信用等级公告

联合〔2020〕2389 号

联合资信评估有限公司通过对中国航空器材集团有限公司主体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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国航空器材集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	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：2020 年 7 月 23 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	aaa		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	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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，随着航材分销业务的增长，公司收入规模持续提升；飞机租赁业务及飞机批量采购业务保持良好的盈利水平及经营获现能力。同时，联合资信关注到新冠肺炎疫情对航空业影响大，公司业务间接受到负面影响，公司飞机租赁业务机队规模较小、固定资产抵押率较高、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 EBITDA 和经营活动净现金流对“18 中国航材 MTN001”的保障能力强。

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. **跟踪期内，公司在所属行业保持较强竞争优势。**公司作为国内最大的第三方航材保障综合服务提供商、配合航空公司实施飞机批量采购的签约主体，在业务经验、客户供应商资源及专业服务能力等方面保持较强的竞争优势。

分析师：刘嘉敏　黄冠嘉
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

2. **跟踪期内，公司飞机租赁业务运营良好。**公司飞机租赁业务品牌知名度高，客户稳定，盈利水平强。

3. **跟踪期内，公司航材租赁业务拓展快速。**子公司中国航空器材有限责任公司系国务院国资委部署搭建的航材共享平台及航材保障企业，在政策支持下已分批逐步向三大航购进其富余航材用以航材购销和共享库搭建，跟踪期内航材租赁业务实现快速拓展。

4. 公司经营性净现金流和EBITDA对“18中国航材MTN001”覆盖能力强。

关注

1. **跟踪期内，飞机租赁行业市场竞争激烈。**公司机队规模较小，且全部为经营性租赁业务，存在一定资产减值和租金下行风险。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，带来一定的短期资金压力。

2. **跟踪期内，公司固定资产使用受限程度较高。**公司主要通过抵押飞机贷款方式融资，融资渠道较单一，固定资产抵押率高，截至2019年底为77.65%。

3. **公司在建项目投资规模较大，存在资本支出压力。**公司航材保障服务的逐步推广将加大对航材配件等固定资产的投资力度，在建项目未来资金需求较高且资金来源以对外融资为主，或将推升公司债务水平。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.76	20.47	20.82	20.59
资产总额(亿元)	129.63	139.22	145.93	149.86
所有者权益(亿元)	61.77	65.45	68.05	68.65
短期债务(亿元)	12.64	6.92	8.02	7.10
长期债务(亿元)	40.36	48.38	45.47	45.97
全部债务(亿元)	53.00	55.29	53.49	53.07
营业收入(亿元)	24.65	31.16	35.28	6.41
利润总额(亿元)	4.62	4.35	3.66	0.45
EBITDA(亿元)	10.51	11.59	11.70	--
经营性净现金流(亿元)	7.42	12.07	10.18	-0.87
营业利润率(%)	37.19	32.03	30.59	29.83
净资产收益率(%)	5.65	5.14	4.25	--
资产负债率(%)	52.35	52.99	53.37	54.19
全部债务资本化比率(%)	46.18	45.79	44.01	43.60
流动比率(%)	127.93	168.38	152.64	163.20
经营现金流动负债比(倍)	33.38	57.61	36.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.05	4.77	4.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.91	4.56	4.40	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	41.67	47.38	46.14	44.52
所有者权益（亿元）	25.36	24.93	25.21	25.23
全部债务(亿元)	4.58	10.07	9.24	9.27
营业收入(亿元)	2.06	2.46	1.66	0.54
利润总额(亿元)	1.89	1.23	0.81	0.06
资产负债率(%)	39.15	47.39	45.37	43.32
全部债务资本化比率(%)	15.30	28.78	26.83	26.88
流动比率(%)	52.11	130.50	120.10	137.87
经营现金流动负债比(%)	-4.85	19.87	-11.72	--

注：2020 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；2017—2019 年长期应付款中的有息债务计入长期债务

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	2019/07/25	刘嘉敏 黄冠嘉	贸易行业企业评级方法（2018 年）/批发与零售行业企业信用模型（2016 年）	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 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国航空器材集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国航空器材集团有限公司（“中航材集团”或“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 2020 年 3 月底，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 2020 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 10 个职能部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 145.93 亿元，所有者权益合计 68.05 亿元（其中少数股东权益 35.10 亿元）；2019 年公司实现营业收入 35.28 亿元，利润总额 3.66 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 149.86 亿元，所有者权益合计 68.65 亿元（其中少数股东权益 35.00 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.41 亿元，利润总额 0.45 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”，募集资金已全部按募集用途使用完毕，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

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

[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。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其

中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款

准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、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”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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产生较大负

面影响。

（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。根据中国民用航空局数据（快报数据），2019 年中国民航业完成运输总周转量 1293.2 亿吨公里，同比增长 7.2%，增速较上年下降 4.2 个百分点。客运市场方面，全行业完成旅客周转量 11705.1 亿人公里，同比增长 9.3%，增速较上年下降 3.3 个百分点；其中国内航线同比增长 6.9%，国际航线同比增长 16.6%。货运方面，2019 年全行业实现货邮周转量 236.2 亿吨公里，同比增长 0.3%，增速较上年下降 7.4 个百分点。2019 年，中国民航运输总周转量稳居世界第二，民航旅客周转量在综合交通运输体系中占比达 32.8%，同比提升 1.5 个百分点。从盈利情况来看，2019 年民航全行业营业收入 1.06 万亿元，比上年增长 5.4%。

自 2020 年 1 月下旬以来，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，并在全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了出行限制措施，导致全球航空需求锐减。2020 年一季度，中国民航共完成运输总周转量 165.2 亿吨公里、旅客运输量 7407.8 万人次，同比分别下降 46.6%和 53.9%。同期，中国航空运输业全行业亏损达 398.2 亿元，其中航空公司亏损 336.2 亿元，三大航利润总额合计亏损 200.3 亿元。

2020 年 3 月底，国内整体疫情控制情况出现向好趋势，多个省市采取差异化复产复工政策，4 月运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比分别下降 62.4%、68.5%和 19.4%，降幅较上月分别收窄 1.0 个、3.2 个和 3.9 个百分点，降幅均较上月有所收窄，国内疫情防控从应急状态转入常态化，境内航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策趋严，民航局近期发布疫情防控期间调减国际客运航班量的通知，国际客运供应量预计将进一步减少。新冠肺炎疫情的爆发对航空运输业产生较大冲击。

（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调整方案的通知》	国航内线起降费整体提高 10%左右、安检费提高 40%至 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。

（3）未来发展

2020 年是《中国民航“十三五”发展规划》实施的冲刺阶段，在 2020 年全国民航工作会议上，民航局分八项介绍了 2020 年的工作重点，提出了 2020 年运输总周转量预期增长 7.5%，全行业全力防控安全风险，缩小管制运行间隔，实行差异化航班时刻供给与配置措施，探索实施客货分类管理，放宽国际货运航权管理等要求，未来将立足于“十三五”规划完成的基础上，进入推动交通强国建设的“十四五”规划阶段，推动行业高质量发展。

短期来看，航空运输行业发展的外部扰动因素较多，新冠肺炎疫情对行业运行产生很大负面影响，短期需求恢复乏力，原油价格下降有助于缓解行业成本端压力，但行业盈利能力仍有待长期修复，行业展望为负面。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着航空市场供需的改善、航线网络的

完善、民航业政策的落实，国家、金融机构的政策支持，航空运输业仍将保持一定的景气度。国内航空公司所处的大环境中存在机遇也面临挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展。

2. 飞机租赁行业

2019 年，飞机租赁行业整体运行平稳，受波音 737MAX 飞机停飞及新机暂停交付、空客 A320 neo 系列飞机交付延迟等因素影响，全年行业交付飞机数量同比下滑；2020 年全球爆发新冠疫情，预计将对飞机租赁行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。

自 2007 年 2 月银监会发布修订的《金融租赁公司管理办法》规定中国国内和国外商业银行可以在中国设立或参股金融租赁公司以来，以工银租赁、国银租赁、交银租赁等为代表的银行系金融租赁公司凭借优惠的政策及雄厚的资金实力得以迅速发展。但受限于中国租赁行业起步较晚、本土公司资本实力不足、专业人才短缺等原因，很长一段时间，中国飞机租赁业都以外国专业飞机租赁机构或是金融机构为主，国内租赁公司仅占很少份额。

2009 年以来，天津东疆率先开展了保税租赁、出口租赁、联合租赁以及离岸租赁等 30 余种租赁业务模式，推动监管方式和交易结构创新，大大加快了中国飞机租赁业务的发展。加之近年来随着国内航空运输业的快速发展，中国已成为全球航空运输产业的核心增长区域，航空运输的市场潜力巨大，飞机的引进需求激增，这为国内飞机租赁提供了良好的发展机遇。截至 2019 年底，天津东疆已累计完成 1100 余架飞机租赁业务，按照 2018 年底中国民航运输飞机总量来算，天津东疆完成的飞机租赁数量约占中国民航运输飞机总量的三分之一，成为仅次于爱尔兰的世界飞机租赁聚集地，中国飞机租赁业的蓬勃发展打破了飞机租赁市场外资垄断的局面。

（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。2019 年，空客和波音有近 50%的新飞机通过直接订购或售后回租的方式交付给了飞机租赁公司；此外，受波音 737MAX 飞机停飞及新机暂停交付、空客 A320 neo 系列飞机交付延迟等因素影响，2019 年波音和空客飞机交付数量下降至约 1200 架，低于 2018 年的 1600 架。

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。

表 4　截至 2019 年底部分航空公司飞机来源情况

（单位：架、%）

航空公司	自购飞机	融资租赁	经营租赁	经营租赁占比
海航控股	98	25	238	65.93
南方航空	282	257	320	37.12
东方航空	261	262	200	27.66
中国国航	285	207	202	29.11
春秋航空	43	1	49	52.69
吉祥航空	27	8	61	63.54

资料来源：Wind，联合资信整理

（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（如中银航空租赁、工银租赁、国银租赁等）、航空公司附属租赁公司（如海航集团及东航集团等下属飞机租赁公司）、飞机制造商附属租赁公司（如中航租赁）及独立飞机租赁公司（如中国飞机租赁公司、爱尔兰奇龙租赁公司等）。其中，以银行系租赁公司占据主要市场份额。

2019 年，中国本土飞机租赁公司整体发展平稳，工银租赁、国银租赁和交银租赁三大飞机租赁公司牢固占据国内前三强，其中工银租赁新增飞机 31 架，机队规模突破 400 架大关，增速最快，国银租赁和交银租赁增速保持平稳；中航租赁依托股东中国航空工业集团有限公司强大的背景优势持续发力，近两年增速较快，机队规模已快速增至 285 架。

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。根据 IATA 在 2020 年 4 月 14 日的预测，截至 4 月初，全球航班数量同比下降 80%。受新冠肺炎疫情冲击，2020 年航空公司客运收入或将减少 3140 亿美元，同比 2019 年下降 55%。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

跟踪期内，公司作为目前国内最大的第三方航材保障综合服务提供商，也是配合航空公司实施飞机批量采购的签约主体，获得政府支持力度较大，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。

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 2020 年 6 月 17 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。

跟踪期内，公司在产权状况、企业规模、人员素质、技术水平、政府支持等方面无重大变化。

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，公司主营业务收入规模稳定增长，仍以飞机租赁和自营业务为主，随着富余航材平台的不断推进，航空租赁及其他财产租赁业务收入增长较快；毛利率主要受市场竞争影响，出现小幅波动；2020年以来，新冠肺炎疫情对公司业务产生一定负面影响。

跟踪期内，公司收入构成未发生重大变化。

2019 年，公司实现主营业务收入 34.50 亿元，同比增长 13.56%；利润总额 3.66 亿元，同比减少 15.93%，主要系公允价值变动收益波动以及期间费用同比增长所致。

从收入构成看，跟踪期内，公司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 60%。2019 年，飞机租赁业务实现收入 8.30 亿元，同比小幅上升，主要系汇率波动所致；自营业务实现收入 14.63 亿元，同比增长 8.94%，主要系部分航空设备销售规模加大所致；飞机批量采购及其他代理收入主要受飞机交付进度影响，2019 年实现收入 1.34 亿元，同比下降 35.58%；航空运输服务方面，2019 年，公司航空运输服务实现营业收入 2.36 亿元，同比增长 26.20%；航空租赁业务及其他财产租赁业务 2019 年实现收入 3.34 亿元，同比大幅增长 69.89%；维修服务、技术开发及服务业务规模较小，同比均有所增长。

表 5　公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

	2018 年			2019 年			2020 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	78048.14	25.69	62.70	83011.49	24.06	62.83	18801.00	29.34	60.16
自营业务	134271.89	44.19	9.79	146286.62	42.40	8.89	22380.00	34.93	6.21
飞机批量采购及其他代理业务	20829.15	6.86	96.15	13428.91	3.89	90.26	4741.00	7.40	99.41
维修服务业务	11396.14	3.75	13.48	19104.18	5.54	19.92	4981.00	7.77	8.57
技术开发及服务业务	13674.81	4.50	40.81	18085.39	5.24	54.26	784.00	1.22	-42.00
航空租赁及其他财产租赁业务	19648.38	6.47	30.29	33381.18	9.67	29.39	5166.00	8.06	39.00
航空运输服务	18710.84	6.16	-14.55	23595.12	6.84	-1.82	4504.00	7.03	-21.06
其他	7266.66	2.39	69.59	8136.15	2.36	61.50	2717.00	4.24	35.70
合计	**303846.01**	**100.00**	**32.09**	**345029.04**	**100.00**	**30.52**	**64074.00**	**100.00**	**30.48**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，跟踪期内，公司主营业务毛利率基本保持稳定。2019年，公司飞机租赁业务毛利率小幅上升至62.83%；受市场竞争影响，自营业务毛利率下降至8.89%；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上升至19.92%；技术开发及服务业务毛利率上升至54.26%；航空运输服务毛利率持续为负，主要系航空空域限制所致。

2020年1—3月，由于新冠肺炎对航空业影响较大，公司业务间接受到一定程度的影响，当期实现主营业务收入6.41亿元，同比下滑9.85%；综合毛利率为30.48%，略有下滑。

2. 飞机租赁业务

跟踪期内，公司飞机租赁业务稳定增长，考虑到飞机采购及收入全部以美元结算，汇率波动对公司业务影响不大。公司机队规模较小，且全部为经营租赁，折旧成本对利润形成一定侵蚀，面临一定资产减值及租金下跌风险。2020年以来，新冠肺炎疫情导致部分租金延付带来短期现金流压力，对公司业绩影响有限。

飞机租赁业务是公司收入的主要来源之一，2019 年实现收入 8.30 亿元，毛利率略有上升，经营主体为爱尔兰航空租赁有限公司（以下简称“爱尔兰奇龙”）。截至 2019 年底，公司对爱尔兰奇龙持股 50%，爱尔兰奇龙实收资本 2.24 亿美元。截至 2019 年底，爱尔兰奇龙资产总额 10.53 亿美元，所有者权益 4.44 亿美元，2019 年实现收入 1.16 亿美元，净利润 0.24 亿美元。目前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。由于近年来国内飞机租赁市场竞争日趋激

烈，租金水平下行，部分订单不符合公司利润率要求，同时目前处于新旧机型交替的时期，飞机采购存在一定风险，公司放缓飞机购置力度，2019 年购置 1 架飞机。截至 2020 年 3 月底，爱尔兰奇龙拥有飞机 29 架，其中 12 架为空客 A320-200 机型，16 架为 B737-800 机型，1 架为 A320-200Neo 机型；平均机龄 6.7 年，截至 2020 年 3 月底全部对外租赁。

表 6 公司近年国际、国内业务租金收入构成

（单位：万美元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
国内	9257.45	9251.00	8784.00	2056.00
国外	2684.40	2594.10	2561.00	649.00
合计	**11941.85**	**11845.10**	**11345.00**	**2705.00**

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，国内业务受市场竞争加剧影响有所下滑，2019 年实现租金收入 8784.00 万美元。国外业务收入保持稳定，2019 年为 2561.00 万美元。2020 年 1－3 月，公司飞机租赁业务受到新冠肺炎疫情影响有限，仅出现部分延付带来的短期现金流压力，未出现退租或调低租金事件，期间公司实现租金收入 2705.00 万美元，仍以国内业务为主。

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 2020 年 3 月底，公司直接租赁飞机 20 架，转租赁 9 架。

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。公司在 2019 年 2 月有 1 架飞机租约到期，原承租人为吉祥航空公司，已转租至奥地利 Laudamotion 航空公司。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。

表 7 截至 2020 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）
中国联合航空有限公司	7	12
上海吉祥航空股份有限公司	4	12
四川航空集团有限责任公司	4	12
山东航空股份有限公司	4	10
西班牙欧洲航空公司	2	12
巴西戈尔航空公司	2	14
土耳其自由鸟航空公司	2	12/18
中国东方航空云南分公司	1	12
Laudamotion 航空公司	1	16
法国航空公司	1	14
印度靛蓝航空公司	1	6
合计	**29**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司国内客户主要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，为公司前四大客户，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 65.52%，集中度高。公司国外客户主要为西班牙欧洲航空公司、巴西戈尔航空公司、土耳其自由鸟航空公司、Laudamotion 航空公司、法国航空公司和印度靛蓝航空公司，上

述公司合计向公司租赁飞机 10 架。

3. 自营业务

跟踪期内，公司自营业务规模稳定增长，业务模式未发生变化，富余航材平台发展较快，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，公司航材保障业务未来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。

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。2019 年航材贸易分销自营收入 9.50 亿元，基本与上年持平。

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 2020 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 1.31 万平方米；其中北京空港工业区仓库面积占 51.91%，目前航材库 100%系自有。

表 8　截至 2020 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）	0.23	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）	0.68	保税
	空港工业区（物流）	0.12	非保税
成都	双流机场（西南）	0.02	保税库
	双流机场（西南）	0.11	非保税
西安	咸阳机场（西北）	0.06	非保税
合计		1.31	--

资料来源：公司提供

下游结算方面，公司目前不收取下游客户保证金，应收账款平均账期约 6 个月左右，结算币种主要为人民币。2019 年，公司前五大销售客户金额合计 4.27 亿元，占比为 31.01%，客户集中度一般。

表 9　2019 年航材贸易分销前五大客户销售额情况

（单位：亿元、%）

客户	金额	占比
武汉航达航空科技发展有限公司	1.04	7.55
DASI LLC	0.95	6.90
北京飞机维修工程有限公司成都分公司等（AMECO)	0.84	6.10
沈阳南方航空进出口贸易有限公司	0.83	6.03
东方航空西北公司	0.61	4.43
合计	13.78	31.01

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。

富余航材处置主要由公司作为富余航材撮合交易平台，旨在加强目前各航空公司现有富余航材流动性，建立流通机制、盘活资产，提供其市场化价值。跟踪期内，公司已分批逐步向三大航购进其富余航材用以航材购销和共享库搭建。2019年航材租赁实现收入3.34亿元（航空租赁及其他财产租赁业务），同比增长70.41%。

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2019年底，技术装备公司资产总额9.10亿元，所有者权益1.20亿元，2018年实现营业收入4.39亿元，利润总额0.34亿元。

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　2019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
安赛泊北京机场助航技术有限公司	1.13	34.00
AEBI	0.65	20.00
北京华瑞隆诚机电设备有限公司	0.5	15.00
江苏福瑞四站空港设备有限公司	0.13	4.00
天嘉智能装备制造江苏股份有限公司	0.11	3.00
合计	**2.52**	**76.00**
客户	**金额**	**占比**
北京首都机场集团公司	1.14	26.00
北京华瑞隆诚机电设备有限公司	0.62	14.00
招标单位	0.3	7.00
民航总局空管局	0.11	2.50
国航股份有限公司	0.09	2.00
合计	**2.26**	**51.50**

资料来源：公司提供

2019年，公司上游前五大供应商采购额为2.52亿元，合计占比76.00%，前五大客户销售额为2.26亿元，占比51.50%，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

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。2019年，公司实际交付飞机140架。

表11　2016—2019年飞机实际交付数量（单位：架）

飞机型号	2016年	2017年	2018年	2019年
A320	91	75	33	96
A330	12	31	24	10
A350	--	--	6	15
B737	79	96	163	13
B787	13	11	22	5
B777	10	4	7	1
合计	**205**	**217**	**255**	**140**

资料来源：公司提供

5. 其他业务

公司其他业务主要包括维修服务业务、技术开发及服务业务和航空服务运输业务，2019年分别实现收入1.91亿元、1.81亿元和2.36亿元。

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2019年底，北京凯兰资产总额8.70亿元，权益总额2.51亿元，2019年实现营业收入3.82亿元，利润总额41.90万元。

6. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均呈下降趋势，总资产周转次数略有上升，三项指标分别为 4.36 次、6.35 次和 0.25 次，公司经营效率仍较高。

7. 在建工程

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目预计总投资合计 41.38 亿元，资金来源主要为自有资金 17.88 亿元和其他融资方式 23.50 亿元（主要为对外融资）。公司在建项目投资主要为飞机整机保障项目和航空器材保障项目，为购买航空起落架等专业设备的固定资产投资，截至 2020 年 3 月底，累计已投资 3.89 亿元，未来尚需投资规模较大。

表 12　截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目内容	2020 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	
飞机整机保障	26.09	6.00	20.09	3.64
航空器材保障	11.16	7.75	3.41	0.25
通用航空	3.42	3.42	--	--
技术装备&机场服务	0.33	0.33	--	--
其他	0.38	0.38	--	--
合计	**41.38**	**17.88**	**23.50**	**3.89**

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 2019 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 2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2019年公司合并范围二级子公司较2018年未发生变化，2020年一季度合并范围较2019年未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 145.93 亿元，所有者权益合计 68.05 亿元（其中少数股东权益 35.10 亿元）；2019 年公司实现营业收入 35.28 亿元，利润总额 3.66 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 149.86 亿元，所有者权益合计 68.65 亿元（其中少数股东权益 35.00 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.41 亿元，利润总额 0.45 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，资产结构稳定。流动资产中，货币资金较为充裕，受限比例低，随着自营业务规模的增长，应收账款增长较快；非流动资产中，固定资产占比高，且大部分固定资产已用于抵押借款，导致受限资产比例较高，符合行业特性。

截至 2019 年底，公司资产总额 145.93 亿元，较上年底增长 4.82%，主要系流动资产增长所致，构成仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 42.43 亿元，较上年底增长 20.29%，主要系存货和预付款项增长所致。流动资产构成变化不大，仍以货币资金（占 49.10%）、应收账款（占 19.92%）和存货（占 12.23%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金 20.83 亿元，较上年底略有增长；其中，存放在境外款项总

额 8.74 亿元。构成主要为银行存款（20.56 亿元）和其他货币资金（0.27 亿元），其中使用受限的货币资金 0.28 亿元，主要为信用证保证金和保函保证金，受限规模小。

截至 2019 年底，公司应收账款 8.45 亿元，较上年底增长 16.32%，主要系自营业务规模扩大所致，计提坏账准备比例为 14.65%，计提较为充分；前五大应收账款合计 1.97 亿元，占比为 19.90%，集中度一般；1 年以内应收账款占比为 90.24%，账龄短。

截至 2019 年底，公司存货 5.19 亿元，较上年底大幅增长 109.86%，主要由库存商品（5.57 亿元）和原材料（0.55 亿元）构成；其中，库存商品计提跌价准备 1.29 亿元，计提比例为 23.16%，计提较为充分。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 103.50 亿元，较上年底略有减少，构成上以固定资产（占 81.06%）和长期股权投资（占 9.12%）为主。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 83.90 亿元，较上年底略有增长，仍以飞行设备（占 80.67%）为主，累计计提折旧 31.74 亿元，计提减值准备 0.73 亿元。公司飞行设备系爱尔兰奇龙旗下 29 架飞机，全部用于抵押以取得长期借款（账面净值为 64.60 亿元），固定资产抵押率高，为 77.65%。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 9.44 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 0.49 亿元。

表 13　截至 2019 年底公司主要长期股权投资余额情况

（单位：亿元、%）

供应商	余额	占比
北京中航空港建设工程有限公司	4.30	43.79
华欧航空培训中心	3.01	30.65
中航材威利斯发动机租赁有限公司	1.00	10.18
深圳汉莎技术有限公司	0.80	8.15
长江三峡东方国际旅游轮船有限公司	0.34	3.46
合计	**9.45**	**96.23**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司使用受限的资产合计 65.42 亿元，占资产总额的 44.83%，主要为用于抵押借款的飞机资产，受限比例较高。

截至2020年3月底，公司资产总额149.86亿元，较2019年底略有增长。流动资产中，应收账款较2019年底增长30.70%至11.05亿元；其他科目变动不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益结构变化不大，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2019年底，公司所有者权益合计68.05亿元，较上年底有所增长；归属于母公司的所有者权益 32.95 亿元中，股本占 60.70%、资本公积占 10.10%、未分配利润占 25.37%；权益构成较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 68.65 亿元，较 2019 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 2019 年底，公司负债总额 77.88 亿元，较上年底增长 5.57%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占 35.69%，非流动负债占 64.31%。

截至 2019 年底，公司流动负债 27.80 亿元，较上年底增长 32.70%，主要系应付账款和预收款项增长所致。构成上以应付账款（占 27.67%）、预收款项（占 31.65%）、其他应付款（占 7.89%）和一年内到期的非流动负债（占 27.85%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款 0.27 亿元，规模较小，全部为信用借款。

截至 2019 年底，公司应付账款较上年底增长65.63%至7.69亿元，以1年以内（占81.53%）

的应付采购款及工程款为主；公司预收款项8.80亿元，较上年底增长64.33%，主要为预收航空器材和设备的采购款以及飞行设备的租赁款。

截至2019年底，公司其他应付款2.19亿元，较上年底减少20.23%，主要系应付经营保证金减少所致，其中一年以内其他应付款占比60.27%，账龄较短；截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债7.74亿元，较上年底增长14.95%，主要是公司长期借款、长期应付款、专项应付款中即将到期的款项。

截至2019年底，公司非流动负债为50.09亿元，较上年底减少5.18%，主要系长期借款减少所致；长期借款37.67亿元，较上年底减少5.88%，以抵押贷款为主；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1.80亿元，较上年底减少23.37%，由应付融资租赁款（占73.33%，已计入长期债务）和应付飞机租赁款（占26.64%，已计入长期债务）。

截至2020年3月底，公司负债总额81.21亿元，较2019年底增长4.27%。其中，预收款项较上年底增长9.69%至9.65亿元；其他应付款较上年底增长56.09%至3.42亿元；其他负债类科目金额较2019年底变动不大。

截至2019年底，公司有息债务规模为53.49亿元，较上年底有所下降，以长期债务为主（占85.01%）。截至2020年3月底，公司有息债务小幅减少至53.07亿元，长期债务占比上升至86.62%。

截至2019年底，公司资产负债率有所增长，为53.37%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均小幅下降，分别为40.06%和44.01%。截至2020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54.19%、40.11%和43.60%。

4. 盈利能力

2019年，受益于自营业务以及航空租赁等板块规模扩大，公司营业收入保持增长，费用控制能力有待提升，资产减值损失等对利润形成侵蚀，公司整体盈利水平有所下滑。

2019年，公司实现营业收入35.28亿元，同比增长13.23%，增长主要来自营业务板块，利润总额3.66亿元，同比下降15.93%。同期，公司期间费用合计6.63亿元，同比增长13.55%，占营业收入比重为18.78%，构成上仍以管理费用和财务费用为主，公司期间费用控制能力有待提升。

2019年，公司取得投资收益0.62亿元，同比增长129.52%，占利润总额的16.94%，主要为处置部分金融资产和长期股权投资带来的收益，不具备可持续性；其他收益0.40亿元，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-0.62亿元，主要为持有的衍生金融工具产生的损益。

2019年，公司资产减值损失1.06亿元，同比有所增长，主要由计提的存货跌价损失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，2019年，公司营业利润率为30.59%，同比下滑1.44个百分点；总资本收益率小幅下滑至4.56%，净资产收益率下滑0.89个百分点至4.25%。公司整体盈利水平有所下降。

2020年1－3月，公司主营业务受到新冠肺炎疫情影响，期间实现营业收入6.41亿元，同比下降9.82%，利润总额0.45亿元，同比下降53.65%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司保持良好的经营获现能力，资本性支出规模增大，同时考虑到飞机租赁业务未来购置飞机设备的支出规模较大，且公司主要通过抵押贷款方式融资，对外部融资依赖度高。

从经营活动来看，2019年公司业务规模扩大，经营活动现金流入及流出规模均有所增长，以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、

接受劳务支付的现金为主；同期，公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金分别为16.63亿元和19.48亿元，主要为公司代理业务收到及支付的款项。2019年，公司经营活动现金流量净额为10.18亿元，同比下降15.66%，现金收入比为112.11%，公司收入实现能力较好。

从投资活动来看，2019年投资活动现金流入总额为1.54亿元，同比下降47.63%，主要系处置固定资产减少所致；同期，公司投资活动现金流出5.23亿元，同比上升68.91%，主要系购建固定资产、无形资产等的投资规模扩大所致。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.69亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2019年公司筹资活动现金流入12.53亿元，同比下降7.48%，主要系银行借款减少所致；筹资活动现金流出18.96亿元，同比下降5.65%，主要为偿还债务支付的现金。2019年，公司筹资活动现金净流出6.43亿元。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额-0.87亿元，主要系对部分客户应收账款增长所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.45亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.66亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力在跟踪期内保持稳定，整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为152.64%和133.97%，同比均有所下降；截至2020年3月底，上述两指标提升至163.20%和144.70%。2019年，公司经营现金流动负债比为36.62%，较上年下降20.99个百分点；现金类资产对短期债务的覆盖倍数为2.60倍。

长期偿债能力方面，2019年公司EBITDA利息倍数为4.40倍；全部债务/EBITDA倍数为4.57倍。

截至2020年3月底，公司在各大银行获得授信总额37.00亿元，已使用额度为4.36亿元，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，盈利水平一般；有息债务以发行的6亿元中期票据为主，债务负担适宜。

截至2019年底，公司本部资产总额46.14亿元，其中流动资产15.36亿元，非流动资产30.78亿元；流动资产主要由货币资金6.67亿元和其他应收款8.68亿元构成；非流动资产以长期股权投资26.82亿元和投资性房地产2.23亿元为主。

截至2019年底，公司本部负债合计20.93亿元，其中，流动负债12.79亿元，以其他应付款11.17亿元为主；非流动负债8.14亿元，主要为长期借款2.13亿元和应付债券6.00亿元。截至2019年底，公司本部资产负债率为45.37%，较2018年下降2.02个百分点；本部全部债务9.24亿元，全部债务资本化比率为26.83%。

2019年，公司本部实现营业收入1.66亿元，获得投资收益0.73亿元，利润总额0.81亿元。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为-1.50亿元，投资活动现金流量净额为0.66亿元，筹资活动现金流量净额为-1.58亿元。

截至2020年3月底，公司本部资产总额合计44.52亿元，资产结构变化不大，其中流动资产13.80亿元，非流动资产30.71亿元；流动资产主要由货币资金4.84亿元和其他应收款8.94亿元构成；非流动资产以长期股权投资26.82亿元和投资性房地产2.21亿元为主。截至2020年3月底，公司本部负债合计19.29亿元，其中，流动负债10.01亿元，以其他应付款8.97亿元为主；非流动负债9.27亿元，为长期借款3.27亿元和应付债券6.00亿元。2020年1—3月，公司本部实现营业收入0.54亿元，利润总额0.06亿元。

8. 抗风险能力

公司是专业从事飞机租赁、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、客户供应商资源和专业服务能力等方面具备优势，整体盈利能力强。基于对经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对存续期内债券余额的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续期内中期票据为“18 中国航材 MTN001”，余额为 6 亿元，将于 2023 年 10 月到期。

2019 年，公司经营活动现金流入量 56.33 亿元，是存续期债券余额的 9.39 倍；经营活动现金流量净额 10.18 亿元，是存续期债券余额的 1.70 倍；公司 EBITDA 为 11.70 亿元，是存续期债券余额的 1.95 倍；截至 2019 年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产为 20.82 亿元，是存续期内债券余额的 3.47 倍。

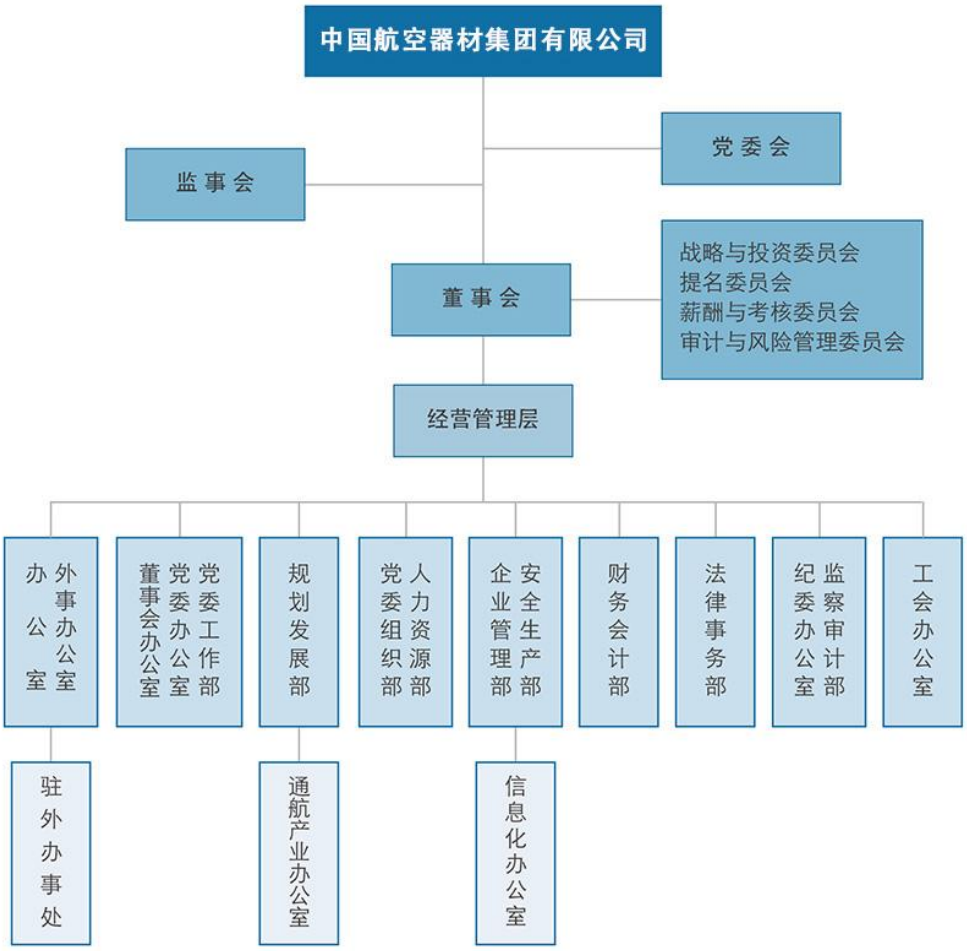
十一、结论

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.76	20.47	20.82	20.59
资产总额(亿元)	129.63	139.22	145.93	149.86
所有者权益(亿元)	61.77	65.45	68.05	68.65
短期债务(亿元)	12.64	6.92	8.02	7.10
长期债务(亿元)	40.36	48.38	45.47	45.97
全部债务(亿元)	53.00	55.29	53.49	53.07
营业收入(亿元)	24.65	31.16	35.28	6.41
利润总额(亿元)	4.62	4.35	3.66	0.45
EBITDA(亿元)	10.51	11.59	11.70	--
经营性净现金流(亿元)	7.42	12.07	10.18	-0.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.93	4.46	4.36	--
存货周转次数(次)	5.14	8.48	6.35	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.23	0.25	--
现金收入比(%)	101.73	109.51	112.11	98.58
营业利润率(%)	37.19	32.03	30.59	29.83
总资本收益率(%)	4.90	4.99	4.56	--
净资产收益率(%)	5.65	5.14	4.25	--
长期债务资本化比率(%)	39.52	42.50	40.06	40.11
全部债务资本化比率(%)	46.18	45.79	44.01	43.60
资产负债率(%)	52.35	52.99	53.37	54.19
流动比率(%)	127.93	168.38	152.64	163.20
速动比率(%)	116.78	156.58	133.97	144.70
经营现金流动负债比(%)	33.38	57.61	36.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.91	4.56	4.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.05	4.77	4.57	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限货币资金；2017－2019 年长期应付款中的有息债务计入长期债务

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	201 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.52	9.03	6.67	4.84
资产总额(亿元)	41.67	47.38	46.14	44.52
所有者权益(亿元)	25.36	24.93	25.21	25.23
短期债务(亿元)	3.54	0.00	1.12	0.00
长期债务(亿元)	1.05	10.07	8.13	9.27
全部债务(亿元)	4.58	10.07	9.24	9.27
营业收入(亿元)	2.06	2.46	1.66	0.54
利润总额(亿元)	1.89	1.23	0.81	0.06
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.73	2.45	-1.50	-1.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	573.40	467.54	272.73	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.06	0.04	--
现金收入比(%)	102.99	100.13	88.29	195.84
营业利润率(%)	81.55	84.20	76.25	85.21
总资本收益率(%)	5.81	3.01	2.22	--
净资产收益率(%)	5.63	3.44	2.44	--
长期债务资本化比率(%)	3.96	28.78	24.38	26.88
全部债务资本化比率(%)	15.30	28.78	26.83	26.88
资产负债率(%)	39.15	47.39	45.37	43.32
流动比率(%)	52.11	130.50	120.10	137.87
速动比率(%)	52.11	130.50	120.10	137.87
经营现金流动负债比(%)	-4.85	19.87	-11.72	--
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

附件 5　同行业企业对比

发行人	中国航天科技集团有限公司	中国航天科工集团有限公司	中国航空技术国际控股有限公司	中国航空器材集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央企业	中央企业	中央企业	中央企业
经营数据时点	**2019 年**			
毛利率（%）	18.49	16.40	15.19	31.10
销售债权周转次数（次）	5.44	5.46	6.68	4.36
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	4775.31	3487.39	2277.54	145.93
所有者权益（亿元）	2661.45	1786.45	644.22	68.05
营业收入（亿元）	2490.45	2574.40	1667.41	35.28
利润总额（亿元）	215.89	179.22	41.48	3.66
经营活动现金流净额（亿元）	277.90	214.16	79.47	10.18
资产负债率（%）	44.27	48.77	71.71	53.37

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 6　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%

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 7-1　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 7-2 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 7-3　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