

## 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其已发行的“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，维持贵公司本期债券的信用等级为AAA，维持本期发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月十三日

## 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（2019）

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年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
起息日	2016年3月1日		
发行规模	人民币15亿元		
发行规模	人民币15.00亿元，于2019年3月1日回售0.84亿元，余额为14.16亿元		
上次评级时间	2018年6月11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5月30日公司完成工商登记变更，中航地产股份有限公司正式更名为中航善达股份有限公司。

### 概况数据

中航善达	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	47.28	45.99	48.85	49.33
总资产（亿元）	217.36	191.14	132.36	122.02
总债务（亿元）	99.90	67.73	48.30	42.81
营业总收入（亿元）	63.29	58.93	66.56	12.45
营业毛利率（%）	20.26	21.23	19.64	21.18
EBITDA（亿元）	8.25	6.94	15.88	-
所有者权益收益率（%）	2.91	-0.76	16.87	3.99
资产负债率（%）	78.25	75.94	63.09	59.57
总债务/EBITDA(X)	12.11	9.76	3.04	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.04	1.36	4.62	-
中航技深圳	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	473.79	490.45	501.77	509.15
总资产（亿元）	1,469.71	1,569.58	1,538.39	1,531.95
总债务（亿元）	580.77	615.79	600.93	619.74
营业总收入（亿元）	667.64	764.52	833.66	190.51
营业毛利率（%）	20.35	21.04	19.86	21.85
EBITDA（亿元）	94.06	86.02	102.49	-
所有者权益收益率（%）	4.25	1.83	2.86	4.80
资产负债率（%）	67.76	68.75	67.38	66.76
总债务/EBITDA(X)	6.17	7.16	5.86	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.37	3.10	3.23	-

### 基本观点

2018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，年末物业管理收入和物业管理面积均持续增长，其中机构类物业管理收入占比进一步提升，其在机构类物业管理市场中保持领先地位。同时，公司商业地产运营管理业务已形成一定的规模及品牌知名度。此外，担保主体中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航技深圳”）2018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”）也注意到公司房地产业务转型情况、股权变更及资产重组事项对其未来业务经营带来的不确定性影响，中美贸易争端对中航技深圳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为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

- 机构类物业管理市场中保持领先地位。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。2018年末公司物业管理收入和物业管理面积均呈增长态势，其中机构类物业管理收入占比进一步提升。
- 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”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，同时2018年公司新推出子品牌“九方荟”，进一步增强了公司整体的行业影响力。
- 中航技深圳提供的保证担保仍具备极强的保



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、中航技深圳 2016~2018 年及 2019 年 3 月末其他应付款中付息部分计入短期债务；其他非流动负债中有息部分计入长期债务。  
3、中航善达、中航技深圳 2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化调整。

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，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，可对本次债券的偿付提供有力的保障。

## 分析师

应治亚 [zyying@ccxr.com.cn](mailto:zyying@ccxr.com.cn)

刘旭丹 [lxliu@ccxr.com.cn](mailto:lxliu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 6 月 13 日

## 关注

- 房地产业务转型情况。公司未来不再获取新的地产开发项目，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及其他地产项目股权转让的进展。
- 股权变更及资产重组情况。2019 年 4 月，公司公告称公司第一大股东中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）拟将其所持公司全部股份转让给招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”），同时公司拟通过发行股份方式购买招商蛇口等持有的招商局物业管理有限公司 100% 的股权，上述交易可能会导致公司控制权发生变更，中诚信证评将持续关注上述事项进展，并及时评估其对公司未来经营和整体信用水平的影响。
- 中美贸易争端。2018 年以来，中美贸易争端不断加剧，中航技深圳电子高科技业务重要客户中兴及华为先后受到美国不同程度制裁，中诚信证评将持续关注中美贸易争端发展态势及可能对中航技深圳电子高科技业务产生的影响。

## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

中航地产股份有限公司<sup>1</sup>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%。2019年3月1日，本次债券回售0.84亿元，票面利率上调至4.20%。截至本报告出具日，本次债券余额14.16亿元。

## 重大事项

2019年4月15日，公司公告称公司第一大股东中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）筹划将其所持公司全部股份149,087,820股通过协议转让的方式全部转让给招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”），中航国际控股本次筹划转让的公司股份占公司总股本22.35%。公司拟通过发行股份方式购买招商蛇口等持有的招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）100%的股权，上述交易可能会导致公司控制权发生变更。截至2019年4月15日，公司已收到招商蛇口出具的关于参与本次重大资产重组的意向函。

2019年4月26日，中航国际控股与招商蛇口签署《中航国际控股股份有限公司与招商局蛇口工业区控股股份有限公司关于中航善达股份有限公司之股份转让协议》，中航国际控股以8.95元/股的价格转让所持有的中航善达无限售流通股股份149,087,820股，占中航善达总股本的22.35%，本次交易完成后，公司控股股东预计变更为招商蛇口，实际控制人预计变更为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”），但最终控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。同日，中航善达与招商蛇口、招商蛇口全资子公司深圳招商房地产有限公司（以下简称

“深圳招商地产”）、招商物业签署《中航善达股份有限公司与招商局蛇口工业区控股股份有限公司、深圳招商房地产有限公司之发行股份购买资产协议》，约定中航善达向招商蛇口及深圳招商地产发行人民币普通股股份购买招商蛇口及深圳招商地产持有的招商物业100%股权，发行价格为7.90元人民币/股，以上交易完成后将实现物业管理行业横向整合，提升公司的行业地位。

2019年6月6日，公司公告称经2018年度利润分配方案实施后，本次股东所持股份协议转让的价格由8.95元/股调整为8.65元/股，本次发行股份购买资产的发行价格由7.90元/股调整为7.60元/股。

中诚信证评将持续关注上述事项进展，并及时评估其对公司未来经营和整体信用水平的影响。

## 行业分析

随着城镇化水平和居民收入的持续增长，物业管理服务继续创新，预期物业服务需求保持上升。同时，2018年以来众多物业管理企业从母公司分拆上市，龙头物业管理企业通过收并购等方式加速扩张，行业集中度持续提升。

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2018年末，全国城镇化率为59.58%，同比上升1.06个百分点。2018年，全国居民人均可支配收入为28,228元，同比增长8.7%。

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和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，

<sup>1</sup> 为适应公司新的发展战略，重塑企业文化，推动公司转型发展，2018年5月29日，公司2018年第一次临时股东大会决定公司将原用名“中航地产股份有限公司”变更为“中航善达股份有限公司”（以下简称“中航善达”或“公司”）。

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。

2018年以来，众多物业管理企业借助资本市场实现快速发展。IPO方面，2018年雅生活服务、碧桂园服务、佳兆业物业等物业龙头纷纷从母公司中分拆在港股上市，此外，2018年2月南都物业成为国内第一家在A股上市的物业公司。收并购方面，2018年彩生活完成并表万象美，雅生活服务、中奥物业、碧桂园生活等物管服务企业纷纷对外进行战略收购，收并购已经成为主流物业管理快速扩张规模的有效手段。

2018年，物业管理百强企业管理面积均值为3,718.13万平方米，同比增长17.52%，增速较上年同期增加1.42个百分点；在管项目数量均值为192个，同比增加14个，百强企业管理规模呈现快速扩张态势。2018年，物业管理百强企业市场占有率为38.85%，较上年提升6.43个百分点，行业集中度进一步提升。2018年，房地产行业集中度上升，依托大型房地产企业的物业公司受益，物业管理行业集中度亦进一步提升。

总的来看，2018年以来众多物业管理企业开始参与到资本市场，通过投融资等手段实现规模快速扩张，同时积极融合互联网及引入智能设备，我国物业管理行业得到快速发展，但同时，物业管理行业也面临运营成本攀升，整体经营绩效偏低等问题。

### 2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有50余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018年8月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预

期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

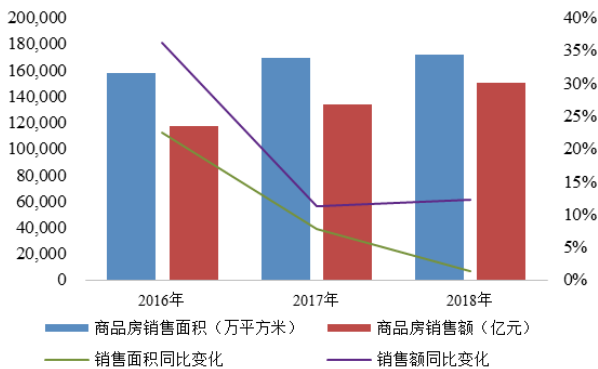
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018年1月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

### 在房地产调控政策持续的影响下，2018年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018年全国商品房销售面积与销售金额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.5个百分点。其中，2018年全国住宅销售面积和销售金额分别为147,929万平方米和126,393亿元，同比分别增长2.2%和14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售额同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售额同比增长0.7%。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年同期下降2.1个百分点。分城市能级来看，2018年12月，一线城市住宅均价达41,368元/平方米，较上年同期增长0.4%，增速同比下降1.0个百分点；二线城市住宅均价达13,582

元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点<sup>2</sup>。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

<sup>2</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的

背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

## 业务运营

受房地产开发项目减少影响，2018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。2018年，公司实现营业收入66.56亿元，同比增长12.94%。其中房地产业务收入27.03亿元，占营业收入比重40.61%，同比下滑7.04个百分点；物业管理业务收入37.18亿元，占营业收入比重55.87%，同比增长7.22个百分点，系公司营业收入的最主要来源；服务收入及其他业务收入1.33亿元，占营业收入比重2.00%，同比增长0.14个百分点，公司服务收入及其他业务收入主要包括正章干洗、老大昌酒楼、帆船及品牌管理费收入等。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成情况

业务	2017		2018	
	收入	占比	收入	占比
地产板块	28.08	47.65	27.03	40.61
物业板块	28.67	48.65	37.18	55.87
建筑业	1.09	1.84	1.01	1.52
服务收入及其他	1.09	1.86	1.33	2.00
<b>合计</b>	<b>58.93</b>	<b>100.00</b>	<b>66.56</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

跟踪期内，中航善达物业管理面积及物业管理收入均呈增长态势，其中机构类物业管理收入占比进一步提升，公司在机构类物业管理市场中继续保持领先地位。

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保持领先地位。2018年，公司物业管理业务实现营业收入 37.18 亿元，同比

增长 29.68%，物业管理业务收入占营业总收入的比重达 55.87%。其中，机构类物业管理收入 29.37 亿元，同比增长 30.00%，占物业管理收入的比重达 83.99%；住宅类物业管理收入 5.60 亿元，同比增长 16.00%，占物业管理收入的比重达 16.01%。

不同省市物业管理收入贡献方面，2018 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。当年广东省贡献物业管理收入 16.71 亿元，占同期物业管理总收入的比重为 44.94%，其中深圳市物业管理收入 13.05 亿元，占同期物业管理总收入的比重为 35.10%；公司在湖南省、北京市及山东省分别实现物业管理收入 2.06 亿元、2.52 亿元和 3.84 亿元，占比均超过 5%。

表 2：2018 年公司分区域物业管理收入

省市	物业管理收入	
	收入	占比
广东省	16.71	44.94%
其中：深圳市	13.05	35.10%
山东省	3.84	10.32%
北京市	2.52	6.79%
湖南省	2.06	5.54%
天津市	1.65	4.43%
江苏省	1.37	3.67%
江西省	1.21	3.24%
湖北省	1.05	2.81%
上海市	0.29	0.77%
其他	6.50	17.48%
<b>合计</b>	<b>37.18</b>	<b>100.00%</b>

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。2018 年公司包干制实现物业收入 32.50 亿元，酬金制实现物业收入 2.47 亿元，分别占当期物业管理总收入的 92.94% 和 7.06%。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。2018 年，公司物业管理的收费标准较上年较为稳定，由 2017 年的 9.74 元/平方米/月小幅降至 9.70 元/平方米/月；其中，广州、深圳、珠海为公司物业收费最高的三个城市，2018 年上述三个城市的物业收费分别为 18.71 元/平方米/月、12.31 元/平方米/月和 10.90 元/平方米/月。



**表 3: 2016~2019.Q1 公司不同区域物业管理收费情况**

单位: 元/平方米/月

区域	2016	2017	2018	2019.Q1
北京	9.66	8.94	10.85	11.02
上海	8.8	11.16	10.69	10.72
广州	19.55	21.29	18.71	19.14
深圳	19.45	14.71	12.31	12.42
天津	6.44	7.22	7.60	7.83
山东	7.17	9.14	6.95	6.87
南昌	4.68	5.47	5.07	5.08
武汉	5.76	7.03	6.72	6.92
湖南	5.69	6.71	8.09	8.10
四川	7.67	6.93	8.27	8.45
珠海	12.14	9.83	10.90	10.90
厦门	3.04	8.40	10.24	10.33

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

**表 4: 2016~2019.Q1 公司不同物业类型新签约情况**

单位: 万平方米、个

	2016		2017		2018		2019.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	353.53	6	212.18	11	87.00	5	-	-
机构类物业	313.80	51	598.74	64	585.00	126	205.01	12
商业类物业	-	-	25.80	4	45.00	2	34.03	1
<b>合计</b>	<b>667.33</b>	<b>57</b>	<b>836.72</b>	<b>79</b>	<b>717.00</b>	<b>133</b>	<b>239.04</b>	<b>13</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年末, 公司物业管理项目总数 523 个, 管理项目总面积 5,918 万平方米。其中, 全委托项目 520 个, 管理面积 5,828 万平方米; 顾问项目 3 个, 管理面积 90 万平方米。2018 年公司新拓展项目 133 个, 其中千万级项目 13 个, 包括山东国寿、厦门海峡明珠广场、中山大学东校区、广东国税等。2019 年以来, 公司物业管理规模继续提升, 截至 2019 年 3 月末在全国物业管理项目总数增至 533 个, 管理项目总面积增至 6,156.77 万平方米。

此外, 跟踪期内, 公司加大智慧物业平台的研发和推广, 主要通过子公司深圳市中航楼宇科技有限公司加强在物业设施设备管理产品的研发和试运行, 通过子公司航电建筑科技(深圳)有限公司加强在设备设施平台的软件、硬件持续研发和推广运行, 构建基于“互联网+”的智慧物业集成服务平台—智慧物业 π 平台。2018 年智慧物业 π 平台覆盖规模较 2017 年大幅提升, 公司智慧物业 π 修平台上线 330 个项目、π 巡平台上线 299 个项目、π 控

新签约物业方面, 2018 年公司重点开拓机构类物业市场, 住宅类物业新签约规模有所收缩, 新签约物业规模整体有所减少, 2018 年中航物业新签约物业 133 个, 新签合同金额达到 10 亿元, 新签约物业面积 717.00 万平方米, 同比下降 14.31%。其中, 住宅类物业新签约面积 87.00 万平方米, 同比下降 59.00%; 机构类物业新签约面积 585.00 万平方米, 同比下降 2.29%, 占总新签约面积比重为 81.59%。根据公司发展战略, 2019 年公司将继续在机构类物业市场上加大力度精耕细作。2019 年第一季度公司新签约物业面积 239.04 万平方米, 其中机构类物业新签约面积 205.01 万平方米, 占比为 85.76%。

平台上线 368 个项目。

**公司通过管理输出和品牌输出, 推进轻资产化扩张, 不断拓展外部项目。跟踪期内公司新开发子品牌“九方荟”, 产品体系有所丰富, 进一步增长公司整体的行业影响力。**

商业地产经营方面, 中航九方资产管理有限公司是公司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, 截至 2018 年末公司在深圳、成都、赣州、九江、昆山、浏阳、珠海等地已有 11 家九方购物中心相继开业, 总经营面积 103.36 万平方米, 其中公司受托经营管理项目为深圳华强北九方、龙华九方、赣州巨亿九方、浏阳北正西九方、珠海百货、深圳侨城坊九方、赣州信丰九方, 另有已签合同待管理的九方购物中心 3 家, 2019 年预计将在长沙、南昌、武汉等地拓展 4~5 家管理输出项目。未来公司将继续推进品牌输出和管理输出, 其商业地产经营模式将建立以“管”

为核心，打通“募投管退”各环节的轻资产模式。

2018 年公司推出社区商业品牌“九方荟”，该品牌专注于 2~5 万平方米的精致商业，以区域居民和商务人群为主要服务对象，以提供多元业态、体验服务及丰富社区活动为特色，旨在打造精致、品质的主题商业。“九方荟”目前在全国范围内拓展，优先在已有九方的城市发展，其中深圳侨城坊九方荟项目已于 2019 年 5 月 31 日开业。

租赁收入方面，2018 年公司持有型物业租赁业务合计实现租金收入 5.06 亿元，同比增长 8.35%，其中购物中心租金收入 1.95 亿元。除公司持有的九方购物中心外，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 26.05 万平方米。

**表 5：2018 年公司持有的购物中心出租情况**

单位：万平方米、万元

物业项目	出租面积	出租率	租金收入
赣州九方	6.42	98.87%	5,762.79
成都九方	7.81	96.69%	3,375.35
九江九方	9.74	93.45%	4,019.66
昆山九方	11.84	98.59%	6,346.12
<b>合计</b>	<b>25.77</b>	<b>98.16%</b>	<b>19,503.91</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**公司已明确物业资产管理业务为主营业务，跟踪期内继续出售房地产开发业务相关资产，房地产开发规模和签约销售均大幅下滑，未来公司将不再获取新的地产开发项目。**

公司已明确物业资产管理业务为主营业务，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，2018 年无新开工面积，竣工面积为 21.63 万平方米，同比增长 93.47%。2019 年 1~3 月，公司无新开工项目和竣工项目。2018 年，公司已完成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，公司未来将继续推进遗留地产项目处置工作。

**表 6：2016~2019.Q1 公司开竣工情况**

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
在建面积	64.36	78.50	4.30	4.30
新开工面积	28.07	29.93	0.00	0.00
竣工面积	32.68	11.18	21.63	0.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售情况方面，2018 年公司实现签约销售面积 5.32 万平方米，同比下降 70.13%；签约销售金额 13.87 亿元，同比下降 9.29%。结算方面，2018 年公司实现房地产项目结算面积 17.16 万平方米，同比下降 21.96%；结算收入 13.63 亿元，同比下降 36.31%。销售及结算的区域分布方面，2018 年公司销售和结算收入均集中在龙岩、衡阳和昆山，公司存量房地产项目主要位于衡阳、龙岩等三四线城市，需关注公司存量房地产项目的去化情况。2019 年一季度，公司实现销售金额 0.53 亿元，结算金额 0.73 亿元。

**表 7：2016~2019.Q1 公司业务运营情况**

单位：亿元、万平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
签约销售面积	25.55	17.81	5.32	0.92
签约销售金额	26.69	15.29	13.87	0.53
结算面积	20.34	21.99	17.16	1.47
结算金额	18.42	21.40	13.63	0.73

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，2018 年公司未新增土地，截至 2018 年末，公司房地产项目储备占地面积近 50 万平方米，储备项目位于湖南省衡阳市。

## 财务分析

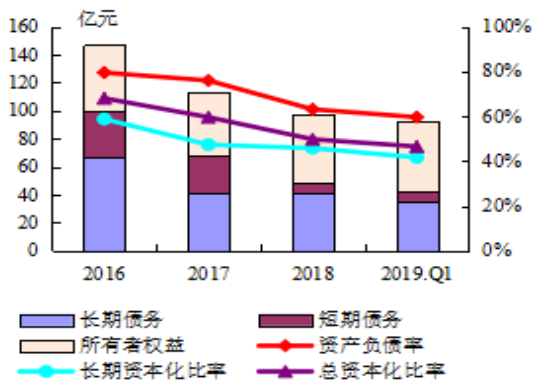
以下分析基于中航善达提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告以及 2019 年一季度未经审计的财务报表，所有财务数据均为合并报表口径。

## 资本结构

2018 年受公司剥离房地产业务以及推进轻资产运营模式影响，其资产和负债规模均大幅下降。截至 2018 年末，公司总资产为 132.36 亿元，同比

下降 30.75%；同期末负债总额 83.50 亿元，同比下降 42.47%。自有资本方面，得益于利润留存，2018 年末公司所有者权益合计 48.85 亿元，同比增长 6.24%。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 2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 63.09% 和 49.71%，较上年末分别下降 12.85 个百分点和 9.85 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司资产、负债和所有者权益分别为 122.02 亿元、72.69 亿元和 49.33 亿元，同期末公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.57% 和 46.46%。

图 2：2016~2019.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，2018 年末公司流动资产总额为 52.12 亿元，较上年末大幅减少 53.05%，占总资产的比重由上年末的 58.08% 降低至 39.38%；同期末非流动资产总额为 80.23 亿元，同比小幅增长 0.13%，占总资产的比重增长至 60.62%，公司资产构成转变为以非流动资产为主。从非流动资产构成来看，2018 年末公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成，当年末公司投资性房地产 69.19 亿元，同比小幅下降 2.62%，跟踪期内公司将子公司惠东康宏和贵阳中航股权转让导致投资性房地产减少 5.21 亿元，上述两家子公司分别持有惠东中航巽寮湾花园商铺和贵阳中航城九方购物中心及幼儿园，此外 2018 年公司外购和自建增加的投资性房地产分别为 0.08 亿元和 3.15 亿元；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房产及幼儿园构成，上述持有性物业年末公允价值合计 37.79 亿元，占公司投资性房

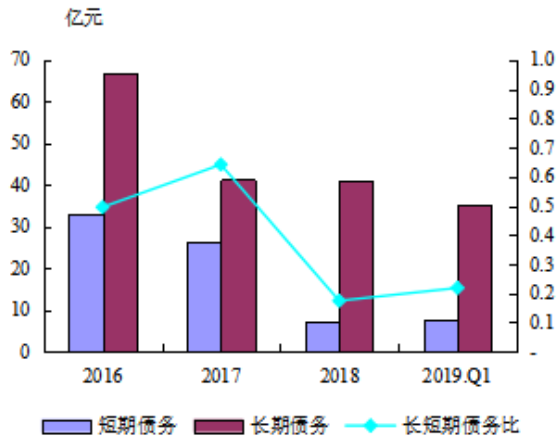
地产总额的 54.63%；此外，2018 年末投资性房地产中受限规模 50.58 亿元，占比为 73.11%，受限规模较大，主要用于抵押借款。固定资产方面，2018 年末公司固定资产账面价值 6.01 亿元，同比下降 4.55%，主要包括房屋及建筑 5.37 亿元。另 2019 年 3 月末，公司非流动资产 80.26 亿元，与 2018 年末基本持平；其中投资性房地产 69.20 亿元，固定资产 5.95 亿元。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、存货和应收票据及应收账款构成。2018 年末，公司货币资金为 22.07 亿元，同比增长 6.56%，主要系公司当年收到贵阳中航、惠东康宏股权转让款及债权款所致，其中受限规模为 0.25 亿元，主要为履约保证金和商品房按揭保证金；同期末公司存货为 17.79 亿元，同比下降 65.31%，主要系当年出售子公司惠东康宏、贵阳中航股权导致合并范围内的存货账面价值减少，以及龙岩中航紫金云熙项目商业部分当年转入投资性房地产所致，期末公司存货中开发成本 8.27 亿元，开发产品 9.45 亿元；同期末应收票据及应收账款 6.11 亿元，同比增长 19.36%，主要系应收物业管理费及其他关联方款项等增加所致。此外，2018 年末公司持有待售资产无余额，较上年末 22.89 亿元大幅减少，主要系当年完成中航城置业（上海）有限公司（以下简称“上海中航城”）100% 股权转让所致。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产降至 41.77 亿元，其中货币资金大幅降至 9.15 亿元，主要系公司偿还到期借款及支付企业所得税金额较大所致；存货小幅降至 17.20 亿元，应收票据及应收账款增至 9.78 亿元。

负债方面，2018 年末公司负债总额为 83.50 亿元，同比下降 42.47%，主要由应付票据及应付账款、其他应付款和有息债务构成。截至 2018 年末公司应付账款金额为 6.44 亿元，同比下降 28.57%，主要系应付工程款项有所减少所致，公司应付账款账龄以 1 年以内为主，其中应付工程款项余额 3.62 亿元，应付采购材料及产品生产设备款项 2.56 亿元；2019 年 3 月末，公司应付账款小幅降至 6.20 亿元。2018 年末，公司其他应付款账面价值为 9.93 亿元，同比下降 37.70%，主要系公司当年完成中航城置业

(上海)有限公司股权转让减少预收股权转让款所致;期末公司其他应付款中,往来款 4.93 亿元,押金及保证金 1.82 亿元;账龄方面,公司其他应付款账龄主要为 1 年以内、2 至 3 年,期末占比分别为 45.75%和 42.30%;2019 年 3 月末,公司其他应付款降至 9.13 亿元。债务方面,截至 2018 年末,公司总债务规模为 48.30 亿元,同比下降 28.69%,其中短期债务为 7.16 亿元,同比大幅下降 72.93%;长期债务为 41.13 亿元,同比下降 0.33%,长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.17 倍,较上年末同比减少 0.47 倍,债务期限结构仍以长期债务为主;2019 年 3 月末,公司总债务小幅增至 42.81 亿元,长短期债务比为 0.22 倍。

图 3: 2016~2019.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,同时继续推进商业经营业务轻资产模式运作,公司资产规模、负债规模和债务规模均有所下降,财务杠杆持续降低。

## 盈利能力

2018 年公司营业收入为 66.56 亿元,同比增长 12.93%,其中公司物业管理业务收入规模 37.18 亿元,同比增长 29.68%,占营业收入比重上升至 55.87%,系公司营业收入最主要来源;同期公司房地产开发业务收入 27.03 亿元,同比下降 3.74%,受房地产业务规模下降影响,同期公司建筑业务收入亦出现一定下滑。毛利率方面,受收入结构变化影响,2018 年公司毛利率水平小幅下降 1.59 个百分点至 19.64%。分行业来看,2018 年公司物业管理业务毛利率为 9.83%,较上年下降 0.72 个百分点;

房地产开发业务毛利率为 30.93%,较上年增长 0.23 个百分点;建筑业毛利率为 18.11%,较上年下降 1.63 个百分点;服务收入及其他毛利率为 65.51%,较上年上升 6.28 个百分点。

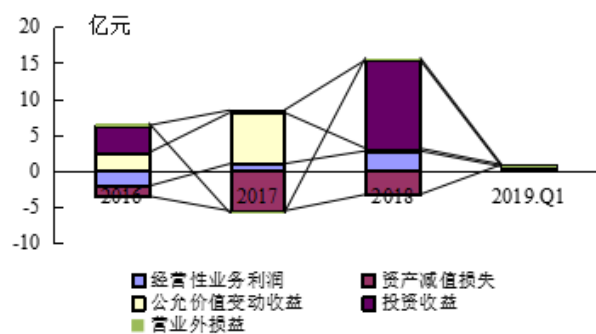
表 8: 2016~2019.Q1 公司期间费用情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用(亿元)	3.21	1.40	1.11	0.17
管理费用(亿元)	3.40	4.34	3.98	1.04
财务费用(亿元)	4.44	3.75	2.80	0.60
三费合计(亿元)	11.05	9.48	7.89	1.82
营业总收入(亿元)	63.23	58.93	66.56	12.45
三费收入占比(%)	17.48	16.09	11.85	14.61

注:2017 年及以后管理费用包含研发支出。  
资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

费用控制方面,2018 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 20.56%至 1.11 亿元;由于债务规模下降,同期财务费用下滑 9.49%至 2.80 亿元;受房地产项目减少,职工薪酬下降影响,同期公司管理费用下滑 25.35%至 3.84 亿元;此外,受研发人员数量增长及研发力度加大影响,同期研发费用大幅增长 46.29%至 1.46 亿元。综上,2018 年公司期间费用合计 7.89 亿元,占营业收入比重为 11.85%,费用控制能力有所加强。另 2019 年 1~3 月,公司期间费用合计 1.82 亿元,三费收入占比 14.61%。

图 4: 2016~2019.Q1 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

2018 年,公司利润总额 12.25 亿元,同比大幅增长 389.30%,主要系公司当年投资收益大幅增长所致。具体来看,2018 年公司经营性业务利润为 2.78 亿元,同比增长 175.12%;同期投资收益为 12.50 亿元,同比大幅增长 3,888.31%,主要系转让贵阳中航和惠东康宏股权和转让分类为持有待售资产的上海中航城取得的投资收益;同期公司资产

减值损失 3.25 亿元，同比减少 41.08%，主要系公司下属子公司天津格兰云天置业有限公司、子公司龙岩紫金中航房地产开发有限公司和子公司衡阳中航地产有限公司分别计提的存货跌价准备 2.01 亿元、0.78 亿元和 0.24 亿元；同期公司公允价值变动收益 0.12 亿元，同比减少 41.08%，主要系投资性房地产产生的公允价值收益。受利润总额增长的影响，2018 年公司扭亏为盈，实现净利润 8.24 亿元，所有者权益收益率为 16.87%，公司整体盈利能力有所上升。另 2019 年 1~3 月，公司利润总额 0.70 亿元，其中经营性业务利润 0.65 亿元；同期公司实现净利润 0.49 亿元，所有者权益收益率 3.99%。

总体来看，受物业管理业务扩张影响，2018 年公司收入规模有所上升，同时受益于投资收益大幅增长，公司较上年扭亏为盈，其整体盈利能力有所提升，但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，2018 年末公司总债务规模持续下降，为 48.30 亿元，同比下降 28.69%。考虑到公司将继续推进轻资产业务模式，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。

现金流方面，受房地产项目销售回款减少影响，公司 2018 年经营活动净现金流为 12.81 亿元，同比下降 50.01%。同期经营净现金流/总债务、经营净现金流/利息支出分别为 0.27 倍和 3.72 倍，较 2017 年分别下降 0.11 倍和 1.32 倍，经营净现金流对债务本息的保障能力有所弱化，但仍可对债务利息形成覆盖。

获现能力方面，受利润总额增长的影响，公司 2018 年 EBITDA 为 15.88 亿元，同比增长 128.99%。同期，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 3.04 倍和 4.62 倍，较 2018 年分别下降 6.72 倍和上市 3.26 倍，经营所得对债务偿还的保障程度有所增强，EBITDA 可对债务利息形成覆盖。

表 9：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	99.90	67.73	48.30	42.81
经营活动净现金流（亿元）	23.37	25.63	12.81	-6.87
EBITDA（亿元）	8.27	6.94	15.88	-
总债务/EBITDA（X）	12.08	9.76	3.04	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.23	0.38	0.27	-0.64
EBITDA 利息倍数（X）	1.04	1.36	4.62	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.94	5.04	3.72	--

注：2019.Q1 经营活动净现金流/总债务经年化处理。

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保余额，公司对控股子公司担保总额为 13.72 亿元，整体担保规模较小，或有偿债风险可控。另截至 2018 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 2018 年末，公司拥有银行授信额度 90.10 亿元，其中已使用授信额度 79.60 亿元，尚未使用额度为 10.50 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，推进轻资产业务模式，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。此外，受益于出售子公司股权及持有待售资产，公司投资收益大幅增长，当年公司利润总额大幅提升，经营所得对债务偿还的保障程度有所增强。中诚信证评将持续关注公司股权变更、资产重组及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

本次债券由中国航空技术深圳有限公司（以下简称“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 2018 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，因此国务院国资委是中航技深圳的最终控制人。

## 业务运营

中航技深圳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。2018年中航技深圳实现营业收入 833.66 亿元，同比增长 9.04%，其中，电子高科技业务收入 362.20 亿元，同比增长 23.87%，占营业总收入比重持续上升；高端消费与零售业务收入 219.39 亿元，同比增长 1.04%，占比有所下滑；地产及酒店业务收入 146.17 亿元，同比增长 5.70%；贸易业务收入 87.00 亿元，同比下降 11.42%。

表 10：2017~2018 年中航技深圳营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务	2017		2018	
	收入	占比	收入	占比
电子高科技	292.40	38.25	362.20	43.45
高端消费与零售	217.13	28.40	219.39	26.32
地产及酒店	138.30	18.09	146.17	17.53
贸易	98.22	12.85	87.00	10.44
资源开发	5.92	0.77	3.69	0.44
其他	12.56	1.64	15.20	1.82
<b>合计</b>	<b>764.51</b>	<b>100.00</b>	<b>833.66</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中航技深圳提供，中诚信证评整理

具体来看，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 年末，中航技深圳直接及间接通过子公司中航国际控股分别持有深天马 8.51% 和 14.24% 的股权，中航技深圳通过中航国际控股持有深南电路 69.74% 的股权。2018 年中航技深圳电子高科技业务实现营业收入 362.20 亿元，同比增长 23.87%。需要关注的是，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，在中美贸易争端不断的环境下，虽然中航技深圳对美直接销售规模较小，但核心客户华为、中兴等相关业务的核心零配件对美国相关供应商的依赖度高，中诚信证评将持续关注中美贸易争端态势及可能对中航技深圳电子高科技

业务的影响。

中航技深圳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 年末，中航技深圳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。2018 年飞亚达实现营业收入 34.00 亿元，同比增长 1.63%；实现净利润 1.84 亿元，同比增长 28.90%。

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“天虹股份”，股票代码 002419），截至 2018 年末，中航技深圳持有天虹股份 43.40% 股权。截至 2018 年末，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 25 个城市，共经营购物中心业态门店 13 家和综合百货店 68 家（含加盟店 4 家）、超市业态门店 81 家（含加盟店 6 家）、便利店 159 家，面积合计超过 300 万平方米。2018 年，天虹股份全年实现营业总收入 191.38 亿元，同比增加 3.25%；实现净利润 9.05 亿元，同比增加 25.98%，主要因为亏损店数量的减少和次新店的成熟。

中航技深圳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，由于中航技深圳对贸易业务的战略调整，近年该板块营业收入逐年减少，2018 年中航技深圳贸易业务实现营业收入 87.00 亿元，同比减少 11.42%。

此外，中航技深圳通过深圳中航资源有限公司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。2018 年，

中航技深圳资源投资与开发业务实现营业收入 3.69 亿元，同比下降 37.61%，主要系中航技深圳上年处置了煤炭业务及跟踪期内云南红富化肥有限公司停产所致。

## 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 2016~2017 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 2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

跟踪期内，中航技深圳资产负债规模小幅下滑，2018 年末中航技深圳总资产为 1,538.39 亿元，较上年末减少 1.99%；同期末负债 1,036.63 亿元，同比下降 3.94%；得益于少数股东权益的增长，2018 年末中航技深圳所有者权益 501.77 亿元，较上年末增加 2.31%。财务杠杆方面，2018 年末中航技深圳资产负债率和总资本化比率分别为 67.38% 和 54.50%，较上年末均小幅下降。截至 2019 年 3 月末，中航技深圳总资产规模降至 1,521.95 亿元，负债总额降至 1,022.81 亿元，所有者权益增至 509.15 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 66.76% 和 54.90%。整体来看，中航技深圳财务杠杆水平有所下降，但仍有待进一步改善。

盈利能力方面，2018 年中航技深圳实现营业收入 833.66 亿元，较上年同期增加 9.04%；同期中航技深圳毛利率 19.86%，较上年小幅下滑 1.18 个百分点。利润总额方面，2018 年中航技深圳利润总额 25.61 亿元，同比增长 27.43%，主要系由于中航技深圳当年投资收益大幅增加所致。具体来看，2018 年中航技深圳实现经营性业务利润 14.36 亿元，同比微降 0.97%；同期投资收益 21.88 亿元，同比大幅增长 248.90%，主要系中航技深圳处置长期股权投资、持有待售资产和可供出售金融资产产生的投资收益较多所致；同期中航技深圳资产减值损失（含信用减值损失）24.70 亿元，较上年损失扩大 4.27 亿元，主要为跟踪期中航技深圳确认的存货跌价损失、商誉减值损失和信用减值损失较多所致，其中信用减值损失 11.19 亿元，主要为按新金融资

产准则确认的坏账损失 11.86 亿元。得益于利润总额的增长，中航技深圳 2018 年实现净利润 14.35 亿元，较上年增长 59.80%；所有者权益收益率 2.86%，较上年增长 1.03 个百分点。2019 年 1~3 月，中航技深圳实现营业收入 190.51 亿元，毛利率为 21.85%，实现净利润 6.11 亿元。

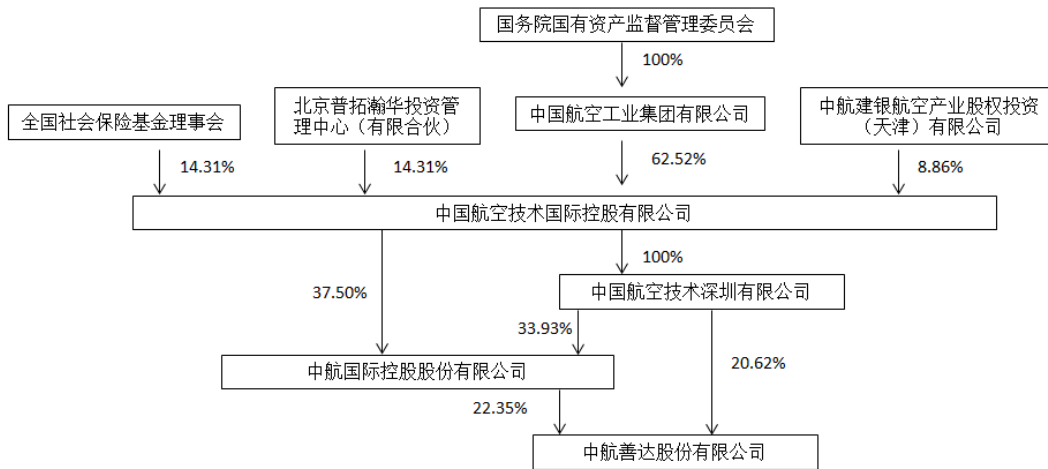
偿债能力方面，2018 年末中航技深圳总债务小幅下降 2.41% 至 600.93 亿元；同期末中航技深圳长期债务比（短期债务/长期债务）为 0.84 倍，债务结构保持较好水平。2019 年 3 月末，中航技深圳总债务升至 619.74 亿元。从主要偿债能力指标来看，受中航技深圳利润总额增长的影响，2018 年中航技深圳 EBITDA 为 102.49 亿元，同比上升 19.15%，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.86 倍和 3.23 倍，中航技深圳偿债指标有所强化，仍保持良好水平。此外，截至 2019 年 3 月末，中航技深圳对外担保余额 5.25 亿元，占同期末净资产的 1.03%，或有风险较小。备用流动性方面，截至 2019 年 3 月末，中航技深圳及下属公司在银行授信总额度为 1,526.34 亿元，尚未使用授信额度 955.37 亿元；同时，中航技深圳拥有 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，2018 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，中航技深圳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为 **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**。

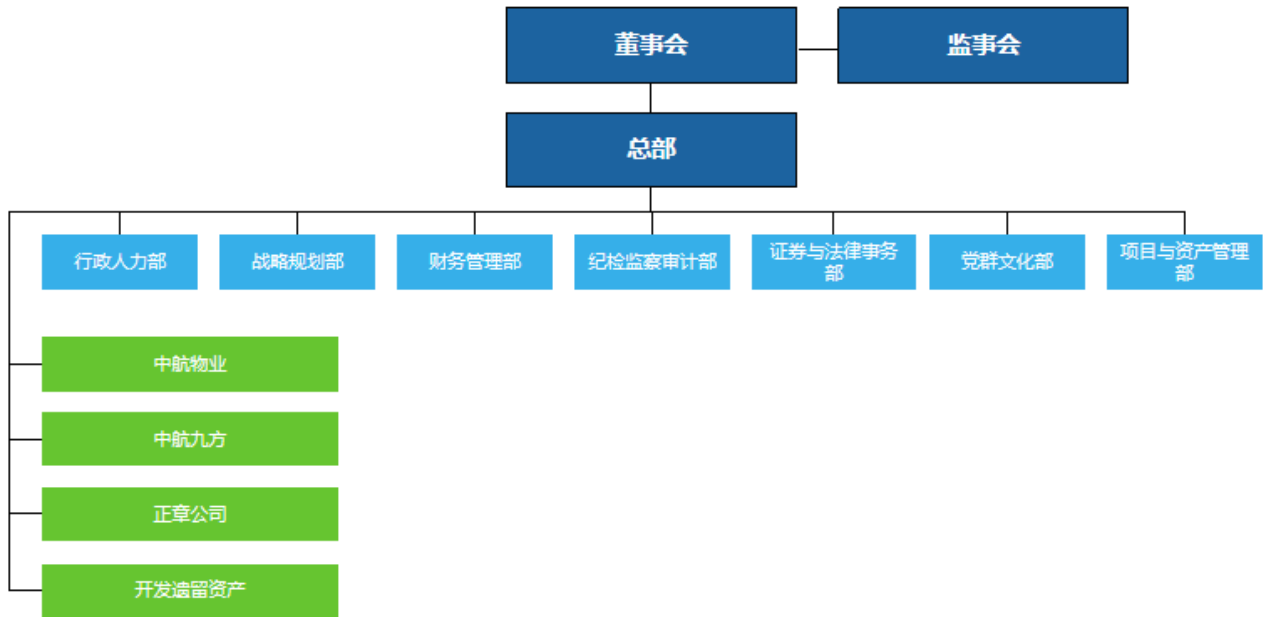
附一：中航善达股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



附二：中航善达股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	195,813.52	207,066.90	220,659.73	91,491.76
应收账款净额	56,098.04	51,090.31	60,548.09	97,353.08
存货净额	636,849.60	512,798.04	177,883.49	171,989.72
流动资产	1,244,473.10	1,110,132.27	521,232.42	417,660.55
长期投资	16,220.17	17,219.67	16,891.69	16,753.59
固定资产合计	906,550.57	775,910.43	751,963.74	751,511.96
总资产	2,173,558.50	1,911,409.77	1,323,564.61	1,220,239.00
短期债务	330,755.17	264,610.17	71,635.17	76,635.17
长期债务	668,219.70	412,711.92	411,341.77	351,428.77
总债务（短期债务+长期债务）	998,974.87	677,322.09	482,976.94	428,063.94
总负债	1,700,777.31	1,451,553.33	835,035.72	726,896.66
所有者权益（含少数股东权益）	472,781.19	459,856.44	488,528.89	493,342.34
营业总收入	632,903.70	589,349.40	665,564.65	124,451.17
三费前利润	90,148.60	104,948.06	106,722.40	24,632.10
投资收益	37,998.82	3,132.96	124,952.20	0.00
净利润	13,739.89	-3,472.81	82,398.19	4,927.04
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	82,460.86	69,366.29	158,844.50	-
经营活动产生现金净流量	233,761.50	256,251.83	128,106.16	-68,666.47
投资活动产生现金净流量	11,963.21	104,285.16	137,849.51	-535.55
筹资活动产生现金净流量	-191,216.42	-348,501.13	-247,376.64	-59,976.74
现金及现金等价物净增加额	54,508.30	12,035.86	18,579.02	-129,178.76
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	20.26	21.23	19.64	21.18
所有者权益收益率（%）	2.91	-0.76	16.87	3.99
EBITDA/营业总收入（%）	13.03	11.77	23.87	-
速动比率（X）	0.64	0.62	1.00	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.38	0.27	-0.64
经营活动净现金/短期债务（X）	0.71	0.97	1.79	-3.58
经营活动净现金/利息支出（X）	2.94	5.04	3.72	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.04	1.36	4.62	-
总债务/EBITDA（X）	12.11	9.76	3.04	-
资产负债率（%）	78.25	75.94	63.09	59.57
总资本化比率（%）	67.88	59.56	49.71	46.46

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、2019年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化调整。

**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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,958,103.06	2,222,405.35	1,668,415.32	1,481,281.73
应收账款净额	1,051,008.46	1,191,159.91	1,388,679.30	1,386,488.15
存货净额	1,979,702.15	2,013,375.99	1,511,482.20	1,576,758.24
流动资产	6,693,509.33	7,198,225.70	6,127,001.60	5,894,460.77
长期投资	835,115.52	644,308.35	630,681.40	700,783.57
固定资产合计	5,997,617.78	6,845,971.09	7,517,777.31	7,543,662.14
总资产	14,697,125.41	15,695,822.64	15,383,933.46	15,319,549.09
短期债务	2,458,714.21	2,826,526.96	2,747,543.89	2,780,954.31
长期债务	3,348,969.33	3,331,381.18	3,261,720.22	3,416,402.52
总债务（短期债务+长期债务）	5,807,683.54	6,157,908.14	6,009,264.12	6,197,356.83
总负债	9,959,218.29	10,791,280.35	10,366,283.22	10,228,057.36
所有者权益（含少数股东权益）	4,737,907.12	4,904,542.29	5,017,650.24	5,091,491.73
营业总收入	6,676,438.12	7,645,212.00	8,336,575.10	1,905,084.05
三费前利润	1,280,835.88	1,540,495.36	1,578,832.09	402,656.34
投资收益	207,566.86	62,716.44	218,815.80	3,283.63
净利润	201,325.58	89,801.08	143,499.32	61,099.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	940,646.81	860,184.95	1,024,930.89	-
经营活动产生现金净流量	797,280.05	1,102,689.93	852,742.74	-139,445.48
投资活动产生现金净流量	-1,055,806.42	-731,533.08	-729,091.86	-209,993.05
筹资活动产生现金净流量	-42,595.87	-43,212.02	-600,033.21	153,592.85
现金及现金等价物净增加额	-279,205.52	310,447.90	-465,383.34	-202,240.15
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	20.35	21.04	19.86	21.85
所有者权益收益率（%）	4.25	1.83	2.86	4.80
EBITDA/营业总收入（%）	14.09	11.25	12.29	-
速动比率（X）	0.78	0.75	0.70	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.18	0.14	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.39	0.31	-0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	2.85	3.98	2.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.37	3.10	3.23	-
总债务/EBITDA（X）	6.17	7.16	5.86	-
资产负债率（%）	67.76	68.75	67.38	66.76
总资本化比率（%）	55.07	55.66	54.50	54.90
长期资本化比率（%）	41.41	40.45	39.40	40.16

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、2016~2019年3月末其他应付款中有息部分计入短期债务，其他非流动负债中有息部分计入长期债务；

3、2019年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化调整。

**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

### 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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。