信用评级公告

联合〔2021〕7160 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国航空器材集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国航空器材集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 中国航材 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国航空器材集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

主体	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国航空器材集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中国航材 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 中国航材 MTN001	6 亿元	6 亿元	2023/10/31

评级时间：2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司是国务院国资委直属中央企业、国内最大的第三方航材保障综合服务提供商，获得政府支持力度大，在国际航空市场具有较高的知名度和良好的市场品牌形象				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国航空器材集团有限公司（以下简称“公司”）作为专业从事飞机租赁、第三方航材保障及飞机批量采购的中央企业，在业务经验、品牌知名度、客户供应商资源、政府支持和专业服务能力等方面具备优势。跟踪期内，新冠肺炎疫情对航空业影响大，公司核心主业飞机租赁业务盈利及经营获现能力有所下降；随着自营业务的较快增长，公司营业收入持续提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司应收账款对资金形成占用、融资渠道较为单一、未来资金需求高等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力强；公司 EBITDA 对未来待偿还本金峰值的保障能力较强。

未来，随着飞机租赁业务机队规模的不断扩张、航材共享平台的持续推进及航材保障市场的进一步整合，公司盈利能力有望提升，整体抗风险能力有望进一步加强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“18 中国航材 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司在所属行业保持较强竞争优势，获得政府支持力度大。**公司作为国务院国资委直属中央企业、国内最大的第三方航材保障综合服务提供商，获得政府支持力度大，在国际航空市场具有较高的知名度和良好的市场品牌形象。

2. **跟踪期内，公司自营业务拓展较快。**2020 年，随着全国范围内机场改扩建项目增加，公司地面工程设备销售规模大幅增加，使得自营业务收入同比增长 63.43%至 23.91 亿元。

分析师：孔祥一　闫　旭
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力强；EBITDA 对未来待偿还本金峰值的保障能力较强。**截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产对本年度剩余到期债券金额保障倍数为 7.58 倍；2020 年，EBITDA 对未来待偿还本金峰值的保障 1.71 倍。

关注

1. **跟踪期内，新冠肺炎疫情对公司主营业务盈利及现金流影响大。**2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司飞机租赁业务出现部分延付，同时公司加大了应收租金坏账准备计提力度，给公司利润水平带来不利影响。

2. **跟踪期内，公司应收账款对资金形成占用，资产流动性一般。**随着自营业务规模扩张，公司应收账款不断增长，对营运资金形成占用。

3. **公司飞机采购计划带来的持续性资金支出压力较大。**公司在飞机采购方面维持较大规模投资支出，2020 年投资活动净流出为 18.50 亿元，对外部融资依赖度高；公司主要通过抵押飞机贷款方式融资，融资渠道较单一。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.47	20.82	16.27	22.73
资产总额(亿元)	139.22	145.93	156.08	164.41
所有者权益(亿元)	65.45	68.05	66.15	69.77
短期债务(亿元)	6.92	8.02	10.91	10.29
长期债务(亿元)	48.38	45.47	52.88	60.31
全部债务(亿元)	55.29	53.49	63.79	70.61
营业收入(亿元)	31.16	35.28	42.78	13.67
利润总额(亿元)	4.35	3.66	2.09	0.88
EBITDA(亿元)	11.59	11.70	10.25	--
经营性净现金流(亿元)	12.07	10.18	3.76	0.72
营业利润率(%)	32.03	30.59	21.13	17.76
净资产收益率(%)	5.14	4.25	2.39	--
资产负债率(%)	52.99	53.37	57.62	57.56
全部债务资本化比率(%)	45.79	44.01	49.09	50.30
流动比率(%)	168.38	152.64	144.52	181.64
经营现金流动负债比(倍)	57.61	36.62	12.47	--
现金短期债务比（倍）	2.98	2.63	1.52	2.23
EBITDA 利息倍数(倍)	4.56	4.40	4.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.77	4.57	6.22	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	47.38	46.14	45.39	46.57
所有者权益（亿元）	24.93	25.21	24.86	25.52
全部债务(亿元)	10.07	9.24	7.99	10.99
营业收入(亿元)	2.46	1.66	1.14	0.37
利润总额(亿元)	1.23	0.81	-0.31	0.13
资产负债率(%)	47.39	45.37	45.24	45.98
全部债务资本化比率(%)	28.78	26.83	24.33	30.40
流动比率(%)	130.50	120.10	92.43	109.57
经营现金流动负债比(%)	19.87	-11.72	7.35	-14.91

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已扣除受限货币资金；长期应付款中的有息债务计入长期债务

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

债项评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 中国航材 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/23	刘嘉敏 黄冠嘉	贸易企业信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
18 中国航材 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/6/22	刘嘉敏 陈婷	贸易行业企业评级方法（2017 年）/批发与零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国航空器材集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国航空器材集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国航空器材集团有限公司（以下简称“中航材集团”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2002 年 10 月 11 日，其前身为 1980 年经国家进出口管理委员会批准成立的中国航空器材公司，1995 年更名为中国航空器材进出口总公司，系中国民航总局专门从事飞机、发动机及机场地面设备的专业外贸公司，为中国民用飞机指定进口商。2002 年，民航运输及服务保障企业联合重组，公司作为三家航空保障集团公司之一，经国务院国函〔2002〕85 号《国务院关于组建中国航空器材进出口集团公司有关问题的批复》批准正式组建，公司与民航总局脱钩；2008 年 1 月，公司更名为中国航空器材集团公司。2017 年 10 月，根据国务院国资改革〔2017〕1089 号《关于中国航空器材集团有限公司改制有关事项的批复》批复，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称为中国航空器材集团有限公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，改制基准日为 2016 年 12 月 31 日，以经审计的净资产出资，注册资本为 20 亿元[1]。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 20 亿元，由国务院国资委 100%持股。

公司主营业务范围：经营集团公司及其投资企业中国家投资形成的全部国有资产和国有股权；房地产投资；宾馆、酒店、写字楼的管理；从事飞机、发动机、航空器材及民用航空有关的设备、特种车辆的销售、租赁；国内展览；招标代理；物业管理；货物仓储；与上述业务有关的技术咨询、技术服务；承办广告的设计、制作、发行、发布；货物进出口、技术进出口、代理进出口。截至 2021 年 3 月底，公司下设办公室、规划发展部、人力资源部、企业管理部、财务会计部、纪委办公室、工会办公室等职能部门。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额 156.08 亿元，所有者权益合计 66.15 亿元（含少数股东权益 34.62 亿元）；2020 年公司实现营业收入 42.78 亿元，利润总额 2.09 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额 164.41 亿元，所有者权益合计 69.77 亿元（含少数股东权益 36.70 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 13.67 亿元，利润总额 0.88 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区空港工业天柱路乙 8 号；法定代表人：贾宝军。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2018 年 10 月发行金额为 6 亿元、期限为 5 年的中期票据“18 中国航材 MTN001”，募集资金已全部按规定用途使用完毕，跟踪期内债券正常付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 中国航材 MTN001	6.00	6.00	2018/10/31	2023/10/31

资料来源：Wind资讯

[1] 公司 2017 年底实收资本由 17.35 亿元增至 20 亿元，系提取盈余公积 0.96 亿元、未分配利润 1.69 亿元转增实收资本。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017- 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 （5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固

定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 航空运输行业

国民经济的持续发展及居民人均可支配收入的增加带动中国航空客货运输量稳步提升，航空运输业凭借其高速、便捷等特点在交通运输体系中发挥重要作用。中国航空运输业垄断竞争特点明显，受益于政策利好，多元化竞争逐步增强。航油、汇率价格波动是影响航空运输企业盈利水平的重要因素，突发事件对航企持续经营影响重大，2020 年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情短期内对航空运输业负面影响大。

（1）行业概况

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色。航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性。根据发达国家经验，在居民收入突破一定水平后，航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5~2 倍，且行业成长期长达 30~40 年。

近年来，随着经济增长及居民收入水平提升，中国航空客货运输量逐年增加，航空运输业凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。2020 年，航空运输受疫情影响较大。根据民航局发布《2020 年民航行业发展统计公报》，2020 年中国民航业完成运输总周转量 798.51 亿吨公里；旅客周转量 6311.28 亿人公里，货邮周转量 240.20 亿吨公里。客运市场方面，完成旅客运输量 41777.82 万人次。货运市场方面，完成货邮运输量 676.61 万吨。全行业运输航空公司完成运输飞行小时 876.22 万小时、运输起飞架次 371.09 万架次。截至 2020 年底，中国共有运输航空公司 64 家、运输飞机 3903 架、定期航班航线 5581 条。2020 年，定期航班国内通航城市（或地区）237 个（不含香港、澳门、台湾），中国航空公司国际定期航班通航 62 个国家的 153 个城市。全行业在册运输飞机平均日利用率为 6.49 小时，正班客座率平均为 72.9%。截至 2020 年底，中国境内运输机场（不含香港、澳门和台湾地区）241 个。2020 年，全行业全年新开工、续建机场项目 114 个。全国民航运输机场完成旅客吞吐量 8.57 亿人次、货邮吞吐量 1607.49 万吨、起降架次 904.92 万架次。

（2）行业政策

表 3 近年来航空运输行业主要政策梳理

发布日期	发布单位	政策名称	政策要点
2016 年 9 月	民航局、国家发改委	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定
2017 年 1 月	民航局	《关于印发民用机场收费标准	国航内线起降费整体提高 10%左右、安检费提高 40%至

		调整方案的通知》	50%、停场费提高 5%至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20%左右
2017 年 12 月	民航局、国家发改委	《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》	头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价；经济舱旅客运价根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价，货物运价实行市场调节价，并公布运价制定上限和基准价公式
2018 年 1 月	民航局、国家发改委	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2018 年 1 月	交通运输部	《国内投资民用航空业规定》	国有投资主体和非国有投资主体可以单独或者联合投资民用航空业，对国内投资需要特别管理的公共航空运输企业应当保持国有控股或者国有相对控股，其中，国有相对控股应当由单一国有投资主体及其控股企业相对控股
2019 年 5 月	民航局	《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》	将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调 50%；要降低航空煤油销售价格；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮，下调货运航空公司机场收费标准
2020 年 2 月	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020 年 3 月	民航局、财政部	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》	疫情防控期间（2020 年 1 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日），中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持，共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴 0.0176 元，独飞航班每座公里 0.0528 元，执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补贴

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2016 年 10 月、2017 年 12 月和 2018 年 1 月，民航局和国家发改委陆续下发文件，明确了国内运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于三大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

成本方面，2017 年 1 月民航局发布了机场收费的调整方案，该方案自 2017 年 4 月起实施，起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15%左右，收费标准上调后，航空公司成本将有所增加，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。2019 年 5 月民航局统筹推进降低航空公司成本的工作，主要是减税降费、适度调减机场服务性收费等，有助于缓解航空公司成本负担和提升行业发展活力。

所有制改革方面，2018 年 1 月，交通运输部发文提出放宽国航股份、南航股份、东航股份股权结构至国有相对控股，民航业混改拉开序幕。此次改革，在政策上为三大航进一步吸收包括社会资本在内的各类资本投资，提供了一定的空间。同时 2017 年，三大航母公司中航集团、南航集团、东航集团相继宣布完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。改制将有助于进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。

疫情防控方面，2020 年 2 月、3 月财政部、民航局发文提出在疫情防控期间免征航空公司应缴纳的民航发展基金，并对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

2. 飞机租赁行业

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，全球航空业持续低迷，新飞机的需求受到抑制，预计将对飞机租赁行业企业的盈利能力和短期现金流造成不利影响。

（1）行业概况

中国飞机租赁行业起步较晚，1998 年以前，中国航空公司的飞机主要是通过直接购买的方式取得，航空公司自行向银行申请贷款购买飞机并拥有飞机的所有权，但面临国内过高的融资成本和国际融资的实际困难，航空公司自己申请贷款购买飞机的代价很大。1998 年之后，国内飞机租赁行业开始起步，中国航空公司逐步采用经营性租赁或融资性租赁的方式引进飞机，部分缓解了资金压力。2020 年，新冠疫情在全球范围爆发，全球航空客运需求大幅降低，全球民用航空运输业及相关产业受到较大的负面冲击，飞机租赁公司面临的租金延付、违约以及承租人破产风险增加，多家飞机租赁公司在 2020 年的净利润大幅下滑。

（2）飞机租赁经营模式

飞机租赁公司的上游供应商为飞机制造商，主要为波音和空客，两者目前飞机市场占有率达 80%以上。新进入的飞机租赁公司为了尽快组建机队，也可以从别的航空公司或者飞机租赁公司打包购入大量飞机，但是飞机生产周期较长，加上生产商双寡头垄断的市场格局决定了每年进入市场的新飞机数量比较平稳，基本受生产商操控。2020 年以来，受疫情影响，全球航空业持续低迷，大多数航空公司削减开支、重新考虑飞机购买计划，新飞机的需求受到抑制。此外，在两次空难后，作为波音核心产品之一的 737 MAX 系列机型于 2019 年 3 月停飞，对该机型的销售造成了持续的不利影响。受上述因素影响，2020 年全球飞机交付量由 2019 年的 380 架下滑至 157 架，同比下滑 58.7%；飞机新订单数量从 2019 年的 246 架大幅下降至 184 架，降幅为 25.2%。

目前飞机租赁业务主要以经营性租赁和融资性租赁为主。从国内各大航空公司来看，经营性租赁已经成为飞机租赁的主要模式，国内航空公司飞机中约 40%为经营租赁形式取得。从航空公司的规模来看，大型航空公司的经营租赁比例低于行业平均值；大型航空公司财力较为雄厚，在选择经营租赁与购买上更为灵活，代表性的主要有中国国航和东方航空，经营租赁比例均低于 30%。新兴航空公司的经营租赁比例较高，代表性的是海航控股与吉祥航空，经营租赁比例均在 60%以上，且呈逐年上升趋势。

（3）行业竞争及发展

飞机租赁属于典型的资金密集型行业，对于资本规模和管理能力的要求门槛很高。中国本土飞机租赁公司可以分为四类：银行系租赁公司、航空公司附属租赁公司、飞机制造商附属租赁公司及独立飞机租赁公司。其中，以银行系租赁公司占据主要市场份额。

2020 年 1 月下旬以来，新冠疫情在全球 200 多个国家和地区的蔓延给全球航空运输业带来了前所未有的挑战。就飞机租赁行业而言，此次疫情将直接影响下游航空公司的盈利能力及租金支付能力，并在一定时期内抑制飞机租赁需求，进而对飞机租赁公司的经营计划、盈利能力和短期现金流造成负面影响。中长期看，随着航空运输业的持续发展，飞机需求将会稳健增长，飞机租赁行业容量将会持续扩张，中国将成为仅次于美国的第二大潜在市场，航空租赁行业仍然有较大发展空间。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本为 20.00 亿元，控股股东及实际控制人为国务院国资委，持股比例 100.00%。

2. 企业规模与竞争力

公司为国内最大的第三方航材保障综合服务提供商，获得政府支持力度大，在业务经验、客户及供应商资源、品牌影响力方面具备较强竞争优势。

公司作为国务院国资委直属中央企业、国内最大的第三方航材保障综合服务提供商和按照国家有关部门要求，配合国家外交外贸政策，实施飞机批量采购对外签约的企业，获得政府支持力度大，在国际航空市场具有较高的知名度和良好的市场品牌形象，目前公司主要业务涉及飞机租赁、航材贸易分销、地面设备销售、飞机批量采购及维修服务等多个板块。

飞机租赁业务为公司利润主要来源，经营主体爱尔兰奇龙航空租赁有限公司（以下简称“爱尔兰奇龙”）成立于 2006 年 10 月，由公司、法国东方汇理银行及 AerCap Holdings NV（以下简称“AerCap”）共同出资设立[2]。自成立以来，爱尔兰奇龙不断拓宽购机渠道，适时扩大机队规模，较好地控制了利率风险、违约风险和资产损失风险，市场竞争力、品牌知名度以及项目收益稳步提升，新增新加坡航空、东方航空及中国联合航空等优质客户，并得到波音、空客等飞机制造公司认可，建立了飞机直采渠道。截至 2020 年底，飞机租赁板块共计拥有 33 架飞机。

飞机批量采购系经国务院、国家发展和改革委员会、民航局的批准，实施飞机批量采购对外签约的业务，由公司作为飞机批量采购总协调单位，将各航空公司所认购的机型打包形成批量，以争取到更优惠的价格和更好的技术保障及商务条件。截至 2020 年底，公司与波音公司和空客公司共计签署 2700 多架飞机的批量采购框架协议，落实 2300 余架飞机交付任务，与国内各航空公司及波音、空客等国外飞机制造厂商保持着密切的合作。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：G1011011302653040W），截至 2021 年 7 月 8 日，公司本部已结清及未结清信贷信息中，无不良及关注类信贷信息，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在主要高管人员、管理体系和管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受益于自营业务规模的持续提升，公司主营业务收入规模持续较快增长，但受疫情及市场竞争加剧影响，公司主要业务板块盈利水平有所下降，且低毛利率水平的自营业务收入占比持续提升，共同导致综合毛利率水平持续下降。

跟踪期内，公司收入构成未发生重大变化。2020 年，公司实现主营业务收入 42.12 亿元，同比增长 22.07%。从收入构成看，跟踪期内，飞机租赁和自营业务仍为公司收入的主要来源，二者合计占主营业务收入超过 80.00%，同比均实现增长。

2020 年，公司飞机租赁业务实现收入 11.00 亿元，同比增长 32.49%；自营业务实现收入 23.91 亿元，同比增长 63.43%，主要系航材业务销售规模加大所致。公司飞机批量采购及其他代理收入为 0.94 亿元，同比下降 30.22%，主要系疫情影响飞机交付数量下降所致；航空运输服务收入为 1.81 亿元，同比下降 37.07%；航空租赁及其他财产租赁业务受疫情影响较大，收入同比下降 77.24%至 0.76 亿元；维修服务、技术开发及服务业务收入为 1.43 亿元，同比下

[2]截至 2020 年 9 月底，公司持有爱尔兰奇龙 50%股权，其余股东主要为 AerCap 下属的爱尔兰澧水飞机租赁有限公司、法国东方汇理银行下属的荷兰新芬航空投资有限公司及东方时代有限公司，3 家公司分别持股 16.67%。爱尔兰奇龙核准资本金 5.00 亿美元，截至 2019 年底，实收资本为 2.24 亿美元。

降 25.32%。

表 4　公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
飞机租赁	83011.49	24.06	62.83	109981.40	26.11	51.82	20993.00	15.53	59.63
自营业务	146286.62	42.40	8.89	239069.30	56.76	5.93	86887.00	64.29	3.00
飞机批量采购及其他代理业务	13428.91	3.89	90.26	9370.80	2.22	88.98	2456.00	1.82	92.10
维修服务业务	19104.18	5.54	19.92	14267.90	3.39	-0.66	4663.00	3.45	16.70
技术开发及服务业务	18085.39	5.24	54.26	14049.80	3.34	58.87	4226.00	3.13	34.40
航空租赁及其他财产租赁业务	33381.18	9.67	29.39	7598.30	1.80	23.66	9738.00	7.21	35.70
航空运输服务	23595.12	6.84	-1.82	18106.00	4.30	-37.07	3988.00	2.95	-13.70
其他	8136.15	2.36	61.50	8722.40	2.07	68.60	2193.00	1.62	27.40
合计	**345029.04**	**100.00**	**30.52**	**421165.90**	**100.00**	**21.08**	**135144.00**	**100.00**	**17.10**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2020年，公司主营业务毛利率下降至21.08%，一方面系低毛利率水平的自营业务收入占比提升，一方面系主要业务板块盈利水平同比下滑。2020年，公司飞机租赁业务毛利率降至51.82%，主要系新冠肺炎疫情对航空运输行业负面影响大；受市场竞争影响，自营业务毛利率进一步下降至5.93%；飞机批量采购及其他代理业务毛利率仍维持高水平；维修服务业务毛利率由正转负；技术开发及服务业务毛利率上升至58.87%；航空运输服务毛利率持续为负。

2021年1—3月，公司主营业务收入为13.51亿元，同比大幅增长，主要系2020年一季度公司业务受疫情影响较大，而随着疫情的逐步控制，公司业务得以正常开展。同期，公司毛利率进一步下降至17.10%，主要系公司自营业务毛利率进一步降低，且其占比持续上升所致。

2. 飞机租赁业务

跟踪期内，新冠肺炎疫情对航空业影响大，下游部分航空公司租金延付，给公司带来一定短期现金流压力，同时公司加大了应收账款坏账准备计提力度，对业绩造成一定负面影响。

飞机租赁业务是公司收入的主要来源之一，经营主体为爱尔兰奇龙。截至 2020 年底，公司对爱尔兰奇龙公司持股 50%，爱尔兰奇龙实收资本为 2.23 亿美元。截至 2020 年底，爱尔兰奇龙资产总额折人民币 83.43 亿元，权益总额折合人民币 30.12 亿元，2020 年实现营业收入折合人民币 8.09 亿元（2019 年为 7.80 亿元），净利润折合人民币 1.77 亿元（2019 年为 2.39 亿元）。

公司飞机租赁全部为经营租赁，由爱尔兰奇龙进行融资以及飞机采购，爱尔兰奇龙全资子公司奇龙航空租赁有限公司（以下简称“奇龙租赁”）负责日常业务运营及合同审核。2020 年以来，公司购置 4 架飞机。截至 2021 年 3 月底，爱尔兰奇龙拥有飞机 33 架，其中 12 架为空客 A320-200 机型，16 架为 B737-800 机型，3 架 A320NEO 机型，2 架 A321NEO 机型；平均机龄 6.43 年，截至 2021 年 3 月底全部对外租赁。

表 5 公司近年国际、国内业务租金收入构成

（单位：万美元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
国内	9251.00	8784.00	8249.00
国外	2594.10	2561.00	3728.00

合计	**11845.10**	**11345.00**	**11977.00**

资料来源：公司提供

从下游客户来看，公司租户主要为国内航空公司，跟踪期内，国内业务受新冠肺炎疫情以及市场竞争加剧影响有所下滑。2020 年，公司飞机租赁业务国内实现租金收入 8249.00 万美元。国外业务收入同比有所增长，2020 年为 3728.00 万美元。

经营模式方面，公司每架飞机均设立特殊目的公司（SPV）以规避个别飞机违约对其他业务开展的影响。目前公司飞机租赁主要分为直接租赁及转租赁两种模式，其中直接租赁模式下，SPV 设立在爱尔兰；转租赁在爱尔兰及东疆保税区分别设立 SPV，由爱尔兰 SPV 购买且拥有飞机并租赁至东疆保税区 SPV，进而由东疆保税区 SPV 租赁至国内航空公司，在此模式下，客户可享受保税区税收优惠（差额征税、税收减免、税收返还），从而降低成本。截至 2021 年 3 月底，公司直接租赁飞机 24 架，转租赁 9 架，较 2019 年底增加 4 架飞机。

公司飞机租赁租期一般为 10~12 年，自 2007 年公司开展经营性飞机租赁以来，每年约有 2~3 架飞机进行交付，公司严控风险，一般在飞机交付时已与国外金融机构以及客户分别签订融资协议及租户协议。目前公司租金按月收取，全部以美元结算，并以固定租金方式出租，租金水平为 20~40 万美元/月。租约到期后，公司主要通过续租、出售以及出租给新的承租人等方式进行处置。公司 2020 年无飞机租约到期，一般在到期前 18 个月与承租人谈判续租或转租，公司未来 1—2 年飞机租约到期数量较少，租金下调风险低。

2020 年，受疫情影响，部分航空公司经营业绩下滑，导致租金延付，给公司带来一定的短期资金压力。针对延期部分，公司向客户收取一定资金占用费。截至 2020 年底，尚未支付的延期租金约 700 万美元，对于延付部分租金收取 4-6%的利息。2020 年，公司对应收租赁款项计提了 306 万美元的坏账准备，对利润水平造成一定负面影响。公司将密切关注所涉航空公司的经营状况，及时采取应变措施，避免或减少应收账款坏账的形成。

表 6　截至 2021 年 3 月底飞机租赁客户情况

（单位：架）

客户	租赁飞机数量（架）	飞机租期（年）
四川航空集团有限责任公司	4	20
上海吉祥航空股份有限公司	4	12
中国联合航空有限公司	7	12
中国东方航空云南分公司	1	12
山东航空股份有限公司	4	10（2 架）/ 15（2 架）
法国航空公司	1	14
奥地利 Laudamotion 航空	1	6
巴西戈尔航空公司	2	14
西班牙欧洲航空公司	2	12
土耳其自由鸟航空公司	2	12/19.5
印度靛蓝航空公司	5	6
合计	**33**	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司国内前四大客户为中国联合航空有限公司、上海吉祥航空股份有限公司、四川航空集团有限责任公司以及山东航空股份有限公司，上述航空公司合计向公司租赁飞机 19 架，占公司总飞机数量的 57.58%，集中度高。公司国外客户主要为印度靛蓝航空公司、西班牙欧洲航空、巴西戈尔航空、土耳其自由鸟航空、奥地利 Laudamotion 航空和法国航空公司，上述公司合计向公司租赁飞机 12 架。

3. 自营业务

跟踪期内，受益于国内机场改扩建项目增加带动地面工程设备需求增长，公司自营业务规模较快增长，业务模式未发生变化，但下游结算存在账期，对营运资金形成占用。未来随着公司航材保障服务的逐步推广扩大，公司对航材配件、发动机、起落架等固定资产的投资

力度将逐步加大，将存在一定资金需求。

公司自营业务主要包括航材贸易分销以及地面设备销售，经营主体分别为中国航空器材有限责任公司（以下简称“中航材有限公司”）以及中国民航技术装备有限责任公司（以下简称“技术装备公司”），目前自营业务经营品种主要包括飞机零部件、周转件、发动机、地面除雪车、候机楼设备等。除航材自营、地面工程设备自营业务以外，北京凯兰航空技术有限公司（以下简称“北京凯兰”）及集团子公司还经营刹车片等产品的自营业务。

表 7 公司自营业务收入构成情况（亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
航材贸易分销	9.49	9.47	8.43
地面工程及设备销售	2.80	2.95	12.62
其他	1.13	2.21	2.86
合计	**13.43**	**14.63**	**23.91**

资料来源：公司提供

2016 年 9 月，经国务院国资委批准，通过将中航材有限公司部分股权无偿划转的方式，与三大航空公司共同搭建航材共享平台公司，由公司对平台公司进行日常管理、预算考核、资金管理并纳入合并范围。为推进航材共享业务的全面整合，公司主要从富余航材处置、航材集中采购、机队共享体系、大部件共享库建立、AOG 共享建立等多个方面搭建航材保障平台。截至 2021 年 3 月底，中国南方航空集团有限公司、中国航空资本控股有限责任公司、中国东方航空集团有限公司、中国国新控股有限责任公司和公司对中航材有限公司持股比例分比为24.00%、23.00%、22.00%、10.00%和21.00%。截至2020年底，中航材有限公司总资产为35.88亿元，净资产为 23.68 亿元；2020 年度实现营业收入 12.58 亿元，净利润 0.81 亿元。

航材贸易分销

航材贸易分销为公司传统板块，经营主体为中航材有限公司及其子公司，前身为民航局航材处；三大航空公司成立后，逐步建立自身航材采购体系，公司市场份额逐渐压缩，中航材有限公司主要作为第三方航材采购方为航空公司提供航材分销以及保障服务。2020 年航材贸易分销自营收入 8.43 亿元，同比小幅下降。

航材自营业务主要分为航材购销模式及航材寄售模式，产品包括航材消耗件及周转件等。其中，航材消耗件主要包括航空设备的螺钉、螺母、封严和管子等部件，周转件主要包括发电机、起落架、启动机、飞行管理计算机以及活门等可能维修重复使用的相关设备和航空部件。采购方式和结算方式较上年无变化，仍为向上游预付一定比例保证金和采取 T/T 的方式结算。

截至 2021 年 3 月底，公司在上海、北京、成都和西安 4 个城市合计拥有仓库面积 1.28 万平方米；其中北京空港工业区仓库面积占 62.50%，目前航材库 100%系自有。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司仓库情况

地理位置		仓储面积（万平方米）	仓库类型
上海	浦东机场（华东公司）	0.22	保税
	浦东机场（华东公司）	0.05	非保税
	虹桥机场（华东公司）	0.04	非保税
北京	空港工业区（物流）	0.62	保税
	空港工业区（物流）	0.18	非保税
成都	双流机场（西南）	0.02	保税库
	双流机场（西南）	0.13	非保税
西安	咸阳机场（西北）	0.02	非保税
合计		**1.28**	--

资料来源：公司提供

下游结算方面，公司不收取下游客户保证金，应收账款平均账期约 6 个月，结算币种主要为人民币。2020 年，公司前五大销售客户金额合计 3.03 亿元，占比为 24.08%，客户集中度一般。

表 9 2020 年航材贸易分销前五大供应商采购及客户销售额情况

（单位：亿元、%）

客户	金额	占比
DASI LLC	0.82	6.54

武汉航达航空科技发展有限公司	0.68	5.41
北京飞机维修工程有限公司成都分公司	0.56	4.48
沈阳南方航空进出口贸易有限公司	0.52	4.12
海南航空股份有限公司	0.44	3.53
合计	**3.03**	**24.08**

资料来源：公司提供

地面工程设备销售

公司地面工程设备销售主要由技术装备公司负责，截至 2020 年底，技术装备公司合并资产总额 11.88 亿元，权益总额 2.26 亿元，2020 年实现营业收入 13.79 亿元，同比增加 9.40 亿元；利润总额 0.56 亿元，增加 0.22 亿元，净利润 0.47 亿元。公司地面工程设备销售规模增加，主要系全国范围内机场改扩建项目增加所致。

采购方面，公司仍主要采取以销定采的模式，在了解新建机场设备需求后，通过投标程序获取地面设备的采购权并与机场签订合同。由于地面设备具有一定生产周期且通过海运运输，因此地面设备交付周期通常为半年。

结算方面，公司一般采取信用证方式结算，合同签订后，机场通常预付 20%保证金，由公司预付 30%给供应商。公司在产品到岸后，通过第三方物流交付给客户，运输成本根据合同约定分担。

表 10　2020 年地面工程设备前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）

供应商	金额	占比
LEADWAY	1.19	9.60
SEASPAN	1.18	9.53
FLY	0.70	5.66
AEBI	0.69	5.60
WISE	0.55	4.46
合计	**4.31**	**34.85**
客户	**金额**	**占比**
北京乐途捷运国际货运代理有限公司	2.24	16.23
北京大兴新机场	0.85	6.16
北京华瑞隆诚机电设备有限公司	0.84	6.06
民航总局空管局	0.82	5.94
东阳格睿丝贸易有限公司	0.62	4.52
合计	**5.37**	**38.92**

资料来源：公司提供

2020 年，公司地面工程设备上游前五大供应商采购额为 4.31 亿元，合计占比 34.85%，前五大客户销售额为 5.37 亿元，合计占比 38.92%，采购和销售集中度均较高。

4. 飞机批量采购及其他代理业务

2020 年以来，公司飞机实际交付数量同比大幅减少，主要受疫情影响导致当期新飞机需求持续受到抑制。

公司是配合航空公司实施飞机批量采购的签约主体，通过作为总协调将各航空公司所认购的机型打包形成批量，与飞机制造商展开谈判并签署批量采购框架协议。

采购方面，通常以公司名义签署框架协议，框架协议对采购总数量、价格等进行约定，框架协议签订之后，由航空公司与飞机制造商签署采购合同，并由航空公司与飞机制造商直接结算并交付，公司收取技术服务费。2020 年，公司实际交付飞机 77 架，主要受疫情影响导致当期新飞机需求持续受到抑制。

表 11　2017－2020 年飞机实际交付数量（单位：架）

飞机型号	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
A320	75	33	96	38
A330	31	24	10	0
A350	--	6	15	2
B737	96	163	13	16
B787	11	22	5	5
B777	4	7	1	16
合计	**217**	**255**	**140**	**77**

资料来源：公司提供

5. 其他业务

公司其他业务主要包括航空租赁及其他财产租赁业务、维修服务业务、技术开发及服务业务和航空服务运输业务，2020 年分别实现收

入 0.76 亿元、1.43 亿元、1.40 亿元和 1.81 亿元。

为推进航材共享业务的全面整合，公司近年来不断拓展航材租赁、按小时付费、航材支援等新型业务模式。航材租赁方面，公司为三大航空公司和波音公司在 B777、B787 飞机航班北美航线提供周转件集中保障，同时开拓 A330 增强型起落架租赁和发动机租赁及支援市场，2020 年度航材租赁实现收入 29131 万元；同时，继续推进云南红土航空 A320 机队按小时付费保障项目，2020 年度 PBH 实现收入 12560 万元。

公司维修服务业务经营主体主要为北京凯兰，目前北京凯兰核心业务主要以机轮刹车维修为主，系全国最大的第三方飞机整体机轮保障服务商。截至 2020 年底，北京凯兰资产总额 7.70 亿元，权益总额 2.07 亿元，2020 年实现营业收入 3.19 亿元，利润总额-2830.67 万元，亏损主要系受海航债务重整计提减值准备所致。

6. 经营效率

2020 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈上升趋势，存货周转次数呈下降趋势，三项指标分别为 4.98 次、0.21 次和 4.81 次，公司经营效率尚可。

7. 在建工程

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建项目预计总投资合计 4.08 亿元，资金来源主要为自有资金 40%和其他融资方式 60%（贷款）。公司在建项目投资主要为起落架和高价周转件，截至 2021 年 3 月底，累计已投资 373.40 万元，未来尚需投资规模不大。

表 12　截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目内容	2021 年规划总投资	资金来源		已完成投资额
		自有资金	其他融资方式	
起落架	9520.00	40.00%	贷款 60.00%	359.00
高价周转件	31273.00	40.00%	贷款 60.00%	14.40
合计	**40793.00**	--	--	**373.40**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的 2020 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2020年，公司合并范围二级子公司较2019年底未发生变化，2021年一季度合并范围较2020年底未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额 156.08 亿元，所有者权益合计 66.15 亿元（含少数股东权益 34.62 亿元）；2020 年公司实现营业收入 42.78 亿元，利润总额 2.09 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额 164.41 亿元，所有者权益合计 69.77 亿元（含少数股东权益 36.70 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 13.67 亿元，利润总额 0.88 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，资产结构较稳定。公司非流动资产占比较高，以飞行设备等固定资产为主，且飞行设备均用于抵押借款，导致受限资产比例较高，符合行业特性；自营业务形成的应收账款对资金存在一定占用。公司资产质量尚可，资产流动性一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 156.08 亿元，较上年底增长 6.61%，主要系非流动资产增长所致。构成方面，公司流动资产占 27.89%，非流动资产占 72.11%。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 43.54 亿元，较上年底变动不大，构成仍以货币资金（占 37.90%）、应收账款（占 19.33%）和存货（占 20.13%）为主。

截至 2020 年底，公司货币资金 16.50 亿元，较上年底下降 20.80%，其中存放在境外款项总额 7.70 亿元。公司货币资金构成主要为银行存款（16.20 亿元）和其他货币资金（0.29 亿元），其中使用受限的货币资金 0.29 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金，受限规模小。

截至 2020 年底，公司应收账款为 8.42 亿元，较上年底略有下降。账龄方面，公司 1 年以内按账龄计提坏账准备的应收账款占 75.75%，1 至 2 年占 15.77%，账龄较短；计提坏账准备金额为 1.52 亿元，计提比例为 15.24%，计提较充分。集中度方面，公司前五大应收账款合计 2.94 亿元，占比为 27.46%，集中度一般。

截至 2020 年底，公司预付款项为 6.29 亿元，较上年底增长 54.98%，主要系预付三大航货款 0.80 亿元及装备公司预付地面设备款增加 1.70 亿元。公司 1 年以内预付款项占 86.26%。

截至 2020 年底，公司存货为 8.77 亿元，较上年底增长 68.94%，主要系经营需要导致库存商品增加所致。公司存货主要由自营业务形成的库存商品（7.87 亿元）和原材料（0.36 亿元）构成；库存商品计提跌价准备 1.01 亿元。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 112.54 亿元，较上年底增长 8.73%，构成上以固定资产（占 83.55%）和长期股权投资（占 8.45%）为主。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值为 94.03 亿元，较上年底增长 12.08%，主要系购置飞行设备、航空港周转件等固定资产有所增加；构成仍以飞行设备（78.69 亿元）为主，累计计提折旧 35.41 亿元，计提减值准备 0.96 亿元。公司飞行设备系爱尔兰奇龙旗下 33 架飞机，全部用于抵押以取得长期借款，固定资产抵押率高，为 81.67%。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 9.51 亿元，较上年底变化不大。公司长期股权投资主要为对合（联）营企业的投资，计提减值准备 0.38 亿元，系长江三峡东方国际旅游轮船有限公司 0.34 亿元减值准备和深圳汉莎技术有限公司 0.04 亿元减值准备。

表 13　截至 2020 年底公司主要长期股权投资余额情况

（单位：亿元、%）

企业名称	余额	占比
北京中航空港建设工程有限公司	4.30	43.48
华欧航空培训中心	2.90	29.32
中航材威利斯发动机租赁有限公司	1.07	10.79
深圳汉莎技术有限公司	0.95	9.61
长江三峡东方国际旅游轮船有限公司	0.34	3.45
合计	**9.56**	**97.74**

注：前五大供应商占比与合计数出入系未扣除减值准备所致

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司使用受限的资产合计 77.09 亿元，占资产总额的 49.39%，主要为用于抵押借款的固定资产，受限比例较高。

截至2021年3月底，公司资产总额164.41亿元，较2020年底增长5.33%。流动资产中，货币资金较2020年底增长37.87%至22.75亿元；应收账款较2020年底增长52.95%至12.87亿元；其他科目变动不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅波动，少数股东权益占比高，权益稳定性一般；负债水平持续上升，有息债务以长期债务为主，债务结构合理。

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益合计66.15亿元，较上年底小幅下降；归属于母公司的所

有者权益 31.53 亿元中，股本占 60.49%、资本公积占 10.18%、未分配利润占 25.41%；其他综合收益较上年底减少 1.25 亿元至-0.46 亿元，主要系外币报表折算差额减少所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 69.77 亿元，较 2020 年底略有增长，权益规模和构成较上年底变化不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额 89.93 亿元，较上年底增长 15.46%。其中，流动负债占 33.50%，非流动负债占 66.50%。

截至 2020 年底，公司流动负债为 30.13 亿元，较上年底增长 8.38%，主要由应付账款（占 23.35%）、预收款项（占 29.49%）、其他应付款（合计）（占 7.76%）和一年内到期的非流动负债（占 30.84%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 1.13 亿元，较上年底有所增加，构成包括信用借款 1.03 亿元，保证借款 0.10 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款 7.04 亿元较上年底下降 8.52%，以应付采购款及工程款为主；公司预收款项 8.89 亿元，较上年底变化不大，主要为预收航空器材和设备的销售货款以及飞行设备的租赁款。

截至 2020 年底，公司其他应付款 2.34 亿元，较上年底变动不大，主要为往来款和应付保证金，前五大应付款金额合计 0.51 亿元，占 21.90%。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.29 亿元，较上年底增长 20.01%，主要为一年内到期的长期借款。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 59.80 亿元，较上年底增长 19.39%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（45.59 亿元）和应付债券（6.00 亿元）构成。公司长期借款较上年底增长 21.03%至 45.59 亿元，主要为抵押借款和信用借款，抵押物主要为飞行设备；公司应付债券 6.00 亿元，较上年底未发生变化，为公司发行中期票据“18 中国航材 MTN001”；长期应付款（合计）1.65 亿元，较上年底下降 27.08%，由应付融资租赁款（0.88 亿元）和应付飞机租赁款（0.41 亿元）。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 94.64 亿元，较 2020 年底增长 5.24%。其中，短期借款增加 3.10 亿元至 4.23 亿元；长期借款进一步增加至 52.21 亿元。

截至 2020 年底，公司有息债务规模为 63.79 亿元，较上年底增长 19.25%，以长期债务为主（占 82.90%）。截至 2021 年 3 月底，公司有息债务进一步上升至 70.61 亿元，长期债务占比为 85.42%。

从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 57.62%、49.09%和 44.42%。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化率和全部债务资本化比率维持稳定，分别为 57.56%、50.30%和 46.37%。

4. 盈利能力

2020年，受益于自营业务规模扩大，公司营业收入保持增长，费用控制能力有所提升，但资产减值损失等对利润形成侵蚀，主业盈利水平有所下滑。

2020年，公司实现营业收入42.78亿元，同比增长21.24%，主要系自营业务业务收入增长所致。2020年，公司发生营业成本33.54亿元，同比增长38.00%。同期，公司期间费用合计6.56亿元，同比下降1.02%，占营业收入比重为15.33%，同比有所下降，构成上仍以管理费用和财务费用为主。

2020年，公司取得投资收益0.29亿元，其他收益0.50亿元，主要为天津东疆保税区税收返还和通航补贴。公允价值变动收益-0.07亿元，主要为持有的衍生金融工具产生的损益。

2020年，公司资产减值损失1.11亿元，同比略有增长，主要由计提的坏账损失0.50亿元和固定资产减值损失0.37亿元构成。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率为 21.13%，同比下滑 9.46 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 3.10%和 2.39%，同比分别下降 1.41 个百分点和 1.86 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 13.67 亿元，同比增长 113.39%，利润总额 0.88 亿元，同比增长 97.20%，主要系上年同期公司业绩受疫情影响较大所致。

5. 现金流分析

跟踪期内，航空行业受疫情影响大，导致航空租赁业务客户出现延付情况，且自营业务规模扩大导致营运资本占用加大，公司经营活动现金净流入规模明显收缩；购置飞机设备等资本性支出维持较大规模，公司对外部融资存在依赖。

从经营活动来看，2020 年，随公司经营规模扩大，公司经营活动现金流入及流出均有所增长，分别为 67.04 亿元和 63.28 亿元，同比分别增长 19.01%和 37.12%。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.76 亿元，同比下降 63.09%，主要系航空行业受疫情影响大，导致公司航空租赁业务客户出现延付，以及随自营业务规模的扩大，对营运资本占用加大。

从投资活动来看，2020 年投资活动现金流入较小，为 1.52 亿元；投资活动现金流出 20.02 亿元，同比大幅增加 14.79 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-18.50 亿元。2020 年，公司经营性现金净流入规模无法覆盖投资活动净支出。

从筹资活动来看，2020 年公司加大筹资活动力度，当期取得借款收到的现金为 31.33 亿元，同比大幅增加 18.80 亿元；筹资活动现金流出 20.16 亿元，同比有所增长，主要为偿还债务支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金净流入 11.16 亿元。

2021 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.72 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.23 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 2.28 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现尚可，考虑到公司在行业地位及政府支持等方面具备的优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至 2020 年底，公司流动比率为 144.52%，较上年底减少 8.12 个百分点；速动比率为 115.42%，较上年底减少 18.55 个百分点。2020 年，公司经营性现金流动负债比率为 12.47%，同比减少 24.15 个百分点。截至 2020 年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为 16.27 亿元，为短期债务的 1.52 倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 10.25 亿元；EBITDA 利息倍数为 4.20 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 6.22 倍。综合考虑公司在行业地位及政府支持等方面具备的优势，公司整体偿债能力极强。

截至 2021 年 3 月底，公司本部在各大银行获得授信总额 33.00 亿元，已使用额度为 6.45 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 公司本部财务概况

公司本部收入规模小，盈利水平低；有息债务以发行的 6 亿元中期票据和长期借款为主，债务负担可控。

截至2020年底，母公司资产总额为45.39亿元，其中流动资产为11.53亿元，非流动资产为33.86亿元。公司流动资产主要构成为现金类资产5.62亿元和其他应收款4.84亿元；非流动资产主要构成为长期股权投资28.50亿元。

截至2020年底，母公司负债合计为20.54亿元，其中全部债务为7.99亿元，均为长期债务；经营负债为12.55亿元。截至2020年底，母公司资产负债率为45.24%，全部债务资本化比率为24.33%，长期债务资本化比率为24.33%。

2020年，母公司营业收入为1.14亿元，营业

成本为0.28亿元，期间费用为1.09亿元；其他收益为0.02亿元；投资收益为0.03亿元；利润总额为-0.31亿元，同比转亏，主要系2020年母公司取得投资收益规模（处置部分金融资产和长期股权投资带来的收益）较大，不具备持续性。

2020年，母公司经营活动现金流入为4.06亿元，经营活动现金流出为3.14亿元，经营活动现金流净额为0.92亿元。投资活动现金流入为2.97亿元，投资活动现金流出为3.21亿元，投资活动现金流净额为-0.24亿元。筹资活动现金流入为3亿元，筹资活动现金流出为4.65亿元，筹资活动现金流净额为-1.65亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力强；EBITDA对未来待偿还债券本金峰值的保障能力较强。

截至2021年3月底，公司存续期债券余额合计9.00亿元，包括“18中国航材MTN001”（余额6亿元）和“21中国航材SCP001”（余额3亿元）。截至2021年3月底，公司有3.00亿元应付债券将于本年度到期。

截至2021年3月底，公司剔除使用受限后的现金类资产（22.73亿元）对本年度剩余应到期债券金额（3.00亿元）的保障倍数为7.58倍，公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力强。

2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为67.04亿元、3.76亿元和10.25亿元，是未来待偿还债券本金峰值的11.17倍、0.63倍和1.71倍。

表14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	3.00
未来待偿还债券本金峰值	6.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	7.58
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	11.17
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.63
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.71

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

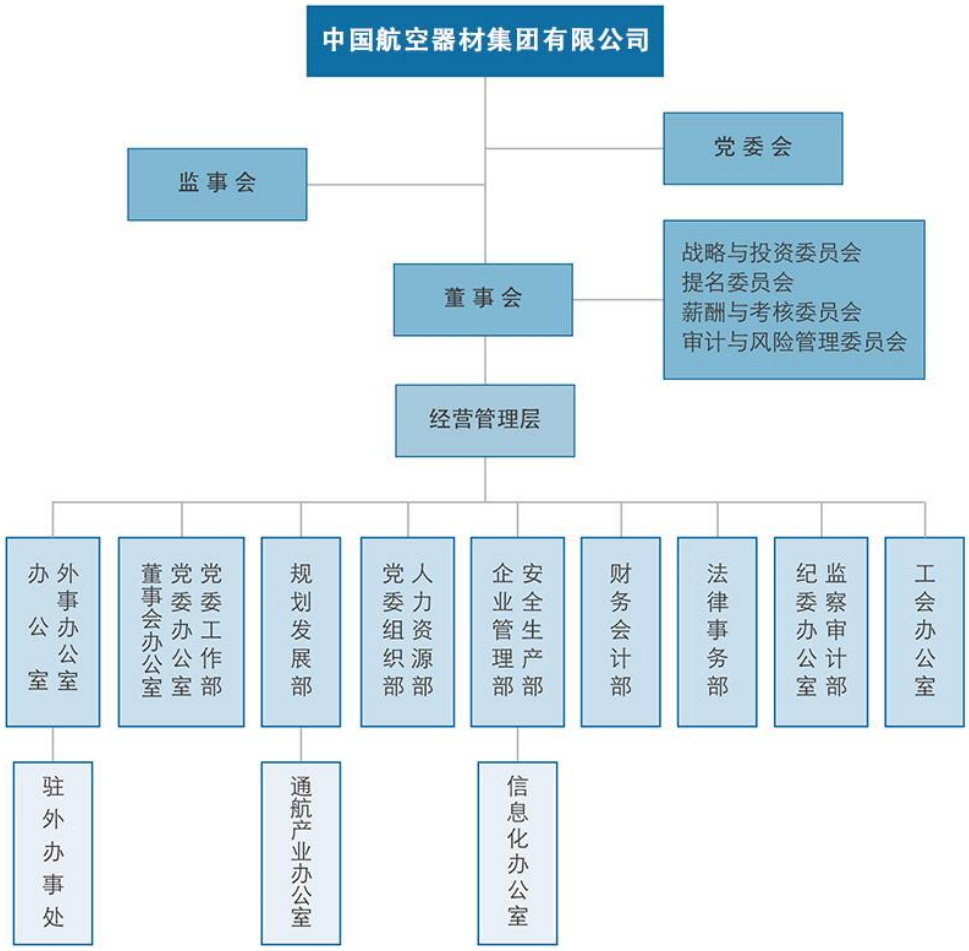
综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“18中国航材MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.47	20.82	16.27	22.73
资产总额(亿元)	139.22	145.93	156.08	164.41
所有者权益(亿元)	65.45	68.05	66.15	69.77
短期债务(亿元)	6.92	8.02	10.91	10.29
长期债务(亿元)	48.38	45.47	52.88	60.31
全部债务(亿元)	55.29	53.49	63.79	70.61
营业收入(亿元)	31.16	35.28	42.78	13.67
利润总额(亿元)	4.35	3.66	2.09	0.88
EBITDA(亿元)	11.59	11.70	10.25	--
经营性净现金流(亿元)	12.07	10.18	3.76	0.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.46	4.36	4.98	--
存货周转次数(次)	8.48	6.35	4.81	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.25	0.28	--
现金收入比(%)	109.51	112.11	109.09	83.94
营业利润率(%)	32.03	30.59	21.13	17.76
总资本收益率(%)	4.99	4.56	3.10	--
净资产收益率(%)	5.14	4.25	2.39	--
长期债务资本化比率(%)	42.50	40.06	44.42	46.37
全部债务资本化比率(%)	45.79	44.01	49.09	50.30
资产负债率(%)	52.99	53.37	57.62	57.56
流动比率(%)	168.38	152.64	144.52	181.64
速动比率(%)	156.58	133.97	115.42	162.76
经营现金流动负债比(%)	57.61	36.62	12.47	--
现金短期债务比	2.98	2.63	1.52	2.23
EBITDA 利息倍数(倍)	4.56	4.40	4.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.77	4.57	6.22	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.现金类资产已扣除受限货币资金；3.长期应付款中的有息债务计入长期债务
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.03	6.67	5.62	6.63
资产总额(亿元)	47.38	46.14	45.39	46.57
所有者权益(亿元)	24.93	25.21	24.86	25.16
短期债务(亿元)	0.00	1.12	0.00	3.00
长期债务(亿元)	10.07	8.13	7.99	7.99
全部债务(亿元)	10.07	9.24	7.99	10.99
营业收入(亿元)	2.46	1.66	1.14	0.37
利润总额(亿元)	1.23	0.81	-0.31	-0.13
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	2.45	-1.50	0.92	-1.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	467.54	272.73	161.09	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.02	--
现金收入比(%)	100.13	88.29	82.08	120.69
营业利润率(%)	84.20	76.25	70.33	6.36
总资本收益率(%)	3.01	2.22	--	--
净资产收益率(%)	3.44	2.44	-1.07	--
长期债务资本化比率(%)	28.78	24.38	24.33	24.10
全部债务资本化比率(%)	28.78	26.83	24.33	30.40
资产负债率(%)	47.39	45.37	45.24	45.97
流动比率(%)	130.50	120.10	92.43	109.57
速动比率(%)	130.50	120.10	92.43	109.57
经营现金流动负债比(%)	19.87	-11.72	7.35	--
现金短期债务比	--	5.97	--	2.21
EBITDA 利息倍数(倍)	*	*	*	--
全部债务/EBITDA(倍)	*	*	*	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

附件 5　主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。