



中诚信证评  
CCXR

# 信用等级通知书

信评委函字[2019]G041-F1号

## 中航资本控股股份有限公司：

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拟发行的“中航资本控股股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。



中航资本控股股份有限公司  
2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中航资本控股股份有限公司
发行规模	本期债券发行规模为不超过20亿元（含20亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限为3年期，品种二为5年期。本期债券引入品种间互拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和联席簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内由发行人和联席簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

## 概况数据

中航资本 (合并口径)	2015	2016	2017	2018.9
总资产（亿元）	1,523.89	1,599.07	2,344.46	2,422.40
所有者权益（亿元）	246.17	263.03	280.44	311.72
营业总收入（亿元）	86.81	87.48	109.51	100.63
税前利润（亿元）	46.63	39.62	46.61	39.18
净利润（亿元）	35.37	29.88	34.97	28.78
平均资产回报率（%）	2.71	1.91	1.77	-
平均资本回报率（%）	15.90	11.73	12.87	-
中航资本 (母公司口径)	2015	2016	2017	2018.9
总资产（亿元）	197.14	202.46	266.94	335.75
所有者权益（亿元）	193.06	194.05	190.86	189.61
净利润（亿元）	13.46	8.40	4.17	3.69
总债务（亿元）	0.00	1.00	75.60	143.44
资产负债率（%）	2.07	4.15	28.50	43.53
总资本化率（%）	0.00	0.51	28.37	43.07
EBITDA（亿元）	13.46	8.43	5.03	-
EBITDA利息覆盖倍数 (X)	-	378.41	5.83	-
总债务/EBITDA (X)	0.00	0.12	15.03	-

注：合并口径的所有者权益包含少数股东权益。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中航资本控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。该级别反映了受评主体中航资本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。中诚信证评肯定了公司股东背景雄厚、金融牌照较为齐全、业务覆盖全面、融资渠道通畅等正面因素对公司业务发展及信用质量的支撑；同时，我们也关注到宏观经济筑底，市场信心不足、行业监管全面趋严等因素对公司信用水平的影响。

## 正面

- 股东背景实力雄厚。公司控股股东中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业”）是由中央管理的国有特大型企业，位列世界企业 500 强，公司作为航空工业下属金控平台，在资源、技术、资金、人才、商业网络等各个方面都可得到充分支持。
- 金融牌照较为齐全，业务覆盖全面。公司下属控股子公司目前形成了证券、信托、租赁、财务公司、期货、基金等多业并举的格局，并在租赁、信托等领域建立了较强的竞争优势；同时公司亦参股设立了地方资产管理公司，金融牌照齐全，业务覆盖全面。
- 融资渠道通畅。作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，同时公司本部和部分子公司通过发行债券、资产支持证券等方式使得融资方式逐步多元化。

## 关注

- 宏观经济筑底，市场信心不足。目前中国经济

## 分析师



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

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

2019年4月3日

仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，证券市场信心不足，2018年前三季度，公司证券业务板块毛利润为-0.18亿元。

- 行业监管全面趋严。近年来证券、保险、租赁等行业监管从严，近期监管机构意在加强对金融控股公司的监管，对公司的合规管理和风险管控能力提出更高要求。

## 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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

中航资本的前身为北亚实业（集团）股份有限公司（以下简称“北亚集团”），于 1992 年 7 月成立，1996 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。2012 年 5 月通过重大资产置换及向航空工业发行股份购买资产的形式被航空工业收购，成为航空工业旗下的投资管理平台。此后，公司经过 2 次更名，于 2014 年 6 月更为现名“中航资本控股股份有限公司”。后历经多次非公开发行股票以及资本公积转增股本，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本达到 89.76 亿元，航空工业直接持股 39.29%，通过其下属单位间接持股 10.71%，故航空工业合计对公司持股 50.00%，为公司的控股股东，航空工业为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下属全资子公司，因此公司实际控制人为国务院国资委。

作为航空工业下属的投资平台，中航资本主要业务范围包括实业投资、股权投资和投资咨询（服务）等。公司通过构建金融产业投资、航空产业投资和战略新兴产业投资三大平台模式对接相应产业公司，目前下设中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资”）、中航航空产业投资有限公司（以下简称“航空产业投资”）、中航新兴产业投资有限公司（以下简称“新兴产业投资”）、中航资本国际控股有限公司（以下简称“中航资本国际”）、中航资本投资管理（深圳）有限公司（以下简称“中航资本深圳”）、中航工业集团财务有限责任公司（以下简称“中航财务”）、中航国际租赁有限公司（以下简称“中航租赁”）和中航投资大厦置业有限公司（以下简称“中航置业”）8 家二级子公司。其中，中航投资拥有 5 家子公司，分别是中航证券有限公司（以下简称“中航证券”）、中航期货有限公司（以下简称“中航期货”）、中航信托股份有限公司（以下简称“中航信托”）、哈尔滨泰富控股有限公司（以下简称“哈尔滨泰富”）以及上海鲸骞金融信息服务有限公司；新兴产业投资拥有新兴（铁岭）药业股份有限公司（以下简称“新兴（铁岭）药业”）1 家子公司；中航资本国际拥有 BLUESTONECAPITALINC、中航资信

策略顾问有限公司和中航资信环球资产管理有限公司 3 家子公司；中航置业持有北京航投置业有限公司。

公司目前形成了证券、信托、租赁、财务、期货、基金等多业并举的格局，尤其金融板块门类齐全，在金融业领域具有一定的综合竞争优势，其下属的中航租赁、中航信托等在同行业中都取得了较为突出的业绩。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 2,344.46 亿元，所有者权益为 280.44 亿元，资产负债率为 88.04%。2017 年，公司实现营业总收入 109.51 亿元，净利润 34.97 亿元，经营活动产生的现金流量净额 249.34 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司的总资产为 2,442.40 亿元，所有者权益为 311.72 亿元，资产负债率为 87.24%。2018 年前三季度，公司实现营业总收入 100.63 亿元，净利润 28.78 亿元，经营活动产生的现金流量净额-460.58 亿元。

### 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	中航资本控股股份有限公司
债券名称	中航资本控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期，品种二为 5 年期。本期债券引入品种间互拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和联席簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内由发行人和联席簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金拟用于偿还公司债务、补充流动资金等法律法规允许的用途，如用于子公司的将通过股权或者债权形式予以投入，具体募集资金用途由发行人根据公司资金需求情况在上述范围内确定

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 宏观经济及行业分析

### 宏观经济和政策环境

2018 年三季度，在中美冲突持续与内部风险不

减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于预期。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP 同比增长 6.7%，较上半年回落 0.1 个百分点，较去年同期回落 0.2 个百分点，名义 GDP 持续回落。其中，三季度 GDP 同比增长 6.5%，较二季度回落 0.2 个百分点，较去年同期回落 0.3 个百分点，为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，

虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信证评认为，中国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

## 租赁行业概况

20 世纪 80 年代初，融资租赁服务被引入中国，开始提供资金用于进口先进设备及技术。1981 年，中国第一家融资租赁公司——中国东方租赁有限公司成立。20 世纪 90 年代为加快利用租赁方式引进外资，我国实施了如允许租赁设备加速折旧、允许租金在人民币和外币间兑换、对中外合资租赁公

司不设外汇额度限制、允许企业借外汇还外汇等优惠措施，有效地促进了合资租赁业的发展。但此后，由于最高人民法院“国家机关不能担任融资租赁保证人”的政策，使得此前以地方政府和行业主管部门为担保的融资租赁项目合同无法履行，租赁公司形成了巨额呆坏帐，加之多头监管、行业法律环境不完善等因素导致租赁业的发展陷入困境。至 20 世纪 90 年代末期，中国 40 家中外合资租赁公司中只有 10 余家公司正常经营，其余大部分已停止开展新业务。自 2002 年开始，随着国家出台相关租赁业的监管条例和会计准则，融资租赁业的外部环境得到一定程度改善，行业逐渐走向规范、健康发展的轨道。

从行业发展规模看，相关统计数据显示，截至 2017 年底，国内融资租赁企业数量共约 9,090 家，较上年底的 7,136 家，同比增长 27.4%。其中，金融租赁公司 69 家，同比增加 10 家；内资租赁公司 276 家，同比增加 72 家；外商租赁公司达到 8,745 家，较上年底的 6,872 家同比增长 27.26%。融资租赁企业数量快速增加的主要原因是 2011 年《外商投资产业指导目录（2011 年修订）》政策的发布，将外商投资金融租赁公司从限制类调整为允许类。

表 2：2017 年底中国融资租赁公司数量及占比

企业类型	数量	比例（%）	监管机构
外商租赁公司	8,745	96.20	商务部
金融租赁公司	69	0.76	银监会
内资试点企业	276	3.04	商务部

资料来源：中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院，中诚信证评整理

从业务发展情况看，截至 2017 年底，全国融资租赁合同余额约为 60,600 亿元，较上年底 53,300 亿元增加 7,300 亿元，同比增长 13.7%，增速略有下降。其中，金融租赁合同余额约 22,800 亿元，较上年底的 20,400 亿元增加 2,400 亿元，同比增长 11.8%，业务总量约占全行业的 37.62%；内资租赁合同余额约 18,800 亿元，较上年底的 16,200 亿元增加 2,600 亿元，同比增长 16.0%，业务总量约占全行业的 31.02%；外商租赁合同余额约 19,000 亿元，较上年底的 16,700 亿元增加 2,300 亿元，同比增长 13.8%，业务总量约占全行业的 31.36%。

表 3：2017 年底中国融资租赁业务概况

企业类型	业务总量	单位：亿元、%	
		较上年同期增长	同期所占比重
外商租赁公司	19,000	13.8	31.36
金融租赁公司	22,800	11.8	37.62
内资试点企业	18,800	16.0	31.02
<b>合计</b>	<b>60,600</b>	<b>13.7</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院，中诚信证评整理

从资本金规模来看，截至 2017 年底，全行业注册资金达到 32,031 亿元人民币，较上年末的 25,569 亿元增加 6,462 亿元，同比增长 25.3%。其中金融租赁板块的注册资金达到 1,974 亿元，较上年末增加 288 亿元；内资租赁板块的注册资金达到 2,057 亿元人民币，较上年末增加 637 亿元；外商租赁板块的注册资金达到 28,000 亿元人民币，较上年末增加 5,537 亿元。

尽管近几年中国融资租赁业的整体发展环境有所改善，行业机构数量、业务规模都出现快速增长，但是影响租赁业发展的三大市场瓶颈并没有得到根本解决，融资租赁市场渗透率仍处于较低水平。首先，资金来源方面，目前国内融资租赁企业的筹资渠道主要有银行借款、租赁资产证券化等方式，贷款仍是租赁公司最主要的融资途径，因而借贷成本直接影响到租赁公司的盈利水平，如何扩大筹资渠道和控制资金成本成为限制业内企业发展的主要因素；其次，风险控制方面，受行业人才的缺乏、行业法律制度尚不完善以及社会诚信体系的不健全等因素影响，业内多数企业的风险控制能力不足。长期以来租金回收风险过高，阻碍了银行和资金实力雄厚的企业进入融资租赁行业的步伐；此外，退出机制方面，国内尚缺乏专业的二手设备交易管理机构，退出机制仍不健全。

随着融资租赁市场的逐步成熟，融资租赁新增额与当年的固定资产投资的相关性正在不断增强。中国租赁行业的渗透率（融资租赁新增额/固定资产投资完成额）由 2010 年的 2.52% 提高到 2017 年的 8.80% 左右。目前发达国家的渗透率普遍在 10% 以上，中国作为全球第二大经济体，无论从国际横向比较，还是从自身经济增速考量，融资租赁业仍有

巨大的发展空间。

## 信托行业概况

截至 2017 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模突破 26 万亿元，达 26.25 万亿元（平均每家信托公司 3,859.60 亿元），同比增长 29.81%，较 2016 年末的 24.01% 上升了 5.8 个百分点；环比增长 7.54%，较 2017 年 3 季度末的 5.47% 上升了 2.07 个百分点。信托资产同比增速自 2016 年 2 季度触及历史低点后开始回升。

图2：2013~2017年末信托资产规模及同比增速



资料来源：中国信托业协会网站，中诚信证评整理

从信托资金的来源看，单一类资金信托占比整体呈下降趋势，而集合类资金信托和管理财产类信托占比上行趋势愈加明显。截至 2017 年末，单一类信托占比由 2016 年末的 50.07% 降至 45.73%，下降幅度为 4.34 个百分点；集合类信托占比由 36.28% 增至 37.74%，上升幅度为 1.46 个百分点；管理财产类信托占比由 13.65% 增至 16.53%，上升幅度为 2.88 个百分点。

图3：2011~2017年信托来源及占比



资料来源：中国信托业协会网站，中诚信证评整理

截至 2017 年末，信托行业固有资产规模达到 6,578.99 亿元（平均每家信托公司 96.75 亿元），同比增长 18.12%，环比增长 3.69%，同比增速较 2017

年 3 季度的 25.88% 有所回落，但固有资产规模依旧持续增长。从固有资产的结构来看，投资类资产依然是主要形式，规模为 4,961.07 亿元，占固有资产的比例为 75.41%；货币类资产规模为 656.81 亿元，占比 9.98%；贷款类资产规模为 380.71 亿元，占比仅为 5.79%。

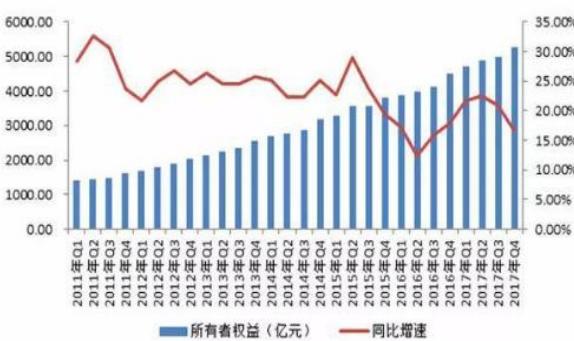
图4：2011~2017年固有资产规模及同比增速



资料来源：中国信托业协会网站，中诚信证评整理

从所有者权益来看，2017 年末信托全行业规模为 5,250.67 亿元（平均每家信托公司 77.22 亿元），同比增长 16.63%，环比增长 5.10%。从所有者权益的构成来看，2017 年末实收资本占所有者权益的比例为 46.05%，与 2016 年末相比，所占比例提高了 0.78 个百分点；未分配利润占比 29.52%，所占比例下降了 0.03 个百分点；信托赔偿准备占比 4.21%，所占比例上升了 0.06 个百分点。

图5：2011~2017年所有者权益规模及增速



资料来源：中国信托业协会网站，中诚信证评整理

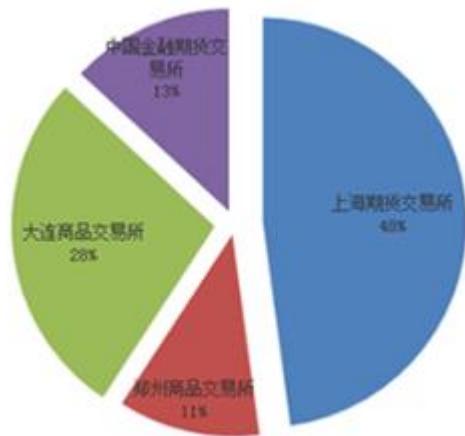
2017 年末，信托全行业实收资本由 2016 年末的 2,038.16 亿元上升至 2,417.70 亿元，同比增长 18.62%，环比增长 8.22%；未分配利润由 1,330.50 亿元上升至 1,550.09 亿元，同比增长 16.50%，环比降低 0.62%；信托赔偿准备上升至 221.12 亿元，同比增长 18.23%，环比增长 12.78%。实收资本增加是近两年来信托公司持续增资扩股效应的直接体

现，未分配利润和信托赔偿准备的增加能直接提升信托公司抵御风险的能力。

## 期货行业概况

2017 年由于商品期货市场震荡加剧，活跃度下降，期货市场整体成交量和成交额有所下降。全年累计成交量达到 30.76 亿手，同比下降 25.66%；期货市场成交额 187.90 万亿元，同比减少 3.95%。2017 年，以单边计算，上海期货交易所期货市场累计成交量为 13.64 亿手，累计成交额为 89.93 万亿元，同比分别下降 18.83% 和增长 5.83%，分别占全国市场的 44.35% 和 47.86%；郑州商品交易所期货市场累计成交量为 5.86 亿手，累计成交额为 21.37 万亿元，同比分别下降 34.98% 和 31.14%，分别占全国市场的 19.05% 和 11.37%；大连商品交易所期货市场累计成交量为 11.01 亿手，累计成交额为 52.01 万亿元，同比分别下降 28.37% 和 15.31%，分别占全国市场的 35.80% 和 27.58%；中国金融期货交易所期货市场累计成交量为 0.25 亿手，累计成交额为 24.59 万亿元，同比分别上升 34.14% 和 34.98%，分别占全国市场的 0.80% 和 13.09%。

图 6：2017 年各期货交易所成交金额分布



资料来源：中国期货业协会，中诚信证评整理

随着期货市场的快速发展，各期货公司的资本实力也不断加强。2015 年，鲁证期货和弘业期货先后在港交所挂牌上市，两公司 H 股 IPO 分别募集 9 亿多港元和 6 亿多港元资金。截至 2017 年末，已有多家期货公司登陆资本市场，其中登陆新三板的包括创元期货、永安期货、海航期货、天风期货、华龙期货、先融期货、大越期货、广州期货、渤海期货、福能期货、迈科期货、天成期货、上海中期、

金元期货、长江期货；登陆 H 股市场的期货公司有鲁证期货、弘业期货。此外，南华期货、瑞达期货、金瑞期货、弘业期货等也已经提交 IPO 申请书。2017 年，共有 10 家期货公司通过次级债融资，合计融得 12.04 亿元资金。

自 2016 年开始，期货市场进入了风险防控为主，监管趋严，服务实体功能初步展现，市场需求与日俱深，服务领域不断拓展的管控与发展并举的新时期。2017 年，各期货交易所稳步推进期货期权新品种的研发和上市。郑州商品交易所积极推进棉花、PTA（精对苯二甲酸）期权开发和上市；大连商品交易所新推航运期货的研发与上市，并加快推进玉米、铁矿石等品种期权。2017 年，证监会批准上海商品交易所的铜期权立项，批准郑州商品交易所开展苹果期货交易。

表 4：截至 2017 年末各大期货交易所交易品种一览

交易所	品种数量	交易品种
上海期货交易所	14 个	铜、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、燃料油、燃料油、沥青、天然橡胶
郑州商品交易所	19 个	强麦、普麦、棉纱、白糖、PTA、菜籽油、早籼稻、甲醇、玻璃、油菜籽、菜籽粕、动力煤、粳稻、晚籼稻、硅铁、苹果、一号棉、白糖期权、锰硅
大连商品交易所	17 个	玉米、玉米淀粉、黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、豆油、棕榈油、鸡蛋、胶合板、纤维板、聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、焦炭、焦煤、铁矿石、豆粕期权
中国金融期货交易所	5 个	沪深 300 指数期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货、上证 50 指数期货、中证 500 指数期货

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2017 年，为了提振市场信心，在 2017 年 2 月和 2017 年 9 月，中金所两次下调平今仓手续费、保证金，对交易开仓数量进行松绑式调整。经过两次适时调整，适度提高了市场流动性，解决期指交易成本过高、对手盘难找、转仓困难等问题，满足合理的交易需求，进而促进股指期货市场功能的恢复及良好发挥。

截至 2017 年 11 月底，国内期货全行业 153 家公司中的 129 家已可开展资产管理业务。期货公司及资产管理子公司发行的资产管理产品共 1,381

只，产品规模合计 1,631.03 多亿元。

受前期政策限制，期货公司的业务创新落后于券商及基金公司。近年来，期货行业创新步伐有所加快。2014 年 9 月，中国证券监督管理委员会发布《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》，明确期货经营机构作为期货及衍生品服务提供商的基本定位，支持期货公司做优做强和业务转型升级。随着各项工作指引和意见的推出，期货公司的创新业务空间得以放开。截至 2017 年 12 月 31 日，已登记注册的期货公司风险管理子公司的数量达到了 70 家，备案的试点业务除了最初的仓单服务、合作套保、定价服务、基差交易四项基础业务之外，还包括做市业务、第三方风险管理等。随着各风险管理子公司的业务量增加，其资本金规模开始进入扩张阶段。截至 2017 年，70 家风险管理公司总资产为 266.71 亿元，同比增长 20%；净资产为 135.58 亿元，同比增长 57%；注册资本为 141.45 亿元，同比增长 43%；实收资本为 128.44 亿元，同比增长 49%。

创新业务的推出有助于丰富期货公司收入来源，改善期货公司目前以手续费收入为主的收入结构，同时，还可以改善行业内部同质化竞争的局面，行业内竞争由不断压低手续费率的同质化竞争转向差异化竞争，有助于优化行业内部生态。

## 证券市场概况

证券行业与宏观经济环境高度相关。2015 年上半年，中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下，延续了 2014 年第四季度以来的上涨势头，主要股指屡创新高，上证综指从 3,234.68 点上升至 5,178.19 点。但进入六月中旬后，市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调，股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施来稳定市场，取得初步成效，年末上证综指有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，上证综指为 3,539.18 点。

进入 2016 年以来，宏观经济下行压力加大，股票市场继续进入震荡下行，从 2016 年前三季度 A 股表现来看，各大指数整体均表现为下跌。但进入 10 月份以后，随着国内各金融机构资产配置压力加

大以及国家对于房地产市场的连续政策调控，造成国内无风险收益率持续下滑，导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至 2016 年末，上证综指收盘收于 3,103.64 点，较年内最低点 2,638.30 点上涨 17.64%，年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展战略性新兴产业，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年前三季度，上证综指震荡下跌，截至 2018 年 9 月末，上证综指收盘于 2821.35 点，较年初下跌 14.69%。中诚信证评认为，2018 年以来受制于国内外贸易不确定性、金融去杠杆、信用环境收紧等因素的影响，证券行业发展承压。

图 7：2014~2018 年 9 月末上证综合指数变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展战略性新兴产业的政策导向下，针对证券市场和证券公司的多层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。截至 2015 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）为 2,827 家，总市值达 53.13 万亿元。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，

证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 5：2015~2017 年股票市场主要指标

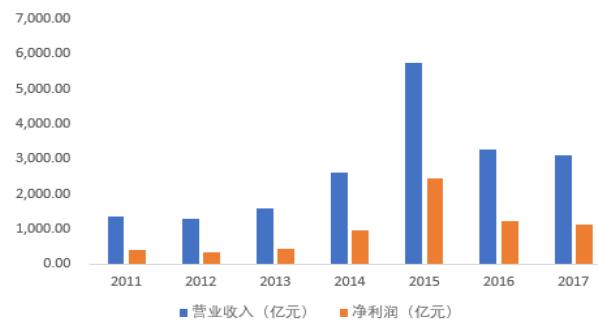
指标	单位：家、万亿元		
	2015	2016	2017
上市公司总数	2,827	3,052	3,485
总市值	53.13	50.82	44.93
总成交额	255.05	126.73	111.90

资料来源：中国证监会，中诚信证评整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2015 年以来，尤其是上半年股指大幅上涨情况下，市场交易量显著增长，全年成交总额 254.37 万亿元，同比增长 244.33%。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 126.66 万亿元，较上年大幅减少 50.21%。2017 年全年两市成交额 111.90 万亿元，同比减少 11.65%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务和资产管理业务四大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。进入 2016 年以来，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。

图 8：2011~2017 年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示，在全行业 119 家证券公司中，剔除 24 家与母公司合并评价的公司外，共有 95 家证券公司参与分类评价，其中 AA 类公司 27 家，A 类公司 37 家，B 类公司 30 家，C 类公司 1 家，无 D 类及 E 类公司，全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准，且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快速发展，行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单，以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管，证监会对多家券商进行立案调查，根据 2016 年度公布的证券公司分类结果，95 家参评券商中，58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。2018 年证监会发布的券商分类评级结果中，共 98 家券商参评，其中 40 家券商被评为 A 类，49 家券商被评为 B 类券商，8 家券商被评为 C 类，1 家被评为 D 类。华信证券成为唯一一家 D 类券商，也是自证券公司实施分类监管 9 年来首次有券商被评为 D 类。

中诚信证评认为，证券公司分类评价体系的进

一步完善有望促进证券市场健康稳定发展。同时，2018年公布的证券公司分类评级结果较2016年有所改善，反映了在监管转型和行业发展的双重驱动下，证券公司风险管理能力不断提升。

## 竞争优势

### 股东背景实力雄厚，对公司业务发展提供有力支持

公司控股股东航空工业是由中央管理的国有特大型企，截至2018年9月末，航空工业注册资本640.00亿元，国务院国资委持股100%。航空工业设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统与汽车零部件、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、资产管理、金融、工程建设、汽车等产业，下辖100余家成员单位、近30家上市公司，员工逾45万人，位列世界企业500强。截至2017年末，航空工业资产总额8,711.24亿元，全年实现净利润96.13亿元。公司控股股东实力雄厚，能够对公司发展提供较大支持。

### 金融业务体系多元化，业务协同有望为公司带来更多效益

公司作为航空工业旗下金融控股平台，旗下拥有证券、信托、融资租赁、财务公司、期货等牌照，且融资租赁、信托公司、财务公司排名均位列市场

前列；同时，公司参股设立了资产管理，并且拟投资参股广发银行股份有限公司。公司多元化金融体系已基本建立，同时通过与航空工业的产融集合、融融结合，实行专业化分工，未来各个子公司业务之间将加强协同互补，有利于形成资源整合和业务协同效应，增强市场抗风险能力，有望为公司带来更多效益。

## 业务运营

公司作为航空工业旗下唯一金融控股平台，业务涵盖租赁、信托、证券、财务公司、期货等金融业务以及航空产业和新兴产业投资等。近几年中航资本业务保持快速增长，2015~2017年营业总收入分别为86.81亿元、87.48亿元和109.51亿元，年均复合增长率为12.32%。从收入构成来看，租赁、信托、财务公司以及证券等板块为公司主要业务来源，期货、基金等业务占比相对较低，2017年公司租赁、信托、财务公司、证券业务板块及其他业务板块营业收入分别为55.43亿元、27.41亿元、15.77亿元、9.62亿元和3.88亿元，分别占营业总收入的50.62%、25.03%、14.40%、8.78%和3.54%。2018年前三季度，中航资本实现营业总收入100.63亿元。

表6：2015~2017年及2018年1~9月中航资本营业总收入分布情况

板块	2015		2016		2017		2018.1~9	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
中航租赁	32.04	36.91	41.15	47.04	55.43	50.62	49.95	49.64
中航信托	17.69	20.38	22.12	25.28	27.41	25.03	23.02	22.88
中航财务	16.18	18.64	13.86	15.84	15.77	14.40	18.24	18.13
中航证券	21.88	25.20	10.57	12.08	9.62	8.78	6.12	6.08
其他	1.12	1.29	1.73	1.97	3.88	3.54	4.17	4.14
关联抵消	-2.10	-2.42	-1.94	-2.22	-2.60	-2.37	-0.87	-0.87
<b>合计</b>	<b>86.81</b>	<b>100.00</b>	<b>87.48</b>	<b>100.00</b>	<b>109.51</b>	<b>100.00</b>	<b>100.63</b>	<b>100.00</b>

注：由于四舍五入，各分项加总数可能与合计数不一致。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 中航租赁

中航租赁原名上海中航国际租赁有限公司，于1993年11月5日由中国航空技术国际控股有限公司与中国农业银行江西省信托投资股份有限公司

共同出资设立，注册地上海，初始注册资本500万美元。后经股权转让及多次增资，截至2018年9月末，中航租赁注册资本为74.66亿元人民币，公司及下属子公司合计持有其97.51%股权。

目前中航租赁的主营业务方向包括飞机、轮船、设备的融资租赁及经营租赁。截至 2017 年末，中航租赁总资产 882.04 亿元，总负债 779.41 亿元，所有者权益 102.63 亿元，应收融资租赁款余额为 765.20 亿元，2017 年全年实现净利润 10.22 亿元。截至 2018 年 9 月末，中航租赁总资产 1,131.29 亿元，所有者权益 117.44 亿元，2018 年前三季度实现净利润 9.44 亿元。中航租赁的业务主要分布于航空租赁、设备租赁以及船舶租赁等主要板块。

依托于航空工业的航空产业背景，中航租赁将航空租赁作为战略核心业务，根植国内航空租赁市场，选择主流机型，构建涵盖干线客机、支线客机以及公务机、直升机的多样化机队。中航租赁在保持现有航空产品业务体系的基础上，与三大航空企业旗下航空公司建立了深度合作关系，并且与深圳航空、华夏航空、奥凯航空、瑞丽航空等航空公司保持良好的合作关系，飞机租赁资产结构得到优化。此外，作为航空工业系统内唯一的融资租赁服务商，公司以国产飞机国内外市场开拓为使命，全力为国产飞机销售提供金融支持和服务保障，持续、有效地推动新舟 60、AC311、小鹰 500 等国产飞机的市场化运营。总体来看，2017 年中航租赁实现航空租赁行业投放 77.25 亿元，截至 2017 年末，该行业的租赁资产余额 238.41 亿元，在租赁总资产<sup>1</sup>中占比 28.22%。

设备租赁是中航租赁的主要盈利来源，主要定位于面向国有企业、上市公司和优质民营企业，开展大型成套设备的融资租赁业务。2017 年中航租赁加强对基础设施、节能环保和旅游等行业的研究，分析研判市场形势，推动业务与市场接轨，在风力发电、节能环保改造设备、汽车制造设备、现代农业、铁路设施等行业都取得进展。同时，基础设施类业务以经济状况、财政实力和政府债务率等作为依据，选定业务重点开发地区，严控风险较高地区业务。截至 2017 年末，设备租赁资产余额 528.84 亿元，较上年末增长 41.61%，在租赁总资产中占比 62.60%，较上年末增长 5.43 个百分点。

中航租赁于 2009 年涉入船舶租赁行业，以“定位主流船型、准确评估船价、加强船厂合作、关注客户现金流”为策略，在船舶租赁方面逐步形成了较为成熟的业务体系，在香港设立 SPV 公司开展租赁业务。2016 年下半年以来，国内外航运市场开始复苏，中航租赁审慎推进业务发展，在以散货船为基础上，注重向 LNG 船、化学船、液化气船、汽车货运船等特种船舶业务转型，并在原有船舶业务的基础上，加强对船舶租赁行业上下游延展业务范围，开发船厂、港口资源，为国内知名造船厂及地方港口提供租赁服务，新开发的承租客户以国有企业和国有控股企业为主。同时，中航租赁逐步推进国际化布局，境外船舶占比超过 60%，并逐步开始在境外船东租赁上实现投放。截至 2017 年末，该行业的租赁资产余额 77.50 亿元，在租赁总资产中占比 9.18%，较上年末下滑 0.62 个百分点。

盈利能力方面，中航租赁资金实力不断增强，租赁资产规模迅速增长，利润规模保持增长态势，2017 年中航租赁实现净利润 10.22 亿元，同比增长 27.75%；总资产报酬率为 1.30%，较上年下降 0.02 个百分点。

资产质量方面，2017 年以来，中航租赁加大清收力度，不良应收融资租赁款有所减少，同时大幅增加不良应收融资租赁款减值准备计提力度。截至 2017 年末，中航租赁不良应收融资租赁款 16.29 亿元，不良率为 2.13%，同比减少 1.44 个百分点；应收融资租赁款拨备覆盖率为 106.07%，同比大幅增长 39.39 个百分点。截至 2018 年 9 月末，中航租赁不良应收融资租赁款为 19.16 亿元，不良率为 1.91%；应收融资租赁款拨备覆盖率为 107.31%。

表 7：2015~2018.9 中航租赁主要财务指标

	2015	2016	2017	2018.9
净利润（亿元）	6.06	8.00	10.22	9.44
总资产报酬率（%）	1.35	1.32	1.30	1.25
应收融资租赁款净额（亿元）	451.25	589.70	765.20	1,004.74
应收融资租赁款不良率（%）	2.05	3.57	2.13	1.91
应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款（%）	111.71	66.68	106.07	107.31

注：2018 年前三季度，中航租赁总资产报酬率经年化处理。

资料来源：中航租赁，中诚信证评整理

<sup>1</sup> 租赁资产包括应收融资租赁款、经营租赁款及部分预付融资租赁款。

总体来看，近年来，中航租赁资产规模实现快速增长，业务板块的明确划分有利于专业化经营，盈利能力稳步提高，在租赁行业内已建立起良好的品牌形象。与此同时，随着市场竞争的加剧以及利率市场化进程的加快，利差空间将受到进一步挤压。此外，国内经济形势仍不明朗，下行压力依然存在，使得中航租赁资产质量持续承压，未来仍需对其保持密切关注。

### 中航信托

中航信托前身为江西江南信托股份有限公司，于 2009 年通过原江西江南信托投资股份有限公司股权重组，由航空工业、中国航空技术深圳有限公司、(新加坡)华侨银行有限公司等 5 家机构共同发起设立。经过多次增资扩股，截至 2018 年 9 月末，中航信托注册资本为 46.57 亿元，中航投资持有中航信托 82.73% 股权。

近年来，中航信托不断探索业务创新，新增多项业务资格，在多个业务领域取得突破，自上而下成立了不动产基金、PPP 基金、股权投资基金、证券投资基金以及资产支持信托五个成熟战略性业务的研究小组，有针对性地推进铁路基金、新能源信托、家族信托、ABS、境外资产配置等创新业务，支持实体经济发展。中航信托主要业务包括信托业务和固有业务，其中信托业务主要包括私募投行业务、资产管理业务和财富管理业务；固有业务主要包括贷款、金融产品投资和金融股权投资业务。

截至 2017 年末，中航信托资产总额 118.40 亿元，净资产 97.46 亿元，管理信托资产规模 6,577.67

亿元，2017 年全年实现净利润 16.28 亿元。截至 2018 年 9 月末，中航信托总资产增至 140.32 亿元，净资产 107.03 亿元，管理信托资产规模 6,237 亿元，2018 年 1-9 月实现净利润 13.30 亿元。根据公开市场披露的 63 家信托公司 2017 年末财报，中航信托主要经营指标排名稳步增长，其中，营业收入、净利润两项指标均从 2016 年的 15 名前进至第 11 名，信托业务收入从 2016 年末的第 10 名进位至第 6 名。

从信托资产行业投向来看，截至 2017 年末，中航信托信托资产行业分布中，基础产业占比 14.65%，房地产行业占比 8.87%，证券市场行业占比 9.07%，实业占比 22.30%，金融机构占比 10.76%，其他行业占比 34.35%。近年来，中航信托积极推动业务转型与创新，初步形成以“金融服务支持实体经济”为主要特色的发展战略，信托资产中基础产业及实业占比较高。中航信托持续推进向报酬较高的主动管理业务转型以提高收益水平，主动管理型信托业务的规模稳步上升，截至 2017 年末，主动管理型信托资产余额 2,930.39 亿元，较上年增长 21.04%，在全部信托资产余额占比 44.55%，较上年减少 6.44 个百分点。中航信托被动管理型信托项目以事务管理类信托资产为主，该类信托资产包括企业年金基金、员工持股信托及托管业务等，中航信托仅履行保管信托财产和监督投资管理人的职责，不充当主动投资管理功能。截至 2017 年末，中航信托被动管理型信托资产余额 3,647.28 亿元，同比增长 56.74%，其中事务管理类资产占比 92.22%。

表 8：2015~2017 年末中航信托主动管理型信托业务的信托资产结构

	2015		2016		2017	
	分部资产 (亿元)	占比 (%)	分部资产 (亿元)	占比 (%)	分部资产 (亿元)	占比 (%)
投资类	1,158.01	72.22	1,887.55	77.97	2,177.64	74.31
融资类	445.49	27.78	533.43	22.03	752.75	25.69
事务管理类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>1,603.51</b>	<b>100.00</b>	<b>2,420.97</b>	<b>100.00</b>	<b>2,930.39</b>	<b>100.00</b>

注：由于四舍五入，各分项加总数可能与合计数不一致。

资料来源：中航信托，中诚信证评整理

表 9: 2015-2017 年末中航信托被动管理型信托业务的信托资产结构

	2015		2016		2017	
	分部资产 (亿元)	占比 (%)	分部资产 (亿元)	占比 (%)	分部资产 (亿元)	占比 (%)
投资类	91.84	5.33	163.18	7.01	230.26	6.31
融资类	121.27	7.04	93.94	4.04	53.65	1.47
事务管理类	1,510.33	87.63	2,069.80	88.95	3,363.36	92.22
<b>合计</b>	<b>1,723.44</b>	<b>100.00</b>	<b>2,326.92</b>	<b>100.00</b>	<b>3,647.28</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 中航信托, 中诚信证评整理

风险管理方面, 中航信托通过数据化和信息化手段提升公司风险管理能力, 主要分为全面风险管理与项目全生命周期风险管理两大体系, 现已完成前期开发, 包括总体风控报表、统一尽调模板、线上尽调全覆盖、交易对手信用风险评分、项目存续期风险监测等内容。

资本管理方面, 中航信托成立之初注册资本为 3 亿元, 后进行过多次增资和股权结构调整, 2016 年通过资本公积和未分配利润转增资本, 截至 2018 年 9 月末, 注册资本增至 46.57 亿元。中航信托按照银监会发布的《信托公司净资本管理办法》进行资本管理, 截至 2018 年 9 月末, 净资本/净资产为 85.72%, 远高于监管指标最低要求。

表 10: 2015-2018 年 9 月末中航信托主要风险指标

监管 标准	2015	2016	2017	2018.9
净资本(亿元)	≥2	40.35	55.37	84.91
各项业务 风险资本 之和(亿元)	-	34.07	43.40	60.39
净资本/各 项业务风 险资本之 和(%)	≥100	118.41	127.58	140.61
净资本/净 资产(%)	≥40	77.58	87.79	87.12

资料来源: 中航信托, 中诚信证评整理

总体来看, 中航信托在实体经济增速放缓、信托行业转型的背景下, 明确了以受托/资产管理业务模式作为发展方向, 持续推动现有业务转型, 通过在产融结合、资产管理及创新类业务等领域的拓展, 不断提升信托服务水平品牌价值, 业务核心竞争力有所增强。

## 中航财务

中航财务于 2007 年 5 月经原西飞财务公司、

贵航财务公司合并重组, 经中国银行业监督管理委员会北京监管局批准, 以加强企业集团资金集中管理和提高资金使用效率为目的, 为航空工业成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构。截至 2018 年 9 月末, 中航财务注册资本 25.00 亿元人民币, 中航投资直接持有其 44.50% 的股份, 并根据与航空工业签订的委托管理协议代为管理航空工业持有的 47.12% 股权, 实际控制中航财务 91.62% 股权。

自成立以来, 中航财务落实为航空产业发展提供金融内驱动、为集团金融板块发展提供内驱动的“双核驱动”发展战略, 作为集团内部贴身银行, 金融平台功能日益凸显。资金管理方面, 中航财务逐步完善集团金融服务功能, 实现对全级次成员单位的账户管理和资金管理, 借助信息化手段, 对联网账户资金实施动态追踪; 结合集团公司成员单位阶段性发展的特点与需求, 创新资金归集模式。截至 2017 年末, 中航财务吸收存款 1,042.60 亿元, 同比增长 86.87%。

贷款业务方面, 中航财务加速推进产融结合助力航空主业发展, 开展的主要业务品种包括流动资金贷款、固定资产贷款、委托贷款、融资租赁、保理融资等。但近年来, 受经济下行影响, 部分非航空民品单位经营困难, 客户有效贷款需求增长乏力, 对此, 中航财务先后走访哈尔滨、沈阳、天津、西安以及江西片区的重点客户, 深挖客户需求, 提升信贷投放的计划性与精准度, 有效拓展了信用较好成员单位的大额贷款业务。2017 年以来, 中航财务加大信贷投放力度, 解决成员单位融资需求, 降低集团带息负债水平, 2017 年中航财务日均贷款 261 亿元, 同比增长 18%, 年末贷款余额 276 亿元, 同比增长 29%。

投资业务方面，中航财务坚持稳健的投资原则，在严格风险控制的前提下，拓展同业存单、银行保本理财等符合监管要求的低风险产品，提高富裕头寸的价值创造力。在满足公司流动性的前提下，抓住有利的时间窗口对配置节奏和期限匹配进行科学统筹，精细投放中短期收益性银行同业存款。

代理业务方面，中航财务取得了保监会全险种代理资质，全面服务于成员单位涉及的财产险类、责任险类、工程险类、特殊风险类、寿险类、健康险类等各类险种。为解决航空产品投保难等问题，中航财务紧贴航空产业发展需求，服务于重点型号、涉密项目等的投保工作。2017年，中航财务继续做好航空产品责任险大额保单续转和理赔建设工作，完善理赔和法律后援建设，形成了较为清晰的理赔流程。

截至2017年末，中航财务总资产1,095.52亿元，净资产49.82亿元，全年实现营业总收入11.10亿元，净利润6.70亿元。截至2018年9月末，中航财务总资产804.35亿元，净资产57.40亿元，2018年前三季度实现营业总收入11.19亿元，净利润7.56亿元。

资产质量方面，截至2018年9月末，中航财务计入分类资产总额321.38亿元，其中，信贷分类资产规模为284.92亿元，投资分类资产规模为35亿元，承兑分类资产规模为1.46亿元，期末全部为正常类资产，资产安全性较高。

总体来看，中航财务落实“双核驱动”战略，作为航空工业重要的金融平台，近年来业务品种有所增加，业务覆盖面进一步扩大，为集团内成员单位提供了持续稳定的资金支持。

## 中航证券

中航证券成立于2002年10月，前身是江南证券有限责任公司，2009年6月，经中国证监会核准，航空工业成为中航证券第一大股东及实际控制人，2010年4月正式更名为中航证券，经过多次增资扩股及股权结构调整，截至2018年9月末，中航证券注册资本19.85亿元，中航资本直接及间接持有其100.00%股权。截至2018年9月末，中航证券拥

有75家营业部，范围涵盖全国二十多个省市。作为航空工业金融板块的重要组成部分，中航证券是一家全牌照证券公司，业务主要包括证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销、融资融券业务等。近年来，中航证券在航空工业的战略指导下，各项业务迅猛发展，截至2017年末，总资产110.08亿元，所有者权益36.19亿元，剔除代理买卖证券款后总资产68.56亿元，母公司口径净资本30.81亿元；2017年实现营业总收入8.37亿元，实现净利润2.66亿元。截至2018年9月末，中航证券总资产为146.20亿元，所有者权益为36.77亿元，剔除代理买卖证券款后总资产为107.55亿元，母公司口径净资本34.34亿元；2018年前三季度实现营业总收入6.12亿元，实现净利润0.93亿元。

中航证券业务主要包括零售、投行、资产管理、信用交易、证券投资等业务条线。零售事业立足传统服务与综合财富管理并行的理念，满足高净值客户财富管理需求，提供的主要服务包括代理证券买卖业务、金融产品销售、投资顾问服务、期货IB等，同时对接中航证券各业务板块为客户提供多渠道、多品种的投融资产品和服务。

投资银行业务以“承销业务为基础，积极开展并购和创新业务”为发展战略，持续推进债权融资、股权融资、并购融资、新三板融资以及结构化融资等业务，为航空工业提供服务、助推集团公司产融结合的同时，注重提升自身市场化竞争能力，积极开拓市场化项目。2017年，中航证券过会并发行IPO项目5家，再融资项目4家，股票主承销金额98亿元，债券主承销金额逾18亿元。

资产管理业务在监管去通道压力逐步增大的环境下，中航证券主动管理产品布局成效初现，2017年末资产管理业务受托资金141.63亿元，其中主动管理产品76.6亿元。

信用交易业务主要包括融资融券和股票质押式回购交易两大业务模块，中航证券不断扩充专业人才队伍，完善开户、交易和风险控制等业务管理制度及业务流程，在风险可控、合规经营的原则下，融资融券等信用业务规模不断提升。

证券投资业务方面，中航证券坚持谨慎的投资思路，稳步开展各项自营投资业务，目前已确立以固定收益和权益投资等传统投资业务为主，套利业务及撮合等新型业务为辅的发展模式，其中固定收益业务主要投向国债、央票、短期融资券、中期票据、企业债、金融债等，权益投资业务注重基本面价值研究与择时策略相结合，运用量化模型，采用股票投资套期保值、股指期现套利、ALPHA 套利、事件驱动机会套利等多种策略相结合的方式，投资风格较为稳健。

受证券市场波动影响，2017 年，中航证券实现营业总收入 8.37 亿元（合并口径，下同），较上年下降 6.64%，全年实现净利润 2.66 亿元，较上年下降 20.78%。从收入结构来看，2017 年公司实现经纪业务手续费净收入 2.44 亿元，收入占比 29.16%；投行银行业务手续费净收入 2.47 亿元，收入占比 29.49%；资管业务手续费净收入 0.28 亿元，收入占比 3.31%；实现利息净收入 1.88 亿元，收入占比 22.52%，主要来自信用业务收入；实现投资收益 1.11 亿元，收入占比 13.31%，主要来自自营业务产生收益。

从主要风险控制指标来看，截至 2018 年 9 月末，母公司净资产为 36.93 亿元；净资本（母公司口径，下同）为 34.34 亿元；净资本/净资产为 92.98%，远高于 20% 的监管标准。

表 11：2015~2018.9 中航证券主要风险指标

指标名称	监管标准	2015	2016	2017	2018.9
净资本（亿元）	-	31.45	29.13	30.81	34.34
净资产（亿元）	-	34.43	34.22	36.24	36.93
风险覆盖率（%）	>=100	484.61	402.51	368.64	241.10
资本杠杆率（%）	>=8	49.82	45.86	43.75	29.50
流动性覆盖率（%）	>=100	401.08	319.22	353.63	437.71
净稳定资金率（%）	>=100	159.93	157.23	134.76	143.59
净资本/净资产（%）	>=20	91.35	85.11	85.02	92.98
净资本/负债（%）	>=8	111.24	100.39	91.00	48.53
净资产/负债（%）	>=10	121.77	117.95	107.02	52.19
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	<=100	2.36	2.35	2.20	0.66
自营非权益类证券及证券衍生品/净资产(%)	<=500	32.89	90.84	84.25	133.03

资料来源：中航证券，中诚信证评整理

总体来看，中航证券各业务条线均实现稳步发展，集团内协同效应显现，在相同资产规模的同业券商中，中航证券盈利能力等指标排名逐年提升，未来仍具有一定发展空间。

## 中航期货

中航期货成立于 1993 年 4 月，由中国航空工业供销总公司独资组建，成立时注册资本 1,000 万元，后经多次增资扩股和股权结构调整，截至 2018 年 9 月末，注册资本 2.80 亿元，中航投资直接及间接持有其 89.04% 的股份。

中航期货拥有上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所的会员资格，目前在全国范围内设有 7 家营业部，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪业务。根据中国期货业协会公布的《2018 年期货公司分类评价结果》，中航期货被评为 B 类 BB 级。

经纪业务方面，2017 年，经纪业务在股指期货仍然限仓的情况下，中航期货把商品期货作为经纪业务发展的主要驱动力，2017 年中航期货实现经纪业务收入 0.33 亿元；2017 年，股市债市继续低位震荡，价值策略和债券策略产品收益微弱，股票策略类产品收益率整体大幅下滑，对此，中航期货以保持适度流动性为原则，及时调整投资业务结构，将股票策略类产品置换为固定收益类产品，全年实现投资收益 810 万元。

截至 2017 年末，中航期货总资产 10.89 亿元，净资产 4.33 亿元，全年实现营业总收入 0.56 亿元，实现净利润 0.12 亿元。截至 2018 年 9 月末，中航期货总资产 10.42 亿元，净资产 4.36 亿元，2018 年前三季度实现营业总收入 0.31 亿元，实现净利润 0.08 亿元。

总体来看，中航期货借助集团内金融板块协同优势，业务稳健发展，未来仍需提高自身专业水平和服务能力，提升盈利水平。

## 风险管理

### 风险管理架构

作为金融控股集团，公司在经营发展中面临的主要风险包括信用风险、市场风险、流动性风险、

操作风险、法律与合规风险以及声誉风险等。为有效管控上述风险，公司建立了涵盖风险识别、评估、计量、监督、报告和控制的全面风险管理体系。

风险管理架构方面，中航资本构建了以公司治理结构为基础的矩阵式全面风险管理组织架构，即由董事会及其审计委员会、高级管理层、风险管理职能部门、子公司“四个层面”，以及由业务条线部门、风险管理与法律事务部、纪检监察审计部“三道防线”组成的风险管理与内控框架体系，确定风险管理与内控的责任主体，确保风险“可测、可控、可承受”。

其中，董事会是中航资本风险管理最高决策机构，负责审定中航资本总体风险管理战略、风险偏好等，授权或审核批准特殊风险管理指标及其控制风险指标超标的措施，并监督管理层贯彻落实；负责对影响公司稳定性的四大指标（双重杠杆比率、金融控股投资占比、并表金融资产占比、资产负债率）进行监测，对达到预警线的指标提出整改措施；对控制子公司（成员单位）传递性风险进行监控，对违反原则的子公司（成员单位），要求派出或提名的董事长限期改正。总经理办公会议是中航资本高层决策机构，通过召开定期和不定期会议进行决策。定期会议为每周一次，不定期会议由总经理根据需要召集或由总经理授权副总经理召集开会。参会人员为包括总经理助理在内的公司高管层，决策方式为集体表决。总经理办公会议主要负责公司经营运行的制度建设、资源管理、风险控制等方面的决策，负责公司全面风险管理，确定公司在主要风险领域的基本策略；制订及修改公司风险管理政策、管理办法和实施细则；定期审议和检查各子公司（成员单位）和各部门风险管理过程和风险报告。总经理办公会下设风险评估联席会议，对所有投融资项目都需风险评估联席会议评议，评议结果提交总经理办公会议审议；风险评估联席会议成员有风险管理与法律事务部、规划发展部、投资管理部、计划财务部、纪检监察审计部的部长。

风险管控模式方面，依据现有的公司治理架构，公司建立了符合金融控股集团特点的风险管控模式，综合运用“直接管控”和“间接管控”相结合的

“双风控”体系。在子公司层面，对以各自行业为特征的信用风险、市场风险、操作风险等一般风险，采取子公司直接管控为主，集团间接管控相结合的方式；集团通过集中风险信息的收集、分析、评价和风险监测等工作，加强对各子公司风险管理工作的监督指导，不断提升整个集团风险管控的效果，发挥金融控股集团的统筹管理优势。风险管理制度方面，2017年公司梳理各项制度形成制度汇编。

### 信用风险管理

信用风险是公司面临的主要风险之一，是指由于交易对方不能或不愿履行合约承诺而使公司遭受损失的可能性。

公司的信用风险主要来自财务、租赁、信托及证券公司的信贷业务、投资业务和存款业务等领域。信贷业务的信用风险主要存在于贷款、租赁、同业拆借、票据承兑、银行保函等表内、表外业务，信贷业务信用风险管理的手段包括风险管理制度及管控流程的制定、取得抵押物及保证、建立客户内部信用评级等。公司的投资对象主要为具有良好流动性的金融工具，包括国内依法发行和上市交易的国债、金融债、央行票据、企业（公司）债、可转换债券（含分离型可转换债券）、货币型基金，可转换债券、中期票据、债券回购、权证以及经有关监管部门批准的允许投资的其他金融工具（但需符合有关监管部门的相关规定），不得投资债项评级AA-以下的企业债和公司债。公司银行存款主要存放于信用良好的金融机构，预期银行存款不存在重大的信用风险。

### 市场风险管理

市场风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因市场价格变动而发生波动的风险，包括利率风险、汇率风险和其他价格风险。

公司的利率风险主要产生于货币资金、一年内到期的非流动资产、发放贷款及垫款、长期应收款、吸收存款和同业存放、短期借款、长期借款及应付债券等带息资产和负债。浮动利率的金融资产和负债使公司面临现金流量利率风险，固定利率的金融资产和负债使公司面临公允价值利率风险。公司根据当时的市场环境来决定固定利率及浮动利率合

同的相对比例，并通过定期审阅与监察维持适当的固定和浮动利率工具组合。公司密切关注利率变动对自身利率风险的影响。公司存、贷款业务主要通过优化资产负债匹配的方式管理利率风险，公司租赁业务主要是采取浮动利率报价收取租金以适当对冲负债的利率风险，公司目前并未对其他业务采取利率对冲政策，但管理层负责监控利率风险，并将于需要时考虑对冲重大利率风险。

公司的主要经营位于中国境内，主要业务以人民币结算。2016年10月起，由于中航租赁和中航资本国际业务的不断发展，境内外SPV子公司数量快速增加，中航租赁下属主要以外币计价、结算的境内外SPV子公司和中航资本国际等公司境外经营的记账本位币变更为其所处主要经营环境中的货币。但公司已确认的外币资产和负债及未来的外币交易（外币资产和负债及外币交易的计价货币主要为美元、欧元）依然存在外汇风险。公司密切关注汇率变动对公司汇率风险的影响。租赁业务采取的防范措施是匹配长期应收款等金融资产与长、短期借款等金融负债的外币资产比例，同时对项目进行汇率锁定；公司考虑其他业务的外币资产、负债及外币业务交易占比极小，目前并未采取任何措施规避汇率风险，但管理层负责监控汇率风险，并将于需要时考虑对冲重大汇率风险。

公司密切关注价格变动对公司权益证券投资价格风险的影响。管理层负责监控其他价格风险，根据市场情况择机通过金融衍生工具如股指期货等方式来一定程度上对冲市场风险，并将于需要时考虑采取持有多种权益证券组合的方式降低权益证券投资的价格风险。

### 流动性风险管理

流动性风险是指在履行以交付现金或其他金融资产的方式结算的义务时发生资金短缺的风险。

公司及各子公司负责自身的现金管理工作，包括现金盈余的短期投资和筹措贷款以应付预计现金需求（如果借款额超过某些预设授权上限，便需获得公司有权机构的批准）。此外，公司也会考虑与供应商协商，要求其调减部分债务金额，或者用出售长账龄应收账款的形式提早获取资金，以减轻

公司的现金流压力。公司的政策是定期监控短期和长期的流动资金需求，以及是否符合借款协议的规定，以确保维持充裕的现金储备和可供随时变现的有价证券，同时获得主要金融机构承诺提供足够的银行授信和备用资金，以满足短期和较长期的流动资金需求。2017年公司本部开展了覆盖全部子公司的流动性检查。

### 操作性风险管理

操作风险是指由于内部程序、人员、系统的不完善或失误，或外部事件造成直接或间接损失的风险。

为防范操作风险，公司通过建立授权和审批制度来界定不同部门的职责，并对前中后台实行岗位分离以减少不同职位间潜在的利益冲突。内部控制方面，公司也在不断完善各项稽核制度，纪检监察审计部负责制定年度稽核计划，拟定稽核方案，开展各项稽核工作，出具稽核意见和建议，并督促各级人员和部门落实整改计划。

系统建设方面，除了各子公司的业务系统、财务系统以及风险管理系统，中航资本总部主要使用财务管理、合规管理、合同管理系统，由于集团整体业务范围庞杂，总部相应的管理系统建设较为复杂，未来公司考虑逐步完善。

此外，对于法律与合规风险，公司积极跟踪外部法律法规变化，发挥法律法规部门的先期引导、合规审核和咨询作用，强化日常内控合规预警工作。通过建立完善的公司治理结构、内部控制、业务流程，规范业务操作和运营，不断加强员工政治思想、法律、业务素质教育，提高员工道德水平和合规经营理念。对于声誉风险，为塑造品牌形象，公司全面提升集团管理和金融服务水平，主动承担社会责任；做好对外宣传工作，维护良好的公共媒体关系，优化舆情处理流程；建立完善声誉风险管理机制，主动有效防范声誉风险和应对声誉事件，积极维护公司良好声誉形象。

中诚信证评认为，公司构建了母子公司多层次的风险管理体制架构，持续推动在母子公司层面建立和完善与组织架构、业务规模和复杂程度运行相适应的全面风险管理体系，提升符合综合金融服务

的整体运作效率和满足差别化竞争需要的风险管理水平。但由于业务范围较广、子公司众多、信息系统不统一等因素，中航资本对下属子公司的监控手段仍需进一步加强，子公司自身的风险管理技术仍需不断改进和丰富。

## 公司治理及管理

公司自成立以来，逐步构建和完善了“三会一层”的公司治理结构，严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和中国证监会、上海证券交易所所有关要求，健全内控制度，规范公司运作。2015年，公司完成了董监事及高管人员的换届工作，并结合经营发展的实际情况，对公司《章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《董事会审计与风险管理委员会工作细则》做出修订和完善，拓展中小股东参与公司决策的渠道，优化对股东大会和董事会的授权事项及权限，进一步完善权力机构、决策机构、监督机构与经营层之间权责分明、各司其职、科学决策的法人治理结构，明确决策机构和经营层在公司运行过程中的合理定位及恰当衔接。董事会由8名董事组成，其中独立董事3人，董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会以及提名委员会四个专业委员会；监事会由3名监事组成。

公司实行母子公司独立运作、分级授权的管理体系。公司总部主要职能是投资和管理，日常管理以资本运作和财务管理为主。总部管理部门主要包括规划发展部、投资管理部、计划财务部、风险管理与法律事务部、纪检监察审计部、人力资源部以及东北管理总部等。其中，规划发展部、投资管理部主要负责公司资本运作、对下属子公司投资、各板块业务协同以及开拓其他产业投资项目等；计划财务部主要负责公司财务预算与核算、财务管理以及对下属公司的财务考核等工作；风险管理与法律事务部是公司全面风险管理职能的专门部门，负责对各项业务制定全面、系统、成文的政策、制度和程序，在全公司范围内保持统一的业务标准和操作要求；东北管理总部主要负责公司在注册地（哈尔滨市）的行政事务、税务等日常工作，以及北亚集

团时期的历史遗留债权债务的清收、诉讼、核销等工作。

子公司层面，中航资本目前拥有中航投资、新兴产业投资、航空产业投资、中航资本国际、中航资本深圳、中航财务、中航租赁、中航置业8家二级子公司。其中，中航投资拥有5家子公司，分别是中航证券、中航期货、中航信托、哈尔滨泰富和上海鲸寰金融信息服务有限公司，中航租赁和中航证券分别下设多个SPV公司或结构化主体。中航资本主要通过对子公司的资产运营、收益和分配、财务信息的披露、风险监管指标的达成以及国有资产管理等财务管理的各个方面进行指导、管理和监督，以行业监管要求为基础，通过及时监控和分析，积极定期复核子公司的资本结构，对其融资方式进行管理，确保其资本结构与业务发展相适应，提高其风险抵御能力。

人力资源管理方面，公司拥有一批具有专业知识、专业技能和专业经验的员工队伍，截至2017年末，员工人数4,535人（含主要子公司在职员工），学历分布以大学本科及以上为主，专业分布主要为生产、销售、技术、财务等序列，与公司的业务发展基本匹配。公司董监事及核心管理层由多位具有航空工业或其下属子公司任职经历以及银行、信托等金融机构工作经验的专家人士组成，管理经验丰富，专业结构合理。公司高度重视培训教育，以专业职业教育为抓手，积极推进干部职工参加航空工业及外部专业机构组织的培训。薪酬政策上，公司突出业绩导向，实施分层分级管理。对于中高层经营管理人员，采取严考核重激励的方式，强化薪酬与绩效挂钩。设置风险抵押金制度，防范经营风险。在基层职工，突出贡献导向的同时，兼顾保障与公平，实现薪酬激励向价值创造的业务一线倾斜。

在关联交易方面，公司的关联方交易类型主要体现为下属财务公司、租赁公司等与关联单位涉及的存款、贷款、存款利息收入、利息支出、委托贷款手续费收入、财务顾问收入、承兑手续费、购买融资租赁资产、技术开发服务、档案管理服务、业务开发服务、销售商品、佣金收入、证券承销费、银团贷款融资手续费、期货交易手续费及佣金、证

券交易手续费及佣金等。此外还涉及 2015 年 7 月子公司航空产业投资出资 4 亿元与中航发动机有限责任公司等公司共同设立中航精密铸造科技有限公司。公司严格遵守相关法律、法规、规范性文件及上市公司《公司章程》及公司《关联交易制度》的有关规定，规范与母公司、下属子公司及关联企业的关联交易。在进行关联交易时，公司保证按市场化原则和公允价格进行公平操作，依法签订相关协议、合同或其他法律文件，并按照有关规定履行有关决策、审批程序及信息披露义务。

中诚信证评认为，中航资本建立了清晰的公司治理和管理架构。母子公司独立运作、分级授权的管理机制在保证各子公司经营活力的同时，也能有效把控整体经营风险。随着公司业务规模的扩张和新兴业务领域的拓展，公司管理架构和部门职能定位仍需不断优化。

## 战略规划

中航资本总体战略规划为围绕“成为根植航空工业、深具中国产融结合特色的一流上市金融控股公司”的战略愿景和“坚持产融特色、坚持市场化发展、坚持走出去”的发展原则，积极贯彻“产融、协同、国际化、并购、人才、品牌”六大举措，大力发展“综合金融、产业投资、国际业务”三大平台，以创新驱动增强发展动力，以助推航空工业产融结合为使命，打造根植航空产业、具有中国产融结合特色的一流金融控股上市公司。公司确立了三个战略方向，一是根植航空产业，同航空产业链紧密结合，立足航空工业，以金融工具和视角推动集团发展，并进一步为航空产业链提供全方位的综合金融方案；二是发挥中国特色的产融结合模式，在国家经济发展和转型的大背景下，为战略新兴产业的发展提供金融服务，协助培育高效的、具备全球竞争力的中国产业和企业，助力地方经济差异化的产业发展；三是在发挥产融业务特色的同时大力推进市场化的金融业务发展，争取在 2020 年整体规模达到领先金融机构的水平，重点成员单位达到行业领先地位。

经营计划方面，公司将持续完善金融牌照，通过不断深化协同战略，整合资源、客户、技术和服务渠道，积极引导和发挥整体协同效应，同时加大对尚未涉足金融行业的研究力度，择机通过并购、新设方式完成业态拓展。其次，公司积极拓展海外业务，打造国际资本运作平台。目前公司下设的中航资本国际和 BLUE STONE CAPITAL INC 均已进入正常运营状态，未来发展前景可期。一要推进境内与境外的产融结合，进行全球化投资和资产配置；二要内外联动，资源协同，实现证券、租赁、信托、保险等金融板块的跨境业务发展；三要大力发展中航资本国际的海外投资、资产管理、投行等金融业务；四要将 BLUE STONE CAPITAL INC 作为公司美元资产投融资的前沿阵地，发掘投资热点和最新投资机会。再次，公司计划通过开展直投业务，打造股权投资平台。公司将利用军工商事业单位改制、军工资产证券化、国企改革、军民融合的时机，通过走访调研、加强机构沟通合作等方式挖掘投资机会，快速布局资本市场长期看好的航空产业投资和新兴产业投资，为未来提供较为稳定的利润释放点。

产融结合及业务协作方面，公司将积极关注集团公司相关产业项目和高技术项目，不断加强对航空产业和新兴产业直接投资力度；同时向航空工业系统客户提供优质金融服务，服务集团公司各板块发展。目前公司成立了三个服务组，选择了九个业务协同试点分支机构。未来将全面落实公司各网点区域协同工作，真正为证券、信托、租赁、保险等业务协同提供保障；同时与集团、部分产业板块联合拓展，有重点地推进“产投融”协同拓展，在客户资源共享、渠道资源共享、业务协同合作方面不断取得新成效，逐步形成环环相扣的资源协同生态圈。

公司还将逐步加强市场化对标工作，建立以跑赢市场为目标，以行业对标为核心的薪酬激励机制；健全本部市场化绩效考核机制，并完善成员单位市场化考核方案和经营业绩评价体系。

中诚信证评认为，中航资本结合股东背景和自身情况制定了较为明确的战略目标和具体的经营计划，并已在产融结合领域取得阶段性进展。未来，培养具有综合金融专业经营能力的人才队伍、建立

多元化的融资渠道和结构、加强风险管理体系建设等仍是公司战略推进面临的主要挑战。

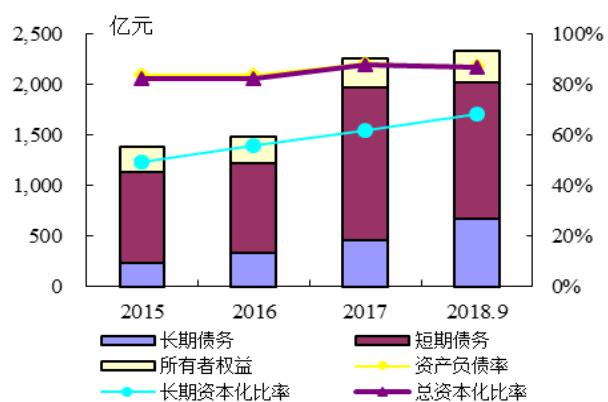
## 财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2016年审计报告、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2017年度审计报告以及未经审计的2018年三季度财务报表。

### 资本结构

作为航空工业金融资产的投资、管理机构和金融服务平台，近年来公司业务板块呈多元化发展，整体业务规模保持扩张，资产规模稳定提升，2015~2017年末，公司资产总额分别为1,523.89亿元、1,599.07亿元和2,344.46亿元，同期得益于留存收益的积累，所有者权益亦保持增长态势，分别为246.17亿元、263.03亿元和280.44亿元。截至2018年9月末，公司总资产为2,442.40亿元，所有者权益为311.72亿元。

图9：2015~2018.9 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，截至2017年末，公司流动资产和非流动资产分别为1,450.25亿元和894.21亿元，分别占总资产的61.86%和38.14%。公司流动资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产及其他流动资产构成，截至2017年末，三者分别占流动资产的比重为62.34%、27.74%和7.71%，其中货币资金904.10亿元，主要为银行存款，90.54%的货币资金来自于中航财务，期末公司货币资金受限规模35.68

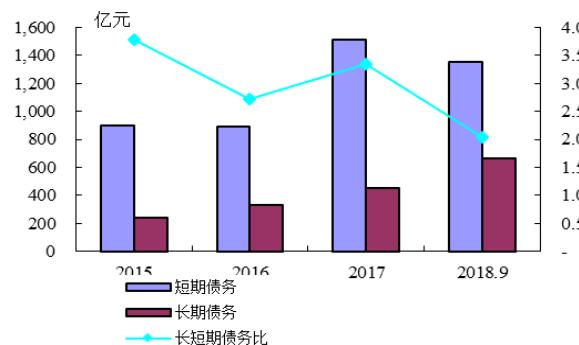
亿元；一年内到期的非流动资产402.25亿元，主要由一年到期的发放贷款及应收融资租赁构成；其他流动资产111.82亿元，主要为下属金融子公司的融出资金、信托产品及应收保理款项等。公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和其他非流动资产构成，截至2017年末，上述五者分别占非流动资产的5.23%、12.26%、60.52%、6.75%和12.22%，其中发放贷款及垫款46.77亿元，主要来自中航财务的贷款业务，着重服务于航空工业内企业，期末计提减值准备2.20亿元；可供出售金融资产109.61亿元，主要为公司持有的参股企业股权及持有的债务工具，参股企业主要包括地方银行、基金、证券公司、航空制造企业等；长期应收款541.13亿元，主要由应收融资租赁款及应收项目开发款构成；固定资产60.40亿元，其中57.57亿元为运输工具，主要为通过经营租赁形式租出的飞机设备等；其他流动资产109.27亿元，主要为公司所持有的信托产品、资金拆借及预付购买融资租赁资产款。

负债构成方面，公司负债以流动负债为主，截至2017年末为1,602.77亿元，占负债总额的77.65%。公司流动负债主要由短期借款、吸收存款及同业存放、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，截至2017年末，短期借款为201.61亿元，占流动负债的12.58%；吸收存款及同业存放1,029.96亿元，占流动负债的64.26%，主要为中航财务吸收的存款；一年内到期的非流动负债110.79亿元，在流动负债中的占比为6.91%；其他流动负债158.55亿元，占流动负债的9.89%，主要为应付短期融资券及非公开定向债务融资工具。截至2017年末，公司非流动负债为461.25亿元，占负债总额的22.35%，其中长期借款、长期应付款及其他非流动负债的比重较高，三者分别为254.70亿元、68.46亿元和104.45亿元，分别占非流动负债的55.22%、14.84%和22.64%，长期应付款主要为中航租赁向客户收取的融资租赁保证金，其他非流动负债主要为中期票据及长期的非公开定向债务融资工具。

杠杆比率方面，2015~2017年末及2018年9月末，公司资产负债率分别为83.85%、83.55%、88.04%

和87.24%，总资本化比率分别为82.20%、82.27%、87.53%和86.64%，由于公司作为金融控股平台的特性，难以完全依靠自有资金生存发展，需要大量依靠外部资金运营才能获得高收益，导致其杠杆水平高企。债务期限结构方面，公司有息债务以短期为主，2015~2017年末及2018年9月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为3.78倍、2.72倍、3.35倍和2.04倍，债务期限结构以短期为主。

图 10：2015~2018.9 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司整体业务规模保持扩张，带动资产规模稳定提升，债务规模亦同比增长，财务杠杆保持较高水平。

## 盈利能力

近年来，公司各板块业务稳步发展，整体收入规模保持增长态势。2015~2017年，公司分别实现营业总收入86.81亿元、87.48亿元和109.51亿元。2018年前三季度，公司实现营业总收入100.63亿元。

2015~2017年，公司分别实现毛利润34.18亿元、32.00亿元和38.03亿元。从收益来源看，租赁业务、信托业务和财务公司业务是公司毛利润的重要来源，其中，信托业务因积极发展成为主动管理型业务而实现了经营业绩的稳步增长，成为公司最重要的盈利来源，2017年其毛利润占比同比增加3.47个百分点为48.72%。租赁业务也因2016年增资等因素推动，实现了盈利的较快增长；其毛利润占比同比增加3.53个百分点为32.19%。2017年，财务公司由于计提贷款减值损失增加导致利润水平略有下滑，其营业利润贡献度同比减少4.33个百分点为18.51%。此外，证券业务受资本市场波动影响，2017年毛利润占比同比下降4.09个百分点至6.13%。2018年前三季度，公司实现毛利润28.17亿元，其中证券业务板块毛利润为-0.18亿元，主要是受2018年证券市场行情低迷影响所致。

表 12：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司毛利润构成

	单位：亿元、%							
	2015		2016		2017		2018.1~9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁业务	7.38	21.59	9.17	28.66	12.24	32.19	9.84	34.93
证券业务	9.66	28.26	3.27	10.22	2.33	6.13	-0.18	-0.64
信托业务	11.42	33.41	14.48	45.25	18.53	48.72	14.77	52.43
财务公司业务	7.89	23.08	7.31	22.84	7.04	18.51	8.31	29.50
其他业务	-2.43	-7.11	-2.29	-7.16	-1.78	-4.68	-4.50	-15.97
关联抵消	0.26	0.76	0.06	0.19	-0.33	-0.87	-0.07	-0.25
<b>合计</b>	<b>34.18</b>	<b>100.00</b>	<b>32.00</b>	<b>100.00</b>	<b>38.03</b>	<b>100.00</b>	<b>28.17</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司销售费用及管理费用的占比比较高，主要是由于主业主要涉及证券、融资租赁以及信托等金融行业，成本费用支出中员工薪酬支出占比较大，而大部分员工薪酬计入销售费用；管理费用主要由经营租赁的飞机折旧产生。2017年，公司三费合计26.82亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别为15.10亿元、10.60亿元和1.12亿元。2015~2017年及2018年前三季度，公司三费收

入占比分别为25.49%、25.62%、24.49%和25.32%，整体较为稳定。

表13: 2015~2017年及2018年1~9月公司期间费用构成

项目	单位: 亿元			
	2015	2016	2017	2018.1~9
销售费用	13.16	12.17	15.10	11.99
管理费用	5.07	7.45	10.60	8.09
财务费用	3.90	2.79	1.12	5.40
三费合计	22.12	22.41	26.82	25.48
营业收入	86.81	87.48	109.51	100.63
三费收入占比	25.49%	25.62%	24.49%	25.32%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要来自经营性业务利润。2015~2017年, 公司利润总额分别为46.63亿元、39.62亿元和46.61亿元, 其中经营性业务利润分别为36.04亿元、35.18亿元和44.82亿元, 实现稳步增长。同期, 公司实现投资收益11.85亿元、6.78亿元和7.06亿元, 资产减值损失分别为1.86亿元、3.19亿元和6.79亿元, 资产减值损失增加较快主要是由于中航租赁的融资租赁业务规模快速增长导致相关计提的坏账准备快速增长。2018年前三季度, 公司利润总额39.18亿元, 其中经营性业务利润33.35亿元, 投资收益8.28亿元, 资产减值损失5.18亿元。

总体来看, 公司现已进入平稳发展阶段, 其部分业务板块盈利水平受宏观环境等因素影响而有所波动。未来, 各业务板块的平衡发展和对子公司的成本费用管控仍是公司保持盈利能力可持续性的主要挑战。

## 偿债能力

有息债务方面, 随着业务规模扩大, 公司的资金需求随之提升, 债务规模整体呈现增长态势, 2015~2017年末及2018年9月末, 公司总债务分别为1,137.03亿元、1,220.66亿元、1,967.67亿元和2,020.90亿元, 公司母公司口径的总债务分别为0.00亿元、1.00亿元、75.60亿元和143.44亿元。公司母公司口径的有息债务主要由短期借款、短期融资券、长期借款和中期票据构成, 截至2018年9月末, 四者分别为66.80亿元、33.00亿元、11.84亿元和30.32亿元。近年来公司本部的有息债务快速增长, 债务期限以短期为主, 债务期限结构有待改善。

从EBITDA偿债指标来看, 公司本部本身为控

股型母公司, 本身无业务无营业收入, 全部利润均来自于成员单位分红所取得的投资收益, 2015~2017年, 公司母公司口径EBITDA分别为13.46亿元、8.45亿元和5.12亿元, 受公司分红需求的变化影响, 规模逐年下降, 总债务/EBITDA分别为0.00倍、0.12倍和14.77倍, EBITDA利息保障倍数分别为4,022.21倍、181.17倍和5.39倍, 随着公司本部有息债务规模的增长, EBITDA可对债务本息的保障能力有所减弱。

表 14: 2015~2018.9 母公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.9
总负债(亿元)	4.08	8.41	76.08	146.14
资产负债率(%)	2.07	4.15	28.50	43.53
短期债务(亿元)	0.00	1.00	60.80	101.28
长期债务(亿元)	0.00	0.00	14.80	42.16
总债务(亿元)	0.00	1.00	75.60	143.44
总资本化率(%)	0.00	0.51	28.37	43.07
长期资本化率(%)	0.00	0.00	7.20	18.19
双重杠杆率(%)	89.50	103.47	112.89	128.98
EBITDA(亿元)	13.46	8.43	5.03	-
EBITDA利息覆盖倍数(X)	-	378.41	5.83	-
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.12	15.03	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

由于对各业务板块的投入持续加大, 公司母公司口径的长期股权投资规模保持较快增长。2017年以来, 公司本部对中航租赁增资, 推动母公司口径长期股权投资规模进一步扩大, 截至2017年末, 母公司口径的长期股权投资为215.47亿元, 较上年末增加7.31%, 致使母公司口径双重杠杆率由2016年末的103.47%升至2017年末的112.89%。2018年, 公司本部对中航置业增资以及参与投资设立地方资产管理公司, 截至2018年9月末, 母公司口径的长期股权投资较年初增长13.51%至244.57亿元, 双重杠杆率上升至128.98%。

财务弹性方面, 截至2018年9月末, 公司获得多家银行授信额度人民币合计约1,306亿元, 其中未使用额度约667亿元, 备用流动性好。

或者负债方面, 截至2018年9月末, 公司不存在对外担保事项。未决诉讼方面, 截至2018年9月末, 公司及下属公司存在未决诉讼情况, 未决诉讼基本以公司或下属子公司作为原告, 其中涉及金额

超过1,000万元的案件4起，涉案金额合计2.94亿元，  
预计不会对公司经营产生重大影响。

总体来看，公司作为航空工业控股的金融平台，得到航空工业在业务发展和资本补充等方面的较多支持，资产规模持续增长。公司下属子公司业务多元化发展，整体盈利能力稳步提升，公司竞争实力及实际偿债能力极强。

## 结 论

综上，中诚信证评定中航资本主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中航资本控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

## 关于中航资本控股股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

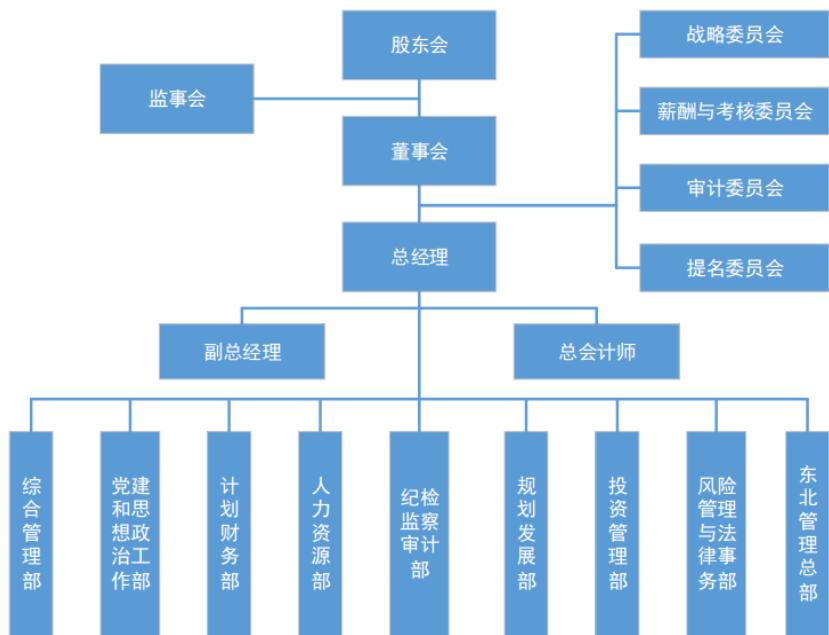
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中航资本控股股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供

## 附二：中航资本控股股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供

## 附三：中航资本控股股份有限公司主要财务数据

财务数据 (单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018.9
货币资金	577.20	465.17	904.10	573.52
贷款总额	192.30	189.37	213.19	-
减: 贷款损失准备	3.21	2.67	2.20	-
贷款净额	189.09	186.70	210.99	-
总资产	1,523.89	1,599.07	2,344.46	2,442.40
吸收存款及同业存放	657.39	556.65	1,029.96	741.27
代理买卖证券款	79.60	61.40	41.28	38.64
总债务	1,137.03	1,220.66	1,967.67	2,020.90
总负债	1,277.72	1,336.04	2,064.02	2,130.68
所有者权益	246.17	263.03	280.44	311.72
利息净收入	12.76	8.37	8.79	10.01
手续费及佣金净收入	30.75	27.43	33.05	26.44
投资收益	11.85	6.78	7.06	8.28
营业总收入	86.81	87.48	109.51	100.63
业务及管理费用合计	18.23	19.62	25.70	20.08
扣除资产减值损失准备前利润	48.03	41.79	53.38	44.27
税前利润	46.63	39.62	46.61	39.18
归属母公司净利润	23.12	23.24	27.84	22.00

## 附四：中航资本控股股份有限公司主要财务指标

	2015	2016	2017	2018.9
<b>增长率 (%)</b>				
总资产	40.54	4.93	46.61	48.63
归属母公司股东权益	55.47	6.32	4.62	6.19
营业总收入	29.08	0.77	25.19	32.39
归属母公司股东净利润	27.72	0.51	19.77	12.16
<b>盈利能力及营运效率 (%)</b>				
税前利润/平均总资产	3.58	2.54	2.36	-
所得税/税前利润	24.16	24.60	24.96	26.55
平均资产回报率	2.71	1.91	1.77	-
平均资本回报率	15.90	11.73	12.87	-
营业费用率	21.00	22.43	23.47	19.95
<b>资本充足性 (%)</b>				
资本资产比率	16.15	16.45	11.96	12.76
双重杠杆率 (母公司)	89.50	103.47	112.89	128.98
<b>融资及流动性 (母公司) (%)</b>				
短期债务/总债务	0.00	100.00	80.42	70.61
高流动性资产/总资产	1.09	0.08	2.31	0.04
高流动性资产/短期债务	-	15.49	10.12	0.14
<b>偿债能力 (母公司)</b>				
资产负债率 (%)	2.07	4.15	28.50	43.53
EBITDA 利息倍数 (X)	-	378.41	5.83	-
总债务/EBITDA (X)	0.00	0.12	15.03	-

## 附五：基本财务指标的计算公式

扣除资产减值损失准备前利润=税前利润+资产减值损失准备—营业外收支净额—以前年度损失调整

平均资产回报率=净利润/[（当期末资产总额+上期末资产总额）/2]

平均资本回报率=净利润/[（当期末净资产+上期末净资产）/2]

营业费用率=业务及管理费用/营业收入

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

EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

高流动性资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产

短期债务=短期借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+交易性金融负债+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债（付息部分）

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债（付息部分）

总债务=长期债务+短期债务

资产负债率=负债总额/资产总额

双重杠杆率=集团本部长期股权投资/集团本部所有者权益

资本资产比率=所有者权益/总资产

总资本化率=总债务/（总债务+所有者权益）

## 附六：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	含义
<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券
<b>C</b>	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



# 营业 执 照

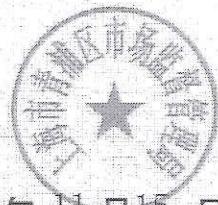
统一社会信用代码 91310118134618359H  
证照编号 29000000201711150321

名 称 中诚信证券评估有限公司  
类 型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)  
住 所 上海市青浦区工业园区东一工业区 7 号 3 棚 1 层 C 区 113 室  
法定代表人 闫衍  
注册资本 人民币 5000.0000 万元整  
成立日期 1997 年 8 月 20 日  
营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2027 年 8 月 19 日  
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一  
分支。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



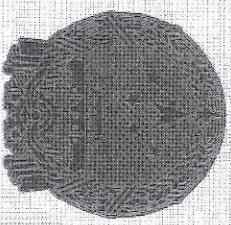
登记机关

2017 年 11 月 15 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

公司名称:中诚信证券评估有限公司  
业务许可种类:证券市场资信评级  
法定代表人:闫衍  
注册地址:上海市青浦区工业园区郏一工业区7号3幢1层C区113室  
编号: ZPJ001



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梁晓佩，证件号码:410402198604185526，于2012年12月02日参加证券  
投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站[www.sac.net.cn](http://www.sac.net.cn)信息

2012123104358604



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梁晓佩，证件号码:410402198604185526，于2010年03月06日参加证券  
市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站[www.sac.net.cn](http://www.sac.net.cn)信息

2010033103561801



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



钟晓南, 证件号码:330724199208050776, 于2016年07月23日参加证券  
市场基本法律法规考试, 成绩合格

20160742010041892050420100



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



钟晓南, 证件号码:330724199208050776, 于2016年09月03日参加金融  
市场基础知识考试, 成绩合格

20160931000046875240310000



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



钟晓南, 证件号码:330724199208050776, 于2016年11月19日参加发布  
证券研究报告业务考试, 成绩合格

20161131000053711260310000

