



# 中航证券有限公司 2023 年 面向专业投资者公开发行 公司债券（第一期） 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20223008D-03

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、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（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本期债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本期债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 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会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期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。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 1 月 5 日

## 发行人及评级结果

中航证券有限公司

AA<sup>+</sup>/正面

## 本期债项评级结果

AA<sup>+</sup>

## 发行要素

本期债券发行金额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），不设置超额配售。本期债券期限为 3 年。本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息。本期债券到期一次性偿还本金。本期债券不设定增信措施。本期债券募集资金拟在扣除发行费用后，用于偿还公司到期债务。

## 评级观点

中诚信国际肯定了中航证券有限公司（以下简称“中航证券”、“公司”或“发行人”）雄厚的股东实力及有力的股东支持、军工领域的资源优势、不断打造的军工资管品牌、较好的网点布局等正面因素对公司整体经营及信用水平的支撑作用；同时，中诚信国际关注到，证券市场竞争日趋激烈、公司竞争力以及债务和流动性管理能力有待提高等因素对公司经营及信用状况形成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，中航证券有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能上升。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

**可能触发正面展望回调为稳定的因素：**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；盈利增长乏力，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。

## 正 面

- 公司股东为中航工业产融控股股份有限公司（以下简称“中航产融控股”）和中航投资控股有限公司，股东实力雄厚且对公司支持力度较大；2022 年股东增资款到位后，股东支持进一步体现
- 公司实际控制人中国航空工业集团有限公司（以下简称“航空工业集团”）在我国军、民用飞机制造领域占有主导性、决定性地位；公司作为航空工业集团旗下券商，投资银行业务在航空及军工产业链具有资源优势，相关项目储备丰富
- 公司资产管理业务不断加强业务创新，打造中航军工资管品牌，主动管理转型取得一定成效
- 公司营业网点初步形成全国性布局，财富管理能力有所提升；江西省内网点较多，具备一定的区域竞争优势

## 关 注

- 随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并等方式增强自身实力，公司面临来自境内外券商、商业银行等金融机构的激烈竞争
- 公司属于中小型券商，主要业务指标排名处于行业中游，市场竞争力有待提升
- 随着业务的快速发展，公司债务规模持续上升，偿债及流动性管理能力需进一步加强

项目负责人：郑耀宗 yzzheng@ccxi.com.cn 郑耀宗

项目组成员：谭景予 jytan01@ccxi.com.cn 谭景予

盛雪宁 xnsheng@ccxi.com.cn 盛雪宁

评级总监：薛天宇

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

中航证券	2019	2020	2021	2022.09
资产总额（亿元）	221.27	234.76	267.38	314.58
股东权益（亿元）	70.31	75.74	80.52	104.46
净资本（母公司口径）（亿元）	62.10	73.39	71.18	90.99
营业收入（亿元）	13.00	17.69	20.66	12.17
净利润（亿元）	4.30	6.69	8.09	4.03
平均资本回报率（%）	7.97	9.16	10.36	--
营业费用率（%）	51.64	44.22	48.90	58.12
风险覆盖率（%）	146.49	309.60	314.81	335.87
资本杠杆率（%）	36.05	36.28	32.68	34.65
流动性覆盖率（%）	485.15	1,019.59	244.97	394.44
净稳定资金率（%）	189.05	211.27	189.19	189.66
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.60	3.08	3.56	2.47
总债务/EBITDA（X）	10.55	7.33	6.68	--

注：[1]数据来源为中航证券提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2019 年和 2020 年财务报告，经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年三季度报，已审计财务报告的审计意见类型均为标准无保留意见。其中，2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为 2021 年审计报告年初数；2021 年财务数据为 2021 年审计报告期末数。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。[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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级模型

中航证券有限公司评级模型打分(2022\_01)

BCA 级别	aa <sup>-</sup>
外部支持提升	3
模型级别	AAA

### ● 方法论

中诚信国际证券行业评级方法与模型 C230400\_2022\_02

#### ■ 个体信用状况：

依据中诚信国际的评级模型，中航证券具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和很低的财务风险。

#### ■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

#### ■ 外部支持：

中航证券实际控制人航空工业集团在国内军、民用飞机制造领域占有主导性、决定性地位，在资源、技术、资金、人才、商业网络等各个方面都可以给予公司充分支持。同时公司作为中航产融控股成员单位，与同一平台的中航信托股份有限公司、中航国际租赁有限公司、中航期货有限公司、中航安盟财产保险有限公司、中航产业投资有限公司以及惠华基金管理有限公司等形成紧密协同关系，形成了跨领域综合金融牌照的业务能力。中诚信国际认为实际控制人航空工业集团及股东对中航证券有较强的支持能力及支持意愿。外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 发行人概况

中航证券有限公司原名江南证券有限责任公司，成立于 2002 年 10 月，初始注册资本 5.41 亿元，由江西江南信托投资股份有限公司、郑州市信托投资公司（后更名为：郑州百瑞信托有限责任公司）、中国航空技术进出口深圳公司、深圳中航物业公司（后更名为：深圳中航城发展有限公司）、中国航空技术进出口总公司、江西洪都航空工业集团有限责任公司六家单位共同出资。此后，通过股东注资、股权受让以及引入新股东等方式，公司注册资本不断增加，持股结构也发生了一定变化，并 2010 年名称变更为现用名。2015 年 10 月，中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”，于 2021 年 6 月更名为中航工业产融控股股份有限公司）以发行股份购买资产的形式收购公司 28.29% 的股权。2018 年 11 月 23 日，公司召开股东会 2018 年第五次临时会议，审议通过《关于中航证券增资扩股的议案》，由中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资”）和中航资本按原持股比例向公司合计增资 30 亿元，并于 2019 年 1 月 16 日完成本次变更的工商变更登记。2022 年公司股东中航投资和中航产融控股按原持股比例现金增资 20.00 亿元，其中股本和资本公积分别增加 9.87 亿元和 10.13 亿元，并于 2022 年 5 月 9 日完成增资的工商变更登记。2022 年 9 月 13 日，公司以资本公积转增股本 27.07 亿元，股东持股比例保持不变；截至 2022 年 9 月末，公司注册资本 73.28 亿元，控股股东为中航投资，中航投资系中航产融控股子公司，且两者均为航空工业集团下属企业，故航空工业集团为公司实际控制人。

表 1：截至 2022 年 9 月末公司股东持股情况

股东名称	持股比例（%）
中航投资控股有限公司	71.71
中航工业产融控股股份有限公司	28.29
合计	100.00

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

公司业务牌照较为齐全，目前公司主营业务包括证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；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；代销金融产品业务；为期货公司提供中间介绍业务。截至 2022 年 9 月末，公司主要控股子公司 3 家，涉及投资与投资咨询和基金管理业务。

表 2：截至 2022 年 9 月末公司主要控股公司持股情况

子公司名称	持股比例（%）	业务性质
中航创新资本管理有限公司	100.00	股权投资、财务顾问
航证科创投资有限公司	100.00	项目投资、投资管理
中航基金管理有限公司	55.00	基金管理

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本期债券发行金额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），不设置超额配售。本期债券期限为 3 年。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商协商确定。本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息。本期债券到期一次性偿还本金。本期债券不设定增信措施。本期债券募集资金拟在扣除发行费用后，用于偿还公司到期债务。



## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2022 年三季度，中国经济逐步走出二季度疫情超预期影响下的谷底并企稳回升，总体保持了韧性。

随着一揽子稳经济政策以及接续措施落地显效，宏观经济生产端已向常态化水平回归，需求端依然偏弱但年内仍有改善空间，四季度宏观经济运行将延续修复态势，全年 GDP 增速或为 3.4% 左右。宏观经济结构性修复的同时面临的风险及挑战有增无减：海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部不确定性、不稳定性持续存在；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但负面影响尚未完全消除；预期偏弱或难以短期扭转，持续制约宏观经济复苏力度；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；房地产市场依然低迷，仍需警惕其负面影响外溢；债务风险仍处于高位，潜在的区域性财政风险不容忽视。从政策环境看，前三季度宏观政策积极发力稳增长，货币政策着力发挥总量和结构双重功能支持实体经济，财政政策收支两端同时发力兜底民生稳定经济大盘。四季度稳增长依然是宏观政策主线，但防风险的底线并不会放松，货币政策将在呵护流动性的同时持续引导宽信用，财政政策将在提升效能的同时延续出台接续措施。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，“二十大”提出的中国式现代化战略安排能够为经济高质量发展提供持续支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9458?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，资本市场改革进程提速，改革利好持续释放，证券行业迎来较好的发展机遇。近年来证券行业资产规模、资本实力和盈利能力持续增强；同时行业分化加剧，头部券商突出主业、做优做强；中小券商发展特色优势业务。2022 年以来资本市场宽幅震荡下跌，证券公司一季度业绩表现受到较大不利影响，预计全年盈利不及上年。但证券行业信用基本面未发生变化，仍保持稳定。

证券行业与宏观经济环境高度相关，随着资本市场改革深入推进，改革利好持续释放，证券行业资产规模、资本实力和盈利能力均持续增强；但 2022 年一季度以来资本市场宽幅震荡，相关指数同比大幅下滑，或将对 2022 年证券行业盈利产生一定冲击。证券行业资本补充需求较大，已建立多渠道的资本补充机制，次级债常态化发行以及股权融资渠道打开，使得证券公司资本实力大幅提升。证券公司基本形成经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资管业务五大业务板块，经纪及自营业务占比较高，综合实力强的证券公司业务收入更加多元化。行业分化加剧，头部券商竞争优势将进一步加强，证券公司营业收入及净利润集中度仍将保持较高水平；中小券商竞争更加激烈，逐渐形成部分有特色的精品券商，推动证券行业加快整合。证券公司直接融资占比高，发行主体整体信用水平较好，不同等级、期限利差分化趋势明显。

详见《中国证券行业展望，2022 年 6 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8689?type=1>

### 运营实力

中诚信国际认为，中航证券作为综合性证券公司，业务条线较为齐全；依托股东背景，重点围绕航空及军工产业链开展业务，投资银行及资产管理板块发展良好。近年来公司主要经营指标排名较为稳定，但由于公司净资本规模较小，整体排名处于行业中游，竞争实力有待提升；2022 年完成增资后，公司资本实力有所提升，为未来发展打下良好基础。同时，公司合规经营状况较好，在 2019-2021 的分类评价中分别获得 B 类 B 级、B 类 BBB 级和 A 类 A 级。

表 3：近年来公司经营业绩排名

	2019	2020	2021
总资产排名	61	62	64
净资产排名	64	64	66
净资本排名	63	60	66
营业收入排名	64	59	59
净利润排名	50	48	47
证券经纪业务收入排名	61	60	62
投资银行业务收入排名	48	45	53
资产管理业务收入排名	43	36	29
融资类业务利息收入排名	55	58	57
证券投资收入排名	77	70	62

注：除净利润为合并口径下归属于母公司股东的净利润外，其余指标均为专项合并（指证券公司及其证券类子公司数据口径）。

资料来源：中国证券业协会，中诚信国际整理

表 4：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2019		2020		2021		2022.1-6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪业务	238.86	18.38	366.45	20.71	408.43	19.77	164.87	17.68
证券承销与保荐业务	258.44	19.88	321.65	18.18	259.88	12.58	176.91	18.98
证券投资业务	155.19	11.94	328.94	18.59	535.97	25.94	185.30	19.87
资产管理业务	112.97	8.69	142.68	8.06	190.08	9.20	77.01	8.26
其他	534.48	41.12	609.56	34.45	671.88	32.52	328.24	35.21
营业收入合计	1,299.93	100.00	1,769.28	100.00	2,066.24	100.00	932.33	100.00
其他业务成本	(0.03)		(0.02)		(0.00)		(0.00)	
经调整的营业收入	1,299.90		1,769.26		2,066.24		932.33	

注：[1]以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差；[2]营业收入中的“其他”主要为融资融券业务、股票质押业务等产生的利息收入。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 经纪业务板块

中航证券的经纪业务初步形成全国性的营销网络，在江西省内具备一定的区域竞争优势；近年来，财富管理能力有所提升，但收入水平受市场行情影响较大，经纪业务行业排名靠后，整体竞争实力有待提升。

经纪业务是公司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。近年来，公司在综合考虑网点所在地区经济发展潜力和营业部经营现状等因素后，主动优化网点布局，截至 2022 年 6 月末，公司拥有 67 家营业部，范围涵盖全国 22 个省市，较 2021 年末减少 1 家。其中，江西省内营业部 22 家，具备一定的区域竞争优势，省外以沿海经济



发达区域带为重点，各地区中心城市为辅助，基本形成了面向全国的多元化业务营销网络。管理模式上，公司采用垂直管理模式，全部由总部直接管理。

2021 年市场行情较好，公司经纪业务收入及托管市值规模有所增加。2021 年，公司实现经纪业务收入 4.08 亿元，较上年增长 11.46%，在营业收入中的占比为 19.77%，较上年减少 0.94 个百分点。截至 2021 年末，公司托管市值为 6,543.42 亿元，较上年增长 20.10%，客户数为 98.37 万户，较上年增加 9.96%，客户保证金排名为第 58 名，较上年上升 5 名。2022 年上半年，受资本市场波动下行影响，托管市值有所减少，同期公司实现经纪业务收入 1.65 亿元，相当于 2021 年的 40.37%，截至 2022 年 6 月末，公司托管市值为 5,439.85 亿元，较上年末减少 16.87%，客户数增至 101.92 万户，较上年末增加 3.61%，客户保证金排名与上年末持平。整体来看，公司经纪业务客户管理能力稳中有升，但收入水平受市场行情影响较大，未来需持续关注经纪业务竞争力提升情况。

公司经纪业务主要包括股票经纪业务、基金经纪业务和债券经纪业务，近年来上述经纪业务规模呈上升走势，但 2021 年市场份额略有下降。2021 年公司代理买卖股票交易量为 1.34 万亿元，较上年增长 20.39%，代理买卖股票市场份额较上年下降 0.02 个百分点至 0.52%；代理买卖基金交易量 590.18 亿元，同比增长 8.87%，代理买卖基金市场份额较上年下降 0.08 个百分点至 0.32%；代理买卖债券交易额 766.21 亿元，较上年增长 26.47%，代理买卖债券市场份额较上年下降 0.04 个百分点至 0.27%。2022 年上半年，公司代理买卖股票和基金交易额分别为 0.58 万亿元和 223.76 亿元，市场份额较上年下降 0.01 个百分点和 0.10 个百分点，代理买卖债券交易额 518.74 亿元，市场份额与上年持平。

佣金率方面，受行业竞争加剧以及互联网金融冲击等影响，近年来公司证券经纪业务佣金率有所下滑，2021 年和 2022 年上半年经纪业务佣金率分别为 0.34‰和 0.33‰，证券经纪业务佣金率持续下降。

客户结构方面，公司经纪业务服务的客户中个人客户的占比较高，同时也包含银行、保险、基金等机构客户。公司坚持“以客户为中心”，加快经纪业务向财富管理转型，加大对高净值客户营销和投顾力度，截至 2021 年末，公司代理买卖证券款中个人客户资金占比为 87.13%，较上年提高 15.46 个百分点。截至 2022 年 6 月末，公司代理买卖证券款中个人客户资金占比为 89.09%，较上年提高 1.96 个百分点，个人客户资金占比持续增长。2021 年，公司代销金融产品 1,026 只，销售规模 53.28 亿元，代销产品收入 0.33 亿元，同比增长 42.35%。2022 年 1-6 月，公司代销金融产品 813 只，销售规模 87.52 亿元，代销产品收入 0.09 亿元，相当于 2021 年全年的 27.27%。

表 5：近年来公司代理买卖证券交易金额和市场份额情况（单位：亿元、%）

证券种类	2019		2020		2021		2022.1-6	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	7,437.79	0.58	11,097.03	0.54	13,359.81	0.52	5,840.86	0.51
基金	352.49	0.38	542.11	0.40	590.18	0.32	223.76	0.22
债券	168.97	0.21	605.84	0.31	766.21	0.27	518.74	0.27

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 投资银行板块

中航证券的投资银行业务依托实际控制人航空工业集团的军工背景和股东中航产融控股的金融资源，深度挖掘航空及军工产业链项目；2021 年以来，公司投行业务发展较好，股票承销金额大幅增加，但受新冠疫情和市场竞争加剧影响，投资银行业务盈利水平有所下降；2022 年以来，投行业务深入挖掘股东在军工领域的专业资源，股权融资规模稳步增长，同时相关项目储备较为丰富。

投资银行业务是公司传统核心业务之一，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。依托航空工业集团和中航产融控股的资源优势，公司近年来在航空及军工产业链上下游积累了众多项目经验。未来，公司投行业务将聚焦军工高端装备，深度挖掘航空乃至军工产业链资源，建设为企业提供全生命周期融资解决方案的平台。2021 年，公司实现证券承销与保荐业务收入 2.60 亿元，较上年下降 19.21%，在营业收入中的占比为 12.58%，较上年减少 5.60 个百分点，主要系股权业务受疫情影响，备案审批时间延长，收入确认时点相应后延及债券承销业务收费水平下降所致。2022 年上半年公司实现证券承销与保荐业务收入 1.77 亿元，相当于 2021 年的 68.07%。截至 2022 年 6 月末，公司投行业务团队 140 余人，其中注册保荐代表人 22 名。

股权融资方面，公司的实际控制人航空工业集团具有较强的军工背景，为公司投行业务带来较多的项目资源，公司坚持服务航空工业集团和市场化业务并举，聚焦军工高端装备制造行业以及高新技术产业，不断增加市场化业务储备，形成良好发展势头。2021 年以来，公司持续拓展服务军工产业链的深度和广度，股权融资类业务向航空及军工产业链上下游延伸。2021 年，公司完成股票主承项目 4 家，总承销金额为 38.71 亿元，较上年增长 34.41%；其中 IPO 项目 1 家，主承销金额为 9.26 亿元，再融资项目 3 家，主承销金额 29.45 亿元。2022 年上半年，公司完成股票主承销项目 3 家，总承销金额 39.21 亿元，相当于 2021 年全年的 101.29%；其中 IPO 项目 2 家，主承销金额 26.46 亿元，再融资项目 1 家，主承销金额 12.75 亿元，主要系以前年度储备项目集中落地所致。截至 2022 年 9 月末，公司存量辅导期企业共 9 家，主要集中在先进制造业。

债券融资方面，2021 年公司债券承销个数和承销金额均有所上升，2021 年公司共完成主承销债券项目 46 个，较上年增加 12 个，其中公司债项目 25 个、企业债项目 1 个，可转债 2 个，债券承销总额 289.12 亿元，较上年增长 30.64%。财务顾问业务方面，公司 2020 年开始开展相关工作，2021 年完成 30 笔财务顾问业务。新三板业务方面，2021 年公司完成 4 家新三板项目挂牌，融资金额 0.80 亿元。2022 年上半年，公司完成主承销债券项目 10 个，承销金额 53.81 亿元，相当于 2021 年全年的 18.61%，主要系新冠疫情多地散发和监管限制城投融资政策双重影响；其中公司债项目 8 个，承销金额 44.61 亿元，企业债项目 2 个，承销金额 9.20 亿元。财务顾问业务方面，2022 年上半年公司完成 18 笔财务顾问业务。新三板业务方面，2022 年上半年公司完成 1 家新三板项目挂牌，融资金额 0.40 亿元。

表 6：近年来公司股票和债券主承销情况

	2019	2020	2021	2022.06
股票承销业务				

主承销家数（家）	2	6	4	3
承销金额（亿元）	9.56	28.80	38.71	39.21
<b>债券承销业务</b>				
主承销家数（家）	19	34	46	10
承销金额（亿元）	222.18	221.31	289.12	53.81
<b>财务顾问业务</b>				
财务顾问项目家数（家）	0	29	30	18
<b>新三板业务</b>				
新三板项目家数（家）	0	3	4	1
融资金额（亿元）	0.00	2.97	0.80	0.40

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 资产管理板块

**中航证券的资产管理业务规模保持稳定，立足资产管理本源，并结合股东资源优势，加强业务创新，丰富产品类型；公司主动管理转型取得一定成效，现有产品均为净值型主动管理产品。**

公司资产管理业务立足资管本源，以主动管理业务为核心，打造丰富的产品线，推动产品多策略转型，加强产品创设和权益投资能力建设，打造中航军工资管品牌。同时，中航证券与子公司中航基金和中航创新资本合作，借助子公司的基金类产品丰富自身产品线，更好满足客户多样化需求。2021 年以来，公司在遵守证监会各项管理制度要求的前提下，开展面向城农商行的资管、理财、自营板块投顾业务，实现具有中航品牌特色的专业化资管服务。截至 2021 年末，公司资产管理业务全部为净值型主动管理产品，主动管理转型成效显著。2021 年，公司实现资产管理业务收入 1.90 亿元，较上年增长 33.22%，在营业收入中的占比为 9.20%，较上年上升 1.14 个百分点。2022 年上半年，公司实现资产管理业务收入 0.77 亿元，相当于 2021 年全年的 40.51%。

截至 2021 年末，公司资产管理业务规模为 379.58 亿元，较上年增加 7.80%，全部为主动管理。其中集合资产管理计划、单一资产管理计划、专项资产管理计划管理净资产规模分别为 166.99 亿元、185.05 亿元和 27.54 亿元。截至 2022 年 6 月末，公司资产管理业务总规模为 374.81 亿元，较上年减少 1.26%，全部为主动管理产品。其中集合资产管理计划和专项资产管理计划管理规模分别为 171.57 亿元和 61.48 亿元，分别较上年末增加 2.74%和 123.24%，定向资产管理计划管理规模为 141.76 亿元，较上年末减少 23.39%。截至 2022 年 6 月末，公司存续的集合和单一资产管理产品持仓中，权益资产占净值比约 45.36%，固收类资产占净值比约 57.82%。债券持仓中前十大发行人主要为各地方城投和金融机构，其中江苏省和浙江省城投债占债券持仓净值占比较高，其余省份城投债较为分散。此外，公司作为单一资产管理计划管理人持有华晨汽车集团控股有限公司（以下简称“华晨汽车”）发行的“19 华晨 04”和“19 华晨 02”债券，票面金额合计 4.55 亿元，因华晨汽车破产重整提前到期，相关债权已被重整管理人全额确认，公司将积极对违约债券进行追偿。

表 7：近年来公司资产管理业务规模（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022.06
产品总规模	192.25	352.1	379.58	374.81
其中：集合计划规模	68.78	151.6	166.99	171.57
单一计划规模	102.82	180.68	185.05	141.76

专项计划规模	20.65	19.82	27.54	61.48
其中：主动管理规模	192.25	352.10	379.58	374.81
基金管理规模	47.63	186.27	327.30	322.30

注：因四舍五入原因，分项加总与合计数存在差异。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

公司基金业务主要由子公司中航基金管理有限公司负责运营管理，产品类型以固定收益类基金产品为主、权益基金为辅。2021 年，公司加大基金业务拓展力度；同年 5 月，公司参与首批基础设施公募 REITs 产品中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金的发行，进一步丰富产品种类。截至 2021 年末，公司基金管理规模为 327.30 亿元，较上年增长 75.71%；全年实现基金业务收入 0.66 亿元，同比增长 270.71%。截至 2022 年 6 月末，公司基金管理规模为 322.30 亿元，较上年末减少 1.53%，实现基金业务收入 0.51 亿元，相当于 2021 年全年的 77.08%。

## 证券销售及交易业务板块

**得益于股东增资，中航证券的证券投资规模较上年有所增长，债券投资和基金投资占比较高，积极培育股权投资策略。**

公司证券自营业务主要由投资管理总部负责运营管理，主要投资标的为股票、债券、基金和资产管理计划以及衍生金融工具等产品。公司证券自营业务具有以固定收益类业务为主、权益业务为辅的特征。截至 2021 年末，公司自营投资规模为 120.10 亿元，较上年增长 29.09%；全年实现证券投资业务收入 5.36 亿元，同比增长 62.94%，在营业收入中的占比为 25.94%，较上年上升 7.35 个百分点。公司 2021 年实现投资总收益（含公允价值变动损益、投资收益、其他债权投资利息收入、其他综合收益中的其他权益工具投资公允价值变动及其他债权投资公允价值变动，不含对联营及合营企业投资收益）9.61 亿元，较上年增长 36.18%。截至 2022 年 6 月末，公司自营投资规模为 177.69 亿元，较上年增加 47.95%，主要系增资后可运用资本金较上年末增长所致。公司 2022 年上半年实现证券投资业务收入 1.85 亿元，相当于 2021 年全年的 34.57%；实现投资总收益 3.91 亿元，相当于 2021 年全年的 40.69%。

固定收益投资方面，公司坚持低风险的投资策略，将更多的资金投向债券等相对风险较低的业务。公司积极增强投研、风控以及交易能力，并在此基础上，拓展投资范围，灵活运用多种策略实现股指期货、国债期货、利率互换、债券借贷等多种工具，积极开展套保与套利的操作，逐渐形成全方位、多样化、多层次的盈利能力。截至 2021 年末，公司自营投资中债券投资 91.23 亿元，较上年增长 20.36%，在公司自营投资中的占比为 75.96%，较上年下降 5.51 个百分点，主要系 2021 年以来，债券市场波动较大，公司灵活调整仓位以把握结构性机会所致。截至 2022 年 6 月末，公司自营投资中债券投资 117.53 亿元，较上年末增加 28.84%，在公司自营投资中的占比较上年末下降 9.82 个百分点。公司所持债券以信用债为主，其中城投债占比超过 50%，主体广泛分布于 30 余个省市自治区，以市级平台为主。

权益投资方面，公司加强主动管理，在市场合适的时候，有效扩大各种套利业务的规模，同时拓展港股通业务，打开被限于单一区域市场的局面，培养量化投资业务，培养风格基金和可交易基金的投资业务，为不同的年度增加更多可选择的策略。截至 2021 年末，公司基金投资 14.78 亿



元，股票/股权投资 4.73 亿元，分别较上年增长 54.05%和减少 5.38%，在公司自营投资中的占比分别为 12.30%和 3.94%，主要系 2021 年受新冠疫情反复、外围地缘政治不稳定、全球经济增长乏力等因素扰动，资本市场波动较大。截至 2022 年 6 月末，公司基金投资 34.10 亿元，股票/股权投资 13.86 亿元，分别较上年末增长 130.76%和 205.73%，在公司自营投资中的占比分别较上年末提升 6.89 个百分点和 4.03 个百分点。股票/股权投资方面，公司加强投研队伍建设，引入军工电子行业资深分析师，加强“投行+投资”业务体系建设，2022 年对 2 家 IPO 主承项目进行了跟投，跟投金额合计 1.4 亿元。公司坚持价值投资理念，重点布局受益于稳增长政策的低位权重板块、具有长期成长性的碳中和板块、以及有业绩保障具备成长动力的军工板块；此外，基金投资标的中货币基金及债券型基金占比在 70%以上，风险偏好整体较低。

表 8：近年来公司投资组合情况（单位：亿元、%）

	2019		2020		2021		2022.06	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券投资	68.87	68.03	75.79	81.47	91.23	75.96	117.53	66.14
基金	23.40	23.11	9.59	10.31	14.78	12.30	34.10	19.19
股票/股权	2.39	2.36	5.00	5.37	4.73	3.94	13.86	7.80
信托计划	2.83	2.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.55	0.31
券商资管	3.75	3.71	2.65	2.85	7.51	6.25	11.20	6.30
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	1.86	1.55	0.44	0.25
合计	101.23	100.00	93.03	100.00	120.10	100.00	177.69	100.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 信用业务板块

**中航证券的融资融券业务发展较快，股票质押业务呈压降态势，未来需对公司信用业务的信用风险和存量业务的违约处置情况保持关注。**

自 2012 年公司获得融资融券业务试点资格以来，公司信用业务运营良好，目前公司信用业务主要由融资融券业务和股票质押回购业务两大业务构成。

融资融券业务方面，截至 2021 年末，公司融资融券余额为 48.14 亿元；2021 年实现融资融券业务收入 3.45 亿元，维持担保比为 283.42%，同比增长 25.36 个百分点。截至 2022 年 6 月末，公司融资融券余额为 42.42 亿元，较年初下降 11.88%；2022 年上半年实现融资融券业务收入 1.67 亿元，相当于 2021 年全年的 48.41%；维持担保比为 268.64%，较上年下降 14.78 个百分点。近年来公司融资融券业务违约事件频发，主要系相关股票丧失流动性处置不及时导致未能及时平仓，且融资金额较大，融资人发生风险后未能及时追加保证金或担保物。截至 2022 年 6 月末，公司融资融券业务违约金额合计 1.34 亿元，已计提减值准备 0.82 亿元，计提比例 61.19%。公司不断完善融资融券业务风险管理体系，提高标的券的准入标准，同时降低单一客户集中度和单一标的券集中度，未来仍需对公司融资融券业务风险保持关注。

股票质押式回购业务方面，截至 2021 年末，公司股票质押式回购余额为 6.44 亿元；2021 年实现股票质押业务收入 0.80 亿元，履约保障比为 329.56%。截至 2022 年 6 月末，公司股票质押业务

余额为 7.08 亿元，较年初增加 9.94%；实现股票质押业务收入 0.20 亿元，相当于 2021 年全年的 25.00%，主要系上半年月均股票质押业务规模较上年同期大幅下降，叠加股票质押业务利率水平向下调整所致；履约保障比为 272.05%。2018 年以来，公司部分股票质押回购项目触发了股票质押合同违约条款，主要原因包括履约保障比例低于平仓线且未在合同约定时间内补仓或购回，或者未按照约定支付利息等。截至 2022 年 6 月末，公司股票质押式回购存量业务风险项目共计 2 笔，其中一笔提供充足担保，并于 7 月末处置完毕担保物，对公司损益无影响；另一笔融资方现已进入破产重整程序，公司已根据重整计划完成信托份额确认，不再计提减值，截至 2022 年 6 月末该项目账面价值为 0.55 亿元，后续公司将持续跟进追偿措施，积极化解股票质押业务违约事件。近年来公司主动压降股票质押规模，制定并完善了股票质押各项管理制度，总风险敞口在可控范围内，未来需对公司股票质押业务的风险状况保持关注。

表 9：近年来公司信用业务情况（单位：亿元，%）

	2019	2020	2021	2022.06
<b>融资融券业务</b>				
融资融券余额	25.73	41.48	48.14	42.42
维持担保比	268.77	258.06	283.42	268.64
融资融券业务收入	2.01	2.59	3.45	1.67
<b>股票质押式回购业务</b>				
股票质押式回购余额	26.21	14.27	6.44	7.08
履约保障比	263.41	260.06	329.56	272.05
股票质押业务收入	2.01	1.30	0.80	0.20

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，中航证券 2021 年自营投资、资产管理、经纪和信用业务发展较好，盈利水平稳步增长；2022 年以来，公司的投资银行业务逐渐显现产融结合的资源优势。公司 2022 年获得原股东同比例增资 20 亿元，资本金得到有效补充，各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性。近年来公司债务规模有所上升，但得益于利润总额的增长，偿债能力有所提高，未来仍需持续关注债务期限结构及整体偿债能力的变化情况。

## 盈利能力及盈利稳定性

2021 年证券市场交投活跃，公司经纪、资管和信用业务发展较好，收入稳中有进，推动公司盈利水平稳步增长；公司较好地把握了市场上的结构性行情，投资收益及公允价值变动损益继续大幅增长。2022 年以来，资本市场波动较大，公司经营业绩仍表现出较强的稳定性。

公司整体的盈利状况变化趋势和证券市场的走势具有较大的相关性。2021 年以来，证券市场整体呈现震荡格局，市场交投活跃度提升，资本市场深化改革进程提速，证券行业整体实现较好收益。公司多项业务实现较好发展，全年实现营业收入 20.66 亿元，同比增长 16.78%。

从收入结构来看，2021 年中航证券仍以手续费及佣金净收入为主，全年实现手续费及佣金净收入 9.46 亿元，同比增长 8.54%，在营业收入中的占比较上年下降 3.48 个百分点至 45.76%。随着



2021 年证券交易活跃，公司经纪业务手续费净收入持续增长，全年实现经纪业务净收入 4.08 亿元，同比增长 11.46%，在营业收入中的占比同比小幅下降 0.94 个百分点至 19.77%；投资银行业务受当年 IPO 业务备案审批进度放缓以及债券承销收费水平下降影响，2021 年投资银行业务净收入同比减少 19.21%至 2.60 亿元，在营业收入中的占比同比下降 5.60 个百分点至 12.58%；资产管理业务的业务规模逐步扩大，2021 年实现收入 1.90 亿元，同比增长 33.22%，在营业收入中的占比同比上升 1.14 个百分点至 9.20%。

投资收益及公允价值变动收益方面，2021 年公司在稳健投资的基础上抓住军工赛道的市场表现，自营业务取得较好的投资回报，全年投资收益及公允价值变动损益合计同比增加 62.94%至 5.36 亿元，收入占比上升 7.35 个百分点至 25.94%。

利息净收入方面，受融资融券利息收入增加的影响，2021 年公司利息收入同比增长 3.02%至 10.33 亿元，同时利息支出同比增长 4.99%至 4.71 亿元。综合来看，利息净收入同比增长 1.42%至 5.62 亿元，但由于营业收入中投资收益及公允价值变动损益增长幅度较大，利息净收入对收入的贡献度较上年下降 4.12 个百分点至 27.20%。

表 10：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2019		2020		2021		2022.1-9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	652.49	50.19	871.15	49.24	945.57	45.76	665.69	54.70
其中：经纪业务净收入	238.86	18.38	366.45	20.71	408.43	19.77	248.69	20.44
投资银行业务净收入	258.44	19.88	321.65	18.18	259.88	12.58	203.35	16.71
资产管理业务净收入	112.97	8.69	142.68	8.06	190.08	9.20	137.25	11.28
投资收益及公允价值变动收益	155.19	11.94	328.94	18.59	535.97	25.94	105.71	8.69
利息净收入	485.65	37.36	554.10	31.32	561.95	27.20	385.29	31.66
其他业务收入	2.05	0.16	0.49	0.03	9.28	0.45	55.61	4.57
汇兑收益	0.29	0.02	(1.02)	(0.06)	(0.37)	(0.02)	1.66	0.14
资产处置收益	0.83	0.06	(0.04)	(0.00)	0.08	0.00	0.32	0.03
其他收益	3.43	0.26	15.66	0.89	13.76	0.67	2.59	0.21
营业收入合计	1,299.93	100.00	1,769.28	100.00	2,066.24	100.00	1,216.87	100.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项求和数与合计数可能存在尾差。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

营业支出方面，证券公司业务具有知识密集型特征，人力成本在业务及管理费用中占比相对较高，且具有一定的刚性。2021 年公司业务及管理费同比增长 29.12%至 10.10 亿元，营业费用率较上年上升 4.68 个百分点至 48.90%。此外，由于之前信用业务计提较多减值损失，2021 年冲回部分融出资金减值损失及买入返售金融资产减值损失，全年冲回信用减值损失 1,028.67 万元。

受营业收入和营业支出两方面影响，2021 年公司盈利水平有所提升，全年实现净利润同比增长 20.97%至 8.09 亿元。考虑到其他综合收益的影响后，2021 年公司实现综合收益 8.18 亿元，同比增长 28.94%。从利润率来看，2021 年公司的平均资产回报率与平均资本回报率分别较上年提升 0.49 个百分点和 1.20 个百分点至 4.32%和 10.36%。盈利稳定性方面，2021 年公司利润总额变动

系数为 25.69%，处于行业平均水平。

2022 年前三季度，公司实现手续费及佣金净收入 6.66 亿元，相当于 2021 年全年手续费及佣金净收入的 70.40%。其中，经纪业务净收入、投资银行业务净收入以及资产管理业务净收入分别为 2.49 亿元、2.03 亿元以及 1.37 亿元，分别相当于 2021 年全年的 60.89%、78.25%和 72.20%。2022 年 1-9 月，公司实现利息净收入 3.85 亿元，相当于 2021 年全年的 68.56%；投资收益及公允价值变动损益 1.06 亿元，仅相当于 2021 年全年的 19.72%。同期，公司发生业务及管理费 7.07 亿元，相当于 2021 年的 70.01%，营业费用率较上年度上升 9.22 个百分点至 58.12%。受上述因素共同影响，2022 年 1-9 月公司实现净利润 4.03 亿元，相当于 2021 年全年净利润的 49.80%。此外，考虑到其他综合收益的影响后，公司同期实现综合收益 4.25 亿元，相当于 2021 年综合收益总额的 51.99%。

表 11：近年来主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-9
经调整后的营业收入	13.00	17.69	20.66	12.17
业务及管理费	(6.71)	(7.82)	(10.10)	(7.07)
营业利润	5.50	8.57	10.52	5.13
净利润	4.30	6.69	8.09	4.03
综合收益	5.05	6.35	8.18	4.25
营业费用率	51.64	44.22	48.90	58.12
平均资产回报率	2.95	3.83	4.32	--
平均资本回报率	7.97	9.16	10.36	--
利润总额变动系数	47.70	51.04	25.69	--

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 风险管理能力、杠杆及资本充足性

**中航证券 2022 年公司获得原股东同比例增资 20 亿元，并完成资本公积转增股本，资本金得到有效补充，杠杆水平有所回落，各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性。**

公司自成立以来，多次增资扩股，资本实力不断提升。截至 2021 年末，公司注册资本及实收资本均为 36.34 亿元。2022 年公司股东中航投资和中航产融控股同比例现金增资 20.00 亿元，其中股本和资本公积分别增加 9.87 亿元和 10.13 亿元，并于 2022 年 5 月 9 日完成增资的工商变更登记。2022 年 9 月 13 日，公司完成资本公积转增股本 27.07 亿元。截至 2022 年 9 月末，公司的注册资本增加至 73.28 亿元。

从风险控制指标来看，截至 2022 年 9 月末，母公司口径净资产规模为 99.37 亿元，较上年末增长 28.98%；净资本规模为 90.99 亿元，较上年末增长 27.83%；净资本/净资产比率较上年末下降 0.82 个百分点至 91.56%，风险覆盖率较上年末上升 21.06 个百分点至 335.87%，资本杠杆率较上年末上升 1.97 个百分点至 34.65%，主要风险控制指标处于良好水平。从杠杆水平来看，同期末，公司净资本/负债比率和净资产/负债比率分别较上年末上升 1.07 个百分点和 1.75 个百分点至 60.87%和 66.48%，杠杆水平有所回落。

从资产减值准备情况来看，截至 2021 年末，公司资产减值准备余额为 2.23 亿元，较 2020 年末

减少 4.40%。其中，应收账款及其他应收款坏账准备较 2020 年末增加 0.49 亿元至 1.51 亿元、融出资金减值准备较 2020 年末减少 0.18 亿元至 0.37 亿元，买入返售金融资产减值准备较 2020 年末减少 0.41 亿元至 0.27 亿元。公司减值准备已充分反映资产风险，计提较为充分。

整体来看，目前公司各项风险指标均高于监管标准，反映出较高的资本充足性和资产安全性。公司 2022 年获得股东增资后，资本实力进一步增强。

表 12：近年来公司风险控制指标情况（母公司口径）（单位：亿元、%）

项目	标准	2019	2020	2021	2022.09
净资本	--	62.10	73.39	71.18	90.99
净资产	--	70.27	73.60	77.05	99.37
风险覆盖率	$\geq 100$	146.49	309.60	314.81	335.87
资本杠杆率	$\geq 8$	36.05	36.28	32.68	34.65
流动性覆盖率	$\geq 100$	485.15	1,019.59	244.97	394.44
净稳定资金率	$\geq 100$	189.05	211.27	189.19	189.66
净资本/净资产	$\geq 20$	88.38	99.71	92.38	91.56
净资本/负债	$\geq 8$	61.26	71.78	59.80	60.87
净资产/负债	$\geq 10$	69.31	71.99	64.73	66.48
自营权益类证券及其衍生品/净资本	$\leq 100$	6.92	6.01	10.22	9.22
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	$\leq 500$	157.93	118.12	147.13	160.78

注：净资本及风险控制指标数据依据 2020 年 1 月中国证监会修订并颁布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行计算。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

## 偿债能力

**中航证券 2021 年债务规模和资产负债率有所上升，但得益于利润总额的增长，偿债能力有所提高；2022 年公司完成股东增资，资产负债率有所下降，未来仍需持续关注债务期限结构及整体偿债能力的变化情况。**

随着业务规模的增长，公司对外融资需求增加，通过发行公司债、次级债及收益凭证等多种方式对外融资，债务总量整体有所增长。2019 年 10 月 28 日，公司发行公司债券 10 亿元，期限 3 年；2020 年 8 月 21 日，公司发行次级债 5 亿元，期限 3 年；2020 年 10 月 20 日，公司发行次级债 8 亿元，期限 3 年；2021 年 8 月 5 日，公司发行公司债 15 亿元，期限 3 年。截至 2021 年末，中航证券的总债务规模为 105.51 亿元，较 2020 年末增长 10.04%，主要由于公司新增短期借款和应付短期债券规模扩大所致。其中短期债务规模 75.24 亿元，较 2020 年末增加 18.44%；长期债务规模 30.28 亿元，较 2020 年末下降 6.45%，长期债务占比为 28.70%，比上年末下降 5.05 个百分点。截至 2022 年 9 月末，公司总债务较年初增长 36.56%至 145.38 亿元，未来需持续关注债务期限结构及整体偿债能力的变化情况。

从资产负债率来看，2021 年该指标有所回升。截至 2021 年末，公司资产负债率较 2020 年末上升 1.74 个百分点至 59.10%，但仍处于安全水平。截至 2022 年 9 月末，随着股东增资的完成，公司资产负债率较年初下降 0.34 个百分点至 58.76%，资产负债率有所下降。

从经营活动净现金流来看，受购买交易性金融资产影响，2021 年公司实现经营活动净现金流量-7.12 亿元，较上年 25.03 亿元的金额减少 32.16 亿元；2022 年 1-6 月公司实现经营活动净现金流

量-9.66 亿元，其中经营活动现金流入主要为回购业务资金净增加额，经营活动现金流出主要是为交易目的而持有的金融资产的净增加额。

现金获取能力方面，得益于利润总额的增长，2021 年公司 EBITDA 为 15.80 亿元，同比增长 20.79%；总债务/EBITDA 为 6.68 倍，较上年下降 0.65 倍；EBITDA 利息倍数为 3.56 倍，较上年提高 0.48 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所提升，处于较好水平。2022 年上半年，公司 EBITDA 为 7.07 亿元，相当于 2021 年全年的 44.78%，EBITDA 利息倍数为 3.07 倍。整体来看公司偿债能力处于较好水平。

表 13：近年来公司偿债能力指标

指标	2019	2020	2021	2022.09
资产负债率（%）	59.10	57.36	59.10	58.76
经营活动净现金流（亿元）	(25.59)	25.04	(7.13)	--
EBITDA（亿元）	9.21	13.08	15.80	--
EBITDA 利息倍数（X）	2.60	3.08	3.56	--
总债务/EBITDA（X）	10.55	7.33	6.68	--

数据来源：中航证券，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年 6 月末，公司处于抵押、质押、担保和其他限制用途安排状态的资产合计 0.26 亿元，为一般风险准备金。

截至 2022 年 6 月末，公司无对外担保（不含对子公司担保）。

截至 2022 年 6 月末，公司涉案金额超过 5,000 万元的未决诉讼及仲裁事项共 5 项，其中 2 项诉讼已终结执行程序，其他 3 项共涉及金额 2.98 亿元。其中，股票质押案件 2 件，涉及本金 2.08 亿元；融资融券业务案件 1 件，涉及本金 0.9 亿元。

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，2022 年完成增资后，公司流动性覆盖率和净稳定资金率有所上升，均高于监管标准，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

从公司资产流动性来看，截至 2021 年末，公司自有资金及结算备付金余额为 7.25 亿元，同比减少 46.55%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 3.68%，较 2020 年末下降 3.94 个百分点。截至 2022 年 6 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 8.65 亿元，较年初增加 19.27%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 3.44%。截至 2022 年 9 月末，公司自有资金及结算备付金余额为 17.15 亿元，较年初增加 136.61%，占剔除代理买卖证券款及代理承销证券款后资产总额的比例较年初上升 3.09 个百分点至 6.77%。

从流动性风险管理指标看，截至 2022 年 9 月末，公司流动性覆盖率较年初增长 149.47 个百分点至 394.44%；净稳定资金率较年初上升 0.47 个百分点至 189.66%。公司完成增资后相关风险管理指标有所提高并且均高于监管要求，公司长短期流动性管理均处于较好水平，未来需关注业务开

展过程中面临的流动性管理压力。

财务弹性方面，公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2022 年 6 月末，公司已获得主要贷款银行授信额度合计 185.50 亿元，已使用额度 19.55 亿元，尚未使用的授信额度为 165.95 亿元。此外，截至 2022 年 6 月末，公司已取得中国证券金融股份有限公司授信 30.00 亿元，已使用授信 9.00 亿元，尚未使用的授信额度为 21.00 亿元。公司间接融资能力较强，备用流动性充足。

综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析

**中诚信国际认为，公司 ESG 表现较好，ESG 对持续经营和信用风险无负面影响。**

环境方面，公司为金融行业，无环境风险，目前尚未受到环境方面的监管处罚。

社会方面，公司积极贯彻落实国家关于“碳达峰、碳中和”重大战略部署，切实践行“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念，大力发展绿色金融，履行社会责任。公司管理的“中航首钢绿能 REIT 资产支持证券专项计划”是国内基础设施公募 REITs 市场唯一的固废环保和绿色能源类产品。公司于 2022 年 3 月成功发行了“中航证券-中航产融大厦绿色资产支持专项计划（碳中和）”，该计划是上海证券交易所和北京市首单绿色（碳中和）CMBS 产品。同期，由中航基金担任管理人的“中航瑞华 ESG 一年定期开放债券型发起式证券投资基金”正式成立，这是国内市场上首支获批、首支成立的 ESG 主题公募债基。未来公司将致力探索更多优质绿色项目，促进绿色产业与绿色金融同频共振，为国家“双碳”目标的实现贡献更多航空力量，以优质的金融服务为生态文明建设注入新动力。

治理方面，公司建立了由股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的治理架构，形成了权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。董事会是公司的决策机构，对股东会负责，负责执行股东会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，董事由股东会选举或更换。公司董事会现由 9 名董事组成，设董事长 1 人。董事会下设合规与风险控制委员会、战略与投资决策委员会、审计委员会、薪酬与提名委员会四个专业委员会。监事会则是公司的内部监督机构，对股东会负责，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名。公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责，主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事会决议，向董事会汇报工作，并根据总经理职责范围行使职权。

## 外部支持

**公司实际控制人航空工业集团对公司有较强的支持能力及支持意愿，主要体现在以下方面：**

截至 2022 年 9 月末，中航证券共有 2 家股东，分别为：中航投资控股有限公司（持股 71.71%），中航工业产融控股股份有限公司（持股 28.29%）。中航投资控股有限公司系中航工业产融控股股份有限公司控股子公司，两家股东均为中国航空工业集团有限公司的下属公司，中国航空工业集



团有限公司为中航证券的实际控制人。航空工业集团是由中央管理的国有特大型企业，是国家授权投资的机构，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。集团公司设有航空装备、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 100 余家成员单位、有近 27 家上市公司，员工逾 45 万人。航空工业集团在成立之初即对内部金融资产进行整合，通过股权划转与托管方式，将证券公司、财务公司、租赁公司、信托公司、期货公司、产业基金、保险公司置入中航产融控股；同时，通过收购和参股的方式涉足银行业、寿险业，初步搭建了金融控股公司框架。截至 2021 年末，航空工业集团经审计总资产 12,383.23 亿元，净资产 3,973.87 亿元；2021 年度实现营业收入 5,190.36 亿元，营业利润 212.37 亿元，净利润 169.32 亿元。截至 2022 年 9 月末，航空工业集团经审计总资产 12,664.10 亿元，净资产 4,257.73 亿元；2022 年 1-9 月实现营业总收入 3,932.31 亿元，营业利润 239.67 亿元，净利润 199.42 亿元。

公司实际控制人航空工业集团在国内军、民用飞机制造领域占有主导性、决定性地位。航空工业“十四五”规划对金融创新支持航空主业发展提出更高要求。公司作为证券公司深度参与航空工业改革发展顶层设计、产业整合、混合所有制改革、新兴产业布局、科技创新、自主可控等各项工作，在资源、技术、资金、人才、商业网络等各个方面都得到充分支持。同时公司作为中航工业产融控股股份有限公司成员单位，与同一平台的中航信托股份有限公司、中航国际租赁有限公司、中航期货有限公司、中航安盟财产保险有限公司、中航产业投资有限公司以及惠华基金管理有限公司等形成紧密协同关系，形成了跨领域综合金融牌照的业务能力。依托股东背景与金融市场资源，公司在国防军工领域形成了独具特色的直接融资、价值投资、私募股权投资等业务，军工特色综合金融业务体系逐渐成型，特色市场竞争力快速提升。中诚信国际认为航空工业集团对中航证券有较强的支持能力及支持意愿。

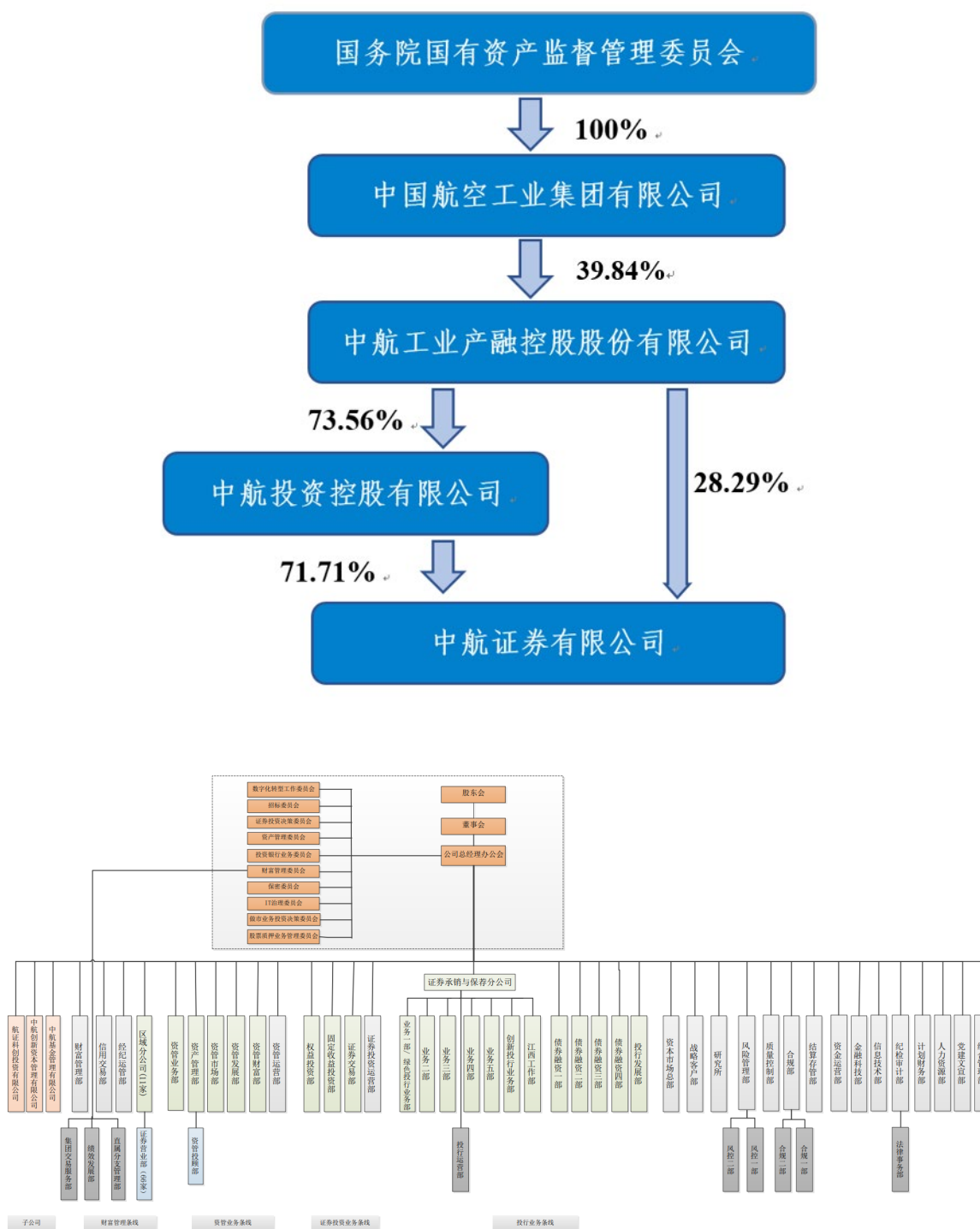
2022 年增资到位后，公司延续投行引领的业务策略，持续为航空产业链上下游企业提供 IPO、再融资、并购重组、发行债券等资本运营和融资服务，积极打造军工投行品牌，2022 年前三季度投行业务股权融资规模和债券承销规模稳步增长。“十四五”规划下，公司紧紧抓住我国航空产业链转型升级的重要机遇，积极通过研究、投行、投资、资管、财富管理等多渠道、全方位为以航空工业集团为龙头的我国航空产业链的发展提供综合金融服务。借助于股东背景与金融资源，公司未来将持续深入我国国防工业军民融合及军工产融结合的改革工作，并不断形成强有力的竞争力和品牌影响力。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定中航证券有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为正面；评定“中航证券有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。



附一：中航证券有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：中航证券有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2019	2020	2021	2022.09
货币资金及结算备付金	5,929.37	7,005.52	7,700.49	7,772.41
买入返售金融资产	2,928.81	2,488.78	1,292.71	1,825.31
金融投资：交易性金融资产	3,632.91	2,065.63	4,019.88	6,551.43
金融投资：债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
金融投资：其他债权投资	6,471.18	7,218.46	7,970.62	9,863.06
金融投资：其他权益工具投资	19.37	19.37	19.37	19.37
长期股权投资	32.48	110.47	116.14	159.12
融出资金	2,572.65	3,882.78	4,744.55	4,384.50
总资产	22,126.73	23,476.40	26,737.64	31,457.83
代理买卖证券款	4,936.00	5,711.91	7,048.41	6,126.06
短期债务	5,361.80	6,352.35	7,512.65	--
长期债务	4,357.34	3,236.54	3,027.67	--
总债务	9,719.14	9,588.89	10,551.17	14,537.67
总负债	15,095.70	15,901.90	18,685.49	21,011.62
股东权益	7,031.03	7,574.49	8,052.15	10,446.21
净资本（母公司口径）	6,210.16	7,338.52	7,117.94	9,099.00
手续费及佣金净收入	652.49	871.15	945.57	665.69
其中：经纪业务净收入	238.86	366.45	408.43	248.69
投资银行业务净收入	258.44	321.65	259.88	203.35
资产管理业务净收入	112.97	142.68	190.08	137.25
利息净收入	485.65	554.10	561.95	385.29
投资收益及公允价值变动	155.19	328.94	535.97	105.71
营业收入	1,299.93	1,769.28	2,066.24	1,216.87
业务及管理费	(671.24)	(782.46)	(1,010.30)	(707.27)
营业利润	549.69	857.44	1,052.39	512.69
净利润	429.71	669.09	809.39	403.07
综合收益	505.16	634.68	818.38	425.44
EBITDA	921.13	1,307.79	1,579.67	--
财务指标	2019	2020	2021	2022.09
<b>盈利能力及营运效率</b>				
平均资产回报率(%)	2.95	3.83	4.32	--
平均资本回报率(%)	7.97	9.16	10.36	--
营业费用率(%)	51.64	44.22	48.90	58.12
<b>流动性及资本充足性（母公司口径）</b>				
风险覆盖率(%)	146.49	309.60	314.81	335.87
资本杠杆率(%)	36.05	36.28	32.68	34.65
流动性覆盖率(%)	485.15	1,019.59	244.97	394.44
净稳定资金率(%)	189.05	211.27	189.19	189.66
净资本/净资产(%)	88.38	99.71	92.38	91.56
净资本/负债(%)	61.26	71.78	59.80	60.87
净资产/负债(%)	69.31	71.99	64.73	66.48
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	6.92	6.01	10.22	9.22
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	157.93	118.12	147.13	160.78

### 偿债能力

资产负债率(%)	59.10	57.36	59.10	58.76
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.60	3.08	3.56	--
总债务/EBITDA(X)	10.55	7.33	6.68	--

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本充足性及流动性	风险覆盖率	净资本/各项风险资本准备之和
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金
盈利能力	经调整后的营业收入	营业收入-其他业务成本
	平均资产回报率	净利润/[(当期末总资产-当期末代理买卖证券款-代理承销证券款+上期末总资产-上期末代理买卖证券款-代理承销证券款)/2]
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益+上期末所有者权益)/2]
	营业费用率	业务及管理费/营业收入
	投资总收益	投资收益-对联营及合营企业投资收益+公允价值变动损益+其他债权投资利息收入+债权投资利息收入+其他权益工具投资公允价值变动+其他债权投资公允价值变动
	利润总额变动系数	近三年利润总额标准差/近三年利润总额算数平均数
偿债能力	EBITDA	利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+折旧+无形资产摊销+使用权资产折旧+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息倍数	EBITDA/（应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出）
	短期债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付短期融资款+一年以内到期应付债券+一年内到期长期借款
	长期债务	一年以上到期的应付债券+一年以上到期的长期借款
	总债务	短期借款+拆入资金+卖出回购金融资产+应付债券+应付短期融资款+长期借款+租赁负债
	资产负债率	(总负债-代理买卖证券款-代理承销证券款)/(总资产-代理买卖证券款-代理承销证券款)

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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。
bbb	在无外部特殊支持下，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。
bb	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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。
ccc	在无外部特殊支持下，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。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

主体等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
C	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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn