

中航证券有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第一期）、2019 年公司债券（第一 期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：郑耀宗 yzzheng@ccxi.com.cn

项目组成员：赵婷婷 ttzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 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）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 1489 号

中航证券有限公司：

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最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“18 中航 G1”、“19 中航 G1”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

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中航证券有限公司（以下称“中航证券”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 中航 G1”、“19 中航 G1”的信用等级为 **AAA**，以上债项等级同时考虑了中航资本提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了中航证券雄厚的股东实力、军工领域的资源优势、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、公司市场竞争力偏弱以及偿债压力有所增加等因素对公司经营及信用状况形成的影响。

概况数据

中航证券	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	110.08	158.60	221.27	253.42
股东权益（亿元）	36.19	37.55	70.31	71.25
净资本（亿元）	30.81	39.75	62.10	62.98
营业收入（亿元）	8.37	7.48	13.00	2.90
净利润（亿元）	2.66	1.48	4.30	0.57
平均资本回报率(%)	7.54	4.02	7.97	--
营业费用率(%)	56.47	71.52	51.64	73.68
风险覆盖率(%)	368.64	255.78	285.71	267.50
资本杠杆率(%)	43.75	27.03	36.10	32.38
流动性覆盖率(%)	353.63	337.80	751.42	390.56
净稳定资金率(%)	134.76	162.54	178.88	174.82
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.40	1.93	2.60	1.78
总债务/EBITDA (X)	4.05	17.13	10.55	--

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

注：[1]数据来源为中航证券提供的 2017 年、2018 年和 2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季度财务报表以及中航资本提供的 2017 年、2018 年和 2019 年审计报告；[2]公司净资本及风险控制指标为母公司口径；[3]本报告中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。

正面

■ **股东及担保方实力雄厚，对公司支持力度较大。**公司股东为中航资本控股股份有限公司和中航投资控股有限公司，公司在资源、技术、资金、人才、商业网络等方面得到股东的充分支

同行业比较

2019 年部分证券公司主要指标	中航证券	开源证券	华林证券	财达证券
总资产（亿元）	221.27	189.39	165.10	342.14
净资本（母公司口径）（亿元）	62.10	60.18	27.84	90.93
净利润（亿元）	4.30	4.10	4.41	6.09
平均资本回报率(%)	7.97	6.26	9.36	7.11
风险覆盖率(%)	285.71	209.83	262.34	344.95

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

资料来源：各公司公开披露年度报告，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
18 中航 G1	AAA	AAA	5.00	5.00	2018/11/27~2021/11/27
19 中航 G1	AAA	AAA	9.00	9.00	2019/3/12~2022/3/12

持，形成跨领域综合金融牌照的竞争优势；中航资本为本次跟踪债项提供的担保可为债券偿还提供支持。

■ **军工领域具有资源优势。**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，作为中国航空工业集团有限公司旗下券商，公司在军工领域拥有多年的业务经验和资源，在当前证券行业同质化竞争严重的环境中形成了独特的竞争力。

■ **网点布局较好且具备一定的区域市场竞争优势。**公司营业网点初步形成全国性布局；同时公司长期深耕江西资本市场，在江西省内设有 26 家营业部，拥有较强的业务基础，具备一定的区域市场竞争优势。

关注

■ **市场竞争日趋激烈。**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、收购兼并的方式增强自身实力，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。

■ **公司市场竞争力偏弱。**公司属于中小型券商，市场竞争力偏弱，多项业务排名靠后。

■ **偿债压力有所增加。**随着业务的快速发展，公司债务规模持续上升，偿债能力及流动性管理等方面需进一步加强。

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。

■ **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。

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。

宏观经济与政策环境

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%，较上年末大幅回落 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著、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的。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。

近期关注

2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业与宏观经济环境高度相关。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后由于受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 1：2014-2019 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加 36.44% 至 59.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 1：2016-2019 股票市场主要指标（单位：家、万亿元）

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

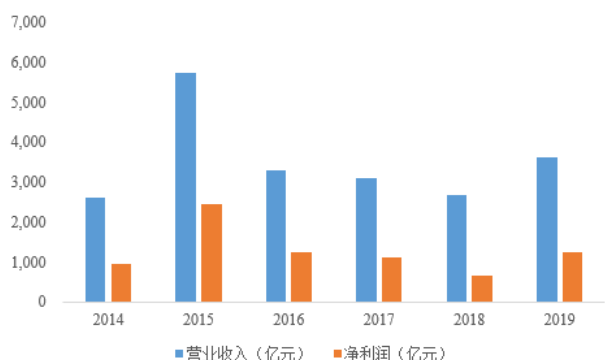
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2017 年全年两市成交额 112.46 万亿元，同比减少 11.71%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 90.17 万亿元，同比减少 19.82%。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 亿元，同比增加 41.36%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收

入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017年证券公司实现净利润1,129.95亿元，同比减少8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018年证券公司实现净利润666.20亿元，同比减少41.04%。2019年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当年全行业实现净利润1,230.95亿元，同比增长84.77%。

图 2：2014-2019 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可

能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资产加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。2019 年 7 月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中 A 类有 38 家、B 类有 50 家、C 类有 8 家、D 类有 2 家，评级最高的 AA 级减少至 10 家，与 2018 年相比，有 19 家评级上调，28 家评级下滑，51 家评级持平。

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润有所波动，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈现上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

表 2：近年来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
2015 年 1 月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权债务交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015 年 7 月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。

2016年10月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017年1月	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》	规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。
2017年6月 (2017年10月 执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017年7月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017年12月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018年1月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。
2018年3月	《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）	第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至2020年底。
2018年5月	《外商投资证券公司管理办法》	加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。
2018年9月	《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》	规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。
2019年3月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共2+6+1个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019年7月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。
2019年8月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由950只扩大至1,600只。
2019年8月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。
2019年12月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监督法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

公司经纪业务行业排名靠后，整体竞争力不足；近年来加强对营业网点布局，初步形成全国性的营销网络；个人客户为主，佣金率高于行业平均水平

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。2019年市场行情回暖，公司经纪业务收入及托管市值规模有所增加。2019年，公司实现经纪业务收入3.01亿元，较上年增加32.25%，在营业收入中的占比为23.19%，较上年减少7.28个百

分点。截至2019年末，公司托管市值为2,815.75亿元，较上年增加29.10%，客户数为82.76万户，较上年增加4.32%，客户资金余额排名为第62名。2020年一季度，受证券市场波段行情影响，开户人数增加，但托管市值有所减少，同期公司实现经纪业务收入1.08亿元，相当于2019年的35.67%，截至2020年3月末，公司托管市值为2,701.75亿元，较上年减少4.05%，客户数增至84.17万户，较上年增加1.70%，客户资金余额排名仍为第62名。

表 3：2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司经纪业务指标

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
托管市值（亿元）	2,635.11	2,181.02	2,815.75	2,701.75
客户数（万户）	79.31	79.33	82.76	84.17
客户资金余额排名	66	60	62	62

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

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呈现不同的走势，股票成交量波动显著，基金成交量下滑、债券成交量大幅增长。2019 年公司代理买卖股

票交易量为 7,437.79 亿元，较上年增加 37.52%，股票市场份额较上年下降 0.02 个百分点至 0.58%；代理买卖基金交易量 352.49 亿元，同比下降 24.01%，基金市场份额较上年下降 0.07 个百分点至 0.38%；代理买卖债券交易额 168.97 亿元，较上年增加 190.83%，债券市场份额较上年增加 0.12 个百分点至 0.21%。2020 年一季度，公司代理买卖基金和债券市场份额有所上升，较年初分别上升 0.10 和 0.15 个百分点至 0.48% 和 0.36%。

表 4：2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司代理买卖证券交易金额和市场份额（单位：亿元、%）

证券种类	2017		2018		2019		2020.1-3	
	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	7,297.57	0.65	5,408.62	0.60	7,437.79	0.58	2,844.53	0.57
基金	581.48	0.59	463.87	0.45	352.49	0.38	146.52	0.48
债券	32.71	0.10	58.10	0.09	168.97	0.21	119.97	0.36

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

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，2019 年和 2020 年一季度公司经纪业务佣金率分别为 0.323% 和 0.309%，但目前公司经纪业务佣金率仍高于行业平均水平。

网点建设方面，截至 2020 年 3 月末，公司拥有 81 家营业部，范围涵盖全国 25 个省市，其中江西省内营业部 26 家，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。

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 2019 年末，公司代理买卖证券款中个人客户资金占比分别为 74.29%，较上年增加 1.17 个百分点。2020 年一季度，受市场行情影响，个人客户占比提升，截至 2020 年 3 月末，公司代理买卖证券款中个人客户资金占比为 78.46%，较上年增加 4.17 个百分点。未来公司将加大对高净值客户和机构客户的营销和投顾服务力度，提高机构客户资金占比。

公司依托实际控制人航空工业集团的军工背景、围绕注册地江西省开展投行业务；近年来债券承销业务发展良好

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。依托航空工业集团的资源优势，公司近年来在军工领域积累了众多项目经验。未来，公司投行业务的发展思路主要包括以下两个方面，一是立足航空工业，建设具有综合金融服务能力、拥有广泛客户基础，中国军工产业投融资首选的特色、专业的投资银行；二是以注册地江西省为基础，做精做深江西省市场，成为江西省的首选投行。截至 2020 年 3 月末，公司投行业务团队 150 余人，其中注册保荐代表人 16 名。2019 年，公司实现证券承销与保荐业务收入 1.34 亿元，较上年增加 300.28%，在营业收入中的占比为 10.29%，较上年增加 5.82 个百分点。2020 年一季度公司实现证券承销与保荐业务收入 0.06 亿元，相当于 2019 年的 4.75%。

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，不断增加市场化业务储备，形成良好发展势头。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，主承销金额为 2.93 亿元，再融资项目 1 家，主承销金额 6.64 亿元。2020 年以来，公司完成股票主承销项目 1 家，总承销金额 2.50 亿元。

债券融资方面，2019 年公司重点布局债券类项目，全年共完成主承销债券项目 19 个，较上年增加 9 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，相当于 2018 年的 2.70 倍。2020 年一季度，公司完成债券承销项目 5 家，承销金额 46.37 亿元，全部是公司债券的承销项目。此外，2019 年无新增新三板业务。

表 5：2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司投资银行业务情况

	2017	2018	2019	2020.3
股票承销业务				
主承销家数（家）	8	1	2	1
承销金额（亿元）	97.98	2.00	9.56	2.50
债券承销业务				
主承销家数（家）	3	10	19	5
承销金额（亿元）	18.25	60.00	222.18	46.37
新三板业务				
新三板项目家数（家）	3	0	0	0
融资金额（亿元）	2.02	1.56	0	0

注：承销金额为公司实际承销金额。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

资产管理规模稳步提升，公司立足资产管理本源，加强业务创新、丰富产品线，主动管理规模稳步提升

公司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。在投资业务上，公司立足资管本源，以主动管理业务为核心，打造丰富的产品线，为客户提供多样化的金融工具，满足客户的投资需求。在融资业务上，公司以支持实体经济发展为导向，通过证券化、非标等多种手段支持实体经济发展，实现具有中航品牌特色的专业化资管服务。公司主动管理

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，公司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%，较上年增加 9.40 个百分点，主动管理规模进一步提升。截至 2020 年 3 月末，公司资产管理业务总规模为 195.73 亿元，较上年增加 8.11%，其中集合资产管理计划为 88.61 亿元，较上年增加 37.36%，定向资产管理计划、专项资产管理计划分别为 89.48 亿元和 17.64 亿元，分别较上年减少 7.56% 和 10.59%，主动管理规模为 186.70 亿元，占资产管理总规模的 95.39%，较上年上升 0.26 个百分点。此外，公司作为资管计划管理人持有中国华阳经贸集团有限公司发行的“18 华阳经贸 SCP001”债券 2,000 万元，该债券于 2018 年 10 月出现实质性违约，公司通过诉讼等方式积极主张债权，目前该案仍未开庭。

表 6：2017-2019 年及 2020 年 3 月末公司资产管理情况

（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
产品总规模	144.93	164.30	181.04	195.73
其中：集合计划规模	5.21	14.64	64.51	88.61
定向计划规模	124.88	137.78	96.80	89.48
专项计划规模	14.84	11.88	19.73	17.64
其中：主动管理规模	88.27	140.86	172.23	186.70

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

证券投资规模持续增长，债券投资和基金投资占比高，积极培育股权投资策略

公司证券自营业务主要由证券投资部负责运营管理，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。2019 年公司自营投资规模为 101.23 亿元，较上年增加 55.41%，截至 2020 年 3 月末，公司自营

投资规模为 124.11 亿元，较上年增加 22.60%。

表 7：2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司投资组合情况（单位：亿元、%）

	2017		2018		2019		2020.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券投资	25.13	92.87	47.66	73.16	68.87	68.03	82.52	66.49
股票/股权	0.87	3.22	0.39	0.59	2.39	2.36	2.89	2.33
基金	1.06	3.92	8.28	12.72	23.40	23.11	27.05	21.80
信托计划	0.00	0.00	6.00	9.21	2.83	2.79	2.60	2.09
券商资管	0.00	0.00	2.82	4.32	3.75	3.71	9.04	7.29
合计	27.06	100.00	65.14	100.00	101.23	100.00	124.11	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

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 2019 年末，公司自营投资中债券投资 68.87 亿元，较上年增加 44.50%，在公司自营投资中的占比为 68.03%；截至 2020 年末，公司自营投资中债券投资 82.52 亿元，较上年增加 19.82%，在公司自营投资中的占比分别为 66.49%，公司所持债券包括利率债和信用债，其中信用债以城投债为主，评级在 AA 及以上，发行主体均为国企与央企。

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 2019 年末，公司基金投资 23.40 亿元，股票/股权投资 2.39 亿元，分别较上年增加 182.61% 和 512.82%，在公司自营投资中的占比分别为 23.11% 和 2.36%；截至 2020 年 3 月末，公司基金投资 27.05 亿元，股票/股权投资 2.89 亿元，分别较上年增加 15.60% 和 20.92%，在公司自营投资中的占比分别为 21.80% 和 2.33%。公司基金投资标的主要是货币基金及债券型基金，风险程度较低。

两融业务余额与资本市场行情相关，股票质押业务规模保持稳定，未来需对其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 2019 年末，公司两融业务余额为 25.73 亿元，实现融资融券业务收入 2.01 亿元，维持担保比为 268.77%，同比上升 32.19 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司两融业务余额为 26.28 亿元，2020 年一季度实现融资融券业务收入 0.49 亿元，维持担保比为 248.84%，较年初下降 19.93 个百分点。2019 年融资融券业务发生一笔违约项目，公司通过强制平仓已归还利息 0.09 亿元，截至 2020 年 3 月末，剩余本息合计为 0.78 亿元，公司已累计计提减值准备 0.42 亿元，两融业务风险管理体系有待完善。股票质押式回购业务方面，截至 2019 年末，公司股票质押式回购余额为 26.21 亿元，实现股票质押业务收入 2.01 亿元，履约保障比为 263.41%，同比上升 66.95 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司股票质押业务余额为 23.33 亿元，实现股票质押业务收入 0.41 亿元，履约保障比为 242.45%，较年初下降 20.87 个百分点。2018 年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，系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。截至 2020 年 3 月末，公司股票质押式回购业务风险项目规模

合计为1.01亿元，公司为股票质押式回购风险项目计提减值准备余额为0.14亿元。

表8：2017-2019年及2020年3月末公司信用业务情况

(单位：亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
融资融券业务				
融资融券余额	26.86	19.78	25.73	26.28
维持担保比	264.35	236.58	268.77	248.84
业务收入	1.84	1.75	2.01	0.49
股票质押式回购业务				
股票质押式回购余额	3.07	22.32	26.21	23.33
履约保障比	204.33	196.46	263.41	242.54
业务收入	0.07	1.02	2.01	0.41

注：融资融券余额为年度审计报告或报表内融出资金科目的余额；股票质押余额为年度审计报告或报表内买入返售金融资产股票质押回购融出资金科目的余额。

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于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2017年、2018年和2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，已审财务报告的审计意见类型均为标准无保留意见。报告中除风险控制指标以外的数据均为合并口径。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2019年审计报告期末数。

盈利能力

2019年证券市场回暖，公司各项业务发展较好，利润水平与盈利能力均大幅提升；2020年一季度成本费用有所上升，未来需对盈利稳定性保持关注

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。2019年证券市场回暖，公

司多项业务实现较好发展，全年实现营业收入13.00亿元，同比增长73.76%。

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。

随着2019年证券交易复苏，公司经纪业务手续费净收入实现回升，全年实现经纪业务净收入2.39亿元，同比增长42.47%，但由于全年营业收入增长幅度较大，经纪业务净收入在营业收入中的占比有所下降；投资银行业务中债券承销规模有所增长，同时受益于资本市场回暖，2019年投资银行业务净收入同比增长211.64%至2.58亿元，在营业收入中的占比同比上升8.80个百分点至19.88%；资产管理业务主动管理能力持续提升，2019年实现收入1.13亿元，同比增长119.96%，在营业收入中的占比同比上升1.83个百分点至8.69%。

受其他债权投资利息收入计入利息收入影响，2019年公司利息收入同比增长109.98%至8.60亿元，同时利息支出中发行债券利息支出有所增长，整体利息支出规模较上年增长不大，利息净收入同比增长221.14%至4.86亿元，收入贡献提升17.15个百分点。

2019年股票市场显著回暖，债券市场维持慢牛格局，公司自营业务规模继续扩大，但受到新金融工具准则重分类的影响，投资收益及公允价值变动损益同比减少34.91%至1.55亿元，收入贡献亦有所下降。

表9：2017-2019年及2020年1-3月公司营业收入构成情况（金额单位：百万元）

	2017		2018		2019		2020.1-3	
	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	525.78	62.84	329.88	44.09	652.49	50.19	180.07	62.13
其中：经纪业务净收入	243.99	29.16	167.66	22.41	238.86	18.38	94.09	32.47
投资银行业务净收入	246.73	29.49	82.93	11.08	258.44	19.88	46.39	16.01

资产管理业务净收入	27.73	3.31	51.36	6.86	112.97	8.69	35.72	12.33
投资收益及公允价值变动损益	122.41	14.63	238.40	31.87	155.19	11.94	(24.78)	(8.55)
利息净收入	188.38	22.51	151.23	20.21	485.65	37.36	134.22	46.31
其他业务收入	0.26	0.03	18.93	2.53	2.05	0.16	0.02	0.01
汇兑收益	(0.93)	(0.11)	0.74	0.10	0.29	0.02	0.27	0.09
资产处置收益	0.69	0.08	5.81	0.78	0.83	0.06	0.00	0.00
其他损益	0.14	0.02	3.15	0.42	3.43	0.26	0.00	0.00
营业收入合计	836.74	100.00	748.14	100.00	1,299.93	100.00	289.80	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

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。2019 年公司业务及管理费同比增长 25.45% 至 6.71 亿元，但由于营业收入增幅较大，营业费用率较上年下降 19.88 个百分点至 51.64%。同时由于融资融券业务计提较多信用类业务减值损失，营业支出总体较上年增长 36.50% 至 7.50 亿元。

受营业收入和营业支出两方面影响，2019 年公司利润水平实现大幅增加，全年实现净利润同比增长 189.68% 至 4.30 亿元。考虑到其他综合收益的影响后，2019 年公司综合收益为 5.05 亿元，同比增长 108.52%。从利润率来看，2019 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 1.37 个百分点和 3.94 个百分点至 2.95% 和 7.97%。

表 10：2017-2019 年及 2020 年 1-3 月主要盈利指标

(金额单位：亿元)

	2017	2018	2019	2020.1-3
经调整后的营业收入	8.36	7.41	13.00	2.90
业务及管理费	(4.72)	(5.35)	(6.71)	(2.14)
营业利润	3.55	1.99	5.50	0.73
净利润	2.66	1.48	4.30	0.57
综合收益	1.95	2.42	5.05	0.94
营业费用率	56.47	71.52	51.64	73.68
平均资产回报率(%)	4.03	1.58	2.95	--
平均资本回报率(%)	7.54	4.02	7.97	--

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

2020 年以来，宏观经济持续下行，证券市场有所震荡。2020 年一季度公司实现营业收入 2.90 亿元，相当于 2019 年全年的 22.29%。从收入构成来看，手续费及佣金净收入和利息净收入占营业收入

的比重持续上升，是公司营业收入的主要来源；投资收益及公允价值变动损益受市场波动影响亏损 0.25 亿元。营业支出方面，2020 年 1-3 月公司发生业务及管理费 2.14 亿元，为 2019 年全年的 31.81%，营业费用率较年初上升 22.04 个百分点至 73.68%；公司 2020 年一季度计提信用减值损失 0.01 亿元。受上述因素共同影响，中航证券 2020 年一季度实现净利润 0.57 亿元，为 2019 年全年的 13.20%；实现综合收益 0.94 亿元，为 2019 年全年的 18.69%。

中诚信国际认为，公司经纪业务受证券市场整体环境影响较大，近年来业务收入有所增长；同时公司努力促进资产管理业务转型并发展创新业务，增强收入来源的多样化，减少对传统业务的依赖，整体盈利能力尚可。未来中诚信国际也将持续关注证券市场走势以及政策和市场环境对公司盈利的影响。

资产质量和资本充足性

资产规模稳步增长，金融资产以债权投资为主

2020 年一季度，公司自营投资规模扩大，截至 2020 年 3 月末总资产规模较年初增长 14.53% 至 253.42 亿元，剔除代理买卖证券款后的总资产规模较年初增长 13.01% 至 194.28 亿元。

从公司金融投资的结构来看，2019 年 A 股行情回暖，公司金融投资仍以债权类投资为主，但股权类投资占比较上年有所增加。截至 2019 年末，公司金融投资中债权类和股权类的占比分别为 68.03% 和 2.36%，同时基金投资规模增长至 23.40 亿元，占比达到 23.11%，其余为公司持有的资管计

划、信托计划等。截至 2020 年 3 月末，债权类投资规模占比有所下降，但仍为最主要的投资类型。

此外，截至 2020 年 3 月末，公司融出资金规模为 26.28 亿元，较年初增长 2.14%，主要为对客户的融资融券业务融出的资金，融出资金在 6 个月以内的占比接近一半；买入返售金融资产主要由股票和债券回购业务形成，截至 2020 年 3 月末，余额为 26.85 亿元，较年初减少 8.32%，主要系股票质押式回购业务规模收缩所致，买入返售金融资产中股票回购式证券占比 87.28%，融出资金剩余期限大部分集中于 3 个月到 1 年。其中 2019 年公司开展的债券质押业务出现风险，因基金委托人及管理人未能及时追加保证金构成交收违约且逾期未补足，导致中航证券依据相关规则承担交收责任。2019 年公司对融出资金和买入返售金融资产分别计提信用减值损失 0.43 亿元和 0.06 亿元，2020 年一季度转回两项信用减值损失共 0.10 亿元。

各项风险指标均高于监管标准，反映出较强的资本充足性；杠杆水平持续上升，需关注业务规模与债

务水平的增长对资本产生的压力

从公司各项风险控制指标看，根据证监会 2016 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）及《证券公司风险控制指标计算标准规定》，公司以净资本为核心的各项风险指标均高于证监会制定的监管标准，进一步反映出公司较高的资产安全性和资本充足性。

2019 年 1 月公司获得股东增资 30 亿元，净资产及净资产大幅增加。截至 2020 年 3 月末，母公司口径净资产规模为 71.18 亿元，较年初增长 1.30%；净资本规模为 62.98 亿元，较年初增长 1.42%，净资本/净资产比率较年初提升 0.10 个百分点至 88.48%；受公司业务规模扩大影响，风险覆盖率较年初下降 18.21 个百分点至 267.50%；资本杠杆率为 32.38%，均高于监管要求的最低标准。

从杠杆水平来看，截至 2020 年 3 月末，净资产/负债比率和净资产/负债比率分别较年初下降 10.00 个百分点和 11.37 个百分点至 51.27% 和 57.95%，杠杆水平有所上升。

表 11：2017-2019 年末及 2020 年 3 月末各风险控制指标情况（母公司口径）

项目	标准	2017	2018	2019	2020.3
净资本(亿元)	--	30.81	39.75	62.10	62.98
净资产(亿元)	--	36.24	37.45	70.27	71.18
风险覆盖率(%)	≥100	368.64	255.78	285.71	267.50
资本杠杆率(%)	≥8	43.75	27.03	36.10	32.38
流动性覆盖率(%)	≥100	353.63	337.80	751.42	390.56
净稳定资金率(%)	≥100	134.76	162.54	178.88	174.82
净资本/净资产(%)	≥20	85.02	106.15	88.38	88.48
净资本/负债(%)	≥8	91.00	48.77	61.27	51.27
净资产/负债(%)	≥10	107.02	45.94	69.32	57.95
自营权益类证券及其衍生品/净资本(%)	≤100	2.20	0.49	6.92	8.78
自营非权益类证券及其衍生品/净资本(%)	≤500	84.25	158.96	157.93	186.60

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

整体来看，随着资本补充工具的放开，公司资本补充渠道将进一步丰富，目前公司各项风险指标均高于监管标准，反映出公司较高的资本充足性和资产安全性。但随着未来业务的开展仍可能对资本补充形成一定压力。

流动性和偿债能力

流动性覆盖率和净稳定资金率均有所下降，但仍远高于监管标准

从公司资产流动性来看，截至 2020 年 3 月末，

公司自有资金及结算备付金余额为 12.45 亿元，同比增长 21.44%，占剔除代理买卖证券款后资产总额的 6.41%，较年初提升 0.45 个百分点。

从流动性风险管理指标看，截至 2020 年 3 月末，公司流动性覆盖率较年初下降 360.86 个百分点至 390.56%，主要由于和年初相比，基于 3 月末的未来 30 日内现金流出规模有较大增长；净稳定资金率较年初下降 4.06 个百分点至 174.82%。总体来看，公司流动性风险管理指标低于年初水平，但仍高于监管要求，公司长短期流动性管理均处于较好水平。

总债务水平有所上升，偿债压力有所增加；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 2020 年 3 月末，中航证券的总债务规模为 118.96 亿元，同比增长 22.40%，主要由卖出回购金融资产和拆入资金规模扩大所致。其中长短期债务占比分别为 36.76% 和 63.24%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率较年初上升 4.22 个百分点至 63.32%。

得益于利润总额的增长，2019 年公司 EBITDA 为 9.21 亿元，同比增长 97.27%；总债务/EBITDA 为 10.55 倍，较上年下降 6.58 倍；EBITDA 利息倍数为 2.60 倍，较上年提高 0.67 倍。2020 年一季度 EBITDA 利息倍数下降至 1.78 倍。

表 12：2017-2019 年末及 2020 年 3 月末偿债能力指标

指标	2017	2018	2019	2020.3
资产负债率(%)	47.22	68.53	59.10	63.32
经营活动净现金流(亿元)	(27.03)	(32.17)	(25.59)	11.42
EBITDA(亿元)	4.91	4.67	9.21	1.86
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.40	1.93	2.60	1.78
总债务/EBITDA(X)	4.05	17.13	10.55	--

资料来源：中航证券，中诚信国际整理

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 2020 年 3 月末，公司已获得

各国有及股份制大型商业银行等累计人民币 234.80 亿元的授信额度，其中已使用授信额度人民币 75.40 亿元，未使用授信额度人民币 159.40 亿元，间接融资能力较强。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。诉讼、仲裁事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司及合并范围内子公司不存在对其正常经营和财务状况产生重大不利影响的诉讼、仲裁、纠纷或索偿情况，公司因未决诉讼而形成的预计负债余额为 0.12 亿元，主要由证券金融类业务纠纷导致，不会对公司日常经营产生重大财务影响。

外部支持

作为航空工业集团控股的证券公司，具有较高的战略地位，航空工业集团有较强的能力和意愿在必要时对公司予以支持

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、保险公司置入中航资本；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。

中航证券自成立以来，从资金、管理和战略方面得到了来自航空工业集团的支持。截至 2020 年 3 月末，航空工业集团通过下属子公司间接控股中航证券，为公司的实际控制人。基于中航证券在航空工业集团内重要的战略地位，中诚信国际认为航空工业集团将对中航证券保持很强的支持意愿。

偿债保障措施

“18 中航 G1”和“19 中航 G1”本息的到期兑付由中航资本提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

中航资本的前身为北亚实业（集团）股份有限公司，于 1992 年 7 月成立，1996 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。2012 年 5 月通过重大资产置换及向航空工业集团发行股份购买资产的形式被航空工业集团收购，成为航空工业集团旗下的投资管理平台。此后，中航资本经过 2 次更名，于 2014 年 6 月更为现名“中航资本控股股份有限公司”；后历经多次非公开发行股票以及资本公积转增股本，截至 2019 年末，中航资本注册资本达到 89.76 亿元，航空工业集团直接持股 39.20%，通过其下属单位间接持股 10.29%，故航空工业集团合计对公司持股 49.49%，为中航资本的控股股东。

中航资本为中国航空工业集团有限公司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，中航资本结合“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。

截至 2019 年末，中航资本资产总额为 3,416.15 亿元，所有者权益为 481.76 亿元。2019 年中航资本实现营业总收入为 180.32 亿元，同比增长 30.04%，其中租赁、信托、证券等板块为中航资本的主要增长来源，营业收入贡献度分别为 55.88%、20.12% 和 9.08%；全年实现净利润 47.24 亿元，同比增加 19.92%。从利润率来看，2019 年中航资本的平均资产回报率为 1.47%，与上年持平；平均资本回报率为 10.58%，较上年下降 0.81 个百分点。

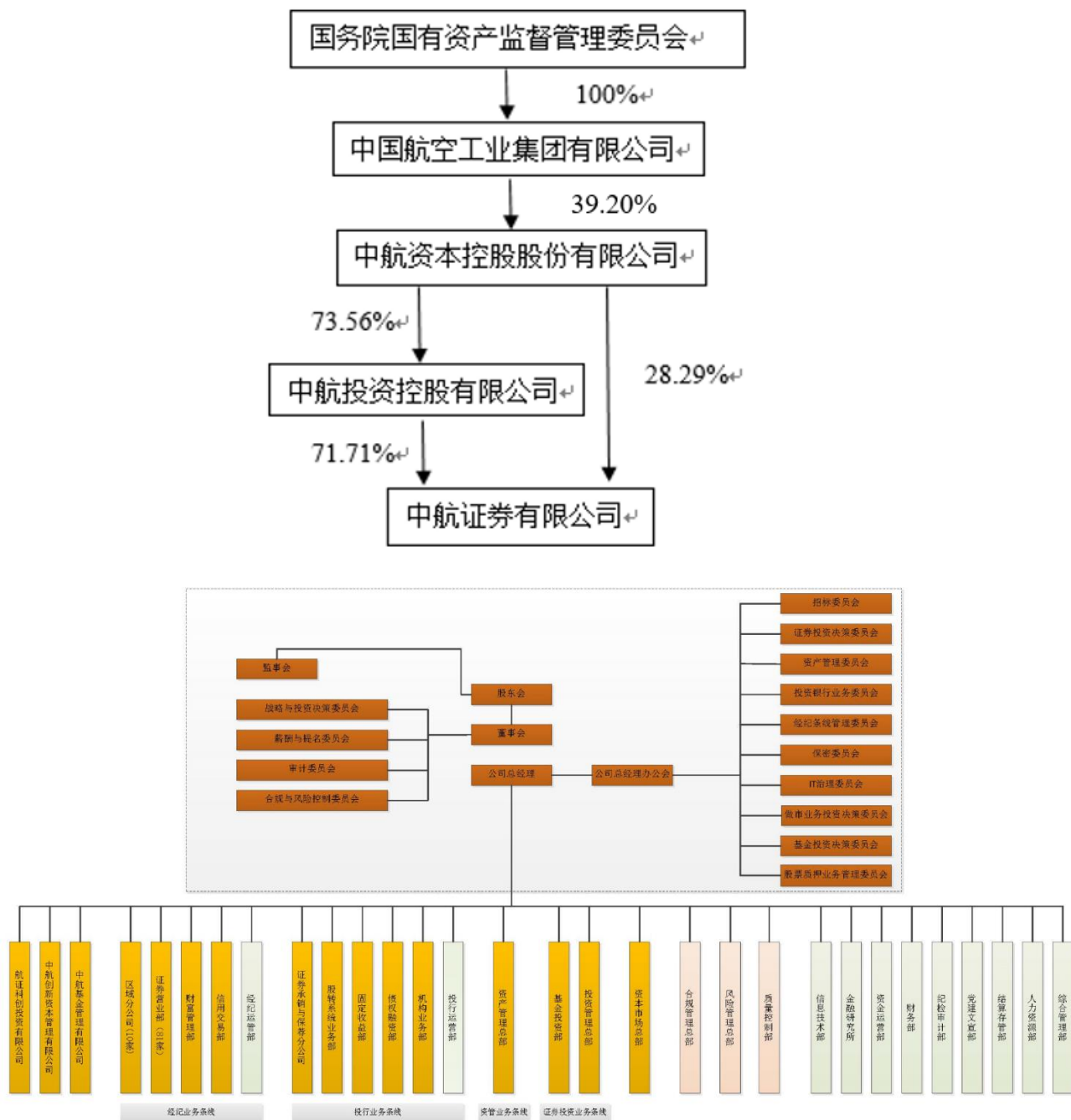
综上所述，中诚信国际维持中航资本控股股份

有限公司的信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中航资本具备较强的综合竞争实力及财务实力，能够为“18 中航 G1”和“19 中航 G1”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

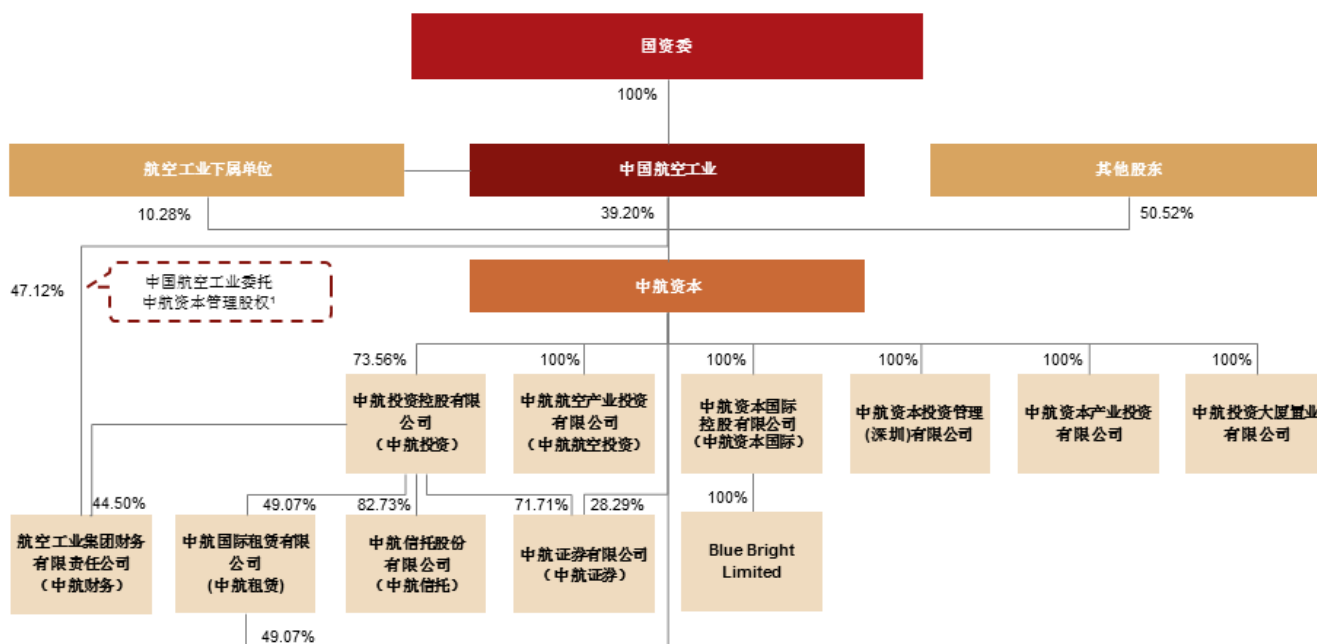
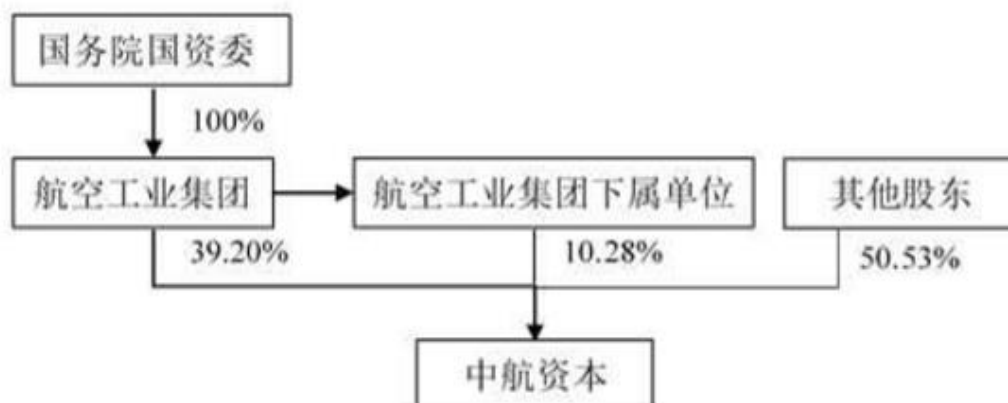
综上所述，中诚信国际维持中航证券有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 中航 G1”、“19 中航 G1”的信用等级为 **AAA**。

附一：中航证券有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中航资本控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：中航资本提供

附三：中航证券有限公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金及结算备付金	4,448.37	4,169.80	5,929.37	7,041.44
买入返售金融资产	623.45	2,639.84	2,928.81	2,685.26
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	173.69	1,549.12	--	--
可供出售类金融资产	2,532.24	4,965.11	--	--
持有至到期投资	0.00	0.00	--	--
金融投资：交易性金融资产	--	--	3,632.91	4,454.83
金融投资：债权投资	--	--	0.00	0.00
金融投资：其他债权投资	--	--	6,471.18	7,937.04
金融投资：其他权益工具投资	--	--	19.37	19.37
长期股权投资净额	28.51	30.17	32.48	32.64
融出资金	2,686.06	1,977.98	2,572.65	2,627.77
总资产	11,007.89	15,860.21	22,126.73	25,342.19
代理买卖证券款	4,151.88	3,930.16	4,936.00	5,914.23
短期债务	1,987.06	4,603.33	5,361.80	7,523.46
长期债务	0.00	3,393.54	4,357.34	4,372.93
总债务	1,987.06	7,996.87	9,719.14	11,896.40
总负债	7,388.97	12,105.31	15,095.70	18,216.72
股东权益	3,618.92	3,754.90	7,031.03	7,125.47
净资本（母公司口径）	3,080.89	3,975.36	6,210.16	6,298.11
手续费及佣金净收入	525.78	329.88	652.49	180.07
其中：经纪业务净收入	243.99	167.66	238.86	94.09
投资银行业务净收入	246.73	82.93	258.44	46.39
资产管理业务净收入	27.73	51.36	112.97	35.72
利息净收入	188.38	151.23	485.65	134.22
投资收益及公允价值变动损益	122.41	238.40	155.19	(24.78)
营业收入	836.74	748.14	1,299.93	289.80
业务及管理费	(472.48)	(535.07)	(671.24)	(213.51)
营业利润	355.29	198.52	549.69	72.98
净利润	265.69	148.34	429.71	56.73
综合收益	194.86	242.26	505.16	94.43
EBITDA	490.64	466.95	921.13	186.41

附四：中航证券有限公司主要财务指标

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
盈利能力及营运效率				
平均资产回报率(%)	4.03	1.58	2.95	--
平均资本回报率(%)	7.54	4.02	7.97	--
营业费用率(%)	56.47	71.52	51.64	73.68
流动性及资本充足性（母公司口径）				
风险覆盖率(%)	368.64	255.78	285.71	267.50
资本杠杆率(%)	43.75	27.03	36.10	32.38
流动性覆盖率(%)	353.63	337.80	751.42	390.56
净稳定资金率(%)	134.76	162.54	178.88	174.82
净资本/净资产(%)	85.02	106.15	88.38	88.48
净资本/负债(%)	91.00	48.77	61.27	51.27
净资产/负债(%)	107.02	45.94	69.32	57.95
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	2.20	0.49	6.92	8.78
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	84.25	158.96	157.93	186.60
偿债能力				
资产负债率(%)	47.22	68.53	59.10	63.32
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.40	1.93	2.60	1.78
总债务/EBITDA(X)	4.05	17.13	10.55	--

附五：中航资本控股股份有限公司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
盈利能力及营运效率(%)			
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
资本充足性(%)			
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
流动性及偿债能力(%)			
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)

附六：中航证券有限公司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×100%；
	资本杠杆率	核心净资本/表内外资产总额×100%
	流动性覆盖率	优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
	净稳定资金率	可用稳定资金/所需稳定资金×100%
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+上期末总资产-上期末代理买卖证券款]/2]×100%
	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]×100%
	营业费用率	业务及管理费/营业收入×100%
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+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+交易性金融负债+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
	长期债务	一年以上到期的应付债券+长期借款
	总债务	短期借款+交易性金融负债+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
资产负债率	(总负债-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)	

附七：中航资本控股股份有限公司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/营业总收入
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	营业总收入-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
营业费用率	业务及管理费/净营业收入
资本充足性	
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
资产负债率	总负债/总资产
流动性及偿债能力	
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/(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

附八：信用等级符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
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。

中长期债券等级符号	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
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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。