



中航证券有限公司公开发行公司债券 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0296 号

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 31 日

本次跟踪发行人及评级结果 中航证券有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “21 中航 G1”、“23 中航 G1”和“23 中航 G2” AAA

评级观点

本次跟踪将中航证券有限公司（以下简称“中航证券”或“公司”）主体信用等级由 AA⁺调升至 AAA，展望由正面调整为稳定，将“21 中航 G1”、“23 中航 G1”和“23 中航 G2”的债项级别由 AA⁺调升至 AAA。本次主体及债项的信用等级调升主要基于以下考量因素：雄厚的股东实力、有力的股东支持、军工领域的资源优势、国家加速推进强军事事业建设带来的发展机遇、军工特色投行的快速发展、军工特色业务体系的建设以及杠杆水平较低为后续业务发展提供空间等正面因素对公司整体经营及信用水平的支撑作用；但同时，需关注证券市场竞争日趋激烈、公司竞争力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 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

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”）和中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资”），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，资本实力进一步增强
- 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”或“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证券公司，在航空及军工产业链具有较强的资源优势，在新时代强军事事业蓝图下，公司积极助力航空强国建设，业务联动效果日趋显现
- 公司深度挖掘航空及军工产业链项目，打造军工特色投行，项目储备丰富；2022 年以来，多次实现重要项目突破，投行业务规模、收入双增长
- 公司加强军工特色业务体系建设，投研团队不断精进，并通过主动投资、战略配售和项目跟投等方式增厚投资收益
- 各项风险指标均显著高于监管标准，较低的杠杆水平为后续业务发展提供空间

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
- 公司经营虽具特色，但综合排名尚处行业中游，市场竞争力有待进一步提升
- 随着业务的快速发展，公司债务规模有所上升，流动性管理能力需进一步加强

项目负责人：赵婷婷 yzzheng@ccxi.com.cn

项目组成员：谭景予 jytan01@ccxi.com.cn

盛雪宁 xnsheng@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

中航证券	2020	2021	2022	2023.03
资产总额（亿元）	234.76	267.38	314.27	336.05
股东权益（亿元）	75.74	80.52	102.52	104.06
净资本（母公司口径）（亿元）	73.39	71.18	83.49	85.35
营业收入（亿元）	17.69	20.66	16.98	4.62
净利润（亿元）	6.69	8.09	5.50	1.16
平均资本回报率（%）	9.16	10.36	6.01	--
营业费用率（%）	44.22	48.90	58.20	66.78
风险覆盖率（%）	309.60	314.81	302.78	293.61
资本杠杆率（%）	36.28	32.68	34.50	33.81
流动性覆盖率（%）	1,019.59	244.97	398.03	234.82
净稳定资金率（%）	211.27	189.19	157.92	160.48
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.08	3.56	2.80	--
总债务/EBITDA（X）	7.33	6.68	11.08	--

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 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 年财务报告和 2022 年财务报告，以及未经审计的 2023 年一季度财务报表，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，2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 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。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	总资产（亿元）	净资本（母公司口径）（亿元）	净利润（亿元）	平均资本回报率（%）	风险覆盖率（%）
中航证券	314.27	83.49	5.50	6.01	302.78
财达证券	438.43	109.78	3.02	2.71	360.17
开源证券	550.72	117.52	5.15	3.21	231.38

注：“财达证券”为“财达证券股份有限公司”简称；“开源证券”为“开源证券股份有限公司”简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 中航 G1	AAA	AA ⁺	2022/11/23	15.00	15.00	2021/08/06~2024/08/06	--
23 中航 G1	AAA	AA ⁺	2023/01/05	10.00	10.00	2023/02/13~2026/02/13	--
23 中航 G2	AAA	AA ⁺	2023/03/24	10.00	10.00	2023/04/11~2026/04/11	--

● 评级模型

中航证券有限公司评级模型打分(2023_01)

BCA 级别	aa ⁺
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_2023_03

■ 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⁺ 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。

■ 外部支持：

中航证券的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，公司能在航空及军工产业链获取较强的资源优势；同时公司作为中航产融成员单位，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、中航航空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，具备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中航产融的支持能力较强，对中航证券的支持意愿较强。外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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，公司各期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。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年一季度中国经济修复略超预期，产出缺口较去年四季度有所收窄，但需要持续关注经济修复过程中的结构分化。

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

近期关注

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；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，全面注册制、个人养老金试点、买方投顾、科创板做市、两融标的扩容等政策出台，为证券行业带来更广阔的发展空间。党的二十大报告提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”的顶层设计也为证券行业发展指明方向。伴随全面注册制下的市场扩容及制度优化，证券公司或将以“投资+投行”模式拓宽收入空间，增厚资本化收入；随着居民财富从房地产向金融资产转移的大趋势，叠加资产配置效率提升，证券公司财富管理及资产管理的业务空间将增加；散户机构化趋势延续，机构客户群体逐渐壮大，证券公司的投研能力、交易能力、产品能力等机构业务发展空间广阔；资本市场双向开放，市场和客户的国际化发展加快证券公司的国际化进程，国际化业务将迎来较大的发展空间。资本市场深化改革下的财富管理、主动资管、大投行、机构业务、国际化业务等具备更高的增速，也对证券公司专业综合服务能力提出了更高的要求；在此背景下，业务结构多元、资本实力强、风控水平领先以及合规安全经营的综合型头部证券公司有望获得更高的市场份额，而聚焦细分领域的特色型证券公司以及属地资源调动能力强的中小证券公司亦有望获得差异化发展优势，行业竞争格局呈现综合化与差异化并举的局面。

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；在新时代强军事业蓝图下，中航证券秉承“忠诚奉献、逐梦蓝天”的航空报国精神，持续深化对航空工业集团的服务力度，迎接更广阔的发展机遇；投行业务方面，依托股东背景，重点围绕航空及军工产业链上下游开展业务，打造军工特色投资银行，股权融资项目发展良好且项目储备丰富；自营投资业务方面，加强军工特色业务体系建设，通过主动投资、战略配售和项目跟投等方式增厚投资收益；资产管理业务和基金业务方面，持续丰富策略选择和产品图谱，以军工科技为核心的风格体系逐渐鲜明。

公司深耕航空及军工领域，现阶段整体排名稳定在行业中游，竞争实力有待提升；公司业务资质齐全，多元化程度较好，随着二十大加速推进我国强军事业建设及中航证券自身资本实力的提升，公司发展前景良好。

公司作为我国军工央企下属唯一证券公司，秉承“忠诚奉献、逐梦蓝天”的航空报国精神，深耕军工领域。2022 年，党的二十大明确提出“开创国防和军队现代化新局面”、加快“武器装备现代化”等要求，为加速推进包括航空装备在内的主战装备、新域新质装备研制列装指明了方向，全面推进航空装备进入历史性新跨越的新阶段。同年，公司完成增资，资本实力有所提升。未来中航证券将进一步发挥金融专业作用，加强投研引领，通过多种业务工具深度参与各类军工企业资本运作项目，助力航空强国建设，以迎接更广阔的发展机遇。

表 1：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 2：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财富管理板块	828.45	46.82	857.82	41.52	741.52	43.68
自营投资板块	654.00	36.96	882.92	42.73	579.95	34.16
投资银行板块	321.65	18.18	259.88	12.58	260.62	15.35
资产管理板块	142.68	8.06	190.08	9.20	164.24	9.68
基金管理板块	17.76	1.00	65.84	3.19	104.39	6.15
其他利息收支	(232.97)	(13.17)	(234.39)	(11.34)	(240.03)	(14.14)
其他业务	37.70	2.13	44.09	2.13	86.87	5.12
营业收入合计	1,769.28	100.00	2,066.24	100.00	1,697.57	100.00

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“其他利息收支”主要为融资产生的利息支出。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

财富管理板块

中航证券的财富管理业务以资产配置为核心，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；经纪业务初步形成全国性营销网络，在江西省内具备一定的区域竞争优势；信用业务方面，公司积极开展融资融券业务，同时主动压降股票质押业务，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。

公司财富管理业务主要包括经纪业务及信用业务，公司以资产配置为核心，持续提升业务人员专业能力，丰富产品线，同时加强总部管理能力，推动财富管理向纵深发展。2022 年，公司财富管理业务收入受市场行情影响同比下降 13.56%至 7.42 亿元，在营业收入中的占比为 43.68%，较上年增加 2.16 个百分点。

经纪业务是公司的基础业务和优势业务，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。股基交易量方面，受资本市场剧烈波动影响，公司股基交易量较上年大幅减少，2022 年公司代理买票股票交易量 1.13 万亿元，同比下降 15.33%，代理买卖基金交易量 579.12 亿元，同比下降 1.87%，市场份额均较上年有所下降。托管市值及客户数量方面，截至 2022 年末，公司托管市值为 5,040.62 亿元，较上年下降 22.97%，客户数为 102.63 万户，较上年增加 4.33%，客户保证金排名为第 58 名，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，市场佣金率仍在走低，2022 年公司经纪业务佣金率为 0.31‰，较上年下降 0.003 个百分点。整体来看，公司经纪业务受市场行情影响较大，但客户数量仍保持正增长，为未来发展奠定基础。

网点布局方面，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，同时将满足条件的营业部升级为省级分公司以缩小管理半径、提升管理效

率。截至 2022 年末，公司拥有 63 家营业部，范围涵盖全国 19 个省市，较 2021 年末减少 5 家；12 家省级分公司，较 2021 年末增加 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，逐步转型为以省域分公司直接管理，总部对分公司进行管理的总分管理模式。

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。截至 2022 年末，公司代理买卖证券款中个人客户资金占比为 88.90%，较上年提高 1.77 个百分点，个人客户资金占比持续增长。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，2022 年，公司代销金融产品 1,457 只，销售规模 80.89 亿元，较上年增长 51.82%；收入确认受资金结算影响有一定滞后性，2022 年公司收到代销产品收入 0.24 亿元，同比下降 28.68%。

表 3：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	2020		2021		2022	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	11,097.03	0.54	13,359.81	0.52	11,311.15	0.50
基金	542.11	0.40	590.18	0.32	579.12	0.25
债券	605.84	0.31	766.21	0.27	942.37	0.25

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

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构成。

融资融券业务方面，截至 2022 年末，公司融资融券余额为 44.20 亿元，较上年下降 8.18%；2022 年实现融资融券业务收入 3.32 亿元，同比减少 3.77%；维持担保比为 246.02%，较上年减少 37.40 个百分点；担保物公允价值为 132.90 亿元，担保物较为充足。公司累计存量融资融券业务违约项目共 5 笔，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 年末，公司融资融券业务违约金额合计 1.34 亿元，考虑到存在部分担保资产，现已计提减值准备 0.85 亿元，计提比例 63.73%。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，公司融资融券业务风险总体可控。

股票质押式回购业务方面，截至 2022 年末，公司股票质押式回购余额为 5.20 亿元，较上年下降 19.25%；受股票质押业务规模下降及利率水平向下调整影响，2022 年公司实现股票质押业务收入 0.43 亿元，同比减少 46.25%；受公司主动出清折扣率较低项目及 A 股市场波动下行影响，履约保障比较上年减少 91.45 个百分点至 238.11%；担保物公允价值为 11.62 亿元，担保物较为充足。截至 2022 年末，公司股票质押式回购业务存量风险项目共 1 笔，融资方已进入破产重整程序，公司根据重整计划完成信托份额确认，不再计提减值，截至 2022 年末该项目账面价值为 0.55 亿元，后续公司将持续跟进追偿，积极化解股票质押业务违约风险。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。

表 4：近年来公司信用业务情况（单位：亿元、%）

	2020	2021	2022
融资融券业务			
融资融券余额	41.48	48.14	44.20
维持担保比	258.06	283.42	246.02
融资融券业务收入	2.59	3.45	3.32
股票质押式回购业务			
股票质押式回购余额	14.27	6.44	5.20
履约保障比	261.81	329.56	238.11
股票质押业务收入	1.30	0.80	0.43

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

自营证券投资板块

得益于股东增资，中航证券的自营投资规模较上年有所增长；公司投资策略较为稳健，证券投资方面以债券、股票和基金投资为主，其中股票投资重点布局以军工和科技为代表的优质成长板块；股权投资方面积极贯彻投研联动的股权投资策略，另类投资子公司通过战略配售、跟投等方式增厚投资收益，但需关注资本市场波动对限售股收益兑现的影响

公司开展自营投资业务的范围主要涉及股票、债券、基金和资产管理计划以及衍生金融工具等，同时通过另类子公司开展股权投资。受增资后可运用资本金较上年末增长影响，截至 2022 年末，公司自营投资规模为 165.14 亿元，较上年增长 37.50%；2022 年受资本市场剧烈波动影响，全年自营投资板块实现业务收入 5.80 亿元，同比下降 34.31%，在营业收入中的占比较上年减少 8.57 个百分点至 34.16%。公司 2022 年实现投资总收益¹5.78 亿元，同比下降 40.03%。2022 年 3 月，中航产融董事会审议通过了《关于公司所属成员单位中航证券、中航租赁申请金融衍生品业务资质的议案》，该议案明确了中航证券开展金融衍生品业务品种、规模、期限及授权，以及相应的风险管理策略。公司开展金融衍生品套期保值业务可以有效防范金融现货投资的价格风险、平滑投资业绩波动、稳定投资收益。

债券投资方面，公司秉承“研究驱动投资”的投研体系，积极增强投研、风控以及交易能力；在此基础上，积极拓展投资范围，灵活运用衍生品开展套保操作，逐渐形成全方位、多样化、多层次的盈利能力。同时，有效控制组合风险，提升持仓债券资质，夯实票息基础，全年持仓债券未出现风险事件。截至 2022 年末，公司债券投资规模 117.49 亿元，较上年增长 28.79%，在公司自营投资中的占比较上年减少 4.82 个百分点至 71.14%。公司所持债券以信用债为主，其中城投债占比约 61%，主体广泛分布于 24 个省市自治区，以经济发达地区为主。

股票投资方面，公司注重投研能力建设，深入市场交流，挖掘潜力行业，重点布局以军工和科技为代表的具有较好成长空间的优质标的，在政策支持的板块中寻找有业绩支撑的个股进行配置，逐渐形成以军工、科技为核心的风格体系。

股权投资方面，公司积极贯彻投研联动的投资策略，通过另类子公司航证科创投资有限公司（以

¹ 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。

下简称“航证科创”)进行科创板战略配售和跟投业务;2022 年完成了 2 家由中航证券主承 IPO 项目的跟投,跟投金额合计 1.40 亿元。此外,航证科创在航空工业集团产业资源和中航产融融协同优势下,专注于航空产业链和军工产业链的主动股权投资业务;2019 年成立至今,累计完成主动投资 4 笔,其中 3 家企业已成功上市。2022 年,航证科创全年投资收益和公允价值变动收益分别为 0.14 亿元和 3.67 亿元,分别同比增长 31.45%和 180.17%;实现净利润 2.80 亿元,同比增长 172.04%。受限售政策影响,航证科创投资收益与资本市场波动相关,未来需持续关注资本市场波动对航证科创收益兑现的影响。

截至 2022 年末,公司股票及股权投资规模 13.77 亿元,较上年增加 108.95%;公司投资的券商资管计划及基金投资规模分别为 20.69 亿元和 11.64 亿元,分别较上年增加 175.55%和减少 21.21%。

表 5: 近年来公司投资组合情况 (单位: 亿元、%)

	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	75.79	81.47	91.23	75.96	117.49	71.14
券商资管计划	2.65	2.85	7.51	6.25	20.69	12.53
股票	4.80	5.16	4.53	3.78	13.24	8.02
非上市股权	0.19	0.21	2.05	1.71	0.53	0.32
基金投资	9.59	10.31	14.78	12.30	11.64	7.05
理财产品	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	0.60
信托计划	0.00	0.00	0.00	0.00	0.55	0.34
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	93.03	100.00	120.10	100.00	165.14	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

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的金融资源,深度挖掘航空及军工产业链项目,打造军工特色投行,项目储备丰富;2022 年以来,股权融资规模稳步增长,多次实现重要项目突破,收入贡献度有所提高。

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,公司投行业务将继续聚焦军工高端装备,深度挖掘航空乃至军工产业链资源,为企业提供全生命周期融资解决方案。2022 年,公司实现投资银行业务收入 2.61 亿元,同比增长 0.28%,在营业收入中的占比较上年增加 2.78 个百分点至 15.35%。截至 2022 年末,公司投行业务团队 129 人,其中注册保荐代表人 28 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,聚焦国防军工、高端装备制造、新材料以及电子等高科技领域,深度挖掘和协同产业链资源,不断增加市场化业务储备,形成良好发展势头。2022 年以来,公司完成股票主承项目 4 家,总承销金额为 56.04 亿元,较上年增长 44.77%;IPO 项目 2 家,主承销金额为 26.46 亿元,其中一家为军工央企集团近五年来最大 IPO

项目，另一家为航空产业链延伸企业；再融资项目 2 家，主承销金额 29.58 亿元。截至 2022 年末，公司在会及筹备发行项目共 10 家。储备项目稳步推进，2023 年一季度，公司完成 1 家主板 IPO 项目，为主板注册制首批上市企业之一。

债券融资方面，公司深度服务集团成员单位债券融资需求，同时积极支持地方经济发展。受城投债发行承压影响，2022 年公司共完成主承销债券项目 37 家，其中公司债项目 13 家、企业债项目 5 家，地方政府债 19 家，债券承销总额 180.34 亿元，同比下降 37.62%。财务顾问业务方面，2022 年公司完成 66 笔财务顾问业务，实现财务顾问业务收入 0.31 亿元。新三板业务方面，2022 年公司完成 2 家新三板挂牌公司定向发行项目，融资金额 0.70 亿元。

表 6：近年来公司股票和债券主承销情况

	2020	2021	2022
股票承销业务			
主承销家数（家）	6	4	4
承销金额（亿元）	28.80	38.71	56.04
债券承销业务			
主承销家数（家）	34	46	37
承销金额（亿元）	221.31	289.12	180.34
财务顾问业务			
财务顾问项目家数（家）	89	85	66
新三板业务			
新三板项目家数（家）	3	3	2
融资金额（亿元）	2.97	0.80	0.70

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，打造军工资管品牌；公司主动管理转型成效显著，现有产品均为净值型主动管理产品；固收类产品在资产管理产品体系中占比较高，受债券市场波动影响，2022 年资管业务规模和收入均有所下降。

公司资产管理业务立足资管本源，聚焦主动管理，坚持投研一体化发展方向，不断完善投资产品矩阵及资产运作管理方案。以军工资产为核心打造具有核心竞争力的投资策略，以投资顾问业务为突破丰富业务模式，进一步打造中航军工资管品牌。截至 2022 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。2022 年公司实现资产管理业务收入 1.64 亿元，同比下降 13.60%，主要系固收类产品在产品体系中占比较高，年末债券市场波动造成固收类产品超额收益不及预期所致；资产管理业务收入在营业收入中的占比较上年增加 0.48 个百分点至 9.68%。

截至 2022 年末，公司资产管理业务规模为 306.65 亿元，同比下降 19.21%。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 120.55 亿元、125.34 亿元和 60.76 亿元，分别较上年末减少 27.81%、32.27%和增加 120.62%。专项资产管理计划规模高速增长系 2022 年公司加大基础设施公募 REITs 产品布局所致，目前项目储备丰富。固收类产品方面，

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、湖北省、江西省城投债占比相对较高，城投债地域分布较为分散。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债券提前到期，相关债权已被重整管理人全额确认，该单一资产管理计划未发生风险外溢，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）

	2020	2021	2022
产品总规模	352.1	379.58	306.65
其中：集合计划规模	151.6	166.99	120.55
单一计划规模	180.68	185.05	125.34
专项计划规模	19.82	27.54	60.76
其中：主动管理规模	352.10	379.58	306.65

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

基金管理及其他业务板块

中航证券积极孵化特色业务，基金方面持续丰富产品种类，加大基金业务拓展力度；私募股权投资基金专注于航空产业链和军工产业链的股权投资。

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 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；2022 年 3 月，中航基金与华夏银行合作开发国内市场首只获批、首只成立的 ESG 主题公募债基；2023 年 3 月，由中航证券作为专项计划管理人、中航基金作为基金管理人的“中航京能光伏 REIT”在上海证券交易所成功上市交易，为首批获准发行的新能源公募 REITs 项目，也是全国首单光伏公募 REITs 产品；产品种类进一步得到丰富。截至 2022 年末，公司管理规模为 288.61 亿元；全年实现营业收入 1.19 亿元，净利润 0.18 亿元。

私募股权投资基金方面，主要由中航创新资本管理有限公司负责运营管理，凭军工背景优势，主要围绕以军工产业链为主的军工领域、高端装备及先进制造、新能源领域开展私募股权投资业务。同时，积极服务实体经济、发挥国有资本引领作用，吸引社会资本投资战略性新兴产业及国家重点发展产业。2022 年全年实现营业收入 0.29 亿元，实现净利润 0.03 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，中航证券 2022 年盈利水平受宏观经济和资本市场波动影响有所下降。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，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

中航证券 2022 年盈利水平受宏观经济和资本市场波动影响有所下降，但经营业绩仍表现出较强的稳定性。

公司以立足军工为核心竞争力，各项业务平稳推进，但是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。2022 年以来，资本市场宽幅震荡下跌，对证券行业盈利产生一定冲击。在此背景下，公司全年实现营业收入 16.98 亿元，同比下降 17.84%。

从收入结构来看，2022 年公司的收入结构以手续费及佣金净收入和利息净收入为主，投资净收益受资本市场影响波动较大。手续费及佣金净收入方面，公司 2022 年实现手续费及佣金净收入 8.48 亿元，同比减少 10.32%，在营业收入中的占比为 49.95%。具体来看，经纪业务手续费净收入由于交易量和托管规模减少、佣金率下降而有所减少，投资银行业务净收入增长相对平稳，资产管理业务净收入受到规模下降的影响有所减少。

投资净收益方面，2022 年公司在资本市场宽幅震荡下跌的背景上通过衍生品操作降低风险敞口，全年投资收益及公允价值变动损益合计同比减少 53.59%至 2.49 亿元，在营业收入中的占比较上年下降 11.29 个百分点至 14.65%。

利息净收入方面，受融资融券利息收入减少的影响，2022 年公司利息收入同比减少 4.69%至 9.85 亿元，同时利息支出同比略降 0.89%至 4.67 亿元。受此影响，利息净收入同比减少 7.88%至 5.18 亿元，在营业收入中的占比为 30.49%。

表 8：近年来公司营业收入构成（单位：百万元、%）

	2020		2021		2022		2023.1-3	
	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	871.15	49.24	945.57	45.76	847.98	49.95	146.28	31.64
其中：经纪业务净收入	366.45	20.71	408.43	19.77	315.06	18.56	79.47	17.19
投资银行业务净收入	321.65	18.18	259.88	12.58	260.62	15.35	28.83	6.24
资产管理业务净收入	142.68	8.06	190.08	9.20	164.24	9.68	20.59	4.45
投资收益及公允价值变动收益	328.94	18.59	535.97	25.94	248.73	14.65	197.68	42.76
利息净收入	554.10	31.32	561.95	27.20	517.65	30.49	115.82	25.05
其他业务收入	0.49	0.03	9.28	0.45	49.83	2.94	0.07	0.01
汇兑收益	(1.02)	(0.06)	(0.37)	(0.02)	1.38	0.08	(0.26)	(0.06)
资产处置收益	(0.04)	(0.00)	0.08	0.00	18.68	1.10	0.06	0.01
其他收益	15.66	0.89	13.76	0.67	13.30	0.78	2.65	0.57
营业收入合计	1,769.28	100.00	2,066.24	100.00	1,697.57	100.00	462.30	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。2022 年公司业务及管理费同比略降 2.20%至 9.88 亿元，但由于营业收入降幅较大，营业费用率同比上升 9.30 个百分点至 58.20%。此外，公司 2022 年没有新增风险项目，股票质押业务减值项目实现现金清收，融出资金业务由于规模下降减值有所转回，全年合计冲回信用减值损失 0.01 亿元。

在以上因素的共同作用下，2022 年公司实现净利润同比减少 32.04%至 5.50 亿元，平均资产回报率与平均资本回报率分别较上年下降 1.84 个百分点和 4.35 个百分点至 2.48%和 6.01%。考虑到

其他债权投资公允价值亏损对其他综合收益的影响后，2022 年公司实现综合收益 4.90 亿元，同比减少 40.07%。盈利稳定性方面，2022 年公司利润总额变动系数为 16.46%。

2023 年一季度，随着资本市场有所回暖，公司的收入结构更为均衡。2023 年 1-3 月，公司实现手续费及佣金净收入 1.46 亿元，相当于 2022 年全年手续费及佣金净收入的 17.25%；实现利息净收入 1.16 亿元，相当于 2022 年全年利息净收入的 22.37%。同期，在宏观经济逐渐修复、资本市场回暖的背景下，公司实现投资收益及公允价值变动损益 1.98 亿元，相当于 2022 年全年的 79.48%，对营业收入的贡献度显著提升。同期，公司发生业务及管理费 3.09 亿元，相当于 2022 年的 31.25%，营业费用率较上年度进一步上升 8.58 个百分点至 66.78%。受上述因素共同影响，2023 年一季度，公司实现净利润 1.16 亿元，相当于 2022 年全年净利润的 21.17%。此外，考虑到其他综合收益的影响后，公司实现综合收益 1.54 亿元，相当于 2022 年综合收益总额的 31.44%。

表 9：近年来主要盈利指标（单位：亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1-3
经调整后的营业收入	17.69	20.66	16.98	4.62
业务及管理费	(7.82)	(10.10)	(9.88)	(3.09)
营业利润	8.57	10.52	6.97	1.53
净利润	6.69	8.09	5.50	1.16
综合收益	6.35	8.18	4.90	1.54
营业费用率	44.22	48.90	58.20	66.78
平均资产回报率	3.83	4.32	2.48	--
平均资本回报率	9.16	10.36	6.01	--
利润总额变动系数	51.04	25.69	16.46	--

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，杠杆率虽有上升但仍处于较低水平，各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性和资产安全性，为后续业务发展提供空间。

公司自成立以来，多次增资扩股，资本实力不断提升。2022 年初，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，注册资本增加至 73.28 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司的注册资本为 73.28 亿元。

从风险控制指标来看，截至 2023 年 3 月末，母公司口径净资产规模为 97.54 亿元，净资本规模为 85.35 亿元，均较年初有所增加；净资本/净资产比率为 87.50%，风险覆盖率为 293.61%，资本杠杆率为 33.81%，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/负债比率分别为 55.59%和 63.54%，均较上年有所下降。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，公司的杠杆水平虽有所上升但仍处于较低水平，为后续业务发展提供空间。

从资产减值准备情况来看，截至 2022 年末，公司资产减值准备余额为 2.01 亿元，较 2021 年末减少 0.22 亿元。其中，由于应收资产管理费增加，公司按比例计提相应减值准备，应收账款坏账准备余额较上年末增加 0.15 亿元至 1.66 亿元；由于融出资金规模减少，融出资金转回部分减值准备，减值准备余额较上年末减少 0.12 亿元至 0.25 亿元；买入返售金融资产由于实现现金清收，减值准备余额较上年末减少 0.26 亿元至 0.01 亿元。

表 10：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	2020	2021	2022	2023.03
净资本	--	73.39	71.18	83.49	85.35
净资产	--	73.60	77.05	96.08	97.54
风险覆盖率	≥ 100	309.60	314.81	302.78	293.61
资本杠杆率	≥ 8	36.28	32.68	34.50	33.81
流动性覆盖率	≥ 100	1,019.59	244.97	398.03	234.82
净稳定资金率	≥ 100	211.27	189.19	157.92	160.48
净资本/净资产	≥ 20	99.71	92.38	86.90	87.50
净资本/负债	≥ 8	71.78	59.80	57.78	55.59
净资产/负债	≥ 10	71.99	64.73	66.49	63.54
自营权益类证券及其衍生品/净资本	≤ 100	6.01	10.22	12.03	11.81
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤ 500	118.12	147.13	172.59	183.12

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

随着业务的快速发展，中航证券 2022 年债务规模有所上升，长期债务占比较低，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。截至 2022 年末，中航证券的总债务规模为 137.00 亿元，较 2021 年末增长 28.69%，主要是卖出回购金融资产大幅增加。其中，短期债务规模 116.06 亿元，较 2021 年末增加 54.27%；长期债务规模 20.15 亿元，较 2021 年末下降 33.43%；长期债务占比为 14.71%，较 2021 年末下降 13.73 个百分点。截至 2023 年 3 月末，公司总债务较年初增长 7.82% 至 147.71 亿元，主要为一季度新发行公司债 10 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，随着债务规模的增长，截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率较上年末增加 1.22 个百分点至 59.63%，资产负债率有所上升。

从经营活动净现金流来看，2022 年公司实现经营活动净现金流量-5.79 亿元，主要为公司投资交易性金融资产规模增加，为交易目的而持有的金融资产净增加额流出 42.27 亿元。现金获取能力方面，受资本年市场波动影响，税前利润有所下降，2022 年公司 EBITDA 为 12.36 亿元，同比减少 21.75%；总债务/EBITDA 为 11.08 倍，较上年增加 4.40 倍；EBITDA 利息覆盖倍数为 2.80 倍，较上年下降 0.76 倍。

表 11：近年来公司偿债能力指标

指标	2020	2021	2022	2023.03
资产负债率（%）	57.36	59.10	58.31	59.53

经营活动净现金流（亿元）	25.04	(7.13)	(5.79)	--
EBITDA（亿元）	13.08	15.80	12.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.08	3.56	2.80	--
总债务/EBITDA（X）	7.33	6.68	11.08	--

数据来源：中航证券，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司受限货币资金 0.30 亿元，占全部货币资金的 0.46%，为子公司中航基金的风险准备金。截至 2022 年末，公司无对外担保（不含对子公司担保）。

截至 2022 年末，公司涉案金额超过 5,000 万元的诉讼及仲裁事项共 5 项，其中 2 项已终结执行程序，3 项均处于执行阶段，共涉及金额 5.37 亿元。其中股票质押案件 4 件，标的金额合计 4.47 亿元；融资融券交易纠纷 1 件，标的金额 0.90 亿元。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，2022 年完成增资后，公司流动性相关指标向好发展，各项风险控制指标均高于监管标准，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 2022 年末，公司自有资金及结算备付金余额为 13.14 亿元，同比大幅增加 81.30%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 5.35%，同比提升 1.66 个百分点。

从流动性风险管理指标看，截至 2022 年末，公司流动性覆盖率为 398.03%，净稳定资金率为 157.92%，均保持较好水平。公司完成增资后，流动性覆盖率有所提高，流动性管理向好发展。

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 年末，公司已获得国有银行及股份制大型商业银行等累计人民币 322.30 亿元的综合授信额度（不含资管专项授信额度），其中已使用授信额度人民币 27.55 亿元，未使用授信额度人民币 294.75 亿元。公司融资能力较强，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²

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”。

² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

（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等。截至 2022 年末，公司董事会由 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

中诚信国际认为，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，中航产融作为集团下属唯一金融控股平台，有较强的支持能力；中航证券在航空工业集团及中航产融体系中具有重要的战略定位和业务协同效应，航空工业集团及中航产融对中航证券有较强的支持意愿。

截至 2022 年末，中航投资及中航产融分别持有公司 71.71%和 28.29%的股权。中航投资和中航产融均为航空工业集团下属成员单位，航空工业集团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。航空工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，在国内军、民用飞机制造领域占有主导性、决定性地位，下辖 100 余家成员单位、有近 27 家上市公司，员工逾 45 万人。截至 2022 年末，航空工业集团经审计总资产 12,796.18 亿元，净资产 4,140.35 亿元；2022 年度实现营业总收入 5,550.62 亿元，营业利润 222.93 亿元，净利润 189.33 亿元。中航产融作为航空工业集团控股的金融平台，是航空工业集团重要业务突破点和利润来源，截至 2022 年末，中航产融总资产 4,885.85 亿元，2022 年实现营业收入 181.55 亿元，净利润 29.17 亿元。基于航空工业集团在航空制造领域的领先地位，以及中航产融作为集团下属唯一金融控股平台的战略地位，中诚信国际认为航空工业集团及中航产融有较强的支持能力。

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；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。中航证券作为我国军工央企下属唯一证券公司，可以借助证券牌照的优势，通过研究、投行、投资、资管、财富管理等多

渠道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、科技创新等各项重点工作，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。同时，中航证券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、中航航空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，建立了跨领域综合金融牌照的业务能力，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。2022 年增资到位后，中航证券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，投行业务股权融资规模稳步增长，全资子公司航证科创完成中航（成都）无人机系统股份有限公司和湖北超卓航空科技股份有限公司的科创板首发上市及跟投工作。基于中航证券在航空工业集团及中航产融中的重要战略定位，中诚信国际认为航空工业集团及中航产融对中航证券有较强的支持意愿。

考虑到航空工业集团的实际控制人地位及中航产融的股东地位在一定时期内不会发生改变，中诚信国际认为中航证券在今后的发展中仍将得到航空工业集团及中航产融持续有力的支持。

同行业比较

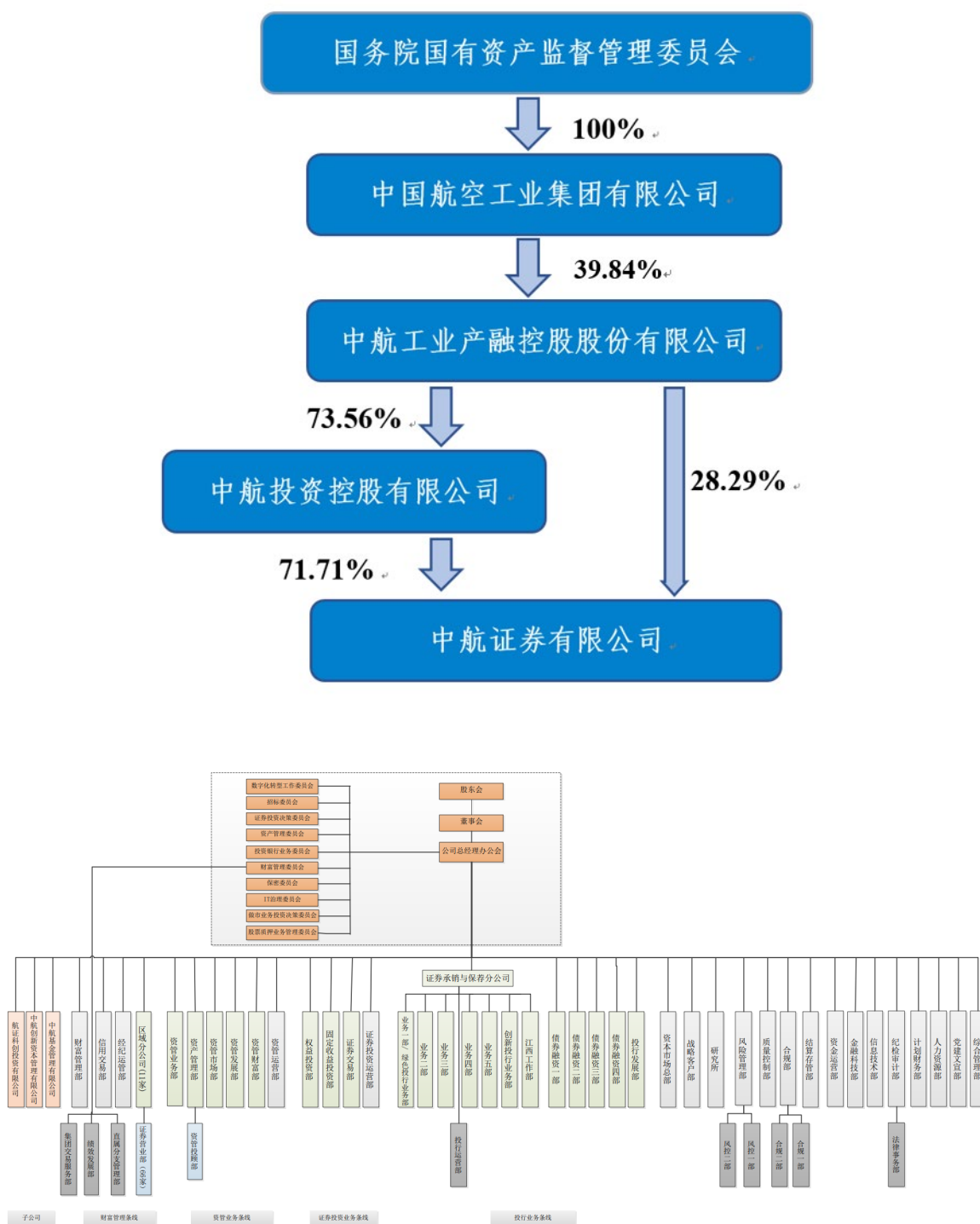
中诚信国际选取了财达证券、开源证券作为中航证券的可比公司，上述公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，经营实力、风险控制能力、财务情况等均表现优异，最终主体信用等级处于同一档次。

中诚信国际认为，与同业相比，基于航空工业集团强大的产业背景和业务资源、中航产融综合性的金融牌照，中航证券的军工特色和业务协同优势明显，业务前景广阔。在资本市场波动、证券行业竞争加剧的背景下，公司盈利能力仍维持较好水平，各项风险指标均显著高于监管标准，较高的利润留存和较低的杠杆水平为后续业务发展提供空间。

评级结论

综上所述，中诚信国际将中航证券有限公司主体信用等级由 **AA⁺**调升至 **AAA**，评级展望由正面调整为稳定；将“21 中航 G1”、“23 中航 G1”和“23 中航 G2”的信用等级由 **AA⁺**调升至 **AAA**。

附一：中航证券有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 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）	2020	2021	2022	2023.03
货币资金及结算备付金	7,005.52	7,700.49	8,113.56	9,329.67
买入返售金融资产	2,488.78	1,292.71	1,318.34	985.66
金融投资：交易性金融资产	2,065.63	4,019.88	7,227.78	8,062.92
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	7,218.46	7,970.62	9,266.72	9,730.02
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	110.47	116.14	165.25	165.25
融出资金	3,882.78	4,744.55	4,415.43	4,487.53
总资产	23,476.40	26,737.64	31,427.07	33,605.23
代理买卖证券款	5,711.91	7,048.41	6,837.32	7,894.25
短期债务	6,352.35	7,512.65	11,606.44	--
长期债务	3,236.54	3,027.67	2,015.55	--
总债务	9,588.89	10,551.17	13,699.70	14,770.96
总负债	15,901.90	18,685.49	21,175.41	23,199.39
股东权益	7,574.49	8,052.15	10,251.66	10,405.84
净资本（母公司口径）	7,338.52	7,117.94	8,348.89	8,534.88
手续费及佣金净收入	871.15	945.57	847.98	146.28
其中：经纪业务净收入	366.45	408.43	315.06	79.47
投资银行业务净收入	321.65	259.88	260.62	28.83
资产管理业务净收入	142.68	190.08	164.24	20.59
利息净收入	554.10	561.95	517.65	115.82
投资收益及公允价值变动收益	328.94	535.97	248.73	197.68
营业收入	1,769.28	2,066.24	1,697.57	462.30
业务及管理费	(782.46)	(1,010.30)	(988.03)	(308.72)
营业利润	857.44	1,052.39	697.26	152.89
净利润	669.09	809.39	550.05	116.44
综合收益	634.68	818.38	490.44	154.18
EBITDA	1,307.79	1,579.67	1,236.14	--
财务指标	2020	2021	2022	2023.03
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	3.83	4.32	2.48	--
平均资本回报率(%)	9.16	10.36	6.01	--
营业费用率(%)	44.22	48.90	58.20	66.78
流动性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	309.60	314.81	302.78	293.61
资本杠杆率(%)	36.28	32.68	34.50	33.81
流动性覆盖率(%)	1,019.59	244.97	398.03	234.82
净稳定资金率(%)	211.27	189.19	157.92	160.48
净资本/净资产(%)	99.71	92.38	86.90	87.50
净资本/负债(%)	71.78	59.80	57.78	55.59
净资产/负债(%)	71.99	64.73	66.49	63.54
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	6.01	10.22	12.03	11.81
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	118.12	147.13	172.59	183.12
偿债能力				

资产负债率(%)	57.36	59.10	58.31	59.53
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.08	3.56	2.80	--
总债务/EBITDA(X)	7.33	6.68	11.08	--

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 利息覆盖倍数	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+交易性金融负债+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+交易性金融负债+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 SOHO 5 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