平方米，持有物业的总建筑面积为 9.27 平方米。

2017 年 12 月 20 日，公司与深圳市卓越不动产投资有限公司（以下简称“卓越不动产”）签订《产权交易合同》，最终确定卓越不动产为上海中航城 100%股权的受让方，成交价格为 10.64 亿元，中航善达已收到卓越不动产支付的全部股权转让款。

2018 年 3 月 9 日，公司发布《2017 年度业绩预告修正公告》称，上海市杨浦区政府于 2018 年 1 月 9 日新颁布文件《关于本区控制商办楼宇开发交易管理的操作口径方案》要求：商办楼宇类公司股东变更、股权转让需走征询投资与促进办征询流程，原预计 2018 年 3 月 13 日前办理完成股权变更登记手续目标不能实现，因此公司 2017 年度不确认股权转让完成。

截至 2018 年 5 月末，本次股权转让尚未完成工商登记手续，考虑到本次股权转让对于公司当年的资本结构以及盈利能力等方面产生一定影响，中诚信证评将持续关注公司转让上海中航城 100%股权的股权变更登记手续的进展情况。

此外，截至 2017 年末，公司签订管理输出项目 3 个，包括赣州巨亿广场、湖南浏阳北正西项目和张家界印象城。其中，浏阳北正西项目 2017 年 12 月已开业，赣州巨亿广场 2018 年 2 月已开业。公司以管理输出的模式不断扩大“九方购物中心”的品牌影响力，未来公司将继续输出九方购物中心品牌，其商业地产经营模式将采取输出管理、收取管理费的轻资产模式，通过管理输出和品牌输出，打通“募投管退”等环节。

表 5：2017 年公司持有型物业出租情况

单位：万平方米、万元

经营性物业项目	出租面积	出租率	租金收入
赣州九方	6.42	99%	5,249
成都九方	7.77	89%	1,658
九江九方	9.74	96%	3,599
昆山九方	11.84	95%	5,166
合计	25.77	-	15,672

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除公司运营及待建的九方购物中心外，公司在深圳、长沙、南昌等地亦有一定规模的持有性物业，业态涵盖商住楼、商铺、酒店等，合计建筑面积达 21.95 万平方米。截至 2017 年末，公司投资性房地产按公允价值计量账面价值合计 71.05 亿元，未来公司或将继续出售部分回报率较低的持有型物业，物业出售可为公司带来一定规模的资金回笼。

自2016年公司出售房地产开发业务相关资产以来，公司房地产开发规模和签约销售均持续下滑，未来随着公司继续出售房地产业务相关资产和公司存量项目的销售结转完毕，公司将退出房地产开发业务。

受公司战略转型的影响，近年来公司房地产开发规模持续下降，当年新开工面积 29.93 万平方米，同比上升 6.63%；竣工面积 11.18 万平方米，同比下降 65.79%。截至 2018 年 3 月末，公司在建项目主要有龙岩、贵阳和惠州 3 个项目，分别为龙岩中航紫金云熙、贵阳中航城和惠东中航元 屿海，在建项目总投资额约 131.93 亿元，公司累计已投入 87.68 亿元，尚需投资 44.25 亿元。2018 年 6 月 1 日，公司发布公告称，公司预挂牌转让贵阳中航房地产开发有限公司（以下简称“贵阳中航”）70%股权和惠东县康宏发展有限公司（以下简称“惠东康宏”）51%股权，贵阳中航和惠东康宏分别开发建设贵阳中航城项目和惠东中航元 屿海项目，公司未来将继续出售其房地产开发业务相关资产。

表 6：2015~2018.Q1 公司开工竣工情况

单位：万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
在建面积	272.8	64.36	78.5	65.73
新开工面积	67.47	28.07	29.93	10.61
竣工面积	125.21	32.68	11.18	23.38

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售情况方面，2017 年公司实现签约销售面积 17.81 万平方米，同比下降 30.29%；签约销售金额 15.29 亿元，同比下降 42.71%。结算方面，2017 年公司实现房地产项目结算面积 21.99 万平方米，同比上升 8.11%；结算收入 21.40 亿元，同比上升 16.18%。销售及结算的区域分布方面，2017 年公司销售和结算收入均集中在贵阳、龙岩、惠州和衡阳，其中龙岩项目计提存货跌价准备 4.60 亿元，公司存量房地产项目主要位于三四线城市，需关注公司存量房地产项目的去化情况。2018 年一季度，公司实现销售金额 0.86 亿元，结算金额 5.16 亿元。

表 7：2015~2018.Q1 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
签约销售面积	59.61	25.55	17.81	1.55
签约销售金额	49.03	26.69	15.29	0.86
结算面积	37.31	20.34	21.99	3.75
结算金额	31.22	18.42	21.40	5.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，2017 年公司未新增土地，截至 2017 年末，公司房地产项目储备占地面积 64.10 万平方米，为贵阳中航城和衡阳地块，其中，公司预挂牌转让贵阳中航城项目。

财务分析

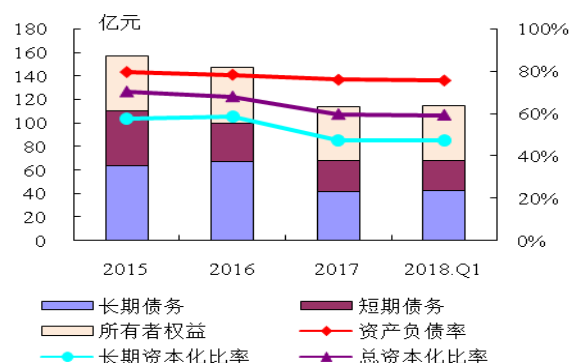
以下分析基于中航善达提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告以及 2018 年一季度未经审计的财务报表，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

2017 年受公司剥离房地产业务以及其房地产开发规模下降影响，其资产和负债规模均持续下降。截至 2017 年末，公司总资产为 191.14 亿元，同比下降 12.06%；同期负债总额 145.16 亿元，同比下降 14.65%。自有资本方面，2017 年末公司所有者权益合计 45.99 亿元，同比下降 2.73%。财务杠杆方面，随着公司逐步剥离房地产业务，其财务杠杆比率持续下滑，截至 2017 年末公司资产负债

率和总资本化比率分别为 75.94%和 59.56%，较上年分别下降 2.31 个百分点和 8.32 个百分点。2017 年以来公司资产规模继续下降，截至 2018 年 3 月末，公司资产、负债和所有者权益分别为 191.34 亿元、144.66 亿元和 46.68 亿元，同期公司资产负债率和总资本化比率分别为 75.60%和 59.18%。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构分析

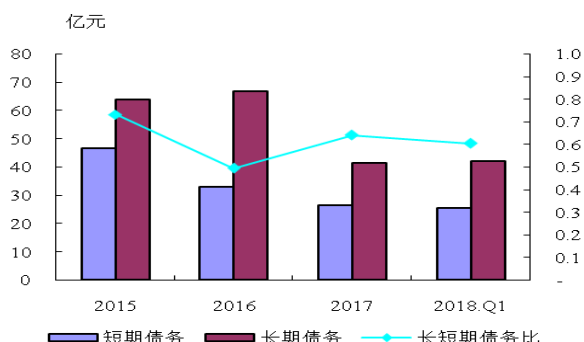


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2017 年末其流动资产总额为 111.01 亿元，较上年末减少 10.80%，占总资产的比重 58.08%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、持有待售资产和货币资金构成。2017 年末公司货币资金为 20.71 亿元，同比上涨 5.77%，主要系收到股权转让款、预收房款等增加所致；同期公司持有待售资产 22.89 亿元，其中中航城置业（上海）有限公司（以下简称“上海中航城”）持有待售资产 22.71 亿元；同期公司存货为 51.28 亿元，同比下降 19.47%，其中开发成本 36.20 亿元，开发产品 15.02 亿元。非流动资产方面，2017 年末公司非流动资产 80.13 亿元，主要由投资性房地产构成，当年公司投资性房地产 71.05 亿元，同比下降 15.47%，主要系公司将上海中航城持有物业划入持有待售资产中所致，公司投资性房地产主要由昆山九方购物中心、九江中航城购物中心、成都九方购物中心 3 至 7 层以及赣州中航城九方购物中心构成，上述持有性物业年末公允价值合计 38.26 亿元，占公司投资性房地产总额的 53.95%。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 111.01 亿元和 80.13 亿元，其中货币资金 23.20 亿元、存货 48.94 亿元、持有待售资产 22.73 亿元、投资性房地产 71.07 亿元。

债务方面，截至 2017 年末，公司总债务规模为 67.73 亿元，同比下降 32.20%，其中短期债务为 26.46 亿元，同比下降 20.00%；长期债务为 41.27 亿元，同比下降 38.24%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.64 倍，较上年同比增加 0.15 倍，债务期限结构仍以长期债务为主。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 67.68 亿元，长短期债务比为 0.60 倍。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司逐步出售房地产开发业务相关资产，并逐渐完善转型战略，公司资产规模、负债规模和债务规模持续下降，财务杠杆持续降低。同时，截至 2018 年 3 月末，公司持有待售资产规模仍较大，中诚信证评将持续关注持上海中航城股权转让的完成情况。

流动性

2017 年末，公司流动资产总额为 111.01 亿元，较上年末减少 10.80%，占总资产的比重 58.08%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货、持有待售资产和货币资金构成，三者合计占公司流动资产的 85.47%。

表 8：2015~2018.Q1 公司流动资产分析

单位：%				
	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	59.62	57.25	58.08	58.14
存货/流动资产	77.85	51.18	46.19	43.99
货币资金/流动资产	10.77	15.72	18.65	20.85
(存货+货币资金)/流动资产	88.62	66.90	64.84	64.85

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，公司 2017 年末存货净额为 51.28 亿元，同比减少 19.47%。从存货构成来看，开发成本

和开发产品占存货总额的比例分别为 70.59%和 29.29%。从存货的区域情况来看，公司开发产品及开发成本中均有较大规模的位于新疆、衡阳、九江、龙岩、赣州等三四线城市的项目，需关注上述位于三四线城市的房地产项目去化情况。

从资产周转率来看，2017 年公司房地产开发业务采取相关销售策略加快去化周转，公司存货周转率和总资产周转率较上年均有所提升，分别为 0.81 次和 0.29 次。

现金流方面，2017 年公司因发展转型，房地产项目减少导致项目开发成本下降，使得 2017 年公司经营性净现金流上升至 25.63 亿元，同比增加 9.62%；同期经营性活动净现金流/短期债务上升至 0.97 倍。货币资金方面，2017 年末公司货币资金达 20.71 亿元，同比上升 5.77%，受益于公司手持货币资金规模上升，2017 年末货币资金/短期债务上升至 0.78 倍，但货币资金对短期债务的覆盖能力仍较弱。

总体看，随着业务的发展转型，公司加快房地产项目周转，但公司存货中位于三四线城市项目较多，需关注房地产项目的去化情况；此外，公司获现能力有所提升，货币资金规模亦有所增长，公司对短期债务偿还能力有所增强。

盈利能力

2017 年公司营业收入为 58.93 亿元，同比下降 6.88%，主要系公司地产板块收入规模大幅下降所致，此外，受房地产业务规模下降影响，公司建筑业务收入亦出现一定下滑。毛利率方面，2017 年公司毛利水平与上年基本持平为 21.23%。

表 9：2015~2018.Q1 公司期间费用情况

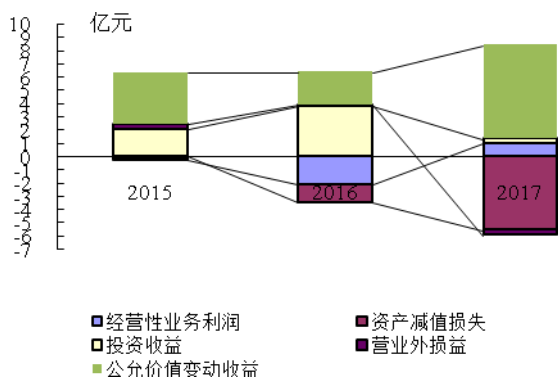
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用（亿元）	2.04	3.21	1.40	0.24
管理费用（亿元）	3.38	3.40	4.34	0.93
财务费用（亿元）	3.73	4.44	3.75	0.77
三费合计（亿元）	9.15	11.05	9.48	1.94
营业总收入（亿元）	55.19	63.23	58.93	15.34
三费收入占比（%）	16.5	17.48	16.09	12.67

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

费用控制方面，2017 年公司期间费用有所下降。随着房地产业务剥离，公司销售费用下降至 1.40

亿元；由于债务规模下降，财务费用下滑至 3.75 亿元。综上，2017 年公司期间费用合计 9.48 亿元，占营业收入比重为 16.09%，费用控制能力有所加强。

图 4：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年，公司利润总额 2.60 亿元，同比下降 12.16%，主要系公司计提资产减值损失较大所致。具体来看，2017 年公司经营性业务利润为 1.01 亿元；同期公司资产减值损失 5.52 亿元，主要系公司下属子公司龙岩紫金中航房地产开发有限公司计提的存货跌价准备 4.60 亿元和子公司天津格兰云天投资发展有限公司计提的存货跌价准备 0.55 亿元。此外，2017 年公司公允价值变动收益 7.10 亿元，主要系投资性房地产产生的公允价值收益；同期投资收益为 0.31 亿元，主要系对厦门紫金中航置业有限公司的权益法核算的长期股权投资收益。受利润总额下降的影响，2017 年公司实现净亏损 0.35 亿元；所有者权益收益率为-0.76%，公司整体盈利能力有所下降。

总体来看，受业务转型影响，2017 年公司收入规模有所下降，其整体盈利能力有所下降，当年出现净亏损，中诚信证评将持续关注公司剥离房地产业务后的整体盈利状况。

偿债能力

随着公司业务转型，逐步出售房地产业务相关资产，公司外部融资需求有所下降，2017 年末公司总债务规模持续下降，为 67.73 亿元，同比下降 32.20%。考虑到公司将探索轻资产业务模式，其未来的外部资金需求或进一步下降，债务规模有望继续降低。

表 10：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	110.45	99.90	67.73	67.68
经营活动净现金流（亿元）	5.39	23.37	25.63	-1.51
EBITDA（亿元）	10.39	8.27	6.74	-
总债务/EBITDA（X）	10.63	12.08	10.04	-
经营净现金流/总债务（X）	0.05	0.23	0.38	-0.09
EBITDA 利息倍数（X）	1.04	1.04	1.33	-
经营净现金流/利息支出（X）	0.54	2.94	5.04	-

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，受利润总额下降的影响，公司 2017 年 EBITDA 为 6.74 亿元，同比下降 18.49%。2017 年公司主要偿债能力指标所有增强，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 10.04 倍和 1.33 倍，EBITDA 可对债务利息形成覆盖。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额 2.90 亿元，主要为对九江中航城地产开发有限公司的担保；此外，公司对控股子公司担保总额为 17.98 亿元，整体担保规模较小，或有偿债风险可控。另截至 2016 年末，公司无影响公司经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司拥有银行授信额度 83.90 亿元，其中已使用授信额度 74.25 亿元，尚未使用额度为 9.65 亿元，公司具有一定的备用流动性。

整体来看，公司逐步剥离房地产开发业务，探索轻资产业务模式，资产规模、负债规模和财务杠杆持续下降，同时债务规模亦持续下降。但受房地产业务出售影响，公司收入规模有所下滑，加之计提存货跌价准备影响，当年公司出现净亏损，中诚信证评将持续关注公司战略转型后业务经营、盈利能力及财务状况。

担保实力

基本情况

本次债券由中航技深圳（本节或简称“公司”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。中航技深圳系由中国航空技术国际控股有限公司（原中国

航空技术进出口总公司，以下简称“中航国际”）出资，于 1982 年 12 月 1 日成立，经过多次增资，截至 2017 年 12 月 31 日，中航技深圳注册资本 100,000 万元，中航国际持有其 100% 股权；而中航工业持有中航国际 62.52% 的股权，因此国务院国有资产监督管理委员会是中航技深圳的最终控制人。

业务运营

公司的主要业务包括高科技产品生产、高端消费与零售业务、地产及酒店、贸易物流业务以及农业开发投资业务。2017 年公司实现营业收入 764.52 亿元，其中，电子高科技业务收入 292.40 亿元，同比增长 44.78%，占营业总收入比重持续上升；高端消费与零售业务收入 217.13 亿元，同比增长 7.05%，占比有所下滑；地产及酒店业务收入 138.30 亿元，同比增长 5.85%；贸易业务收入 98.22%，同比下降 16.88%。

表 11：2016~2017 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
电子高科技	201.96	30.25	292.40	38.25
高端消费与零售	202.82	30.38	217.13	28.40
地产及酒店	130.66	19.57	138.30	18.09
贸易	118.17	17.70	98.22	12.85
资源开发	3.96	0.59	5.92	0.77
其他	10.07	1.51	12.57	1.64
合计	667.64	100.00	764.52	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，公司电子高科技业务的产品主要包括液晶显示器和印制电路板，分别由天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”，股票代码 000050）和深南电路股份有限公司（以下简称“深南电路”，股票代码 002916）作为运营主体。截至 2018 年 3 月末，公司直接及间接通过子公司中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）分别持有深天马 8.51% 和 14.24% 的股权，公司通过中航国际控股持有深南电路 69.74% 的股权。2017 年公司电子高科技业务实现营业收入 292.40 亿元，同比增长 44.78%。2018 年 1~3 月，电子高科技业务实现营业收入 82.26 亿元，同比增加 55.50%。

需关注的是，根据深南电路招股说明书披露，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，深南电路向中兴通讯股份有限公司（以下简称“中兴通讯”）销售金额占比分别为 11.73%、7.40%、8.53% 和 5.67%。2018 年 4 月 16 日，美国商务部宣布将全面禁止美国公司向中兴销售零部件、商品、软件和技术 7 年，直到 2025 年 3 月 13 日，理由是中兴违反了美国限制向伊朗出售美国技术的制裁条款。中兴作为公司电子高科技业务的重要客户，若此事件不能妥善解决，公司电子高科技业务将受到一定影响。此外，目前国内通信行业对美国元器件依赖度较高，且短期无法找到替代供应商，国内同类产品的技术性能还有较大差距。深南电路产品 50% 以上应用于通信领域，在中美贸易战的背景下，未来不排除仍有其他通信行业的中国高新技术企业继续受到美国制裁的可能性，中诚信证评将持续关注中美贸易争端及“美国制裁中兴”等相关事件对公司电子高科技业务的影响。

公司的手表业务主要通过旗下飞亚达（集团）股份有限公司（以下简称“飞亚达”，股票代码 000026）开展，截至 2018 年 3 月末，公司通过中航国际控股持有飞亚达 37.15% 的股权。飞亚达主要从事中高档手表的品牌运营和世界名表的连锁销售，主要包括研发、设计、制造、销售自有品牌手表以及经营名表连锁销售网络，拥有“飞亚达”著名品牌和“亨吉利”商业品牌。2017 年飞亚达实现营业收入 33.46 亿元，同比增长 11.76%；实现净利润 1.43 亿元，同比增长 29.28%。

公司百货零售业务主要通过天虹商场股份有限公司（以下简称“天虹股份”，股票代码 002419），截至 2018 年 3 月末，公司持有天虹股份 43.39% 股权。截至 2018 年 3 月末，天虹股份已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省（市）的 22 个城市，共经营购物中心店 8 家和综合百货店 68 家（含加盟店 3 家）、独立超市门店 2 家（前海超市、石岩超市）、便利店 145 家（含加盟店 36 家），面积合计约 263 万平方米。2017 年，天虹股份全年实现营业总收入 185.36 亿元，同比增加 7.31%；实现净利润 7.18 亿元，同比增加 37.24%，

主要因为食品、化妆品、家居童用、餐饮等收入增速明显。

公司贸易物流业务通过旗下中国航空技术北京有限公司（以下简称“北京公司”）、中国航空技术厦门有限公司（以下简称“厦门公司”）、中国航空技术广州有限公司（以下简称“广州公司”）、中国航空技术国际经贸发展有限公司（以下简称“经贸公司”）和中航国际新能源发展有限公司等从事船舶贸易及船舶建造、机电工程、招标代理与信息化服务、化工产品销售、煤炭进口、沥青进口、石材进口、水泥生产线出口等，2017 年公司贸易业务实现营业收入 98.22 亿元，同比下降 16.88%。

此外，公司通过深圳中航资源有限公司（以下简称“中航资源”）从事农业相关资源投资与开发业务，致力于打造以资源占有为基础、延伸和覆盖化肥产业链、以资源和终端农化技术为核心的行业竞争优势。2017 年，公司资源投资与开发业务实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 49.25%。

财务表现

以下财务分析基于的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及 2018 年一季度未经审计的财务报表。

中航技深圳近年来资产规模逐年增长，2017 年末公司总资产为 1,569.58 亿元，较上年增加 6.80%；同期负债 1,079.13 亿元，同比上升 8.35%；得益于留存利润的积累，2017 年末公司所有者权益 490.45 亿元，较上年增加 3.52%。财务杠杆方面，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.75% 和 54.62%，与上年基本持平，公司财务杠杆维持在合理水平。截至 2018 年 3 月末，公司总资产规模增至 1,583.41 亿元，负债总额增至 1,097.10 亿元，所有者权益为 486.32 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 69.29% 和 56.51%。

盈利能力方面，2017 年中航技深圳实现营业收入 764.52 亿元，较上年同期增加 14.51%；同期公司毛利率 21.04%，较上年基本持平。利润总额方面，2017 年公司利润总额 20.10 亿元，同比下降 32.65%，主要系由于公司当年投资收益下降以及资产减值

损失增加所致。具体来看，2017 年公司投资收益 6.27 亿元，同比下降 69.78%，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益较少所致；同期公司资产减值损失-20.43 亿元，较上年损失扩大 8.48 亿元，主要系公司其他应收款中计提的坏账准备较多以及存货计提的跌价准备较多所致。受利润总额下降影响，公司 2017 年实现净利润 8.98 亿元，较上年减少 55.39%；所有者权益收益率 1.83%，较上年下降 2.42 个百分点。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 191.35 亿元，净利润 6.97 亿元，毛利率为 21.28%。

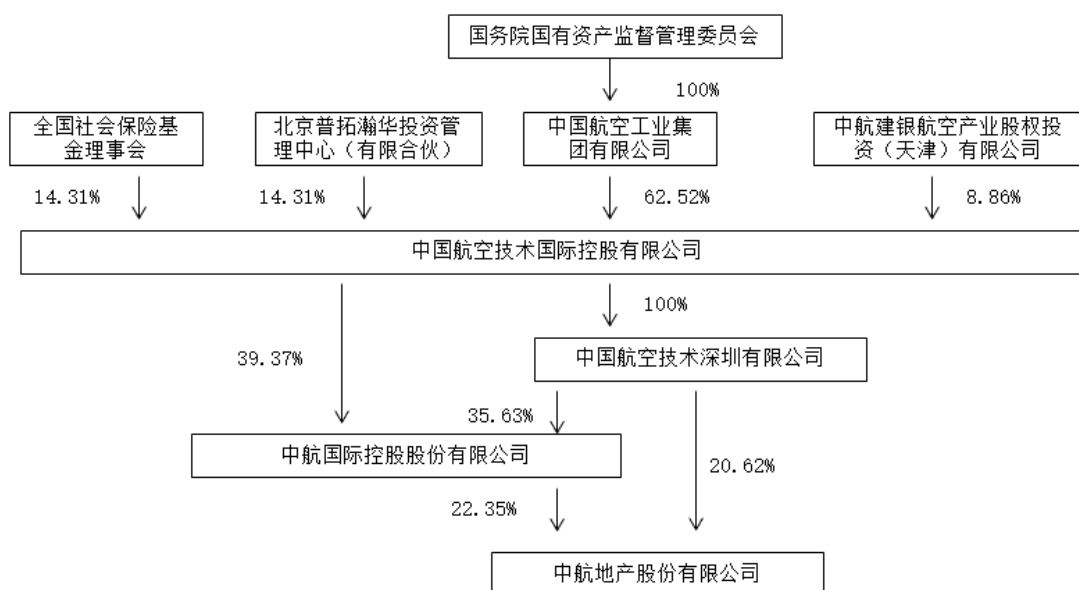
偿债能力方面，2017 年末公司总债务小幅上涨 1.64% 至 590.30 亿元；同期公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.77 倍，长短期债务结构保持较好水平。2018 年 3 月末，公司总债务升至 632.02 亿元。从主要偿债能力指标来看，受公司利润总额下降的影响，2017 年公司 EBITDA 为 86.02 亿元，同比下降 8.55%，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.86 倍和 3.10 倍，公司偿债指标虽有所弱化，但仍保持良好水平。此外，截至 2018 年 3 月末，中航技深圳对外担保余额 5.25 亿元，占净资产的 1.07%，或有风险较小。备用流动性方面，截至 2018 年 3 月末，中航技深圳及下属公司在银行授信总额度为 1,340.67 亿元，尚未使用授信额度 953.88 亿元；同时，公司拥有 8 家境内外上市公司，资本市场融资渠道通畅，具备极强的财务弹性。

整体看，2017 年中航技深圳业务经营稳定，在电子高科技、高端消费与零售等领域具有很强的竞争实力；同时，公司保持了良好的盈利能力及畅通的融资渠道，整体偿债能力极强。

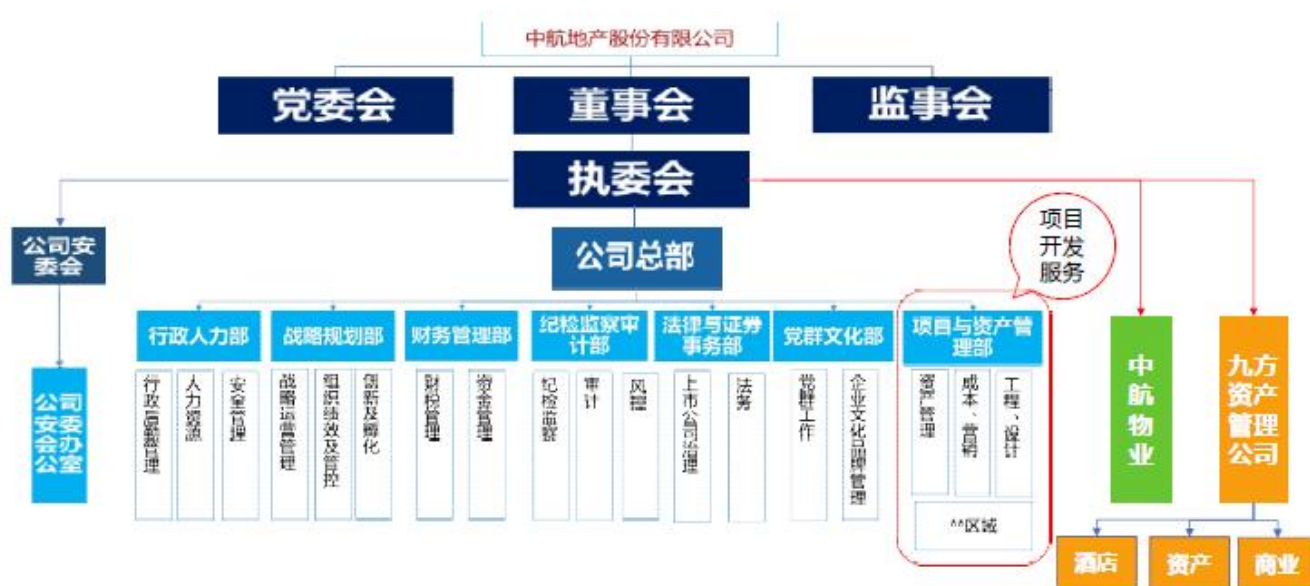
结 论

综上，中诚信证评维持中航善达主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“中航地产股份有限公司 2016 年公开发行公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：中航善达股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：中航善达股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：中航善达股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	146,934.53	195,813.52	207,066.90	231,972.42
应收账款净额	40,230.56	56,098.04	51,090.31	74,638.08
存货净额	1,062,038.84	636,849.60	512,798.04	489,384.34
流动资产	1,364,162.16	1,244,473.10	1,110,132.27	1,112,416.55
长期投资	14,648.00	16,220.17	17,219.67	16,642.84
固定资产合计	899,133.51	906,550.57	775,910.43	775,478.03
总资产	2,288,101.86	2,173,558.50	1,911,409.77	1,913,392.38
短期债务	467,190.49	330,755.17	264,610.17	254,690.17
长期债务	637,277.65	668,219.70	412,711.92	422,099.57
总债务（短期债务+长期债务）	1,104,468.15	998,974.87	677,322.09	676,789.74
总负债	1,818,567.45	1,700,777.31	1,451,553.33	1,446,559.79
所有者权益（含少数股东权益）	469,534.41	472,781.19	459,856.44	466,832.59
营业总收入	551,875.90	632,903.70	589,349.40	153,434.12
三费前利润	89,004.30	90,148.60	104,948.06	30,973.33
投资收益	20,147.41	37,998.82	3,132.96	-290.23
净利润	37,071.09	13,739.89	-3,472.81	7,471.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	103,863.19	82,460.86	67,432.77	-
经营活动产生现金净流量	53,904.25	233,761.50	256,251.83	-15,112.06
投资活动产生现金净流量	13,610.57	11,963.21	104,285.16	52,657.72
筹资活动产生现金净流量	-4,993.01	-191,216.42	-348,501.13	-12,715.49
现金及现金等价物净增加额	62,521.82	54,508.30	12,035.86	24,830.18
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	24.19	20.26	21.23	21.72
所有者权益收益率（%）	7.90	2.91	-0.76	6.40
EBITDA/营业总收入（%）	18.82	13.03	11.44	-
速动比率（X）	0.27	0.64	0.62	0.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.23	0.38	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	0.71	0.97	-0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	0.54	2.94	5.04	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.04	1.04	1.33	-
总债务/EBITDA（X）	10.63	12.11	10.04	-
资产负债率（%）	79.48	78.25	75.94	75.60
总资本化比率（%）	70.17	67.88	59.56	59.18

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、中航善达2016年财务数据已根据2017年年报进行追溯调整；

3、中航善达2018年一季度的所有者权益和经营活动净现金流/总债务等指标经过年化处理。

附四：中国航空技术深圳有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	2,174,218.30	1,958,103.06	2,222,405.35	1,602,418.20
应收账款净额	1,105,709.63	1,051,008.46	1,191,159.91	1,113,901.60
存货净额	2,412,568.96	1,979,702.15	2,013,375.99	2,008,611.34
流动资产	6,885,259.95	6,693,509.33	7,198,225.70	6,545,185.18
长期投资	945,924.93	835,115.52	644,308.35	814,067.66
固定资产合计	5,222,988.00	5,997,617.78	6,845,971.09	7,166,873.76
总资产	14,218,782.80	14,697,125.41	15,695,822.64	15,106,446.55
短期债务	2,665,974.77	2,458,714.21	2,571,662.43	2,771,190.94
长期债务	2,809,934.28	3,348,969.33	3,331,381.18	3,548,988.48
总债务（短期债务+长期债务）	5,475,909.05	5,807,683.54	5,903,043.61	6,320,179.42
总负债	9,629,432.34	9,959,218.29	10,791,280.35	10,970,966.91
所有者权益（含少数股东权益）	4,589,350.46	4,737,907.12	4,904,542.29	4,863,150.28
营业总收入	6,450,152.61	6,676,438.12	7,645,212.00	1,913,493.30
三费前利润	1,235,458.16	1,280,835.88	1,540,495.36	393,395.43
投资收益	210,981.82	207,566.86	62,716.44	2,314.69
净利润	305,731.18	201,325.58	89,801.08	69,715.77
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,058,412.38	940,647.07	860,184.95	164,829.62
经营活动产生现金净流量	355,626.37	797,280.05	1,102,689.93	-28,989.76
投资活动产生现金净流量	-629,654.15	-1,055,806.42	-731,533.08	-252,257.27
筹资活动产生现金净流量	1,263,965.23	-42,595.87	-43,212.02	-93,683.14
现金及现金等价物净增加额	995,800.01	-279,205.52	310,447.90	-394,945.10
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	20.60	20.35	21.04	21.28
所有者权益收益率（%）	6.66	4.25	1.83	5.73
EBITDA/营业总收入（%）	16.41	14.09	11.25	8.61
速动比率（X）	0.72	0.78	0.75	0.73
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.14	0.19	-0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.32	0.43	-0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	1.32	2.85	3.98	-0.55
EBITDA 利息倍数（X）	3.94	3.37	3.10	2.34
总债务/EBITDA（X）	5.17	6.14	6.86	9.59
资产负债率（%）	67.72	67.76	68.75	69.29
总资本化比率（%）	54.40	55.07	54.62	56.51
长期资本化比率（%）	37.98	41.41	40.45	42.19

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016年及2018年一季度其他应付款中有息部分计入短期债务；

2、中航技深圳2018年一季度部分指标经过年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。