

广州航新航空科技股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2019)100357】

评级对象： 广州航新航空科技股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券

18 航新 S

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 24 日

首次评级： AA/稳定/AAA/2018 年 8 月 15 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	0.59	0.38	2.76	1.62
刚性债务	0.50	0.89	6.26	6.03
所有者权益	6.31	6.77	7.03	6.92
经营性现金净流入量	-0.27	-0.73	-2.38	-1.12
合并口径数据及指标：				
总资产	11.10	12.29	21.60	21.43
总负债	2.35	3.25	12.05	11.91
刚性债务	0.50	0.89	8.63	8.69
所有者权益	8.75	9.03	9.55	9.52
营业收入	4.25	4.73	7.55	2.33
净利润	0.60	0.66	0.50	0.00
经营性现金净流入量	-0.08	-0.98	-0.40	-0.22
EBITDA	0.91	1.00	1.01	—
资产负债率[%]	21.20	26.46	55.79	55.57
权益资本与刚性债务 比率[%]	1,758.49	1,011.24	110.67	109.56
流动比率[%]	288.42	236.96	171.88	170.06
现金比率[%]	82.47	29.95	42.89	28.20
利息保障倍数[倍]	77.52	234.62	3.23	—
净资产收益率[%]	7.07	7.45	5.34	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-4.26	-36.53	-7.82	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-42.46	-37.94	-63.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	102.91	314.15	5.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.40	1.43	0.21	—

注：根据航新科技经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

朱侃 zk@shxsj.com

王科柯 wkk@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对广州航新航空科技股份有限公司（简称航新科技、发行人、该公司或公司）及其发行的 18 航新 S 的跟踪评级反映了 2018 年以来航新科技在行业发展前景、市场地位、经营规模及担保增信等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在市场容量和竞争、并购整合、刚性债务偿付、营运资金、客户集中度、盈利能力提升、资产减值及保密和质控等方面继续面临压力。

主要优势：

- **行业发展前景较好。** 受益于我国国防军工支出的不断增加、国防信息化建设和军民融合的不断推进，同时随着军改的逐步完成以及国内航空市场不断扩容，航新科技的军用航空机载设备和检测设备业务，以及航空机载设备维修业务未来发展前景仍良好。
- **市场地位较稳固。** 航新科技所处航空维修领域和军航机载及检测设备领域的进入资质壁垒较高，公司相关业务资质覆盖较全面，在行业内处于领先地位，市场竞争地位仍较稳固。
- **经营规模得到较大提升。** 航新科技 2018 年 4 月完成了对 MMRO 公司的收购，进一步完善了在航空维修领域的布局，经营规模也得到较大提升。
- **担保增信。** 广东再担保为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

主要风险：

- **细分市场容量有限且竞争压力较大。** 航新科技所处国内民航和军航细分市场领域目前整体市场规模较为有限，使得跟踪期内收入和利润规模仍相对较小。同时国内民航维修市场目前主要由民航企业投资的维修企业占据，以公司

为代表的第三方维修企业数量众多，同质化严重，面临的竞争压力仍较大。

- **海外并购风险和刚性债务偿付压力。**航新科技跟踪期内通过并购贷款和内保外贷方式筹集资金，以高溢价收购了海外的 MMRO 公司，且无业绩承诺，后又通过 MMRO 公司高溢价收购了荷兰的 DMH B.V.，若未来 MMRO 公司业绩不达预期，公司面临较大的商誉减值风险；同时收购使得公司新增较多外币借款，刚性债务规模大幅上升，存在一定的刚性债务偿付压力和汇率波动风险。
- **营运资金压力加大。**航新科技跟踪期内受军改影响，相关回款继续减少，应收账款规模显著增加，使得经营性净现金流继续净流出，加之公司经营周期较长，存货和应收账款资金占用较大，且目前实际现金比率很低，公司的营运资金压力加大。
- **客户集中度较高。**航新科技的国内业务收入主要来自军方客户和主要大型航空公司，客户集中度较高，未来需关注国家军改进展变化和部分航空公司等主要客户经营财务状况变化及对公司业务和相关款项回收的影响。
- **期间费用率较高。**因所处行业所需营销、管理及研发支出费用等相对较高，航新科技跟踪期内期间费用率仍较高，制约了公司盈利能力的提升。
- **存货跌价损失风险。**航新科技跟踪期内原材料存货规模继续上升，且库龄较长的存货占比相对较高，随着航空机型的不断更新换代，公司继续面临一定的存货跌价损失风险。
- **保密及质量管控压力较大。**作为军用航空机载设备和检测设备供应商，航新科技在保密及产品质量安全方面持续面临较大的管控压力。
- **管理层变动频繁。**航新科技跟踪期内因个人原因和换届等原因仍发生较多高管变动，需关注上述变动及后续进一步的高管人事变动对公司正常生产经营管理的影响。

➤ 未来展望

通过对航新科技及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广州航新航空科技股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广州航新航空科技股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（简称“18 航新 S”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据航新科技提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对航新科技的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 12 月发行了 1.20 亿元的公司债券，即 18 航新 S，由广州再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至本评级报告日，18 航新 S 的募集资金已全部用于偿还股东借款（50%）和银行借款（50%）。

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行待偿还债券情况（单位：亿元、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日	兑付日
18 航新 S	1.20	2+1 年	6.30	2018.12.25	2021.12.25

资料来源：航新科技

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民

币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司主业为航空机载设备研制、机载设备检测设备研制和机载设备维修服务，与宏观经济存在一定关联度。

(2) 行业因素

A. 军航机载设备和检测设备市场

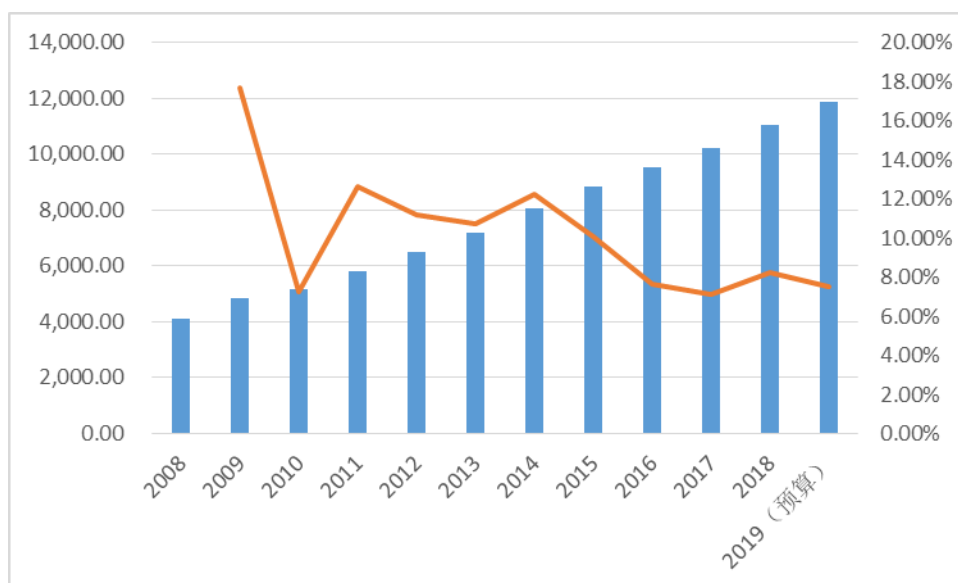
2015 年以来，我国不断加大国防和军队改革力度，军队结构调整、裁军等措施及国防支出增速的放缓，间接对军工企业业务稳定性造成影响。随着军队改革的逐步完成，2018 年以来国防支出增速开始有所企稳，加之随着我国实际用于战斗人员队伍建设及装备建设的经费进一步集中和均对信息化水平的逐步提升，军工行业企业未来仍有较大的发展空间。

随着经济实力和综合国力的显著提升，为维护国家安全、主权独立及领土完整，我国国防支出持续增长，增量主要用于国防科研和高新技术武器装备发展。根据 2016-2018 年的《中央一般公共预算支出预算表》数据显示，2015-2017 年我国中央本级国防支出分别为 8868.50 亿元、9545.97 亿元和 10236.50 亿元，同比增长分别为 10.10%、7.64%和 7.23%，近年来国防支出逐年上升，但增速却逐年下滑，除了受经济下行影响外，主要源于国家裁军及军事结构调整、精简序列。2015 年习近平主席宣布“中国人民解放军将裁军 30 万员额”，重点是压减老旧装备部队、精简机关和非战斗机构人员、调整优化军队结构，实际用于战斗人员队伍建设以及装备建设的经费会更加集中。自 2015 年末启动军改以来，军队体制编制改革带来的机构、人员变动和权责的重新划分调整导致

装备采购进度大量递延，非主战装备递延尤其严重，航新科技等相关军工企业业务普遍受到不同程度的影响。但随着军改的持续推进和逐步完成，“十三五”后三年（2018~2020 年）里，有望出现装备补偿式采购，进而促进航新科技等相关军工企业尤其是非主战装备承制单位的业务订单逐步恢复和增加。2018 年我国中央本级国防支出为 11069.7 亿元，完成预算的 100%，同比增长 8.14%，增速同比上升 0.90 个百分点；2019 年我国中央本级财政预算国防支出 11899 亿元，较 2018 年执行数增长 7.5%，增速安排有一定下滑。总体来看，跟踪期内我国国防支出继续增长，同时随着军改的逐步落地，增速也已有所企稳。

军工行业主要依赖于政府开支，受国家国防投入的宏观政策变化影响较大。经过几十年的发展，我国已经成为军事大国，但由于我国目前仍处在由数量规模型向质量效能型的转变阶段，海军作战实力较为有限，陆、空军信息化程度还比较低¹。另外，从国防开支总量上看，虽然我国已成为全球国防开支第二的国家，但是同第一名美国仍有很大的差距，且军费占 GDP 的比例也处于较低的水平。我国军费占 GDP 的比重长期处于 1.5% 以下，远低于美国(4.7%)、英国(2.5%)、俄罗斯(2.8%)等传统军事强国，也低于印度(2.5%)等新兴国家。因此，我国军工行业市场潜力很大，未来随着我国国防战略地位的日益凸显及国防投入比重的加大，军工行业企业将面临良好的发展机遇。

图表 2. 2008 年以来我国中央本级国防支出情况（单位：亿元）



资料来源：根据国家财政部公布数据整理

相比美军，我国目前军用直升机等战机数量仍很小，且老型号的军用战机占比较高，未来仍有较大的增量需求空间及升级换代需求，使得航新科技的飞

¹ 据美国国防部公布的公告，我国目前军队总体信息化平均水平低于 30%；而美国陆军信息化装备已达 50%，海军达 70%，空军高达 90%，总体水平近 80%。

参系统²、HUMS 系统³、ATE⁴等非主战装备仍有较好的发展前景。因细分市场空间较为有限，加之进入门槛较高，行业内企业数量较少，航新科技所面临的直接竞争较少，主要以交叉竞争为主。

航新科技的机载设备、自动检测设备等主要应用于我国军用飞机，尤其是飞参系统、HUMS 系统等主要应用于军用直升机。《世界空中力量 2017》显示，从数量上看，我国军机数量远落后于美国。2016 年末，美国现役各类军机数量 13764 架，相当于俄罗斯、中国、印度、日本、韩国及法国的战机数量总和，而中国军队军机数量 2955 架，排名世界第三位，但仅约美国的五分之一；直升机数量方面，2016 年末美军拥有军用直升机 5751 架，而我国仅拥有军用直升机 809 架。另外，在结构方面，我国老型号的军用战机仍占有相当比重，面临较大的升级换代需求。因此，未来我国军用飞机数量还有很大的上升空间，同时随着军事现代化的发展和各种机型的升级换代，飞参系统、HUMS 系统等非主战装备仍有较大的市场发展空间。

在行业竞争方面，因各细分市场空间有限，而机载设备类别多，多数厂家以生产特定某一种或几种机载设备为主，企业之间很少形成直接竞争，以交叉竞争为主；同时，机载设备中的飞参系统、HUMS 系统属于技术含量高的部件，需要企业具有强大的研发能力和行业经验积累，只有少数企业能够自主研制飞参系统。在军用飞机 ATE 领域，国外有众多优质企业凭借着其先发优势和技术优势，研制了一系列 ATE 产品设备并广泛装备部队。然而出于国家安全考虑，我国军用 ATE 只能采购国产品牌，而目前国内军机 ATE 的研制生产才刚起步不久，具备 ATE 研制生产能力的厂商非常有限，主要包括军工集团下属企事业单位及部分民营企业。目前，在飞参系统、HUMS 系统领域，航新科技的主要竞争对手为中航电子旗下的陕西千山航空电子公司和上海航空测控技术研究所；在军机 ATE 领域，航新科技的主要竞争对手有北京航天测控技术有限公司、北京华力创通科技股份有限公司、北京安达维尔科技有限公司（以下简称“安达维尔”，英文名为 Andawell）和成都天奥信息科技有限公司等，相互的竞争也主要以交叉竞争为主，直接竞争较少，并且航新科技在军机 HUMS、ATE 领域目前处于行业领先地位。

² 飞参系统是飞机上的一种重要电子设备，它通常由采集器、音频监控器、快速存储器、记录器等部分组成，一般安装于飞机的驾驶舱内及尾翼部位，用来采集和记录飞机飞行过程中的速度、高度、舵面偏度、发动机转速等多种飞行数据及驾驶舱内声音，起到飞机性能监视和故障诊断、飞行训练质量评估、飞机档案 建立及监控、飞行事故调查分析等多种作用，广泛应用于航空领域。

³ 直升机振动监测与健康管理系统。

⁴ 自动测试设备（Automatic Test Equipment，简称 ATE）主要由测试仪器、端口适配器、测试程序集（TPS）、显示设备等部分组成综合系统，它能对被测对象进行自动测量、故障诊断、数据处理，并以适当方式显示或输出测试结果。它是一种集现代微电子技术、计算机技术、虚拟仪器技术、信息技术和人工智能技术、数据库管理技术为一体的功能强大的综合性测试平台，它大大提高了检测的效率和精确度，在国防、航空、航天、航海、汽车等诸多领域具有广泛的用途。

风险关注:

国内细分行业市场空间较为有限。国内军用机载设备类别多，多数厂家以生产特定某一种或几种机载设备为主，各细分市场空间相对有限。

回款相对较慢。军工行业主要客户业务结算回款大多集中在年底，回款相对较慢，尤其是 2015 年以来主要客户结算回款有所延后，存在一定的营运资金周转压力。

受政策影响大。军工业务受军方政策影响大，近年来受国家军改影响，国防支出增速已显著放缓，国内军工企业订单有所减少；同时若军方采购装备产品需求发生重大变化也将对军工企业业务订单产生重大影响。

保密及质量管控风险较高。国内军工行业主要客户对产品质量和保密要求很高，军工企业在保密及产品质量安全方面将持续面临较高的管控风险。

B. 民航机载设备维修市场

近年来受益于国内航空市场的不断扩容，新机的不断增长，中国航空维修市场总量实现大幅增长。其中 2015-2016 年因新机不断增加，老机退出较多，整体机龄大幅下降，加之收费方式变化，使得第三方维修企业收入和毛利率出现下滑；但随着在 2017-2020 年逐步进入维修期，民航机队规模不断壮大，以及中小航空公司更依赖第三方维修，第三方民航维修市场未来仍有望实现较大增长。

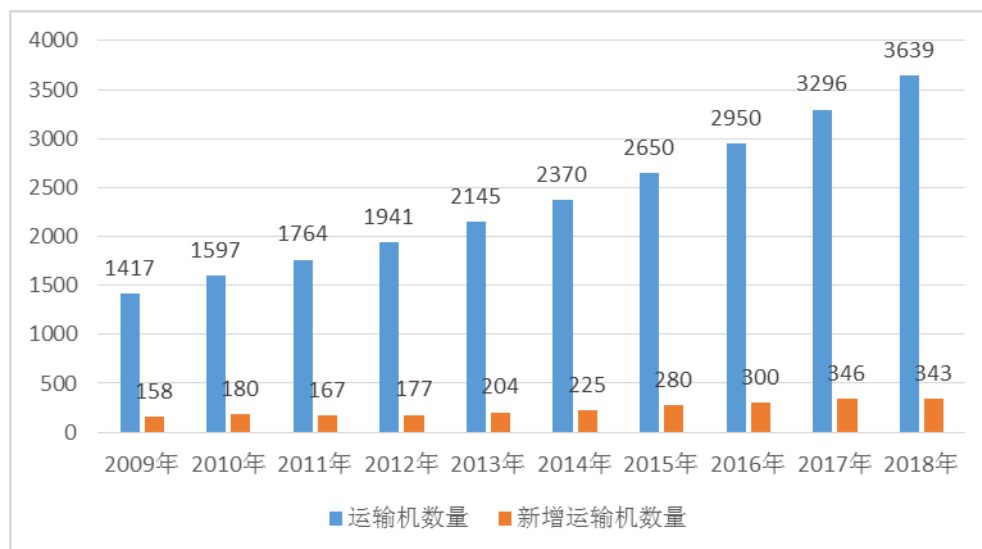
航空器维修是指航空器及其部件的检测、修理、排故、定期检验、翻修及改装等。根据维修对象的不同，航空器维修通常可以分为 5 类。①航线维护：飞机执行任务前、过站短停时对飞机总体情况进行的例行检查和维护。②机体维修及加改装：对机身、机翼、尾翼、起落架等机体部件的维修，以及按特定要求对飞机的结构、客舱、系统进行改造升级。③发动机维修：指对飞机发动机的维修。④机载设备维修：对机载电子和机械设备等部附件的维修。维修市场结构较为稳定，发动机维修、机载设备维修、机体维修及加改装和航线维护分别占比约 40%、20%、20%和 20%，其中发动机维修市场占比最高。

民航维修外包利于降低运营成本。机载设备种类繁多，民航企业受规模经济等限制，难以建立全面的维修能力；目前，发达国家航空公司已逐步剥离机载设备、发动机和机体等的维修业务，部分小规模、低成本航空公司甚至将航线维护业务外包。航新科技的维修业务主要集中于飞机维修和机载设备维修等领域。

近年来我国航空运输业一直处于高景气通道，民航飞机数量持续保持两位数以上增长，截至 2018 年末，中国民航全行业运输飞机期末在册架数 3639 架，比上年底增加 343 架。2018 年，民航运行量继续上升，全行业完成运输总周转量 1206.53 亿吨公里，旅客运输量 6.12 亿人次，同比分别增长 11.4%和 10.9%。受益于国内航空市场的不断扩容，新机的不断增长，中国航空维修市场总量从

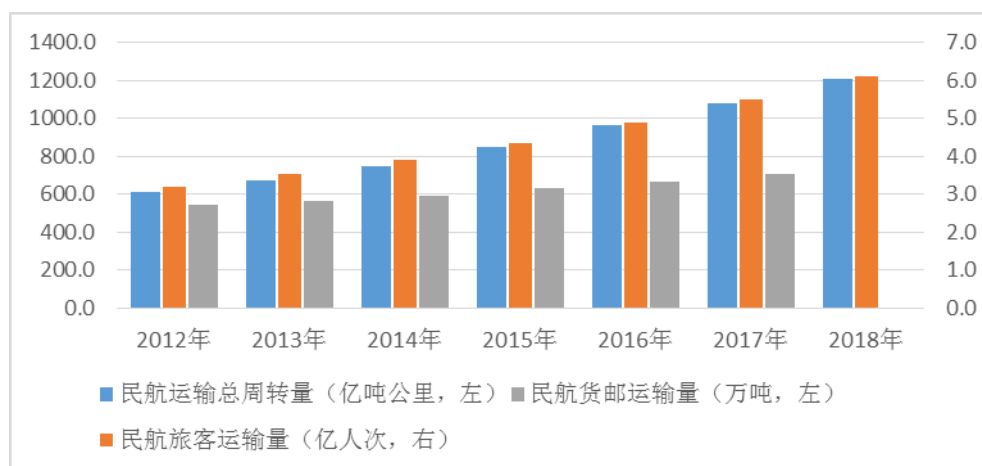
2010 年的 23.2 亿美元增长到 2016 年的 68 亿美元；并且根据 2017 年《航空维修与工程》期刊的预测数据，中国未来 10 年（2018-2027 年）民航维修市场需求为 1167 亿美元，年复合增长率为 4.80%，未来仍有很大的增长空间。

图表 3. 2009 年以来我国民航运输机数量变化情况（单位：架）



资料来源：中国民航局

图表 4. 2012 年以来我国民航运输市场发展情况⁵



资料来源：中国民航局

民航新飞机在商保期内（一般为交付后的 3-5 年）由原厂商保修和民航企业内部进行航线维护；超出商保期后，也即通常在投入运行 5 年之后，民航飞机将逐渐进入机体、发动机、机载设备的大型维修期，而航空公司为了降低运营成本，一般在商保期后，将维修业务外包给第三方。近年来由于新飞机大量引入，加之退出运营的老飞机数量较多，2014-2017 年退出运营的飞机数量分别约为 80 架、82 架、80 架和 110 架，直接把我国民航飞机机队平均机龄从 2012 年末的 9.0 年拉低到 2015 年的 5.5 年，2016 年再降到 4.7 年，从而导致民航维修市场在 2015-2016 年增长缓慢甚至萎缩，进而导致了航新科技等第三方维修

⁵ 未查询到 2018 年民航货邮运输量。

企业的收入出现下滑；此外，虽然航空维修业务的毛利率高，但因近年来第三方维修企业的机载设备维修业务收费方式变化⁶，毛利率水平也已有明显下滑。但随着 2012-2015 年购入的大量新机分别在 2017-2020 逐步进入维修期，加之随着民航机队规模不断壮大，以及中小航空公司持续发展而其基于成本控制等原因更依赖第三方维修，第三方民航维修市场未来有望实现较大的增长。

图表 5. 近年来部分第三方航空维修企业机载设备维修业务收入和毛利率情况⁷（单位：亿元，%）

企业	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
安达维尔收入	1.11	1.22	1.28	1.27
安达维尔毛利率	45.54	47.64	47.34	43.50
海特高新收入	3.29	3.28	2.61	3.16
海特高新毛利率	58.52	52.45	38.33	41.32
航新科技收入（不包括 MMRO 公司和航材贸易）	2.12	2.08	2.07	2.01
航新科技毛利率	54.59	48.49	45.75	47.72

资料来源：Wind 资讯

国内航空维修市场因不同类型企业的维修重点不同，相互之间直接竞争很少，其中民航企业投资的维修企业占据了主要的市场份额，而以航新科技为代表的第三方维修企业主要以维修机载设备为主，行业集中度较高。

在行业竞争方面，根据维修主体的区别，航空器维修企业一般分为：代工企业（Original Equipment Manufacturer, OEM）、民航企业投资的维修企业，以及第三方维修企业。根据企业的特点，不同类型企业的维修重点不同，相互之间直接竞争很少。①OEM 企业，主要经营发动机、机载设备及其零部件的生产和销售，也会开展自身产品的售后维修服务。②民航企业投资的维修企业，主要为股东单位的民航企业进行飞机维修，且主要集中在航线维护、机体维修、发动机维修和部分机载设备维修，占据了航空维修市场主要的市场份额。③第三方维修企业，是指独立于民航企业和 OEM 厂家而存在的航空器维修服务企业，主要以维修机载设备为主。航空运输业属于低盈利水平的行业，降低运营成本对于航空运输企业盈利至关重要，同时，由于机载设备种类繁多，航空公司难以建立全面的维修能力。因此，很多航空公司选择放弃部分机载设备、发动机和机体等维修业务，集中精力于运营管理和市场开拓，将维修业务外包给第三方维修企业。机载设备维修中，第三方独立的机载设备维修企业业务量占比达 80%以上。但第三方独立的机载设备维修企业有上百家，数量较多，但其中规模较大、技术实力较强的企业主要包括航新科技、武汉航达、安达维尔、海特高新等，具备显著的客户优势、品牌优势与规模优势。

⁶ 机载设备业务的收费模式由毛利率相对较高的“材料费+工时费”、“按维修机载设备价值一定比例收费”和“按机载设备件号固定价格收费”等逐渐变更为毛利率相对较低的“飞机零、部件通用送修/索赔总协议”模式。

⁷ 其中，海特高新的收入中除了机载设备维修业务收入外，还包括检测、租赁及研发制造业务。

图表 6. 航空维修市场不同类型企业情况

类型	公司名称	简要情况
机载设备 OEM 厂家	Rockwell Collins (美国-罗克韦尔柯林斯公司)	总部位于美国, 航空机载设备产品主要包括驾驶舱飞行操作系统、电子仪表系统、任务通讯系统及机舱电子系统等
	Honeywell(美国-霍尼韦尔公司)	总部位于美国, 产品及服务广泛涉及航空与防务、汽车与运输等, 其中航空机载设备产品主要包括通信导航系统、气象雷达系统、交通告警和防撞系统、飞行管理系统、飞机综合环境监视系统等
	Parker Hannifin (美国-派克公司)	总部位于美国, 为多种商业、工业和航空市场提供涉及解决方案。航空产品主要有液压、燃油、飞行操控、流体转动以及发动机组件和系统等。
	泰雷兹	总部位于法国, 是设计、开发和生产航空、防御及信息技术服务产品的专业电子高科技公司。是欧洲第一大战斗系统(包括侦察系统、火控系统和操纵系统)生产集团
民航企业投资的维修企业	北京飞机维修工程有限公司 (AMECO)	成立于 1989 年, 由中国国航和德国汉莎航空公司合资成立, 是中国民航合资最早、规模最大的民用飞机综合维修企业, 主营业务包括对西制飞机机体、结构, 飞机发动机及飞机附件的维修和大修, 同时还提供全面的技术服务和培训。主要承担中国国航的航班机务保障和飞机日常维护。
	广州飞机维修工程有限公司 (GAMECO)	成立于 1989 年, 由南方航空与和记黄埔飞机维修投资(香港)有限公司等合资成立, 主要从事航线维护、飞机大修及改装、附件的维修与翻修、及工程技术支援、技术培训等其他服务。
	中国东方航空工程技术公司	成立于 2006 年, 是东方航空各维修单位整合后成立的东方航空二级单位。主要负责东方航空的航线维护、机体维修、部附件维修等业务。
第三方机载设备维修企业	武汉航达航空科技发展有限公司	成立于 2000 年, 是一家主要从事飞机附件维修、开发、生产、测试设备及机场加油设备研发、生产的高新技术企业。主要产品包括气动维修、机电维修、液压维修、起落架维修、特种工艺、非标设备的开发等。目前获得 CAAC、FAA、EASA、JMM 等维修许可
	四川海特高新技术股份有限公司 (002023.SZ)	成立于 1992 年, 是我国第一家机载设备维修上市公司。主要以航空机载设备维修为核心, 同时发展航空技术研发、航空培训、航材维修交换和租赁、航空产品制造。目前拥有 CAAC、FAA、JMM 等维修许可证。
	北京安达维尔科技股份有限公司 (300719.SZ)	成立于 2001 年, 主要从事航空机载设备研制、航空机载设备维修、测控设备研制、飞机加改装和航材贸易等业务
	航新科技	创立于 1994 年, 主要业务涵盖航空维修支持、ATE(自动测试设备)研制及系统集成、飞机加改装、机载设备研制。

资料来源: 航新科技招股说明书

风险关注:

第三方维修市场份额占比较小。民航企业投资的维修企业, 主要为股东单位的民航企业进行飞机维修, 且主要集中在航线维护、机体维修、发动机维修和部分机载设备维修, 占据了航空维修市场主要的市场份额; 而第三方维修市场主要以维修机载设备为主, 市场份额占比较小。

市场竞争日趋激烈。国内第三方独立的机载设备维修企业有上百家, 数量较多; 由于业务种类单一, 同质化较为严重, 未来将面临充分的市场竞争。

2. 业务运营

该公司业务主要集中于以民航为主的机载设备维修业务和军用的机载设备及检测设备研制业务。跟踪期内, 受益于完成对 MMRO 公司的并购, 公司经营规模和收入得到显著提升; 但因 MMRO 公司毛利率相对较低, 公司综合

毛利率有明显下滑。同时受军改影响，公司的设备研制及保障业务的合同签订和交货延后，收入显著减少，资产减值损失进一步增加，加之因并购 MMRO 公司产生较多中介费和财务费用，公司利润有所下滑。未来仍需关注国家军改的具体完成时间以及军改完成后对公司业务产生的影响，以及对 MMRO 公司的整合情况。

该公司近年来一直专注于机载设备维修业务以及飞参等机载设备和 ATE 等检测设备的研制业务，2018 年及 2019 年一季度实现营业收入分别为 7.55 亿元和 2.33 亿元，分别同比大幅增加 2.81 亿元和 1.57 亿元，主要系公司 2018 年收购的 MMRO 公司自 2018 年 5 月开始并表所致，MMRO 公司 2018 年 5-12 月及 2019 年一季度实现营业收入分别为 3.56 亿元和 1.44 亿元⁸，剔除 MMRO 公司的影响，2018 年及 2019 年一季度公司实现营业收入分别为 3.99 亿元和 0.89 亿元，分别同比减少 0.75 亿元和增加 0.13 亿元，其中 2018 年业务收入减少系受军改影响，公司的设备研制及保障业务的合同签署、交货和收入确认延后，致使相关业务收入较上年大幅减少 0.67 亿元。同期，公司的综合毛利率分别为 32.60%和 25.73%，较 2017 年的 42.75%出现大幅下滑，主要因合并的 MMRO 公司毛利率较低所致，同期 MMRO 公司的毛利率分别为 18.70%和 17.17%，剔除该因素影响，同期公司的综合毛利率分别为 47.72%和 40.50%，较 2017 年的 42.75%呈现一定波动，主要系低毛利率的航材贸易业务收入变化和航空维修业务因服务内容及产品不同等导致毛利率波动所致，但总体仍保持在 40%以上的较好水平。仍需持续关注国家军改的具体完成时间以及军改完成后对公司业务产生的影响。

从收入和毛利构成来看，跟踪期内该公司收入和毛利主要来自民航市场的机载设备维修业务和军用航空市场的机载设备及检测设备研制业务，其中 2018 年机载设备维修业务（不含 MMRO 公司和航材贸易业务收入）实现收入和毛利分别为 2.01 亿元和 0.96 亿元，占公司营业收入和营业毛利的比重分别为 26.69%和 39.07%，毛利率为 47.72%，较上年的 45.75%有小幅上升，但 2019 年一季度因行业竞争、服务内容及产品变化和航空公司送修政策和送修模式调整等因素影响而回落至 40.50%，需关注后续毛利率进一步下滑的情况；设备研制及保障业务 2018 年实现营业收入和毛利分别为 1.54 亿元和 0.71 亿元，占公司营业收入和营业毛利的比重分别为 20.39%和 28.69%，跟踪期内毛利率保持在 40%以上的相对稳定较高水平。2018 年 5-12 月 MMRO 公司实现收入和毛利分别为 3.56 亿元和 0.67 亿元，占公司营业收入和营业毛利的比重分别为 47.20%和 27.08%，毛利率为 18.70%，毛利率相对较低。

此外，近年来该公司也在发展航材贸易业务，销售航材种类较多，如飞机管理计算机、飞行控制计算机、发电机控制组件、起动机、飞机起落架、热交换器、飞机机轮与刹车、液压泵等等，与国内外多家航材贸易商建立了合作关系，并主要向东南亚及欧美等国的国外航空公司客户销售航材。2018 年及 2019

⁸ 本评级报告的欧元对人民币的折算汇率：2018 年末和 2019 年 3 月末分别为 7.80 和 7.72。

年一季度实现业务收入分别为 0.32 亿元和 0.09 亿元，分别同比减少 0.06 亿元和增加 0.06 亿元，占公司营业收入的比重分别为 4.20%和 4.00%，毛利率仍相对较低，同期分别为 8.45%和 13.88%，较 2017 年的 16.64%有所下滑，毛利贡献仍较小，同期分别为 1.09%和 1.30%。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
军航机载设备维修、机载设备和检测设备研制	国内/以中航工业集团为主	技术、军方客户资源、军方认证资质
民航维修	国内主要是南航、国航、东航、海航和川航等；新收购的 MMRO 公司主要是欧洲和非洲的中小型航空公司，如波罗的海航空、奥地利航空、芬兰航空等	技术、规模、客户资源、维修资质

资料来源：航新科技

该公司的其他业务主要为房产出租和物流业务等，跟踪期内收入和毛利规模仍很小，对公司影响较为有限。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司业务收入及变化情况（万元，%）

业务分类	营业收入					营业毛利				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1	2018 年 Q1	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1	2018 年 Q1
机载设备维修	25260.76	24525.18	58933.06	21217.69	4702.67	10813.69	10115.02	16541.36	4769.90	2053.33
其中：航材贸易	4510.46	3793.77	3176.10	354.34	354.34	752.58	631.16	268.25	120.09	42.43
设备研制及保障	16442.27	22118.64	15385.88	1974.44	2763.5	6763.1	9580.36	7059.26	1104.66	1165.94
其他业务	749.26	694.26	1140.03	151.57	131.76	563.42	539.49	1001.23	130.72	113.08
合计	42452.28	47338.08	75458.97	23343.70	7597.94	18140.19	20234.87	24601.85	6005.28	3332.36
毛利率	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 Q1		2018 年 Q1	
机载设备维修	42.81		41.24		28.07		22.48		43.66	
其中：航材贸易	16.69		16.64		8.45		13.88		11.97	
设备研制及保障	41.13		43.31		45.88		55.95		42.19	
其他业务	75.20		77.71		87.82		86.24		85.82	
综合	42.73		42.75		32.60		25.73		43.86	

资料来源：航新科技

A. 机载设备维修业务

该公司是国内首批获中国民航总局维修许可证的民营第三方维修企业，20 年前即以机载电子维修起家，成为较早同时获中美欧全球三大主流适航主体颁发维修许可的企业之一。公司主要针对民航市场开展机载设备维修业务，同时也向部分军机提供机载设备维修服务。机载设备维修主要分为机载电子设备维修和机载机械设备维修。因机载设备维修技术要求性强，专业化分工特征较明显，公司目前的维修项目主要集中在机载电子设备维修，如计算机系统、无线

电系统、仪表系统、电气系统和客舱娱乐系统等，由子公司广州航新负责；同时也提供机载机械设备维修服务，如液压系统、气动系统、燃油系统、瓶体系统等，由上海航新负责；公司在国内的机载设备维修业务暂不涉及飞机机体、起落架及发动机的维修。

根据维修深度⁹的不同，机载设备的维修能力可分一级、二级和三级三个等级，层级越高，对维修技术要求越高，而维修成本则越低，毛利率水平越高。经 10 多年积累，该公司通航及民航飞机维修服务方面维修能力涵盖 40 多种民航、30 多种军用和通航飞机，已在 2500 多项机载部附件共 30000 多个件号上具有三级维修能力。

图表 9. 公司国内维修业务主要维修机型和服务对象情况

领域	维修覆盖机型	客户群体
民航运输	维修业务能力覆盖波音公司生产的 B737 系列、B747、B747NG、B757、B767、B777，空客公司生产的 A300、A310、A319、A320 系列、A330 系列、A340 以及 ERJ、CRJ 等其他系列共 20 多种客、货运输机型。	主要客户对象南方航空、中国国航、东方航空、印度尼西亚鹰航空公司等国内外航空公司。
通用航空	维修业务能力覆盖米 8、米 26、Z8、Y7、Y8、伊尔 76、超美洲豹（AS332）等 20 多种通用航空飞机及直升机机型。	主要客户对象哈尔滨飞龙、中信海直、东方通用等国内通用航空运营单位。
军用航空	维修业务能力覆盖多种军用飞机、直升机机型。	主要客户对象为军方及军工单位。

资料来源：航新科技

在业务模式方面，航空公司或军方等航空运营单位将其故障机载设备，通过航空快件等方式送往该公司，公司接收到故障部件后，利用自有检测及维修设备提供检测、更换故障器件、再次检测等相关修理工序，使故障机载设备部件恢复正常状态，返还给客户。

在采购方面，该公司根据国内“出商保”机队规模、各类机载设备的故障拆换率和自身的维修项目情况，采购机载设备零部件以保持一定备件库存。公司机载设备维修主要以民航运输客户为主，其所需要的原材料主要为国外进口的机载设备零部件，基本上以美元的现金结算为主，账期一般在 30 天以内。采购模式主要有以下三种：

境内直接采购模式

对于机载设备维修的辅助材料，如润滑油、包装物等，该公司主要在国内直接采购。

境外直接采购

由于境外部分机载设备零部件 OEM 厂家因采购批量大小、客户对象等对民航企业、航材进出口公司、维修企业的报价会存在一定差异，该公司根据各种机载设备零部件的报价情况，对于各类报价差异不大的机载设备零部件，公司采取直接向零部件生产厂商采购，并自行办理进口报关及付汇手续。

⁹ 一级维修（基层级维修）：通过使用机内测试、检测工具，更换故障可更换单元（LRU）。二级维修（中继级维修）：通过中继级 ATE 或其他专用检测工具，更换故障 LRU 中存在故障的车间可更换单元（SRU）。三级维修（基地级维修）：采用板级 ATE 或其他精确的专用检测工具，更换故障 SRU 中的故障元器件。

境外间接采购

对于境外 OEM 代理商对民航企业、航材进出口公司、维修企业报价差异大的境外机载设备零部件，该公司通过航材进出口公司可获得相对优惠的采购价格，公司委托国内航材进出口公司向国外机载设备厂商采购，航材进口公司代公司向国外厂商下订单，并代公司办理进口报关及付汇手续，因通过航材进出口公司较直接采购可获得更优惠的采购价格，公司一般给予航材进出口公司较高的代理手续费，约 3-5%。

此外，该公司为了确保采购航材等物料的质量、采购渠道的稳定及控制采购成本，每年根据当年度供应商的报价情况、交货周期、交货质量、商保服务等进行评审，分级管理，作为公司下年度选择供应商的重要参考标准。

在客户方面，该公司与国内十多家民航客货运输企业以及十多家通用航空等其他单位签有维修协议，并拥有军用航空维修业务资质。机载设备维修业务的客户集中度较高，主要来自国内规模较大的南方航空、中国国航、东方航空等大型国有骨干航空公司及海南航空、四川航空等规模较大的地方性航空公司，一方面主要因国内民航运输市场较为集中，根据民航总局发布的《2017 年民航行业发展统计公报》，截至 2018 年末，我国共有客、货运输航空公司 58 家，但从旅客运输量、货邮运输量、飞行小时数等统计指标上看，中国国航、南航航空、东方航空三大国有航空公司集团加上海南航空占我国民航运输市场 86.4% 的市场份额；另一方面，基于安全性考虑，航空公司对机载设备供应商的选择较严格和稳定，且倾向于与技术实力强、维修经验丰富、维修规模较大的供应商合作，而除民航企业投资的维修企业外，行业内具备上述条件的机载设备维修企业相对较少，由此使得该业务的客户集中度相对较高。公司主要客户中，部分航空公司回款出现延后，使得公司 2018 年继续按账龄计提应收账款坏账准备 0.02 亿元，目前尚有应收上述部分航空公司客户的账款 0.26 亿元；需关注上述部分航空公司财务状况变化，以及公司应收上述部分航空公司的相关款项的回收情况和坏账风险。

收费模式方面，2016 年以前，该公司的机载设备业务的收费模式包括“材料费+工时费”、“按维修机载设备价值一定比例收费”和“按机载设备件号固定价格收费”等，毛利率相对较高；但 2016 年开始，公司的收费模式逐渐变更为“飞机零、部件通用送修/索赔总协议”模式，使得毛利率有明显下滑。结算方面，主要以现金结算为主，票据结算为辅，账期一般为 90 天左右。

该公司的机载设备维修业务（不含航材贸易）以民机维修为主，军机维修业务相对较少；2018 年及 2019 年 1-3 月，公司的机载设备维修业务（不含 MMRO 公司和航材贸易业务收入）实现收入分别为 2.01 亿元和 0.55 亿元，分别同比增加-0.06 亿元和 0.11 亿元，跟踪期内有所波动；随着国内民航市场新机不断大量增加，未来将逐渐退出“商保期”，公司来自民航市场的机载设备维修业务收入有望获得较大的增长空间；同期，公司的机载设备维修业务（不含 MMRO 公司和航材贸易业务收入）毛利率分别为 47.72% 和 40.50%，分别

同比上升 1.20 个百分点和下滑 5.75 个百分点，呈现一定波动，主要因服务内容 & 产品不同等导致毛利率波动所致。总体来看，近年来因航空公司送修政策和送修模式调整及市场竞争日趋激烈使得毛利率已有明显下滑，需关注后续毛利率进一步下滑情况。

B. 设备研制及保障业务

该公司的设备研制及保障业务主要分为机载设备研制和检测设备研制，同时近年来公司进一步开拓了机载设备加改装服务，延伸了机载设备的产业链，主要应用于军用飞机。2018 年及 2019 年一季度，公司的设备研制及保障业务收入分别为 1.54 亿元和 0.20 亿元，同比分别减少 0.67 亿元和 0.08 亿元，主要受军改影响，合同签署和交货延后，相应的收入确认也延后所致，但未来随着军改的逐步完成，相关业务订单有望逐渐恢复，收入有望得到恢复性增长，并且随着我国国防军费支出的不断增加，加之我国未来军用飞机需求空间和升级换代需求较大，未来有望有较大的增长空间；但仍需关注国家军改的具体完成时间以及军改完成后对公司业务产生的影响。同期，公司的设备研制及保障业务毛利率分别为 45.88% 和 55.95%，跟踪期内继续维持在 40% 以上的较高水平，并且继续呈现上升趋势。

a. 机载设备研制业务

该公司目前研制、销售的机载设备主要为飞行参数及语音记录系统（以下简称“飞参系统”），包括飞行参数记录系统和飞参系统配套设备（主要包括飞参系统的校验工具及地面分析设备），目前主要应用于国内多种型号的军用飞机及直升机。与国内现有产品相比，公司的飞行参数及语音记录系统具有体积小、重量轻、通用性强的特点。此外，公司近年来有研发生产了综合数据采集与信息处理系统和直升机振动监控与健康诊断系统，并已开始列装部分军用飞机进行使用。

在生产方面，该公司实行自主设计研发，自行组装及系统集成，部件外购的生产模式。公司主要根据客户需要及自主研制需求，通过将国际机载设备先进的设计理念融入到飞行参数记录系统中，利用通用的软件开发平台和操作系统，自主进行通用型飞行参数记录系统的研发设计、样机试制、可靠性实验、并组织各环节中所需的专家评审等研发环节，该系统所需箱体等硬件直接外购或定制，采集器等所需 PCB 的印制、贴片、三防喷涂等委外完成，公司主要负责采集器、快速存取器等软硬件的组装、焊接、系统集成和调试、生产质量检验等核心环节。

b. 检测设备研制业务

该公司目前研制、销售的检测设备是主要用于飞机机载电子设备检测的自动化测试设备，简称 ATE 设备；目前尚不涉及针对液压系统、气动系统、燃油系统等机载机械设备检测的设备销售。在维修过程中开发了部分机载机械设备的检测工具及工夹具，主要为自用，未对外销售。

该公司 ATE 检测设备产品的优势：A、产品通用化优势：公司以“数字化、模块化、集成化、通用化”为研发理念，适用多机型多系统的综合性产品多；B、TPS 开发设计模块化优势：系统软件率先采用面向信号通用自动测试系统，遵循国际自动测试领域中较新的 IEEE-1671 和 IEEE-1641 标准，降低了测试软件开发门槛，提高了开发的效率，增强测试程序集的可移植性；C、合成仪器技术优势：率先采用国际上先进的合成仪器技术，减少了测试仪器的数量，降低了系统硬件的体积与重量，基本掌握了飞机通信导航系统的主要关键信号的生成与测试技术。

在生产方面，该公司实行以自主设计研发，自行组装、集成及调试，测控组件外购的生产模式。具体为：公司按客户对检测设备的功能需求，完成测试设备的硬件、工艺的方案设计，并开发出配套的测试程序集（TPS）等软件，而 ATE 检测设备所需的示波器、分析仪、嵌入式电脑、外壳箱等硬件设备全部外购，测控组件等软硬件的组装、焊接、集成、调试、质量检验等核心环节公司自主完成。

c. 设备研制及保障业务采购

对于机载设备、检测设备，该公司根据产品订单、研发耗材和项目的进展等情况安排采购。分为两类：

境内直接采购模式

对于机载设备、检测设备研制所需的电缆、PCB 板卡等元器件，该公司主要面向境内供应商直接采购。结算一般为银行承兑汇票或电汇的形式，账期一般在 60-90 天之间。

境外直接采购

对于机载设备、检测设备研制所需的部分进口测控组件等通用型结构件，因公司不具有《海关进出口货物收发货人报关注册登记证书》等进出口经营资质，该公司直接向境外零部件生产厂商询价，通过委托航材进出口公司代理进口报关及对外付汇的方式进行采购。公司一般给予航材进出口公司 1-2% 的进口代理手续费。一般为美元现金结算，账期在 30 天以内。

军工产品原料供应商需经驻厂军代表审核备案，列入《合格供方名录》，采购须在《合格供方名录》中选择供应商，公司合格供方名录由公司根据生产经营需要以市场化原则按照国家军用标准的相关要求自主选择，然后报驻厂军代表审查，审查通过后由公司将其列入合格供方名录。

供应商集中度方面，2018 年前 5 大供应商采购¹⁰额占该公司采购总额比重为 11.73%，较 2017 年的 26.96% 进一步下降，系收购 MMRO 公司所致，供应商较为分散。

¹⁰含公司所有业务的采购，包括机载设备维修和设备研制业务。

d. 设备研制及保障业务销售

该公司机载设备研制及加改装服务最终用户都为军方，产品根据军方客户订单实施生产，并需满足订单规定的型号、设计要求及产量。为保证机载设备的适航能力及经过加改装服务后的航空器能满足适航要求，军方一般通过哈航集团、昌飞集团等少数飞机总装单位与公司签署合作合同；同时，所需原材料和辅料，军方一般要求公司向指定飞机总装单位和满足条件的军工企业采购，从而形成了飞机总装单位既是公司供应商也是公司客户的服务模式。

该公司研制、销售的检测设备适用于多个型号的军用飞机、直升机的计算机、无线电、仪表等机载电子设备系统，目前主要销售客户为军方及国防军工单位。总体来看，公司与其业务往来客户合作关系均较为稳固。一方面，我国的中航工业集团，哈航集团、昌飞集团等国内飞机总装制造商均隶属于中航工业集团，使得公司的机载设备业务客户以中航工业集团为主；另一方面，基于国防安全性考虑，军方对机载设备及检测设备供应商的选择较严格和稳定，一般飞机总装单位、军方通过招标的形式遴选机载设备和检测设备的供应商，一旦确定供应商后，同一型号的机载设备和检测设备向特定供应商采购。

在客户集中度方面，该公司下游行业的市场集中度相对较高的特征，以及下游客户对供应商选择的严格性和相对稳定性，决定了公司前 5 名客户的收入占比较高，2018 年公司前 5 大客户的销售¹¹占比为 31.64%，较 2017 年的 59.83% 有大幅下降，主要受益于收购 MMRO 公司后，公司的业务规模大幅提升，客户数量和结构得到相应优化；

结算方面，该公司军方业务客户的结算一般集中在每年的四季度，尤其是年底，一般以银行电汇和承兑汇票结算为主，账期一般在一年左右，但 2015 年以来受客户内部机构调整影响，应收账款结算相应有所延后。

C. 研发与未来发展

该公司具有良好的技术创新平台，是广东省经济和信息化委员会认定的软件企业，是国家级高新技术企业，2011 年 9 月被认定为广东省战略新兴产业培育企业，2011 年 10 月被认定为广州市市级企业技术中心、2012 年 2 月被认定为广东省国防军工骨干单位、国家火炬计划重点高新技术企业。

截至 2018 年末，该公司拥有研究、技术人员 313 人，主要毕业于国内航空及工程院校的航空仪表及测试、无线电、电气工程、自动化、电子仪器及测量等专业；公司共 39 人获得民用航空器部件修理人员执照（具备放行资格），8 人获得民用航空器维修管理人员资格证书。同时公司设有研发中心，负责新产品、新技术的研发，并给予公司及各子公司业务部门充分的技术支持，同时各子公司分别设有专门的技术部。此外，公司以积极、开放、合作、共赢的理念与外部 OEM 厂家、国内航空科研院所等开展多层面的交流与合作。公司与 Kidde Aerospace、KANNAD 等多家国际 OEM 厂家建立了良好的合作关系；公

¹¹ 含公司所有业务的销售，包括机载设备维修和设备研制业务。

公司是广州民航学院 CCAR-145 维修人员培训机构 的合作单位；公司与北京航空航天大学、中山大学、陆航学院、西安交大、海军航空工程 学院等国内航空院校及军工研究机构均有着紧密交流和合作关系。

该公司自主研发的机载设备研制核心技术包括高速数据采集技术，通用化设计技术，直升机综合数据采集及状态监测技术等；检测设备研制核心技术包括通用平台集成技术，面向信号通用测试技术，合成仪器技术，虚拟测试技术，维修指导及故障诊断技术等。

该公司 2018 年的研发投入为 7289.14 万元(其中资本化金额 2028.88 万元)，较 2017 年大幅增加 3046.12 万元（资本化金额同比增加 826.87 万元），占营业收入的比重为 9.66%，较 2017 年的 8.96%进一步提升，系公司所处行业，尤其是军品业务需要持续研发，开拓新产品和新服务项目的特点所致；但需关注公司研发投入的后续产出效果，以及相应的研发投入风险。截至 2018 年末，公司累计获得了各种专利 27 项，其中发明专利 9 项、实用新型专利 13 项、外观设计 5 项；自主研发的机载设备研制核心技术包括高速数据采集技术，通用化设计技术，直升机综合数据采集及状态监测技术等，检测设备研制核心技术包括通用平台集成技术，面向信号通用测试技术，合成仪器技术，虚拟测试技术，维修指导及故障诊断技术等。近年来公司主要专注于航空类产品航空电子部件自动测试设备项目、机载设备研制项目、某机型综合检测设备项目、数据打印机 PMA 项目等研发项目，主要应用于军方市场。

图表 10. 公司目前主要在研项目及进展情况

研发项目	研发进展
飞机通用自动测试平台项目	完成平台生产、调试及验收
机载设备研制项目	完成多型号参数记录系统鉴定
检测设备研制项目	完成多型号飞机综合自动测试系统样机
无人机机载设备及保障设备研制	某型号无人机飞行参数系统和配套地面保障设备完成样品鉴定
多机型直升机状态监测与诊断系统	完成样机研制

资料来源：航新科技

另外，该公司 2015 年 4 月上市募集资金总额 3.89 亿元（募集资金净额为 3.35 亿元），主要用于机械维修产业化技术改造项目、航空机载电子设备维修能力扩展技术改造项目、研发中心建设项目和综合数据采集与信息处理系统，分别计划投入募集资金 0.57 亿元、1.13 亿元、0.54 亿元和 0.51 亿元，其余主要用于补充营运资金。截至 2018 年末，上述募投项目均已完成，累计投入 2.79 亿元，结余 0.56 亿元已全部用于永久补充流动资金。上述募投项目仍需经历 3 年左右的产能爬坡期，目前尚未实现经营效益，关注项目后续效益实现情况。

图表 11. 截至 2018 年末公司募投项目进展情况（单位：亿元、年）

募投项目	计划总投资额	已投资额	预期年平均新增销售收入	预期年平均新增净利润	投资回收期
机械维修产业化技术改造项目	0.57	0.46	0.81	0.20	5.09
航空机载电子设备维修能力扩展技术改造项目	1.13	0.82	0.75	0.21	5.99
研发中心建设项目	0.54	0.45	-	-	-
综合数据采集与信息处理系统	0.51	0.47	0.67	0.08	5.91
合计	2.75	2.20	2.23	0.49	-

资料来源：航新科技

在对外投资方面，该公司于 2017 年 10 月公告称，已与青岛航空股份有限公司（以下简称“青岛航空”）签署协议，计划共同投资设立青岛新龙航空工程有限公司（以下简称“新龙工程”），总投资 5000 万元，其中公司拟投入 2450 万元，持股比例为 49%，主要从事航空部附件维修、航材贸易、租赁；航空器工程改装；老旧飞机拆解与部件寿命循环再造等，从而推动公司机载设备维修业务和二手航材贸易业务的发展，但目前尚未开始投资。2017 年底，公司与专业投资机构北京浩蓝行远投资管理有限公司（以下简称“浩蓝行远”）共同参与投资宁波梅山保税港区浩蓝云帆投资管理中心（有限合伙）（以下简称“浩蓝云帆投资基金”）从事投资业务，该基金总规模为 3 亿元，其中公司作为有限合伙人投入了 0.47 亿元，浩蓝行远作为普通合伙人投入了 2.53 亿元；截至 2018 年末公司已出资 0.46 亿元。该基金拟主要投资于优秀民营军工企业，包括未上市民营军工企业股权、新三板挂牌民营军工企业股权以及上市公司定增等，并已于 2017 年 12 月公告拟以 4500 万元受让苏州船用动力系统股份有限公司 5% 的股权。2018 年一季度，公司通过全资子公司珠海航新出资 4000 万元与广东空港城投资有限公司、珠海天宇翱翔咨询服务合伙企业（有限合伙）、珠海弘佳航空服务合伙企业（有限合伙）共同投资设立天弘航空科技航空工程有限公司（以下简称“天弘航空”），总投资 1 亿元，珠海航新持股 40%；截至 2018 年末公司已出资 0.26 亿元；天弘航空主要拟从事飞机拆解和航材贸易业务。

2018 年 4 月，该公司通过香港全资子公司香港航新以现金方式向 Baltcap Private Equity Fund L.P., Sasmex Investments Limited, Tiaravia Services Limited, Tigriaco Trading Limited 和 Napantaco Management Limited 等交易对手购买了其持有的爱沙尼亚的 Magnetic MRO AS（以下简称“MMRO 公司”）合计 100% 股份，交易对价 4344.42 万欧元¹²，公司通过向民生银行¹³申请 1715.64 万欧元的融资性保函（内保外贷）支付了 40% 的交易对价，剩下 60% 通过民生银行的并购贷款支付。MMRO 公司主营业务为航空维修业务（MRO）和航空资产管理业务，MRO 业务主要包括基地维修、航线维修、工程服务和飞机内部装饰业务、飞机涂装等；航空资产管理业务包括了飞机拆解以及飞机机体、发动机、备件的贸易等；成立于 2002 年 5 月，是一家全方位飞机技术支持解决方案提供商，成立时间较早，技术和人才相对比较成熟和稳定。MMRO 公司总部位于爱沙尼亚首都塔林，航线维修业务在塔林机场的市场占有率为 90%；航线维修服务站点分布在欧洲波罗的海地区，包括爱沙尼亚、立陶宛、瑞典、丹麦、波兰、克罗地亚等国家，可提供 A320、B737、CL/NG、ATR、CRJ700/900NG、

¹² 其中固定收购总价 4317.04 万欧元，其余为自 2017 年 11 月 30 日至交割日期间以收购价格为基数计算的对应利息，并减去标的公司在锁箱日至交割日期间发生的“价值溢出资额”及其对应的按年化 1.5% 利率计算的利息金额。

¹³ 2018 年 4 月，公司向民生银行申请了 4322.40 万欧元的欧元授信，期限为 5 年，利率为 3%；其中并购贷款授信 2606.76 万欧元，融资性保函（内保外贷）为 1715.64 万元，融资性保函部分需公司提供融资性保函金额的 110% 等值人民币的自有资金作为该保函保证金，该部分自有资金主要来自公司实际控制人卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生的股东借款 1.30 亿元，根据合同约定公司以不高于银行等金融机构同期贷款利率水平向控股股东支付利息，按实际占用天数计息；公司完成 18 航新 S 发行后，已陆续偿还上述股东借款。

ERJ170/190、SAAB340 等机型的航线维修服务。MMRO 公司基地维修业务位于爱沙尼亚，目前拥有 4 条维修服务线和 1 条飞机涂装服务线，可同时满足 5 架窄体飞机的基地维修需求。MMRO 公司位于英国的子公司 MAC 主要提供飞机内部装饰的设计和生业务。MMRO 公司近年来主要客户为欧洲和非洲的中小型航空公司，包括 Heston Services Ltd、Air Baltic Corporation SIA、West Coast Aviation Ltd.、Air Peace Limited、Regional Jet OU、Medview Airline Limited、Avioserv San Diego, Inc.等，并与波罗的海航空、奥地利航空、芬兰航空等客户建立了紧密联系，业务范围涉及近 40 个国家。根据经审计的数据，截至 2019 年 3 月末，MMRO 公司的总资产和净资产分别为 4907 万欧元和 1672.2 万欧元（折合人民币分别约为 3.79 亿元和 1.26 亿元）；2018 年及 2019 年一季度实现营业收入分别为 6.89 亿元和 1.49 亿元，同比有小幅下降，但总体保持相对稳定；归母净利润分别为 0.40 亿元和 0.05 亿元，其中 2018 年较 2017 年有一定提升；经营活动净现金流量分别为-0.15 亿元和 0.41 亿元，较 2017 年的-0.26 亿元有大幅改善，其中 2019 年一季度净流入较多系上年款项于当期收回所致。2018 年以来 MMRO 公司的业务收入虽有一定下滑，但利润和现金回笼有明显改善，经营情况总体稳中趋好。同期，MMRO 公司的毛利率分别为 15.48%和 17.17%，较 2017 年的 13.09%稳中有升，但总体仍相对较低。本次交易完成后，公司将逐步完善在航空维修领域的布局，从原有的机载设备研制、机载设备检测设备研制以及机载设备维修服务等飞机部件研制和维修业务，进一步拓展至基地维修、航线维修、飞机内部装饰和外部涂装等 MRO 业务以及飞机拆解和飞机发动机、飞机备件贸易等航空资产管理业务，公司的经营规模得到较明显提升；同时，此次收购也将帮助公司逐步开拓国际航空维修市场。并且，公司在收购 MMRO 公司后，为了充分调动经营管理层的积极性，促进 MMRO 公司的发展，于 2018 年 5 月公告拟对 MMRO 公司三名核心管理人员¹⁴吕海波、Risto Mäets、Filip Stanic 实施了 MMRO 公司的期权激励，期权数量不超过 40882 份（占 MMRO 公司当前总股数的 24%），行权期为双方签署《期权协议》后第 4 年至第 15 年内的任意时间，行权价格等于公司 2018 年购买 MMRO 100%股份时的每股收购价格与 2018 年（包括）开始至期权行使通知日前一会计年度的每股净利润之和，其中公司 2018 年收购时的每股收购价格为 255.04 欧元/股；可行权数量根据 MMRO 2018-2022 年业绩达成情况，按照双方在《期权协议》附件中约定的业绩考核目标的完成情况确定。

收购完成后，该公司 2019 年 3 月又通过 MMRO 公司收购位于荷兰阿姆斯特丹的 DIRECT MAINTENANCE HOLDING B.V.（以下简称“DMH B.V.”）全部股权，收购价 862.97 万欧元，偿还标的公司债务 67.55 万欧元，合计支付 930.52 万欧元；收购价较 2018 年 9 月末净资产 75.4 万欧元溢价 787.57 万欧元，溢价率达 1044.52%。DMH B.V.标的公司成立于 1992 年，系专业从事航线维护服务的独立第三方 MRO，持有 EASA PART-145 和 FAA 维修站的批准认证，

¹⁴ 吕海波为公司的董事和副总经理；收购 MMRO 公司后，公司委派吕海波至 MMRO 公司担任监事会主席；Risto Mäets 为 MMRO 公司首席执行官、管理委员会成员；Filip Stanic 为 MMRO 公司发动机管理部总监、管理委员会成员。

在欧洲拥有 4 个维护站点，在非洲拥有 6 个维护站点，是荷兰唯一一家第三方独立的宽体机身维修提供商。公司拟通过本次收购拓展公司在欧洲及非洲地区的航线维护站点及宽体机航线维护能力，支持 MMRO 公司在欧洲的进一步发展，同时对接公司国内市场资源实现协同发展。DMH B.V.2017 年及 2018 年 1-9 月的收入分别为 505.5 万欧元和 727.8 万欧元，净利润分别为 1.7 万欧元和 42.4 万欧元，经营性净现金流分别为 11.2 万欧元和 64.7 万欧元；经营情况良好。

2019 年 6 月，该公司公告称，MMRO 公司为了增强资金实力，降低负债率，同时进一步拓展民航维修全产业链全球布局，拟以增资扩股的方式引入投资方，香港航新作为 MMRO 增资前唯一股东将放弃优先认缴出资权。本次引入投资者的 MMRO 整体估值约为 5055.10 万欧元，较公司的收购对价 4344.42 万欧元溢价 16.36%；深圳永钛贸易有限公司（简称“深圳永钛”）、SAPPHIRE INVESTMENT HOLDING LIMITED（简称“蓝宝石控股”）将作为投资方对 MMRO 进行增资，合计增资 895 万欧元，合计持有 MMRO 公司 15.04% 的股权，而公司通过香港航行持有 MMRO 公司的股权比例将由 100% 降为 84.96%。关注上述事项后续进展情况。

图表 12. MMRO 公司近年来主要经营数据（亿元、%）

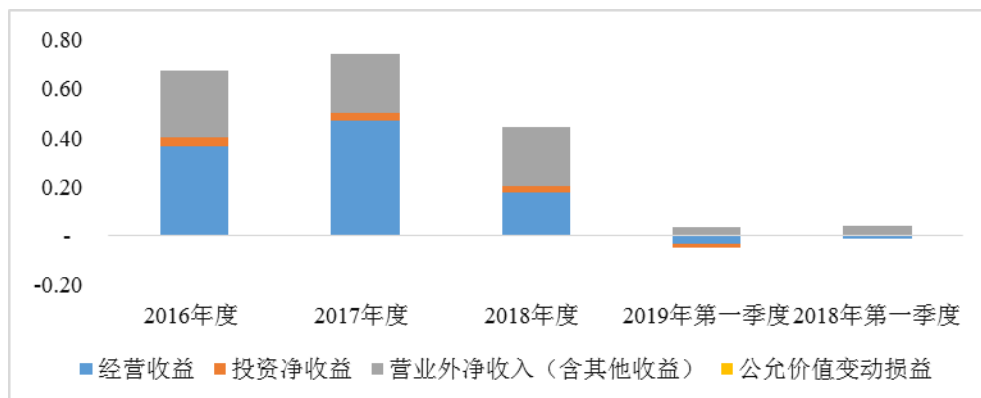
年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
营业收入	2.67	3.65	7.09	6.89	1.49
毛利率	20.26	19.08	13.09	15.48	17.17
归母净利润	0.12	0.16	0.31	0.40	0.05
经营性净现金流量	0.11	0.49	-0.26	-0.15	0.41

资料来源：根据航新科技所提供数据绘制。

总体来看，该公司 2018 年以来进行了较多的股权投资，其中以高溢价收购了 MMRO 公司，交易对价增值率约为 442.20%，形成商誉 2.53 亿元，交易增值较高，且无业绩承诺，若未来 MMRO 公司业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险；同时此次直接收购资金来自外币借款，也将使得公司面临一定的汇率波动风险。另外需关注未来公司对 MMRO 公司的实际整合和管控情况。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据航新科技所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司盈利仍主要来自主业经营收益，营业外收入（含资产处置收益和其他收益）仍是公司重要的利润补充。

跟踪期内，受益于 MMRO 公司并表，该公司营业毛利显著增长，2018 年及 2019 年一季度实现营业毛利分别为 2.46 亿元和 0.60 亿元，分别同比增加 0.44 亿元和 0.27 亿元；但剔除 MMRO 公司并表因素影响，同期公司实现营业毛利分别为 1.89 亿元和 0.33 亿元，其中 2018 年较上年减少 0.13 亿元，主要系当年受军改影响，公司的设备研制及保障业务的合同签订及交货延后所致。未来，随着军改的逐步完成，公司的设计研制及保障业务有望得到恢复性增长。

2018 年及 2019 年一季度，该公司期间费用分别为 1.95 亿元和 0.59 亿元，分别同比增加 0.61 亿元和 0.27 亿元，系 MMRO 公司并表所致，同期期间费用率分别为 25.90%和 25.29%，较 2017 年的 28.43%有所下降，期间费用控制有所改善，但仍相对较高，主要系公司的管理费用和研发费用支出等较多所致，与公司所处行业特点有关。公司 2018 年的研发费用为 0.31 亿元，同比增加 0.04 亿元；管理费用为 1.52 亿元，同比增加 0.63 亿元，其中因收购 MMRO 公司使得中介费支出增加 0.12 亿元，其余主要为 MMRO 公司的管理费用支出。此外，财务费用方面，公司 2018 年的财务费用为-0.08 亿元，同比减少 0.07 亿元，其中当年利息支出 0.20 亿元，同比大幅增加 0.20 亿元，系收购 MMRO 公司后，公司增加较多债务所致；同时公司当年产生汇兑收益 0.25 亿元。因收购 MMRO 公司形成的外币长期借款 4322.4 万欧元，折合人民币 3.46 亿元，外币债务规模较大，未来仍存在一定的汇率波动风险。

此外，2018 年及 2019 年一季度该公司资产减值损失分别为 0.28 亿元和 0.03 亿元，分别同比增加 0.11 亿元和 0.01 亿元，跟踪期内公司的资产减值损失继续增加，其中 2018 年公司计提坏账减值损失为 0.16 亿元，同比增加 0.07 亿元，系受军改影响和部分航空公司客户账期延长等影响，公司的应收账款规模大幅上升，账龄进一步延长，相应计提坏账准备所致，需关注后续军改进展及款项

回收情况，和应收部分航空公司客户的账款进一步增长及后续款项回收风险情况；存货跌价损失为 0.12 亿元，同比增加 0.05 亿元，一方面系公司部分航空维修业务的原材料因长期不用，库龄增加，计提相应跌价准备，另一方面，受军改影响，公司相关的存货库龄增加，计提跌价准备，未来随着军改逐步完成和优化航空维修原材料采购结构，公司的资产减值损失有望逐步减少。

2018 年及 2019 年一季度，该公司经营收益分别为 0.18 亿元和-0.03 亿元，分别同比大幅减少 0.30 亿元和 0.02 亿元，主要系公司除 MMRO 公司以外的原有业务的业务毛利贡献显著减少，加之因收购 MMRO 公司增加较多利息费用和中介费用，同时研发费用和资产减值损失等进一步增加所致。其中 2019 年一季度经营收益亏损系季节性因素所致。

图表 14. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业毛利（亿元）	1.81	2.02	2.46	0.60	0.33
期间费用（亿元）	1.28	1.35	1.95	0.59	0.32
其中：销售费用（亿元）	0.26	0.18	0.20	0.05	0.04
管理费用（含研发费用，亿元）	1.05	1.16	1.83	0.53	0.26
财务费用（亿元）	-0.03	0.01	-0.08	0.01	0.02
期间费用率（%）	30.27	28.43	25.90	25.29	42.23
其中：财务费用率（%）	-0.66	0.18	-1.02	0.32	2.95
资产减值损失（亿元）	0.12	0.17	0.28	0.03	0.02
经营收益（亿元）	0.37	0.47	0.18	-0.03	-0.01
全年利息支出总额（亿元）	0.01	0.00	0.20	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

跟踪期内，营业外收入对该公司盈利仍形成了重要补充。2018 年及 2019 年一季度，公司实现营业外净收入（含资产处置收益和其他收益）分别为 0.24 亿元和 0.03 亿元，同比变化不大，仍主要来自增值税即征即退收入和政府补助，2018 年分别为 0.09 亿元和 0.13 亿元。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.03	0.03	0.03	-0.02	0.01
营业外收入（亿元）	0.27	0.24	0.24	0.03	0.04

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

在上述综合影响下，该公司 2018 年及 2019 年一季度实现净利润分别为 0.50 亿元和-0.002 亿元，净利润规模仍较小，且受军改和资产减值影响，净利润规模进一步减少，同比分别减少 0.16 亿元和 0.02 亿元。未来随着军改的逐步完成，加之民航市场新机不断增加和逐渐退出“商保期”，公司业务规模

和利润有望得到较大恢复和增长，但仍需关注未来军改的具体发展变化及对公司业务的影响。

(3) 运营规划/经营战略

该公司近年来进行了较多的股权投资和并购活动，短期内暂无较大的投资活动计划。

管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内控股股东及一致行动人进行了部分股权转让和股票减持，但控股股东和实际控制人仍为卜范胜等一致行动人，持股比例仍较高，股权质押比例仍尚可；公司继续进行了较多的人事变动调整，需关注对公司后续正常的生产经营管理的影响。

2018 年该公司控股股东及一致行动人卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生及卜范胜先生的配偶孙丽香女士以协议转让的方式引入开元国创恒誉作为公司的长期战略投资者，并将其所持有的航新科技无限售流通股 1200 万股（占公司总股本 5.00%）转让给开元国创恒誉，控股股东和实际控制人卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生合计持有公司股份由 41.38% 变为 36.75%，同时一致行动人卜范胜先生的配偶孙丽香女士的持股由 3.31% 变为 2.94%，卜范胜先生儿子卜祥尧先生持有公司股份仍为 1.43%，合计持有公司股份由 46.11% 降为 41.11%。跟踪期内，股东卜范胜先生、黄欣先生及卜祥尧先生又对公司股票进行了减持，减持后持股比例分别变为 18.26%、5.99% 和 1.14%。截至 2019 年 3 月末，公司控股股东和实际控制人仍为卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生合计持有公司股份由 41.38% 变为 35.03%¹⁵，同时一致行动人孙丽香女士的持股由 3.31% 变为 2.94%，卜祥尧先生持有公司股份由 1.43% 降为 1.14%，合计持有公司股份由 46.11% 降为 39.11%。

股权质押方面，截至本评级报告日，该公司实际控制人卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生及一致行动人孙丽香女士、卜祥尧先生质押公司股份分别为 0%、0.68%、2.70%、2.67%、0% 和 0%，合计占公司总股本的 6.05%，占实际控制人及一致行动人所持公司股权的比重为 15.46%，股权质押比例尚可。截至本评级报告日，公司的实际控制人卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士和李凤瑞先生除持有本公司的股权外，未持有其他企业的股权。

关联交易方面，跟踪期内该公司与联营企业山东翔宇航空技术服务有限责任公司、天弘航空、北京德风等存在少量的关联交易往来，2018 年公司向其采购原材料形成的关联交易金额为 0.03 亿元，向其提供机载设备维修等服务形成的关联交易为 0.11 亿元，均参考市场价定价；因关联交易金额较小，

¹⁵ 上述股权转让后，卜范胜先生、黄欣先生、柳少娟女士、李凤瑞先生的持股将分别变为 18.26%、5.99%、6.17% 和 4.61%。

对公司影响较为有限。

跟踪期内，该公司继续发生较多高管人事变动，除了因个人原因外，主要系近年来因可持续发展、管理层分工调整及人才培养的需要，公司管理层继续进行人员变动调整，未来仍会发生一定的高管人事变动，以实现战略决策层与管理层的分离，目前暂未对公司的生产经营管理产生重大影响，未来仍需关注后续的高管人事变动及对公司正常的生产经营管理的影响。

图表 16. 2018 年以来公司高管人事变动情况

公告日期	离职人员	离职职位	离职原因	备注
2018.1.30	余永刚	总质量师	个人原因	
2018.11.27	罗罡	董事	个人原因	选举公司股东开元国创董事长林向红先生为非独立董事
2018.11.27	黄瑞旺	独立董事	连续任职满 6 年	选举中山大学电子信息与工程学院教授黄以华先生为独立董事
2019.1.26	柳少娟、李凤瑞、吕海波	董事	届满离任	
	肖健	独立董事		
	王野和刘爱群	监事		
	陈茜茜	董事会秘书		聘任总裁助理胡珺女士为董事会秘书
	龙朝晖	财务总监		聘任姚晓华先生为财务总监

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

跟踪期内，该公司及其主要的关联方未发生需要披露的欠贷欠息事件；未发生重大工商、诉讼、质量、安全事故。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.05.27	不涉及	无	未提供	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.06.11	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2019.06.11	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2019.06.11	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2019.06.11	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2019.06.11	无	无	无	无

资料来源：根据航新科技所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内该公司通过并购贷款等债务融资方式完成 MMRO 公司的收购和股权投资等，资产和负债规模大幅增长，刚性债务偿付压力和财务负担显著上升；因军改影响，相关客户合同签订、交货和结算回款继续延后，经营性净现

金流量继续呈现净流出，实际流动性水平较紧，加之营业周期较长，存在一定的营运资金周转压力；同时较大规模的应收账款、存货和商誉存在一定的减值风险。但公司目前负债经营程度仍处于较合理水平，融资渠道仍较为畅通，整体偿债能力仍强。

1. 数据与调整

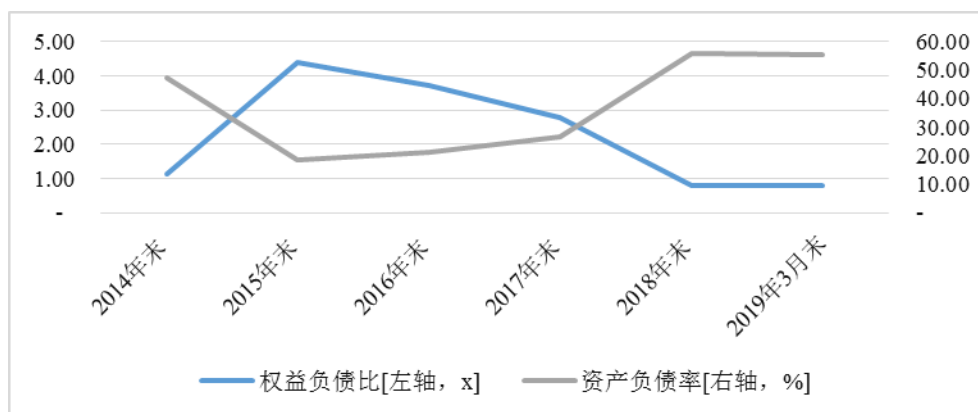
广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）。

该公司审计机构广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)因在执行其他上市公司审计业务中涉嫌违反证券相关法律法规，于 2019 年 5 月 9 日被中国证监会立案调查，目前尚未最终结案。需关注该审计机构最终调查结果及对公司的影响。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



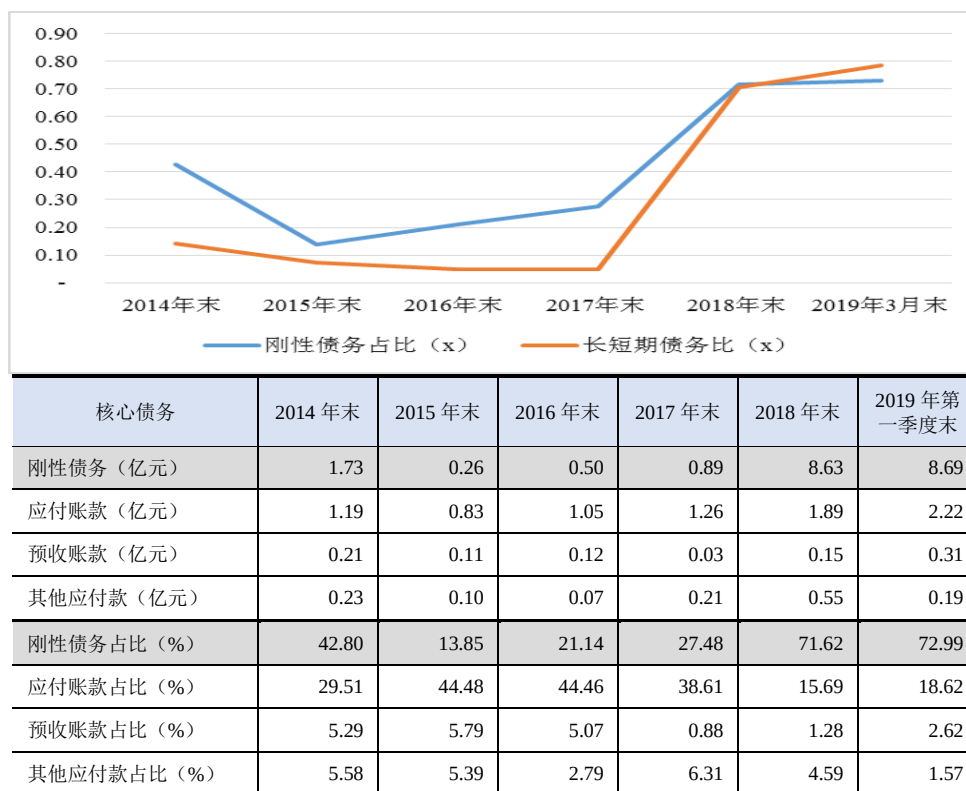
资料来源：根据航新科技所提供数据绘制。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司总负债分别为 12.05 亿元和 11.91 亿元，较 2017 年末的 3.25 亿元大幅增加，同期末公司的资产负债率分别为 55.79%和 55.57%，较 2017 年末的 26.46%大幅上升，主要系公司通过借款等债务融资收购 MMRO 公司，加之受军改影响，公司的业务回款延后，公司增加负债来扩充营运资本投入所致。同期末公司的所有者权益分别为 9.55 亿元和 9.52 亿元，较 2017 年末的 9.03 亿元有进一步上升，仍主要受益于净利润积累。

同期末，该公司权益对刚性债务的覆盖倍率分别为 1.11 倍和 1.10 倍，覆盖倍率较 2017 年末的 10.11 倍有大幅下降，但目前总体覆盖程度仍尚可。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据航新科技所提供数据绘制。

从负债期限结构看，2018 年末及 2019 年 3 月末该公司流动负债占比分别为 58.61%和 56.02%，较 2017 年末的 95.35%大幅下降，主要系跟踪期内公司通过增加较多长期债务用于收购 MMRO 公司所致，但负债仍相对集中于流动负债。从债务构成来看，目前公司负债主要由刚性债务和应付账款构成，2019 年 3 月末占比分别为 72.99%和 18.62%。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 8.63 亿元和 8.69 亿元，因收购 MMRO 公司和扩大营运资本投入，跟踪期内公司刚性债务规模大幅增加；同期末，公司的应付账款规模分别为 1.89 亿元和 2.22 亿元，主要为应付供应商货款，跟踪期内随着业务规模扩大尤其是 MMRO 公司并表而显著上升。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	1.38	0.26	0.50	0.89	3.77	3.58
其中：短期借款	0.77	0.05	0.42	0.68	3.21	3.11

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
应付票据	0.33	0.21	0.08	0.21	0.38	0.31
一年内到期长期借款	0.28	-	-	-	0.18	0.16
中长期刚性债务合计	0.35	-	-	-	4.86	5.11
其中：长期借款	0.35	-	-	-	3.46	3.32
应付债券	-	-	-	-	1.38	1.72
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	0.01	0.07
综合融资成本（年化，%）	4.29	6.90	4.60	5.11	5.91	6.15

资料来源：根据航新科技所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

截至 2019 年 3 月末，该公司刚性债务为 8.69 亿元，其中短期刚性债务占比为 41.17%；公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，分别为 6.59 亿元和 1.72 亿元，其中应付债券除了 1.20 亿元的 18 航新 S 以外，主要为 MMRO 公司 2018 年 12 月至 2019 年 3 月陆续非公开发行的境外欧元债券，期限为 3 年，已发行 710 万欧元（发行总额度 1500 万欧元），季度付息（有权在每个季度付息日提前赎回债券），利率为 8%，主要用于 MMRO 公司拓展航空维修站点和建设维修能力。

图表 21. 公司 2019 年 3 月末银行借款类型结构（单位：万元）

借款类别	信用借款	抵押借款	保证借款	质押借款	合计	利率区间
短期借款	30061	-	1000	-	31061	4.35%-7.5%
一年内到期的长期借款	-	1646	-	-	1646	3%-8%
长期借款	-	33156	-	-	33156	
合计	30061	34802	1000	-	65863	-

资料来源：航新科技。

从融资成本来看，该公司 2018 年及 2019 年一季度的综合融资成本分别为 5.91%和 6.15%，受融资环境影响较 2017 年的 5.11%显著上升，整体融资成本相对偏高。

总体来看，该公司并购 MMRO 公司后，刚性债务规模大幅增加，融资成本也显著上升，公司面临一定的刚性债务偿付压力和财务负担。

图表 22. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（万元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	-	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	800	-	-	26756	-
4%~5%（不含 5%）	846	-	-	-	-
5%~6%（不含 6%）	24114	-	-	-	-
6%~7%（不含 7%）	4860	-	-	-	-
7%及以上	2087	-	-	6400	-
合计	32707	-	-	33156	-

资料来源：航新科技。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
营业周期 (天)	268.35	383.50	439.37	513.68	415.98	-
营业收入现金率 (%)	113.33	110.94	95.23	84.52	96.00	186.26
业务现金收支净额 (亿元)	1.19	0.18	0.38	-0.56	0.62	-0.02
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.68	-0.10	-0.47	-0.42	-1.02	-0.21
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.50	0.07	-0.08	-0.98	-0.40	-0.22
EBITDA (亿元)	1.21	1.08	0.91	1.00	1.01	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.70	1.08	2.40	1.43	0.21	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	12.22	33.97	102.91	314.15	5.11	-

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018 年及 2019 年一季度，该公司的营业收入现金率分别为 96.00%和 186.26%，受益于 MMRO 公司并表和随着军改的逐步完成，公司的收入回款率较 2017 年的 84.52%有所改善，但整体仍较低，其中 2019 年一季度较高系当季收回较多军方等客户延迟的部分款项所致；同期公司的经营性净现金流分别为-0.40 亿元和-0.22 亿元，跟踪期内因军方客户结算回款继续延后，加之公司不断发展检测设备研制业务等，应收账款和存货规模不断上升，使得经营性净现金流继续呈现净流出。从经营效率来看，2018 年公司的营业周期为 415.98 天，较上年的 513.68 天有明显缩短，主要系 MMRO 公司并表所致，受军改等影响公司整体营业周期仍然很长。

该公司 2018 年 EBITDA 为 1.01 亿元，与上年基本持平，主要由利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出构成，2018 年占比分别为 43.68%、26.71%和 19.56%。2018 年公司的 EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.21 倍，较上年末的 1.43 倍大幅下降，系债务规模大幅上升所致，目前覆盖程度相对较低；2018 年公司的 EBITDA 对全部利息支出的保障倍数为 5.11 倍，较上年的 314.15 倍已大幅下降，但对利息支出的覆盖程度仍较好。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
回收投资与投资支付净流入额	0.00	-0.29	-0.09	-0.04	-3.75	-0.62
购建与处置固定资产、无形资产及其他长	-0.34	-0.37	-0.72	-0.05	-0.70	-0.12

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
期资产形成的净流入额						
投资环节产生的现金流量净额	-0.33	-0.66	-0.81	-0.09	-4.45	-0.74

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

2018 年及 2019 年一季度，该公司投资环节产生的现金净流量分别为-4.45 亿元和-0.74 亿元，净流出额分别同比增加 4.36 亿元和 0.19 亿元，系跟踪期内公司大额收购 MMRO 公司，加之通过 MMRO 公司收购 DMH B.V.所致。公司短期内暂无进一步的较大投资支出计划。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
权益类净融资额	0.00	3.52	0.00	0.14	0.00	0.00
债务类净融资额	-0.72	-1.89	0.33	-0.08	5.58	-0.18
筹资环节产生的现金流量净额	-0.72	1.63	0.33	0.06	5.58	-0.18

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

2018 年及 2019 年一季度，该公司筹资性净现金流分别为 5.58 亿元和-0.18 亿元，其中 2018 年因收购 MMRO 公司，公司发行了 1.20 亿元债券和借入较多并购贷款等而呈现较多净流入，而 2019 年一季度因偿还部分到期银行借款使得筹资活动呈现一定净流出。跟踪期内公司继续主要通过银行借款等债务融资方式满足营运资金和投资性资金需求。未来随着公司业务量的不断增加，尤其是营运资本投入的增加，公司可能将继续面临一定的外部筹资压力。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	4.86	6.03	6.48	7.35	12.14	11.35
	56.86	60.02	58.31	59.79	56.20	52.94
其中：现金类资产（亿元）	1.44	2.03	1.85	0.93	3.03	1.88
应收账款（亿元）	1.46	1.68	2.40	3.48	4.94	4.81
存货（亿元）	1.24	1.60	1.92	2.35	3.57	3.86
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	3.69	4.02	4.63	4.94	9.46	10.09
	43.14	39.98	41.69	40.21	43.80	47.06
其中：固定资产（亿元）	2.67	2.59	2.89	2.72	3.04	3.13
长期股权投资（亿元）	0.11	0.42	0.13	0.61	1.20	1.18
无形资产（亿元）	0.43	0.41	0.43	1.05	1.19	1.17
商誉（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	2.76	3.28

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

跟踪期内，该公司通过债务融资收购 MMRO 公司等对外投资，同时增加

营运资本投入,2018年末及2019年3月末总资产规模分别为21.60亿元和21.43亿元,较2017年末的12.29亿元有大幅上升;其中,流动资产占比分别为56.20%和52.94%,虽较2017年末的59.79%有一定下降,但资产仍相对主要集中于流动资产。

从资产构成来看,2018年末该公司流动资产账面价值为12.14亿元,主要由现金类资产、应收账款和存货构成,分别在流动资产中占比24.95%、40.72%和29.39%。2019年3月末,公司的现金类资产为1.88亿元,较2018年末大幅减少1.15亿元,系MMRO公司当期收购DMH B.V.所致;公司的现金类资产基本均为货币资金,但受限货币资金达1.48亿元,未受限货币资金仅为0.40亿元,货币资金较少,使得公司存在一定的流动性压力。公司2018年末及2019年3月末应收账款账面价值分别为4.94亿元和4.81亿元,其中MMRO公司同期末的应收账款分别为1170.70万欧元和943.90万欧元,其余增加主要系跟踪期内受军改影响,货款结算回款延后,公司应收账款规模较2017年末的3.48亿元继续显著上升,但公司客户整体质量较高,回款较有保障,且随着军改的逐步完成,回款有望逐步恢复正常,但也需要关注后续应收部分航空公司的应收账款进一步增加情况及实际的回收风险情况;截至2018年末,账龄在1年以内、1-2年、2-3年的应收账款占比分别为63.70%、26.27%和6.89%,超过1年的应收账款较多,目前已计提坏账准备0.44亿元。同期末存货账面价值分别为3.57亿元和3.86亿元,跟踪期内因公司继续不断发展ATE检测设备产品和机载设备业务,而受军改影响合同签署和交货延后,加之MMRO公司并表,存货规模较2017年末的2.35亿元继续大幅上升,其中MMRO公司同期末的存货分别为739.20万欧元和911.50万欧元;截至2019年3月末,公司存货中原材料和ATE设备等建造合同形成的已完工未结算资产分别为2.07亿元和1.55亿元,其余主要为在产品和机载设备产品约0.62亿元;公司原材料主要为机载设备维修的零部件、航材贸易业务的零部件以及飞参等设备制造的相关原材料,其中库龄在1年以内、1-2年、2-3年和3年以上的原材料余额分别为0.85亿元、0.56亿元、0.25亿元和0.41亿元,占比分别为41.05%、26.92%、12.02%和20.01%,已计提跌价准备0.37亿元,目前存货中库龄较长的原材料占比相对较高,加之公司采购的原材料都是对应某一机型,而机型更新较快,超过3年后使用价值将大幅下降而将基本全额计提存货跌价准备,这也使得公司存在一定的存货跌价损失风险。

2018年末该公司非流动资产账面价值为9.46亿元,主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和商誉构成,分别在非流动资产中占比32.13%、12.66%、12.63%和29.17%。2018年末及2019年3月末,公司的固定资产账面价值分别为3.04亿元和3.13亿元,较2017年末的2.72亿元有所增加,系MMRO公司并表并进行维修能力扩充投入所致,截至2018年末公司固定资产主要为房屋及建筑物1.81亿元和维修检测的机器设备1.06亿元。同期末公司的长期股权投资账面价值分别为1.20亿元和1.18亿元,较2017年末的0.61亿元大幅增加,系公司2018年新增对天弘航空科技有限公司和北京德风征程科技有限公

司的投资 0.26 亿元和 0.19 亿元所致。同期末，公司的无形资产账面价值分别为 1.19 亿元和 1.17 亿元，较 2017 年末的 1.05 亿元进一步增加，系并表 MMRO 公司所致，截至 2018 年末公司的无形资产仍主要由土地使用权、非专利技术和软件构成，分别为 0.37 亿元、0.72 亿元和 0.11 亿元。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末该公司受限资产为 3.74 亿元，主要为货币资金 1.48 亿元、固定资产 1.22 亿元和应收账款 0.97 亿元，其中受限货币资金中主要为收购 MMRO 公司作为融资性保函的保证金，受限固定资产主要作为 1.20 亿元债券担保方广东再担保的反担保以及银行借款的抵质押；目前公司受限资产总额占总资产净资产的比重分别为 17.45%和 39.29%，公司的受限资产比例不低，需关注对公司后续融资能力的影响。

图表 27. 截至 2019 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值
货币资金	1.48
固定资产	1.22
投资性房地产	0.07
应收账款	0.97
合计	3.74

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

总体来看，该公司的应收账款、存货和商誉规模较大，需关注相应的资产减值风险和营运资金压力。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
流动比率（%）	136.84	347.33	288.42	236.96	171.88	170.06
速动比率（%）	98.15	247.33	199.95	155.77	117.78	108.22
现金比率（%）	40.68	117.22	82.47	29.95	42.89	28.20

资料来源：根据航新科技所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 171.88%和 170.06%，速动比率分别为 117.78%和 108.22%，现金比率分别为 42.89%和 28.20%；但公司货币资金等流动资产受限较多，剔除受限部分，截至 2019 年 3 月末，公司的实际流动比率、速动比率和现金比率分别为 133.34%、71.50%和 6.02%，公司的实际流动性较紧，尤其是实际现金比率很低。

6. 表外事项

或有负债方面，该公司截至本评级报告日不存在对外担保和未决诉讼及仲裁事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部是公司主要的经营主体之一，同时对下属生产性的主要子公司进行经营管理，并进行对外股权投资和管理；公司本部拥有相当部分的资产和负债，截至 2019 年 3 月末公司本部总资产和总负债分别为 16.36 亿元和 9.44 亿元，资产负债率为 58.54%，负债经营程度尚可。

该公司本部主要负责机载设备研制和 ATE 检测设备业务等，2018 年及 2019 年一季度实现收入分别为 1.47 亿元和 0.20 亿元，分别同比减少 0.60 亿元和 0.07 亿元，实现净利润分别为 0.21 亿元和 -0.11 亿元，分别同比减少 0.63 亿元和 0.08 亿元，跟踪期内公司本部受军改影响，收入和利润显著减少，但总体经营情况仍尚好，未来随着军改的逐步完成，有望得到恢复性增长。

总体来看，该公司本部拥有相当部分的经营性资产等公司资源，负债经营程度和经营情况尚可，且公司本部对下属子公司在财务和业务经营等方面管控力较强，偿债能力仍较强。

外部支持因素

该公司为上市公司，从资本市场补充资金的实力较强，且与多家金融机构保持良好的业务合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 5.87 亿元，其中已使用额度 2.95 亿元，尚未使用的额度为 2.92 亿元，尚有一定后续融资空间，整体融资渠道较通畅。

图表 29. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	5.87	5.87	2.95	4.8%-7.5%	
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	
工农中建交五大商业银行（亿元）	2.17	2.17	0.62	4.8%-5.5%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	36.97	36.97	21.02		

资料来源：根据航新科技所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析—广东再担保增信

广东省融资再担保有限公司（简称“广东再担保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

广东再担保成立于 2009 年 2 月，前身为广东省中小企业信用再担保有限公司，是由广东粤财投资控股有限公司（简称“粤财控股”）代表广东省政府出资成立的省级再担保公司，初始注册资本 20.00 亿元，为粤财控股的全资子公司。经多次增资，截至 2018 年 6 月末，广东再担保注册资本和实收资本增至 60.60 亿元。

广东再担保的经营经营范围包括：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保业务；兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

截至 2017 年末，广东再担保经审计的合并口径资产总额为 84.57 亿元，所有者权益 73.10 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 66.30 亿元），公司再担保业务在保责任余额为 20.91 亿元，直保业务在保责任余额为 171.78 亿元。2017 年，公司实现营业收入 4.69 亿元，净利润 3.85 亿元。

截至 2018 年 6 月末，广东再担保未经审计的合并口径资产总额为 85.28 亿元，所有者权益为 73.99 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 67.11 亿元），再担保业务在保责任余额为 15.88 亿元，直保业务在保责任余额为 174.65 亿元。2018 年上半年，公司实现营业收入 1.79 亿元，净利润 0.91 亿元。

根据本评级机构评定（“新世纪企评[2018]020359”，有效期至 2019 年 12 月 28 日），广东再担保的主体信用级别为 AAA 级，评级展望为稳定。广东再担保为本次债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步提升本次债券本息偿付安全性。

跟踪评级结论

该公司为民营上市公司，跟踪期内公司控股股东及一致行动人进行了部分股权转让和股票减持，但控股股东和实际控制人仍为卜范胜等一致行动人，持股比例仍较高，股权质押比例仍尚可；公司继续进行了较多的人事变动调整，需关注对公司后续正常的生产经营管理的影响。

该公司业务主要集中于以民航为主的机载设备维修业务和军用的机载设备及检测设备研制业务。跟踪期内，受益于完成对 MMRO 公司的并购，公司经营规模和收入得到显著提升；但因 MMRO 公司毛利率相对较低，公司综合毛利率有明显下滑，同时受军改影响，公司的设备研制及保障业务的合同签订和交货延后，收入显著减少，资产减值损失进一步增加，加之因并购 MMRO 公司产生较多中介费和财务费用，公司利润有所下滑；较高的期间费用使得公司整体盈利能力仍较弱。未来仍需关注国家军改的具体完成时间以及军改完成后对公司业务产生的影响，以及对 MMRO 公司的整合情况。

跟踪期内该公司通过并购贷款等债务融资方式完成 MMRO 公司的收购和股权投资等，资产和负债规模大幅增长，刚性债务偿付压力和财务负担显著上升；同时因军改影响，相关客户合同签订、交货和结算回款继续延后，经营性净现金流量继续呈现净流出，实际流动性水平较紧，加之营业周期较长，存在一定的营运资金周转压力；同时较大规模的应收账款、存货和商誉存在一定的减值风险。但公司目前负债经营程度仍处于较合理水平，融资渠道仍较为畅通，整体偿债能力仍强。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例（%）	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
广州航新航空科技股份有限公司	航新科技	本级	—	机载设备维修、机载设备及检测设备研制	6.26	7.03	1.47	0.21	-0.73	0.38	
Magnetic 飞机维修有限公司	MMRO 公司	核心子公司	100	航空基地维修，航线维修，航材销售与租赁，发动机销售、租赁和管理，内饰设计和生产业务，飞机拆解等	0.22	0.16	0.88	0.51	0.008	0.05	单位：亿欧元
广州航新电子有限公司	航新电子	核心子公司	100	航空机载设备的维修	0.10	3.41	1.45	0.20	-0.14	0.38	
上海航新航宇机械技术有限公司	上海航新	核心子公司	100	航空机载设备的维修	0	1.35	0.68	0.10	0.006	0.15	

注：根据航新科技 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
资产总额[亿元]	11.10	12.29	21.60	21.43
货币资金[亿元]	1.69	0.88	3.03	1.88
刚性债务[亿元]	0.50	0.89	8.63	8.69
所有者权益[亿元]	8.75	9.03	9.55	9.52
营业收入[亿元]	4.25	4.73	7.55	2.33
净利润[亿元]	0.60	0.66	0.50	0.00
EBITDA[亿元]	0.91	1.00	1.01	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.08	-0.98	-0.40	-0.22
投资性现金净流入量[亿元]	-0.81	-0.09	-4.45	-0.74
资产负债率[%]	21.20	26.46	55.79	55.57
权益资本与刚性债务比率[%]	1,758.49	1,011.24	110.67	109.56
流动比率[%]	288.42	236.96	171.88	170.06
现金比率[%]	82.47	29.95	42.89	28.20
利息保障倍数[倍]	77.52	234.62	3.23	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	439.37	513.68	415.98	—
毛利率[%]	42.73	42.75	32.60	25.73
营业利润率[%]	9.45	15.43	5.53	-0.60
总资产报酬率[%]	6.46	6.36	3.78	—
净资产收益率[%]	7.07	7.45	5.34	—
净资产收益率*[%]	7.07	7.51	5.42	—
营业收入现金率[%]	95.23	84.52	96.00	186.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.26	-36.53	-7.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-42.46	-37.94	-63.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	102.91	314.15	5.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.40	1.43	0.21	—

注：表中数据依据航新科技经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《装备制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。