

# 中航资本控股股份有限公司公开发行公司债券

## 跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：梁晓佩 [xpliang@ccxi.com.cn](mailto:xpliang@ccxi.com.cn)

项目组成员：高 阳 [ygao01@ccxi.com.cn](mailto:ygao01@ccxi.com.cn)

周子健 [zjzhou@ccxi.com.cn](mailto:zjzhou@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 19 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0949 号

**中航资本控股股份有限公司：**

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 航控 02”、“19 航控 04”、“19 航控 05”、“19 航控 07”、“19 航控 08”、“20 航控 01”和“20 航控 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二零年六月十九日**

**评级观点：**中诚信国际维持中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 航控 02”、“19 航控 04”、“19 航控 05”、“19 航控 07”、“19 航控 08”、“20 航控 01”和“20 航控 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了中航资本强大的股东背景、日益完善的综合金融集团架构和产融协同服务能力、良好的盈利表现等正面因素对公司整体经营和信用水平的支撑作用。同时，中诚信国际关注到监管趋严对公司管理提出更高要求、外部环境对资产质量和盈利能力带来不利影响、债务水平上升导致流动性管理难度加大、业务结构的均衡性有待提升以及各板块业务的协同效益有待提高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

中航资本（合并口径）	2017	2018	2019
资产总额（亿元）	2,344.46	2,999.30	3,416.15
所有者权益（亿元）	280.44	411.02	481.76
营业总收入（亿元）	109.51	138.67	180.32
税前利润（亿元）	46.61	53.32	64.11
净利润（亿元）	34.97	39.39	47.24
平均资本回报率(%)	12.87	11.39	10.58
平均资产回报率(%)	1.77	1.47	1.47
营业费用率(%)	32.16	30.92	29.63
资本资产比率(%)	11.96	13.70	14.10
中航资本（母公司口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	266.94	380.61	479.57
总债务（亿元）	75.60	158.72	243.56
所有者权益（亿元）	190.86	186.30	179.89
净利润（亿元）	4.17	3.88	6.75
资产负债率 (%)	28.50	51.05	62.49
双重杠杆率(%)	112.89	138.00	155.16
总资本化率	28.37	46.00	57.52

注：[1]本报告数据来源为中航资本提供的经审计的 2017 年、2018 年和 2019 年合并口径审计报告；[2]本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标，本报告中未加披露，使用“--”表示。

## 正面

**■股东背景强大，战略地位突出。**作为中国航空工业集团有限公司控股的金融平台，中航资本是航空工业集团战略布局的重要组成部分，在专业技术、业务拓展、资本补充等多方面得到股东的大力支持。

**■综合金融平台架构日益完善。**逐步构建专业的综合金融控股平台，市场影响力持续增强，并在租赁、信托等领域形成较强的竞争优势。

**■产融协同服务能力逐步加强。**建立并逐步完善产业研究投资能力和产融协同服务能力，在国企改革、军民发展等领域深耕发展，以金融资本助力国防科技工业。

**■营收规模逐年增长，盈利能力较强。**得益于良好的运营表现，近年来公司合并营业收入和净利润逐年增长，资本盈利能力处于较高水平。

## 关注

**■监管趋严对公司管理提出更高要求。**金融控股公司监管政策的逐步完善和实施将对公司经营管理能力提出更高要求。

**■外部环境对资产质量和盈利能力带来不利影响。**疫情冲击经济下行加剧，部分地区、行业信用风险暴露，对资产质量和盈利水平带来不利影响。

**■协同效益有待进一步加强。**租赁、信托为主要优势板块，金融业综合竞争优势以及各业务板块的协同效应有待进一步发挥，业务均衡性仍需提升。

**■债务水平上升，流动性管理难度加大。**债务融资规模持续扩大，流动性管理难度加大。

## 评级展望

中诚信国际认为，中航资本控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**■可能触发评级下调因素。**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化，如资产质量下降、资本金不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

**同行业比较**

2019年主要指标	中航资本	越秀金控	五矿资本
总资产(亿元)	3,416.15	1,145.34	1,272.10
所有者权益(亿元)	481.76	233.26	380.24
营业收入(亿元)	180.32	197.43	160.27
净利润(亿元)	47.24	83.72	32.66
资产负债率(%)	85.90	79.63	70.11

注：“越秀金控”为“广州越秀金融控股集团股份有限公司”简称；“五矿资本”为“五矿资本控股有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
19航控02	AAA	AAA	20.00	20.00	2019/4/25~2022/4/25
19航控04	AAA	AAA	30.00	30.00	2019/6/10~2022/6/10
19航控05	AAA	AAA	12.00	12.00	2019/7/19~2022/7/19
19航控07	AAA	AAA	16.00	16.00	2019/9/16~2022/9/16
19航控08	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/9/16~2024/9/16
20航控01	AAA	AAA	7.00	7.00	2020/2/26~2023/2/26
20航控02	AAA	AAA	5.00	5.00	2020/2/26~2025/2/26

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至评级报告出具日，“19 航控 04”、“19 航控 05”、“19 航控 07”、“19 航控 08”、“20 航控 01”和“20 航控 02”债券募集资金已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

## 近期关注

### 疫情冲击经济下行加剧，宏观政策坚持底线思维

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基

建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。**

**落实产融结合，推进业务协同，推动市场化改革，租赁、信托以及证券板块收入大幅增长，贷款利率下行导致财务公司营业收入下降，整体来看 2019 年公司营业收入实现稳健增长**

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”或“集团”）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。2019 年，公司结合“成为根植航空产业、深具中国产融结合特色的一流金融控股上市公司”的战略愿景，充分发挥产业金融优势，提升服务实体经济能力；高度重视防控风险，提高合规经营意识，完善公司风险管理体系建设；更加强调质量效益的发展导向，不断提高经营发展质量，着力推进市场化改革方向；稳步开拓新业务和新市场，整体经营持续保持良好发展态势。

2019 年公司实现营业总收入为 180.32 亿元，同比增长 30.04%，其中租赁、信托、证券等板块为公司主要增长来源，营业收入贡献度分别为 55.88%、20.12% 和 9.08%；财务公司业务由于利率下行，利息收入同比下降较多，收入占比有所下降。2020 年第一季度公司实现营业总收入为 41.43 亿元，相当于 2019 年全年的 22.98%。

**表 1：2017-2019 年中航资本营业收入分布情况（金额单位：亿元）**

板块	2017		2018		2019	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
租赁	55.43	50.61	71.64	51.66	100.77	55.88
信托	27.41	25.03	29.94	21.59	36.28	20.12
财务公司	15.77	14.40	23.38	16.86	18.77	10.41
证券	9.62	8.79	8.45	6.09	16.37	9.08
其他	3.88	3.54	7.30	5.27	9.48	5.26
关联交易	(2.60)	(2.37)	(2.04)	(1.47)	(1.35)	(0.75)
<b>合计</b>	<b>109.51</b>	<b>100.00</b>	<b>138.67</b>	<b>100.00</b>	<b>180.32</b>	<b>100.00</b>

注：由于四舍五入，各分项加总数可能与合计数有尾差。

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

**中航租赁资产规模快速增长，推动盈利水平较快增长，同时风险资产放大倍数亦处于较高水平**

中航国际租赁有限公司（以下简称“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，注册资本 500 万美元。后经股权转让及多次增资，截至 2020 年 3 月末，中航租赁注册资本为 99.78 亿元人民币，中航资本及其子公司合计持有其 98.13% 股权。

中航租赁的业务经营范围为经商务部批准的租赁业务及其他业务，包括飞机、发动机、机载设备及地面设备、机电类与运输设备类资产的融资租赁及经营性租赁，租赁资产的残值处理机维修，合同能源管理，从事货物及技术的进出口业务，系统集成，国内贸易（除专项规定），实业投资（除股权投资和股权投资管理）及相关业务的咨询服务。得益于股东连年持续增资，截至 2019 年末，中航租赁总资产 1,487.56 亿元，同比增长 12.05%，其中融资租赁资产和经营租赁资产合计较上年增长 12.22% 至 1,415.17 亿元，总负债 1,276.19 亿元，所有者权益 211.36 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，中航租赁持续开拓国内外飞机租赁市场，目前已基本完成了在境外、保税区、自贸区三个飞机租赁平台的架构。中航租赁目前主要服务于国内航空租赁市场，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 30% 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。

盈利能力方面，2019 年，受飞机与船舶租赁业务专业度提升带动租赁资产收益率增长的影响，中航租赁的租赁收入/租赁资产净额小幅上升，2019 年实现租赁收入 99.35 亿元，同比增长 41.84%。非租赁收入方面，中航租赁有少量投资、贸易、房租及其他收入，该部分收入在营业收入中占比较小且波动较大，加之业务及管理费和拨备计提的影响，故 2019 年中航租赁实现净利润 17.11 亿元，同比增长 35.55%。

资本管理方面，2009 年至 2019 年，中航租赁以股东出资等形式先后完成 11 次增资，共募集资金 82.92 亿元，注册资本增至 87.22 亿元。2019 年 1 月，公司以股东出资形式再次增资 12.56 亿元，截至 2019 年末，实收资本为 99.78 亿元，资本实力持续提升。除了股权融资外，近年来随着盈利水平的提升，中航租赁通过利润留存的内生性资本补充能力也不断提升。此外公司通过发行永续中票、可续期公司债的形式来补充资本，截至 2019 年末，由此形成的其他权益工具余额为 30.00 亿元。截至 2019 年末，中航租赁风险资产/净资产倍数由 2018 年末的 8.68 倍下降为 6.79 倍，放大倍数虽有所下降，但仍处于较高水平，考虑中航租赁未来业务的快速发展，资本补充需求仍较为迫切。

**表 2：2017-2019 年末中航租赁主要财务指标**

	2017	2018	2019
净利润（亿元）	10.22	12.62	17.11
租赁收入/租赁资产净额（%）	7.40	6.82	7.60
平均资产回报率（%）	1.30	1.14	1.22
平均资本回报率（%）	11.07	10.14	9.57
应收融资租赁款不良率（%）	2.13	1.57	1.27
应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款（%）	106.0	140.39	156.66
风险资产/净资产（X）	8.30	8.68	6.79

资料来源：中航租赁，中诚信国际整理

## 中航信托推动业务转型与创新，主动管理型业务规模和占比均提升明显，盈利水平持续提升

中航信托股份有限公司（以下简称“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转让，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 2019 年末，中航信托注册资本为 46.57 亿元，中航投资控股有限公司（以下简称“中航有限”）持有中航信托 82.73% 股权，华侨银行有限公司持有 17.27% 股权。

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，其中信托业务为主营业务，主要包括私募投行、资产管理及财富管理业务；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 2019 年末，中航信托资产总额 166.70 亿元，同比增长 8.38%，净资产 128.10 亿元，同比增长 8.61%，管理信托资产规模 6,657.92 亿元，同比增长 5.23%。

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 2019 年末，主动管理型信托资产余额 4,688.80 亿元，较上年增长 28.25%，在全部信托资产余额占比 70.42%，较上年上升 12.64 个百分点。中航信托被动管理型信托项目均为事务管理类信托资产，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 2019 年末，事务管理类资产 1,969.12 亿元，占全部信托资产余额的比重为 29.58%。

**表 3：2017-2019 年末中航信托主动管理型信托业务的信托资产结构（金额单位：亿元）**

	2017		2018		2019	
	分部资产	占比(%)	分部资产	占比(%)	分部资产	占比(%)
投资类	2,177.64	74.31	2,352.64	64.35	2,702.88	57.65
融资类	752.75	25.69	1,303.23	35.65	1,985.92	42.35
事务管理类	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>2,930.39</b>	<b>100.00</b>	<b>3,655.87</b>	<b>100.00</b>	<b>4,688.80</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，中诚信国际整理

**表 4：2017-2019 年末中航信托被动管理型信托业务的信托资产结构（金额单位：亿元）**

	2017		2018		2019	
	分部资产	占比(%)	分部资产	占比(%)	分部资产	占比(%)
投资类	230.26	6.31	0.00	0.00	0.00	0.00
融资类	53.65	1.47	0.00	0.00	0.00	0.00
事务管理类	3,363.36	92.22	2,671.12	100.00	1,969.12	100.00
<b>合计</b>	<b>3,647.28</b>	<b>100.00</b>	<b>2,671.12</b>	<b>100.00</b>	<b>1,969.12</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，中诚信国际整理

中航信托积极推动业务转型与创新，进一步形成以专业化驱动的私募投行业务、以策略驱动的资管业务及以服务驱动的私人银行与家族信托为主的财富管理业务三大业务板块。中航信托不断加强模式创新、产品创新，取得了多项成果。在业内率先提出“信托科技”概念，积极推进数字化在财富管理、小微金融、不动产等领域中的应用；小微金融业务做实风控，投入超亿元资金用于搭建自主风控模型；设立了服务信托（数字）业务部，打造支撑新业务模式下的数字化平台；倡导并践行“绿色

信托”发展理念，创新性打造“绿色产业+金融生态圈”。

资产分布方面，中航信托固有资产分布主要包括金融机构、实业、房地产业、证券市场和基础产业等，其中金融机构占比最高，2019 年金融机构资产占比较上年小幅下降，其余行业资产占比有所提升。信托资产分布主要包括实业、房地产、金融机构、基础产业和证券市场等，其中实业占比最高，2019 年实业、证券市场及房地产业资产占比有所提升。

**表 5：2018-2019 年末中航信托固有资产分布情况  
(金额单位：亿元)**

	2018		2019	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)
基础产业	5.59	3.63	6.54	3.92
房地产业	4.73	3.08	7.37	4.42
证券市场	5.29	3.44	7.11	4.27
实业	11.24	7.30	34.67	20.80
金融机构	81.65	53.08	83.04	49.81
其他	45.31	29.47	27.97	16.78
<b>合计</b>	<b>153.81</b>	<b>100.00</b>	<b>166.70</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，中诚信国际整理

**表 6：2018-2019 年末中航信托信托资产分布情况（金额单位：亿元）**

	2018		2019	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)
基础产业	871.96	13.78	794.32	11.93
房地产	773.55	12.23	1,148.53	17.25
证券市场	460.62	7.28	55.26	8.30
实业	1,516.59	23.97	1,844.77	27.71
金融机构	78.45	12.40	79.66	11.96
其他	1,919.76	30.34	1,521.17	22.85
<b>合计</b>	<b>6,326.99</b>	<b>100.00</b>	<b>6,657.92</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，中诚信国际整理

风险管理方面，中航信托进一步完善股权投资项目管理及投后管理体系建设，与安永（中国）利用大数据信息技术搭建全面风险管理体系（调研中），建立合规管理长效机制。资产质量方面，中航租赁严控业务风险，2019 年清算信托项目 461 个，清算规模 2,360.40 亿元，目前尚无违约事件发生。

盈利能力方面，手续费及佣金收入为中航信托主要的利润来源，2019 年实现营业收入 36.28 亿元，较上年增长 21.18%，实现净利润 19.40 亿元，较上年增长 5.05%。

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，截至 2019 年末，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 2019 年末，中航信托净资本/净资产为 84.85%，高于监管指标最低要求。

**表 7：2017-2019 年末中航信托主要风险指标**

监管标准	2017	2018	2019
净资本（亿元） ≥2	84.91	101.48	108.35
各项业务风险资本之和（亿元） --	60.39	74.41	90.97
净资本/各项业务风险资本之和（%） ≥100	140.61	136.38	119.10
净资本/净资产（%） ≥40	87.12	86.04	84.85

资料来源：中航信托，中诚信国际整理

## 2019 年证券市场回暖，中航证券各项业务发展较好，利润水平与盈利能力均大幅提升

中航证券有限公司（以下简称“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 2019 年末，中航证券注册资本 36.34 亿元，中航资本直接或间接持有其 100.00% 股权。

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。截至 2019 年末，中航证券合并口径总资产 221.27 亿元，所有者权益 70.31 亿元，剔除代理买卖证券款（含信用）后总资产 171.91 亿元，母公司口径净资本 62.10 亿元。2019 年证券市场回暖，中航证券多项业务实现较好发展，实现营业总收入 16.37 亿元（合并口径，下同），同比大幅增长 93.73%，全年实现净利润 4.30 亿元，较上年增长 189.68%。从收入结构来看，2019 年中航证券仍以手续费及佣金净收入为主，在营业收入中的占比较上年有所上升；受到新金融工具准则重分类的影响，其他债权投资利息收入计入利息净收入中，2019 年利息净收入规模与收入贡献度均较上年大幅增长，投资收益及公允价值变动损益规

模与收入贡献同比均有所下降。

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，截至 2020 年 3 月末，已在全国设立 81 家证券营业部。近年来，公司在打造以经纪业务和投资银行业务为主的传统业务体系的同时，加大了创新业务的开拓力度，加强各业务条线的合作与协同，致力于通过多元化全方位业务平台为客户提供综合金融服务。经纪业务是中航证券的基础业务和优势业务，经纪业务旨在打造以客户需求为中心的传统客户服务与综合金融服务并行的服务体系，主要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 等业务。投资银行业务范围包括为企业提供 IPO、再融资、债券发行与承销、“新三板”挂牌等融资服务。依托航空工业集团的资源优势，中航证券近年来在军工领域积累了众多项目经验。2019 年公司完成股票主承项目 2 家，总承销金额为 9.56 亿元，其中 IPO 项目 1 家，再融资项目 1 家；主承销债券项目 19 个，其中公司债项目 14 家、企业债项目 4 家和可转债项目 1 家，债券承销总额 222.18 亿元。资产管理业务坚持投资业务与融资业务同步发展，为公司综合金融业务体系搭建完备的产品库，主动管理产品规模占公司资管产品总规模比例持续提升，主动管理转型成效显著。截至 2019 年末，中航证券资产管理业务总规模为 181.04 亿元，较上年增加 10.19%。其中集合资产管理计划、定向资产管理计划、专项资产管理计划分别为 64.51 亿元、96.80 亿元和 19.73 亿元，主动管理规模为 172.23 亿元，占资产管理总规模的 95.13%。

**表 8：2017-2019 年末中航证券风险控制指标情况（母公司口径）(金额单位：亿元)**

项目	标准	2017	2018	2019
净资本	>=2	30.81	39.75	62.10
净资产	--	36.24	37.45	70.27
净资本/各项风险资本准备之和(%)	>=100	368.64	255.78	285.71
净资本/净资产(%)	>=40	85.02	106.15	88.38

净资本/负债(%)	>=8	91.00	48.77	61.27
净资产/负债(%)	>=20	107.02	45.94	69.32
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	<=100	2.20	0.49	6.92
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	<=500	84.25	158.96	157.93

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

### 中航财务继续加大资金归集和信贷投放力度，业务覆盖面进一步扩大，受息差收窄影响，利润增速有所下降

中航工业集团财务有限责任公司（以下简称“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，经原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 2019 年末，中航财务注册资本 25 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。

为了更好的发挥中航财务作为集团“资金归集平台、资金结算平台、资金监控平台、金融服务平台”的作用，2017 年以来集团将中航财务调整为集团直管功能单位，并赋予集团计划财务部功能拓展和延伸的职能。资金集中管理方面，中航财务以提升资金集中率为核心目标，通过组织力量，研究解决方案、开展专项调研、制定解决措施和推进制度建设等手段，多维度稳步推进资金归集工作，截至 2019 年末，中航财务存款余额 1,076.07 亿元，同比增长 6.53%。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。2019 年以来，中航财务继续加大信贷投放力度，解决成员单位融资需求，降低集团带息负债水平，截至 2019 年末，中航财务贷款余额 321.16 亿元，同比增长 25.54%。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。2019 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 2019 年末，中航财务总资产 1,142.88 亿元，较上年增长 6.88%，所有者权益 65.44 亿元，同比增长 6.63%；2019 年全年实现营业总收入 18.77 亿元，同比 19.72%，全年实现净利润 7.92 亿元，同比增长 3.26%，增速较上年度下降 11.29 个百分点。

## 财务分析

以下分析基于中航资本提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2017 年、2018 年和 2019 年合并口径财务报告，已审财务报告的审计意见类型均为标准无保留意见。其中，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为审计报告期末数。

截至 2019 年末，纳入中航资本合并财务报表范围的二级子公司包括中航投资控股有限公司、中航资本国际控股有限公司、中航资本投资管理（深圳）有限公司、中航新兴产业投资有限公司、中航航空产业投资有限公司、中航财务、中航租赁和中航投资大厦置业有限公司。其中中航投资的主要子公司有中航信托、中航证券、中航期货、哈尔滨泰富控股有限公司和上海鲸睿金融信息服务有限公

司。

### 2019 年公司各业务板块稳步发展，营业收入有所增长，信托、租赁和财务公司盈利贡献突出

近年来，宏观经济增速放缓，中美贸易战等外部不确定因素增多，中航资本在复杂多变的经济环境之下仍保持较高的发展质量和效益。2019 年，得益于租赁业务规模扩大推动租赁收入大幅增长，加之主动管理类信托项目手续费及佣金收入增加，以及证券市场回暖，公司营业总收入同比增长 30.04% 至 180.32 亿元。投资收益方面，2019 年公司因持有或处置交易性金融资产、长期股权投资、其他债权投资等实现投资收益 20.78 亿元，同比增加 24.64%；同时年内交易性金融资产的公允价值变动收益增长至 1.22 亿元。与此同时，2019 年包括营业支出、营业费用、税金及附加在内的各项支出合计 127.66 亿元，同比增加 32.99%，主要系主营业务成本及子公司借款利息支出增加导致营业支出攀升。2019 年度公司发生信用减值损失 14.91 亿元，主要来自于租赁业务。2019 年公司全年实现净利润 47.24 亿元，同比增加 19.92%，其中归属于母公司的净利润为 30.64 亿元，同比减少 3.24%。在整体盈利增长和权益规模增加的共同影响下，2019 年公司平均资产回报率为 1.47%，较上年持平；平均资本回报率为 10.58%，较上年下降 0.81 个百分点。

**表 9：中航资本 2017-2019 年盈利情况**  
(金额单位：亿元)

	2017	2018	2019
营业总收入	109.51	138.67	180.32
投资收益及公允价值变动损益	7.27	16.47	22.01
汇兑损益及其他	0.19	(0.76)	0.01
减：营业支出	(38.37)	(66.68)	(91.30)
营业费用	(25.70)	(28.33)	(33.97)
税金及附加	(0.82)	(0.98)	(2.39)
营业外收支净额	0.01	0.12	0.71
扣除资产减值损失准备前利润	53.40	62.45	79.02
减：资产减值损失	(6.79)	(9.13)	(14.91)
所得税	(11.63)	(13.93)	(16.87)
少数股东收益	(7.14)	(7.73)	(16.60)
净利润	34.97	39.39	47.24

归属母公司股东净利润	27.84	31.66	30.64
拨备前利润/平均总资产(%)	2.27	1.92	1.83
平均资产回报率(%)	1.77	1.47	1.47
平均资本回报率(%)	12.87	11.39	10.58
营业费用率(%)	32.16	30.92	29.63

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

从利润来源看，中航信托、中航租赁和中航财务是中航资本营业利润的重要来源。其中，中航信托因积极推进主动管理型业务而实现了经营业绩的稳步增长，成为中航资本最重要的盈利来源，2019年其营业利润同比增长39.02%至25.67亿元，

营业利润贡献度同比上升5.78个百分点至40.50%。得益于近年来资本补充，中航租赁2019年业务规模稳步扩张，实现了营业收入的快速增长，其营业利润贡献度同比提高3.02个百分点至33.77%。2019年中航财务的营业利润同上年基本持平，其营业利润贡献度同比下降3.58个百分点至16.24%，主要系息差收窄，利息收入同比有所下降。此外，得益于证券市场行情回暖，2019年中航证券营业利润同比大幅增长176.89%至5.50亿元，营业利润贡献度同比上升4.94个百分点至8.67%。

**表10：中航资本2017-2019年营业利润来源（金额单位：亿元）**

	2017		2018		2019	
	营业利润	占比	营业利润	占比	营业利润	占比
中航信托	21.55	46.26	18.47	34.71	25.67	40.50
中航租赁	13.60	29.18	16.36	30.74	21.41	33.77
中航财务	8.93	19.17	10.54	19.82	10.29	16.24
中航证券	3.55	7.62	1.99	3.73	5.50	8.67
中航期货	0.17	0.36	0.16	0.30	0.24	0.38
其他业务	5.80	12.46	16.36	30.75	33.57	55.42
分部间抵消	(7.02)	(15.06)	(10.67)	(20.05)	(33.28)	(52.50)
<b>合计</b>	<b>46.59</b>	<b>100.00</b>	<b>53.20</b>	<b>100.00</b>	<b>63.40</b>	<b>100.00</b>

注：各分部年度营业利润数据为中航资本财务报告中披露口径。

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

**不良资产主要来自中航租赁的不良应融资租贷款，2019年中航租赁加大清收处置力度，租赁资产质量有所改善；中航财务无不良贷款，公司整体资产质量较好**

中航资本的资产质量主要通过其子公司中航租赁的应融资租贷款和中航财务的贷款等资产来衡量。

2019年以来，中航租赁着力调整、优化客户结构，加大优质国企客户业务拓展力度；同时，集中推进不良资产处置工作，应融资租贷款总额和不良率同比均有所下降。截至2019年末，中航租赁不良应融资租贷款较上年末下降11.98%至15.98亿元；不良率较上年末下降0.29个百分点至1.27%。从不良资产分布来看，中航租赁不良资产主要集中

在设备租赁板块，以民营企业为主，主要涉及钢铁、机械设备、化工等行业，其余行业分布较为分散；不良资产区域主要集中在辽宁、山西等地。由于客户多提供了第三方担保及房产、土地等实物抵押，总体上项目担保资产价值可覆盖项目融资本金，最终形成损失的风险较小。公司从审慎角度出发计提不良租赁资产减值准备，截至2019年末，应融资租贷款减值准备达到25.04亿元，拨备覆盖率为156.66%，较2018年末上升了43.18个百分点，风险抵补能力有所提升。

**表11：2017-2019年末中航租赁应融资租贷款不良率和拨备覆盖率（%）**

	2017	2018	2019
应融资租贷款不良率	2.13	1.57	1.27
应融资租贷款减值准备/不良应融资租贷款（%）	106.07	113.48	156.66

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

中航财务是经中国银监会批准的非银行金融机构，是中航资本的主要贷款业务来源，其贷款全部用于满足集团内成员单位的融资需求，中航信托也有部分贷款业务，但占比很小。截至 2019 年末，中航财务无不良贷款。拨备计提方面，2016 年以来，由于逾期贷款逐步收回或处置，公司存量贷款均为正常类，截至 2019 年末，公司贷款损失准备余额为 4.96 亿元，贷款拨备率较年初下降 0.09 个百分点至 1.52%。

此外，2012 年公司在上市的过程中，合并前身北亚集团遗留的其他应收款资产，该部分资产共计 13.21 亿元已全额计提坏账准备，但多数涉案待查或无法收回，目前由公司东北管理总部负责相应资产及事务的清收、核销等工作。

### 公司整体资产负债率偏高，债务规模持续攀升，还需不断优化融资结构和降低融资成本来增强长期偿债能力

从资产结构来看，截至 2019 年末，中航资本合并口径高流动性资产总额为 866.29 亿元，同比增加 3.10%，在资产总额中占比 25.36%，主要为货币资金；母公司口径高流动性资产为 1.52 亿元，同比增加 75.46%，在母公司口径资产总额中占比 0.32%。

**表 12：2017-2019 年末公司流动性指标（%）**

	2017	2018	2019
资产负债率	88.04	86.30	85.90
高流动性资产/总资产	38.56	28.02	25.36
高流动性资产/短期债务	184.25	130.97	117.87
高流动性资产/短期债务 (母公司口径)	10.11	0.77	1.28

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

中航资本的债务主要包括短期借款、长期借款和应付债券。从债务结构来看，为满足子公司业务发展的需求，中航资本的短期债务和长期债务均呈增长趋势。截至 2019 年末，总债务较年初上升 14.93% 至 1,577.43 亿元，其中长期债务占比 53.41%；总资本化率和长期资本化率分别为 76.60% 和 63.62%，同比分别下降 0.35 个百分点和 0.39 个百分点，仍面临一定的偿债压力。

从资产负债匹配来看，由于中航资本子公司多属于金融业务板块，金融业负债经营的特性致使公司合并口径的资产负债率保持在 80% 左右。近年来，伴随公司本部和子公司对外融资规模的增加，中航资本资产负债率整体处于较高水平，截至 2019 年末，公司合并口径资产负债率为 85.90%，同比下降 0.40 个百分点；同时，高流动性资产/短期债务为 117.87%，同比下降 13.10 个百分点。

母公司层面，截至 2019 年末，母公司口径资产负债率为 62.49%，同比上升 11.44 个百分点；母公司口径高流动资产/短期债务同比增加 0.50 个百分点至 1.28%。

得益于主要板块收入的增长，2019 年中航资本 EBITDA 同比增长 26.41% 至 96.03 亿元，但由于计入财务费用的利息支出有所增加，EBITDA 利息保障倍数从 2018 年的 5.44 倍下降至 2019 年的 4.33 倍。

**表 13：2017-2019 年末中航资本偿债指标(金额单位: 亿元)**

	2017	2018	2019
总负债	2,064.02	2,588.28	2,934.39
短期债务	490.69	641.56	734.92
长期债务	380.67	730.92	842.51
总债务	871.36	1,372.48	1,577.43
总资本化率(%)	75.65	76.95	76.60
长期资本化率(%)	57.58	64.01	63.62
EBITDA	60.71	75.97	96.03
EBITDA 利息倍数 (X)	9.83	5.44	4.33
总债务/EBITDA(X)	14.35	18.07	16.43

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

**整体资本实力强大，母公司对各板块子公司资本支持充分，同时下属子公司的长效资本补充机制健全，为业务开展提供有力支撑**

自 2014 年以来，中航资本通过资本公积转增股本以及依托集团渠道优势发行新股的方式，持续提升资本实力。截至 2019 年末，公司实收资本为 89.76 亿元，股东权益为 481.76 亿元，同比增加 17.21%；资产负债率为 14.10%，同比增加 0.40 个

百分点。

与此同时，由于对各业务板块的投入持续加大，中航资本母公司口径的长期股权投资规模逐年递增。2019年，中航资本本部对中航租赁增资12.50亿元，对中航证券增资8.49亿元；截至2019年末，母公司口径长期股权投资为279.12亿元，同比增加8.56%，致使母公司口径双重杠杆率由2018年末的138.00%升至2019年末的155.16%。

此外，中航资本的主要子公司资本补充渠道健全，随着中航租赁、中航信托、中航财务等子公司自身盈利能力的增强，其内源性的资本补充能力也在持续提升。

**表 14：2017-2019 年末公司资本结构（%）**

	2017	2018	2019
资本资产负债率	11.96	13.70	14.10
双重杠杆率（母公司口径）	112.89	138.00	155.16

资料来源：中航资本，中诚信国际整理

对外担保方面，截至2019年末，中航资本为天资2018年第一期资产支持专项计划提供流动性支持及差额补足，担保金额合计29.67亿元人民币，占其2019年末净资产的6.16%。诉讼、仲裁事项方面，截至2019年末，子公司中航证券作为被告涉及一项短期股权投资纠纷诉讼，涉案本金1,020万元，公司已对该案计提预计负债1,238.03万元。除此之外，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

## 外部支持

**中航资本作为航空工业集团唯一的金融控股平台，具有重要的战略地位，在业务拓展、资本补充方面得到股东的有力支持**

航空工业于2008年11月6日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立，是由中央管理的国有特大型企业。集团设有航空装备、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、工程规划建设、汽车等产业板块，下辖140余家成员单位、有近30家上市公司，员工逾50万人。航空工

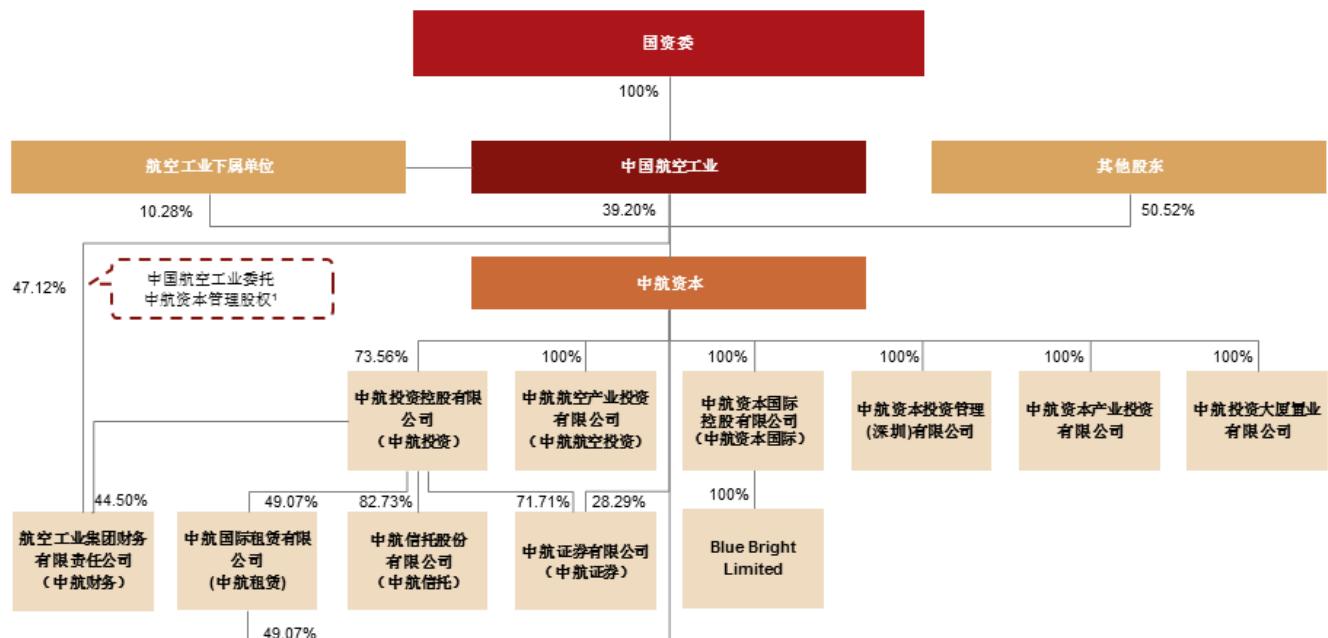
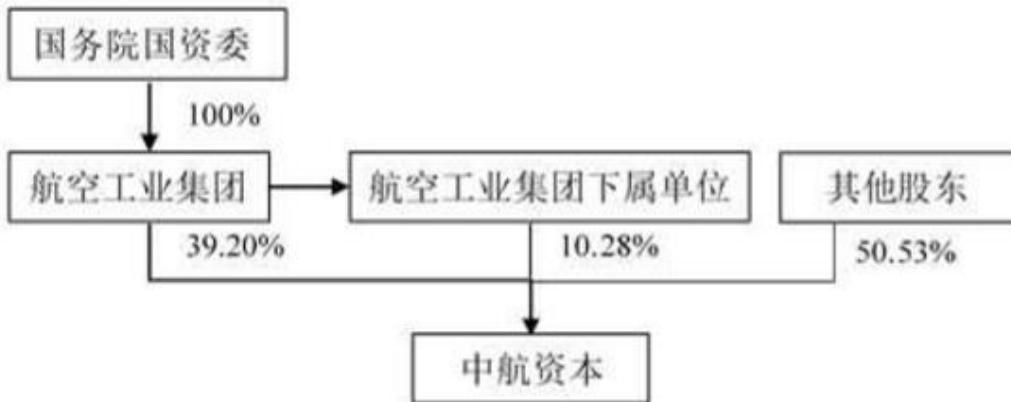
业的业务主要分为航空业务、非航空业务及现代服务业三大业务板块。航空业务由军用航空、民用航空以及航空相关业务组成，在国内航空工业中处于主导地位，是国内航空工业的主体。非航空业务发展主要发挥军民产品技术同源的优势，通过资本化运作、国内外并购等途径，延伸航空产业链，形成了新材料、新能源、电子信息产业、装备制造业、汽车零部件、特种车辆等支柱性产业。服务业主要是以原有的相关资源为基础，为航空工业发展提供服务，业务范围主要涉及发动机服务保障、房地产、贸易、酒店、金融、医疗、教育等众多领域。截至2019年末，航空工业资产总额10,086.16亿元，所有者权益3,442.68亿元，2019年实现净利润134.08亿元。

中航资本作为航空工业控股的金融平台，是航空工业重要业务突破点和利润来源；同时，中航资本为航空工业打造专业金融服务网络，通过证券、信托、租赁、基金业务为航空工业各成员单位提供融资、并购、重组、财务顾问等方面的服务，充分发挥集团整体产融结合优势，在航空工业战略布局中具有重要地位。因此，中航资本得到航空工业在业务发展和资本补充等方面的较多支持。业务发展方面，航空工业为中航资本及下属子公司开展业务奠定了扎实的专业背景；其航空、军工及上下游产业也是中航租赁、信托、证券等的重要业务来源。资本补充方面，中航资本自成为航空工业的控股子公司以来，航空工业先后多次增资，对中航资本始终保持控股地位。中诚信国际认为中航资本在今后的发展中仍将得到股东持续有力的支持，并将此因素纳入本次评级考虑。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中航资本控股股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“19航控02”、“19航控04”、“19航控05”、“19航控07”、“19航控08”、“20航控01”和“20航控02”的信用等级为**AAA**。

## 附一：中航资本股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：中航资本

## 附二：中航资本财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 百万元)	2017	2018	2019
货币资金	90,410.09	84,025.38	86,628.53
结算备付金	905.9	805.45	934.79
买入返售金融资产	623.45	2,622.94	2,928.81
证券投资	11,860.54	42,769.78	60,141.69
贷款总额	21,319.03	34,498.04	32,144.95
减: 贷款损失准备	(219.72)	(488.04)	(490.10)
贷款净额	21,099.31	34,010.00	31,654.85
总资产	234,446.23	299,929.67	341,615.29
存款总额	102,995.62	100,010.82	106,304.36
对同业负债	1,972.55	3,653.87	3,743.37
总债务	87,135.54	137,247.54	157,742.94
长期债务	38,066.70	73,091.98	84,250.65
短期债务	49,068.84	64,155.56	73,492.29
所有者权益	28,044.38	41,101.77	48,176.37
营业总收入	10,950.86	13,867.02	18,032.19
净营业收入	7,990.82	9,164.51	11,466.23
业务及管理费用 (含折旧)	(2,570.07)	(2,833.47)	(3,396.89)
扣除资产减值损失准备前利润	5,339.61	6,245.44	7,901.62
税前利润	4,660.59	5,332.14	6,411.00
净利润	3,497.11	3,939.06	4,723.55
EBITDA	6,070.84	7,596.71	9,602.88
经营活动现金流量净额	24,934.29	(38,971.56)	(4,950.24)
财务指标	2017	2018	2019
<b>盈利能力及营运效率(%)</b>			
EBITDA 利润率	55.44	54.78	53.25
总资产收益率	2.68	2.52	2.69
税前利润/平均总资产	2.36	2.00	2.00
所得税/税前利润	24.96	26.13	26.32
平均资本回报率	1.77	1.47	1.47
平均资产回报率	12.87	11.39	10.58
营业费用率	32.16	30.92	29.63
<b>资本充足性(%)</b>			
资本资产比率	11.96	13.70	14.10
总资本化比率	75.65	76.95	76.60
双重杠杆率 (母公司口径)	112.89	138.00	155.16
<b>流动性及偿债能力(%)</b>			
短期债务/总债务	56.31	46.74	46.59
高流动性资产/总资产	38.56	28.02	25.36
高流动性资产/短期债务	184.25	130.97	117.87
资产负债率	88.04	86.30	85.90
总债务/EBITDA	14.35	18.07	16.43

EBITDA 利息倍数	9.83	5.44	4.33
(CFO-股利) /总债务	24.46	(32.73)	(8.67)

## 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
盈利能力及营运效率	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+卖出回购金融资产利息支出+其它利息支出+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入
	总资产收益率	息税前盈余/[(当期末净资产+上期末净资产)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末净资产+上期末净资产)/2]
	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]
	净营业收入	营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-提取保险责任准备金净额-财务费用+其他收益+投资收益+汇兑收益+公允价值变动收益
资本充足性	营业费用率	业务及管理费/净营业收入
	资本资产比率	股东权益/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+股东权益)
	双重杠杆率(母公司口径)	母公司长期股权投资/母公司所有者权益
流动性和偿债能力	资产负债率	总负债/总资产
	短期债务	短期借款+短期债券+卖出回购款项+同业及其他金融机构存放款项
	长期债务	长期借款+应付债券
	总债务	长期债务+短期债务
	高流动性资产	货币资金+对央行的债权+对同业的债权+交易性金融资产中高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分+其他资产调整项
	总债务/EBITDA	总债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息倍数	EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+卖出回购金融资产利息支出+其它利息支出+计入财务费用的利息支出)
	(CFO-股利)/总债务	(经营活动现金流量净额-分配股利、利润或偿付利息支付的现金)/总债务

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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>	受评对象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>	受评对象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>	受评对象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>	受评对象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>	受评对象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>	受评对象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>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，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。