



# 信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪037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

二零一六年四月二十六日

# 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（2016）

|        |                   |     |         |
|--------|-------------------|-----|---------|
| 发行主体   | 中航地产股份有限公司        |     |         |
| 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  |     |         |
| 发行规模   | 不超过人民币 15 亿元      |     |         |
| 存续期限   | 2016/3/1~2021/3/1 |     |         |
| 上次评级时间 | 2015 年 12 月 15 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 |

### 基本观点

2015 年，中航地产股份有限公司（以下简称“中航地产”或“公司”）得益于良好的品牌优势以及较强的项目开发能力和营销能力，业务整体成长性良好，且在物业管理行业具备很强的市场影响力及认可度。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”）运营情况良好，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”）也注意到公司土地储备规模较小，主营业务盈利能力有所弱化等对公司后续经营所带来的挑战。

综上，中诚信证评维持中航地产主体信用等级 **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

- 销售业绩稳步增长。公司经过多年发展，着力锻造以“中航城”为核心品牌的城市综合体，具有一定的品牌影响力。得益于良好的品牌优势以及较强的项目开发能力和营销能力，2015 年销售金额和销售面积分别同比增长 54.87% 和 56.70%，业务整体成长性良好。
- 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，客户基础深厚，2015 年销售合同额持续增长，该业务收入已成为公司重要的收入补充。
- 中航技深圳提供的保证担保仍具备极强的保障作用。中航技深圳是大型综合业务企业，旗下有多家参、控股上市公司，业务运营情况良好，具有极强的规模优势和综合实力，对本次债券的保障作用仍然很强。

### 概况数据

| 中航地产           | 2013     | 2014     | 2015     |
|----------------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元）      | 41.13    | 41.55    | 46.95    |
| 总资产（亿元）        | 177.18   | 200.68   | 228.81   |
| 总债务（亿元）        | 68.93    | 97.25    | 110.45   |
| 营业总收入（亿元）      | 62.25    | 62.26    | 55.19    |
| 营业毛利率（%）       | 30.17    | 27.28    | 24.19    |
| EBITDA（亿元）     | 10.67    | 10.66    | 10.39    |
| 所有者权益收益率（%）    | 12.14    | 11.54    | 7.90     |
| 资产负债率（%）       | 76.79    | 79.30    | 79.48    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 6.46     | 9.13     | 10.63    |
| EBITDA 利息倍数（X） | 1.73     | 1.19     | 1.04     |
| 中航技深圳          | 2013     | 2014     | 2015     |
| 所有者权益（亿元）      | 273.93   | 331.74   | 458.94   |
| 总资产（亿元）        | 1,083.00 | 1,243.56 | 1,421.88 |
| 总债务（亿元）        | 439.19   | 504.11   | 547.59   |
| 营业总收入（亿元）      | 818.29   | 784.59   | 645.02   |
| 营业毛利率（%）       | 17.02    | 17.19    | 20.60    |
| EBITDA（亿元）     | 87.02    | 99.33    | 105.84   |
| 所有者权益收益率（%）    | 12.64    | 10.17    | 6.66     |
| 资产负债率（%）       | 74.71    | 73.32    | 67.72    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 5.05     | 5.08     | 5.17     |
| EBITDA 利息倍数（X） | 4.46     | 2.87     | 3.94     |

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。

## 分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

余琴 cyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年4月26日

- 公司控股股东为中航技深圳，中航地产作为其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较大支持，且其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保一定程度上增强了本次债券的安全边际。

## 关注

- 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。
- 主营业务盈利能力有所弱化。公司 2015 年由于剥离建筑工程、幕墙工程、监理工程等建筑业务，营业收入同比下降 11.36%。且受毛利水平下滑以及期间费用上升的双重影响，公司经营业务盈利能力有所弱化。



## 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。

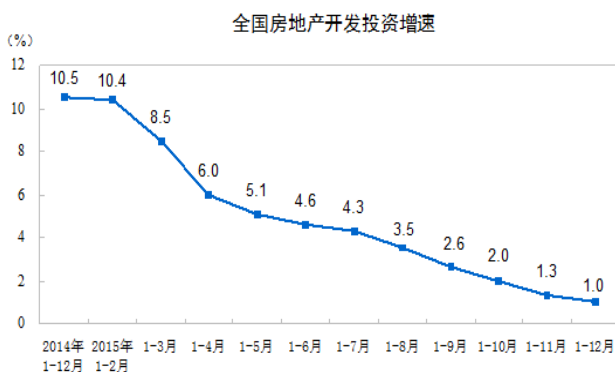
## 行业分析

2015年，政策面从“严格调控”向“正常化”回归，房地产市场在“促销费、去库存”的总基调中逐步回暖，但房地产开发投资增速逐步回落，短期内供过于求，未来去库存仍为房地产市场的主基调

2015年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，“调供应”与“促需求”双管齐下，全力去库存。随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二孩政策等一系列宽松的政策刺激，中国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交、房价等指标亦在总体上呈现回暖趋势。

在房地产投资方面，尽管2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，全年名义同比增长1.0%，增速较1~11月环比回落0.3个百分点，增速继续下行。

图 1：2014~2015 年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

土地成交方面，2015年以来，尽管房地产市场呈现复苏态势，但在去库存的大环境下，房企对行业长期发展保持谨慎态度，2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米，同比下降31.7%；同期，土地成交价款7,622亿元，同比下降23.9%。

2015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，2015年，国房景气指数延续下滑态势，于5月末达到最低点92.43点后开始小幅回升，在8月末升至93.46点后保持平衡态势，截至2015年末，国房景气指数为93.34点，较上月回落0.01点。2015年，得益于频出的利好政策刺激，全年销售面积和销售额均有所上升，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%。截至2015年末，全国100个城市（新建）住宅均价为10,980元/平方米，环比上涨0.74%，同比上涨4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面在短期内将继续存在，2015年全国商品房待售面积继续增长，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。

表 1：2013~2015 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

| 指标      | 2013    | 2014    | 2015    |
|---------|---------|---------|---------|
| 资金来源合计  | 122,122 | 121,991 | 125,203 |
| 同比增长率   | 26.5    | -0.1    | 2.6     |
| 其中：自筹资金 | 47,425  | 50,419  | 49,038  |
| 占比      | 38.83   | 41.33   | 39.17   |
| 同比增长    | 21.3    | 6.3     | -2.7    |
| 国内贷款    | 19,673  | 21,242  | 20,214  |
| 占比      | 16.11   | 17.41   | 16.14   |
| 同比增长    | 33.1    | 8.0     | -4.8    |
| 利用外资    | 534     | 639     | 297     |
| 占比      | 0.44    | 0.52    | 0.24    |
| 同比增长    | 32.8    | 19.7    | -53.6   |
| 其他来源    | 54,491  | 49,689  | 55,655  |
| 占比      | 44.62   | 40.73   | 44.45   |
| 同比增长    | 28.9    | -8.8    | 12.0    |

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

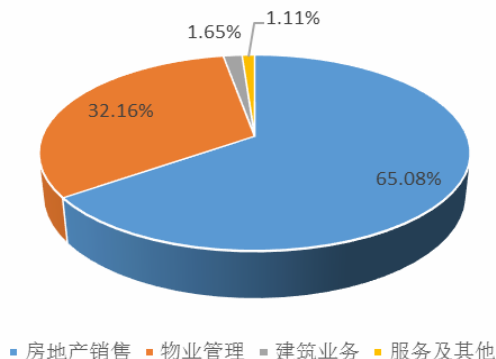
从房地产企业资金来源看，2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为

主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比进一步升至 83.59%。

## 业务运营

公司目前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。2015 年，公司实现营业收入 55.19 亿元，同比下降 11.36%，主要由于受公司剥离建筑工程、幕墙工程、监理工程等建筑业务所致。其中，房地产销售收入 35.92 亿元，占营业收入的 65.08%；物业管理收入 17.75 亿元，占营业收入的 32.16%；此外，餐饮等服务业、楼宇工程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。公司未来业务发展方向为：优化提升商业地产业务，投资发展航空科技文化业务，升级发展物业管理业务，并在不断提升业务协同价值的基础上，投资、培育新的创意经济或现代服务业务。

图 2：2015 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

### 在房地产市场景气度波动的背景下，公司通过调整产品结构与营销策略实现快速去化，合同销售金额稳步增长，新开工面积和竣工面积明显回升

公司在房地产开发经营上专注于商业地产，以“中航城”为核心品牌的城市综合体是产品线主体，经过多年发展，形成包含购物中心、写字楼、精品公寓、高尚住宅等多业态的综合开发经营模式，具有一定的品牌影响力。

2015 年得益于日趋宽松的市场环境，以及自身合理的产品定位，中航地产积极去化库存，规模总

体保持增长态势，当年实现销售面积 59.61 万平方米，同比增长 56.70%；销售金额 49.03 亿元，同比增长 54.87%。昆山九方城、赣州中航公元、赣州中航云府、贵阳中航城等项目在工程质量、呈现效果、业界口碑、客户感受、创新性等各方面都得到当地市场的高度认可，完成了销售目标。各项目在所在城市均取得了较好的市场地位，昆山九方城作为昆山市区唯一的百万方规模综合体，蝉联昆山市场销冠位置多年；2015 年贵阳中航城别墅类产品签约套数全市排名第一，签约金额全市排名第二，洋房类产品签约金额全市排名第二，在当地市场树立了良好的口碑。

结算方面，全年实现房地产项目结算面积 37.31 万平方米，同比增长 4.45%；结算收入 31.22 亿元，同比小幅下降 1.79%。2015 年公司房地产营业毛利率为 24.19%，较上年同期下降 3.09 个百分点，主要是由于土地、人工成本均有所上涨等因素的影响。

表 2：2013~2015 年公司业务运营情况

| 指标     | 单位：亿元、万平方米 |       |       |
|--------|------------|-------|-------|
|        | 2013       | 2014  | 2015  |
| 签约销售面积 | 45.37      | 38.04 | 59.61 |
| 签约销售金额 | 40.52      | 31.64 | 49.03 |
| 结算面积   | 34.28      | 35.72 | 37.31 |
| 结算金额   | 37.85      | 31.79 | 31.22 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目区域分布方面，目前公司在西南、长三角、珠三角、闽三角等区域的重点城市进行布局，形成了多项目联动开发的战略布局。从 2015 年公司销售收入的区域分布来看，当年销售收入占比超过 10% 以上的区域有广东、江苏、江西、贵阳等省份。

项目运营方面，随着房地产市场政策面逐步宽松和项目储备的增加，2015 年公司新开工面积 67.47 万平方米，同比增长 41.65%；竣工面积 125.21 万平方米，同比大幅增长 109.03%。截至 2015 年末，目前公司在建的主要有昆山九方城、九江中航城、贵阳中航城、惠东中航元·屿海、龙岩中航紫金云熙等 14 个项目，规划总建筑面积约 622.22 万平方米，就项目分布区域来看，在建项目主要分布于西南、长三角、珠三角、闽三角等区域。截至 2015 年末公司累计已投入 198.31 亿元，尚需投资 160 亿元，较大规模的在建面积为公司未来经营业绩的提升提供

了较好支撑的同时，亦给公司带来一定的资本支出压力。

**表 3：2013~2015 年公司开竣工情况**

单位：万平方米

| 指标     | 2013   | 2014   | 2015   |
|--------|--------|--------|--------|
| 开复工总面积 | 312.00 | 317.20 | 272.80 |
| 新开工面积  | 120.43 | 47.63  | 67.47  |
| 竣工面积   | 53.51  | 59.90  | 125.21 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，目前已有赣州、成都、深圳龙华、九江、昆山、深圳华强北等六家投入运营，总营业面积超过 68 万平方米，目前在建的还有贵阳九方购物中心等，运营规模不断扩大。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。

### 跟踪期内，公司新项目拓展较为谨慎，未来支付压力可控，投资性房地产价值较高

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 年末，公司土地储备约 134.81 万平方米，主要包括新疆中航翡翠城、贵阳中航城、九江中航城、岳阳中航·翡翠湾、昆山九方城（A7 地块）、衡阳地块等。此外，2016 年 1 月 18 日，公司获取成都天府新区地块，2016 年 1 月 20 日增资收购赣州 E8 地块，共计 37.33 万平方米，公司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。公司大部分持有型物业位于商业繁华地段，资产价值较高。截

至 2015 年末，公司所持有的投资性房地产账面价值达 85.66 亿元。

### 中航物业客户基础深厚，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

公司物业管理业务运营主体为全资子公司中航物业管理有限公司（以下简称“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。作为中国物业行业的领军企业之一，中航物业逐步形成了在国内物业管理领域尤其是机构物业领域的显著优势。经过多年的市场化运作，截至 2015 年底，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城市，承揽机构类、商业类、住宅类高端项目等 357 个，管理面积超过 3,736 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。

2015 年中航物业公司物业管理项目新签合同额持续增长，新拓展项目 73 个，包括武汉建行、商务部、最高检、南开大学、深圳移动、武汉园博园、山东即墨蓝色新区等一批具有市场影响力的新项目，为物业管理业务的未来发展起到支撑作用。同时，继续优化地产产品服务标准化体系，开发高端创新服务产品，创办中航管家学院，大胆尝试社区商务新经济，助力地产品牌提升。中航物业还积极推进商业模式创新，被评为“2015 中国物业管理行业商业模式创新企业”。

### 财务分析

以下分析基于中航地产提供的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 2013~2014 年财务报告，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 年财务报告，所有财务数据均为合并报表口径。

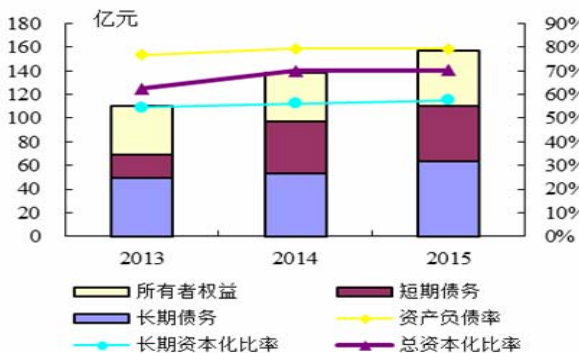
### 资本结构

随着房地产开发规模的增长，近年来公司资产和负债规模稳步提升。2015 年末公司总资产为



228.81 亿元，同比增长 14.02%，主要源于运营规模扩张带来的货币资金、应收账款、在建工程增长以及投资性房地产增值等。负债方面，2015 年末公司负债总额为 181.86 亿元，同比增长 14.28%，主要源于长短期借款、应付账款和预收账款增加所致。自有资本方面，受益于历年盈余利润的积累，公司自有资本实力不断增强，2015 年末所有者权益合计 46.95 亿元，同比增长 13.00%。

图 3：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年来伴随着开发项目和土地储备的增长，外部融资规模增加，公司财务杠杆比率有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 79.48% 和 70.17%。与行业内其他上市房地产企业相比，公司杠杆比率处于偏高水平。

表 4：截至 2015 年 12 月 31 日公司与部分  
房地产上市公司资本结构比较

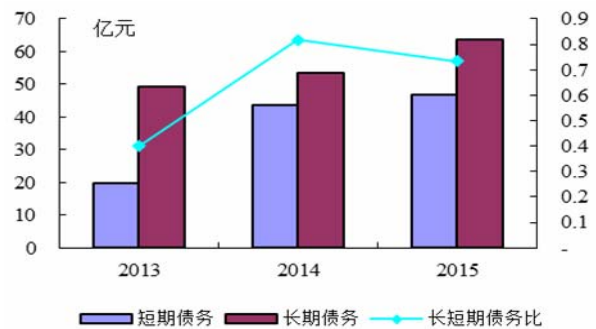
| 公司          | 总资产           | 资产负债率         |
|-------------|---------------|---------------|
| 万科 A        | 6,112.96      | 77.70%        |
| 华夏幸福        | 1,686.23      | 84.80%        |
| 中粮地产        | 553.22        | 79.96%        |
| 信达地产        | 521.84        | 83.24%        |
| 上实发展        | 272.75        | 79.79%        |
| 苏宁环球        | 247.84        | 61.41%        |
| 苏州高新        | 202.43        | 70.79%        |
| <b>中航地产</b> | <b>228.81</b> | <b>79.48%</b> |

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

债务方面，随着在建项目的持续推进，公司外部融资需求显著上升，截至 2015 年末，公司总债务规模为 110.45 亿元，同比增长 13.57%，其中短期债务为 46.72 亿元，同比增长 6.81%，长期债务为 63.73 亿元，同比增加 19.10%，长短期债务比（短

期债务/长期债务）为 0.73 倍，较上年同比小幅下降 0.09 倍。鉴于房地产项目的开发周期较长，长期债务为主的融资结构将更有利于运营资金的稳定，公司债务期限结构较为合理。随着 2016 年公司债券 15 亿元的成功发行，未来公司债务期限结构将得到进一步优化。

图 4：2013~2015 年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模稳步增长，资本实力不断增强，以长期债务为主的债务期限结构较为合理，但随着项目开发投入和债务规模的持续增加，公司财务杠杆比率持续上升，处于行业内较高水平。

## 流动性

2015 年末公司流动资产总额为 136.42 亿元，较上年末减少 5.65%，占总资产的比重为 59.62%。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，2015 年末两项占流动资产的比重为 88.62%，同比上升 5.94 个百分点。

表 5：2013~2015 年公司流动资产分析

|                | 2013  | 2014  | 2015  |
|----------------|-------|-------|-------|
| 流动资产/总资产       | 71.79 | 72.05 | 59.62 |
| 存货/流动资产        | 70.68 | 76.50 | 77.85 |
| 货币资金/流动资产      | 10.95 | 6.17  | 10.77 |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 81.64 | 82.68 | 88.62 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年销售的加快使得公司存货规模有所下降，年末存货净额为 106.20 亿元，同比减少 3.99%。从构成来看，开发成本和开发产品占存货总额的比例分别为 82.42% 和 17.52%。较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备成本，为公司未来业绩增长提供保障，但同时亦给公司带来了一定的销售压力和资金压力。



从资产周转率来看，近年来公司不断优化产品结构，提升项目管控效率，加快存货去化速度，资产周转效率持续保持行业内较好水平，2015年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为0.39次和0.26次。

表6：2015年公司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）   |
|-------------|-------------|-------------|
| 万科 A        | 0.40        | 0.35        |
| 华夏幸福        | 0.28        | 0.27        |
| 中粮地产        | 0.28        | 0.27        |
| 信达地产        | 0.19        | 0.18        |
| 上实发展        | 0.33        | 0.24        |
| 苏宁环球        | 0.28        | 0.32        |
| 苏州高新        | 0.22        | 0.16        |
| <b>中航地产</b> | <b>0.39</b> | <b>0.26</b> |

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

现金流方面，受益于房地产行业所有回暖，公司2015年加快去化，加速回款，加之公司严格控制项目的开发节奏，项目开发成本的投入速度与上年同期相比有所下降，使得2015年公司经营性净现金流大幅上升至5.39亿元。受益于公司手持货币资金规模上升，2015年末货币资金/短期债务小幅上升至0.31倍，但货币资金对短期债务的覆盖能力仍较弱。

总体看，公司现有拟在建项目规模较大，后续资金需求量较大，但考虑到其处于行业良好水平的资产周转效率，可对其流动性形成较好支撑。

## 盈利能力

从收入规模看，2015年由于公司剥离建筑工程、幕墙工程、监理工程等建筑业务，全年营业收入下降至55.19亿元，同比下降11.36%。受当前房地产行业持续调整、整体利润逐渐回落以及开发成本上升等因素影响，近年来公司整体的毛利水平持续下降，初始获利空间逐渐收窄，2015年公司营业毛利率继续下滑至24.19%。截至2015年12月31日，公司预收款项尚有26.34亿元，一定规模的待结算资源对其未来经营业绩的提升提供了保障。

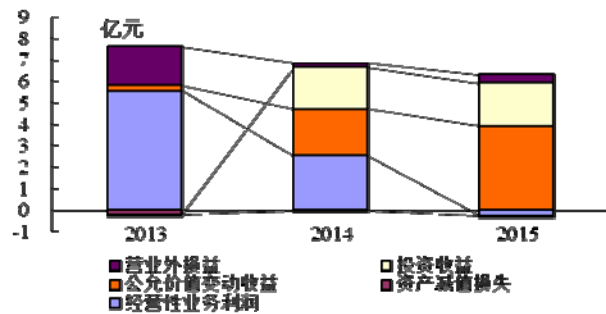
表7：2013~2015年公司期间费用情况

|           | 2013  | 2014  | 2015  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 销售费用（亿元）  | 1.70  | 1.90  | 2.04  |
| 管理费用（亿元）  | 2.91  | 3.76  | 3.38  |
| 财务费用（亿元）  | 2.72  | 3.28  | 3.73  |
| 三费合计（亿元）  | 7.33  | 8.93  | 9.15  |
| 营业总收入（亿元） | 62.25 | 62.26 | 55.19 |
| 三费收入占比（%） | 11.78 | 14.35 | 16.5  |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

费用控制方面，2015年公司期间费用整体仍呈现一定增长。随着房地产项目开发进度的推进，其销售费用增至2.04亿元；管理费用3.38亿元，较上年同期小幅下降；由于计入财务费用的利息支出增加，财务费用上升至3.73亿元。综上，2015年公司期间费用合计9.15亿元，占营业收入比重为16.58%，费用控制能力有待加强。

图5：2013~2015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

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，2015年，受毛利空间下降以及期间费用上升侵蚀部分利润影响，公司经营性业务出现小幅亏损，但同期投资性房地产公允价值变动收益大幅增加，此外，营业外收益和对厦门紫金中航置业有限公司的投资收益也对公司利润总额起到一定补充作用。2015年公司实现利润总额6.06亿元，实现净利润3.71亿元；同期所有者权益收益率为7.90%，较上年下降3.64个百分点，盈利能力有所下降。

总体来看，近年来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。但整体来看，公司产品契合市场需求，资产周转效率较高，加之一定规模的已售待结资源，均能够对其未来经营业绩的提升形成支撑。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模保持在较高水平。截至 2015 年末，公司总债务规模上升至 110.45 亿元，同比增长 13.57%。

表 8：2013~2015 年公司偿债能力分析

单位：亿元

| 项目             | 2013   | 2014   | 2015   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 总债务（亿元）        | 68.93  | 97.25  | 110.45 |
| 经营活动净现金流（亿元）   | -13.70 | -26.75 | 5.39   |
| EBITDA（亿元）     | 10.67  | 10.66  | 10.39  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 6.46   | 9.13   | 10.63  |
| 经营净现金流/总债务（X）  | -0.20  | -0.28  | 0.05   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 1.73   | 1.19   | 1.04   |
| 经营净现金流/利息支出（X） | -2.22  | -2.98  | 0.54   |

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，受利润规模下降的影响，公司 2015 年 EBITDA 为 10.39 亿元，同比小幅下降 2.53%。同时，受债务规模增长较快影响，2015 年公司主要偿债能力指标小幅弱化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 10.63 倍和 1.04 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息偿还的保障程度有待提高。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司对外担保余额 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”）的担保。中航建筑原为公司控股子公司，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，中航城发展的股东中航技深圳已就此事项出具了反担保函。此外，公司对控股子公司担保总额为 32.51 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 2015 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信额度 130.49 亿元，其中已使用授信额度 110.25 亿元，尚未使用额度为 20.24 亿元，公司具有一定的备用流动性。

整体来看，公司对外部融资依赖程度较高，2015 年债务规模继续升高；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、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提升空间，亦可对其债务的偿还形成保障。

## 担保实力

本次债券由中航技深圳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 2015 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。

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。

财务方面，从资本结构来看，截至 2015 年末，中航技深圳总资产为 1,421.88 亿元，所有者权益 458.94，资产负债率和总资本化比率分别为 67.72% 和 54.40%；总债务 547.59 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.95 倍。

2015 年中航技深圳合并口径实现营业收入 645.02 亿元，较上年同期下降 17.80%；实现净利润 30.57 亿元。得益于贸易和高端消费零售业务毛利上升，加之公司降本增效措施的持续推进，当年中航技深圳毛利率提高至 20.60%，呈现持续上升态势。

从利润总额构成来看，中航技深圳获取经营性业务利润能力较强，2015 年为 3.33 亿元，同时，公允价值变动收益、投资收益和以政府补助为主的营业外损益亦对利润总额形成良好补充，2015 年上述三项分别为 14.17 亿元、21.10 亿元和 10.76 亿元。2015 年由于中航技深圳经营性利润和房屋建筑物

公允价值变动收益较 2014 年有所下降,而中航资本控股股份有限公司以向中航技深圳发行股份的方式收购原本公司联营企业中航信托股份有限公司、中航证券有限公司的股权,使得投资收益是当年最主要的利润来源,公司利润总额下降幅度较小,仅为 3.76%。

截至 2015 年 12 月 31 日,中航技深圳对外担保 6.65 亿元,均为对关联公司的担保且金额较小,总体风险较小。融资渠道方面,中航技深圳及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 12 月 31 日,中航技深圳拥有 791 亿元的贷款授信总额度,其中已使用额度 470 亿元,尚未使用授信额度为 368 亿元,具备很强的财务弹性。

整体看,中航技深圳仍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。

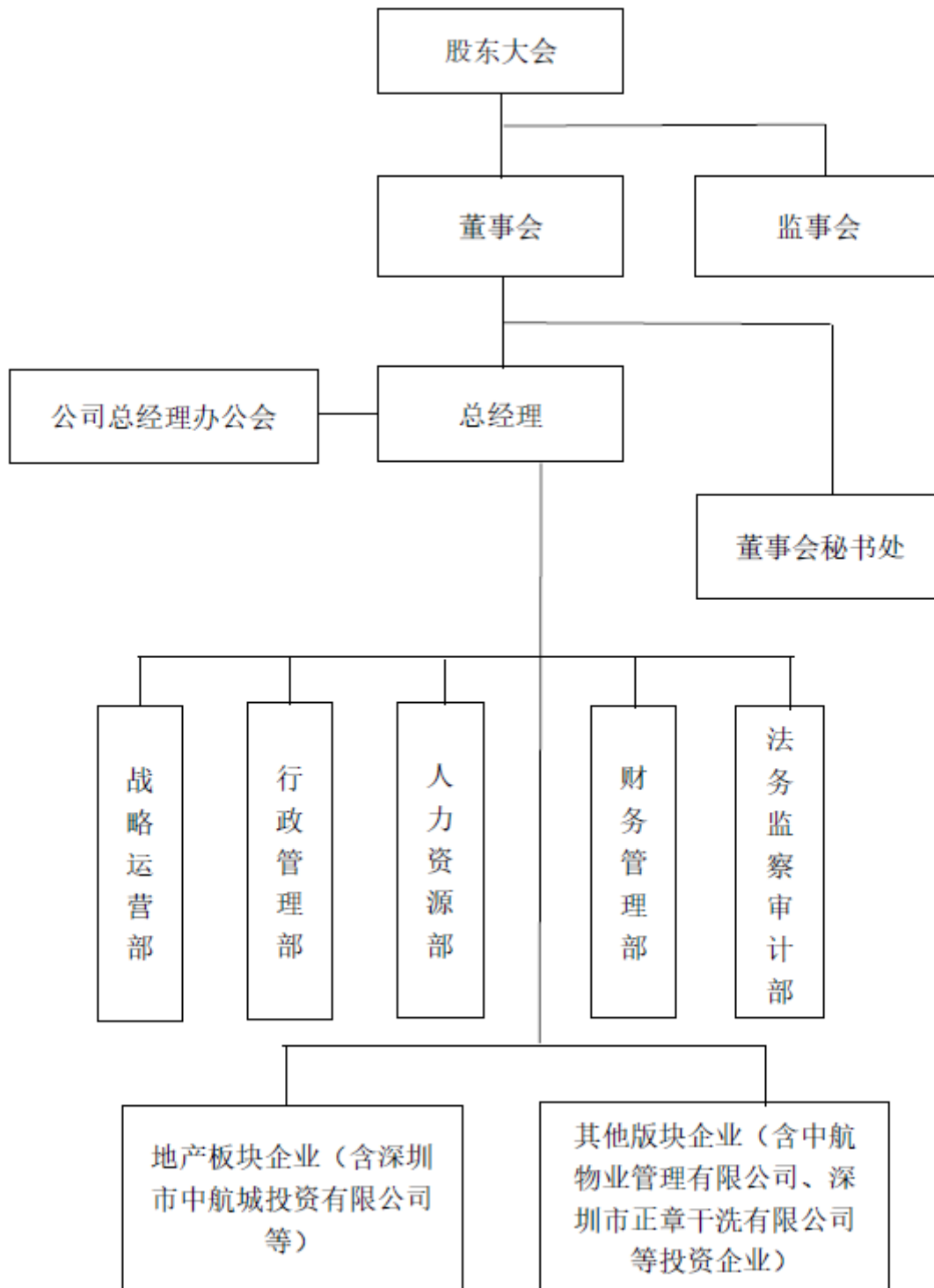
## 结 论

综上,中诚信证评维持中航地产主体信用等级 **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**。





附二：中航地产股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 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）      | 2013         | 2014         | 2015         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 139,321.06   | 89,243.77    | 146,934.53   |
| 应收账款净额           | 45,045.06    | 36,417.15    | 40,230.56    |
| 存货净额             | 899,039.58   | 1,106,126.76 | 1,062,038.84 |
| 流动资产             | 1,271,938.96 | 1,445,832.44 | 1,364,162.16 |
| 长期投资             | 61,214.85    | 9,846.95     | 14,648.00    |
| 固定资产合计           | 426,373.64   | 538,701.94   | 899,133.51   |
| 总资产              | 1,771,804.52 | 2,006,838.18 | 2,288,101.86 |
| 短期债务             | 196,970.00   | 437,405.55   | 467,190.49   |
| 长期债务             | 492,312.71   | 535,090.33   | 637,277.65   |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 689,282.71   | 972,495.88   | 1,104,468.15 |
| 总负债              | 1,360,528.42 | 1,591,361.71 | 1,818,567.45 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 411,276.10   | 415,476.47   | 469,534.41   |
| 营业总收入            | 622,457.37   | 622,624.18   | 551,875.90   |
| 三费前利润            | 128,700.46   | 114,508.39   | 89,004.30    |
| 投资收益             | -21.28       | 19,586.84    | 20,147.41    |
| 净利润              | 49,942.52    | 47,964.90    | 37,071.09    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 106,678.48   | 106,553.20   | 103,863.19   |
| 经营活动产生现金净流量      | -137,009.15  | -267,523.42  | 53,904.25    |
| 投资活动产生现金净流量      | -76,770.12   | 25,234.38    | 13,610.57    |
| 筹资活动产生现金净流量      | 198,414.37   | 191,757.13   | -4,993.01    |
| 现金及现金等价物净增加额     | -15,364.90   | -50,531.91   | 62,521.82    |
| 财务指标             | 2013         | 2014         | 2015         |
| 营业毛利率（%）         | 30.17        | 27.28        | 24.19        |
| 所有者权益收益率（%）      | 12.14        | 11.54        | 7.90         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 17.14        | 17.11        | 18.82        |
| 速动比率（X）          | 0.46         | 0.34         | 0.27         |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | -0.20        | -0.28        | 0.05         |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | -0.70        | -0.61        | 0.12         |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | -2.22        | -2.98        | 0.54         |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 1.73         | 1.19         | 1.04         |
| 总债务/EBITDA（X）    | 6.46         | 9.13         | 10.63        |
| 资产负债率（%）         | 76.79        | 79.30        | 79.48        |
| 总资本化比率（%）        | 62.63        | 70.07        | 70.17        |
| 长期资本化比率（%）       | 62.63        | 70.07        | 47.09        |

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。



**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）      | 2013          | 2014          | 2015          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,591,185.80  | 1,231,670.20  | 2,174,218.30  |
| 应收账款净额           | 860,268.24    | 1,160,536.17  | 1,105,709.63  |
| 存货净额             | 2,529,269.95  | 2,823,003.85  | 2,412,568.96  |
| 流动资产             | 6,106,689.43  | 6,508,008.75  | 6,885,259.95  |
| 长期投资             | 771,804.71    | 747,251.35    | 945,924.93    |
| 固定资产合计           | 2,921,236.98  | 4,018,767.43  | 5,222,988.00  |
| 总资产              | 10,830,024.61 | 12,435,616.76 | 14,218,782.80 |
| 短期债务             | 2,546,494.52  | 2,596,481.16  | 2,665,974.77  |
| 长期债务             | 1,845,409.20  | 2,444,603.63  | 2,809,934.28  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 4,391,903.73  | 5,041,084.79  | 5,475,909.05  |
| 总负债              | 8,090,701.74  | 9,118,206.60  | 9,629,432.34  |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 2,739,322.87  | 3,317,410.16  | 4,589,350.46  |
| 营业总收入            | 8,182,893.51  | 7,845,883.92  | 6,450,152.61  |
| 三费前利润            | 1,222,034.00  | 1,208,034.91  | 1,235,458.16  |
| 投资收益             | 132,684.46    | 91,737.92     | 210,981.82    |
| 净利润              | 346,199.97    | 337,455.73    | 305,731.18    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 870,186.72    | 993,299.41    | 1,058,412.38  |
| 经营活动产生现金净流量      | 359,367.50    | 89,390.70     | 355,626.37    |
| 投资活动产生现金净流量      | -627,706.54   | -556,025.89   | -629,654.15   |
| 筹资活动产生现金净流量      | 245,823.80    | 276,639.37    | 1,263,965.23  |
| 现金及现金等价物净增加额     | -25,349.11    | -186,591.65   | 995,800.01    |
| 财务指标             | 2013          | 2014          | 2015          |
| 营业毛利率（%）         | 17.02         | 17.19         | 20.60         |
| 所有者权益收益率（%）      | 12.64         | 10.17         | 6.66          |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 10.63         | 12.66         | 16.41         |
| 速动比率（X）          | 0.62          | 0.60          | 0.72          |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.08          | 0.02          | 0.06          |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.14          | 0.03          | 0.13          |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 1.84          | 0.26          | 1.32          |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 4.46          | 2.87          | 3.94          |
| 总债务/EBITDA（X）    | 5.05          | 5.08          | 5.17          |
| 资产负债率（%）         | 74.71         | 73.32         | 67.72         |
| 总资本化比率（%）        | 61.59         | 60.31         | 54.40         |
| 长期资本化比率（%）       | 40.25         | 42.43         | 37.98         |

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。

**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。