

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**

**2014年跟踪信用评级报告**



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



# 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

### 2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：2.67亿元<sup>1</sup>

债券到期日：2018年12月18日

评级日期：2014年05月23日

评级结论：

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：6.5亿元

评级日期：2013年06月25日

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2014年跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为AA+，维持主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	384,982.11	383,999.04	353,102.64	271,093.41
归属于母公司所有者权益（万元）	246,516.77	242,728.42	196,291.50	170,243.40
有息债务（万元）	112,878.32	112,359.01	129,413.27	72,388.41
资产负债率	35.17%	36.01%	43.55%	36.03%
流动比率	1.97	1.82	3.54	2.66
速动比率	1.34	1.22	2.81	1.70
营业收入（万元）	26,487.28	118,719.34	109,140.01	98,665.41
营业利润（万元）	4,040.46	21,290.63	18,759.35	18,508.62
利润总额（万元）	4,465.94	26,858.30	19,434.84	18,782.50
综合毛利率	29.91%	26.08%	30.11%	28.84%
总资产回报率	-	8.13%	6.60%	7.80%
利息保障倍数	-	9.61	17.49	12.80
经营活动现金流净额（万元）	-3,438.48	30,365.55	20,477.71	19,885.22

资料来源：公司2011-2013年审计报告及未经审计的2014年3月份财务报表

<sup>1</sup> 由于本期债券已部分转股，该数字是截至2013年末尚未转股的债券余额。

**正面：**

- 跟踪期，公司海上石油飞行业务规模稳步增长，市场份额稳定，业务具备良好的持续性；
- 跟踪期，公司新增飞机规模较大，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；
- 公司营业收入和利润水平持续增长，经营活动现金流表现较好。

**关注：**

- 跟踪期，公司机组规模持续增长，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；
- 飞行安全风险依然是公司面临的最大潜在风险；
- 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，一旦汇率、税收政策变化，也可能导致公司购机、购买航材成本上升；
- 运营成本的刚性上涨给公司带来一定的成本控制压力，2013 年综合毛利率有所下降；
- 2013 年公司短期偿债指标表现有所下滑，存在一定的短期债务偿付压力。

**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。

截至2013年12月31日本期债券中面值合计38,308.07万元的债券已经转换为股权，转股价格为7.05元/股，合计共转换公司普通股5,433.72万股。

本期债券募集资金全部用于购置4架EC 225LP型直升机，截至2013年末4架EC 225LP型直升机已经全部到位，本期债券募集资金已全部用于支付购机款。

2013年12月19日公司已支付本期债券中尚未转股部分债券的利息。

**表1 截至2013年12月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金金额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.12.19	65,000.00	-	133.46	26,691.93

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

由于本期债券转股，截至2014年3月31日，公司股本增加至56,891.30万元，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。跟踪期，公司主营业务未发生重大变化。

跟踪期，公司报表合并范围变化情况如下：

**表2 2013年末公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、2013年末新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
海直通用航空有限责任公司	93.97%	5,000	陆上通航	新设
2、2013年末不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
中信通用航空有限责任公司	93.97%	8,292.5	陆上通航	股权转让

资料来源：公司年报

截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额为 384,982.11 万元，归属于母公司的所有者权益为 246,516.77 万元，资产负债率为 35.17%；2013 年度，公司实现营业收入 118,719.34 万元，利润总额 26,858.30 万元，经营活动现金流净额 30,365.55 万元。

### 三、运营环境

#### 宏观经济的发展与产业政策的有力扶持，为通用航空发展提供了良好的发展机遇

通用航空是国家经济向现代化发展过程中，社会需求层次日益提高所催生的行业，国家经济越发达，社会文明程度越高，对通用航空的需求就越大。近年来，我国宏观经济发展一直保持较强劲势头。据国家统计局数据显示，2013 年我国国内生产总值（GDP）总量为 568,845 亿元，人均 GDP 约为 6,767 美元。我国宏观经济总量的持续快速增长以及人均 GDP 的逐步提高都为近年来我国通用航空的稳步发展奠定了基石。

**表 3 2011-2013 年我国通用航空飞行作业量情况**

年份	飞行作业量 (万小时)	飞行作业量增长率
2011 年	50.27	28.5%
2012 年	51.70	2.8%
2013 年	52.98	2.5%

资料来源：民航行业统计公报

长期以来受我国相对严格的空域监管以及通航机场政策限制，我国通用航空需求长期处于被压制的状态，2013 年底，通用航空企业适航在册航空器总数达到 1,654 架，与国际上发达国家有较大的差距，不足美国通用航空器数量的 1%。截至 2013 年底，我国获得通用航空经营许可证的通用航空企业 189 家。2012-2013 年连续 2 年通用航空飞行作业量仅维持较低增速。

为改善我国通用航空发展滞后于经济发展以及国际行业发展水平的现状，我国出台了《关于深化我国低空空域管理改革的意见》（简称《改革意见》），力求为发展较慢的通用航空提供了更为宽松与优惠的政策环境。《改革意见》阐明了深化低空空域管理改革的总体目标、阶段目标和主要任务及措施。

2013 年 11 月 18 日，中国人民解放军总参谋部、中国民航总局联合印发了《通用航空飞行任务审批与管理规定》，对通用航空飞行任务审批主管部门、时限等根本问题作出了规定；采用了负面清单模式规定了必须审批的九种情况，这也将使得我国对通用航空的管理更加灵活、有效。《通用航空飞行任务审批与管理规定》的颁布意味着我国通用航空政策系列的大幕开启。

随着社会和经济的快速发展，民航业作为国家经济进入全球经济的重要通道，直接联系着区域经济与相关产业链，成为国民经济重要基础产业。近年来通用航空业及其发展受到了国家和地方政府的重视，为促进通用航空产业改革发展，国务院、财政部、民航局等相继出台财政补贴、完善通航运行保障能力（包括简化飞行审批手续等完善各类规章标准）等政策和措施，引导社会资金向通用航空产业投资，为通航产业发展注入动力。长远看通用航空产业具备良好的发展前景。

#### 我国持续增长的海上油气勘探开发拉动了直升机服务需求，为沿海地区的通用航空企业提供了良好的市场空间

在经济持续快速增长的推动下，我国石油和天然气的需求不断增长，但产量绝对值及增速明显低于需求的增长，导致我国石油天然气进口依存度不断提高，数据显示，2013年中国原油对外依存度达到57.39%，较2012年的56.42%仍有近1个百分点的提升，由于陆地油田的老化，海上石油将成为未来国内石油资源增加的主要动力。

随着我国经济发展，能源需求增长和保障能源安全的国家经济需求，国家及石油企业加大石油资源的勘探开发投资力度，海洋资源开发的海工装备制造被国务院确定为“十二五”战略新兴产业，同时深水及超深水石油储量目前都已进入经济可采范围并具备向深水开采的条件，中国未来五年油气勘探和生产继续保持稳定增速。

随着我国海上石油开发领域的不断扩大和深入发展，必将对直升机飞行等服务提出更多更高的需求，从而为沿海地区的通用航空企业提供了良好的市场空间。

## 四、经营与竞争

公司业务包括通用航空运输服务及直升机维修业务，通用航空运输服务分直升机海上石油飞行业务和其他通用航空业务，其中海上石油飞行业务为公司核心业务。2013年公司实现主营业务收入118,719.34万元，同比增长8.78%，其中通用航空运输服务和航空维修收入分别增长8.44%、18.05%。2013年通用航空运输服务毛利率相比2012年下降3.75个百分点，主要原因是人工成本增加以及新增飞机后折旧增加；2013年航空维修毛利率相比2012年下降9.85个百分点，主要受维修机型不同以及人工成本增加、税收返还等因素影响。

**表 4 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

业务名称	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
通用航空运输服务	114,213.98	26.77%	105,323.40	30.52%
航空维修	4,505.36	9.17%	3,816.61	19.02%

合计	118,719.34	26.10%	109,140.01	30.11%
----	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司审计报告

从区域构成看，近年公司收入绝大部分来源于公司主营基地所在的深圳地区，2013 年来源于深圳地区收入占比为50.71%。2013年公司来源于北京、天津区域收入稍有下滑，主要受该区域短期作业合同稍有减少影响。

表 5 近年公司收入按区域划分（单位：万元）

业务区域	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
深圳	60,197.24	50.71%	54,047.32	49.52%
湛江	14,571.31	12.27%	12,742.11	11.68%
上海	16,849.98	14.19%	14,319.40	13.12%
北京	18,524.43	15.60%	19,300.09	17.68%
天津	8,576.38	7.22%	8,731.08	8.00%
合计	118,719.34	100.00%	109,140.01	100.00%

资料来源：公司年报

**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核心业务。2013 年公司海上石油飞行服务业务执行长期合同 6 个（按同一实际控制人合并口径统计），短期合同 3 个，服务海域为我国南海东部、西部，东海、渤海等，主要为中国海洋石油总公司（下称“中海油”）的深圳分公司、上海分公司、湛江分公司、天津分公司，以及美国康菲国际石油有限公司、CACT 作业公司等国内外海上石油企业提供长期直升机飞行服务；同时向加拿大哈斯基能源公司、CGGV、新田（NEWFILED）等公司提供短期直升机飞行服务。2013 年公司执行海上石油作业飞行 27,845 架次，飞行时间 24,468 小时 49 分，同比分别增长 16.41% 和 14.78%。

表 6 近年公司海上石油飞行业务经营数据

项目	2013年	2012年
架次	27,845	23,920
飞行小时数	24,468小时49分	21,318小时35分

资料来源：公司提供

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。

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。

近年公司持续保持了良好的安全飞行记录，2013年公司无劫机、炸机事件；无空防事故，无飞行事故和地面事故；地面事故征候、机场、空管及油料原因事故征候万架次率均为0；通用航空事故征候万架次率为0.298<sup>2</sup>。但航空飞行安全风险依然是公司面临的最大潜在风险，恶劣的天气、机械故障、人为错误及其他不可抗力事件随时威胁飞行安全；同时，多机型、多机种、多作业点和作业量的增加，给公司带来的飞行作业、机务维修等安全运行负荷不断加重。一旦出现重大安全风险，可能会对公司业务产生不利影响。

**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**

2013年，公司海上石油飞行业务新增1架EC155B1型直升机、4架EC225LP型直升机。截至2013年末，公司投入海上石油飞行业务直升机共29架（其中EC225LP型直升机6架、AS332L1型直升机8架、EC155B型直升机3架、EC155B1型直升机12架），除一架EC225LP型由于是在2013年11月到位而未执行飞行合同外，其余28架飞机均有飞行合同。在我国石油开采逐步往深海推进背景下，航程较远的EC225LP型直升机等大型直升机的增加有利于公司业务的持续拓展。

根据公司购机计划，尚有3架EC225LP型直升机、2架S-92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，根据公司统计，2013年公司在海上石油直升机飞行服务的市场份额为60.8%，维持了稳定的市场份额。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，但竞争对手中国南方航空股份有限公司珠海直升机分公司和东方通用航空有限责任公司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年末公司购置7架EC225LP型直升机项目（截

---

<sup>2</sup> 民航指标为通用航空事故征候万架次率不超过1。

至2013年末已到位4架) 仍需支付5,221.60万欧元、购置2架S-92型直升机项目(截至2013年末尚未交付,预计将于2015年3月前全部交付)仍需支付2,453.50万美元,其中7架EC225LP型直升机项目剩余资金以自有资金解决,购置2架S-92型直升机项目已获得银行贷款授信。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,进口退税政策的变化对公司购买飞机、航材成本影响较大,而相应款项支付主要以美元、欧元为主,汇率波动产生的汇兑损益也会影响购买飞机、航材成本。因此汇率、税收政策的变化,也可能导致公司购机、购买航材成本上升。

**跟踪期,公司转让了控股子公司中信通用航空有限责任公司的 93.97%股权, 2013 年陆上通航、维修业务规模均有所增长**

2013 年公司将所持中信通用航空有限责任公司(以下简称“中信通航”)的 93.97%股权转让给民生云天投资股份有限公司,股权转让交割日为 2013 年 10 月 29 日。2014 年 3 月 26 日公司收到民生云天投资股份有限公司支付剩余 70%股权转让款 5,920.11 万元,加上首期款 2,537.19 万元,目前该股权转让资金全部收回。同时公司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%,以下简称“海直通航”)。中信通航除公务机业务以外的其他通航业务由海直通航承接,海直通航现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。

2013 年 1-12 月中信通航和海直通航<sup>3</sup>营运各类航空器 24 架(含公务机 3 架),其中: 代管国家海洋局海监总队 H410 直升机 2 架及 Z-11 型直升机 1 架,租用公司 SA365N 海豚直升机 2 架,执行海洋巡查、监测和执法飞行;代管中央电视台 Z-11 及 A109 直升机各 1 架,执行航拍业务;代管南方电网 AS350B3 型直升机 1 架,执行电力巡线飞行;代管广东海事局 A109E 直升机 2 架,执行海事巡查和执法飞行;代管中国极地研究中心 Ka-32A 直升机 1 架,用于南极、北极科学考察任务;交通运输部救助打捞局租用公司“海豚”型直升机 2 架,分别服务于福州、湛江区域海上搜救飞行任务;重庆公安局租用 EC135 直升机 1 架,用于警务飞行,该合同已经于 6 月 30 日结束;湿租 Ka-32A 直升机 4 架用于航空护林作业;租赁 AS350B3 型直升机 3 架,用于航空护林和电力巡线作业。

2013 年公司商务、救护、巡查、航拍等陆上通用航空飞行 5,012 架次,4,748 小时 11 分,分别比上年增加 19.53%和 44.18%,陆上通航业务规模持续保持较快增长。

2013 年公司维修收入同比增长 18.05%。维修业务是公司另一重要业务补充,维修业

<sup>3</sup> 2013 年 1-10 月,陆上通航业务由中信通航运营,2013 年 11-12 月则由海直通航运营(不含公务机)。

务由子公司中信海直通用航空维修工程有限公司（以下简称“维修公司”）运营。维修公司具备多机型的直升机大修，发动机维修，旋翼桨叶及尾桨叶片等主要部件维修、直升机组装等技术能力，取得了中国民航和欧洲航空安全局（EASA）维修许可证、欧直授权维修中心及多种型号直升机的维修许可认证、TURBOMECA 发动机维修中心资格、美国 ROCKWELL COLLINS 公司销售和售后维修代理商资格、美国 GOODRICH 绞车部门销售和维修代理资格等国内国际经营许可。2013 年新增空中客车直升机公司松鼠直升机主件大修的资质。维修公司 2013 年度完成了 12 架直升机的大修任务，正在进行大修 AS332L1 直升机 2 架、AS342L1 直升机和 SA365N 直升机各 1 架；完成桨叶修理 30 片，部附件维修 37 件。

#### 跟踪期，运营成本的刚性上涨、汇率波动等因素给公司带来一定的成本控制压力

公司通用航空运输服务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。2013 年，公司通用航空业务营业成本同比上涨 14.37%，其中：直接人工费同比上涨 23.54%、航材和航油消耗同比增长 1.94%、飞机折旧及修理摊销同比上涨 8.89%、飞机保险费及保障费同比上涨 9.3%。2013 年公司通用航空运输服务营业成本上涨幅度超过了当年该业务收入增幅，运营成本的刚性上涨给公司带来一定的成本压力。

**表 7 2012-2013 年公司营业成本构成情况（单位：万元）**

业务分类	项目	2013 年		2012 年		同比增 减
		金额	占营业成 本比重	金额	占营业成 本比重	
通用航空 运输服务	人工费	20,185.73	24.13%	16,387.47	22.39%	23.54%
	航材及航油消耗	17,474.83	20.89%	17,142.49	23.42%	1.94%
	飞机折旧及修理分摊	20,418.94	24.41%	18,752.19	25.62%	8.89%
	保险费及保障费	10,538.67	12.6%	9,642.32	13.18%	9.3%
	其他	15,022.81	17.96%	11,257.52	15.38%	33.45%
	合 计	83,640.98	100%	73,182.00	100%	14.37%
航空维修	人工费	1,174.15	28.69%	929.59	30.08%	26.31%
	航材及低耗品消耗	2,178.10	53.23%	1,634.31	52.88%	33.27%
	折旧及分摊	73.80	1.8%	25.45	0.82%	189.95%
	其他	665.99	16.28%	501.45	16.22%	32.81%
	合 计	4,092.05	100%	3,090.81	100%	32.39%

资料来源：公司提供

此外，受汇率波动、金融形势变化等外部因素影响，公司购置进口航空器和航材备件等也导致经营成本上涨。

## 五、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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013年审计报告及未经审计的2014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2014年3月31日公司报表将下表两家子公司纳入合并范围。

**表8 公司报表合并范围子公司情况**

公司名称	经营范围	注册资本	持股比例(%)
海直通用航空有限责任公司	甲类：陆上石油飞行、直升机外载荷飞行、医疗救护、航空探矿、空中游览、直升机引航作业、通用航空包机飞行、航空器代管业务；乙类：航空摄影、空中广告、海洋监测、渔业飞行、气象探测、科学实验、城市消防、空中巡查；丙类：防治农林业病虫害、防治卫生害虫、航空护林、空中拍照。自营进出口及代理进出口业务	人民币 5,000 万元	93.97
中信海直通用航空维修工程有限公司	直升机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

资料来源：公司提供

### 财务分析

#### 资产结构与质量

**跟踪期，由于负债增加和经营积累，公司总资产规模有较大幅度增长**

2013年末，由于短期借款增加以及经营的积累，公司总资产规模增长幅度较大。2013年末公司总资产达到383,999.04万元，同比增长8.75%，其中增长主要来源于固定资产和在建工程。

2013年末公司货币资金大幅减少，主要原因是购机投入资金规模较大，期末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。随着业务规模的增长，2013年末公司应收账款余额稍有增长，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。由于机组规模持续扩张，2013年末存货余额稍有增长，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，2013年新增1架EC155B1型直升机、4架EC225LP型直升机，2013年末公司有三架AS332L1型直升机、十四架EC155B/B1型直升机、两架EC225LP型飞机已用于抵押借款。2013年末固定资产成新率为72.91%，固定资产为公司收入来源的保障，其整体质量较高。在建工程主要系公司预付的购机款项，2013年末在建工程主要为2架S-92直升机项目（账面余额为22,272.59万元）和7架EC225LP直升机项目（账面余额为4,859.72万元）。

表9 近年公司资产构成（单位：万元）

资产项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	102,180.91	26.54%	100,295.18	26.12%	149,406.97	42.31%
货币资金	24,310.67	6.31%	22,002.15	5.73%	86,228.49	24.42%
应收账款	29,046.45	7.54%	25,091.14	6.53%	22,957.01	6.50%
存货	32,550.16	8.45%	32,885.24	8.56%	30,954.20	8.77%
非流动资产	282,801.20	73.46%	283,703.86	73.88%	203,695.66	57.69%
固定资产	242,210.70	62.91%	245,483.28	63.93%	183,977.39	52.10%
在建工程	29,260.49	7.60%	27,327.40	7.12%	7,408.78	2.10%
资产总计	384,982.11	100.00%	383,999.04	100.00%	353,102.64	100.00%

资料来源：公司2012-2013年审计报告及未经审计的2014年3月份财务报表

### 资产运营效率

2013年公司净营业周期有所缩短，资金运营压力有所减小；受固定资产增幅较大因素影响，固定资产和总资产运营效率稍有下滑

2013年由于新增飞机规模较大，新增飞机投入运营时间相对较短，效益尚未完全发挥，导致2013年公司固定资产和总资产运营效率稍有下滑。

2013年公司营业收入保持增长趋势，同时加强了应收账款的回收力度以及存货的控制力度，因此净营业周期有所缩短，相比2012年减少20.98天，公司资金运营压力有所减小。

表10 近年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	72.85	77.44
存货周转天数	130.93	143.24
应付账款周转天数	40.04	35.96
净营业周期	163.74	184.72
流动资产周转天数	378.59	381.63
固定资产周转天数	651.14	580.27

总资产周转天数	1,117.58	1,029.46
---------	----------	----------

资料来源：公司审计报告

## 盈利能力

2013 年公司营业收入有所增长，但人工、折旧等成本费用增加，导致毛利率有所下降、期间费用率有所增加；2013 年由于转让中信通航形成的投资收益、资产减值冲回以及收到政府补助规模较大，盈利水平有较大幅度增长

由于业务规模的持续稳定增长，2013 年公司营业收入同比增长 8.78%。但受人工成本、飞机折旧、航材及航油消耗等成本增长幅度较大因素影响，2013 年公司毛利率有所下降。随着飞机规模持续扩大，公司相应人员配备增加以及薪酬的调整，导致 2013 年期间费用率稍有增长。

2013 年公司非经常性损益规模较大，主要包括以下几方面：2013 年公司转让所持子公司中信通航股权，形成投资收益 1,505.26 万元；2013 年资产减值损失 -1,727.17 万元，比 2012 年减少 2,464.00 万元，主要原因公司转让中信通航股权后，冲回前期已计提坏账准备；2013 年营业外收入 5,576.41 万元，主要是当年公司收到财政部拨付的 2013 年通用航空发展专项资金 4,872 万元和节能减排专项资金 505 万元。

受上述因素影响，2013 年公司净利润水平保持了增长态势，全年实现净利润 19,455.54 万元，同比增长 34.11%。

**表 11 近年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
营业收入	26,487.28	118,719.34	109,140.01
投资收益	0.00	1,505.26	0.00
营业利润	4,040.46	21,290.63	18,759.35
营业外收入	425.68	5,576.41	685.26
利润总额	4,465.94	26,858.30	19,434.84
净利润	3,351.54	19,455.54	14,507.33
综合毛利率	29.91%	26.08%	30.11%
期间费用率	14.37%	10.22%	9.33%
总资产回报率	1.16%	8.13%	6.60%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

## 现金流

2013 年经营活动净现金流有所增长，但投资活动资金需求量大，依然存在一定的筹资需求

随着盈利能力的增强，2013年公司现金生成能力（FFO）有所提高，达到41,013.21万元。

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年末仍需支付5,221.60万欧元和2,453.50万美元，因此未来公司投资活动资金需求量仍较大。

2013年公司筹资活动现金流入主要系短期借款增加。

综上，公司经营活动现金流表现良好，但后续购机资金需求量依然较大，公司未来对筹资活动仍有一定的依赖性。

**表 12 近年公司现金流量分析（单位：万元）**

项目	2013年	2012年
净利润	19,455.54	14,507.33
非付现费用	21,714.48	20,761.18
非经营损益	-156.81	748.95
<b>FFO</b>	<b>41,013.21</b>	<b>36,017.46</b>
营运资本变化	-10,647.65	-15,539.75
其中：存货减少（减：增加）	-2,199.68	-1,214.24
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,253.72	5,375.05
经营性应付项目增加（减：减少）	4,805.75	-19,700.56
经营活动产生的现金流量净额	30,365.55	20,477.71
投资活动产生的现金流量净额	-102,641.32	-26,053.55
筹资活动产生的现金流量净额	8,073.32	67,356.57
现金及现金等价物净增加额	-64,226.34	61,795.03

注：FFO=净利润+非付现费用+非经常损益。

资料来源：公司审计报告

## 资本结构与财务安全性

随着本期债券逐步转股，公司债务规模有所下降；短期偿债指标表现有所下滑，存在一定的流动性压力

由于本期债券转股，2013年末公司债务规模有所下降。2013年末，公司短期借款余额有所增加。长期借款是公司主要债务，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，长期借款短期偿还压力不大。

表 13 近年公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>51,963.67</b>	<b>38.38%</b>	<b>55,130.98</b>	<b>39.87%</b>	<b>42,204.77</b>	<b>27.44%</b>
短期借款	18,393.39	13.59%	18,233.32	13.18%	8,035.00	5.22%
应付账款	10,541.18	7.79%	10,256.42	7.42%	9,264.24	6.02%
其他应付款	2,935.34	2.17%	4,139.52	2.99%	3,078.98	2.00%
一年内到期的非流动负债	11,060.08	8.17%	10,963.86	7.93%	9,802.57	6.37%
<b>非流动负债</b>	<b>83,424.85</b>	<b>61.62%</b>	<b>83,161.83</b>	<b>60.13%</b>	<b>111,575.69</b>	<b>72.56%</b>
长期借款	61,422.41	45.37%	60,886.16	44.03%	62,365.98	40.56%
应付债券	22,002.44	16.25%	22,275.67	16.11%	49,209.72	32.00%
<b>负债总计</b>	<b>135,388.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>138,292.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>153,780.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

2013年末有息债务余额为112,359.01万元。

表 14 近年公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年
有息债务	112,878.32	112,359.01	129,413.27

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

由于本期债券转股，公司资产负债率有所下降，2013年末公司负债率为36.01%，处于较低水平。由于货币资金减少幅度较大以及短期借款等流动债务规模增加，导致2013年末公司流动比率、速动比率有所下滑，2013年利息保障倍数表现也有所下滑。

整体而言，目前公司资产对债务保障程度较高，但存在一定的流动性偿付压力。此外，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上升，从而增加公司的债务本息偿付压力。

表 15 近年公司主要偿债指标

项目	2014年3月	2013年	2012年
资产负债率	35.17%	36.01%	43.55%
流动比率	1.97	1.82	3.54
速动比率	1.34	1.22	2.81
利息保障倍数	-	9.61	17.49

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

## 六、评级结论

跟踪期，公司海上石油飞行业务规模稳步增长，市场份额稳定，业务具备良好的持续性；跟踪期，公司新增飞机规模较大，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；公司营业收入和利润水平持续增长，经营活动现金流表现

较好。

但我们也关注到，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；飞行安全风险依然是公司面临的重大潜在风险；公司后续购机存在一定的资金压力；公司飞机和航材目前依赖进口，一旦汇率、税收政策变化，也可能导致公司购机、购买航材成本上升；运营成本的刚性上涨给公司带来一定的成本控制压力；2013 年公司短期偿债指标表现有所下滑，存在一定的短期偿付压力。

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	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	24,310.67	22,002.15	86,228.49	24,433.46
应收账款	29,046.45	25,091.14	22,957.01	23,997.33
预付账款	418.89	408.93	1,590.32	859.81
其他应收款	6,024.41	11,087.40	5,237.26	2,956.75
存货	32,550.16	32,885.24	30,954.20	29,739.96
其他流动资产	9,830.33	8,820.31	2,439.68	0.00
流动资产合计	102,180.91	100,295.18	149,406.97	81,987.31
固定资产	242,210.70	245,483.28	183,977.39	167,859.39
在建工程	29,260.49	27,327.40	7,408.78	8,089.54
无形资产	1,572.34	1,595.68	1,497.83	1,429.03
长期待摊费用	9,720.07	9,259.91	10,085.46	11,425.27
递延所得税资产	37.60	37.60	726.22	302.88
非流动资产合计	282,801.20	283,703.86	203,695.66	189,106.10
资产总计	384,982.11	383,999.04	353,102.64	271,093.41
短期借款	18,393.39	18,233.32	8,035.00	5,500.00
应付账款	10,541.18	10,256.42	9,264.24	5,974.31
预收款项	393.51	512.71	1,431.24	3,319.12
应付职工薪酬	5,859.96	7,956.87	8,055.73	7,907.95
应交税费	2,093.74	2,448.54	2,110.09	4,167.81
应付利息	114.73	48.00	0.00	0.00
应付股利	571.75	571.75	426.91	365.41
其他应付款	2,935.34	4,139.52	3,078.98	3,551.96
一年内到期的非流动负债	11,060.08	10,963.86	9,802.57	0.00
流动负债合计	51,963.67	55,130.98	42,204.77	30,786.56
长期借款	61,422.41	60,886.16	62,365.98	66,888.41
应付债券	22,002.44	22,275.67	49,209.72	0.00
非流动负债合计	83,424.85	83,161.83	111,575.69	66,888.41
负债合计	135,388.52	138,292.81	153,780.46	97,674.97
实收资本	56,891.30	56,793.72	51,360.00	51,360.00
资本公积	85,371.21	84,932.96	60,530.49	46,156.25
盈余公积	18,948.98	18,948.98	17,130.87	15,751.96
未分配利润	85,305.29	82,052.76	67,270.14	56,975.19
归属于母公司所有者权益合计	246,516.77	242,728.42	196,291.50	170,243.40
少数股东权益	3,076.82	2,977.80	3,030.68	3,175.04
所有者权益合计	249,593.59	245,706.22	199,322.18	173,418.44
负债和所有者权益总计	384,982.11	383,999.04	353,102.64	271,093.41

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	26,487.28	118,719.34	109,140.01	98,665.41
其中：营业收入	26,487.28	118,719.34	109,140.01	98,665.41
二、营业总成本	22,446.82	98,933.97	90,380.66	80,156.79
其中：营业成本	18,564.13	87,763.02	76,272.81	70,214.89
营业税金及附加	76.18	794.11	3,193.14	3,219.98
管理费用	2,171.98	11,642.17	9,145.42	8,418.55
财务费用	1,634.53	491.84	1,032.44	-2,143.73
资产减值损失	0.00	-1,727.17	736.83	447.10
加：投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	1,505.26	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,040.46	21,290.63	18,759.35	18,508.62
加：营业外收入	425.68	5,576.41	685.26	323.88
减：营业外支出	0.20	8.74	9.77	50.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00	8.74	9.77	43.86
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	4,465.94	26,858.30	19,434.84	18,782.50
减：所得税费用	1,114.40	7,402.76	4,927.51	4,615.81
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,351.54	19,455.54	14,507.33	14,166.69
少数股东损益	99.01	236.57	223.25	273.34
归属于母公司所有者的净利润	3,252.52	19,218.97	14,284.08	13,893.35

### 附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	23,928.11	121,049.39	109,869.27	90,878.39
收到的税费返还	397.09	184.41	679.32	323.77
收到其他与经营活动有关的现金	59.05	19,107.17	1,294.91	239.04
经营活动现金流入小计	24,384.25	140,340.97	111,843.50	91,441.19
购买商品、接受劳务支付的现金	12,584.32	56,576.89	47,924.17	40,033.70
支付给职工以及为职工支付的现金	9,406.01	29,830.52	27,407.64	19,526.48
支付的各项税费	2,674.18	11,969.51	12,647.18	8,157.46
支付其他与经营活动有关的现金	3,158.21	11,598.51	3,386.80	3,838.34
经营活动现金流出小计	27,822.73	109,975.42	91,365.79	71,555.97
经营活动产生的现金流量净额	-3,438.48	30,365.55	20,477.71	19,885.22
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	0.60	6.61	7.68
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	5,920.11	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	5,920.11	0.60	6.61	7.68
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	116.65	101,424.27	26,060.17	21,141.98
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	1,217.65	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	116.65	102,641.92	26,060.17	21,141.98
投资活动产生的现金流量净额	5,803.46	-102,641.32	-26,053.55	-21,134.30
吸收投资收到的现金	0.00	301.50	0.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	301.50	0.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	32,944.06	22,188.15	15,796.34
发行债券收到的现金	0.00	0.00	63,693.50	0.00
筹资活动现金流入小计	0.00	33,245.56	85,881.65	15,796.34
偿还债务支付的现金	0.00	20,608.77	14,360.65	9,726.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	61.48	4,563.47	4,104.99	4,169.59
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	0.00	306.11	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	59.44	43.15
筹资活动现金流出小计	61.48	25,172.24	18,525.08	13,939.06
筹资活动产生的现金流量净额	-61.48	8,073.32	67,356.57	1,857.29
汇率变动对现金的影响	5.02	-23.89	14.31	0.00

现金及现金等价物净增加额	2,308.52	-64,226.34	61,795.03	608.20
--------------	----------	------------	-----------	--------

### 附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	19,455.54	14,507.33	14,166.69
加：资产减值准备	-1,727.17	736.83	447.59
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,266.69	12,611.83	11,892.16
无形资产摊销	65.38	47.20	37.53
长期待摊费用摊销	8,109.58	7,365.32	6,806.69
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）	8.74	5.83	42.21
固定资产报废损失（收益以“-”填列）	0.00	0.00	1.53
财务费用（收益以“-”填列）	-1,505.26	1,166.46	-1,869.58
递延所得税资产减少（增加以“-”填列）	676.76	-423.34	-105.76
存货的减少（增加以“-”填列）	-2,199.68	-1,214.24	418.70
经营性应收项目的减少（增加以“-”填列）	-13,253.72	5,375.05	-6,642.41
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	4,805.75	-19,700.56	-5,310.14
经营活动产生的现金流量净额	30,365.55	20,477.71	19,885.22

## 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。