

招商局积余产业运营服务股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 12 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0654 号

招商局积余产业运营服务股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“16 积余债”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十二日

评级观点：中诚信国际维持招商局积余产业运营服务股份有限公司（以下简称“招商积余”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航技深圳”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望**稳定**；维持“16 积余债”的债项信用等级为**AAA**，该级别考虑了中航技深圳提供的无条件不可撤销连带责任保证担保。中诚信国际肯定了招商积余股东背景雄厚，物业管理项目类型丰富、管理规模持续增长，财务杠杆水平不断下降以及中航技深圳提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保具有增信效果等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到招商积余盈利能力有待提升、同时疫情给公司持有物业出租及经营带来不利影响，商誉占比较大、或面临一定的减值风险，收购招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）后的实际整合效果等因素对公司经营及本期债券信用状况造成的影响。

概况数据

招商积余	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产(亿元)	191.14	132.36	165.02	159.80
所有者权益(亿元)	45.99	48.85	80.02	80.53
总负债(亿元)	145.16	83.50	85.00	79.27
总债务(亿元)	67.73	48.30	39.51	37.89
营业总收入(亿元)	58.93	66.56	60.78	17.53
净利润(亿元)	-0.35	8.24	2.70	0.51
EBIT(亿元)	6.46	15.41	6.53	1.46
EBITDA(亿元)	6.94	15.88	7.10	1.64
经营活动净现金流(亿元)	25.63	12.81	3.59	-8.17
营业毛利率(%)	21.23	19.64	18.26	12.35
总资产收益率(%)	3.16	9.53	4.39	3.60
资产负债率(%)	75.94	63.09	51.51	49.61
总资本化比率(%)	59.56	49.71	33.06	32.00
总债务/EBITDA(X)	9.76	3.04	5.56	5.78
EBITDA 利息倍数(X)	1.36	4.62	2.90	3.28
中航技深圳	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产(亿元)	1,569.58	1,538.39	1,480.90	1,471.93
所有者权益合计(亿元)	490.45	501.77	502.46	503.21
总负债(亿元)	1,079.13	1,036.63	978.43	968.72
总债务(亿元)	615.79	600.93	559.61	578.86
营业总收入(亿元)	764.52	833.66	837.89	146.86
净利润(亿元)	8.98	14.35	31.78	2.01
EBIT(亿元)	44.61	53.02	66.60	-
EBITDA(亿元)	86.02	102.49	121.29	-
经营活动净现金流(亿元)	110.27	85.27	74.13	-18.54
营业毛利率(%)	21.04	19.86	22.67	23.14
总资产收益率(%)	2.94	3.41	4.41	-
资产负债率(%)	68.75	67.38	66.07	65.81
总资本化比率(%)	55.66	54.50	52.69	53.50
总债务/EBITDA(X)	7.16	5.86	4.61	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.10	3.23	4.69	-

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报告整理。

正面

■ **股东背景雄厚。**2019 年，公司控股股东变更为招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”），实际控制人变更为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”），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”），股东背景雄厚。

■ **物业管理项目类型丰富，管理规模持续增长。**2019 年公司完成对招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）收购，在管物业数量和面积持续提升，物业管理项目类型进一步丰富，在机构类物业管理领域仍保持国内领先地位。

■ **财务杠杆水平不断下降。**2019 年，公司偿还部分到期债务，同时增发股份使得其所有者权益明显增加，财务杠杆水平持续下降。

■ **中航技深圳提供全额无条件且不可撤销的连带责任担保具有增信效果。**2019 年中航技深圳营业总收入稳步增长、净利润大幅提升，货币资金充足、财务弹性极强。同时，中航技深圳获得股东在技术、人才、政府及全球关系合作等方面强有力的支持。其提供的无条件且不可撤销的连带责任担保具有明显的增信效果。

关注

■ **盈利能力有待提升，同时疫情给公司持有物业出租及经营带来不利影响。**2019 年公司物业管理主业毛利率水平进一步下降，总资产收益率等盈利指标表现一般，整体盈利能力有待提升。此外，受新冠肺炎疫情影响，公司持有物业出租及经营业务下滑较为明显，对公司 2020 年一季度净利润造成不利影响。

■ **商誉占比较大，或面临一定的减值风险。**并购招商物业使得公司形成了较大规模的商誉，2019 年末其商誉余额为 25.65 亿元，占总资产的比重为 15.55%。如未来招商物业发展不及预期，商誉减值可能对其资产质量和盈利能力造成不利影响。

■ **收购招商物业后的实际整合效果。**2019 年公司发行股份购买招商物业 100% 股权，重新确立“国内领先的物业资产管理运营商”的目标，中诚信国际将对公司整合后的实际经营状况、招商物业业绩承诺完成情况、平台内战略协同情况以及新目标达成效果保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，招商局积余产业运营服务股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**在管物业面积大幅提升、与招商物业整合协同效应充分发挥、盈利能力及现金流显著改善且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景发生重大不利变化，财务杠杆大幅提升、被收购公司业绩不及预期、盈利能力及现金流出现大幅下滑。

同行业比较
2019 年部分物业管理企业主要指标对比表

公司名称	在管面积 (亿平方米)	总资产 (亿元)	总资本化率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
保利物业	2.87	75.71	0.29	59.67	5.03	6.94
中海物业	1.51	42.95	3.43	54.66	5.44	3.07
招商积余	1.53	165.02	33.06	60.78	2.70	3.59

注：1、“保利物业”为“保利物业发展股份有限公司”简称，证券代码“06049.HK”；“中海物业”为“中海物业集团有限公司”简称，证券代码“02669.HK”；
 2、中海物业财务数据单位为港元，其他公司均为人民币。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
16 积余债	AAA	AAA	15.00	2016/3/1~2021/3/1（3+2）

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

招商局积余产业运营服务股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券¹（债券简称：“16 积余债”、债券代码：“112339”）于 2016 年 3 月 1 日完成发行，发行规模为人民币 15.00 亿元，发行年限为 5 年期，到期日为 2021 年 3 月 1 日，存续期第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券存续期内前三年票面利率为 3.29%，在 2019 年 3 月 31 日，发行人选择上调本期债券票面利率 91 个基点，即本期债券存续期后 2 年票面利率为 4.20% 并固定不变，债券余额为 14.16 亿元。截至 2019 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

¹ 本次债券申报时名称为“中航地产股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”，债券简称为“16 中航城”，债券代码为 112339。因公司于 2019 年 12 月 4 日完成工商变更登记，公司名称已变更为招商局积余产业运营服务股份有限公司，按照公司债券命名惯例，并征得主管部门同意，本次债券名称由“中航地产股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”变更为“招商局积余产业运营服务股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”，债券简称由“16 中航城”变更为“16 积余债”，债券代码不变。变更后的债券名称及债券简称启用日为 2019 年 12 月 16 日。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更

大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年全国城镇化水平和居民收入有所增长，房地产销售面积仍保持较大规模，预期物业服务需求保持上升

近年来，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 2019 年末，全国城镇化率为 60.60%，同比上升 1.02 个百分点。2019 年，全国居民人均可支配收入为 30,733 元，同比增长 8.9%。

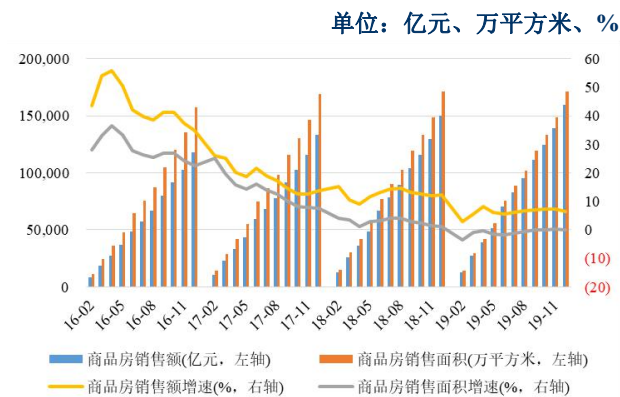
图 1：近年来全国居民人均可支配收入和城镇化率情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

同时，在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长，但较大规模的销售面积仍给未来物业面积带来巨大潜力。

图 2：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

近年来，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，物业服务百强企业管理面积均值和管理项目均值呈上升趋势。2019 年百强企业市场份额提升至 43.61%，其中 TOP10 企业管理面积均值达 2.21 亿平方米，是百强企业均值的 5.16 倍。

图 3：近年来物业服务百强企业管理面积、管理项目和市场
份额情况



资料来源：中指研究院，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019年以来，随着全国城镇化不断推进、居民收入水平的提升以及巨大的存量物业面积，物业管理行业发展潜力巨大，行业集中度亦有所提升，但房地产调控政策或对物业管理面积的增长、物业的交付时间及入住率产生一定影响。

2019年物业服务模式不断创新，同时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

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，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。

同时，人员成本作为物业管理公司的主要支出项，随着对人才数量及质量的需求增加以及平均工资的刚性增长，运营成本上升压力较大。物业公司

加大对智能化投入，通过与科技结合降低成本，但整体经营绩效仍然偏低。

近年来，众多物业管理企业借助资本市场实现快速发展。IPO方面，2019年有10家物业管理公司上市。收并购方面，2019年雅生活服务宣布收购中民物业及新中民物业60%股权，收并购已经成为主流物业管理快速扩张规模的有效手段。

中诚信国际认为，近年来众多物业管理企业开始参与资本市场，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，但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。

跟踪期内公司完成重大资产重组，其控股股东变更为招商蛇口，公司更名为招商积余，同时完成发行股份购买招商物业100%股权，中诚信国际将对公司整合招商物业后的实际经营情况保持关注

2019年4月15日，公司公告第一大股东中航国际控股筹划将其所持公司全部股份149,087,820股通过非公开协议转让的方式全部转让给招商蛇口，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%；同时公司拟通过发行股份方式购买招商蛇口和深圳招商房地产有限公司（以下简称“深圳招商地产”）持有的招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）²100%的股权。2019年9月4日，上述协议转让的公司22.35%股份过户登记手续已全部完成，招商蛇口成为公司第一大股东。2019年11月19日，招商物业100%股权过户至公司名下。2019年12月4日，公司办理完成公司名称的工商变更登记手续，公司名称由“中航善达股份有限公司”变更为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”。2019年12月5日，公司本次发行股份购买招商物业涉及的新增股份在深圳证券

² 招商物业经营业务以物业管理为主，根据公司公告的收购报告书，招商物业2018年末总资产规模为17.38亿元，所有者权益为4.08亿元，2018年营业收入和净利润分别为31.30亿元和1.50亿元；招商物业2019年6月末总资产规模为18.23亿元，2019年1~6月营业收入和净利润分别为16.13亿元和0.82亿元。

交易所上市，招商蛇口直接及间接合计持有公司 51.16% 的股份，其中直接持有公司 47.45% 的股份，并通过深圳招商地产持有公司 3.71% 的股份。公司控股股东变更为招商蛇口，实际控制人变更为招商局集团，最终控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。

此次重大资产重组的完成将招商物业纳入公司合并范围³，使得公司物业管理业务规模进一步提升。截至 2019 年末，招商物业在管项目 607 个，管理面积 8,537 万平方米。同时，公司制定了“12347”发展战略，以建设“国内领先的物业资产管理运营商”为目标，发展物业管理及资产管理两项核心业务；在战略协同方面，成为招商局集团资产保值增值平台，成为招商蛇口持有资产运营的承载平台，成为招商蛇口产业数字化的标兵；坚持专业化、集约化、生态化、市场化的“四化”发展原则，通过七大战略举措，推动战略实施落地。

与此同时，本次重组由招商蛇口、深圳招商地产作为业绩补偿义务人，承诺招商物业 2019 年度、2020 年度及 2021 年度净利润分别为不低于 1.59 亿元、1.89 亿元、2.15 亿元。业绩承诺期各期的实际净利润以招商物业扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为准。若招商物业在业绩承诺期内任一会计年度末的累积实际净利润数未达到累积承诺净利润数的，招商蛇口、深圳招商地产将通过股份及现金的方式进行补偿。

中诚信国际将对公司资产重组后的实际经营状况、招商物业业绩承诺完成情况、平台内战略协同情况以及新目标达成效果保持密切关注。

受益于招商物业纳入合并范围，2019 年公司物业管理在管面积和物业管理收入快速增长，管理项目类型进一步丰富，同时在机构类物业市场中继续保持领先地位

随着招商物业纳入并表范围以及地产业务的

置出，2019 年公司业务类型变更为以物业管理和资产管理业务为主。其中公司物业管理主要包含基础物业管理和专业化服务，2019 年同比增长 32.80% 至 51.50 亿元，系营业收入的主要来源，主要系物业管理业务年度内拓展较好及通过并购增加了物业管理项目。2020 年 1~3 月，公司营业收入同比增加 40.83%，主要系招商物业纳入合并范围及物业管理业务拓展较好所致。

表 1：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.Q1
物业管理	-	38.78	51.50	16.17
资产管理	-	6.32	6.17	0.91
其他	58.93	21.46	3.12	0.45
合计	58.93	66.56	60.78	17.53
占比	2017	2018	2019	2020.Q1
物业管理	-	58.26	84.72	92.24
资产管理	-	9.49	10.15	5.19
其他	100.00	32.25	5.13	2.57
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、2018 年公司业务类型原为地产板块（持有物业租赁、住宅销售、地产项目受托管理）、物业板块（物业管理）、建筑业（建筑类业务）、服务收入及其他（正章干洗、老大昌酒楼、自持酒店运营及轻资产管理输出），2019 年业务类型变更股为物业管理（基础物业管理和专业化服务）、资产管理（商业运营、持有物业出租及经营）、其他（遗留房地产开发项目业务）；2、2017 年业务类型未追溯调整，均计入其他。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司物业管理服务覆盖全国各地，主要以深圳区域、华东区域、华北区域、华中区域和西南区域为主。2019 年公司物业管理收入的区域划分有所调整，具体来看，2019 年深圳区域仍为公司物业管理收入主要的贡献区域，深圳区域包括深圳、东莞、惠州。此外，公司在华东、华北、华中和西南区域收入占比较高，2019 年上述区域物业管理收入均保持增长。

³招商物业自 2019 年 12 月起纳入公司合并范围，公司 2019 年度合并利润表和合并现金流量表数据仅包含招商物业 2019 年 12 月当月的数据。

表 2：2018~2019 年公司分区域物业管理收入

单位：亿元

省市	2018 年		2019 年	
	物业管理收入	占比	物业管理收入	占比
深圳区域	14.17	36.55%	20.06	38.95%
华东区域	7.66	19.77%	8.23	15.98%
华北区域	5.64	14.53%	7.58	14.72%
华中区域	4.43	11.43%	6.10	11.85%
西南区域	3.83	9.87%	5.59	10.85%
华南区域（不含深圳）	3.05	7.86%	3.92	7.61%
港澳台区域	-	-	0.02	0.04%
合计	38.78	100.00%	51.50	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新签约物业方面，受收购招商物业及公司大力拓展机构类物业市场的综合影响，公司住宅类和机构类物业服务快速扩张带动公司整体新签约面积大幅增长。同时，公司在管项目类型进一步丰富，其中住宅业态包含高端住宅、别墅、健康养老等，非住宅业态包含政府、企业总部、城市公共类（高校、医院、场馆、公共交通、城市服务等）、园区、商写物业等。从新签年度合同额⁴来看，2019 年新签年度合同额 22.08 亿元（含招商物业，下文运营数据中均涵盖招商物业 2019 年整年数据），同比增长 37.63%。

⁴ 指根据项目合同约定在一个完整年度的物业服务费收入。

表 3：2017~2020.Q1 公司不同物业类型新签约情况

单位：万平方米、个

	2017		2018		2019		2020.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	212	11	87	5	2,296	120	352	11
非住宅类物业	625	68	630	128	2151	173	1258	97
合计	837	79	717	133	4,447	293	1,610	108

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司物业管理业务在管项目 1,198 个，管理面积约 1.53 亿平方米，较上年管理面积 5,918 万平方米同比大幅增长。其中，住宅业务和非住宅业务管理面积分别为 7,653 万平方米和 7,613 万平方米，若将 2018 年招商物业管理面积合并计入公司同期数据，分别同比增长 15.96% 和 35.42%，在机构类物业领域仍保持领先地位。分平台来看，中航物业在管项目 591 个，管理面积 6,729 万平方米，其中住宅业态管理面积占比 31%，非住宅业态管理面积占比 69%；招商物业在管项目 607 个，管理面积 8,537 万平方米，其中住宅业态管理面积占比 65%，非住宅业态管理面积占比 35%。收缴率方面，2019 年物业管理费总体收缴率为 96.40%，其中非住宅业务收缴率为 97.81%，住宅业务收缴率为 92.49%。

此外，2019 年公司旗下中航物业继续加快智慧物业平台建设，当年重点研发 8 个智慧物业产品，智慧物业已布局 15 个省和 4 个直辖市，内部覆盖项目达 516 个。公司旗下招商物业 607 个在管项目全部升级为招商通 2.0 版本，面向超 30 万客户提供全业务流程在线服务。公司通过积极推动物联网技术和智慧运营中心建设相结合，建成了 6 个城市级智慧运营中心，探索物联网在门禁车行、设施设备、环境管理、业务共享等场景的推广应用，提升公司的集约化、精细化管理水平。

2019 年公司资产管理业务发展稳定，持有型物业出租收入小幅下滑，同时其他收入中房地产销售规模进一步收缩，新冠肺炎疫情亦对 2020 年一季度公司资产管理业务产生负面影响

资产管理业务方面，公司资产管理包括商业运营、持有物业出租及经营等，商业运营业务主要由公司旗下中航九方资产管理有限公司（以下简称“九方资管”）负责运营。目前，公司在商业运营管理方面已经初具规模，截至 2019 年末，九方资管在管项目 16 个，管理面积 143 万平米，其中，自营项目 4 个，受托招商蛇口项目 4 个，轻资产管理输出项目 8 个。由于资产重组及合约到期，深圳华强北九方、龙华九方委托管理合同在 2019 年 12 月 31 日结束。剔除该两个项目后，公司累计在管项目 14 个，管理面积 113 万平米。

租赁收入方面，公司拥有的出租物业包含酒店、购物中心、商业、写字楼等多种业态，总可出租面积为 59.35 万平方米，总体出租率为 96%，2019 年实现租金收入为 3.35 亿元，因上海天盛写字楼已出售完成，公司可出租面积及租金收入均有所下滑。物业出租业务中，购物中心物业委托九方资管运营管理，酒店物业租赁给格兰云天酒店管理公司运营管理，其余商业、写字楼等物业对外出租经营。此外，**中诚信国际关注到**，2020 年一季度受新冠肺炎疫情冲击，公司持有物业出租及经营业务下滑明显，对公司当期盈利造成负面影响。

表 4：2019 年公司持有型物业出租情况

单位：万平方米、万元

物业项目	可出租面积	出租率	租金收入
购物中心	38.50	97%	21,961.61
酒店	10.32	100%	5,816.07
其他持有物业	10.53	89%	5,696.00
合计	59.35	96%	33,473.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务方面，由于公司已不再从事新的房地产开发，仅销售部分遗留地产项目尾盘。截至 2019 年末，公司房地产项目昆山九方城（A6 地块）、龙岩中航紫金云熙、衡阳中航城市花园一期仍处于尾盘销售阶段。2019 年，公司实现签约销售金额 2.80 亿元，同比减少 79.81%，签约销售面积 3.88 万平方米，同比减少 27.07%。此外，公司衡阳中航城市花园项目尚有土地储备近 50 万平方米，天津九方城市广场项目地下部分施工已完成，尚待进一步开发。目前，衡阳中航城市花园项目和天津九方城市广场项目的两家企业股权已委托给控股股东招商蛇口经营管理。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的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 2017~2019 年审计报告以及 2020 年一季度未经审计的财务报表。其中，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为当期审计报告期末数。

2019 年公司整体毛利率水平有所下滑，其中物业管理毛利率水平仍有待提升，同时资产收益率指标表现较弱，整体盈利能力有待改善；此外，2020 年一季度疫情给公司持有物业出租及经营带来不利影响

受行业竞争加剧及刚性支出上升影响，2019 年公司物业管理业务毛利率进一步下滑且处于较低水平，带动公司毛利率水平呈下降趋势；同时在毛利率水平较高的资产管理业务支撑下，公司整体毛利率水平尚可。

表 5：近年来公司主要业务板块毛利率构成(%)

业务	2017	2018	2019	2020.Q1
物业管理	-	10.62	9.83	9.71
资产管理	-	74.20	73.08	52.94
其他	-	19.89	48.96	24.77
营业毛利率	21.23	19.64	18.26	12.35

注：2017 年各业务毛利率无追溯后数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司销售及管理费用规模持续减少，此外随着债务规模下降，财务费用亦有所减少，整体期间费用规模呈下降趋势，公司对期间费用的把控能力不断改善。

受益于物业管理主业业绩的提升，公司经营性业务利润呈增长态势，其中 2019 年经营性业务利润同比增长 46.85%。随着房地产开发业务的剥离，2019 年公司转回部分存货跌价准备，且当年未转让房地产项目公司股权，资产减值损失和投资收益规模同比均较小。

由于 2018 年公司处置部分子公司股权导致投资收益等非经常性损益增多，2019 年公司利润总额和 EBITDA 同比下滑较大。同期，公司 EBITDA 利润率和总资产收益率均大幅下降至较低水平，整体盈利能力有待改善。此外，根据 2020 年一季度公告，公司持有物业出租及经营收入受疫情影响导致归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同期减少 4,430 万元，疫情对公司持有物业出租及经营影响很大。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.Q1
期间费用合计	9.48	7.89	7.07	1.43
期间费用率(%)	16.09	11.85	11.64	8.17
经营性业务利润	1.12	2.84	4.17	0.75
资产减值损失	5.52	3.25	-0.08	-
公允价值变动收益	7.10	0.12	-0.13	-
投资收益	0.31	12.50	-0.03	0.01
营业外损益	-0.41	0.05	0.07	0.21
利润总额	2.60	12.25	4.08	0.96
EBITDA	6.94	15.88	7.10	1.64
EBITDA 利润率(%)	11.77	23.87	11.69	9.36
总资产收益率(%)	3.16	9.53	4.39	3.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于增发股份收购招商物业，2019 年末公司资产及所有者权益规模快速增长，财务杠杆水平有所下降

得益于增发股份合并招商物业，2019 年末公司资产规模同比增加 24.68%，公司资产主要由货币资金、应收账款、存货、投资性房地产和商誉等构成。具体来看，货币资金主要为银行存款，其中 2019

年公司偿还较多债务导致筹资活动净现金流出较多，但并表招商物业使得年末货币资金余额有所增加；应收账款主要为应收物业费等，由于期末物业管理项目增多导致公司应收账款同比增长80.84%，其中2019年末账龄在一年内的应收账款占比为92.33%；2019年末公司存货主要为拟建的衡阳项目后期和天津九方城市广场等项目，开发产品主要为衡阳中航城市花园和龙岩中航紫金云熙等尾盘项目。公司投资性房地产主要由公司位于昆山、成都、九江和赣州等地九方购物中心以及公司持有的酒店、商业及写字楼构成。由于中航紫金云熙二期商铺和九江九方购物中心项目的公允价值变动，2019年末公司投资性房地产同比小幅下降0.48%。收购招商物业使得公司产生较大规模的商誉，2019年末其商誉余额为25.65亿元，占总资产的比重为15.55%，期末商誉未发生减值。如未来招商物业发展不及预期，商誉减值可能对其资产质量和盈利能力造成不利影响。

公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息负债等构成，2019年末公司负债总额同比增加1.79%。其中应付账款主要为采购材料及生产设备款项、应付费用款项和工程款项，账龄主要集中在一年之内；其他应付款主要为往来款、押金及保证金和代收款项等；此外，2019年公司偿还较多到期债务，债务规模有所降低。

公司所有者权益主要由未分配利润、股本和资本公积等构成，2019年末公司所有者权益同比增加63.80%，自有资本实力有所夯实。具体来看，2019年公司发行3.93亿股新股购买招商物业股权，导致股本增长58.98%；受增发新股合并招商物业事项影响公司增加资本公积27.37亿元，受此影响，2019年末资本公积同比大幅增长632.32%；得益于公司的利润积累，未分配利润稳步增长。

表 7：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	191.14	132.36	165.02	159.80
货币资金	20.71	22.07	24.05	13.71
应收账款	5.11	6.05	10.95	15.88
存货	51.28	17.79	16.58	16.45
投资性房地产	71.05	69.19	68.85	68.86
商誉	-	-	25.65	25.65
总负债	145.16	83.50	85.00	79.27
总债务	67.73	48.30	39.51	37.89
应付账款	9.01	6.44	7.50	7.15
其他应付款	16.54	9.93	15.72	15.90
所有者权益	45.99	48.85	80.02	80.53
未分配利润	26.55	33.82	34.37	34.96
股本	6.67	6.67	10.60	10.60
资本公积	5.45	4.21	30.85	30.84
资产负债率(%)	75.94	63.09	51.51	49.61
总资本化比率(%)	59.56	49.71	33.06	32.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着近年来公司战略转型，房地产开发业务置出导致融资需求明显下降，其债务规模不断降低。2019年得益于公司对有息债务的控制和自有资本实力的提升，其财务杠杆水平有所下降且处于合理水平。

2019年公司经营活动净现金流同比大幅减少，但公司债务期限结构合理，且手持货币资金对短期债务的覆盖能力很强

2019年经营活动净现金流同比减少71.98%，主要系上年同期公司收到转让三家子公司的债权款，本期无此类事项所致；同期，公司物业管理项目回款较上年同期有所提升，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金稳步增长。但整体来看经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力较弱。

2019年公司偿还部分到期债务，债务规模有所下滑。与此同时，公司短期债务在总债务中占比有所减少，2019年末短期债务在总债务中占比为13.03%，债务期限结构合理。

从主要偿债指标来看，2019年公司总债务/EBITDA有所弱化，EBITDA利息保障倍数很强。同时，公司手持货币资金较为充足，对短期债务的

覆盖能力很强。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	25.63	12.81	3.59	-8.17
货币资金/短期债务	0.78	3.08	4.67	0.71
总债务	67.73	48.30	39.51	37.89
短期债务/总债务	39.07	14.83	13.03	50.75
总债务/EBITDA	9.76	3.04	5.56	5.78
经营活动净现金流/总债务	0.38	0.27	0.09	-0.22
EBITDA 利息保障倍数	1.36	4.62	2.90	3.28
经营活动净现金/利息支出	5.04	3.72	1.47	-16.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司融资渠道畅通，备用流动性尚可

截至 2019 年末，公司获得银行等金融机构授信额度为 74.6 亿元，其中未使用额度为 21 亿元，备用流动性尚可。同时，公司作为 A 股上市公司，直接及间接融资渠道畅通。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 55.85 亿元，其中受限货币资金 0.38 亿元，主要为保函保证金及商品房按揭保证金；受限固定资产 4.67 亿元，主要用于抵押借款；受限投资性房地产 50.80 亿元，主要用于抵押借款，受限资产合计占当期末总资产的 33.85%。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司无对外担保余额。截至 2019 年末，公司无重大诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 3 月 5 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

重大资产重组后，公司控股股东变更为招商蛇口，公司可在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面受到控股股东的支持

2019 年公司完成重大资产重组，公司控股股东由中航国际控股变更为招商蛇口，实际控制人变更为招

商局集团，最终控制人仍为国务院国资委。

招商蛇口主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块，系招商局集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，其业务主要集中于综合交通、特色金融、城市园区综合开发运营等领域，综合实力十分雄厚。经过几十年社区开发销售及园区开发与运营业务的积累，招商蛇口已成为全国性房地产龙头企业之一，形成了很强的品牌竞争优势。截至 2019 年末，招商蛇口总资产 6,176.88 亿元，所有者权益合计 2,273.70 亿元，资产负债率 63.19%。2019 年，招商蛇口实现营业总收入 976.72 亿元，净利润 188.57 亿元。

在重大资产重组后，公司业务重回央企主业，明确将公司建设成为“国内领先的物业资产管理运营商”，同时定位为招商局集团资产保值增值平台和招商蛇口持有资产运营的承载平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面享受控股股东及招商局集团的有力支持。招商蛇口土地储备及开发业务规模的不断增长，将为公司提供充足的项目资源；同时招商局集团在交通、港口、物流、金融服务等业务上拥有庞大的业务资源，未来通过深化与招商局集团的业务协同，有望为公司业务开拓提供新的增量空间。

偿债保障措施

中国航空技术深圳有限公司（本节简称“中航技深圳”或“公司”）为本次债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

公司系中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“中航国际”）的全资子公司，中航国际是中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业”）旗下从事国家防务和民用航空所需的航空技术和产品进出口为核心业务的综合性大型控股型集团企业，是航空工业开拓国际市场、发展相关产业和开展国际投资的综合平台。中航国际承担了航空工

业 80%以上的进出口业务，具备丰富的国际市场开拓与营销经验，产品贸易行业地位显著，也为公司在技术、人才、政府及全球关系合作等方面提供了强有力的支持。截至 2020 年 3 月末，公司控股股东中航国际持有公司 100%股权，公司实际控制人为国务院国资委。

2019 年 10 月 8 日，公司公告称控股股东中航国际拟通过要约收购方式，附带生效条件地收购公司子公司中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）全部 H 股流通股，并于 2019 年 10 月 2 日与公司、中航国际控股签署《吸收合并协议》。在中航国际控股股东大会审议通过并完成要约收购实现中航国际控股退市等相关条件的前提下，启动对公司及中航国际控股的吸收合并，并在合并最终完成后，中航国际作为存续方，承接与继承公司及中航国际控股的全部资产、负债、业务、资质以及其他一切权利义务。2020 年 3 月 10 日，香港联交所就中航国际控股退市申请出具批复，同意中航国际控股于 2020 年 4 月 17 日正式退市，本次合并的生效条件达成。中航国际将在完成必要的准备工作后，启动本次合并。

公司是一家多元化投资控股公司，主要通过附属公司从事电子高科技、高档消费品与零售、酒店和贸易物流等业务。2019 年公司电子高科技业务收入增长较快；高端消费与零售业务整体运营良好，营业总收入实现稳步增长；资源板块中航资源减亏，同时地产及酒店、船舶制造板块完成非主业剥离，经营向好；收益于各板块盈利水平的提升，全年净利润大幅提升。

公司电子信息业务的产品主要包括液晶显示器、印制电路板业务，分别由天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”）及深南电路股份有限公司（以下简称“深南电路”）作为运营主体。截至 2020 年 3 月末，公司分别直接及间接合计持有深天马及深南电路 33.18%及 69.05%的股权。2019 年，深天马实现营业收入 302.82 亿元，同比增长 4.74%，实现净利润 8.29 亿元，同比减少 15.70%。

2019 年，深南电路实现营业收入 105.24 亿元，同比增长 38.44%，实现净利润 12.34 亿元，同比增长 76.64%。

公司名表业务运营主体为飞亚达（集团）股份有限公司（以下简称“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，拥有“飞亚达”著名品牌和“亨吉利”商业品牌。近年来飞亚达技术创新推动品牌建设和业务转型升级，延伸拓展精密科技业务和智能穿戴业务领域，自 2020 年 1 月 9 日起飞亚达正式更名为“飞亚达精密科技股份有限公司”。2019 年，飞亚达实现营业收入 37.04 亿元，同比增长 8.93%，实现净利润 2.16 亿元，同比增长 17.45%。

公司零售业务运营主体为天虹商场股份有限公司（以下简称“天虹股份”），截至 2020 年 3 月末公司直接比例为 43.40%。天虹股份在广东省经营百货业务超过 30 年，是广东省规模最大的百货类零售连锁企业之一，在区域内特别是深圳市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。2019 年，天虹股份实现营业总收入 193.93 亿元，同比增长 1.33%，实现净利润 8.61 亿元，同比减少 4.85%。

公司其他业务板块包括地产与酒店、国际工程承包、贸易物流及资源投资与开发等业务。目前，公司地产与酒店业务板块包括酒店运营管理、工程承包及少部分房地产业务等，主要由成都中航瑞赛置业有限公司、北京中航瑞信投资管理有限责任公司运营；并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；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。

截至 2019 年末，公司总资产为 1,480.90 亿元，所有者权益合计为 502.46 亿元，资产负债率为 66.07%；2019 年，公司实现营业总收入 837.89 亿元，净利润为 31.78 亿元，经营活动净现金流 74.13 亿元。另截至 2020 年 3 月末，公司总资产为 1,471.93

亿元，所有者权益合计为 503.21 亿元，资产负债率为 65.81%；2020 年 1~3 月，公司实现营业总收入 146.86 亿元，净利润为 2.01 亿元，经营活动净现金流-18.54 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司持有货币资金充足，且受限比例极低；公司及下属子公司在银行授信总金额为 1,352.34 亿元，尚未使用授信额度 898.27 亿元。此外，公司拥有多家境内外上市公司，资本市场融资渠道畅通，具备极强的财务弹性。

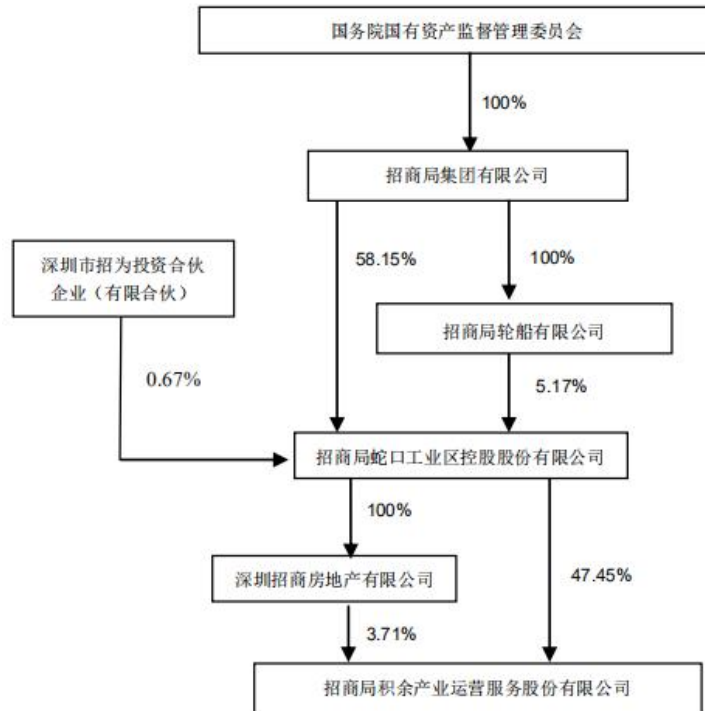
综合来看，中诚信国际维持中国航空技术深圳有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，其提供的无条件且不可撤销连带责任保证担保对“16 积余债”还本付息起到有力保障作用。

评级结论

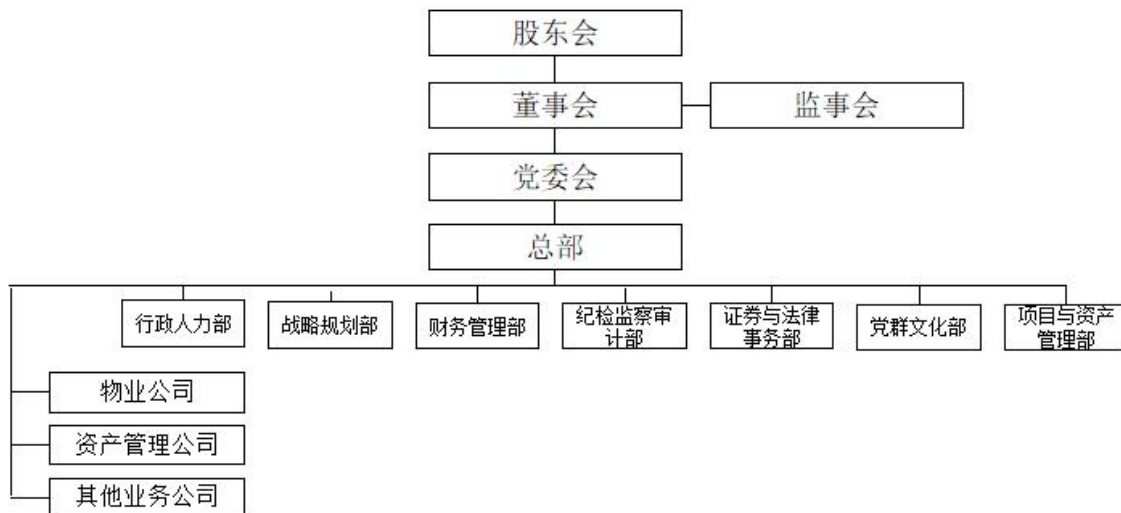
综上所述，中诚信国际维持招商局积余产业运营服务股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“16 积余债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：招商局积余产业运营服务股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）

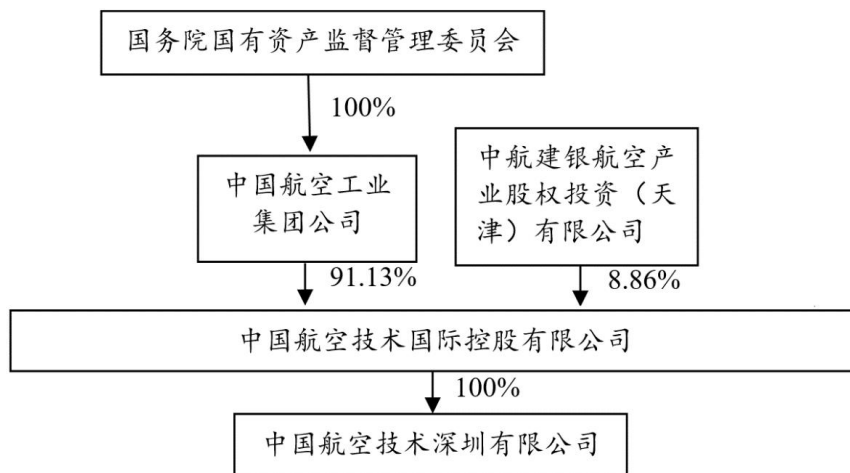
股权结构图



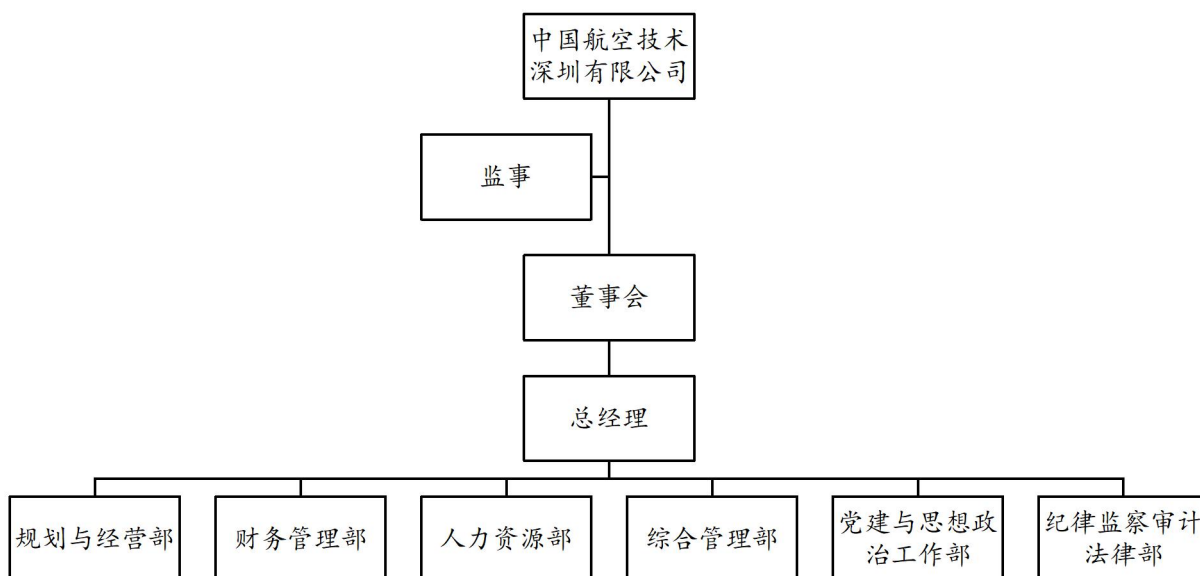
组织结构图



附二：中国航空技术深圳有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：2019 年 9 月 11 日，中航国际原股东北京普拓瀚华投资管理中心（有限合伙）及全国社会保障基金理事会退出，将股权划转给航空工业。



资料来源：公司提供

附三：招商局积余产业运营服务股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	207,066.90	220,659.73	240,548.76	137,083.75
其他应收款	70,002.29	42,742.31	49,630.40	50,553.69
存货净额	512,798.04	177,883.49	165,827.12	164,514.54
长期投资	17,219.67	16,891.69	14,384.23	14,439.72
固定资产	62,965.81	60,098.70	60,139.53	59,285.30
在建工程	2,430.16	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,117.65	1,083.80	2,466.27	2,421.16
投资性房地产	710,514.46	691,865.04	688,535.77	688,642.23
总资产	1,911,409.77	1,323,564.61	1,650,169.21	1,597,993.68
预收款项	253,519.74	27,349.91	55,980.46	49,874.47
其他应付款	165,395.00	99,269.35	157,232.47	158,968.01
短期债务	264,610.17	71,635.17	51,483.76	192,294.36
长期债务	412,711.92	411,341.77	343,647.66	186,591.67
总债务	677,322.09	482,976.94	395,131.43	378,886.03
净债务	470,255.18	262,317.20	154,582.67	241,802.28
总负债	1,451,553.33	835,035.72	849,954.07	792,713.00
费用化利息支出	38,647.56	31,601.61	24,485.25	4,993.26
资本化利息支出	12,222.88	2,813.75	0.00	0.00
所有者权益合计（含非控股股东权益）	459,856.44	488,528.89	800,215.14	805,280.69
营业总收入	589,327.10	665,564.65	607,790.37	175,265.67
经营性业务利润	11,216.49	28,407.02	41,716.32	7,490.28
投资收益	3,132.96	124,952.20	-337.93	55.49
净利润	-3,472.81	82,398.19	26,972.36	5,146.99
EBIT	64,634.75	154,133.14	65,316.11	14,634.10
EBITDA	69,366.29	158,844.50	71,039.57	16,401.07
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	132,396.02
经营活动产生现金净流量	256,251.83	128,106.16	35,891.06	-81,669.87
投资活动产生现金净流量	104,285.16	137,849.51	121,467.38	-528.57
筹资活动产生现金净流量	-348,501.13	-247,376.64	-138,789.04	-20,712.10
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率（%）	21.23	19.64	18.26	12.35
期间费用率（%）	16.09	11.85	11.64	8.17
EBITDA 利润率（%）	11.77	23.87	11.69	9.36
总资产收益率（%）	3.16	9.53	4.39	3.60*
净资产收益率（%）	-0.74	17.38	4.19	2.56*
流动比率(X)	1.15	1.51	1.43	1.05
速动比率(X)	0.62	1.00	1.03	0.73
存货周转率(X)	0.81	1.55	2.89	-
应收账款周转率(X)	23.07	11.92	7.15	-
资产负债率（%）	75.94	63.09	51.51	49.61
总资本化比率（%）	59.56	49.71	33.06	32.00
短期债务/总债务（%）	39.07	14.83	13.03	50.75
经营活动净现金流/总债务（X）	0.38	0.27	0.09	-0.86*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.97	1.79	0.70	-1.70*
经营活动净现金流/利息支出（X）	5.04	3.72	1.47	-16.36
总债务/EBITDA（X）	9.76	3.04	5.56	5.78
EBITDA/短期债务（X）	0.26	2.22	1.38	0.34*
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.36	4.62	2.90	3.28
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	1.51	4.56	2.67	2.93

注：1、所有者权益包含非控股股东权益，净利润包含非控股股东损益；2、2020年一季度带*指标经年化调整。

附四：中国航空技术深圳有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2,222,405.35	1,668,415.32	1,560,304.46	1,328,299.07
应收账款净额	1,191,159.91	1,388,679.30	1,301,500.42	1,251,567.04
其他应收款	727,051.79	579,886.00	458,190.36	438,497.58
存货净额	2,013,375.99	1,632,157.94	1,520,064.90	1,492,603.07
长期投资	644,308.35	662,922.64	757,263.43	749,024.25
固定资产	3,927,291.15	4,284,190.52	4,039,071.75	4,019,240.10
在建工程	1,255,139.14	1,337,803.96	2,036,888.63	2,253,253.19
无形资产	584,193.32	604,885.67	573,479.04	536,908.83
总资产	15,695,822.64	15,383,933.46	14,808,977.68	14,719,278.47
其他应付款	1,015,076.52	1,108,434.84	1,025,358.46	981,634.34
短期债务	2,826,526.96	2,747,543.89	2,262,552.60	2,167,328.69
长期债务	3,331,381.18	3,261,720.22	3,333,512.49	3,621,278.18
总债务	6,157,908.14	6,009,264.12	5,596,065.09	5,788,606.87
净债务	3,935,502.80	4,340,848.79	4,035,760.63	4,460,307.81
总负债	10,791,280.35	10,366,283.22	9,784,345.55	9,687,221.29
费用化利息支出	245,153.20	274,107.81	231,080.68	--
资本化利息支出	32,139.30	42,732.14	27,306.42	--
所有者权益合计	4,904,542.29	5,017,650.24	5,024,632.13	5,032,057.18
营业总收入	7,645,212.00	8,336,575.10	8,378,912.93	1,468,618.50
经营性业务利润	254,540.42	268,316.74	402,659.43	25,235.85
投资收益	62,716.44	218,815.80	121,208.65	5,902.86
净利润	89,801.08	143,499.32	317,777.84	20,069.08
EBIT	446,130.85	530,218.38	665,985.28	--
EBITDA	860,184.99	1,024,930.89	1,212,895.84	--
经营活动产生现金净流量	1,102,689.93	852,742.74	741,306.74	-185,446.44
投资活动产生现金净流量	-731,533.08	-729,091.86	-922,460.25	-206,229.71
筹资活动产生现金净流量	-43,212.02	-600,033.21	86,038.72	147,656.29
资本支出	1,399,682.44	841,503.91	1,190,236.01	257,425.28
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	21.04	19.86	22.67	23.14
期间费用率(%)	18.25	17.22	18.27	22.56
EBITDA 利润率(%)	11.25	12.29	14.48	--
总资产收益率(%)	2.94	3.41	4.41	--
净资产收益率(%)	1.86	2.89	6.33	1.60*
流动比率(X)	1.04	0.93	0.94	0.96
速动比率(X)	0.75	0.68	0.69	0.70
存货周转率(X)	3.02	3.67	4.11	3.00*
应收账款周转率(X)	6.82	6.46	6.23	4.60*
资产负债率(%)	68.75	67.38	66.07	65.81
总资本化比率(%)	55.66	54.50	52.69	53.50
短期债务/总债务(%)	45.90	45.72	40.43	37.44
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.14	0.13	-0.13*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.31	0.33	-0.34*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.98	2.69	2.87	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	12.64	8.85	7.39	--
总债务/EBITDA(X)	7.16	5.86	4.61	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.37	0.54	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.10	3.23	4.69	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.61	1.67	2.58	--

注：1、中诚信国际合并报表债务统计口径包含其他应付款、其他非流动负债中的带息负债以及其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券；2、中诚信国际将合同资产计入存货，将合同负债计入预收账款；3、带*指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出
经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出	

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。