



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪020号

## 中航重机股份有限公司：

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“中航重机股份有限公司2011年公司债券”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信用等级AA，维持本次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  
信用评级委员会  
二零一六年四月十五日

## 中航重机股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

<b>发行主体</b>	中航重机股份有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 10 亿元		
<b>存续期限</b>	债券期限分为 4 年期和 5 年期两种，5 年期发行规模为人民币 9.96756 亿元，存续期 2012.2.8~2017.2.8；4 年期发行规模为人民币 324.40 万元，存续期 2012.2.8~2016.2.8；		
<b>上次评级时间</b>	2015/4/20		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

### 基本观点

2015 年，围绕国家相关产业政策，中航重机股份有限公司（以下简称“中航重机”或“公司”）锻铸、高端液压集成及新能源三大业务板块持续推进产业布局，在市场开拓、生产交付和新品研发等方面均取得一定成效。凭借在防务产品、高端液压集成产品等领域较强的竞争力，2015 年公司收入规模有所增长。同时，中诚信证评关注到，非经营性的亏损及投资性资金需求的存在使得公司负债率上升，加之被担保企业经营情况欠佳，公司面临的或有负债风险加大，可能对公司信用水平产生影响。

综上，中诚信证评维持中航重机主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“中航重机股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 AA。

### 概况数据

中航重机	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	42.71	44.20	38.47
总资产（亿元）	121.29	132.42	131.85
总债务（亿元）	50.82	56.49	52.25
营业收入（亿元）	63.86	58.23	58.77
营业毛利率（%）	18.00	22.21	22.52
EBITDA（亿元）	6.53	7.24	0.94
净资产收益率（%）	3.23	2.90	-14.02
资产负债率（%）	64.78	66.62	70.82
总债务/EBITDA（X）	7.78	7.80	55.84
EBITDA 利息倍数（X）	2.79	2.57	0.34

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。

### 正面

- 股东实力雄厚。公司实际控制人中航工业集团系国务院国资委直接管理的特大型国有企业，也是我国最大的航空制造企业和军工企业。公司定位于高端基础装备制造和新能源平台，在中航工业集团的产业规划中具有战略性地位。
- 政策扶持力度较大。国家“十三五”规划明确发展装备制造、新能源等战略和新兴产业，政策面支持为公司业务发展带来历史机遇及动能。同时，随着制造业转型升级和国产化替代的推进，高端装备制造国内外市场需求巨大。
- 技术实力较强，竞争优势明显。锻铸业务系公司核心产业，公司锻造工艺处于国内领先地位，部分技术已达到国际先进水平，在高端装备制造领域占据垄断地位，竞争优势显著。
- 主业获利能力仍较稳定。在新能源产业盈利下滑的情况下，公司调整产业结构和客户结构，锻铸业务利润率逐年增长，主营业务整体盈利情况仍较为稳定。

### 分析师

郭世瑶 [twinkle92@ccxr.com.cn](mailto:twinkle92@ccxr.com.cn)

徐璐 [lxu@ccxr.com.cn](mailto:lxu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

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

2016 年 4 月 15 日



## 关 注

- 随着民品工程机械业务和农机液压业务市场竞争的日趋激烈，市场需求萎缩，传统农机市场需求日渐饱和，公司高端液压集成产业未来发展前景值得关注。
- 截至 2015 年末，中航天赫（唐山）钛业有限公司等债务人面临破产重整，公司按照个别认定法对相关债权全额计提坏账准备 6.12 亿元，账款回收风险值得关注。
- 截至 2015 年末，公司对外担保余额为 1.16 亿元，其中 5733 万元已逾期，被担保方中航惠腾风电设备有限公司 2014~2015 年分别亏损 1.66 亿元和 7.18 亿元，经营情况欠佳，公司面临较大的或有负债风险。

## 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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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

“十二五”以来，国家明确将高端装备制造、新能源、新材料产业作为战略新兴产业，并出台了加快振兴装备制造业的政策，支持铸锻件、基础部件、特种原材料配套产品的技术水平提升及加快新能源产业发展；国家中长期科学和技术发展规划纲要中提出重点研究开发重大装备所需关键基础件的核心技术，开发大型及特殊材料零部件形成及加工技术，推进重大专项实施；国防科技工业发展规划中将先进制造工艺作为制约武器装备发展的瓶颈之一重点突破，并强调加快共性制造技术的推广。

中国提出“一带一路”的战略构想，对经济发展将实现新的推动，拉动国内产品的出口，尤其是装备的出口，为国内的装备制造业发展提供了机遇。2015年中国提出“中国制造2025”的战略构想，进一步明确推动装备制造业将向智能化转型升级，依靠科技创新、降低能源消耗、减少环境污染、提高经济效益、提升竞争能力、进而实现可持续发展。国家“十三五”规划的建议中继续明确了发展装备制造、新能源等战略和新兴产业。

“十三五”规划纲要草案提出，为实现制造强国战略，未来五年中国将实施高端装备创新发展工程，包括航空航天装备等八大行业。除了政策长期利好外，随着制造业转型升级和国产化替代的推进，高端装备制造国内外市场需求巨大。

**2016年我国国防支出增速有所放缓，但目前国防投入占比仍处于世界较低水平，防务产业前景良好。此外，国际航空转包市场潜力较大，为锻铸业务的发展奠定了较好的基础。**

2013年和2014年，中国国防预算分别为7202亿元和8082亿元，分别增长10.7%和增长12.2%，2015年军费预算8890亿元，增长10.1%，系五年来最低。2016年以来，中国军队深化改革，裁减员额30万，国防支出预算为9543.54亿元，同比增长7.6%，增幅进一步下滑。但目前中国军费占GDP比例始终维持在1.3%左右，属于国际上较低水平，且中国人均军费开支仍仅为日本的1/5，美国的1/20。国防开支的不断增长为军工企业的防务产业发展提供了较为有力的支持。

民用锻铸方面，“十三五”期间，国内航空运输市场将保持年均8%的增长，通用航空市场潜力将被进一步释放，公务机市场复苏，民用领域对直升机的需求飞跃式增长。据空客公司2013年预测，未来20年全球新增民用飞机需求量约为2.9万架，总价值达到4.4万亿美元，国际航空转包市场潜力巨大。

锻铸产品作为装备制造行业的基础，在航空、船舶、工程机械、电力设备、高速列车等领域均大量使用，应用较为广泛。在机械装备中，锻件占整机重量的比例很高，内燃机占80%、拖拉机占50%~80%、液压件、泵类机械占50%~60%；汽车中的关键部分几乎全部由锻铸造件构成；飞机85%左右构件是锻造件；冶金、矿山、电站等重大设备都依赖于大型锻造件，因此锻件的质量直接影响整机的质量和性能。

全球锻造产业现有产业规模在5500万吨左右，约合人民币6000亿元，锻造企业主要分布在北美、西欧、东亚、南亚等地，整体呈现西强东弱的局面，技术设备力量是主要壁垒。中国的锻件产量位居世界第一，占20%左右，其次是日本和印度。近年来，北美锻造产品60%以上在航空和汽车领域，航空占30%以上；欧洲、日本、印度锻造市场70%左右在汽车领域。欧洲农业和基础设施领域对锻件的需求强劲，北美主要是航空和石油天然气领域，日本为工业机械和工程机械。同时，中国、印度、巴西等发展中国家普遍存在产能过剩的现象。

中国是世界铸件第一生产大国，铸件产量的增长占全球产量增长的绝大部分，意味着中国铸件产量在全球市场中占有更大的比例。预计到2017年，我国铸造产量将超过5000万吨，以每吨12000元计算，行业总产值约为6000亿元。

**2015年以来工程机械仍低位运行，下游需求短期内难以提振，市场回升基础较弱；各类资本进入农业机械行业，竞争态势日益激烈。**

工程机械行业属于装备制造业，是国家重点鼓励发展的行业之一，工程机械产品主要应用于民用建筑、铁路、公路、能源、机场、港口和水利水电等基础设施建设，其市场需求直接受固定资产投资规模和工程项目量的影响。

当前国内经济态势依然整体低迷，工程机械业作为中国装备制造的一个重要分支，也依然处于低位运行的状态。2015年12月，工程机械行业出口交货值为31.58亿元，同比下降22.62%，1~12月，行业出口交货值288.46亿元，累计同比增速为-19.53%。2015年1-12月，工程机械行业产品产量累计同比增速均为负增长。

2015年以来，工程机械企业普遍面临市场需求不足、订单减少、价格持续下跌、效益大幅下降的困境，市场需求疲软的态势短期内难以明显改善，经济下行压力依然较大，加之机械行业以投资类产品为主体，在投资需求不振的环境下，机械工业市场需求回升力度仍然偏弱，回升基础不稳固。

农机方面，2015年我国2319家规模以上农机企业主营业务收入4284亿元，尽管仍比上年增长7.39%，但增速创近十年新低，行业投资强度也在减弱。从整体来看，我国农业机械已形成大中小结合的产品结构，品种和供应数量基本能满足国内大多数市场的需求，但同质化竞争严重，高端产品缺乏，缺少具有竞争力的产品，导致行业出现结构性萎缩。此外，农机行业的快速发展给农机制造企业带来机会的同时，也加剧了市场竞争。国际农机制造巨头纷纷采用合资或独资的形式进入中国市场，进一步加剧了行业竞争态势。

**得益于国家行业政策的大力扶持，风电行业发展空间较为广阔，同时随着各类调控政策的出台，行业内整合力度不断加大，我国风电产业有望走出低谷。**

在我国电力能源结构中，火电一直占主导地位，截至2014年底，我国火电装机容量达到9.2亿千瓦，占发电设备总装机容量的67.4%。根据我国节能环保的要求，国家鼓励开发新能源发电，新增火电装机容量占比将会下降。基于目前国家经济持续增长的要求及生态环保的压力，中国风电市场的发展面临广阔的空间。

根据风电行业市场调查分析报告显示，到“十三五”末，我国非石化能源占一次能源消费比重将达到15%。预计2020年风电将上调至2.5亿至2.8亿千瓦。在政策导向及市场预测方向均给予了积极的预

期，有望逐步改变替代能源的地位，上升为国家能源结构调整的主题，到2050年前后风电比重有望提高到30%，年发电量可达到22万亿千瓦时，发展潜力巨大。

2015年，全国风电产业继续保持强劲增长势头，全年风电新增装机容量3297万千瓦，新增装机容量再创历史新高，累计并网装机容量达到1.29亿千瓦，占全部发电装机容量的8.6%。2015年，风电发电量1863亿千瓦时，占全部发电量的3.3%，新增风电核准容量4300万千瓦时，同比增加700万千瓦时，累计核准容量2.16亿千瓦，累计核准在建容量8708万千瓦。

尽管风电装机容量持续增加，但不合理的过度竞争，再度反弹的“弃风限电”、缓慢发展的分布式风电以及可再生能源补贴滞后等问题持续困扰行业发展。弃风限电反映出风电行业自身和其他电源之间、风电和电网之间的诸多问题，近年来我国进行了不少探索，但尚未从根本上解决弃风限电问题，由于体制机制问题，这一现象短期内也难以消除。

2015年12月22日，国家发改委正式发文明确风电上网标杆电价下调。调价方案则定于2016年、2018年对陆上风电各类资源区价格的降低。除了风机成本大幅下降外，此次调价政策的意义在于合理引导风电投资，提升风电产业竞争力。据中国风能协会测算，风电上网电价每降低1分钱，企业内部收益率就会下降1个百分点左右。这意味着，降价幅度较大的前三类风能资源区项目吸引投资的能力将会有所下降。与此相对的是，山西、安徽、江苏、福建等风资源较好、弃风率较低、项目存量较大的四类风能资源区投资价值将得以凸显。

## 业务运营

公司业务分为锻铸、高端液压集成和新能源三大板块。2015年，公司实现营业收入58.77亿元，同比增长0.94%，三大板块业务占比分别为64%、21%和15%。

**公司锻铸产业以高端特种材料锻造件制造为核心，经营战略符合行业专业化整合发展趋势，加之国内相关政策支持，板块运营基础**

较为稳固，但受经营策略调整影响，2015年该业务板块收入有所下滑。

锻铸业务系公司收入的主要构成，目前已形成防务产品锻铸为主导、民品锻铸为补充、传统工艺和新技术结合发展的业务格局，具有较强的综合竞争优势。技术优势方面，公司研发实力雄厚，在整体模锻件、特大型钛合金锻件、难变形高温合金锻件、理化检测等方面的技术处于国内领先地位，拥有多项专利，部分技术已达到国际先进水平。产业链优势方面，经过多年发展，公司现有产业基础稳固，工艺布局成熟，人才队伍日益成熟。目前公司锻铸业务已形成从原材料集中采购、理化检测、锻造生产、材料回收的产业链布局，并通过特种材料集中采购、仓储和供应业务，以及逐步开展的返回料回收再生利用业务，实现产业链的延伸拓展。

公司锻铸业务板块主要由陕西宏远航空锻造有限责任公司、贵州安大航空锻造有限责任公司、江西景航航空锻铸有限公司、中航特材工业（西安）有限公司（以下简称“中航特材”）和中航天地激光科技有限公司5家全资和控股子公司运营。

从子公司运营情况来看，陕西宏远航空锻造有限责任公司关键新品技术攻关成效显著，工艺技术水平持续提升，经营情况稳定；贵州安大航空锻造有限责任公司通过新建外贸事业部，外部产品市场开发力度进一步加大，且承担科研课题68个，涉及10余项新材料研制或新工艺攻关工作，为公司在新型号、新材料、新产品开发领域奠定了坚实的基础；得益于防务产品需求的增长，江西景航航空锻铸有限公司逐步拓宽锻件供货的类型和广度，收入规模持续增长。由于中航特材大幅度缩减外部销售业务，当年该公司外销收入同比减少5.26亿元，同时，中航上大高温合金材料有限公司股权结构调整自2015年10月不再纳入公司合并报表范围，导致收入相应下滑1.9亿元。2015年，公司铸锻板块实现营业收入37.88亿元，同比下降3.7%。

中航特材与中航天赫（唐山）钛业有限公司等公司发生债务诉讼，由于报告期内债务人的破产重整持续了较长时间且形势不甚明朗，因此中航特材按照会计准则相关规定，已对相关债权计提坏账准备6.12亿元。

表1：2015年公司铸锻板块主要子公司的经营情况

单位：亿元

公司名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
陕西宏远	15.61	12.84%	1.66	13.85%
贵州安大	14.42	22.33%	0.71	-12.80%
江西景航	4.75	23.62%	0.63	104.10%
中航特材	5.51	-47.87%	-6.22	-87.86%
中航激光	0.16	4.24%	-0.08	-7.82%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理；

凭借在防务产业较强的竞争力，公司高端液压集成板块呈现一定的增长态势，但当前工程机械和农机行业景气度低迷，终端需求提振乏力，或负面影响公司未来液压业务发展。

公司高端液压集成板块产品主要为液压产品、散热器和高端智能装备等，运营主体为中航力源液压股份有限公司（以下简称“力源液压”）和贵州永红航空机械有限责任公司（以下简称“永红公司”）。2015年，公司积极推进中高端液压件、热交换系统等产品的生产制造，通过市场和产品结构调整，推进产品升级换代及系统集成，当年高端液压集成产业实现营业收入12.34亿元，同比增长3.38%。

公司液压业务下游客户主要为工程机械和农业机械生产商。工程机械方面，公司通过与卡特彼勒合资合作，成功实现批量交付；向徐工集团提供并实现了五型产品交付装机考核，其中两型已定型成产；农业机械方面，公司已实现旋耕机等主流配套目标，实现玉米收割机近百台产品交付装机考核，覆盖国内主流主机生产企业。得益于防务产品业务的稳中有进，2015年公司液压业务实现营业收入6.60亿元，同比增长6.11%。但随着民品工程机械业务和农机液压业务市场竞争的日趋激烈，市场需求持续低迷，主机销售降幅及库存数量均维持高位，新机生产配套大幅减少，传统农机市场需求日渐饱和，公司液压业务未来发展前景值得关注。

散热器业务方面，受工程机械行业景气度低迷影响，散热器民品国内外业务收入有所下滑，但公司积极优化防务产品布局，较大程度地改善及提高了军民品生产、试验能力，2015年防务产品同比增长29.60%，当年公司散热器业务实现收入5.52亿元，同比增长5.03%。

表 2: 公司 2015 年高端液压集成板块主要公司的经营情况

单位: 亿元

公司名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
中航力源	6.60	6.11%	0.42	1.95%
中航永红	5.52	5.03%	0.46	21.15%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

风机塔筒业务的向好推动公司新能源产业规模的增长, 但2015年风况不佳, 公司发电量同比下降, 新能源投资业务在报告期内的经营成果未实现预期。

新能源板块是公司大力发展的非航空业务, 包括新能源设备制造及工程总承包、新能源投资两大业务, 运营主体分别为中航世新燃气轮机股份有限公司(以下简称“中航世新”)和中国航空工业新能源投资有限公司(以下简称“中航新能源”)。中航世新主要产品有燃气轮机和风电塔筒等, 具有燃机和工程项目总包资质。中航新能源以风电、垃圾发电和燃机发电投资为主业。2015年公司新能源产业实现营业收入8.55亿元, 同比增长23.02%, 主要来自于中航世新子公司中航虹波风电设备有限公司风机塔筒业务的增长。

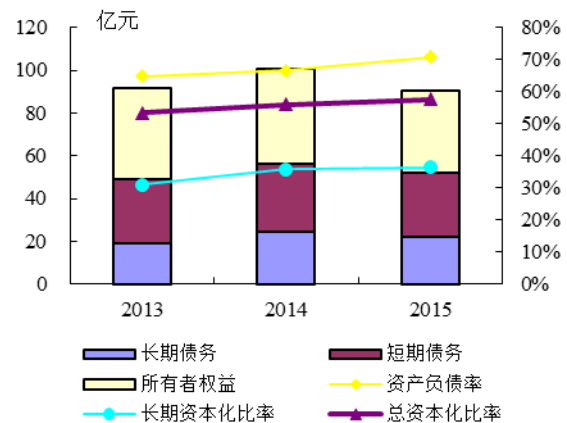
公司现有风电、垃圾发电共3个项目, 其中百灵庙风电场项目一、二期装机容量为10万千瓦, 一期已投运, 二期首台风机于2015年12月并网, 2015年一期发电量为6,939万度, 由于机组故障率较高, 且受送出线路更改影响, 2015年6月以来机组三相电流不平衡, 导致机组大面积停机, 发电效率欠佳, 全年发电小时数同比下降32.29%。大安乐胜风电场项目一、二期总装机容量为10万千瓦, 均已投入运营, 2015年发电量共计12,358万度, 全年发电小时数同比下降0.48%。南充垃圾焚烧发电厂项目共有两条垃圾焚烧线, 装机容量为2.4万千瓦, 由于对部分配套设施改造使得整体发电机组停产时间较长, 当年发电量同比下降55.99%。2015年中航新能源实现利润总额-20,829万元, 亏损同比增加1.88亿元, 主要系为参股公司中航惠腾风电设备股份有限公司(以下简称“中航惠腾”)担保部分计提预计负债1.70亿元。

## 财务分析

下列财务分析主要基于经众环海华会计师事务所审计, 并出具标准无保留意见的2013、2014年财务报表; 经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具标准无保留意见的2015年财务报表。

### 资本结构

图 1: 2013~2015 年公司资本结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

受子公司计提坏账及预计负债影响, 2015年公司亏损幅度较大, 自有资本实力有所削弱, 当年末公司所有者权益合计38.47亿元, 同比下滑12.96%。为满足长期投资及日常运营资金需求, 公司负债总额逐年增长, 2013~2015年总负债分别为78.57亿元、88.22亿元和93.38亿元。同时, 受净资产规模下滑影响, 2015年公司资产负债率提升至70.82%, 同比提高4.2个百分点, 呈逐年上升趋势, 2013~2015年总资本化比率分别为53.34%、56.10%和57.59%, 鉴于公司未来仍有一定规模的资本支出, 预计公司负债水平将持续提高。

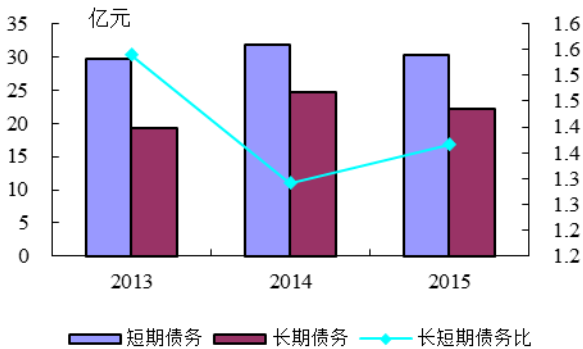
从资产结构来看, 2015年末公司非流动资产合计51.32亿元, 占资产总额的38.92%, 主要为固定资产、在建工程 and 无形资产等, 报告期内公司南充垃圾焚烧项目完工, 相关基建成本及特许经营权分别转入固定资产和无形资产。公司年末流动资产合计80.53亿元, 包括货币资金14.11亿元、应收票据12.33亿元、应收账款22.79亿元和存货22.50亿元, 报告期内, 由于债务人中航天赫(唐山)钛业有限公司等破产重整持续较长时间且形势不甚明朗, 公司对相关债权计提坏账准备6.12亿元, 账款回收情况值



得关注。

从债务结构来看，公司通过长短期债务并重的方式满足日常运营及项目建设的资金需要，2013~2015年公司总债务规模分别为48.82亿元、56.49亿元和52.25亿元。当年末，公司长短期债务分别为22.08元和30.17亿元，长短期债务比为1.37，债务期限结构尚属合理。

图2：2013~2015年公司长短期债务情况

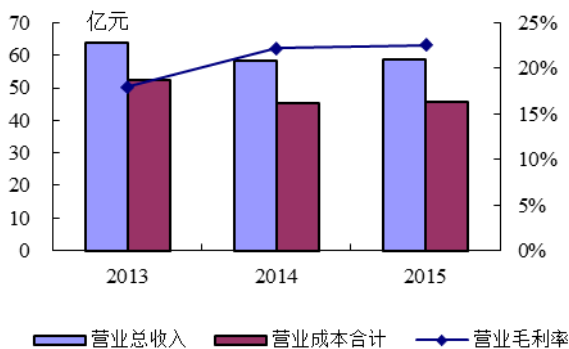


资料来源：公司定期报表，中诚信证评整理

总体来看，公司现有财务杠杆水平仍处于合理范围之内，且公司债务结构安排较稳合理，财务结构较为稳健。但随着后续资本性支出的增长，公司未来财务负担及资金压力值得关注。

### 盈利能力

图3：2013~2015年公司收入成本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年公司锻铸产业民品收入同比下降，但得益于锻铸产业防务产品及高端液压集成产品收入的增长，当年公司实现营业收入58.77亿元，同比小幅增长0.94%。

表3：2013~2015年公司各板块毛利率变动情况

业务板块	2013	2014	2015
锻铸业务	15.75%	20.41%	22.81%
高端液压集成业务	23.54%	23.84%	24.71%
新能源业务	22.58%	27.67%	19.36%
营业毛利率	18.00%	22.21%	22.52%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2014年以来公司主动压缩毛利率较低的材料销售业务规模，锻铸业务毛利率持续增长；高端液压集成业务毛利率持续保持在较高水平；公司发电量下降明显，发电机组利用率不佳，导致当年新能源业务毛利率同比下滑8.31个百分点。2015年公司营业毛利率为22.52%，与上年略有提升。

期间费用方面，2015年公司三费合计10.56亿元，同比增长8.41%，在营业收入增长有限的情况下，公司期间费用控制能力有待加强。公司销售费用1.34亿元主要为运输费、职工薪酬和业务费等；管理费用6.77亿元主要为职工薪酬、招待费、差旅费、折旧费和研究开发费，研发费用规模的加大使得公司当年管理费用支出增长；财务费用2.45亿元，主要为利息支出。

表4：2013~2015年公司期间费用情况

	2013	2014	2015
销售费用	1.14	1.24	1.34
管理费用	5.79	6.31	6.77
财务费用	2.07	2.43	2.45
三费合计	9.01	9.97	10.56
三费收入占比	14.11%	17.13%	17.97%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益和营业外损益构成。当年公司经营性业务利润同比略有下滑，为2.53亿元，资产减值损失6.47亿元主要为子公司计提的坏账损失，营业外损益-1.45亿元主要系预计担保支出1.70亿元，2015年公司利润总额为-4.57亿元。

总体来说，公司经营性业务盈利情况尚属稳定，但受坏账计提及预计负债等偶然性事件影响，公司利润总额大幅下滑，经营最终亏损。中诚信证评将对公司未来盈利水平的变化情况保持关注。

## 偿债能力

获现能力方面，利润总额、利息支出、固定资产折旧和无形资产摊销为公司EBITDA的主要构成。受利润总额亏损影响，2015年公司EBITDA同比大幅下滑，仅为0.94亿元，年末EBITDA利息倍数仅为0.34倍，对利息支出的保障程度较弱。现金流方面，2015年公司加大货款回收力度，当年经营性现金流量净额增长至6.40亿元。投资性现金流方面，2015年9月末，中航上大高温合金材料有限公司不再纳入公司合并范围，其货币资金2.3亿元列示于支付其他与投资活动相关的现金，当年投资性现金流量净额为-8.79亿元。因中航上大高温合金材料有限公司在合并期内收到增资款及中航特材收到少数股东增资款，公司当年筹资性现金流量净额为6.51亿元。

受非经营性因素影响，2015年公司总债务/EBITDA为55.84倍，但经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为0.12倍和2.30倍，较上年均有所提高，整体偿债能力仍处于较高水平。

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的银企关系。截至2015年末，公司在各政策性银行、商业银行、非银行金融机构获得各类综合授信总额58.68亿元，已使用额度31.29亿元，尚未使用额度27.36亿元。此外，除发行公司债、中期票据外，公司系A股上市公司，融资渠道较为多元化，备用流动性较为充足。

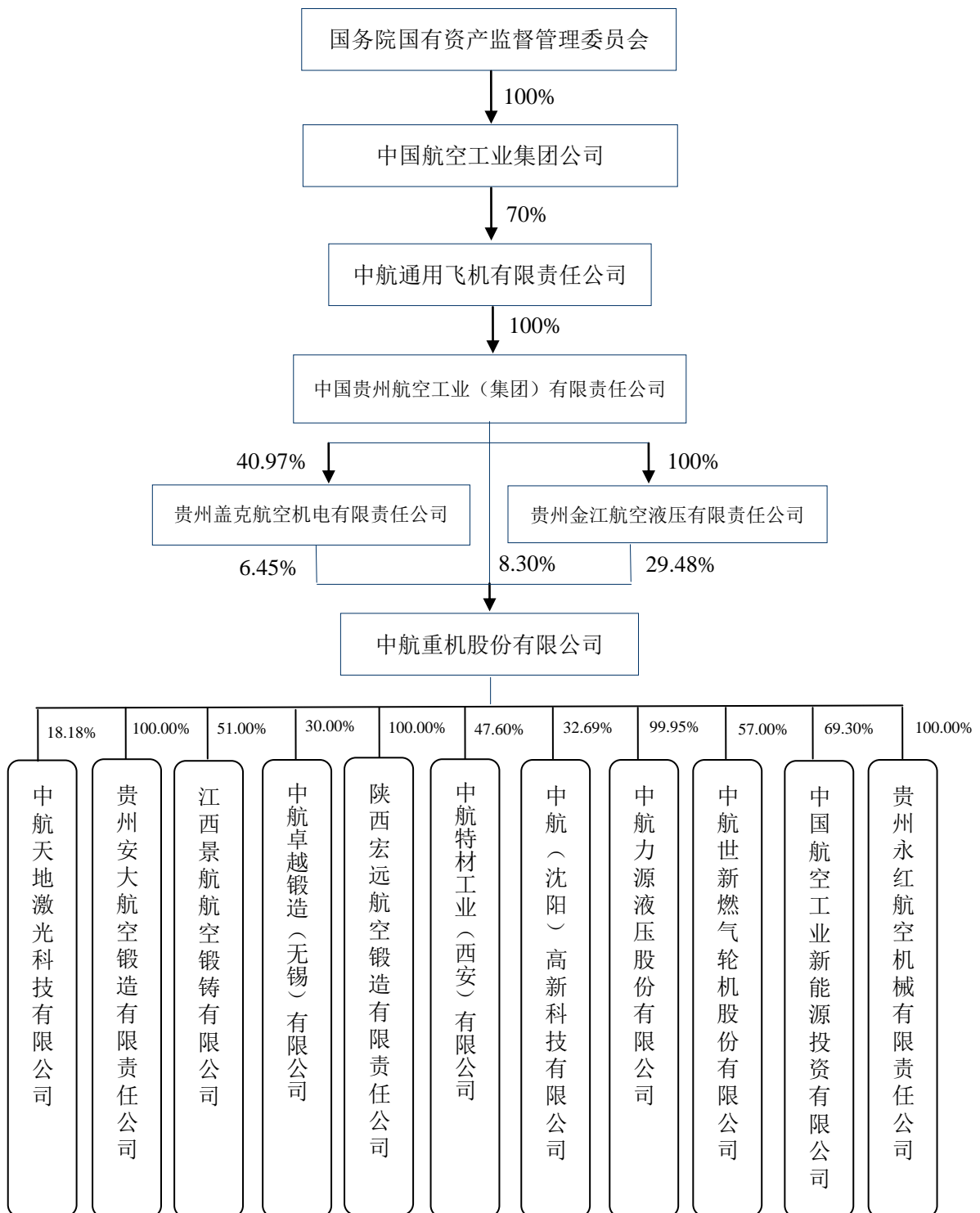
对外担保方面，截至2015年12月31日，公司对外担保余额为1.16亿元，被担保方为中航惠腾风电设备有限公司，其中5,733万元已逾期，2014~2015年，中航惠腾风电设备有限公司分别亏损1.66亿元和7.18亿元，经营情况欠佳，公司面临的或有负债风险较大。

综合而言，公司未来仍存在一定的投资需求，加之日常运营资金需求加大，负债规模逐年上升，但公司长短期债务比较为合理，财务结构尚属稳健。此外，公司在高端装备、液压集成等行业处于领先地位，经营性业务稳定性良好，未来业务规模和盈利空间较有保障，整体偿债能力很强。

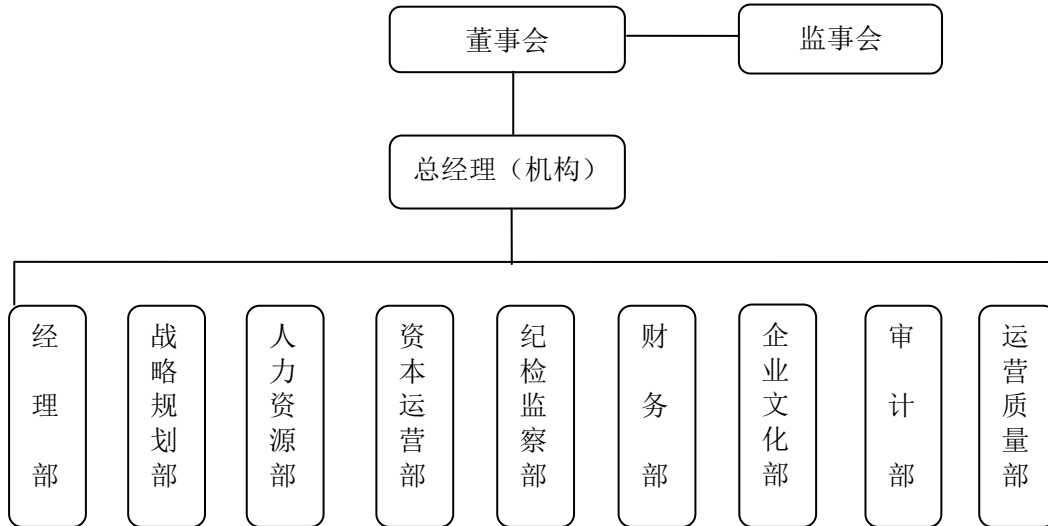
## 结论

中诚信证评维持中航重机主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持“中航重机股份有限公司2011年公司债券”的信用等级为AA。

附一：中航重机股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：中航重机股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：中航重机股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	128,638.13	106,835.81	141,113.20
应收账款净额	228,346.80	293,260.61	227,949.20
存货净额	219,415.80	241,226.12	225,017.39
流动资产	755,117.07	820,906.70	805,294.02
长期投资	16,169.25	14,368.33	28,568.05
固定资产合计	388,779.58	428,146.92	374,505.34
总资产	1,212,856.32	1,324,219.40	1,318,493.67
短期债务	316,005.67	318,437.03	301,707.64
长期债务	192,229.00	246,492.49	220,799.01
总债务（短期债务+长期债务）	508,234.67	564,929.52	522,506.65
总负债	785,745.53	882,222.23	933,790.83
所有者权益（含少数股东权益）	427,110.78	441,997.17	384,702.84
营业总收入	638,585.70	582,255.35	587,730.42
三费前利润	113,369.54	127,470.25	130,952.13
投资收益	-4,445.92	-3,551.28	8,205.13
净利润	13,783.45	12,822.66	-53,942.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	65,300.14	72,405.55	9,358.05
经营活动产生现金净流量	20,809.26	14,429.15	63,994.04
投资活动产生现金净流量	-104,380.54	-73,318.99	-87,851.06
筹资活动产生现金净流量	35,168.17	47,440.65	65,133.22
现金及现金等价物净增加额	-48,494.26	-11,432.96	41,345.95
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	18.00	22.21	22.52
所有者权益收益率（%）	3.23	2.90	-14.02
EBITDA/营业总收入（%）	10.23	12.44	1.59
速动比率（X）	0.99	0.99	0.89
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.03	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.05	0.21
经营活动净现金/利息支出（X）	0.89	0.51	2.61
EBITDA 利息倍数（X）	2.79	2.57	0.34
总债务/EBITDA（X）	7.78	7.80	55.84
资产负债率（%）	64.78	66.62	70.82
总资本化比率（%）	54.34	56.10	57.59

注：上述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：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)

## 附五：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。