



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪157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已发行的“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）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月十四日

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）跟踪评级报告（2019）

发行主体	中航资本控股股份有限公司		
债券代码、简称	155355 19 航控 02		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2+1 年，2019/4/25-2022/4/25		
上次评级时间	2019/4/19		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

中航资本 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	1,599.07	2,344.46	3,003.03	3,155.37
所有者权益（亿元）	263.03	280.44	414.75	433.70
营业总收入（亿元）	87.48	109.51	138.67	39.50
税前利润（亿元）	39.62	46.61	53.32	15.32
净利润（亿元）	29.88	34.97	39.39	11.48
平均资产回报率（%）	1.91	1.77	1.47	-
平均资本回报率（%）	11.73	12.87	11.33	-

中航资本 (母公司口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	202.46	266.94	380.61	421.21
所有者权益（亿元）	194.05	190.86	186.30	181.11
净利润（亿元）	8.40	4.17	3.88	-2.04
总债务（亿元）	1.00	75.60	190.77	237.77
资产负债率（%）	4.15	28.50	51.05	57.00
总资本化率（%）	0.51	28.37	50.59	56.76
EBITDA（亿元）	8.43	5.03	9.22	-
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	378.41	5.83	1.74	-
总债务/EBITDA（X）	0.12	15.03	20.69	-

注：合并口径的所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2018 年，中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”或“公司”）整体经营状况良好，营业收入和净利润均有所增长。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了中航资本金融牌照较为齐全，多个板块经营发展较快以及公司盈利能力稳步提升等正面因素对公司业务发展及信用质量的支持。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可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持中航资本主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“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）”信用等级为 AAA。

正 面

- 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 2018 年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。
- 多个板块经营发展较快。2018 年以来，公司完成了对租赁和证券子公司的增资事项，子公司资本实力显著增强，且信托及财务公司板块的盈利水平保持增长态势，公司多个业务板块呈现较快发展。
- 整体盈利能力稳步提升。公司租赁、信托及财务公司三大板块业绩均有所增长，整体盈利水平稳步提升，2018 年公司营业总收入和净利润同比分别增长 26.63% 和 12.64%。

关 注

- 宏观经济筑底，市场信心不足。目前中国经济仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

钟晓南 xnzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月14日

强监管背景下投资面临下行压力，国内资本市场信心不足。

- 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 and 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）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。

本期债券募集资金使用情况

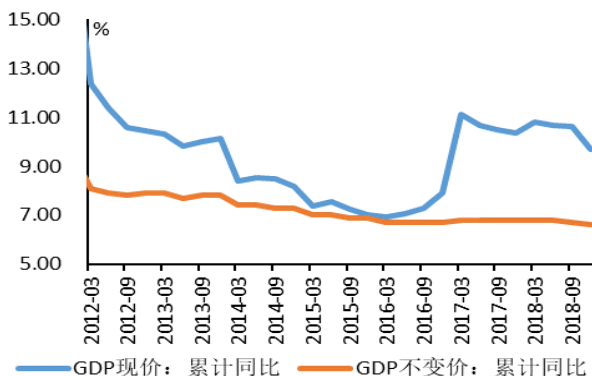
中航资本控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）于 2019 年 4 月 25 日完成发行，实际发行规模 20 亿元，用于偿还公司债务。截至本报告期日，上述债券募集资金已经按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业关注

2018 年中国经济稳中有变，多重约束下宏观政策“托底”力度依然有限，大国博弈背景下外部不确定性仍存，2019 年中国经济下行压力将继续显现

2018 年，在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下，中国经济运行稳中有变，GDP 增速逐季回落，全年 GDP 同比增长 6.6%，虽然达到预期目标，但较上年回落 0.2 个百分点。展望 2019 年，高杠杆下经济转型所面临的阵痛持续，政策托底力度依然有限，供需两端仍有放缓压力，预计全年 GDP 增长 6.3%，上半年下行压力较大，下半年随着“稳增长”政策效果显现或略有企稳。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2018 年，经济供需两端均有所放缓。从需求端来看，土地购置费支撑下房地产投资保持较快增长，制造业投资回暖，但地方政府债务严监管导致基建投资大幅下行，拉低投资整体增速；居民收入增长放缓叠加居民部门高负债，社零额增速跌至个位数；全球经济复苏走弱和中美贸易冲突持续，出口压力显现，外需对经济增长贡献率持续为负。从供给端来看，工业生产缓慢回落，服务业生产走弱，工业企业和服务业企业盈利增长均放缓，经济运行

微观基础恶化。从价格水平来看，通胀走势分化，CPI 中枢有所上移，大宗商品价格涨势趋缓带动 PPI 回落。此外，严监管下社融收缩明显，流动性风险加剧，信用风险抬升。

经济虽下行，但积极因素仍存：第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，最终消费对经济增长贡献率接近 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，工业内部结构优化；民间投资保持较快增长，新动能投资占制造业投资比重提升，投资结构继续改善。

当前中国经济的下行是长期因素与短期因素共同作用的结果，是中国经济由高速增长转向高质量发展不得不经历的过程，是高杠杆下的经济转型所必须面临的阵痛。在此经济下行与结构转型期，结构性问题和风险仍需要高度警惕。短期来看，需重点关注三大问题：其一，投资依旧面临多方面放缓压力，或将对经济下行产生较大的影响；其二，通缩压力下，企业盈利或继续恶化，制约企业扩大再生产，加剧经济下行；其三，新动能的发展面临发达国家遏制加剧和财政收入增长放缓、财政资金支持力度或减弱等不利因素，能否继续快速发展存在不确定性。从中长期来看，需警惕四方面宏观风险：全球经济回调和国际金融市场波动给中国经济带来冲击的风险、经济下行和财政收支压力加大背景下的地方政府隐性债务风险、货币信贷传导机制不畅导致的实体经济信用风险、经济下行期就业质量下滑和失业增多的风险。

在当前经济转型与结构调整关键期，宏观政策面临高杠杆等多重约束，依托基建、房地产投资稳定经济增长的传统路径难以为继，宏观政策调整尤需注重稳增长、防风险、促改革的多重平衡。2019 年，政策将继续边际宽松、动态求稳，稳增长、稳杠杆思路延续，总体呈现“稳监管、宽货币、宽信用”特征。从货币政策来看，未来仍有降准可能，政策利率或小幅下调，流动性有望合理充裕；财政政策加力提效，考虑专项债后的“赤字率”或将出现较大幅度提升。此外，金融监管将以“稳”为主，避免力度和节奏不当加大对金融体系的冲击。

整体来看，经济转型与调整是长期过程，多重约束下宏观政策“托底”力度依然有限，大国博弈背景下外部不确定性仍存，2019年中国经济下行压力将继续显现。但是，中国经济迈向高质量发展的方向并未改变，未来随着改革开放政策效应的持续释放，中国经济长期平稳健康发展仍具备一定基础。

业务运营

中航资本为中国航空工业集团有限公司（以下简称“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，主要由中航国际租赁有限公司（以下简称“中航租赁”）、中航信托股

份有限公司（以下简称“中航信托”）、中航工业集团财务有限责任公司（以下简称“中航财务”）、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”）等子公司负责具体的业务运营。2018年公司业务保持快速增长，全年公司实现营业总收入138.67亿元，同比增长26.63%，其中租赁、信托和财务公司等板块仍为公司主要收入来源，营业收入贡献度分别为51.66%、21.59%和16.86%，证券、期货和其他业务板块占比分别为6.09%、0.29%和4.98%，收入贡献相对较低。2019年一季度，公司实现营业总收入39.50亿元，同比增长26.48%。

表 1：2016~2018 年中航资本营业总收入分布情况

单位：亿元、%

板块	2016		2017		2018	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
中航租赁	41.15	47.04	55.43	50.62	71.64	51.66
中航信托	22.12	25.28	27.41	25.03	29.94	21.59
中航财务	13.86	15.84	15.77	14.40	23.38	16.86
中航证券	10.57	12.08	9.62	8.78	8.45	6.09
中航期货	0.49	0.56	0.56	0.51	0.40	0.29
其他	1.23	1.41	3.32	3.04	6.90	4.98
关联抵消	-1.94	-2.22	-2.60	-2.37	-2.04	-1.47
合计	87.48	100.00	109.51	100.00	138.67	100.00

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

2018 年，融资租赁行业保持稳步发展态势。中航租赁完成增资，资本实力不断增强，业务规模实现快速增长，盈利能力稳步提升，租赁资产不良率有所下降

2018 年，我国融资租赁行业增速有所放缓，总体保持稳步增长发展势头，截至 2018 年底，国内融资租赁企业数量共约 11,777 家，较上年底增加 2,101 家，同比增长 21.7%。同期，全国融资租赁合同余额约为 66,500 亿元，较上年底增加 5,700 亿元，同比增长 9.38%。

中航租赁的业务主要包括飞机、轮船、设备的融资租赁及经营租赁。2018 年，公司与子公司中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资”）分别向中航租赁增资 12.50 亿元，合计完成增资 25.00 亿

元，截至 2018 年末，中航租赁注册资本由 74.66 亿元增长至 99.78 亿元。同期，中航租赁总资产 1,331.22 亿元，总负债 1,181.23 亿元，所有者权益 149.99 亿元。

依托于中航集团的航空产业背景，航空租赁是中航租赁的战略核心业务，中航租赁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。设备租赁是中航租赁盈利的主要来源，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。近年来，设备租赁资产在租赁总资产中占比保持在 60% 左右。船舶业务也是中航租赁战略板块之一，中航租赁以“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成熟的业务体

系，在香港设立 SPV 公司开展租赁业务。截至 2018 年末，中航租赁投放的租赁资产余额为 1,261.11 亿元，同比增长 49.29%，其中航空租赁、设备租赁和船舶租赁的占比分别为 28.80%、62.21% 和 8.99%。

表 2：2017~2018 年中航租赁主要财务指标

	2017	2018
净利润（亿元）	10.22	12.62
总资产报酬率（%）	1.30	1.14
应收融资租赁款净额（亿元）	765.20	1,157.46
应收融资租赁款不良率（%）	2.13	1.57
应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款（%）	106.07	113.48

注：应收融资租赁款净额未剔除减值损失

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。截至 2018 年末，中航租赁应收融资租赁款净额为 1,157.46 亿元，同比增长 51.26%。2018 年中航租赁实现净利润 12.62 亿元，同比增长 23.57%；总资产报酬率为 1.14%，较上年下降 0.16 个百分点。

资产质量方面，2018 年以来，中航租赁加大清收力度，融资租赁款不良率有所减少，同时增加了不良应收融资租赁款减值准备计提力度。截至 2018 年末，中航租赁不良应收融资租赁款 18.16 亿元，不良率为 1.57%，同比减少 0.56 个百分点；应收融资租赁款拨备覆盖率为 113.48%，同比增长 7.41 个百分点。

总体来看，2018 年，中航租赁资本实力进一步增强，业务规模稳步提升，盈利规模同比增长，且资产质量保持在较好水平，整体发展良好。

2018 年，在宏观经济面临下行压力、资管新规出台等因素影响下，信托行业资产及收入规模同比下滑。中航信托持续推动业务转型，主动管理型业务规模稳步增长，盈利水平持续提高

2018 年，在宏观经济面临下行压力、资管新规出台等因素影响下，信托行业面临业务转型，行业信托资产和业务收入规模同比均有所下滑。中国信托业协会发布的数据显示，截至 2018 年末，信托全行业实收资本由 2017 年末的 2,417.70 亿元上升至 2,654.15 亿元，同比增长 9.78%；全国 68 家信托

公司受托资产减少至 22.70 万亿元，降幅 13.50%。2018 年，信托全行业实现经营收入 1,140.63 亿元，同比减少 4.20%。

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融资类信托、投资类信托和事务管理类业务；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 2018 年末，中航信托资产总额 153.81 亿元，所有者权益 117.94 亿元，固有业务资产合计 153.81 亿元，同比增长 29.90%，管理信托资产规模 6,326.99 亿元，同比减少 3.81%。

从信托资产行业投向来看，截至 2018 年末，中航信托信托资产行业分布中，基础产业占比 13.78%，房地产行业占比 12.23%，证券市场行业占比 7.28%，实业占比 23.97%，金融机构占比 12.40%，其他行业占比 30.34%。

中航信托持续推进主动管理业务，主动管理型信托业务的规模稳步上升，截至 2018 年末，主动管理型信托资产余额 3,655.87 亿元，较上年末增长 24.76%，在全部信托资产余额占比 57.78%，较上年末增长 13.23 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。2018 年，受资管新规影响，中航信托被动管理信托业务规模呈现收缩态势，截至 2018 年末，中航信托被动管理型信托资产 2,671.12 亿元，同比减少 20.58%，占全部信托资产余额的比重为 42.22%，较上年末减少 8.92 个百分点。

表 3：2017~2018 年末中航信托的信托资产分类

单位：亿元、%

主动管理	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
投资类	2,177.64	74.31	2,352.64	64.35
融资类	752.75	25.69	1,303.23	35.65
事务管理类	-	-	-	-
合计	2,930.39	100.00	3,655.87	100.00

被动管理	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
投资类	230.26	6.31	-	-
融资类	53.65	1.47	-	-
事务管理类	3,363.36	92.22	2,671.12	100.00
合计	3,647.28	100.00	2,671.12	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。

风险管理方面，中航信托建立了“董事会及其风险管理委员会和审计委员会——高级管理层——风险管理职能部门——各部门”四个层级的风险管理体系。中航信托坚持积极稳健的经营原则，规范运作，审慎经营；通过开展风险识别、风险控制和风险应对等风险管理流程，逐步形成“事前防范、事中控制、事后监督”的风险管理规程，制定了系统的风险控制制度。公司将进一步运用现代风险管理控制手段和技术，不断改进和提高风险控制管理质量和水平。

盈利能力方面，2018 年随着中航信托主动管理能力的提升，业绩稳步增长，全年实现总营业收入 29.94 亿元，较上年增长 9.24%，实现净利润 18.47 亿元，较上年增长 13.41%。

表 4：2017~2018 年末中航信托主要风险指标

	监管标准	2017	2018
净资本（亿元）	≥2	84.91	101.48
各项业务风险资本之和（亿元）	-	60.39	74.41
净资本/各项业务风险资本之和（%）	≥100	140.61	136.38
净资本/净资产（%）	≥40	87.12	86.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 年末，注册资本增至 46.57 亿元。中航信托按照银保监会发布的《信托公司净资本管理办法》进行资本管理，截至 2018 年末，中航信托净资本/各项业务风险资本之和为 136.38%，净资本/净资产为 86.04%，均高于监管指标最低要求。

总体来看，2018 年，在宏观经济面临下行压力、资管新规出台等因素影响下，中航信托缩减了被动管理信托业务规模，注重主动管理能力的提升，经营业绩稳步提升。

中航财务发放贷款规模持续增长，贷款质量保持较好水平，盈利水平保持增长

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。

资金集中管理方面，截至 2018 年末，中航财务吸收存款 1,007.52 亿元，同比减少 3.36%。贷款业务方面，2018 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，截至 2018 年末，中航财务贷款余额 303.91 亿元，同比增长 9.13%，尚无不良贷款产生。

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。

截至 2018 年末，中航财务总资产 1,069.27 亿元，较上年末减少 2.40%，所有者权益 57.52 亿元；2018 年全年实现营业总收入 23.38 亿元，同比增长 48.25%，实现净利润 7.67 亿元，同比增长 14.55%。受业务及管理费用支出增加、拨备计提力度加大等因素影响，中航财务净利润的增幅小于营业总收入的增幅。总体来看，中航财务资金归集能力强，发放贷款规模持续增长，贷款质量保持较好水平，盈利能力进一步提升，整体运营向好。

中航证券完成增资，资本实力显著提升，在证券行业整体低迷的环境下，利润规模有所下滑。中航期货收入及利润规模同比均有所下滑，整体贡献度仍较低

中航证券作为航空工业金融板块的重要组成部分，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。2019 年 1 月，公司与子公司中航投资按照原持股比例 71.71% 和 28.29% 合计向中航证券增资 30 亿元，截至 2019 年 1 月末，中航证券注册资本由 19.85 亿元增至 36.34 亿元，增加资本公积 13.52 亿元，资本实力显著提升。

截至 2018 年末，中航证券总资产 158.60 亿元，所有者权益 37.55 亿元，剔除代理买卖证券款（含信用）后总资产 119.30 亿元，母公司口径净资产 39.98 亿元。受证券市场整体低迷影响，2018 年，中航证券实现营业总收入 8.45 亿元（合并口径，下同），较上年下降 12.22%，全年实现净利润 1.48 亿元，较上年下降 44.17%。

中航证券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，目前已在全国设立 75 家证券营业部。投行业务方面，2018 年中航证券完成股权融资项目 1 单，债券融资项目 9 单。资产管理业务在监管去通道压力逐步增大的环境下，中航证券立足资产管理本源，加强业务创新，不断提高主动管理能力，公司“鑫航”系列主动管理产品规模已超百亿。自营业务方面，

中航证券权益类投资维持较低仓位，有效规避了股票二级市场下行的影响；固定收益类投资抓住市场机会提升了投资规模，实现了较好收益。

表 5：2017~2018 年中航证券主要风险指标

指标名称	监管标准	2017	2018
净资本（亿元）	-	30.81	39.98
净资产（亿元）	-	36.24	37.62
风险覆盖率（%）	≥100	368.64	265.64
资本杠杆率（%）	≥8	43.75	27.19
流动性覆盖率（%）	≥100	353.63	342.43
净稳定资金率（%）	≥100	134.76	160.85
净资本/净资产（%）	≥20	85.02	106.27
净资本/负债（%）	≥8	91.00	49.05
净资产/负债（%）	≥10	107.02	46.15
自营权益类证券及证券衍生品/净资产（%）	≤100	2.20	0.48
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	≤500	84.25	154.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从主要风险控制指标来看，截至 2018 年末，中航证券（母公司口径，下同）净资产为 37.62 亿元，净资本 39.98 亿元，净资本/净资产为 106.27%，各主要指标均高于监管标准。

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。

截至 2018 年末，中航期货总资产 12.67 亿元，所有者权益 4.40 亿元，在去杠杆和经济整体下行背景下，中航期货全年实现营业总收入 0.40 亿元，同比减少 27.59%，实现净利润 1,175.51 万元，同比减少 5.03%，对公司收入及利润贡献度仍较低。

此外，2018 年 5 月，公司公告拟出资 35 亿元参与成立成都益航资产管理有限公司，出资比例 35%。该公司主营业务为收购、受托经营金融企业和非金融企业的不良资产。2018 年 7 月 26 日，该公司已完成工商注册登记手续，年内公司已完成 17.50 亿元出资。公司金融牌照进一步丰富，业务范围覆盖更加全面。

总体来看，2018 年公司融资租赁、信托和财务公司三大板块仍为公司主要的收入来源，整体运营

良好，证券及期货业务经营业绩有所下滑。此外，随着中航租赁及中航证券增资事项的落地，未来业务运营情况有望进一步提升。同时，中诚信证评也将持续关注金融市场竞争加剧、金融行业监管趋严以及宏观经济筑底企稳对公司运营和管理产生的影响。

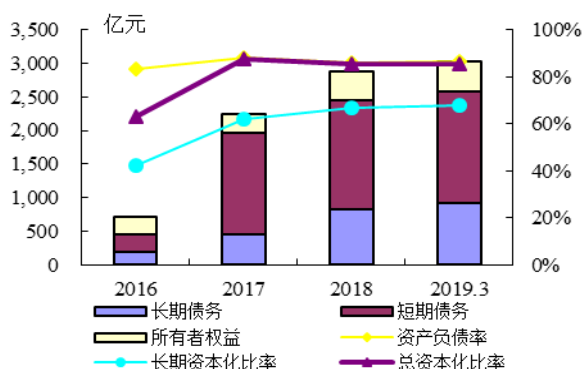
财务分析

以下财务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 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 2017~2018 年度审计报告。

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。截至 2018 年末，公司资产总额为 3,003.03 亿元，同比增长 28.09%。2018 年，中国人寿保险股份有限公司、国同新航（苏州）产业投资基金合伙企业（有限合伙）、上海国际集团有限公司、上海上国投资产管理有限公司、上海国企改革发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）对原公司全资子公司中航投资现金增资 95 亿元，增资完成后公司对中航投资的持股比例变为 73.56%。受此影响，加之公司留存收益的积累，公司所有者权益呈现较快增长，截至 2018 年末，公司所有者权益为 414.75 亿元，同比增加 47.89%，其中少数股东权益由上年末的 47.81 亿元增长至 137.66 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 3,155.37 亿元，所有者权益为 433.70 亿元。

图 2：2016~2019.3 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

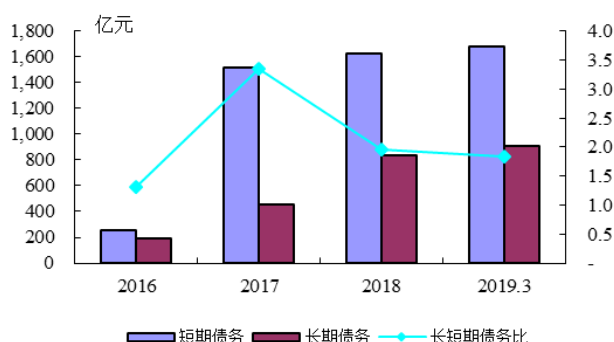
资产构成方面，截至 2018 年末，公司流动资产为 1,634.94 亿元，同比增长 12.74%，占总资产比重为 54.44%。公司流动资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产及其他流动资产构成，截至 2018 年末，三者分别占流动资产的比重为 51.36%、34.89% 和 6.79%，其中货币资金 839.78 亿元，主要为银行存款，期末公司货币资金受限规模 51.45 亿元；一年内到期的非流动资产 570.43 亿元，主要由一年内到期的发放贷款、应收融资租赁款和信托产品构成；其他流动资产 110.93 亿元，主要为下属金融子公司的融出资金、理财产品、应收保理款项等。截至 2018 年末，公司非流动资产为 1,368.09 亿元，同比增长 52.99%，在总资产中的占比为 45.56%，主要由可供出售金融资产、长期应收款和其他非流动资产构成，截至 2018 年末，三者分别占非流动资产的 14.59%、61.25% 和 8.70%，其中可供出售金融资产 199.60 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 838.00 亿元，主要由应收融资租赁款构成；其他非流动资产 119.08 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等。

负债构成方面，公司负债以流动负债为主，截至 2018 年末为 1,746.03 亿元，同比增加 8.94%，占负债总额的 67.46%。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 2018 年末，短期借款为 341.31 亿元，占流动负债的 19.55%；吸收存款及同业存放 997.52 亿元，占流动负债的 57.13%，主要为中航财务吸收的存款；一年内到期的非流动负债 135.46 亿元，在流动负债中的占比为 7.76%；其他流动负债 120.25 亿元，占流动负债的 6.89%，主要为应付短期融资券及一年内到期的非公开定向债务融资工具等。截至 2018 年末，公司非流动负债为 842.25 亿元，同比增长 82.60%，占负债总额的 32.54%，其中长期借款、应付债券、长期应付款及其他非流动负债的比重较高，四者分别为 401.23 亿元、180.90 亿元、102.47 亿元和 148.54 亿元，分别占非流动负债的 47.64%、21.48%、12.17% 和 17.64%，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等。

杠杆比率方面，截至2018年末，公司资产负债率为86.19%，同比下降1.85个百分点，总资本化比率为85.55%，同比下降1.98个百分点，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，截至2018年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为1.95倍，较上年末下降1.40倍，债务期限结构有所优化，但仍以短期为主。截至2019年3月末，公司资产负债率和总资本化率分别为86.26%和85.64%。

图 3：2016~2019.3 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，2018年以来公司业务规模保持扩张

态势，带动资产负债规模稳定提升，公司自有资本实力进一步增强，财务杠杆略有下降，且当期债务期限结构有所优化。

盈利能力

2018年，公司整体业务保持稳步发展，收入规模呈现较好增长态势，公司全年实现营业总收入138.67亿元，同比增长26.63%。2019年一季度，公司实现营业总收入39.50亿元，同比增长26.48%。

2018年，公司实现营业利润53.20亿元，同比增长14.18%。从收益来源看，租赁业务、信托业务和财务公司业务仍是公司利润的重要来源，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，实现营业利润24.52亿元，同比增长13.74%，仍为公司最大的盈利来源，2018年其营业利润占比为46.08%，较上年减少0.18个百分点。租赁业务也因增资等因素推动，实现了盈利的较快增长，实现营业利润16.36亿元，同比增加20.30%，利润占比同比增加1.56个百分点至30.74%。2018年，财务公司发放贷款规模持续增长，实现营业利润10.54亿元，同比增长18.04%，其营业利润贡献度同比增加0.65个百分点至19.82%。此外，证券业务和期货业务受证券市场、经济环境等因素影响，营业利润及贡献度均有所下滑。2019年一季度，公司实现营业利润14.88亿元，同比增长9.68%。

表 6：2016~2018 年公司营业利润构成

单位：亿元、%

	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中航信托	17.25	44.59	21.55	46.26	24.52	46.08
中航租赁	9.83	25.41	13.60	29.18	16.36	30.74
中航财务	9.11	23.53	8.93	19.17	10.54	19.82
中航证券	4.47	11.55	3.55	7.62	1.99	3.73
中航期货	0.02	0.04	0.17	0.36	0.16	0.30
合计	38.69	100.00	46.59	100.00	53.20	100.00

注：各主要板块未抵消分部间交易收入，故各板块营业利润之合不等于公司合并口径营业利润

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。2018年，

公司三费合计36.95亿元，同比增长37.77%，其中销售费用、管理费用和财务费用分别为16.39亿元、11.88亿元和8.67亿元。由于公司融资规模的增长，利息支出规模相应扩大，2018年公司财务费用同比增长675.04%。2018年，公司三费收入占比为

26.64%，同比增加2.15个百分点。2019年一季度，公司三费收入占比为25.64%。

表7：2016~2018年及2019年1~3月公司期间费用构成

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	12.17	15.10	16.39	2.59
管理费用	7.45	10.60	11.88	4.80
财务费用	2.79	1.12	8.67	2.66
三费合计	22.41	26.82	36.95	10.05
营业总收入	87.48	109.51	138.67	39.50
三费收入占比	25.62%	24.49%	26.64%	25.46%

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及投资收益。2018年，公司实现利润总额53.32亿元，同比增长14.41%，其中经营性业务利润为41.94亿元，同比减少6.43%，投资收益16.68亿元，同比增长136.18%，资产减值损失9.13亿元，同比增长34.50%。投资收益增长较快主要是由于公司及子公司加大了理财产品的投资力度，及处置了部分长期股权投资所致。资产减值损失增加主要是由于中航财务的贷款业务规模增长，加之受监管政策的影响，计提的贷款减值准备比例上调导致相关计提的贷款损失准备有所增长。2019年一季度，公司实现利润总额15.32亿元，其中经营性业务利润11.94亿元，投资收益1.94亿元，公允价值变动收益2.14亿元，资产减值损失1.14亿元。

2019年一季度，公司母公司口径净利润为-2.04亿元。由于公司本部无实际营业收入，利润主要来自于子公司确认的投资收益，而大部分的投资收益一般于下半年度确认，因此年初公司母公司口径的净利润呈现负数。

总体来看，2018年公司处于平稳发展阶段，整体盈利能力稳步增长，但公司证券及期货业务板块盈利水平受证券市场景气度、宏观环境等因素影响而有所下滑。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，截

至2018年末，公司合并口径的总债务为2,456.46亿元，母公司口径的总债务为190.77亿元，同比分别增长24.84%和152.34%。2018年，公司为了满足子公司业务发展资金需求，加大了本部的融资力度，母公司口径的有息债务呈现快速增长。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年末，四者分别为112.00亿元、33.00亿元、15.84亿元和29.93亿元。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。2018年，公司EBITDA（母公司口径，下同）为9.22亿元，同比增长83.28%。同期，公司总债务/EBITDA为20.69倍，同比增长5.66倍，EBITDA利息保障倍数为1.74倍，同比减少4.09倍，随着公司本部有息债务规模的增长，EBITDA对债务本息的保障能力有所减弱。

表8：2016~2019.3 母公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
总负债（亿元）	8.41	76.08	194.31	240.10
资产负债率（%）	4.15	28.50	51.05	57.00
短期债务（亿元）	1.00	60.80	145.00	192.00
长期债务（亿元）	0.00	14.80	45.77	45.77
总债务（亿元）	1.00	75.60	190.77	237.77
总资本化率（%）	0.51	28.37	50.59	56.76
长期资本化率（%）	0.00	7.20	19.72	20.17
双重杠杆率（%）	103.47	112.89	138.00	154.72
EBITDA（亿元）	8.43	5.03	9.22	-
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	378.41	5.83	1.74	-
总债务/EBITDA（X）	0.12	15.03	20.69	-

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。2018年以来，公司本部对中航置业、中航租赁、中航证券等子公司完成了增资，推动母公司口径长期股权投资规模进一步扩大，截至2018年末，母公司口径的长期股权投资为257.10亿元，较上年末增加19.32%，致使母公司口径双重杠杆率由2017年末的112.89%升至2018年末的138.00%。截至2019年3月末，公司母公司口径的双重杠杆率上升至154.72%。

财务弹性方面，截至2019年3月末，公司及下属子公司获得多家银行授信额度人民币合计约1,658亿元，其中未使用额度约883亿元，备用流动性好。

或者负债方面，截至2019年3月末，公司共有对外担保事项一起，被担保方为天资2018年第一期资产支持专项计划，担保金额29.67亿元，该专项计划的资产服务机构为中航信托，风险较为可控。未决诉讼方面，截至2019年3月末，公司及下属公司存在未决诉讼情况，其中涉及金额超过1,000万元的案件6起，涉案金额合计1.92亿元，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

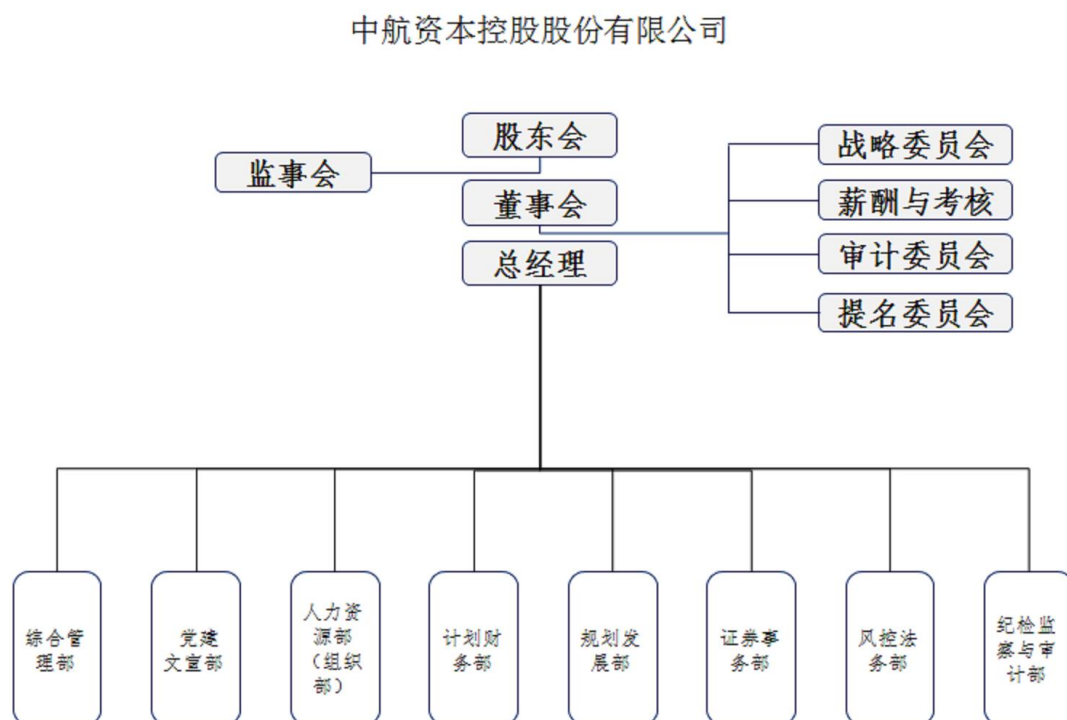
综上，中诚信证评维持中航资本主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；维持“中航资本控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：中航资本控股股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：中航资本控股股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	465.17	904.10	839.78	645.08
贷款总额	189.37	213.19	257.67	-
减：贷款损失准备	2.67	2.20	4.22	-
贷款净额	186.70	210.99	253.45	-
总资产	1,599.07	2,344.46	3,003.03	3,155.37
吸收存款及同业存放	556.65	1,029.96	997.52	948.39
代理买卖证券款	61.40	41.28	39.29	57.67
总债务	1,220.66	1,967.67	2,456.46	2,587.07
总负债	1,336.04	2,064.02	2,588.28	2,721.67
所有者权益	263.03	280.44	414.75	433.70
利息净收入	8.37	8.79	12.44	3.10
手续费及佣金净收入	27.43	33.05	33.83	9.87
投资收益	6.78	7.06	16.68	1.94
营业总收入	87.48	109.51	138.67	39.50
业务及管理费用合计	19.62	25.70	28.28	7.39
扣除资产减值损失准备前利润	41.79	53.38	62.33	16.01
税前利润	39.62	46.61	53.32	15.32
归属母公司净利润	23.24	27.84	31.66	7.86

附四：中航资本控股股份有限公司主要财务指标

	2016	2017	2018	2019.3
增长率 (%)				
总资产	4.93	46.61	28.09	38.61
归属母公司股东权益	6.32	4.62	19.11	19.85
营业总收入	0.77	25.19	26.63	26.48
归属母公司股东净利润	0.51	19.77	13.74	-0.84
盈利能力及营运效率 (%)				
税前利润/平均总资产	2.54	2.36	1.99	-
所得税/税前利润	24.60	24.96	26.13	25.08
平均资产回报率	1.91	1.77	1.47	-
平均资本回报率	11.73	12.87	11.33	-
营业费用率	22.43	23.47	20.39	18.72
资本充足性 (%)				
资本资产比率	16.45	11.96	13.81	13.74
双重杠杆率 (母公司)	103.47	112.89	138.00	154.72
融资及流动性 (母公司) (%)				
短期债务/总债务	100.00	80.42	76.01	80.75
高流动性资产/总资产	0.08	2.31	9.51	12.15
高流动性资产/短期债务	15.49	10.12	24.95	26.66
偿债能力 (母公司)				
资产负债率 (%)	4.15	28.50	51.05	57.00
EBITDA 利息倍数 (X)	378.41	5.83	1.74	-
总债务/EBITDA (X)	0.12	15.03	20.69	-

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
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，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
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	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
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。