

中信海洋直升机股份有限公司

2012 年 6.5 亿元可转换公司债券

2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

中信海洋直升机股份有限公司

2012年6.5亿元可转换公司债券

2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期债券跟踪信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余期限：66个月

债券剩余规模：6.5亿元

跟踪日期：2013年06月25日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券期限：72个月

债券规模：6.5亿元

评级日期：2012年06月19日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对中信海洋直升机股份有限公司（以下简称“中信海直”或“公司”）2012年发行的6.5亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”或“可转债”）的2013年跟踪评级结果维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	346,295.70	353,102.64	271,093.41	251,641.17
归属于母公司所有者权益（万元）	199,981.91	196,291.50	170,243.40	158,974.56
有息债务（万元）	121,773.06	129,413.27	72,388.41	69,711.81
资产负债率	41.36%	43.55%	36.03%	35.62%
流动比率	4.01	3.54	2.66	3.36
速动比率	2.99	2.81	1.70	1.99
营业收入（万元）	24,256.59	109,140.01	98,665.41	87,912.73
营业利润（万元）	4,554.21	18,759.35	18,508.62	15,500.08
利润总额（万元）	4,554.40	19,434.84	18,782.50	16,255.36
综合毛利率	21.63%	30.11%	28.84%	27.23%
总资产回报率	-	6.60%	7.80%	7.08%
利息保障倍数	-	17.49	12.80	11.72
经营活动现金流净额（万元）	-3,049.32	20,477.71	19,885.22	30,023.30

资料来源：公司2010-2012年审计报告及2013年1-3月份财务报表

正面：

- 跟踪期，公司海上石油飞行业务规模稳步增长，与客户合作关系稳定，业务持续性较好；
- 跟踪期，公司投入海上石油飞行业务机队规模持续扩张，有利于保障公司业务规模的持续增长；
- 跟踪期，公司转让了子公司中信通用航空有限责任公司（以下简称“中信通航”）93.97%股权，专注发展直升机业务，有利于提升陆上通航业务市场竞争力，进一步优化资源配置和业务结构，有利于提高公司的盈利水平；
- 公司资产负债率较低，经营净现金流较稳定，财务安全性较好。

关注：

- 公司收入和利润主要来源于海上石油飞行服务业务，存在业务集中风险；
- 公司对主要客户存在较高的依赖程度；
- 未来几年公司直升机机队规模将进一步扩张，一旦海上石油开发对直升机需求增长放缓，公司将存在较大的成本压力；
- 飞行安全风险是公司面临的潜在风险；
- 公司后续购机资金需求量大，存在一定的资金压力；
- 公司飞机和航材目前依赖进口，一旦国家财政、货币政策及汇率、利率、税收政策调整，也可能导致公司购机、购买航材成本上升；
- 直接人工费、航油消耗等运营成本的刚性上涨给公司带来一定的成本压力；
- 公司长期借款主要以港币贷款为主，汇率波动对公司盈利影响有不确定性；
- 公司有息债务规模较大且预计仍将持续增长，存在一定的偿债压力。

分析师

姓名： 贺亮明 王一峰

电话： 0755-82872242

邮箱： helm@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会《关于核准中信海洋直升机股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2012]1641号）核准，2012年12月19日，公司公开发行6.5亿元可转债，扣除相关费用后实际募集资金63,583.96万元，本期债券票面利率：第一年到第六年的利率分别为：第一年为0.5%，第二年为1.0%，第三年为1.5%，第四年为2.0%，第五年为2.0%，第六年为2.0%。

本期债券的起息日为2012年12月19日，按年计息，每年付息一次。本期债券的存续期限为自发行之日起6年，即自2012年12月19日至2018年12月18日。本期债券转股期自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。本期债券第一次付息日为2013年12月19日。

本期债券募集资金全部用于购置4架EC 225LP型直升机，并于2012年12月31日和2013年5月分别交付各1架EC 225LP型直升机，其中第1架EC 225LP型直升机已投入运营，2013年1-3月完成营业收入375.53万元，营业成本308.56万元，毛利66.97万元，其余2架EC 225LP型直升机未交付。截至2013年5月27日募集资金已使用36,269.43万元，使用情况如下：

表1 截至2013年5月27日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金
购置4架EC 225LP型直升机	70,100	65,000	36,269.43	36,269.43

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至2013年5月27日公司本次发行的可转债尚未进入转股期而未有转股情况，公司总股本未发生变动，公司主营业务未有变化。

三、经营与竞争

公司业务包括为国内外用户提供直升机海上石油飞行业务、其他通用航空业务以及直升机维修业务，其中海上石油飞行业务为公司核心业务。2012年，海上石油飞行业务、其他通航业务、维修业务收入占比分别为78.82%、17.68%、3.50%。由于2012年下半年及2013年初公司有3架EC155B1型直升机和1架EC 225LP型直升机交付，折旧、保险等固定成本同

比增加，因此2013年1-3月公司海上石油飞行业务毛利率同比有所下降，此外季度数据与全年数据可比性稍弱。

表 2 近年公司收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2013年1-3月		2012年		2011年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
海上石油飞行业务	18,815.01	25.18%	86,023.30	31.99%	75,893.91	31.39%
其他通航业务	3,997.90	11.00%	19,300.09	23.62%	16,494.77	21.57%
维修业务	1,443.68	3.56%	3,816.61	19.02%	6,276.73	17.01%
合计	24,256.59	21.63%	109,140.01	30.11%	98,665.41	28.84%

资料来源：公司提供

从区域构成看，近年公司收入绝大部分来源于公司主运营基地所在的深圳地区，2012年来源于深圳地区收入占比为49.52%。

表 3 近年公司收入按区域划分（单位：万元）

业务区域	2013年1-3月		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
深圳地区	11,980.88	49.39%	54,047.321	49.52%	50,312.98	50.99%
湛江地区	2,893.76	11.93%	12,742.11	11.68%	10,760.39	10.91%
上海地区	3,441.26	14.19%	14,319.40	13.12%	11,743.36	11.90%
北京地区	3,997.90	16.48%	19,300.09	17.68%	16,494.77	16.72%
天津地区	1,942.79	8.01%	8,731.08	8.00%	9,353.90	9.48%
总计	24,256.59	100.00%	109,140.01	100.00%	98,665.41	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期，公司海上石油飞行业务规模稳步增长，与客户合作关系稳定，业务持续性较好

海上石油飞行是公司收入主要业务来源，2012年，海上石油飞行业务收入占比为78.82%，由于业务量的增长及飞行价格的上涨，2012年海上石油飞行业务收入保持稳定增长态势，公司近年飞行架次和飞行小时数见下表：

表 4 近年公司海上石油飞行业务经营数据

	2013年1-3月	2012年	2011年
架次	5,678	23,920	23,663
飞行小时数	4,835小时53分	21,318小时35分	18,985小时37分

资料来源：公司提供

公司海上石油飞行业务主要客户为中海油以及与其合作的海上石油开采公司，公司与这些主要客户均保持长期战略合作关系。由于海上石油飞行业务对安全性要求较高，且目前国内从事该业务的企业仅3家，一般情况下，客户较难并且也不会轻易更换飞行服务公司。公司与客户合作关系一直良好，且为行业内龙头企业，因此目前公司海上石油飞行业务来

源较有保障。

随着我国海上石油开发领域的不断扩大和深入，必将对直升机飞行等服务提出更多更高的需求，公司机队规模也正不断扩张，因此该业务预期可以实现稳定增长。

跟踪期，公司投入海上石油飞行业务机队规模持续增加，有利于保障公司业务规模的持续增长；后续购机资金需求量较大，存在一定的资金压力

截至2013年3月31日，公司海上石油飞行业务投入使用直升机26架，其中2012年新增3架EC155B1直升机，2013年1-3月新增1架EC225LP型直升机。根据公司购机计划，尚有1架EC155B1型直升机、6架EC225LP型直升机将在2015年前投入使用。按飞行架月数（一架飞行器每飞行一个合同月，视为一个飞行架月）统计，近年公司市场份额在60%左右。未来公司运力增加将促使其规模优势进一步巩固。

需关注的是，虽然目前公司规模在行业内具备领先优势，且不断加大机队规模的建设，但其他同行企业也在加大机队规模建设的力度，且不排除未来有新竞争者进入，总体看公司所处行业存在竞争加剧的趋势。虽然目前我国海上石油开发对直升机需求旺盛，公司加大机队规模建设有利于进一步提升业务量，但一旦海上石油开发对直升机需求增长放缓，届时公司直升机可能出现业务量不饱和情况，直升机折旧、人工成本等刚性成本可能给公司盈利带来不利影响，因此，未来需要进一步关注公司机队规模扩张与海上石油开发对直升机需求的相适应程度。

此外，根据公司签订的购机合同，截至2013年3月31日，公司购置10架EC155B1型直升机项目（截至2013年3月末已到位9架）仍需支付1,023万美元、购置7架EC225LP型直升机项目（截至2013年3月末已到位1架）仍需支付13,845万欧元。本期债券募集资金用于购置4架EC 225LP型直升机项目，但未来购机资金需求较大，公司仍将存在一定的资金压力。

而公司飞机和航材目前依赖进口，一旦国家财政、货币政策及汇率、利率、税收政策调整，也可能导致公司购机、购买航材成本上升。

跟踪期，公司业务集中度有所提高，业务来源相对单一，对主要客户仍存在较高的依赖程度

2012年，海上石油飞行业务收入占比为78.82%，相比2011年提高1.9个百分点。海上石油行业可能因国家能源政策的调整、季节的变化，以及深海油气勘探本身的难度等影响，对直升机的需求有变化，业务集中度较高可能给公司经营带来不稳定因素。

由于我国特殊的石油天然气资源开发政策，中国海上石油开发基本由中海油下属企业或合资企业经营，这客观上导致了公司主要服务客户相对集中。2012年前五大客户占比达

到 79.42%。

整体而言，短期内公司仍将面临业务单一和客户集中度较高带来的业务集中性风险。

跟踪期，公司转让了中信通航 93.97%股权，专注发展直升机业务，有利于提升陆上通航业务市场竞争力，进一步优化资源配置和业务结构，公司盈利水平有望进一步提升

由于公务机业务人员培训、市场培育投入较大、代管公务机数量较少等因素，近几年子公司中信通航整体效益不高，2010-2012 年分别实现净利润-430.05 万元、400 万元和 614.25 万元，其中公务机对中信通航业务拖累较大。为优化资源配置，专注发展直升机业务，进一步巩固公司通用航空市场领先地位，2013 年 3 月 28 日公司将所持中信通航的 93.97%股权转让给民生云天投资股份有限公司，并与深圳市迅泽丰投资有限公司合资设立海直通用航空有限责任公司（注册资本人民币 5,000 万元，公司持股 93.97%）。上述股权转让和设立子公司目的是将公务机业务转让而保留其他通航业务。新子公司主营业务为海上搜救、海洋巡查、航空护林、电力巡线、警务巡逻等其他通用航空飞行服务业务，除公务机业务外，原其他业务将注入该公司。

通过股权转让和资源配置、业务结构的优化，有利于公司盈利水平的进一步提升。

跟踪期，运营成本的刚性上涨给公司带来一定的成本压力；同时飞行安全依然是公司面临的重大潜在风险

公司通用航空业务成本主要包括直接人工费、航材消耗、飞机折旧、飞机修理和航油消耗。2012 年，公司通用航空业务直接人工费同比上涨 12.8%、航材和航油消耗同比增长 27.8%、飞机折旧及修理摊销同比上涨 13.44%。这些成本上涨幅度均超过 2012 年公司收入增幅，运营成本的刚性上涨给公司带来一定的成本压力。

而飞行安全风险是通用航空企业日常生产风险，恶劣的天气、机械故障、人为错误及其他不可抗力事件将随时导致飞行安全风险的发生。公司业务规模的不断扩大，多业务多机种并存，作业地相对分散，飞行安全风险可能因此增加。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。

截至2013年3月31日公司报表将下表两家子公司纳入合并范围。

表5 公司报表合并范围子公司情况

公司名称	主营业务	注册资本	持股比例(%)
中信通用航空有限责任公司	国内航空摄影, 空中广告, 航空护林, 国内陆上石油服务、海上石油服务、直升机引航作业等	人民币 8,292.55 万元	93.97
中信海直通用航空维修工程有限公司	直升机体及发动机的维修及维护, 航空部件、附件的维修及服务	美元 500 万元	51

注: 公司已将中信通用航空有限责任公司转让, 但由于尚未办理完成工商变更, 因此仍纳入合并范围。

资料来源: 公司提供

财务分析

跟踪期, 由于本期债券的发行和经营积累, 公司总资产规模有较大幅度增长; 营业收入和综合毛利率稳步提升, 但期间费用率同时上升, 净利润增幅不大; 经营活动净现金流表现稳定, 投资活动资金需求量大, 依然存在一定的筹资需求; 有息债务规模较大, 存在一定的债务压力

2012年, 由于收到本期债券募集资金以及经营的积累, 公司总资产规模增长幅度较大。2012年末公司总资产达到353,102.64万元, 同比增长30.25%, 其中增长主要来源于货币资金和固定资产。

公司货币资金主要以银行存款为主, 不存在流动性受限制情况。应收账款的应收对象主要为中海油各地分公司或合资公司, 由于客户实力强, 且公司与其合作关系稳定, 坏账风险较低。

公司存货主要由航材及配件构成, 由于飞机使用航材及配件种类繁多, 且均由国外进口, 因此公司需要配备一定量的航材及配件以保障正常运营。因期末存货的可变现净值不低于其账面成本, 因此公司未计提存货跌价准备。

公司固定资产主要由直升机及发动机构成, 2012年新增3架EC155B1型直升机。2012年末固定资产成新率为69.42%, 固定资产为公司收入来源的保障, 整体质量较高。长期待摊费用主要为飞机及发动机大修理费用等。

表6 近年公司资产构成 (单位: 万元)

资产项目	2013年3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	125,101.69	36.13%	149,406.97	42.31%	81,987.31	30.24%	73,702.32	29.29%
货币资金	55,633.96	16.07%	86,228.49	24.42%	24,433.46	9.01%	23,825.26	9.47%
应收账款	25,807.03	7.45%	22,957.01	6.50%	23,997.33	8.85%	15,280.31	6.07%
存货	31,878.35	9.21%	30,954.20	8.77%	29,739.96	10.97%	30,158.66	11.98%
非流动资产	221,194.02	63.87%	203,695.66	57.69%	189,106.10	69.76%	177,938.86	70.71%

固定资产	198,133.25	57.22%	183,977.39	52.10%	167,859.39	61.92%	162,446.62	64.55%
长期待摊费用	10,518.43	3.04%	10,085.46	2.86%	11,425.27	4.21%	11,191.65	4.45%
资产总计	346,295.70	100.00%	353,102.64	100.00%	271,093.41	100.00%	251,641.17	100.00%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月份财务报表

2012年公司实现营业收入109,140.01万元，同比增长10.62%，收入增长主要来源于海上石油飞行业务。由于公司与中海油及相关公司合作关系稳定，随着中海油及相关公司海上石油开采业务量的增加，公司业务规模也相应增长，同时合同价格一般一年调整一次，2012年价格有一定幅度的上涨，因此2012年公司综合毛利率稍有上涨。跟踪期，公司机队规模进一步扩张，预计未来公司海上石油飞行业务仍能保持持续增长态势。

2012年公司期间费用率同比上升2.97个百分点，主要原因系财务费用增长幅度较大，财务费用增加的主要原因是2012年人民币对港币升值趋势减缓，公司港币贷款产生汇兑损失5.41万元，而上年获取汇兑收益3,643.43万元。

2012年公司实现净利润14,507.33万元，相比2011年仍有一定的增长。

考虑到公司海上石油飞行业务较为稳定，随着我国海上石油开发的推进，预计公司海上石油飞行业务仍将保持稳定增长，因转让中信通航93.97股权，预计其他通航业务盈利水平会有所提升，未来公司收入和净利润仍将保持稳定增长态势。

表7 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业收入	24,256.59	109,140.01	98,665.41	87,912.73
营业利润	4,554.21	18,759.35	18,508.62	15,500.08
营业外收入	0.19	685.26	323.88	862.89
利润总额	4,554.40	19,434.84	18,782.50	16,255.36
净利润	3,750.30	14,507.33	14,166.69	12,504.79
综合毛利率	21.63%	30.11%	28.84%	27.23%
期间费用率	9.33%	9.33%	6.36%	7.03%
总资产回报率	-	6.60%	7.80%	7.08%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月份财务报表

随着盈利能力的增强，2012年公司现金生成能力（FFO）有所提高，达到36,017.46万元。

公司业务较为稳定，回款相对较及时，近年公司经营活动净现金流表现比较理想。考虑到未来一段时间公司业务模式不会有太大改变，未来我国海上石油开发规模将不断扩大，对海上直升机飞行服务需求将持续增长，因此公司经营活动净现金流预计能保持稳定增长。

公司投资活动主要是购置直升机。根据公司签订的购机合同，截至2013年3月31日，公司购机计划仍需支付13,845万欧元和1,023万美元，因此未来公司投资活动资金需求量仍较

大。

2012年公司筹资活动现金流入主要系收到本期债券募集资金净额63,693.50万元，解决了4架EC225LP型直升机采购资金需求。

综上，公司经营活动现金流表现良好，可转债募集资金用于购置4架EC225LP型直升机，仍不足以覆盖全部购机资金需求，公司未来对筹资活动仍有一定的依赖性。

表 8 近年公司现金流量分析（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
净利润	3,750.30	14,507.33	14,166.69	12,504.79
非付现费用	-	20,761.18	19,183.97	18,100.40
非经营损益	-	748.95	-1,931.60	-664.26
FFO	-	36,017.46	31,419.06	29,940.93
营运资本变化	-	-15,539.75	-11,533.85	82.37
其中：存货减少（减：增加）	-	-1,214.24	418.70	-6,385.06
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	5,375.05	-6,642.41	5,529.80
经营性应付项目增加（减：减少）	-	-19,700.56	-5,310.14	937.63
经营活动产生的现金流量净额	-3,049.32	20,477.71	19,885.22	30,023.30
投资活动产生的现金流量净额	-19,471.99	-26,053.55	-21,134.30	-19,734.86
筹资活动产生的现金流量净额	-8,067.72	67,356.57	1,857.29	-12,177.37
现金及现金等价物净增加额	-30,594.53	61,795.03	608.20	-1,888.93

注：FFO=净利润+非付现费用+非经常损益。

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月份财务报表

2012年末公司债务规模有所增加，增长主要来源于应付债券及银行借款。目前公司业务主要以长期借款和应付债券为主，公司长期借款贷款单位均为国家开发银行，利率较低，到期日分别为2017年11月、2021年11月、2022年9月，还款期限较长，短期偿还压力不大。

表 9 近年公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	31,214.05	21.79%	42,204.77	27.44%	30,786.56	31.52%	21,913.61	24.45%
短期借款	0.00	0.00%	8,035.00	5.22%	5,500.00	5.63%	2,000.00	2.23%
应付账款	10,812.31	7.55%	9,264.24	6.02%	5,974.31	6.12%	4,867.25	5.43%
其他应付款	2,993.81	2.09%	3,078.98	2.00%	3,551.96	3.64%	3,063.82	3.42%
一年内到期的非流动负债	9,763.88	6.82%	9,802.57	6.37%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债	112,009.17	78.21%	111,575.69	72.56%	66,888.41	68.48%	67,711.81	75.55%
长期借款	62,119.84	43.37%	62,365.98	40.56%	66,888.41	68.48%	67,711.81	75.55%
应付债券	49,889.34	34.83%	49,209.72	32.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

负债总计	143,223.22	100.00%	153,780.46	100.00%	97,674.97	100.00%	89,625.42	100.00%
------	------------	---------	------------	---------	-----------	---------	-----------	---------

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月份财务报表

主要由于本期债券的发行，公司有息债务规模增幅较大，2013年3月末有息债务达到 121,773.06 万元。

表 10 近年公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
有息债务	121,773.06	129,413.27	72,388.41	69,711.81

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月份财务报表

2013年3月末公司负债率为41.36%，仍处于较低水平，从流动比率、速动比率看，公司流动债务有较高的保障程度；利息保障倍数表现良好，利息支付保障程度较高。公司本期发行的65,000万元可转换公司债券，有效存续期限为自发行之日起6年，自2013年6月19日起转债开始转股。可转债票面利率分别是：第一年为0.5%，第二年为1.0%，第三年为1.5%，第四年为2.0%，第五年为2.0%，第六年为2.0%。如在有效存续期内顺利完成转股，公司本期发行可转债的偿债基本不存在压力。

整体而言，目前公司债务偿还压力较小，财务安全性较高。为适应日益激烈的市场竞争，公司未来将进一步通过银行借款等多种途径获取资金，以扩大机队规模、调整机队结构。购置直升机所产生的债务融资需求将使公司负债规模进一步上升，从而增加公司的债务本息偿付压力。

表 11 近年公司主要偿债指标

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	41.36%	43.55%	36.03%	35.62%
流动比率	4.01	3.54	2.66	3.36
速动比率	2.99	2.81	1.70	1.99
利息保障倍数	-	17.49	12.80	11.72

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月份财务报表

五、评级结论

跟踪期，公司海上石油飞行业务规模稳步增长，与客户合作关系稳定，业务持续较好，营业收入和利润水平保持增长态势；公司投入石油飞行业务机队规模持续扩张，有利于保障公司业务规模的持续增长；跟踪期，公司转让了中信通航 93.97% 股权，专注发展直升机业务，有利于提升陆上通航业务市场竞争力，进一步优化资源配置和业务结构，公司盈利水平有望进一步提升；目前公司资产负债率较低，经营现金流较稳定，财务安全性较好。

但我们也关注到，公司存在业务和客户集中风险；运营成本刚性上升；而安全性风险是公司持续面临的重大风险；未来公司购机资金需求量大，预计有息债务规模将持续增长，偿债压力将持续增加。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 **AA+**和本期债券信用等级 **AA+**，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	55,633.96	86,228.49	24,433.46	23,825.26
应收账款	25,807.03	22,957.01	23,997.33	15,280.31
预付账款	1,562.34	1,590.32	859.81	650.57
其他应收款	7,818.70	5,237.26	2,956.75	3,787.51
存货	31,878.35	30,954.20	29,739.96	30,158.66
其他流动资产	2,401.30	2,439.68	0.00	0.00
流动资产合计	125,101.69	149,406.97	81,987.31	73,702.32
固定资产	198,133.25	183,977.39	167,859.39	162,446.62
在建工程	10,333.47	7,408.78	8,089.54	2,636.91
无形资产	1,482.65	1,497.83	1,429.03	1,466.56
长期待摊费用	10,518.43	10,085.46	11,425.27	11,191.65
递延所得税资产	726.22	726.22	302.88	197.12
非流动资产合计	221,194.02	203,695.66	189,106.10	177,938.86
资产总计	346,295.70	353,102.64	271,093.41	251,641.17
短期借款	0.00	8,035.00	5,500.00	2,000.00
应付账款	10,812.31	9,264.24	5,974.31	4,867.25
预收款项	342.59	1,431.24	3,319.12	4,545.64
应付职工薪酬	4,715.60	8,055.73	7,907.95	4,869.12
应交税费	2,077.69	2,110.09	4,167.81	2,256.44
应付利息	81.25	0.00	0.00	0.00
应付股利	426.91	426.91	365.41	311.32
其他应付款	2,993.81	3,078.98	3,551.96	3,063.82
一年内到期的非流动负债	9,763.88	9,802.57	0.00	0.00
流动负债合计	31,214.05	42,204.77	30,786.56	21,913.61
长期借款	62,119.84	62,365.98	66,888.41	67,711.81
应付债券	49,889.34	49,209.72	0.00	0.00
非流动负债合计	112,009.17	111,575.69	66,888.41	67,711.81
负债合计	143,223.22	153,780.46	97,674.97	89,625.42
实收资本	51,360.00	51,360.00	51,360.00	51,360.00
资本公积	60,530.49	60,530.49	46,156.25	46,156.25
盈余公积	17,130.87	17,130.87	15,751.96	14,427.60
未分配利润	70,960.55	67,270.14	56,975.19	47,030.71
归属于母公司所有者权益合计	199,981.91	196,291.50	170,243.40	158,974.56
少数股东权益	3,090.57	3,030.68	3,175.04	3,041.19
所有者权益合计	203,072.48	199,322.18	173,418.44	162,015.75
负债和所有者权益总计	346,295.70	353,102.64	271,093.41	251,641.17

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	24,256.59	109,140.01	98,665.41	87,912.73
其中：营业收入	24,256.59	109,140.01	98,665.41	87,912.73
二、营业总成本	19,702.38	90,380.66	80,156.79	72,412.66
其中：营业成本	19,010.85	76,272.81	70,214.89	63,974.78
营业税金及附加	186.33	3,193.14	3,219.98	2,655.63
管理费用	2,379.17	9,145.42	8,418.55	7,499.85
财务费用	-115.50	1,032.44	-2,143.73	-1,320.02
资产减值损失	-1,758.48	736.83	447.10	-397.58
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,554.21	18,759.35	18,508.62	15,500.08
加：营业外收入	0.19	685.26	323.88	862.89
减：营业外支出	0.00	9.77	50.00	107.61
其中：非流动资产处置净损失	0.00	9.77	43.86	107.61
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	4,554.40	19,434.84	18,782.50	16,255.36
减：所得税费用	804.10	4,927.51	4,615.81	3,750.57
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,750.30	14,507.33	14,166.69	12,504.79
少数股东损益	59.89	223.25	273.34	197.49
归属于母公司所有者的净利润	3,690.41	14,284.08	13,893.35	12,307.29

附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	22,397.94	109,869.27	90,878.39	88,927.83
收到的税费返还	0.19	679.32	323.77	852.87
收到其他与经营活动有关的现金	121.46	1,294.91	239.04	8,023.83
经营活动现金流入小计	22,519.59	111,843.50	91,441.19	97,804.52
购买商品、接受劳务支付的现金	9,591.84	47,924.17	40,033.70	37,331.46
支付给职工以及为职工支付的现金	10,044.04	27,407.64	19,526.48	16,945.80
支付的各项税费	2,382.24	12,647.18	8,157.46	8,764.15
支付其他与经营活动有关的现金	3,550.80	3,386.80	3,838.34	4,739.81
经营活动现金流出小计	25,568.92	91,365.79	71,555.97	67,781.22
经营活动产生的现金流量净额	-3,049.32	20,477.71	19,885.22	30,023.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	6.61	7.68	1,303.70
投资活动现金流入小计	0.00	6.61	7.68	1,303.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	19,471.99	26,060.17	21,141.98	21,038.56
投资活动现金流出小计	19,471.99	26,060.17	21,141.98	21,038.56
投资活动产生的现金流量净额	-19,471.99	-26,053.55	-21,134.30	-19,734.86
取得借款收到的现金	0.00	22,188.15	15,796.34	36,194.81
发行债券收到的现金	0.00	63,693.50	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	0.00	85,881.65	15,796.34	36,194.81
偿还债务支付的现金	8,031.33	14,360.65	9,726.32	44,326.52
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36.39	4,104.99	4,169.59	4,045.66
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	306.11	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	59.44	43.15	0.00
筹资活动现金流出小计	8,067.72	18,525.08	13,939.06	48,372.19
筹资活动产生的现金流量净额	-8,067.72	67,356.57	1,857.29	-12,177.37
汇率变动对现金的影响	-5.49	14.31	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-30,594.53	61,795.03	608.20	-1,888.93

附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	14,507.33	14,166.69	12,504.79
加：资产减值准备	736.83	447.59	-397.58
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,611.83	11,892.16	11,044.41
无形资产摊销	47.20	37.53	37.53
长期待摊费用摊销	7,365.32	6,806.69	7,416.04
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”填列）	5.83	42.21	104.89
固定资产报废损失（收益以“-”填列）	0.00	1.53	0.00
财务费用（收益以“-”填列）	1,166.46	-1,869.58	-846.86
递延所得税资产减少（增加以“-”填列）	-423.34	-105.76	77.71
存货的减少（增加以“-”填列）	-1,214.24	418.70	-6,385.06
经营性应收项目的减少（增加以“-”填列）	5,375.05	-6,642.41	5,529.80
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	-19,700.56	-5,310.14	937.63
经营活动产生的现金流量净额	20,477.71	19,885.22	30,023.30

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	利息保障倍数	$(\text{净利润} + \text{财务费用中的利息支出} + \text{所得税费用}) / \text{财务费用中的利息支出}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。