



信用等级通知书

信评委函字[2015]426号

中航地产股份有限公司：

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拟发行的“中航地产股份有限公司2016年公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；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

二零一五年十二月十五日

中航地产股份有限公司 2016 年公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	中航地产股份有限公司
发行规模	本次债券发行规模不超过人民币 15 亿元
债券期限	5 年期 (3+2)
债券利率	本次债券的票面利率由发行人与簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间协商确定, 在债券存续期内前 3 年保持不变。
偿还方式	单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付
担保主体	中国航空技术深圳有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

中航地产	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益 (亿元)	40.36	41.13	41.55	40.32
总资产 (亿元)	144.26	177.18	200.68	225.53
总债务 (亿元)	44.37	68.93	97.25	119.42
营业总收入 (亿元)	41.85	62.25	62.26	30.73
营业毛利率 (%)	31.58	30.17	27.28	22.60
EBITDA (亿元)	9.45	10.67	10.66	1.42
所有者权益收益率 (%)	10.79	12.14	11.54	-6.44*
资产负债率 (%)	72.03	76.79	79.30	82.12
总债务/EBITDA (X)	4.70	6.46	9.13	63.11*
EBITDA 利息倍数 (X)	2.14	1.73	1.19	0.21
中航技深圳	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益 (亿元)	243.12	273.93	331.74	366.31
总资产 (亿元)	940.57	1,083.00	1,243.56	1,308.22
总债务 (亿元)	382.35	439.19	504.11	550.03
营业总收入 (亿元)	710.55	818.29	784.59	445.42
营业毛利率 (%)	14.72	17.02	17.19	21.23
EBITDA (亿元)	69.13	87.02	99.33	-
所有者权益收益率 (%)	8.55	12.64	10.17	0.91*
资产负债率 (%)	74.15	74.71	73.32	72.00
总债务/EBITDA (X)	61.13	61.59	60.31	60.02
EBITDA 利息倍数 (X)	2.92	4.46	2.87	-

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;
2015 年前三季度带“*”的财务指标为年化值。

基本观点

中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 评定“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**, 该级别反映了本次债券的信用质量极高, 信用风险极低, 该级别主要考虑了中国航空技术深圳有限公司 (以下简称“中航技深圳”) 提供的全额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。

中诚信证评评定中航地产股份有限公司 (以下简称“中航地产”或“公司”) 主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定, 该级别反映了发行人中航地产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。中诚信证评肯定了公司极强的股东背景, 较为丰富的房地产项目运作经验, 在物业管理行业具备很强的市场影响力及认可度, 以及有力的担保支持等正面因素对公司及本次债券信用水平的支持作用。同时, 中诚信证评也关注到房地产景气度波动、公司土地储备规模较小等因素可能对公司及本次债券信用状况造成的影响。

正面

- 极强的股东背景。公司控股股东为中航技深圳, 中国航空技术国际控股有限公司为其实际控制方。中航地产作为中航国际重要的房地产运营平台, 可在业务发展及资本支持等方面获得股东、实际控制方较大支持。
- 较为丰富的房地产项目运作经验。公司经过三十多年的发展, 致力于打造以“中航城”为核心品牌的城市综合体商业地产, 包含购物中心、甲级写字楼、星级酒店、精品公寓、高端住宅等多业态的综合开发经营模式, 形成了一定的品牌影响力。
- 在物业管理行业具备很强的市场影响力及认可度。中航地产全资子公司中航物业管理有限公司作为中国物业管理行业首批国家一级资质企业, 在机构类物业管理市场中处于领先地位, 具有很强的品牌影响力和竞争优势, 客户基础

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn



方雨芳 yifang@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年12月15日



深厚，且该业务收入已成为公司重要的收入补充。

- 有力的担保支持。本次债券的担保方中国航空技术深圳有限公司是大型综合业务企业，旗下有电子高科技、高端消费、房地产开发运营等多板块业务，参、控股多家上市公司，具有极强的规模优势和综合实力，可为本次债券本息偿付提供有力支持。

关 注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，行业环境的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 公司土地储备规模较小。目前，公司待开发土地储备仅百余万平方米，整体规模较小，对公司未来房地产业务的持续平稳发展造成一定影响。

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对象构成委托关系外，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和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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并及时对外公布。

概况

发债主体概况

中航地产股份有限公司（以下简称“中航地产”或“公司”）于1994年3月30日经深圳市人民政府以深府函（1994）13号文批准设立。公司前身原名“深圳南光联合发展公司”，系1985年5月29日于深圳注册成立的全民所有制企业，经深府函（1994）13号文批准原“深圳南光联合发展公司”改组为“深圳南光(集团)股份有限公司”。1994年9月28日，深圳证券交易所深证市字（1994）第23号文批准公司股票上市交易，股改上市时注册资本为9,100.00万元。经增资、股权转让和股权分置改革，截至2006年4月，中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航技深圳”）直接、间接持有公司股份为39.82%，为公司第一大股东。后经多次增发和转增，截至2015年9月30日，公司累计发行股本总数为666,961,416股，注册资本为666,961,416.00元。公司控股股东中航技深圳直接和间接合计持有公司股份为50.14%，中国航空技术国际控股有限公司为公司实际控制方，公司最终控制方为中国航空工业集团公司。

公司经营范围包括房地产开发、经营；从事各类投资，开办商场、宾馆服务配套设施（具体项目另发执照）；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；自有物业管理、经营、举办各种产品展销、开展科技交流活动、举办科技学术交流会议；劳务派遣。公司目前主营业务为房地产开发、销售、出租，以及物业管理服务。

截至2014年12月31日，公司总资产200.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.55亿元，资产负债率为79.50%；2014年全年，公司实现营业收入62.26亿元、净利润4.80亿元，产生经营活动现金净流-26.75亿元。

截至2015年9月30日，公司总资产225.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.32亿元，资产负债率为82.12%；2015年前三季度，公司实现营业收入30.73亿元、净利润-1.95亿元，产生经营活动现金净流-5.66亿元。

本次债券概况

表1：本次公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	中航地产股份有限公司2016年公开发行公司债券
发行总额	不超过人民币15亿元（含15亿）
债券期限	不超过5年（含5年）
票面金额和发行价格	本次债券票面金额为100元，按面值发行
债券利率	本次债券的票面利率由发行人与簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间协商确定，在债券存续期内前3年保持不变。
付息方式	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	偿还公司借款，补充营运资金
担保方式	中航技深圳提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

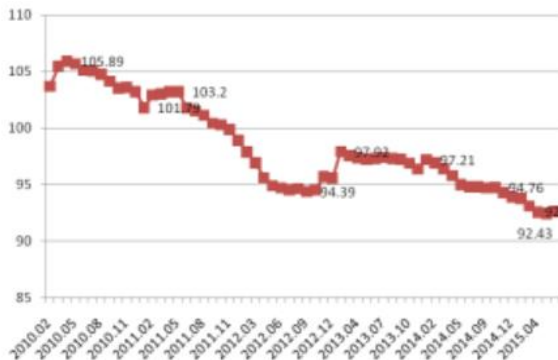
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自1998年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自2012年3月开始逐步回升，2013年房地产市场延续了2012年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在2007年11月触顶，达到106.59；至2009年3月探底，至94.74。本轮在2010年3月触顶，达到105.89后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机

性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于2011年12月份跌落至98.89。2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39，较2011年末降低4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较2012年有所回升，国房景气指数全年保持在97左右。2014年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至2014年12月末，国房景气指数为93.93点。进入2015年，国房景气指数延续下滑态势，截至3月末，国房景气指数回落至93.11，较上年末下降0.82点，另截至6月末，国房景气指数回落至92.63，较上年末下降1.30点。

图 1：2010.2~2015.6 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012年全国共完成房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。2013年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，2015年1~6月，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比1~5月继续回落0.5个百分点。

图 2：2012.3~2015.3 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积177,334万平方米，下降7.3%。2013年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年，房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年一季度，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积23,723.62万平方米，同比下降18.45%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，较2011年下降19.5%；土地成交价款7,410亿元，同比下降16.7%，降幅较2011年扩大6.4个百分点。2013年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高

2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年一季度，房地产业土地购置面积 4,051.42 万平方米，同比下滑 32.37%，同期房地产业土地成交价款下滑 27.82% 至 1,123.16 亿元。

从销售情况看，2012 年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%。商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。

2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自 2014 年 5 月以来，百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年一季度全国商品房销售面积与销售额分别为 18,254 万平方米和 12,023 亿元，同比分别下降 9.23% 和 9.34%，仍呈现下跌态势；同期百城住宅价格亦延续 2014 年四季度下跌态势，但跌幅有所收窄，累计小幅下

跌 0.18%。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米。其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年 3 月商品房待售面积 6.50 亿平方米，同比增加 24.6%，增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高。

从房地产企业资金来源看，从房地产企业资金面的情况看，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比 2013 年下降 0.1%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主要的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导位置，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。

表 2：2012~2014 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中：自筹资金	39,083	47,425	50,419
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2014 年，全国房地产到位资金 12.20 万亿元，同比下降 0.1%。其中，2014 年其他来源资金 4.97 万亿元，同比下降 8.8%，该类资金占比也下降至 40.73%；在其他来源资金中，定金及预收款 3.02 万亿元，同比下降 12.4%，个人按揭贷款 1.37 万亿元，同比下降 2.6%。自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3% 和 8.0%，占比分别提高至 41.33% 和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看，个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款

中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2014 年末，全国个人购房贷款余额为 11.52 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7% 和 57.2%，连续保持高速增长。2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.14 万亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于

更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半年以来，政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持；2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表 3：2014 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记；
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平；
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税法立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行；
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60% 左右，户籍人口城镇化率达到 45% 左右；
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存贷准备金率；
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台；
2014.05	央五条	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析；
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大贷债范围等举措；
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点；
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施；
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见；
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准；
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费；
2014.11	中国人民银行	自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率；
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法；
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率；
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度；
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成；
2015.03	中国财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税；
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点；
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展；
2015.05	中国人民银行	自 5 月 11 日起下调金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%；同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负

担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产

市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

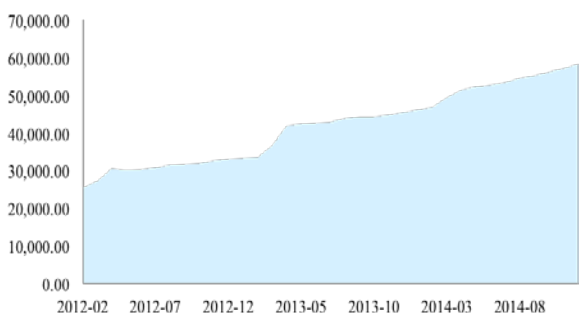
行业关注

2014年下半年以来，政策层面对房地产支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在2014年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从2014年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015年3月末商品房待售面积64,998万平方米，同比增加24.6%，增幅在连续3个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图3：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014年中国房地产企业销售

TOP100 排行榜》显示，2014年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例从2013年的13.72%上升至17.19%，增加了3.47个百分点，升幅同比提升了2.51个百分点；前20和前50的房地产企业同比也分别提升了4.27个百分点和5.42个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

竞争优势

雄厚的股东背景以及较强的支持力度

公司控股股东中航技深圳由中国航空技术国际控股有限公司出资，于1982年12月1日成立，初始注册资本8,000万元。截至2015年9月30日，中航技深圳注册资本100,000万元，中航国际持有其100%股权。作为一家战略性控股企业，中航技深圳业务涉及电子、精品、零售、房产、贸易、资源等领域，多元化的行业投资布局规避了单一行业周期行波动的风险。

公司最终控制方中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”）是由中央管理的特大型国有企业，是国家授权投资机构，中航工业实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。中航工业设有航空装备、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、航空飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、工程规划建设、汽车等产业，截至2015年6月末，中航工业总资产8,378.48亿元，所有者权益2,881.75亿元；2015年1~6月，中航工业实现营业收入1,526.17亿元，净利润50.63亿元。中航工业在技术实力、人才势、政府及全球关系合作等方面为中航国际及公司提供了强大的支撑。

总体来看，公司背靠央企中航工业，具备很强的融资优势，并且在业务发展中能得到股东的支持。

较为丰富的项目运作经验

中航地产经过三十多年的发展，已成为专注于商业地产开发、经营、管理的综合性房地产企业。

在房地产开发领域已经形成以商业地产为核心，包含购物中心、甲级写字楼、星级酒店、精品公寓、高尚住宅等多业态、极具中航地产特色的综合开发经营模式。公司连续十年入围深圳百强企业。

“中航城”是公司总结三十多年的发展经验，着力锻造的城市综合体，在商业地产业务与零售业务之间，通过地产、物业、零售联动，形成投资、开发、运营一体化的商业地产发展模式，积极参与城市开发建设，以雄厚的专业实力和良好的品牌形象，提升城市价值，实现开发区域土地价值的最大化。“九方购物中心”作为中航城的核心产品，2014年新开业深圳龙华九方和江西九江九方，2015年新开业昆山九方，加上已开业运营的赣州九方、成都九方，已有五家九方购物中心。此外，深圳华强北九方将于2015年12月24日开业，深圳龙华九方和深圳华强北九方为托管项目。未来仍有贵阳等中航城项目陆续开业，运营规模不断扩大。公司利用多年综合开发商业地产的成功经验，将中航城模式的成功范例复制到公司现有和今后开发的各个地块，实现产品的规模化、品牌化发展。

在物业管理行业具备很强的市场影响力及认可度

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”）是深圳乃至全国最早的物业管理公司之一，是中国物业管理行业首批国家一级资质企业、中国物业管理协会副会长单位。

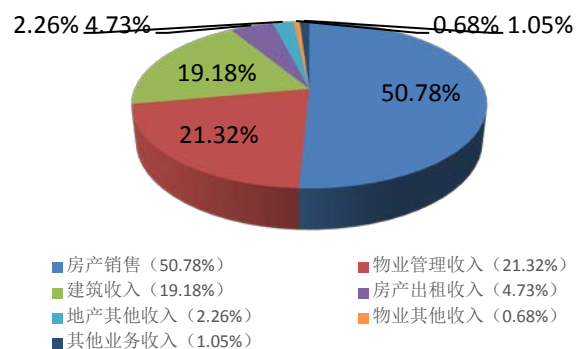
中航物业擅长综合型高档物业项目的管理，通过物业经营与物业管理的充分融合，提升物业价值。在协同地产业务的同时，坚持市场化运作，目前，中航物业在机构类物业管理市场中更是处于领先地位，未来也会继续聚焦机构类物业市场快速发展，并以物业管理业务为核心，逐步向全周期设备管理、能源管理、物业经营等关联业务延伸。多年的稳健发展，中航物业已成为中国物业管理行业的专业力量，并在行业率先引入精益六西格玛、平衡计分卡、卓越绩效模式等先进管理工具，以及 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 等保障体系。中航物业业务范围遍及深圳、北京、上海、广州、济南、重庆、武汉、长沙、南昌、成都、郑州等全国二十多个城

市，承揽政府、商业、金融、高校、住宅等项目 200 多个，管理面积超过 3,000 万平方米，业务辐射到珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域。目前公司物业管理业务收入已成为其重要的收入补充。

业务运营

公司已形成以房地产开发为主，物业管理、酒店及商业物业出租等同步发展的业务格局。2012~2014 年，公司分别实现主营业务收入 41.85 亿元、62.25 亿元和 62.26 亿元，其中房产销售收入占比分别为 59.70%、60.95%和 50.78%；物业管理收入占比分别为 19.95%、16.97%和 21.32%。此外，酒店及商业物业出租等其他业务亦为公司提供一定的收入补充，但规模相对有限。

图 4：2014 年公司业务收入占比情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

房地产业务

公司经过三十多年的发展，已成为专注于商业地产开发、经营、管理的综合性房地产企业，公司实施“高性价比”策略，力求保持楼盘的销售去化速度，加速资金周转。从产品类型看，公司致力于打造以“中航城”为核心品牌的城市综合体商业地产，包含购物中心、甲级写字楼、星级酒店、精品公寓、高端住宅等多业态的综合开发经营模式，并选择性的保留一定面积商业物业。

从项目运作情况看，中航地产根据房地产市场环境变化及其自身的情况，有效的安排工程建设计划及施工进度。在房地产市场持续走弱，商品房房价同比下降，开发投资增速持续放缓的大背景下，公司聚焦核心业务，持续提升商业地产开发经营能力，坚持客户导向，重视客户体验，通过产品创新和模式创新，不断提升产品的品质和价值，把握住

市场机会，在严峻的市场环境下努力实现经营目标。

表 4：截至 2015 年 9 月末公司正在运作的项目情况

单位：平方米、万元

项目名称	产品类别	土地面积	建筑面积	可售面积	项目进度	计划总投资规模	累计已投资规模
昆山中航城	住宅、商业、办公、酒店	196,958	420,076	286,774	尾盘销售 酒店在建	200,000	177,000
昆山九方城(A7 地块)	商住、办公	140,630	530,285	334,477	在建在售	236,200	123,000
昆山九方城(A6 地块)	商住、办公	153,977	675,668	286,275	在建在售	410,000	269,521
赣州中航公元	商住	74,569	374,743	283,187	尾盘销售	170,100	169,223
赣州市章江新区 E9 地块	住宅（含配套商业）	53,409	158,989	116,928	在建	109,900	53,773
九江中航城	商住（商业 25%）	175,114	782,469	510,036	在建在售	460,000	279,200
贵阳中航城	住宅、商业、办公、酒店	642,813	1,463,911	890,334	在建在售	700,000	151,243
上海中航天盛广场	办公、商业	17,602	98,364	68,625	在售	168,000	166,105
天津九方城市广场	商服、公共设施	16,105	193,418	118,955	在建	134,000	37,556
成都中航国际广场	商业金融业	24,094	165,170	118,838	尾盘销售	101,700	98,270
惠东中航城	住宅、商业	100,744	354,502	279,515	尾盘销售	115,899	109,931
岳阳中航·翡翠湾	住宅、商业	156,854	381,476	275,530	在建在售	152,500	80,487
惠东中航元·屿海	住宅、商业	333,000	520,219	427,576	在建在售	470,000	131,417
新疆中航翡翠城	住宅	717,161	346,839	330,204	在建在售	197,200	92,000
衡阳中航城市花园	商业、城镇住宅	540,660	279,706	222,666	在建在售	79,000	63,700
龙岩中航紫金云熙	住宅、商业	61,974	297,175	222,499	在建在售	283,100	162,289
南昌中航国际广场二期	办公、商业	9,237	73,600	60,000	方案设计	68,000	26,695
合计	-	3,414,901	7,116,610	4,832,419	-	4,055,599	2,191,410

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目开发运营方面，在房地产调控持续的背景下，公司近年来开发节奏有所波动。2012~2014 年，公司新开工面积分别为 74.85 万平方米、120.43 万平方米和 47.63 万平方米，2014 年房地产市场下行，销售遇到较大压力，为避免库存积压过多，公司采取较为审慎的经营策略，放缓了项目整体的开发速度，新开工面积大幅下降。竣工方面，公司近三年竣工面积小幅波动，分别为 58.34 万平方米、53.51 万平方米和 59.90 万平方米。2015 年前三季度公司新开工面积 62.11 万平方米，竣工面积 49.76 万平方米。新开工和竣工面积的波动由于受房地产调控政策影响，公司主动调整开发节奏适应市场需求变化。

在建项目方面，截至 2015 年 9 月末，公司拥有 12 个在建项目，规划总建筑面积为 380 万平方米。就项目分布区域来看，在建项目主要分布于华

东区、华中区、华南区及西部区；就城市分布来看，项目主要集中于昆山、天津、赣州、九江、惠州、贵阳和乌鲁木齐等城市。截至 2015 年 9 月公司累计已投入 162.17 亿元，尚需投资 181.02 亿元。较大规模的在建面积为其未来业务规模的持续增长提供了一定保障。但同时未来随着项目开发建设公司或面临一定资本支出压力。

表 5：2012~2015.9 公司开竣工情况

单位：万平方米、个

	2012	2013	2014	2015.9
开复工总面积	292.00	312.00	317.20	272.80
新开工面积	74.85	120.43	47.63	62.11
竣工面积	58.34	53.51	59.90	49.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，受宏观经济放缓及房地产景气度下滑的影响，2012~2014 年，公司实现签约销售面积

分别为 36.29 万平方米、45.37 万平方米和 38.04 万平方米；签约销售额 32.16 亿元、40.52 亿元和 31.64 亿元。受房地产周期性波动风险影响，同期，公司房地产销售均价分别为 8,803 元/平方米、8,932 元/平方米和 8,317 元/平方米。从产品类型来看，目前公司销售收入主要来自于商业地产项目，公司着力锻造城市综合体“中航城”，九方购物中心作为“中航城”的核心产品，目前已经有五家投入运营，分别位于赣州、成都、深圳、九江和昆山。深圳华强北九方购物中心将于 2015 年 12 月底开业。同时，中航紫金云熙、中航公元等高端住宅项目得到当地市场的高度认可，较好完成了销售目标。目前，公司已通过加快前期工作、拓展销售渠道、加大销售激励等措施积极应对市场变化。

表 6：2012~2015.9 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米

指标	2012	2013	2014	2015.9
签约销售面积	36.29	45.37	38.04	36.50
签约销售金额	32.16	40.52	31.64	26.46
结算面积	32.74	34.28	35.72	18.42
结算金额	24.26	37.85	31.79	14.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，近三年公司结算面积和结算金额相对开发和销售情况较为匹配。2012~2014 年，公司房地产项目结算面积分别为 32.74 万平方米、34.28 万平方米和 35.72 万平方米；结算金额分别为 24.26 亿元、37.85 亿元和 31.79 亿元。

土地储备方面，近年来在房地产市场景气度下滑，土地市场持续调整的情况下，公司在新项目获取上保持了较为审慎的态度。公司每年结合开工情况择机进行土地获取，补充土地储备以满足未来业务发展所需。目前公司土地主要通过公开市场土地“招拍挂”以及收购和合作开发等多渠道获取土地资源。截至 2015 年 9 月末，公司土地储备面积为 137.82 万平方米，主要包括南昌中航国际广场二期、新疆中航翡翠城六期、贵阳中航城二-六期、中航·翡翠湾（二期 4#、5#地）、昆山 A5 地块、昆山九方城大卖场、昆山九方城公建一期、昆山九方城住宅二期、衡阳项目等，土地储备规模相对较小。

持有型物业租赁方面，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管理

单元及资产管理平台。目前公司租赁收入主要来源于九方购物中心、格兰云天国际酒店等 5 家酒店物业和中航格澜阳光花园商铺等持有型物业，目前，公司持有型物业总体收入规模较为有限。公司的持有型物业均转为投资性房地产，且部分持有型物业位于商业繁华地段，资产价值较高。截至 2015 年 9 月末，公司所持有的投资性房地产账面价值达 53.85 亿元。

总体来看，中航地产近年来坚持以商业地产为主的经营策略，具有丰富的项目运作经验，公司竞争实力不断提升。但我们也关注到，受房地产行业经济疲软的影响，公司房产销售面积及销售金额均呈现不同程度的下滑。

物业管理业务

公司物业管理业务运营主体为其全资子公司中航物业。中航物业是深圳乃至全国最早的物业管理公司之一，是中国物业管理行业首批国家一级资质企业、中国物业管理协会副会长单位。中航物业坚持打造品牌效应，是唯一服务北京奥运会、广州亚运会、深圳大运会、济南全运会四大国际、全国赛事的物业服务企业，连续十一年服务“两会”，获得国家高度评价。

中航物业擅长综合型高档物业项目的管理，通过物业经营与物业管理的充分融合，提升物业价值。目前，中航物业在机构类物业管理市场中更是处于领先地位，未来也会继续聚焦机构类物业市场快速发展，并以物业管理业务为核心。经过多年的市场化运作，其业务范围遍及深圳、北京、上海、广州、济南、重庆、武汉、长沙、南昌、成都、郑州等全国二十多个大中城市。截至 2014 年末，中航物业新签物业管理项目 48 个，承揽政府、商业、金融、高校、住宅等项目 200 多个，管理面积超过 3,000 万平方米，业务辐射到珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域，平均管理费为 3 元/平方米。2014 年公司合并报表范围内物业管理实现收入 13.27 亿元，同比增长 25.64%，整体迈入良性增长轨道。

公司物业管理业务实行包干制，合同期基本以 3 年为主。中航物业努力持续提升服务品质，支撑高端项目的拓展和服务延伸，打造良好的品牌效应，

新拓展了一批高品质项目，如国家商务部、最高人民检察院以及深圳国际创新中心、徐汇区行政服务中心等项目，并且向服务上下游延伸，采取外包和自揽相结合的方式提供整体打包服务。在地产项目协同方面，中航物业统筹公司全部地产项目集中交付工作，深化完善地产产品服务标准化体系，并持续创新高端特色服务产品等措施，全面提升了协同地产开发链的全过程服务渗透能力。

总体来看，中航物业已经围绕机构客户的核心诉求建立了核心优势资源，且已具备较强的市场竞争力。未来随着公司品牌效应、规模效应以及管控能力的不断提升，公司物业管理业务规模将进一步扩大。

建筑及其他业务

公司建筑业务主要包括建筑施工、幕墙工程、楼宇工程和监理工程等。2014年，公司进一步聚焦房地产开发核心业务，对非核心业务进行了剥离，公司分别转让所持有的深圳市中航建设监理有限公司、中航建筑工程有限公司和深圳中航幕墙工程有限公司等7家公司股权。2015年公司将主要建筑业务板块剥离。除上述业务外，公司还经营干洗和餐饮等其他服务业务，包括正章干洗、老大昌酒楼和帆船等。

战略发展

在房地产开发与经营业务方面，公司将不断提升经营效率和效益，稳健发展。未来房地产市场仍将面临库存压力、城市分化、市场竞争等多变的市场环境，公司将进一步优化资源配置，推动资本层面的项目合作；创新营销，围绕客户和市场提升产品吸引力，加强销售力度，优化库存结构；通过目标驱动，调整内部激励方式，更高层次的实现员工目标与公司经营目标的强关联；结合不同项目的经营策略，采用更灵活的措施与方法不断优化成本；优化团队配置，提高人均效能，在管理费用方面制定统一标准并严格控制。

在物业管理业务方面，公司将以传统三保（保洁、保安、保养）为基础业务，持续提升服务能力和服务质量，从为客户提供优质管理服务为导向过渡为实现客户（用户）、员工、供应商等多方共赢

的价值模式；市场定位上，进一步聚焦机构类物业，保持在金融系统、高校系统、能源系统、移动通讯系统等领域实现规模化市场优势；传统物业管理业务盈利保持稳定水平，对公客户增值配套服务形成高收益来源，实现业务快速增长与利润提升；结合市场细分，培育与孵化配套服务供应商，由物业管理服务提供商向依托物业资源及客户资源形成的资源平台运营商过渡。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规和公司章程的规定，建立和健全了完善的法人治理结构。公司最高权力机构为股东大会。董事会是公司的经营决策和业务执行机构，对股东大会负责，由九名董事组成，其中由股东代表担任的董事六名，独立董事三名，董事会设董事长一名。公司监事会由五名监事组成。公司设监事会，监事会是公司的监察机构，执行监督职能，向股东大会负责并报告工作。监事会由五名监事组成，股东代表担任的监事三名，职工代表担任的监事二名。设监事会主席一名。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，并对其负责。总经理对公司的经营活动和行政管理等日常管理具体负责。

内部管理

公司董事会负责内部控制制度的建立健全和有效实施，监事会对董事会建立和实施内部控制进行监督。经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。在内部控制方面，公司在财务管理、资金管理、上市公司信息披露管理等方面建立了一系列的规章制度。

在财务管理方面，公司根据《企业会计准则》和《企业会计制度》，结合公司实际情况，制定财务管理制度，做好公司各项经营活动的预算、控制、核算、分析和考核工作，依法合理筹集资金，有效利用企业各项资产，努力提高公司经济效益。

在资金管理方面，公司资金管理中心为公司资金筹集与管理的机构，隶属公司财务管理部。资金管理中心对公司的资金管理实行集中管理、整体筹

划、统一调配。公司对资金实行计划管理，公司资金计划为财务预算组成部分，分为年度资金计划和月度资金计划。

募集资金的管理方面，为提高募集资金的使用效率，最大限度地保障投资者的利益，公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司证券发行管理办法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司募集资金管理办法》等有关法律法规的规定，结合公司的实际情况，制定《募集资金管理制度》。

作为上市公司，为了加强公司信息披露事务管理，充分履行对投资者诚信与勤勉的责任，公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》及《上市公司信息披露管理办法》，制定《信息披露事务管理制度》。

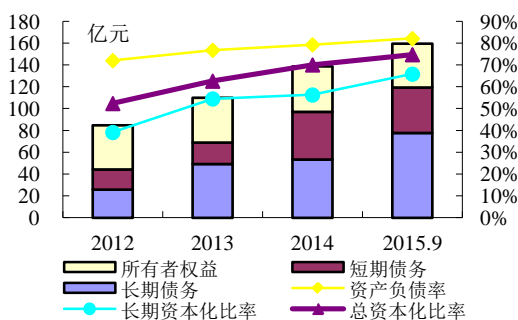
总体看，公司法人治理结构健全，内部组织机构完善，管理制度较为健全，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

以下分析基于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 2012~2014 年财务报告以及未经审计的 2015 年三季度度财务报表。

资本结构

图 5: 2012~2015.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

随着房地产开发业务规模的扩张，近年来公司资产规模保持稳步增长态势，2012~2014 年末，公司资产总额分别为 144.26 亿元、177.18 亿元和

200.68 亿元，年均复合增长率为 17.94%。同时，项目建设的推进也使得公司对外融资需求增加，致使其负债规模持续处于较高水平。2012~2014 年末，公司总负债分别为 103.91 亿元、136.05 亿元和 159.14 亿元，年均复合增长率为 23.75%。财务杠杆方面，2012~2014 年末公司总资本化比率分别为 52.37%、62.63% 和 70.07%；资产负债率分别为 72.03%、76.79% 和 79.30%，与行业内上市公司相比，公司负债率处于相对偏高水平。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产总额为 225.53 亿元，所有者权益为 40.32 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 82.12% 和 74.76%，财务杠杆比率进一步上升。

表 7: 截至 2014 年 12 月 31 日公司与部分
房地产上市公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率
万科 A	5,084.09	77.20%
中海发展	3,509.37	61.02%
招商地产	1,516.92	71.16%
金融街	875.87	69.40%
中华企业	408.14	81.99%
信达地产	377.14	78.18%
上实发展	187.48	70.51%
清能地产	121.60	73.47%
中航地产	200.68	79.30%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

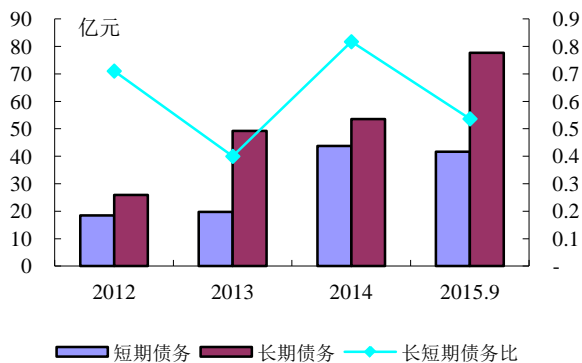
资产构成方面，公司资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和投资性房地产构成，2014 年末，上述科目占资产总额的比重分别为 4.45%、5.25%、4.76%、55.12% 和 25.95%。其中，年末预付款项 10.54 亿元，主要为预付的土地款和工程款；其他应收款 9.55 亿元中 78% 以上为一年内应收款项，应收对象主要为衡阳深圳工业园管理委员会、龙岩市国土局等；存货 110.61 亿元，主要为项目开发成本；投资性房地产 52.09 亿元，主要为公司自持的出租型物业。

负债构成方面，公司负债主要由有息债务、应付账款、预收款项和其他应付款构成。截至 2014 年末，公司应付账款 11.38 亿元，主要为应付的项目工程款；预收款项 16.07 亿元，主要系为项目预售而未确认收入的房屋款和出售洗衣券预收款；其

他应付款 20.60 亿元，主要系代收款以及关联方往来款项。

从债务规模来看，近年来随着公司业务规模的扩大，外部融资需求显著上升，2012~2014 年及 2015 年 9 月末债务规模分别为 44.37 亿元、68.93 亿元、97.25 亿元和 119.42 亿元。从债务期限结构看，2012~2014 年及 2015 年 9 月末公司长短期债务比分别为 0.71 倍、0.40 倍、0.82 倍和 0.54 倍，为配合房地产项目较长的开发周期，公司债务期限结构虽有波动，但仍以长期债务为主。若本期公司债券成功发行，公司债务期限结构将得到进一步优化。

图 6：2012~2015.Q3 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，近年来公司资产规模稳步增长，资本实力不断增强；同时公司以长期债务为主，债务期限结构较为合理。但公司在业务规模扩大的过程中对财务杠杆利用较为依赖，杠杆比率处于行业内较高水平。

流动性

近年来公司流动资产保持稳步增长的趋势，截至 2014 年末，公司流动资产为 144.58 亿元，近三年年均复合增长率为 21.81%，期末流动资产占资产总额的比重为 72.05%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，截至 2014 年末，两项合计占流动资产的比例为 82.68%。

表 8：2012~2015.Q3 公司流动资产分析

	2012	2013	2014	2015.Q3
流动资产/总资产	67.55	71.79	72.05	73.26
存货/流动资产	66.45	70.68	76.50	77.92
货币资金/流动资产	14.74	10.95	6.17	7.43
(存货+货币资金)/流动资产	81.19	81.64	82.68	85.36

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 9：截至 2014 年 12 月 31 日公司与部分

房地产上市公司流动资产比较

公司	流动资产/总资产	货币资金/流动资产	存货/流动资产
万科 A	91.42%	13.49%	68.36%
中海发展	80.93%	18.03%	68.66%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金融街	78.12%	11.78%	74.03%
中华企业	87.05%	12.98%	85.64%
信达地产	94.12%	7.73%	84.98%
上实发展	86.36%	25.39%	62.94%
清能地产	88.21%	15.24%	70.15%
中航地产	72.05%	6.17%	76.50%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

存货方面，近年来随着公司房地产开发规模持续增长，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模增长较快。2012~2014 年末公司存货净额分别为 64.76 亿元、89.90 亿元和 110.61 亿元，年均复合增长率为 30.69%。从存货结构来看，公司存货主要由在建项目的开发成本、已竣工项目的开发产品构成。在公司快速周转的经营策略的带动下，近三年公司存货中已完工开发产品占比保持在 10% 以下，占比保持相对合理的水平，现房销售压力可控；在建项目、拟建项目开发成本保持在 85% 以上，较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求。

表 10：2012~2014 年末公司存货结构分析

	2012	2013	2014
存货 (亿元)	64.76	89.90	110.61
开发成本 (亿元)	61.28	80.34	102.43
开发成本/存货 (%)	94.63	89.37	92.60
开发产品 (亿元)	2.47	8.11	8.09
开发产品/存货 (%)	3.81	9.02	7.31

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，受近年来房地产行业周期

性波动及市场去库存压力较大的影响，近年来公司资产周转效率有所下滑，但在同行业内仍处于较好水平。2012~2014年，公司存货周转效率分别为0.49次、0.56次和0.45次；总资产周转率分别为0.33次、0.39次和0.33次。

表 11：2014 年公司部分与部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转 率(次)	货币资金/ 短期债务
万科 A	0.32	0.30	1.42
中海发展	0.40	0.34	2.27
招商地产	0.30	0.30	2.32
金融街	0.33	0.27	0.64
中华企业	0.12	0.11	0.51
信达地产	0.13	0.16	0.37
上实发展	0.26	0.19	1.38
清能地产	0.17	0.17	3.60
中航地产	0.45	0.33	0.20

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，随着房地产开发业务的扩大，项目销售回笼资金不能完全满足在建项目推进及土地储备资金需求的增长，加之较大规模的往来款项，使得近年经营性现金流不甚理想。公司2012~2014年经营性现金流净额分别为-7.24亿元、-13.70亿元和-26.75亿元，经营活动现金流对短期债务的保障力度有待提升。货币资金方面，近年公司年末手持货币资金规模持续下降，且受短期债务规模的大幅上升影响，2014年末货币资金/短期债务下降至0.20倍，货币资金对短期债务的覆盖能力较弱。截至2015年9月末，公司经营性现金流净额为-5.66亿元，货币资金/短期债务为0.29。

表 12：2012~2015.Q3 公司部分流动性指标

	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金(亿元)	14.36	13.93	8.92	12.28
经营活动现金流净额 (亿元)	-7.24	-13.70	-26.75	-5.66
经营净现金流/短期债务	-0.39	-0.70	-0.61	-0.14
货币资金/短期债务	0.78	0.71	0.20	0.29

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司资产以流动资产为主，且存货中以在建、拟建项目为主，现房销售压力可控，整体资产流动性良好。但随着项目开发规模的扩大，公司资金需求量较大，经营性现金流呈大幅净流出状态，货币资金对短期债务的覆盖程度有所

弱化。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房产销售收入、物业管理收入和其他业务收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2012~2014年分别实现营业收入41.85亿元、62.25亿元和62.26亿元，年均复合增长率为21.97%。从毛利水平看，2012~2014年公司营业毛利率分别为31.58%、30.17%和27.28%。受当前房地产行业景气度波动，整体利润逐渐回落以及开发成本上升等因素影响，近三年公司整体的毛利水平持续下降，初始获利空间逐渐收窄。2015年1~9月，公司实现营业收入30.73亿元，营业毛利率进一步下滑为22.60%，处于行业内相对偏低水平。

表 13：2014 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.94%	16.64%
中海发展	34.51%	20.62%
招商地产	37.33%	12.59%
金融街	30.63%	12.59%
中华企业	22.18%	-9.03%
信达地产	35.79%	10.28%
上实发展	32.98%	17.71%
清能地产	39.72%	5.16%
中航地产	27.28%	11.54%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

从期间费用来看，随着业务规模增长，公司三费规模亦不断增加。2012~2014年公司发生三费合计分别为6.24亿元、7.33亿元和8.93亿元，同期三费收入占比分别为14.91%、11.78%和14.35%。其中，随着房地产项目开发进度的推进，其销售费用及管理费用相应增加；由于近两年公司计入财务费用的利息支出增加，导致财务费用相应增加。2015年1~9月，公司合计发生期间费用6.49亿元，占营业收入的比重为21.13%。总体来看，公司期间费用管控能力有待进一步加强。

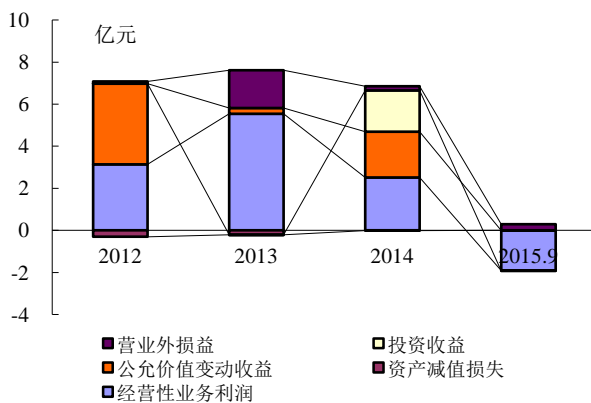
表 14：2012~2015.Q3 公司期间费用情况

	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用（亿元）	1.42	1.70	1.90	1.37
管理费用（亿元）	2.52	2.91	3.76	2.52
财务费用（亿元）	2.30	2.72	3.28	2.60
三费合计（亿元）	6.24	7.33	8.93	6.49
营业总收入（亿元）	41.85	62.25	62.26	30.73
三费收入占比（%）	14.91	11.78	14.35	21.13

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成。2012~2014 年公司经营性业务利润分别为 3.14 亿元、5.54 亿元和 2.52 亿元，其中 2014 年经营性业务利润较上年大幅减少，主要系毛利空间下降以及期间费用上升侵蚀部分利润所致。同期，公司分别获得公允价值变动收益 3.83 亿元、0.27 亿元和 2.18 亿元，主要由公司自持的部分商铺、公寓写字楼等投资性房地产公允价值调增所致。与此同时，营业外收益和投资收益也对公司利润总额起到一定补充作用。综上，公司近三年利润总额分别为 6.78 亿元、7.41 亿元和 6.83 亿元；所有者权益收益率分别为 10.79%、12.14% 和 11.54%，处于同行业中等水平。

图 7：2012~2015.Q3 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

2015 年 1~9 月，公司实现经营性业务利润-1.90 亿元，利润总额-1.61 亿元，净利润-1.95 亿元。受项目结算周期以及开发成本上升、本期未产生公允价值变动收益等因素影响，公司 2015 年前三季度出现暂时性经营亏损状态，未来随着公司发展规模的扩大，业绩不平滑的现象将逐渐得到改善。

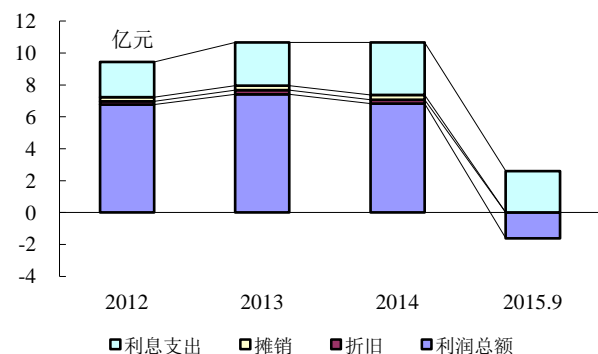
总体来看，公司近年来整体收入规模稳步增长，但在房地产行业景气度波动，行业整体利润回落背

景下，受毛利水平下滑以及期间费用上升的双重影响，公司盈利能力有所弱化。

偿债能力

从债务规模来看，随着近年土地储备及项目开发规模的扩大，公司债务规模快速上升。截至 2014 年末，公司总债务增加至 97.25 亿元，近三年年均复合增长率达 48.05%；同期公司长短期债务比为 0.82。另截至 2015 年 9 月末，公司债务规模进一步增至 119.42 亿元，长短期债务比回落至 0.54，短期偿债压力相对较小。

图 8：2012~2015.Q3 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 9.45 亿元、10.67 亿元和 10.66 亿元，与利润总额保持同趋势变动。从主要偿债能力指标表现来看，受债务规模增长较快影响，公司近三年主要偿债指标均有所弱化，公司总债务/EBITDA 分别为 4.70 倍、6.46 倍和 9.13 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.14 倍、1.73 倍和 1.19 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息偿还的保障程度有待提高。

表 15：2012~2015.Q3 年公司偿债能力指标

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
短期债务(亿元)	18.43	19.70	43.74	41.70
长期债务(亿元)	25.94	49.23	53.51	77.72
总债务(亿元)	44.37	68.93	97.25	119.42
经营活动净现金流(亿元)	-7.24	-13.70	-26.75	-5.66
EBITDA(亿元)	9.45	10.67	10.66	1.42
总债务/EBITDA(X)	4.70	6.46	9.13	63.11*
经营净现金流/总债务(X)	-0.16	-0.20	-0.28	-0.06*
EBITDA 利息倍数(X)	2.14	1.73	1.19	0.21
经营净现金流/利息支出(X)	-1.64	-2.22	-2.98	-0.82

注：2015 年前三季度财务指标中带“*”的为年化指标

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2015 年 9 月末，公司在多家银行和金融机构等取得授信额度 138.29 亿元，尚未使用的额度为 18.87 亿元。

或有负债方面，截至 2015 年 9 月末，公司对外担保总额为 0.36 亿元，主要为对中航建筑工程有限公司（以下简称“中航建筑”）提供的担保，被担保企业经营正常且对外担保总额较小。中航建筑原为公司控股子公司，在东亚银行长沙分行申请的 1 亿元人民币授信，期限 3 年，风险敞口 0.70 亿元，公司按持股比例对应的担保额度为 0.36 亿元，公司于 2014 年底将持有的中航建筑股权转让给深圳中航城发展有限公司（以下简称“中航城发展”），故前述担保事项相应调整为公司对外担保，中航城发展的股东深圳中航已就此事项出具了反担保函。截至 2015 年 9 月 30 日，中航建筑、中航城发展与东亚银行正在办理变更担保方的相关手续。此外，公司对控股子公司担保总额为 44.02 亿元。整体看公司因对外担保引致的或有负债风险可控。另截至 2015 年 9 月末，公司无影响公司经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

总体而言，公司近年来对外部融资依赖程度较高，财务结构稳健性有待加强；同时受行业整体利润水平回落影响，公司获利空间收窄，盈利能力有所弱化。但考虑到公司稳健的经营管控、稳步增长的收入规模、合理的债务期限结构，以及多元化的外部资金补充途径，公司未来经营业绩仍有较大的提升空间，亦可对其债务的偿还形成保障。

担 保

担保主体概况

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，初始注册资本 8,000 万元。2005 年 12 月 31 日和 2006 年 12 月 22 日，中航国际对中航技深圳分别增资 10,000 万元和 20,000 万元，其注册资本增至 38,000 万元。2008 年，根据中航工业和中航国际的批复，中航技深圳由全民所有制企业变更为有限责任公司，变更后的注册资本为 100,000 万元。截至 2015 年 9 月 30 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。

中航技深圳拥有中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）、天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”）、飞亚达（集团）股份有限公司（以下简称“飞亚达”）、中航地产股份有限公司（以下简称“中航地产”）、天虹商场股份有限公司（以下简称“天虹商场”）等五家境内外上市公司，业务范围涉及工业制造、地产物业酒店、进出口贸易、百货零售和金融等业务。

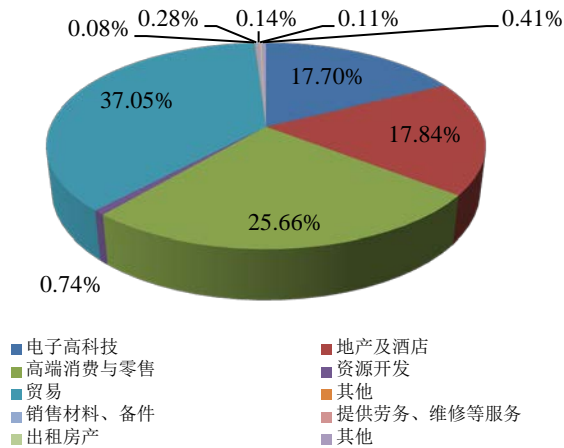
截至 2014 年 12 月 31 日，中航技深圳总资产为 1,243.56 亿元，所有者权益为 331.74 亿元；2014 年公司实现营业总收入 784.59 亿元，净利润 33.75 亿元，经营活动净现金流 8.94 亿元。截至 2015 年 9 月末，中航技深圳总资产为 1,308.22 亿元，所有者权益为 366.31 亿元；2015 年前三季度公司实现营业总收入 445.42 亿元，净利润 2.49 亿元，经营活动净现金流-14.39 亿元。

业务运营

中航技深圳业务涵盖电子高科技、高端消费品与零售、地产与酒店、贸易物流、资源投资与开发等五大板块。2014 年，公司实现营业总收入 784.59 亿元，同比减少 4.12%，分具体业务看，公司贸易业务收入 290.66 亿元，同比减少 17.88%，占营业总收入的比重为 37.05%；电子高科技产品业务收入

138.84 亿元，同比增长 21.88%，占比为 17.70%；
 高端消费品与零售业务收入 201.36 亿元，同比增长
 0.58%，占比为 25.66%；地产与酒店业务收入 139.98
 亿元，同比增长 2.94%，占比为 17.84%。

图 9：2014 年中航技深圳营业总收入构成



资料来源：中航技深圳定期报告，中诚信证评整理

电子高科技业务

中航技深圳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，分别由深天马和深南电路有限公司（以下简称“深南电路”）作为运营主体。中航技深圳直接及通过子公司中航国际控股分别持有深天马 7.16% 和 25.76% 的股权；通过中航国际控股持有深南电路 93% 的股权。

液晶显示器制造

液晶显示是平板显示技术的一种，具备无辐射、低能耗、纤薄轻巧、精确还原图像等特性，20 世纪 90 年代以来逐渐取代 CRT 显示技术成为市场主流。液晶显示产品的制造横跨光学、半导体、机电、精细化工和材料等众多领域，上下游行业涉及的技术层面极广，且各材料及主要元器件制作技术复杂、行业进入壁垒较高，所以液晶显示行业的上、中、下游厂商之间分工明确。一般情况下，上游主要是设备、各类模具、材料及零组件生产厂商；中游主要是液晶面板与液晶模组生产厂商，这些厂商生产液晶面板并将其组装成液晶模组；下游主要是液晶显示产品应用企业，液晶显示产品的主要应用领域包括笔记本电脑、液晶监视器、液晶电视及 IA 资讯产品等。

近年来，苹果、Amazon 和三星等国际厂商不断推出新型平板电脑和智能手机，IPHONE、IPAD、

KindleFire 等产品在全球的热销带动了中小尺寸液晶显示行业的发展。长期来看，手机等移动通讯工具升级换代，居民消费结构升级所带来的数码相机、MP4、GPS 等消费类电子产品的日益普及将拉动中小尺寸液晶面板市场需求的增长。

深天马是国内中小尺寸液晶面板制造的龙头企业，拥有上海天马 4.5 代线、成都天马 4.5 代线、武汉天马 4.5 代线等多条中小尺寸液晶面板生产线，产能规模国内领先。2011 年，深天马完成了 4.5 代 AMOLED 中试线所有设备的安装调试工作，并已掌握了 LTPS 和 AMOELD 的关键技术。深天马的产品分为液晶显示屏（LCD）和液晶显示模块（LCM），其中 7.0 寸 TFT、2.0 寸 TFT 和 1.5 寸 CSTN 面板为移动电话、车载显示、仪器仪表、家用电器等生产企业提供配套，下游客户包括中兴、华为、联想、康佳、三星、LG 等电子产品制造商。

同时，深天马 a-Si 面板生产线通过技术改造，能够提供高分辨率的手机面板。随着智能手机增长率放缓，智能手机显示面板高端化趋势将继续深化，高分辨率面板需求将日益增加。此外，深天马开展的 LTPS（低温多晶硅）、AMOLED 以及 in-cell 与 on-cell 内嵌式触摸屏技术的研究并均已实现产品量产，目前公司已能面对各类需求提供多样化面板模组解决方案，技术产业化进程顺利，产品结构进一步优化。2014 年，深天马实现营业收入 93.22 亿元，同比增长 11.62%；实现净利润 6.83 亿元，同比下降 14.63%。

为解决同业竞争、减少关联交易，深天马于 2014 年 9 月通过向特定对象非公开发行股份购买上海天马微电子有限公司（以下简称“上海天马”）70% 股权、成都天马微电子有限公司（以下简称“成都天马”）40% 股权、武汉天马微电子有限公司（以下简称“武汉天马”）90% 股权、上海光电子股份有限公司（以下简称“上海光电子”）100% 股权及深圳光电子股份有限公司（以下简称“深圳光电子”）100% 股权，并募集配套资金。此次非公开发行新股数量为 4.37 亿股并募集配套资金总额 17.66 亿元。

目前，武汉天马拟投资 120 亿元建设第 6.0 代生产线，规划形成月加工第 6 代 LTPSTFT 玻璃基板 3 万张、彩色滤光片（CF）6 万张的产能，年产

显示模组 8,210 万块的生产能力；产品主要应用中高端智能手机、差异化平板电脑等领域。深天马拟通过非公开发行股票募集 60 亿元资金投入该生产线建设。项目建成达产后，公司对中高端产品的配置能力将迅速增强，随着规模效应和协同效应的释放，公司的营业收入和利润水平将大幅增长，盈利能力将大幅提升。然而，若公司建设进度不达预期、资金实力不能得到及时补充，则可能对公司的日常经营造成不利影响。

印制电路板制造

深南电路主要从事中高端多层印制电路板的生产和销售，客户涉及通信、航空航天、医疗、汽车电子和工控等领域，市场覆盖北美、欧洲、东南亚、中国大陆、香港等国家和地区。近年来，深南电路开始发展电子装联（PCBA）和封装基板（Substrate）业务，作为 PCB 业务的延伸。

深南电路在背板、HDI 板等各种印制电路板特殊加工工艺方面拥有国内领先的综合技术实力，多项核心技术达到国际水平，其中高厚径比孔金属化、超厚铜（60Z）电源印制电路板加工以及金属基板加工等技术达到国际领先水平。深南电路生产多层板的最高层数达 64 层，能够生产高达 42 层、8.4mm 板厚、610*1200mm 尺寸的各种背板，在行业内具有绝对领先优势。由于印制电路板产品具有非通用性的特征，一般大型客户对供应商的认证均需 2~3 年左右的时间，深南电路以技术和品质为保障，已取得华为技术、中兴通讯、Honeywell、GE 医疗等一批大型优质客户的认证。

2014 年 PCB 行业在 4G 建设、消费电子产品的拉动下，市场行情回暖，借助 4G 业务起飞的契机，深南电路业务稳定增长，盈利水平良好。2014 年，深南电路实现营业总收入 36.38 亿元，同比增长 38.43%；实现净利润 1.85 亿元，同比增长 11.45%。

总体上看，受益于行业景气度回升，中航技深圳电子高科技业务在 2014 年取得历史性突破，液晶面板业务与 PCB 业务均实现较大增长。此次深天马非公开发行顺利完成，其产能将有较大幅度提升，中航技深圳电子高科技业务将持续快速发展。但中诚信证评也关注到生产线投资规模大、周期长

等因素将给中航技深圳经营带来一定风险。

零售业务与高端消费品

中航技深圳百货零售业务主要通过天虹商场股份有限公司（以下简称“天虹商场”）运营，截至 2015 年 9 月末，中航技深圳对其持股比例为 43.40%。天虹商场确立了以“百货+超市+X”业态组合为基础的社区购物中心和城市中心店的业务发展模式，主要面向经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务。2014 年，天虹商场各项业务实现平稳发展，全年实现营业总收入 169.98 亿元，同比增长 6.02%；实现利润总额 7.73 亿元，同比下降 11.84%。

天虹商场在国内首创“百货+超市+X”的业态组合模式，即在百货商场中引入超市和其他业态，在保证百货商场经营为主体的基础上，提高超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用，将超市打造成为可与百货共享顾客群体的精致超市，并根据顾客需求和竞争需要灵活配置“X”部分，包括电器、家居、餐饮等。天虹商场弹性定制的业态组合模式，强化了业态间的协同效应，有利于满足顾客的“一站式”购物需求。除社区购物中心和城市中心店两类商场外，天虹商场根据高端市场需求发展趋势，面向高端消费群体，发展了以“君尚”为品牌的高档百货商场。

截至 2014 年末，天虹商场已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省（市）的 20 个城市，拥有“天虹”品牌直营门店 62 家，特许经营门店 1 家，营业面积约 180 余万平方米；拥有“君尚”品牌直营门店 4 家，营业面积约 15 万平方米；拥有微喔便利店 5 家，万店通便利店 153 家。2014 年，天虹百货实现线上三个端口（PC、微店、微信）的构建和优化，微店和微信基本完成所有门店的上线，实现营销+服务+购物的功能，移动端会员数逾百万。PC 端完成平台升级，改善了搜索、陈列展示、下单等体验。将线下商品逐步上线，深圳国贸店完成了“云店”的上线，补充了电商服饰品类。公司积极开展 O2O 业务，在门店和物业机构增设 1,000 多个自提点，基本覆盖深圳主要社区，自提订单上升明显，实现了在线上购物，可在实体

店退换货等跨渠道服务功能。

中航技深圳通过旗下飞亚达（集团）股份有限公司（以下简称“飞亚达”）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。

2014年，受国内外政策及经济等因素影响，国内市场对高端名表品牌的消费仍然保持了谨慎的态度，高端品牌消费日趋理性、成熟，其市场向着真实、可持续的方向发展。国内消费者对中低端手表品牌的消费需求逐步释放，使得中端瑞士手表品牌以及国产手表品牌销售增长明显，行业盈利增长存在新的机会。同时，新型城镇化尤其是三四线城市的崛起及相关改革红利加速释放等因素，使国内手表品牌企业有较大的消费增长预期。在此背景下，飞亚达围绕“深化价值观、提升效益、强化融合”的年度战略主题，继续完善全覆盖的渠道运营平台体系，并组织实施单产提升工作，持续完善资源服务平台的支持能力，促进各项业务融合和发展。2014年，飞亚达实现营业收入 32.78 亿元，同比增长 5.63%；实现净利润 1.67 亿元，同比增长 17.61%。

此外，飞亚达物业经营情况良好，通过加强与外部物业管理公司的沟通与协作以及与客户在日常沟通与交流，物业的整体管理服务水平有了进一步提高。在公司自用面积不断增加的情况下，实现了新进及续约租户租金增长。全年实现收入 0.90 亿元，比上年度增长 11.39%。

总体看来，定位准确的差异化业态组合模式有效地促进了天虹商场整体规模和盈利能力稳定增长。同时，天虹商场是深圳市和广东省规模最大的百货类零售连锁企业之一，在区域内拥有领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力，具备一定的竞争优势。但是，中诚信证评也关注到电子商务的快速发展对天虹商场带来了一定冲击，天虹商场在电子商务方向的发展程度将直接影响其未来经营情况。而受外部宏观环境及相关政策影响，飞亚达表现为增长乏力，中诚信证评将关注公司未来此板块经营情况。

资源投资与开发业务

中航技深圳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。由于全球磷矿资源分布十分集中、资源富集国家的限制出口导致全球范围内磷矿资源相对稀缺，公司资源板块业务有其发展的特殊意义。2014年，中航技深圳资源投资与开发业务实现营业收入 5.78 亿元，较 2013 年上升 5.28%。

资源开采方面，中航资源所拥有的马海钾矿位于青海冷湖地区，占地 85 平方公里，钾矿储量 6,000 多万吨。中航资源具备 25 万吨/年的开采能力，并已于 2010 年办理新版采矿权证，有效期至 2015 年。现青海中航资源已正准备采矿权证延续登记所需资料，待资料整理完整后再上报政府相关部门审批。另一方面，中航资源于 2012 年收购山东鲁源矿业投资有限公司合计 70% 股权的款项，实现间接控制位于非洲刚果（布）黑角市北部奎卢省布谷马西地区的钾矿资源。2014 年 11 月采矿权证申请已通过部长级会议审议，标志着采矿权证已获取，正式采矿权证于 2015 年 1 月取得。

磷肥方面，中航资源于 2008 年收购全国首批十四大磷矿之一的昆明东川白龙潭磷矿 70% 股权，取得 40 万吨/年磷矿石的采矿权证，截至 2014 年末，白龙潭磷矿累计开采磷矿石（原矿）20.09 万吨，其中自采磷矿石（原矿）3.82 万吨，承包开采磷矿石（原矿）16.27 万吨。同时，中航资源于 2010 年收购了红富东川大凹子磷矿，2014 年，红富东川大凹子磷矿累计完成 20.94 万吨采矿量，完成 20 万吨/年开采任务的 104.72%，年平均采出矿石品位（P2O5）25.80%，各项开采工作有序推进。

地产与酒店业务

中航技深圳地产业务主要通过中航地产”从事地产开发业务；通过中国航空技术国际工程有限公司（以下简称“国际工程公司”）从事工程承包业务，通过广东国际大厦实业有限公司（以下简称“广东国际”）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”）致力于酒店运营管理。2014

年，中航技深圳地产与酒店业务板块实现营业收入 139.98 亿元，同比增长 11.95%。

中航地产侧重于综合开发业务，已经形成“中航城”和“九方购物中心”品牌为核心的城市综合体发展模式。同时，中航地产的全资子公司中航物业拥有国家首批物业管理一级资质证书，物业管理处于国内领先水平。

中航技深圳通过旗下广东国际和酒店管理公司从事酒店运营管理。广东国际运营管理的广州中心皇冠假日酒店以商务、会务为主要特色，积极开展各类营销活动和优惠推广服务。2014 年，广东国际实现营业收入 2.74 亿元，同比增长 5.5%。酒店管理公司以现有“格兰云天”为酒店主力品牌，“格兰云天国际”和“天阅”品牌为补充，实现星级酒店连锁经营模式，集中资源打造品牌酒店的规模效益。进入 2015 年，酒店管理公司已开业酒店达 20 家，总面积 51.67 万平方米。2014 年，酒店管理公司实现营业收入为 6.51 亿元，实现净利润为 0.19 亿元。

贸易物流业务

中航技深圳贸易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”）、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、煤炭进口、沥青进口、石材进口、水泥生产线出口等。由于中航技深圳对贸易板块的战略调整，2014 年，贸易业务实现营业收入 290.66 亿元，同比降低 17.88%。

中航技深圳船舶业务以业务模式差异化、船舶类型系化、管理运营精益化作为发展思路，以附属公司中航国际控股股份有限公司旗下于新加坡交易所主板上市的中航国际船舶控股有限公司（股票代码：O2I，以下简称“中航船舶”）作为整合及运营平台，业务涵盖船舶设计、制造、贸易及投资，利用中航威海船厂有限公司和联营企业泰州中航船舶重工有限公司作为船舶制造基地，形成年建造船舶 200 万载重吨的能力，船型主要包括散货船、

集装箱船、油轮、多用途船等。中航技深圳船舶业主要采取 EPC (Engineering Procurement Construction) 模式，通过成立船舶设计中心，构建船舶设计和调试的核心竞争力，带动船舶建造及总装的大力发展。2014 年公司船舶业务板块全年实现交付船舶 7 艘，较上年同期呈下降趋势。

中航技深圳机电工程业务主要包括水泥工程总承包(EPC)、机械车辆出口、医疗设备与服务等。受益于近年来非洲、南亚等发展中国家和地区加快基础设施建设，水泥生产线、电站、路桥建设等需求旺盛。2014 年，北京公司位于委内瑞拉、马来西亚、伊朗、土耳其等水泥 EPC 项目拓展及执行良好；国内沥青工程项目拓展及盈利稳步提升；美国德克萨斯州、巴基斯坦、内蒙古等地以风能、光伏等新能源电站为主的电站工程顺利完工；国内节能服务市场拓展亦顺利；赞比亚移动医院项目 165 台救护车合同年内完成交付。整体而言，机电工程业务稳定发展。

总的来看，贸易业务作为中航技深圳传统业务，是其重要的收入来源，但由于该板块毛利率较低且中航技深圳出于风险回避考虑，2014 年主动缩减该板块业务规模。

财务分析

以下分析基于中航技深圳提供的经中瑞岳华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012 年审计报告、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 2013 年审计报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2014 年审计报告以及未经审计的 2015 年三季度财务报表。

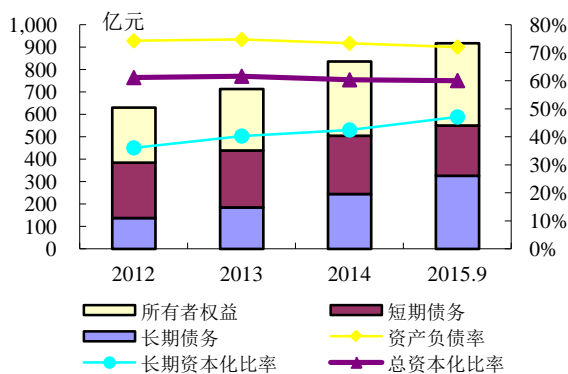
资本结构

近年来，中航技深圳新设、收购多家子公司，并完成重大资产收购，资产规模大幅扩张，2012~2014 年末，公司资产总额分别为 940.57 亿元、1,083.00 亿元和 1,243.56 亿元，年均复合增长率为 14.44%；截至 2015 年 9 月末，中航技深圳总资产进一步增长至 1,308.22 亿元。

中航技深圳流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2012~2014 年及 2015 年 9 月末，中

航技深圳货币资金分别为 159.44 亿元、159.12 亿元、123.17 亿元和 143.93 亿元；同期，中航技深圳应收账款分别为 80.81 亿元、86.03 亿元、116.05 亿元和 110.51 亿元，随着中航技深圳制造、零售、贸易等业务经营规模不断扩大，应收账款规模也相应增长。截至 2014 年末，中航技深圳存货为 282.30 亿元，主要由库存商品（产成品）、工程施工已完工未结算款和中航地产、深圳中航城发展有限公司以及深圳中航城置业发展有限公司的房地产开发成本构成，2014 年末房地产开发成本占同期存货总额比重达到 55.03%；截至 2015 年 9 月末，中航技深圳存货进一步增至 301.70 亿元，继续保持较高增速。

图 10：2012~2015.Q3 中航技深圳资本结构



资料来源：中航技深圳财务报告，中诚信证评整理

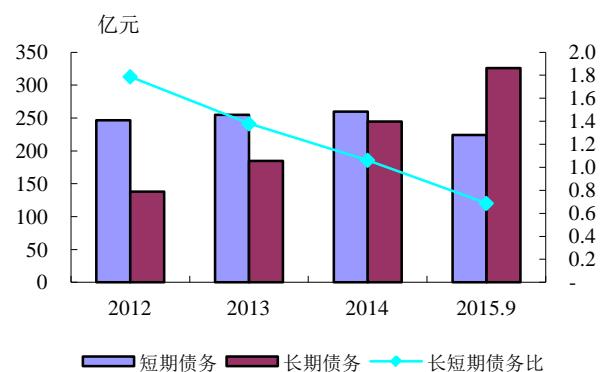
中航技深圳非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。中航技深圳长期股权投资覆盖近 130 家企业，其中主要是对中航信托股份有限公司、肇庆市矿冶工业有限公司和中航证券有限公司等的投资，截至 2014 年末，中航技深圳长期股权投资余额为 61.37 亿元，较 2014 年年初减少 1.94 亿元，主要系 KHD 股权被收购后纳入合并范围所致。从被投资企业在中航技深圳现金分红来看，2014 年合并口径现金分红为 4.03 亿元，主要来自中航信托股份有限公司、肇庆市矿冶工业有限公司和中航证券有限公司等。截至 2014 年末，中航技深圳投资性房地产主要为公允价值为 120.89 万元的房屋、建筑物，主要集中在中航国际控股、中航地产、深圳中航城发展有限公司以及深圳市中航城置业发展有限公司；固定资产为 220.66 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备。在建工程为 60.08 亿元，主要为厦门天马第 5.5 代生产线项目、

中航国际北京航空城项目和上海天马 OLED 项目等在建项目。

随着资产规模的扩张，中航技深圳负债水平快速上升，2012~2014 年及 2015 年 9 月末，总负债分别为 697.45 亿元、809.07 亿元、911.82 亿元和 941.91 亿元。中航技深圳非债务类负债主要由应付账款和预收账款构成，截至 2015 年 9 月末分别为 140.40 亿元和 122.13 亿元。

2012~2014 年及 2015 年 9 月末，中航技深圳所有者权益分别为 243.12 亿元、273.93 亿元、331.74 亿元和 366.31 亿元，权益资产的增长主要来自经营累积以及少数股东权益的增长。从资产负债率来看，2012~2014 年及 2015 年 9 月末，中航技深圳资产负债率分别为 74.15%、74.71%、73.32% 和 72.00%，总体较为平稳。

图 11：2012~2015.Q3 中航技深圳债务结构



资料来源：中航技深圳财务报告，中诚信证评整理

债务方面，2012~2014 年及 2015 年 9 月末，中航技深圳总债务分别为 382.35 亿元、439.19 亿元、504.11 亿元和 550.03 亿元。2014 年末债务规模的大幅增长主要来自于中航国际控股和中航地产。由于主要子公司经营特性，需占用短期流动资金较多，因此总体上中航技深圳短期债务占比较大，2012~2014 年末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.81 倍、1.38 倍和 1.06 倍。由于中航技深圳积极调整债务结构，随着一年内到期的非流动负债下降以及长期借款的大幅增长，2015 年 9 月末长短期债务比降至 0.69 倍，中航技深圳债务结构有所改善。

总体来看，中航技深圳资产和负债规模快速扩张，资本结构基本保持稳定，债务结构有所优化。

目前，中航技深圳资产负债率较高，未来中航技深圳仍将有大规模的资本支出，债务规模还有进一步扩大的趋势。

盈利能力

2012~2014年，中航技深圳实现营业总收入分别为710.55亿元、818.29亿元和784.59亿元，2015年前三季度，实现营业总收入445.42亿元，较上年同期降低17.34%。

分业务板块来看，电子高科技业务受液晶显示器及PCB产品的影响，近年来液晶面板行业景气回升，尤其是2014年，受中高端智能手机等消费类产品带动，中小尺寸液晶显示产品市场需求大幅增加；同时，PCB行业在4G建设、消费电子产品的拉动下，市场行情回暖，中航技深圳电子高科技业务收入显著增强，且受深天马并购重组的影响，2014年电子高科技板块营业收入大幅增加至

138.85亿元，但毛利率略微下降至20.35%；尽管近年来中国名表零售市场整体增速显著放缓，但中航技深圳继续坚持品牌发展战略，持续优化“产品+渠道”的商业模式，高端消费与零售仍然较为平稳，2014年实现收入201.36亿元，毛利率略微升高至25.58%；地产与酒店近两年受国家宏观调控政策影响毛利率有所下降至28.06%，由于中航技深圳在该板块的合理运作，2014年收入上升至139.98亿元；而资源业务方面，中航技深圳拥有丰富的钾矿、磷矿资源，尽管部分矿井还在前期准备阶段，收入规模较小，但长期来看，以资源开采和就地转化为主的经营模式具备良好的市场竞争力，有利于盈利能力的提升；贸易行业收入是中航技深圳营业收入的最重要来源，但受其行业性质影响，该板块业务毛利率不高，受船舶行业低迷的市场行情影响，2014年贸易收入大幅缩减至290.66亿元。

表 16：2012~2015 年 9 月中航技深圳主营业务收入、毛利率情况

	2012		2013		2014		2015.Q3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电子高科技	112.30	13.91	113.92	22.16	138.85	20.35	129.56	22.60
高端消费与零售	170.15	24.42	200.20	23.72	201.36	25.58	160.94	25.72
地产与酒店	69.97	31.52	125.04	32.62	139.98	28.06	72.37	24.07
贸易	330.23	5.26	353.94	4.70	290.66	4.17	75.10	6.68
资源开发	10.59	11.45	5.49	23.40	5.78	20.07	7.26	18.56

资料来源：中航技深圳财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012~2014年及2015年前三季度，中航技深圳三费收入占比分别为12.65%、11.93%、14.34%和20.58%。中航技深圳涉及参控股子公司众多，销售费用和管理费用居高不下，近年来中航技深圳三费合计逐年大幅上升，且2014年营业总收入略微下降，三项费用占营业总收入比重较2013年呈上升趋势。

表 17：2012~2014 年中航技深圳期间费用明细

	单位：亿元、%			
	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用	41.43	48.57	53.02	43.90
管理费用	30.61	35.23	41.29	32.77
财务费用	17.84	13.81	18.20	14.99
三费合计	89.88	97.61	112.51	91.65
营业总收入	710.55	818.29	784.59	445.42
三费收入占比	12.65	11.93	14.34	20.58

资料来源：中航技深圳财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2012~2014年，中航技深圳利润总额分别为28.52亿元、46.22亿元和45.91亿元，获取经营性业务利润能力较强，2012~2014年分别为6.39亿元、24.59亿元和8.29亿元。同时，中航技深圳投资收益和营业外损益对利润总额形成良好补充，2014年分别为9.17亿元和12.66亿元。但2014年由于经营性利润和投资收益较2013年均下降较多，房屋建筑物公允价值变动收益是当年最主要的利润来源。

2015年1~9月，公司实现经营性业务利润-2.51亿元，利润总额7.15亿元，净利润2.50亿元。受地产板块项目结算周期以及开发成本上升、本期未产生公允价值变动收益等因素影响，公司2015年前三季度出现暂时性经营亏损状态，此外较高的期间费用也侵蚀了公司经营业务利润。

总体来看，中航技深圳各项业务发展快速，营业总收入下降，而且盈利能力相对较为稳定，体现了良好的抗风险能力。长期来看，随着电子业务转型期的完成以及资源业务钾矿、磷矿开采和转化能力的提升，中航技深圳盈利能力或将进一步增强。同时，多元化的行业投资布局一定程度上规避了单一行业周期性波动的风险，有利于提升中航技深圳竞争实力。

偿债能力

经营活动现金流方面，2012~2014 年及 2015 年前三季度，中航技深圳经营活动净现金流分别为 19.68 亿元、35.94 亿元、8.94 亿元和-14.40 亿元，呈持续下降趋势。2014 年由于中航技深圳收到的往来款以及经营活动现金流入较 2013 年均大幅减少，经营活动现金流入较 2013 年下降 88.93 亿元；同时由于从事贸易业务，经营活动现金流入与流出均较为旺盛。2015 年，受贸易结算经营活动现金流入减少等因素影响，经营活动现金流呈净流出状态。

2012~2014 年，中航技深圳总债务分别为 382.35 亿元、439.19 亿元和 504.11 亿元。从偿债指标来看，2014 年中航技深圳总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 5.08 倍和 2.87 倍，且近年来均保持较好水平，公司 EBITDA 对债务本息的保障较好。现金流方面，受经营活动净现金流波动影响，公司经营活动净现金流对债务本息的保障系数较低，未形成有效覆盖。

表 18：2012~2014 年中航技深圳主要偿债指标

	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	135.94	184.54	244.46
总债务（亿元）	382.35	439.19	504.11
资产负债率（%）	74.15	74.71	73.32
总资本化比率（%）	61.13	61.59	60.31
EBITDA 利息倍数（X）	2.92	4.46	2.87
经营活动净现金/利息支出（X）	0.83	1.84	0.26
总债务/EBITDA（X）	5.53	5.05	5.08
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.08	0.02

资料来源：中航技深圳财务报告，中诚信证评整理

截至 2015 年 9 月末，中航技深圳母公司口径对外担保 11.90 亿元，为对关联企业中航投资和中航国际的担保，总体风险较小。融资渠道方面，中航技深圳下属上市公司的直接融资渠道畅通；间接

融资方面，截至 2015 年 9 月 30 日，中航技深圳拥有 785.64 亿元的贷款授信总额度，其中已使用额度 473.41 亿元，尚未使用授信额度为 312.23 亿元，具备很强的财务弹性。

整体看，中航技深圳具有极强的规模优势和综合实力，担保实力极强，可为本次债券本息偿付提供有力支持。

结论

综上，中诚信证评评定中航地产股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“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**。

中航地产股份有限公司 2016年公开发行公司债券的跟踪评级安排

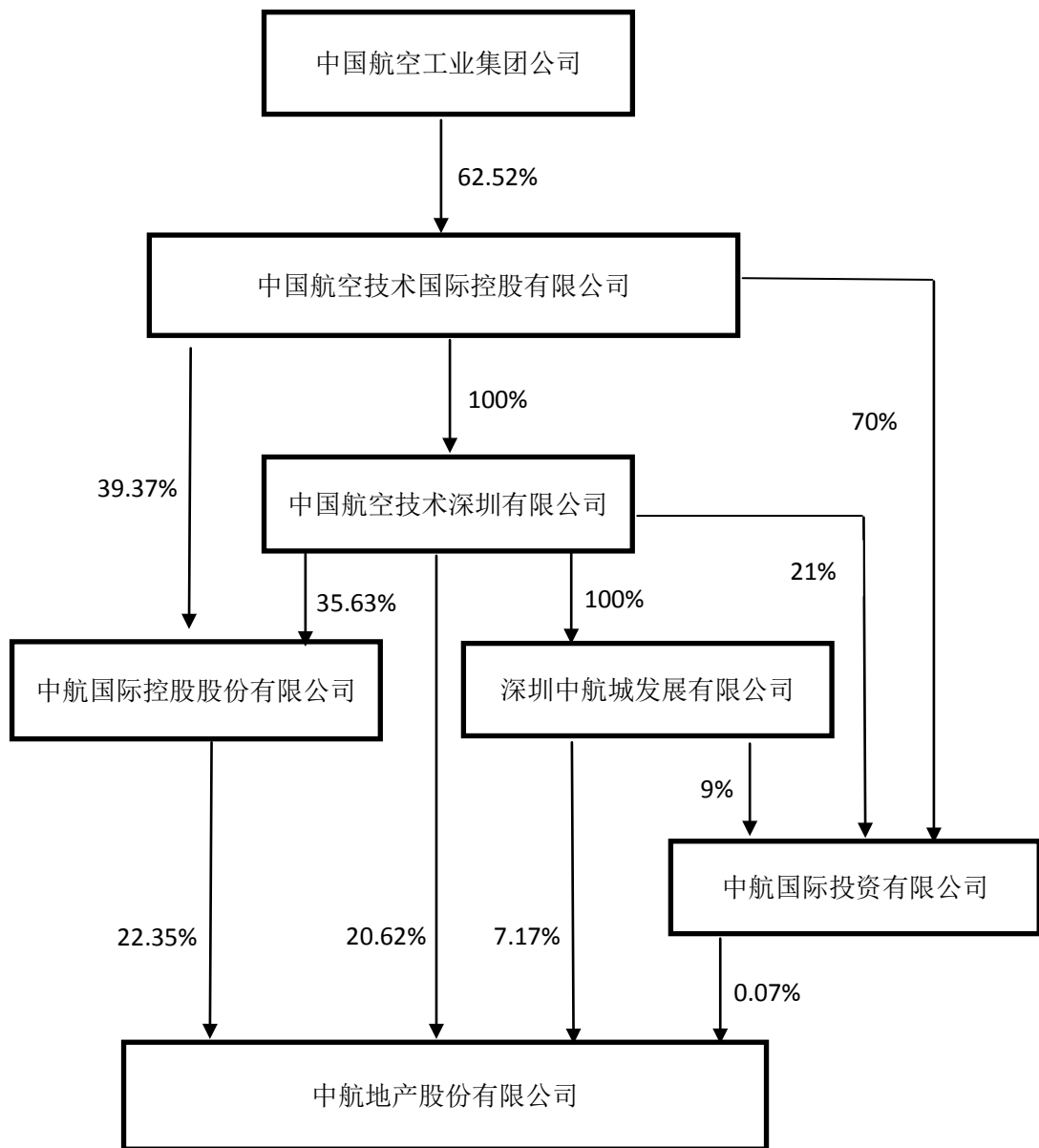
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

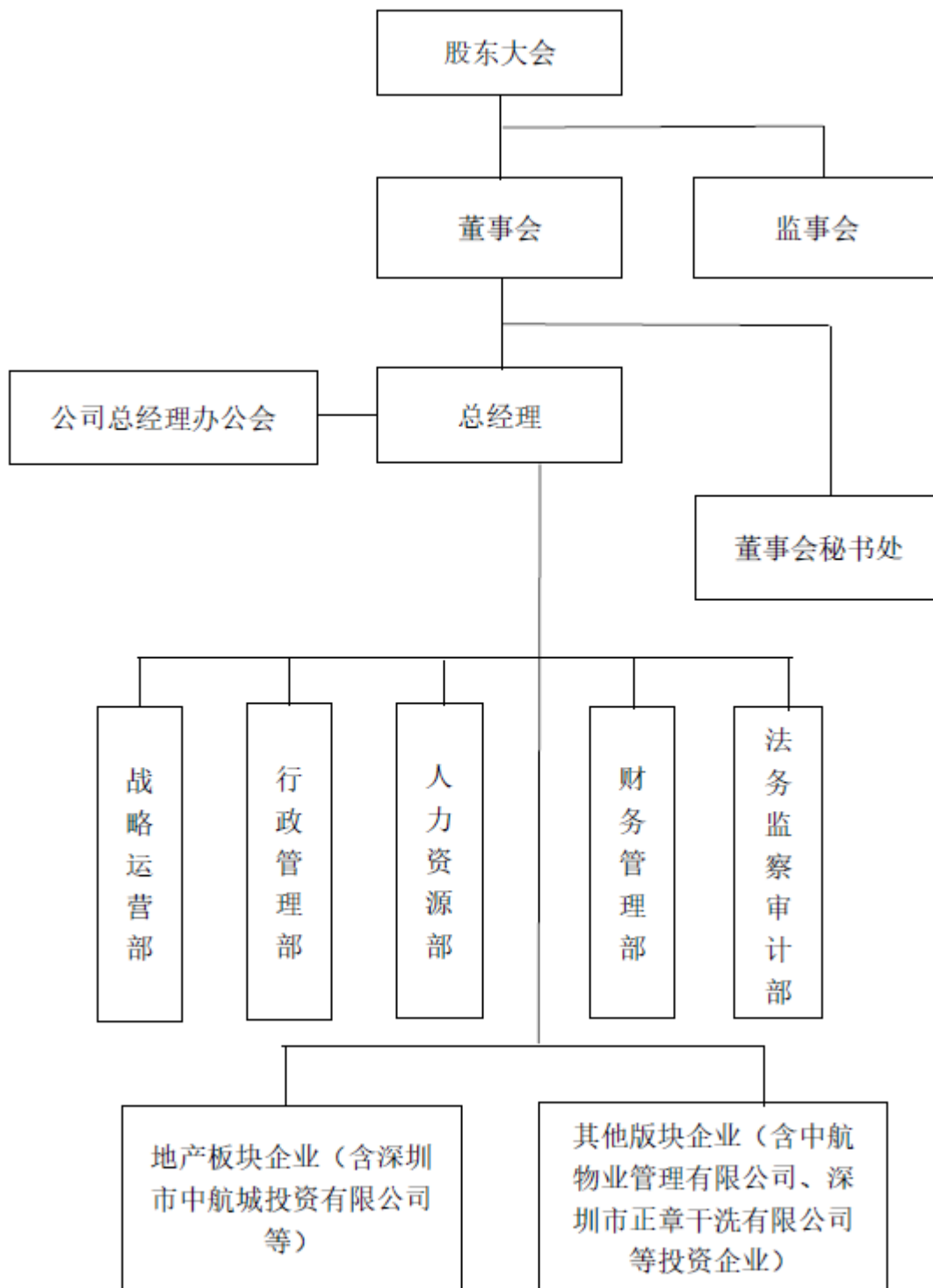
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中航地产股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



附二：中航地产股份有限公司组织结构图（截至2015年9月30日）



附三：中航地产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)	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	143,604.89	139,321.06	89,243.77	122,799.11
应收账款净额	37,992.72	45,045.06	36,417.15	48,130.73
存货净额	647,590.90	899,039.58	1,106,126.76	1,287,530.70
流动资产	974,508.01	1,271,938.96	1,445,832.44	1,652,305.12
长期投资	23,870.34	61,214.85	9,846.95	9,381.12
固定资产合计	430,510.40	426,373.64	538,701.94	582,893.33
总资产	1,442,614.37	1,771,804.52	2,006,838.18	2,255,346.13
短期债务	184,300.00	196,970.00	437,405.55	417,028.08
长期债务	259,362.15	492,312.71	535,090.33	777,169.95
总债务（短期债务+长期债务）	443,662.15	689,282.71	972,495.88	1,194,198.03
总负债	1,039,058.39	1,360,528.42	1,591,361.71	1,852,121.64
所有者权益（含少数股东权益）	403,555.98	411,276.10	415,476.47	403,224.49
营业总收入	418,532.44	622,457.37	622,624.18	307,314.14
三费前利润	93,810.50	128,700.46	114,508.39	45,906.47
投资收益	100.27	-21.28	19,586.84	-59.83
净利润	43,549.52	49,942.52	47,964.90	-19,486.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	94,470.58	106,678.48	106,553.20	14,192.08
经营活动产生现金净流量	-72,437.11	-137,009.15	-267,523.42	-56,593.98
投资活动产生现金净流量	-30,988.41	-76,770.12	25,234.38	-2,969.26
筹资活动产生现金净流量	153,562.64	198,414.37	191,757.13	96,973.94
现金及现金等价物净增加额	50,137.12	-15,364.90	-50,531.91	37,410.70
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	31.58	30.17	27.28	22.60
所有者权益收益率（%）	10.79	12.14	11.54	-6.44*
EBITDA/营业总收入（%）	22.57	17.14	17.11	4.62
流动比率（X）	1.33	1.56	1.45	1.63
速动比率（X）	0.45	0.46	0.34	0.36
经营活动净现金/总债务（X）	-0.16	-0.20	-0.28	-0.06*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.39	-0.70	-0.61	-0.18*
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.64	-2.22	-2.98	-0.82
EBITDA 利息倍数（X）	2.14	1.73	1.19	0.21
总债务/EBITDA（X）	4.70	6.46	9.13	63.11*
资产负债率（%）	72.03	76.79	79.30	82.12
总资本化比率（%）	52.37	62.63	70.07	74.76
长期资本化比率（%）	39.12	54.48	56.29	65.84

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2.2015年前三季度财务指标中带“*”的为年化指标。

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)	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	1,594,418.67	1,591,185.80	1,231,670.20	1,439,265.19
应收账款净额	808,141.02	860,268.24	1,160,536.17	1,105,051.31
存货净额	1,931,547.35	2,529,269.95	2,823,003.85	3,017,013.20
流动资产	5,388,976.99	6,106,689.43	6,508,008.75	6,778,962.84
长期投资	700,581.42	771,804.71	747,251.35	846,328.24
固定资产合计	2,545,651.13	2,921,236.98	4,018,767.43	4,273,107.90
总资产	9,405,678.94	10,830,024.61	12,435,616.76	13,082,194.15
短期债务	2,464,088.26	2,546,494.52	2,596,481.16	2,240,512.98
长期债务	1,359,446.82	1,845,409.20	2,444,603.63	3,259,782.55
总债务（短期债务+长期债务）	3,823,535.08	4,391,903.73	5,041,084.79	5,500,295.53
总负债	6,974,513.91	8,090,701.74	9,118,206.60	9,419,120.78
所有者权益（含少数股东权益）	2,431,165.04	2,739,322.87	3,317,410.16	3,663,073.37
营业总收入	7,105,532.63	8,182,893.51	7,845,883.92	4,454,249.16
三费前利润	962,640.26	1,222,034.00	1,208,034.91	891,482.14
投资收益	76,089.33	132,684.46	91,737.92	42,187.97
净利润	207,895.48	346,199.97	337,455.73	24,998.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	691,301.97	870,186.72	993,299.41	-
经营活动产生现金净流量	196,818.39	359,367.50	89,390.70	-241,841.13
投资活动产生现金净流量	-921,051.97	-627,706.54	-556,025.89	-120,060.40
筹资活动产生现金净流量	757,074.50	245,823.80	276,639.37	702,458.27
现金及现金等价物净增加额	29,464.36	-25,349.11	-186,591.65	334,754.84
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	14.72	17.02	17.19	21.23
所有者权益收益率（%）	8.55	12.64	10.17	0.91*
EBITDA/营业总收入（%）	9.73	10.63	12.66	-
速动比率（X）	0.66	0.62	0.60	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.08	0.02	-0.03*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.14	0.03	-0.09*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.83	1.84	0.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.92	4.46	2.87	-
总债务/EBITDA（X）	5.53	5.05	5.08	-
资产负债率（%）	74.15	74.71	73.32	72.00
总资本化比率（%）	61.13	61.59	60.31	60.02
长期资本化比率（%）	35.86	40.25	42.43	47.09

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；
2.2015年前三季度财务指标中带“*”的为年化指标。

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

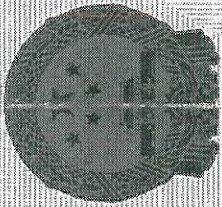
等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受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。

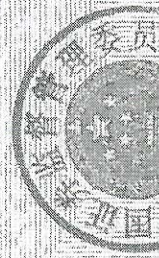


中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

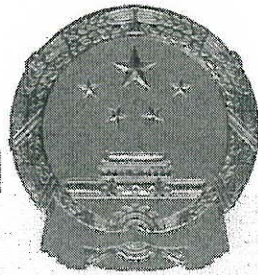

 公司名称：中债资信评估有限公司
 业务许可种类：证券市场资信评级
 法定代表人：甄琦
 注册地址：北京市海淀区北四环西路96号8层

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日



营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 29000000201407221360

名称
类型
住所
法定代表人

中诚信证券评估有限公司

一人有限责任公司(法人独资)

青浦区新业路399号1幢968室

关敬如

注册资本

人民币 5000.0000 万元整

成立日期

1997年8月20日

营业期限

1997年8月20日至2017年8月19日

经营范围

证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证

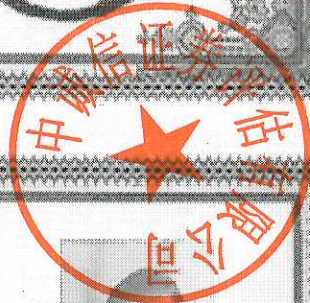


王维，证件号码:420822198401173137，于2009年03月14日 参加证券市
场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2009033102257901



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维，证件号码:420822198401173137，于2009年03月14日 参加证券投
资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2009033102257804

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



方雨茏, 证件号码:421181199108280432, 于2011年09月24日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011094206853701



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



方雨茏, 证件号码:421181199108280432, 于2015年03月28日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504311616993031

