

# 中国航空资本控股有限责任公司 2026 年面向专业投资者公开发行 公司债券（第二期）信用评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕1834号

联合资信评估股份有限公司通过对中国航空资本控股有限责任公司及其拟发行的中国航空资本控股有限责任公司 2026 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国航空资本控股有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，中国航空资本控股有限责任公司 2026 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）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

评级总监：

二〇二六年四月三日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国航空资本控股有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 中国航空资本控股有限责任公司

## 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

### 信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/03

**债项概况** 中国航空资本控股有限责任公司 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本期债项”）发行总额为不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元），期限为 3 年。本期债项采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金扣除发行费用后，拟用于认购中国国际航空股份有限公司（股票代码 601111.SH）向特定对象发行的 A 股股票。

**评级观点** 中国航空资本控股有限责任公司（以下简称“公司”）是中国航空集团有限公司（以下简称“中航集团”）下属航空物流控股平台、产业投资与资本运营平台。公司核心子公司中国国际货运航空股份有限公司（以下简称“国货航”）作为国内唯一载旗飞行的货运航司，在机队规模、航线网络、市场地位等方面竞争优势突出。公司建立了比较有效的法人治理结构，管理水平高。公司营业总收入主要来自航空货运服务、航空货站服务和综合物流解决方案，受航空货运市场逐步回归常态化运营影响，2022—2024 年公司营业总收入及综合毛利率均有所波动。公司境外收入占比高，盈利情况受全球经济形势、国际贸易供需、地缘政治、市场竞争、航油价格、汇率水平等影响大。公司未来资本支出主要为飞机购置、股权投资，存在一定资金支出压力。财务方面，公司资产主要由飞机相关资产、应收账款、股权投资构成，货币资金较为充裕，资产质量较高；公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般；公司有息债务均为租赁负债，债务负担很轻；公司利润总额主要来自经营所得，投资收益和政府补助对公司利润形成良好补充，盈利能力很强；公司偿债能力很强，融资渠道畅通。

本期债项的发行对公司现有债务规模影响较大。公司经营活动现金流量对发行后长期债务的保障能力强，EBITDA 及经营活动净现金流对发行后长期债务的保障程度较强。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**公司在资金注入、资产划转、业务协同、授信和政府补助等方面持续获得外部支持。

**评级展望** 未来，随着航空货运市场的发展、公司机队规模的扩大，公司经营有望保持稳定。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**对下属核心子公司丧失控制权或不再纳入公司合并范围；利润大幅亏损且短期内无法恢复；不可抗力、政策等因素导致公司生产经营不可持续。

### 优势

- **业务地位及竞争优势显著。**公司是中航集团下属航空物流控股平台、产业投资与资本运营平台。公司核心子公司国货航作为国内唯一载旗飞行的货运航司，在机队规模、航线网络、市场地位等方面竞争优势突出。
- **持续获得有力的外部支持。**公司控股股东中航集团作为国务院国有资产监督管理委员会直属国内三大航空运输集团之一，行业地位和规模优势突出，综合竞争实力非常强。公司在资金注入、资产划转、业务协同、授信和政府补助等方面持续获得来自中航集团及其子公司、政府的大力支持。
- **债务负担很轻，融资渠道畅通。**截至 2025 年 3 月末，公司全部债务 2.66 亿元，全部债务资本化比率为 0.91%；公司尚未使用的授信规模较大（140.99 亿元），且国货航作为上市公司，拥有直接融资渠道。

## 关注

- **业务及收入主要来自下属上市公司。**公司业务及营业总收入主要来自下属上市公司国货航。作为上市公司，国货航生产经营相对独立，公司通过行使控股股东权利、提名一半及以上非独立董事等方式实现控制。2024年，国货航营业总收入及利润总额相当于公司合并口径的99.999%、96.47%。
- **盈利能力波动风险。**公司航空货运服务、货站服务业务及综合物流解决方案依托货邮运输需求产生且营业总收入中境外收入占比高，公司整体经营情况受世界经济形势、国际贸易供需、地缘政治、市场竞争、人民币汇率变动等影响大；此外，航油成本是公司重要的变动成本，航油价格波动亦对公司的经营业绩产生一定影响。
- **本期债项发行对公司现有债务影响较大。**本期债项发行规模不超过20.00亿元（含20.00亿元），按照最高发行规模测算，分别相当于公司2025年3月末长期债务和全部债务的2292.57%和752.47%，对公司现有债务影响较大。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 航空运输企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 航空运输企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa <sup>+</sup>
个体调整因素: --				--
个体信用等级				aa <sup>+</sup>
外部支持调整因素: 股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明: 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明: 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均无变动。

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信评估股份有限公司最新披露评级技术文件。

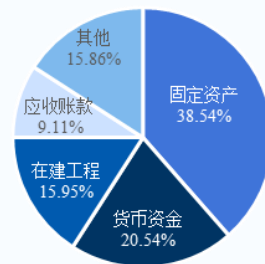
## 主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产(亿元)	68.41	63.40	70.02	63.59
资产总额(亿元)	243.45	260.78	309.53	319.17
所有者权益(亿元)	217.39	228.87	279.11	289.54
短期债务(亿元)	0.85	1.77	2.03	1.79
长期债务(亿元)	1.26	2.28	0.86	0.87
全部债务(亿元)	2.10	4.05	2.89	2.66
营业总收入(亿元)	230.76	149.19	205.84	51.82
利润总额(亿元)	42.68	16.35	26.94	7.87
EBITDA(亿元)	52.97	28.05	40.32	--
经营性净现金流(亿元)	41.79	23.53	30.87	5.12
营业利润率(%)	19.93	12.30	15.30	16.13
净资产收益率(%)	14.68	5.29	7.33	--
资产负债率(%)	10.70	12.24	9.83	9.28
全部债务资本化比率(%)	0.96	1.74	1.02	0.91
流动比率(%)	398.35	331.46	354.76	357.28
经营现金流流动负债比(%)	171.21	80.42	105.56	--
现金短期债务比(倍)	80.95	35.82	34.42	35.61
EBITDA利息倍数(倍)	228.63	138.52	271.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.04	0.14	0.07	--

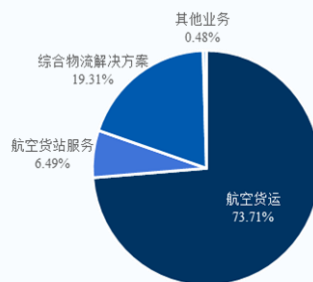
公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额(亿元)	73.23	74.06	74.81	74.96
所有者权益(亿元)	72.86	73.70	74.50	74.64
全部债务(亿元)	0.10	0.07	0.03	0.02
营业总收入(亿元)	0.00	0.002	0.002	0.0002
利润总额(亿元)	16.33	0.72	0.90	0.12
资产负债率(%)	0.50	0.48	0.41	0.42
全部债务资本化比率(%)	0.14	0.09	0.04	0.03
流动比率(%)	9206.48	11244.94	12772.64	7149.31
经营现金流流动负债比(%)	-312.86	-331.60	-491.02	--

注: 1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. "--" 代表不适用  
资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

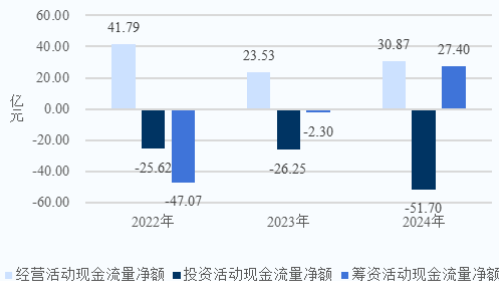
2024 年末公司资产构成



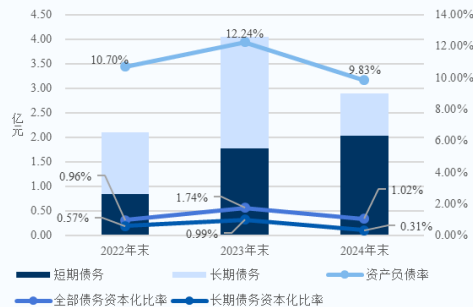
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



## 主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/03/13	赵传第 马 成	航空运输企业信用评级方法 V4.0.202208 航空运输企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	2025/10/15	赵传第 马 成	航空运输企业信用评级方法 V4.0.202208 航空运输企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	--

注：上述评级方法/模型及历史评级项目的评级报告通过链接可查询；“--”代表该报告未公开披露  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：赵传第 [zhaocd@lhratings.com](mailto:zhaocd@lhratings.com)

项目组成员：马 成 [macheng@lhratings.com](mailto:macheng@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.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）



## 一、主体概况

中国航空资本控股有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 1991 年 5 月，前身为中国航空股份有限公司，系经中国民用航空局（以下简称“民航局”）批准设立的国有企业。2002 年 10 月中国航空集团公司（现用名“中国航空集团有限公司”，以下简称“中航集团”）成立后，公司成为中航集团的全资子公司。2009 年 4 月公司改制成为有限责任公司，并更名为中国航空资产经营有限公司。2015 年 11 月，公司更名为现名。历经多次增资，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本为 55.68 亿元，实收资本为 53.68 亿元，中航集团为公司唯一股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司是中航集团下属航空物流控股平台、产业投资与资本运营平台，核心子公司中国国际货运航空股份有限公司（以下简称“国货航”，证券代码 001391.SZ，截至 2025 年 3 月末公司持股比例为 39.40%）为中航集团旗下核心航空物流企业；按照联合资信行业分类标准公司划分为航空运输行业。

截至 2025 年 3 月末，公司本部设行政人事部、规划部、财务部（审计部）、资产管理部、投资咨询部、党群工作部、纪委办公室，合并范围内子公司 9 家。

截至 2024 年末，公司资产总额 309.53 亿元，所有者权益 279.11 亿元（含少数股东权益 148.34 亿元）。2024 年，公司实现营业总收入 205.84 亿元，利润总额 26.94 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 319.17 亿元，所有者权益 289.54 亿元（含少数股东权益 156.18 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 51.82 亿元，利润总额 7.87 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区临空经济核心区天柱路 28 号蓝天大厦三层 301；法定代表人：孙玉权。

## 二、本期债项概况

公司已于 2025 年 9 月获批注册不超过 100 亿元（含 100 亿元）的公司债券（证监许可〔2025〕2182 号），拟分期发行。本次公司计划发行“中国航空资本控股有限责任公司 2026 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债项”），发行总额不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元），期限为 3 年；采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金；本期债项募集资金扣除发行费用后，拟用于认购中国国际航空股份有限公司（股票代码：601111.SH，以下简称“中国国航”）向特定对象发行的 A 股股票。

拟投资公司中国国航为公司控股股东中航集团合并范围内子公司，主要从事航空运输业务。2025 年 10 月 30 日，公司已与中航集团、中国国航签署了《中国航空集团有限公司及中国航空资本控股有限责任公司与中国国际航空股份有限公司之附条件生效的 2025 年度向特定对象发行 A 股股票认购协议》，公司认购中国国航发行的 A 股股票数量不超过 2283105022 股（含本数），对应的认购金额不超过 150.00 亿元（含本数）。2026 年 1 月 9 日，中国国航披露了《中国国际航空股份有限公司关于向特定对象发行 A 股股票申请获得上海证券交易所受理的公告》及《中国国际航空股份有限公司 2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》。2026 年 2 月 10 日，中国国航披露了《中国国际航空股份有限公司关于向特定对象发行 A 股股票申请获得上海证券交易所审核通过的公告》，上述向特定对象发行 A 股股票事项已获得上海证券交易所审核通过。2026 年 3 月 10 日，中国国航披露了《中国国际航空股份有限公司关于向特定对象发行 A 股股票申请获得中国证监会同意注册批复的公告》，上述向特定对象发行 A 股股票事项已获得中国证券监督管理委员会审核通过。

本期债项设置资信维持承诺及救济措施等投资人保护机制。资信维持承诺指：公司承诺在本期债项存续期内，不发生如下情形：（1）发生一个自然年度内减资超过原注册资本 20%以上、分立、被责令停产停业的情形。（2）预计不能按期支付本期债项的本金或者利息的其他情形。在债券存续期内，公司出现违反上述第（1）条约定的资信维持承诺情形的，应及时采取措施在半年内恢复承诺相关要求；公司发生违反资信维持承诺、发生或预计发生将影响偿债能力相关事项的，应在 2 个工作日内告知受托管理人并履行信息披露义务；公司发生违反资信维持承诺且未在上述约定期限内恢复承诺的，持有人有权要求公司采取负面事项救济措施（包括：①在 15 个自然日内提出为本期债项增加分期偿还、投资者回售选择权等条款的方案，并于 30 个自然日内落实相关方案；②在 30 个自然日提供并落实经本期债项持有人认可的其他和解方案）。

### 三、宏观经济与政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》](#)。

### 四、行业环境分析

#### 1 航空运输行业

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。随着经济增长及居民收入水平提升，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。2024 年，航空客运市场需求旺盛，国内航线对客运市场形成支撑，国际客运延续较快恢复态势，货运市场仍以国际航线为主。受运力投入加大、公商务出行需求疲软及汇率波动等因素综合影响，部分航空运输企业尚未扭亏，成本端持续面临航油价格波动和汇率波动风险。

短期来看，出入境旅游热度持续，民众出行意愿旺盛，航空旅客运输服务需求仍将维持高位；航空货运市场在关税政策多变、贸易摩擦不断的背景下，运力布局或将迎来调整。长期来看，我国的经济发展韧性强，扩大内需和消费升级有利于带动航空运输企业长期稳定发展。完整版航空运输行业分析详见[《2025 年航空运输行业分析》](#)。

#### 2 物流行业

**2024 年，政策支持为物流行业发展提供了有力保障，物流运行效率稳步提升。**

2024 年中国物流行业的政策环境总体呈现向好态势。中国物流与采购联合会公布数据显示，2024 年全国社会物流总额达 360.6 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.8%，增速比 2023 年全年提高 0.6 个百分点，较 2015 年增长约 65%，年均增长率为 5.69%，彰显了物流行业在经济发展中的关键地位以及持续扩张的规模效应。从季度数据来看，一至四季度社会物流总额分别增长 5.9%、5.7%、5.3%、5.8%，呈现出一季度开局良好，二季度延续稳定，三季度增速放缓后在四季度企稳回升的态势，全年物流需求增速稳中有进。2024 年中国物流业总收入达 13.8 万亿元，同比增长 4.9%，物流市场在业务拓展与服务增值方面取得积极成效。同时，社会物流总费用为 19.0 万亿元，物流总费用与 GDP 的比值由 2015 年的 16.0% 降至 2024 年的 14.1%，行业整体运行效率逐步提升，降本增效成果显著。根据中国物流与采购联合会发布的数据，2025 年，中国物流需求规模稳步扩张、结构不断优化，物流效率持续改善，社会物流总费用与国内生产总值比率降至历史最低水平，物流对经济发展的支撑效能不断增强；全年全国社会物流总额 368.2 万亿元，同比增长 5.1%。

政府通过多项政策措施大力支持行业发展，从智能化转型、绿色低碳发展、土地资源保障、税收优惠、资金补贴等多维度构建起完善的政策支持体系，为行业发展提供了坚实的制度保障。其中，党的二十届三中全会在完善流通体制、降低全社会物流成本等

方面提出明确要求，为现代物流发展指明了方向。多部门协同发力，宏观政策与物流专项政策紧密配合，一系列减税降费、降低成本、助企纾困举措陆续落地见效，有效提振了物流需求，进一步优化了物流营商环境。例如，中办、国办联合印发《有效降低全社会物流成本行动方案》，聚焦铁路货运、公路货运、物流信息数据等重点领域的深层次问题，不断加快铁路货运向铁路物流转型，促进公路货运规模化、规范化发展，优化城市货运网络，同时推进物流信息开放互联共享，完善全国统一的物流大市场，为有效降低全社会物流成本注入了强劲动力。

在绿色转型方面，政策积极引导物流企业采用环保包装材料、推广新能源运输车辆、建设绿色物流园区等，推动行业向绿色低碳方向发展。在国际合作领域，“一带一路”倡议引领沿线共建国家经贸合作持续加深，沿线物流通道建设稳步推进。中欧班列、中亚班列等多通道格局初步形成，全年中欧班列累计开行 1.9 万列、中亚班列全年开行 1.2 万列，有力促进了国际物流的发展，提升了我国物流行业在全球供应链中的地位和影响力。

## 五、基础素质分析

### 1 竞争实力

公司为中航集团下属航空物流控股平台、产业投资与资本运营平台，市场地位突出，综合竞争力很强。

公司股东中航集团为国务院国资委直属国内三大航空运输集团之一，行业地位和规模优势突出。中航集团经营业务涵盖航空客运、航空货运及物流两大核心产业，涉及飞机维修、航空配餐、航空货站、地面服务、机场服务、航空传媒等高相关产业，以及金融服务、航空旅游、工程建设、信息网络等延伸服务产业。公司定位为中航集团下属航空物流控股平台、产业投资与资本运营平台；子公司国货航为中航集团下属航空货运及物流业务核心运营主体；除国货航外，作为资本运营及产业投资平台，公司还涉及航空产业链上下游的投资及资本运营。

公司子公司国货航作为国内唯一的载旗飞行的航空物流企业，为航空货物运输需求提供专业、可靠的解决方案，是国内主要的航空物流服务提供商之一。截至 2024 年末，国货航拥有全货机 22 架（含 4 架已退役待转让），并独家经营中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”）及其控股航空子公司的客机货运业务。2024 年，国货航完成货邮周转量 81.87 亿吨公里，占当年全行业货邮周转量的 23.13%。公司航空物流业务主要竞争对手包括东方航空物流股份有限公司（以下简称“东航物流”）、中国南方航空股份有限公司（以下简称“南方航空”）下属南方航空物流股份有限公司（以下简称“南航物流”）、德国汉莎货运航空公司等境内外货运航司，FedEX、UPS、顺丰控股股份有限公司（以下简称“顺丰控股”）等物流企业。与同行业相比，公司航空货运服务运营能力及盈利水平处于行业较好水平。

图表 1 • 同行业企业竞争力对比情况

项目	公司	东航物流	南方航空	顺丰控股	全行业数据
全货机数量（架）	22	14	18	110（其中自营 89 架）	268
全货机载运率（%）	72.53	82.17	B777 机型:75.62 B737 机型:47.62	/	/
客机腹舱载运率（%）	37.97	38.70	/	/	/
货邮运输总周转量（亿吨公里）	81.87	79.07	94.15	/	353.89
货邮运输量（万吨）	164.22	155.64	183.39	242	898.16
航空货运/速运收入（亿元）	151.74	90.35	186.95	/	/
每收费货运吨公里收益（元）	1.85	1.14	1.99	/	/

注：1. 上表数据时点为 2024 年（截至 2024 年末）；2. 由于南航物流最新披露数据时点截至 2022 年末，上表列示南方航空 2024 年年报披露的航空货运相关数据，数据口径可能存在差异；3. 东航物流全货机数量为报告期可用架数；4. 行业数据取自《2024 年民航行业发展统计公报》；5. 每收费货运吨公里收益=航空货运收入/货邮运输总周转量；6. “/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料、公司提供资料整理

### 2 人员素质

公司主要管理人员管理经验丰富，员工文化素质较高，员工构成可以满足公司日常经营需要。

截至 2025 年 7 月末，公司拥有 5 名董事（其中 1 名董事长、1 名董事兼任总经理），非董事高级管理人员 1 名。

孙玉权先生，1973 年出生，大学本科学历，研究员级高级工程师，高级会计师；曾任中国融通资产管理集团有限公司财务金融部总经理等职务，目前任中航集团及国航股份党委常委、总会计师，中国航空（集团）有限公司董事长，中国航空传媒有限责任公司董事长，公司董事长，中国民航信息网络股份有限公司董事。

沈洁女士，1971 年出生，硕士研究生学历、正高级经济师；曾任中国航空集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）总经理助理，党委委员兼中航三星人寿保险有限公司（已更名为“中银三星人寿保险有限公司”，以下简称“中银三星”）董事、常务副总经理；公司党委委员兼财务公司总经理；2021 年 1 月起任公司董事、总经理、党委副书记，兼任中银三星副董事长。

截至 2024 年末，公司共有在职员工 5779 人。从学历情况看，研究生及以上学历员工占 6.02%，本科学历员工占 62.95%，大专学历员工占 19.33%，中专及以下学历员工占 11.70%。从岗位构成看，专业技术人员占 22.27%，操作人员占 51.12%，飞行员占 8.48%，营销服务人员占 10.99%，管理人员占 7.15%。

### 3 信用记录

**公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110000100011110F），截至 2026 年 2 月 3 日，公司本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110000710932056L），截至 2026 年 3 月 3 日，国货航本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录。

截至 2026 年 3 月 31 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及存在重大被行政处罚的行为。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

**公司建立了比较有效的法人治理结构。**

公司根据《公司法》及其他相关法律、法规要求，设立了比较有效的法人治理结构。

公司不设股东会，股东行使批准公司中长期发展战略规划，委派和更换董事，批准公司投资计划，批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案，批准公司发行公司债券等职权。

公司设董事会，董事会成员 5 人，其中设董事长 1 人，全部由股东委派。董事任期 3 年，可连选连任。董事会行使向股东报告工作，执行股东的决定，制订公司发展战略和规划，制订公司投资计划、决定公司经营计划和投资方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。公司在董事会中设置由董事组成的审计委员会，不设监事会或监事，由审计委员会行使相关职权，审计委员会由 3 名委员组成，设主任委员 1 名（由董事长或全体董事的 1/3 提名、董事会选举产生）。审计委员会主任委员负责主持审计委员会日常工作。审计委员会委员任期与董事任期一致。

公司设总经理 1 人，设副总经理、财务负责人、总法律顾问等经理层，由董事会聘任。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，行使组织实施董事会决议，拟定公司发展和战略规划、经营计划、年度投资计划和投资方案，决定一定金额内的（限额需经董事会批准，下同）投资项目，拟定公司年度债券发行计划及一定金额以上的其他融资方案，批准一定金额以内的其他融资方案，拟定公司年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司董事、审计委员会委员和总经理按照章程有关规定履行职责。公司董事及高管均具备丰富的行业及管理经验，有利于规范公司治理。

### 2 管理水平

**公司内控体系较为健全，管理水平高。**

公司结合自身经营特点，针对投资管理、内部控制和风险管理等方面制定了一系列内控制度。

投资管理方面，公司制定了《中国航空资本控股有限责任公司投资管理规定》《中国航空资本控股有限责任公司投资项目后评价管理办法（试行）》，明确了投资项目类型，投资权限及限额，投资计划制定，投资项目负面清单管理以及投资管理流程。公司投资行为原则上应符合国家发展规划和产业政策；符合中航集团发展战略、规划和投资方向；非主业投资符合中航集团调整、改革方向，并有利于主业发展，形成良性互动。股权项目投资流程包括项目立项、尽职调查、可行性报告编制、项目实施方案审批以及项目投后的评价、总结、风险监控等。

内控管理方面，公司制定了《中国航空资本控股有限责任公司内部控制管理规定》《中国航空资本控股有限责任公司内部控制实施细则》《中国航空资本控股有限责任公司内部控制评价办法》，建立健全内部控制三道防线管理机制。公司确立了内控的组织体系与职责，内控建设的基本要求，内控的常态化管理以及监督评价体系，同时明确了围绕公司内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等要素开展内部控制评价的具体规定，包括内部控制评价的目标、原则、职责分工、工作程序、内部控制缺陷认定以及整改等。

风险管理方面，公司制定了《中国航空资本控股有限责任公司全面风险管理规定》《中国航空资本控股有限责任公司风险评估及报告实施细则》，围绕公司管理各环节及经营过程建立风险管理体系，明确了风险管理体系的建设原则、职责分工、风险分类与信息收集、风险评估、管理策略以及风险监控。通过对各类风险信息、内控流程、合规制度、法律法规以及相关的管理资源进行整合、集成和共享，构筑了全面风险防范体系。公司设置了持续性的风险评估循环，包括风险识别、风险分析、风险评价的三个步骤。此外，针对投资并购、改革改制重组等重大事项开展专项风险评估。

国货航作为公司主业子公司，结合业务特点，制订了包括《采购管理规定》《航空安全管理手册》《关联交易管理制度》《信息披露事务管理制度》等一系列制度体系。国货航为上市公司，截至 2025 年 3 月末公司持有其 39.40% 股份，为其单一最大股东，公司通过股东会、董事会（公司提名的董事人数占国货航非独立董事的一半及以上）、事项审批等方面对国货航形成控制。

## 七、经营分析

### 1 经营概况

**2022—2024 年，受航空货运市场逐步回归常态化运营影响，公司营业总收入及综合毛利率均有所波动。**

公司定位为中航集团下属航空物流控股平台、产业投资与资本运营平台，主要业务包括航空物流、产业投资与资本运营两大板块。其中航空物流板块主要由国货航运营，可细分为航空货运服务、航空货站服务、综合物流解决方案三类；产业投资与资本运营主要涉及航空产业链上下游投资，主要由公司本部负责。公司近年来营业总收入基本来自国货航（占比均超过 99.99%）。

2022—2024 年，公司营业总收入及综合毛利率均波动下降，主要受航空货运市场逐步回归常态化运营，公司经营业绩相较行业运行的景气高点下降所致<sup>1</sup>。具体看，2023 年，公司航空货运收入同比下降 38.67%，一方面系运价高位回落导致全货机收入同比下降 14.05%，另一方面系客机货班作为 2020—2022 年期间的临时运力补充方式已逐步退出市场，而客机腹舱运力尚未完全恢复，使得公司客机货运业务收入同比下降 60.15%；综合物流收入下降主要系公司该业务以航空运输为核心环节，并向两端延伸，随着航空货运市场逐步回归常态化运营，公司综合物流服务价格和服务量亦相应减少所致。2024 年，公司航空货运收入同比增长 48.16%，主要系国际出口市场跨境电商及电子产品保持相对旺盛需求，加之货机引进增投等因素带动营收规模增长；综合物流解决方案收入亦有所上升。2022—2024 年，公司航空货站服务业务相对稳定，收入小幅上升。2022—2024 年，公司营业总收入中国际收入占比分别为 83.25%、78.14% 和 80.16%，境外收入占比高。

公司营业成本随收入波动呈同趋势变动，客机货运经营支出、航油、人工、折旧及采购物流服务成本是公司营业成本的主要构成。其中航油作为公司的重要变动成本，航油价格的波动对公司利润影响较大。公司主要采取两方面措施应对航油价格波动风险：一是按照行业惯例，对客户收取一定比例的燃油附加费，从而部分转嫁航油价格上涨风险。二是境外不同航油供应商之间存在竞争，公司境外航班在采购航油时将根据站点内各家供应商给出的价格，选择价格优惠的供应商，降低航油采购成本。2022—2023 年，公司航空货站服务业务毛利率为负，主要系公司航空货站所在机场的航班量及吞吐量减少，货站收入较 2021 年下降而主要成本相对固定，且公司于 2021 年 7 月启用的成都天府机场货站处于业务培育阶段，尚未盈利。

<sup>1</sup> 受全球供应链格局调整影响，中国作为世界生产基地的优势得以充分发挥，高附加值产品如电子设备、医药物资等对运输安全、时效、稳定性有严格要求的货物更多选择航空途径。同时，受公共卫生事件影响，部分客运航班的取消导致客机腹舱运力的供给端出现暂时性短缺。供需两端的双重有利变化带动航空货运市场强劲增长。2021 年，国货航实现主营业务收入 238.69 亿元，其中航空货运收入 186.78 亿元，航空货站收入 12.43 亿元，综合物流解决方案收入 39.48 亿元。

2025年1-3月，公司营业总收入同比增长29.10%，综合毛利率较上年略有提升。

图 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
航空货运	166.98	72.36	21.79	102.41	68.65	14.35	151.74	73.71	16.53	35.93	69.33	16.92
航空货站服务	10.82	4.69	-17.83	11.79	7.90	-5.96	13.37	6.49	3.03	3.32	6.41	4.18
综合物流解决方案	52.09	22.57	22.20	34.14	22.89	12.50	39.75	19.31	14.84	12.37	23.88	17.43
租赁业务	0.86	0.37	77.42	0.83	0.55	80.64	0.97	0.47	85.77	0.20	0.39	84.45
其他业务	0.02	0.01	88.12	0.02	0.01	73.46	0.02	0.01	91.55	*	0.00	74.38
<b>合计</b>	<b>230.76</b>	<b>100.00</b>	<b>20.24</b>	<b>149.19</b>	<b>100.00</b>	<b>12.69</b>	<b>205.84</b>	<b>100.00</b>	<b>15.66</b>	<b>51.82</b>	<b>100.00</b>	<b>16.49</b>

注：2025 年一季度，其他业务收入为 19.35 万元，占比为 0.004%  
资料来源：联合资信根据公司审计报告、提供资料整理

图 3 • 国货航主要成本构成情况（单位：亿元）

归属板块	成本类别	2023 年		2024 年	
		金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
航空货运、综合物流解决方案	客机货运经营支出	34.12	26.19	68.49	39.45
航空货运	航油成本	27.24	20.92	28.08	16.17
航空货运、综合物流解决方案、航空货站	人工成本	16.08	12.35	16.24	9.35
航空货运、综合物流解决方案、航空货站	折旧成本	8.27	6.34	9.61	5.54
综合物流解决方案	采购物流服务成本	13.05	10.02	14.88	8.57
综合物流解决方案	全货机成本	9.66	7.41	10.39	5.98
航空货运	起降成本	8.60	6.60	9.84	5.67
航空货运、综合物流解决方案、航空货站	其他	13.07	10.03	15.94	9.18
其他	其他	0.16	0.13	0.14	0.08
<b>合计</b>		<b>130.25</b>	<b>100.00</b>	<b>173.61</b>	<b>100.00</b>

注：因国货航年度报告披露的各板块成本构成中含“其他”分类，上表中成本构成仅列示命名为该成本的金额合计，可能存在列示于其他但归类为特定成本的项目  
资料来源：联合资信根据国货航年度报告整理

## 2 业务经营分析

### (1) 航空货运服务

公司航空货运服务在航线网络、运力规模等方面竞争优势突出；航空货运服务中境外收入占比高，收入及盈利情况受全球经济形势、地缘政治、市场竞争等影响大。

国货航航空货运服务系向下游客户提供“港到港”的航空运输服务，根据承运航班类型的不同，可分为全货机运输和客机货运，客机货运又可以进一步分为客机腹舱运输和客机货班运输。公司凭借区位优势，建立起以上海浦东国际机场为全货机主运营基地和以北京首都国际机场为客机货运主运营基地的航空运力网络。依托全货机及国航股份及其控股子公司的客机运力资源，公司将航线网络拓展到包括法兰克福、阿姆斯特丹、列日、纽约、芝加哥、洛杉矶、东京、大阪、曼谷等全球六大洲的国家和地区。

全货机运输方面，截至 2024 年末，国货航拥有全货机 22 架（含 4 架已退役待转让），形成了以 B777 和 B747 为主力机型覆盖欧美长航距市场，以 A330 为辅助机型补充中远程市场的布局。国货航不断拓展及优化航线网络布局，2024 年开通成都-巴黎、成都-列日、广州-墨西哥城-洛杉矶、深圳-布达佩斯等货机航线；2024 年，国货航全货机执飞航线 26 条，其中国际航线 24 条，国内航线 2 条，覆盖 12 个国家的 21 个城市，在行业内处于领先地位。

客机货运方面，主要系国货航利用国航股份及其下属控股子公司的客机腹舱或客机货班<sup>2</sup>提供货运服务。2022 年 9 月，国货航

<sup>2</sup> 客机腹舱运输是指，国货航通过独家经营模式利用国航股份及其下属控股子公司的客机航班，在承运旅客行李后的空余客机货舱位向下游客户提供货运服务。客机货班运输是指，国货航通过独家经营模式利用国航股份及其下属控股子公司的客机，在不搭载旅客的情况下，专门向下游客户提供货运服务，客机货班运输系 2020 年以来为解决航空运力供给严重短缺而临时采取的运输方式。

与国航股份签署《持续性关联（连）交易框架协议》，约定国货航采用“独家经营”模式<sup>3</sup>开展国航股份及其控股范围内航空公司的客机货运业务，有效期至 2024 年 12 月 31 日，且独家经营期限不因该等框架协议的终止而终止。“独家经营”模式下，国航股份及其控股范围内航空公司将其客机货运业务以及与之相关的包括但不限于货运舱位销售、定价、结算等一系列业务经营活动独家交由国货航经营，国货航就客机所承运的货物向托运人承担整体货物承运责任，国航股份及其控股航空公司向国货航收取运输服务价款[运输服务价款=客机货运实际收入×（1-业务费率），业务费率=运营费用率+奖惩费率]。截至 2024 年末，国货航已通过独家经营模式经营国航股份及其下属北京航空、大连航空、内蒙古航空、深圳航空、昆明航空的客机货运业务；国航股份下属控股子公司澳门航空股份有限公司独立经营客机腹舱货运业务、山东航空股份有限公司独立经营航空物流业务。

国货航航空货运服务主要采取直接销售模式；根据客户类型可分为货运代理人 and 直接客户；根据产品类型的不同，货运产品可划分为时效类产品、专业类产品和冷链类产品三大类。国货航航空货运服务的定价模式为：航空运费=货运单价\*货物重量；国货航在综合考虑航线、货物种类、货物规模、运输时效、市场运力供求情况、历史合作关系等因素基础上，与客户确定货运单价。国货航与下游客户的结算方式可分为通过 IATA 提供的财务结算平台 CASS 平台/CNS 平台、直接结算与付款两种。

运力投入方面，2022—2024 年，随着全货机机队规模扩大、客机腹舱运输业务的恢复，国货航货邮运输可供吨公里持续上升。运输周转量及效率方面，2022—2024 年，国货航货邮运输量持续提升，市场占有率较高（2024 年货邮周转量占全国比重为 23.13%）；具体看，全货机货邮周转量持续上升，但 2023 年运输收入同比下降主要系受全球经济增长放缓、欧美国家通胀水平居高不下等因素影响，海外市场消费需求减弱，航空货运需求端有所下降，导致航空运价从高位逐渐回落，全货机载运率较高；2022—2024 年，国货航客机货邮周转量波动增长，收入有所波动，主要受价格下降影响。公司航线以国际航线为主，航空货运收入中境外收入占比高，整体经营情况受全球经济形势、贸易供需、地缘政治、市场竞争等因素影响大。

图表 4 • 国货航航空货运服务主要运营指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
全货机数量（架）	15	17	22
全货机日平均利用小时（小时）	10.79	13.28	13.02
货邮运输可供吨公里（亿吨公里）	116.30	124.75	167.28
其中：全货机可供货运吨公里（亿吨公里）	40.73	47.27	53.11
客机可供货运吨公里（亿吨公里）	75.57	77.48	114.17
货邮运输量（万吨）	99.11	105.15	164.22
货邮运输总周转量（亿吨公里）	61.66	58.98	81.87
其中：全货机货邮周转量（亿吨公里）	30.82	35.41	38.52
客机货邮周转量（亿吨公里）	30.84	23.57	43.34
全货机载运率（%）	75.69	74.91	72.53
客机货运业务载运率（%）	40.81	30.42	37.97
全货机运输收入（亿元）	77.82	66.89	79.46
客机货运运输收入（亿元）	89.15	35.53	72.28
全货机吨公里收入（元/吨公里）	2.52	1.89	2.06
客机货邮吨公里收入（元/吨公里）	2.89	1.51	1.67

注：截至 2024 年末，国货航拥有全货机 22 架，含 4 架已退役待转让

资料来源：联合资信根据国货航公开资料整理、计算

## （2）航空货站服务

随着进出港货邮量的增加，公司航空货站服务收入持续增长，毛利率于 2024 年转正。

公司航空货站服务系依托机场货库、站坪能力等资源，提供服务支持航空货运、综合物流解决方案等板块产品在机场端的地空衔接，同时拓展传统航空地面代理业务。公司在北京、成都、重庆、天津和杭州五地拥有 6 个航空货站。公司的航空货站服务业务模式如下：公司向航空公司和货运代理人（如货运代理公司、中国邮政速递、顺丰控股等）提供定期航班、非定期航班的站坪装卸、货物地面运输、货库操作、文件处理、信息处理、设备管理、交货、提货、搬运、货物暂存等服务，并收取货运操作费及仓储费。

<sup>3</sup> 2011—2019 年，国货航以委托经营模式运营国航股份客机腹舱货运业务。2020—2021 年，国货航以承包经营模式运营国航股份客机货运业务。三种模式在客机货运业务界面、国货航与国航股份之间的权责分配方面未发生变化，主要是优化了结算流程，并以协议文本的形式对国货航的运营范围进行明确。

此外，国货航的货站事业部也为客户提供包括货站出港加急、进港速提等多项增值服务，以及定制类的航空货站服务。

针对境内航班，国货航按照民航局发布的相关文件规定定价；针对境外航班，国货航在满足民航局相关规定的基础上，根据货邮操作量、自身成本、预期利润率、历史合作关系、市场竞争情况等因素综合考虑，以市场化原则进行定价。结算方面，国货航根据与客户签订的服务协议，基于货物重量、货物品类、机型以及公司公布的产品单价来计算确定结算价格后，通过银行转账等方式与客户直接进行结算。

图表 5 • 公司航空货站服务业务主要经营指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
货邮吞吐量（万吨）	91.90	94.70	124.02
进港货邮处理量（万吨）	40.76	46.86	59.73
出港货邮处理量（万吨）	51.14	47.84	64.29

资料来源：联合资信根据国货航公开资料整理

图表 6 • 公司各货站货物处理量及市场占有率情况

货站名称	2022 年		2023 年		2024 年	
	实际货物处理量（万吨）	市场占有率（%）	实际货物处理量（万吨）	市场占有率（%）	实际货物处理量（万吨）	市场占有率（%）
北京货站	51.48	52.07	53.70	48.12	75.43	52.26
成都双流机场货站	21.10	39.82	17.30	32.86	22.37	34.81
成都天府机场货站	1.93	23.63	5.62	22.86	6.81	17.69
重庆货站	7.65	18.44	5.76	14.85	7.46	15.89
天津货站	5.05	38.40	4.98	39.28	4.73	34.44
杭州货站	4.70	5.66	7.34	9.07	7.21	9.81

注：1. 市场占有率=实际货物处理量/货站所在机场年度货邮吞吐量；2. 货站所在机场年度货物处理量来自《全国民用运输机场生产统计公报》；3. 北京货站数据为首都国际机场年度货物处理量，计算市场占有率时在该机场数据；4. 成都天府机场货站于 2021 年 7 月投入使用

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司货站服务业务在北京首都机场、成都双流机场、天津滨海机场的市场占有率较高。2022—2024 年，国货航地面操作总货量持续增长，带动航空货站服务收入持续上升。国货航航空货站服务业务主要成本为人工成本及折旧成本，毛利率于 2024 年转正。

### （3）综合物流解决方案

**公司综合物流收入和毛利率水平均有所波动，盈利水平受市场供需、行业竞争等影响大。**

国货航综合物流解决方案业务是在传统航空运输服务基础上，通过空地网络对接，以信息技术为纽带，将服务链条进一步延长至生产商及末端配送，为客户增加航空货运业务两端外的增值服务，以满足客户的个性化航空物流需求。国货航主要通过下属全资子公司民航快递有限责任公司（以下简称“民航快递”）向客户提供综合物流解决方案。民航快递在国内 42 个城市成立了分支机构，通过自营网络和外采网络，民航快递的国内物流服务网络已覆盖全国各大中城市，并在北京、广州、上海、成都建立了 4 个生产运营集散中心。

根据服务内容和业务模式的不同，公司综合物流解决方案主要分为合同物流服务和货运代理服务。合同物流服务系民航快递作为独立第三方物流服务商，与物流服务需求企业签订服务合同，为其提供以航空运输为特色的运输、仓储、包装、配送等全程物流服务，提供的产品包括 12 小时、24 小时限时服务，次晨递、次日递、隔日递等标准服务产品。货运代理服务即民航快递作为托运人的代理人，从事与运送合同有关的如储货、报关、验收、收款等活动。

国货航综合物流解决方案的销售采取直销、代理销售等模式。下游客户方面，合同物流服务以国际、国内中高端制造业、商贸业企业客户为主（如苹果公司、英特尔、华为公司等），专注于 3C 电子、医药、汽车、特货等行业；货运代理服务以物流企业、同行货代企业和终端客户为主。综合物流解决方案的服务价格基于航空运输、派送及综合操作等服务成本、产品类型、供需情况、竞争情况等因素，按照市场化原则予以确定，报价方式包括“首重收费+对应重量等级费率”“单票最低收费+对应重量等级费率”“包车”“整集装箱”“包机”等。

公司该业务市场竞争较为激烈，且受航空货运市场景气度影响，2022—2024 年，公司综合物流收入和毛利率水平均有所波动。

图 7 • 公司综合物流解决方案主要经营指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
合同物流货量（万吨）	16.85	16.24	18.88
跨境电商货量（万吨）	0.00	0.14	2.08
商贸物流货量（万吨）	0.02	0.22	0.35
货运代理货量（万吨）	6.66	8.04	7.39

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

#### （4）产业投资与资本运营

公司产业投资主要围绕航空产业上下游开展，投资收益较为稳定。

公司产业投资与资本运营板块目前主要通过股权投资形式围绕航空产业上下游开展。截至 2024 年末，公司主要股权投资对象如下，主要涉及航空设备租赁、航材保障、航空保险等领域。2022—2024 年，公司投资收益分别为 1.14 亿元、0.88 亿元和 1.08 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，收益较为稳定。

图 8 • 公司主要股权投资对象情况（单位：亿元）

被投资企业	主要业务	持股比例	投资成本	2024 年末账面价值
中航（北京）融资租赁有限公司	航空设备租赁	40.00%	10.00	11.83
中国航空器材有限责任公司	航材保障	21.21%	5.31	6.42
航联保险经纪有限公司	保险	12.00%	0.38	0.39

注：航联保险经纪有限公司的持股比例尚未完成工商变更登记

资料来源：联合资信根据公司审计报告、提供资料整理

#### （5）在建项目

国货航的资本性支出主要包括购置飞机及发动机、货站及信息化建设等。截至 2024 年末，国货航已签约但尚未于财务报表中确认的购建飞机及改造承诺金额为 38.78 亿元。此外，国货航货站及信息化建设也存在一定支出需求，其中部分资金来自首次公开发行股票募集资金，缺口较小。此外，公司计划发行不超过 100 亿元公司债券，其中不少于 90 亿元拟用于股权投资（包括但不限于认购上市公司定向增发股票等）。整体看，公司未来存在一定资本支出压力。

图 9 • 国货航首次公开发行股票募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	主要内容	预计总投资额	预计募集资金使用额
飞机引进及备用发动机购置	购置 5 架 B777-200F 货机及 2 台 GE 备用发动机	75.58	29.36
综合物流能力提升建设	在上海、深圳购置房产进行建设，对各个物流枢纽站点的办公及仓储场所进行适应性装修改造，新建并利用配套的供配电、给排水、空调等公辅设施	5.35	2.83
信息化与数字化建设	信息化设备购置、系统升级、打造数字化平台	4.14	2.19
合计		85.07	34.37

资料来源：联合资信根据国货航公开资料整理

#### （6）关联交易

公司关联交易金额较大，公司制定了相关内控体系，关联交易风险可控。

公司主要关联交易系国货航与中航集团及其参控股公司、国货航股东之一浙江菜鸟供应链管理有限公司子公司杭州菜鸟供应链管理有限公司等就提供航空货运、货站及物流服务、利用客机货运、飞机维修等产生。国货航业务中来自关联方的金额较大，为应对关联交易风险，国货航制定了关联交易管理制度，对关联交易决策权限与程序、关联股东和关联董事回避表决等作出了明确的规定，建立了较为完善的关联交易公允决策程序和内部控制制度，从制度上保证了其关联交易公允性。国货航就关联交易事项与关联方签订相关框架协议，每年关联交易金额上限均需经董事会审议。

图 10 • 国货航主要关联交易情况（单位：亿元）

关联交易方	关联交易主要内容	关联交易金额		
		2022 年	2023 年	2024 年
国航股份	提供航空货站服务收入	5.67	5.82	7.43

	客机货运经营支出	96.66	33.88	64.04
杭州菜鸟供应链管理有限公司	提供航空货运服务收入	5.46	10.75	21.07
北京飞机维修工程有限公司	接受劳务服务支出	3.68	4.11	6.24
财务公司	存款（当年存入额）	/	/	941.54
	存款（当年取出额）	/	/	964.84
	期末余额	54.85	50.93	27.64

注：1. 上表中所列关联交易金额不含关联方合并范围内子公司交易数据；2. 上表所列关联交易方为 2024 年单一类别关联交易金额超过 5 亿元的对象  
 资料来源：联合资信根据国货航年度报告、审计报告整理

### 3 未来发展

公司致力于服务国家民航产业做大做强的战略使命，坚持以发展成为一流的航空产业运营公司为目标愿景，依托产业经营、股权投资与资本运营等手段夯实发展根基，提升价值创造能力和资本运营效益。在航空物流领域，公司将致力于打造集“采运销”能力于一体的世界一流全链条航空物流综合服务商；在投资与资本运营领域，公司将关注国家宏观政策指引，聚焦航空产业相关的战略新兴产业链，积极寻找民航高质量发展的投资机会，促进新质生产力发展，推动产融结合，盘活国有资产保值增值。

## 八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年度财务报告，其中 2022—2023 年度财务报告由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，2024 年度财务报告由容诚会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司通过同一控制下企业合并新增 1 家子公司[系中国航空快递（香港）有限公司，合并日资产总额 1.75 亿元，净资产 1.27 亿元]，通过吸收合并注销减少 1 家子公司；2024 年和 2025 年 1—3 月，公司合并范围未发生变动。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则，报告期内不涉及重大会计政策<sup>4</sup>及会计估计变更。整体看，公司财务数据可比性强。

### 1 资产质量

随着机队规模的扩大，公司资产规模持续增长，资产主要以飞机相关资产形成的固定资产及在建工程、应收账款为主，并保有较为充裕的货币资金，股权投资可带来较为稳定的投资收益，公司整体资产质量较高。

公司资产主要由航空物流形成的固定资产、在建工程、应收账款及产业投资形成的长期股权投资构成，并保有较为充裕的货币资金。2022—2024 年末，随着飞机的陆续引进，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>97.24</b>	<b>39.94</b>	<b>97.00</b>	<b>37.20</b>	<b>103.74</b>	<b>33.52</b>	<b>101.60</b>	<b>31.83</b>
货币资金	61.64	25.32	56.68	21.73	63.58	20.54	57.19	17.92
应收账款	24.58	10.10	26.85	10.30	28.19	9.11	30.60	9.59
交易性金融资产	6.77	2.78	6.73	2.58	6.44	2.08	6.39	2.00
其他流动资产	2.26	0.93	5.08	1.95	3.74	1.21	4.89	1.53
<b>非流动资产</b>	<b>146.21</b>	<b>60.06</b>	<b>163.78</b>	<b>62.80</b>	<b>205.79</b>	<b>66.48</b>	<b>217.58</b>	<b>68.17</b>
长期股权投资	17.20	7.07	17.85	6.85	18.95	6.12	19.19	6.01
固定资产	87.64	36.00	93.75	35.95	119.30	38.54	133.54	41.84
在建工程	26.49	10.88	33.42	12.82	49.37	15.95	44.12	13.82
<b>资产总额</b>	<b>243.45</b>	<b>100.00</b>	<b>260.78</b>	<b>100.00</b>	<b>309.53</b>	<b>100.00</b>	<b>319.17</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

<sup>4</sup> 自 2024 年度起，公司执行《企业会计准则解释第 17 号》及《企业会计准则解释第 18 号》相关规定，执行上述规定对公司报告期内财务报表无重大影响。

截至 2024 年末，公司货币资金主要为银行存款（占 99.94%），受限比例（0.66%）低，其中 31.11 亿元存放于财务公司。公司应收账款呈增长趋势，主要为应收航空货费用、物流费用等，2024 年末按组合计提坏账的应收账款（占应收账款期末余额的 99.50%）主要形成于航空货运服务（占 28.89%）、综合物流解决方案（占 31.62%）、货站业务（占 15.75%）以及关联方（占 23.74%），公司应收对象主要为航空公司、货代公司、生产企业等，账龄短（一年及以内的占 99.49%），集中度一般（前五名欠款方余额合计占 47.39%），公司累计计提坏账准备 0.21 亿元，回收风险较低。公司交易性金融资产主要为公司购买的银行理财、货币基金等。公司其他流动资产波动增长，其中 2023 年末金额较大主要系公司于当年向国航股份发放委托贷款 3 亿元未到期所致，截至 2024 年末公司其他流动资产中无委托贷款余额，主要为待抵扣进项税。公司长期股权投资主要为对合联营企业的投资，投资领域涉及航空物流产业链上下游，主要被投资对象包括中航（北京）融资租赁有限公司（期末余额 11.83 亿元）、中国航空器材有限责任公司（期末余额 6.42 亿元，以下简称“航空器材公司”）和航联保险经纪有限公司（期末余额 0.39 亿元），2022—2024 年权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.76 亿元、0.88 亿元和 1.00 亿元。2022—2024 年末，公司固定资产持续增长，主要系购置飞机发动机所致；截至 2024 年末，公司固定资产主要为飞机发动机（109.39 亿元），固定资产成新率<sup>5</sup>为 57.26%。2022—2024 年末，公司在建工程持续增长，主要系飞机预付款增长所致；截至 2024 年末，公司在建工程主要由飞机预付款（38.02 亿元）、发动机替换件（6.95 亿元）和客机改造（4.09 亿元）构成。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 3.12%，资产结构变动不大。

受限资产方面，截至 2024 年末，公司受限资产全部为受限的货币资金 0.42 亿元（保函保证金、海关保证金和定期存款等），资产受限比例低。

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

**2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。**

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，主要系未分配利润和少数股东权益持续增长所致。公司实收资本主要为货币出资，资本公积主要由资本溢价和无偿划转的股权构成，报告期内规模相对稳定；由于合并国货航，公司所有者权益中少数股东权益占比较高；所有者权益稳定性一般。

截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较上年末增长 3.74%，结构变动不大。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	53.68	24.69	53.68	23.46	53.68	19.23	53.68	18.54
资本公积	18.38	8.46	18.53	8.10	19.74	7.07	19.90	6.87
未分配利润	38.61	17.76	44.28	19.35	53.80	19.28	56.25	19.43
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>113.94</b>	<b>52.41</b>	<b>119.90</b>	<b>52.39</b>	<b>130.76</b>	<b>46.85</b>	<b>133.36</b>	<b>46.06</b>
少数股东权益	103.45	47.59	108.96	47.61	148.34	53.15	156.18	53.94
<b>所有者权益合计</b>	<b>217.39</b>	<b>100.00</b>	<b>228.87</b>	<b>100.00</b>	<b>279.11</b>	<b>100.00</b>	<b>289.54</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

### （2）负债

**公司负债主要由经营性负债构成，有息债务规模小，债务负担很轻。**

2022—2024 年末，公司负债总额波动增长，主要由经营性负债及租赁负债组成，流动负债占比高。

<sup>5</sup> 固定资产成新率=期末固定资产净值/期末固定资产原值×100%。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>24.41</b>	<b>93.66</b>	<b>29.26</b>	<b>91.71</b>	<b>29.24</b>	<b>96.13</b>	<b>28.44</b>	<b>95.96</b>
应付账款	15.03	57.65	18.37	57.57	17.75	58.36	16.74	56.47
应付职工薪酬	3.13	11.99	2.70	8.45	3.13	10.29	3.80	12.82
其他应付款	4.44	17.03	5.07	15.89	4.40	14.48	4.19	14.13
一年内到期的非流动负债	0.85	3.24	1.77	5.55	2.03	6.69	1.79	6.03
<b>非流动负债</b>	<b>1.65</b>	<b>6.34</b>	<b>2.65</b>	<b>8.29</b>	<b>1.18</b>	<b>3.87</b>	<b>1.20</b>	<b>4.04</b>
租赁负债	1.26	4.82	2.28	7.16	0.86	2.81	0.87	2.94
<b>负债总额</b>	<b>26.06</b>	<b>100.00</b>	<b>31.91</b>	<b>100.00</b>	<b>30.42</b>	<b>100.00</b>	<b>29.63</b>	<b>100.00</b>

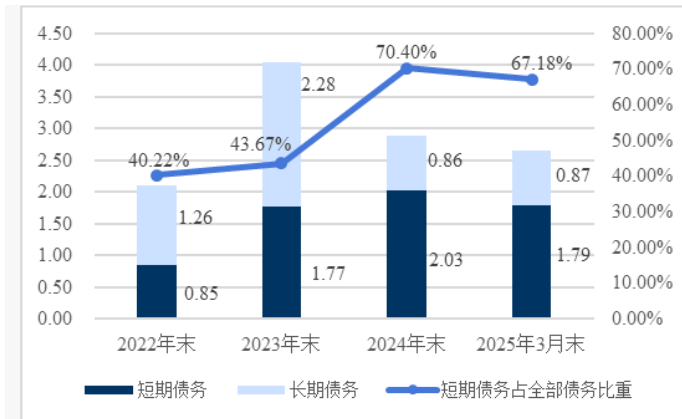
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

截至 2024 年末，公司经营性负债主要体现为由应付客机货运运输服务价款、外采物流服务价款、起降费、航油费等构成的应付账款（一年及以内账龄占 95.18%），应付职工薪酬以及由应付保证金及押金、维修折扣等构成的其他应付款。

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务规模波动增长，均为租赁负债；随着租赁负债的陆续到期，短期债务占比有所上升。从债务指标来看，2022—2024 年末，公司资产负债率和长期债务资本化比率均波动下降，全部债务资本化比率波动中小幅上升。

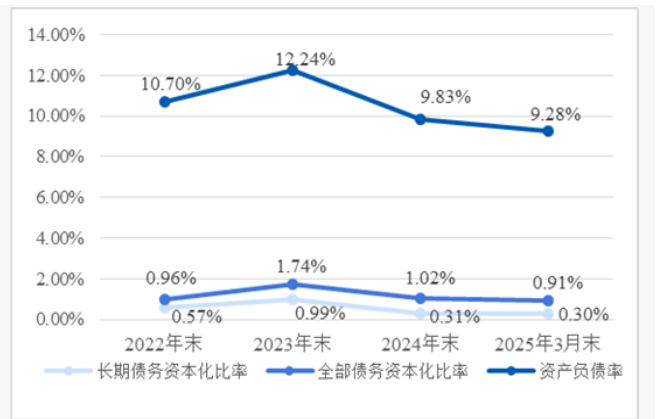
截至 2025 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 2.58%，全部债务较上年末下降 8.04%。公司债务负担很轻。

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

### 3 盈利能力

公司营业总收入有所波动，费用控制能力强，投资收益和政府补助对公司利润形成良好补充；公司整体盈利能力很强。

2022—2024 年，公司营业总收入和营业成本均有所波动，期间费用控制能力强（期间费用率<sup>6</sup>分别为 3.08%、4.42%和 3.86%）。公司投资收益相对稳定，主要来自权益法核算的长期股权投资收益；以航线补贴、国际货物补贴等为主的其他收益对公司利润形成良好补充。同期，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动下降。整体看，公司盈利能力很强。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入 51.82 亿元，相当于 2024 年全年的 25.17%，利润总额 7.87 亿元。

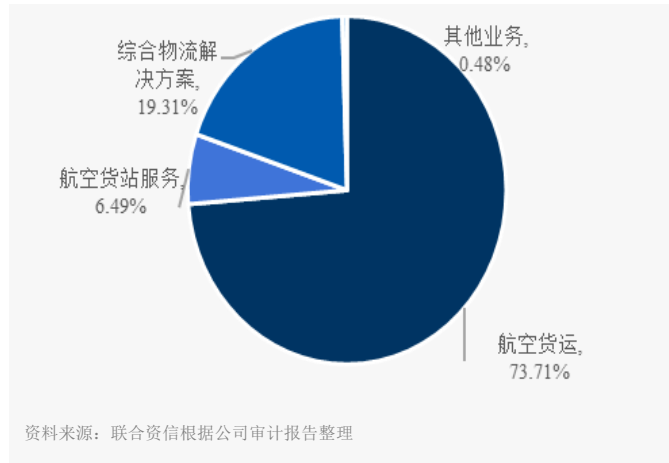
<sup>6</sup> 期间费用率=期间费用/营业总收入\*100%

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	230.76	149.19	205.84	51.82
营业成本	184.06	130.25	173.61	43.27
期间费用	7.11	6.59	7.95	1.97
投资收益	1.14	0.88	1.08	0.25
其他收益	2.21	3.66	2.05	1.27
利润总额	42.68	16.35	26.94	7.87
营业利润率（%）	19.93	12.30	15.30	16.13
总资本收益率（%）	14.65	5.29	7.31	--
净资产收益率（%）	14.68	5.29	7.33	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

图表 17 • 2024 年公司营业总收入构成



## 4 现金流

公司经营现金持续净流入，收入实现质量高；公司投资活动现金持续净流出；受国货航上市募集资金影响，2024 年公司筹资活动现金转为净流入。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	233.91	144.28	205.53	50.57
经营活动现金流出小计	192.12	120.75	174.66	45.45
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>41.79</b>	<b>23.53</b>	<b>30.87</b>	<b>5.12</b>
投资活动现金流入小计	31.37	6.41	16.13	1.32
投资活动现金流出小计	56.99	32.66	67.83	16.79
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-25.62</b>	<b>-26.25</b>	<b>-51.70</b>	<b>-15.47</b>
筹资活动现金流入小计	0.00	0.01	30.12	4.52
筹资活动现金流出小计	47.07	2.31	2.73	0.58
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-47.07</b>	<b>-2.30</b>	<b>27.40</b>	<b>3.93</b>
现金收入比（%）	97.24	89.44	96.30	93.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

经营活动方面，公司经营活动现金流以主营业务款项收支为主。2022—2024 年，受国货航业务规模波动影响，公司经营活动现金流入量和流出量均波动下降，公司经营活动现金持续净流入。同期，公司现金收入比波动下降，收入实现质量高。

投资活动方面，公司 2022 年投资活动现金流入规模较大，主要为银行理财和货币基金到期赎回，2024 年投资活动现金流入量同比大幅增长，主要为银行理财到期及委托贷款的收回。2022—2024 年，公司投资活动现金流出主要为购置飞机以及客机改造货机支出、购买银行理财及发放委托贷款形成。2022—2024 年，公司投资活动现金持续净流出。

筹资活动方面，2022—2023 年，公司筹资活动现金流入规模小，2024 年筹资活动现金流入量大幅增长，主要系国货航上市募集资金所致；2022 年，公司筹资活动现金流出规模较大，主要系当期公司偿还租赁负债以及国货航向股东现金分红金额较大所致；受国货航上市募集较大规模资金影响，公司 2024 年筹资活动现金转为净流入。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金和筹资活动现金保持净流入，投资活动现金保持净流出。

## 5 偿债指标

公司偿债能力很强，融资渠道畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	398.35	331.46	354.76	357.28
	速动比率（%）	398.15	331.31	354.60	357.01
	现金短期债务比（倍）	80.95	35.82	34.42	35.61
	经营现金流动负债比（%）	171.21	80.42	105.56	18.01
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	52.97	28.05	40.32	--
	全部债务/EBITDA（倍）	0.04	0.14	0.07	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	228.63	138.52	271.78	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年末，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比均有所波动，现金短期债务比持续下降。截至 2025 年 3 月末，公司现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债指标表现很好。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动下降，EBITDA 对利息支出和全部债务保障程度很高。整体看，公司长期偿债指标表现很好。

截至 2024 年末，公司无对外担保。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在重大（金额超过 1000 万元）未决诉讼或仲裁。

截至 2025 年 3 月末，公司获得金融机构（含财务公司）授信额度 141.00 亿元，尚未使用授信额度 140.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司子公司国货航为上市公司，公司具备直接融资渠道。

## 6 公司本部财务分析

**公司资产、营业总收入主要来自下属上市子公司国货航，公司本部主要承担管理和投资职能，债务负担很轻。**

公司主要资产、营业总收入、利润来自子公司国货航，本部主要承担管理和投资职能。国货航作为上市公司，生产经营独立。公司为国货航单一最大股东，能够对其股东会产生重大影响，且公司提名的董事人数占国货航非独立董事的一半及以上，对其董事会具有重大影响。截至 2024 年末，公司本部资产总额 74.81 亿元（占合并口径的 24.17%），主要由长期股权投资（64.11 亿元）、交易性金融资产（3.58 亿元）、其他权益工具投资（3.49 亿元）及货币资金构成；所有者权益为 74.50 亿元（占合并口径的 26.69%）；公司本部全部债务 0.03 亿元（占合并口径的 1.06%），债务负担很轻（全部债务资本化比率为 0.04%）。公司本部收入规模有限，利润主要来自投资收益。2022 年，公司本部收到国货航分红 15.40 亿元。

## 九、ESG 分析

**联合资信未发现公司在环境方面存在重大监管处罚情况，公司积极履行作为央企的社会责任，重要子公司设有专门的 ESG 管治部门，ESG 信息披露质量高。整体来看，公司 ESG 表现好。**

重要子公司国货航设有专门的 ESG 管治部门。国货航董事会作为 ESG 相关工作的最高决策机构，承担 ESG 事项监督与推进的全部责任，下属安全与战略委员会负责 ESG 工作的研究、指导、监督及审批。国货航组建 ESG 工作领导小组作为 ESG 事项管理机构，设置 ESG 工作组全面统筹推进 ESG 相关工作的实施与落地，并增设 ESG 协调办公室强化协调与沟通，整体 ESG 信息披露质量高。此外，公司董事会设审计委员会，董事、高级管理人员相关经验丰富，有利于提升公司治理水平。截至 2025 年 7 月末，联合资信未发现公司本部及国货航本部在信息披露、关联交易、高管行为等方面发生违法违规事件。

环境责任方面，国货航建立了排放管理、资源管理相关制度，设立了生态环境保护工作领导小组，并专门设立生态环境保护工作办公室负责日常工作。2024 年，国货航修订《环境管理手册》，明确环境管理要求、方针和目标，通过《2024 年国货航环境管理综合指标考核方案》设定考核指标、规则及各单位考核目标。2024 年，国货航通过运行节油措施实现航油节油量约 5605 吨，减少二氧化碳排放量约 17656 吨，碳排放总量指标基本完成，废弃物管理实现 100% 合规处置。截至 2025 年 7 月末，联合资信未发现近三年公司本部及国货航存在污染与废物排放等相关重大监管处罚。

社会责任方面，国货航制定了《公开招聘管理规定》《公开招聘工作程序》等内部制度，明确公平、平等、竞争、择优的招聘原则，建立多元化的员工沟通申诉渠道。2024年，国货航共有员工5739人（女性员工1864人），未发生违规雇佣情况。2024年，国货航安全飞行68080小时、7547架次，未发生重大安全责任事故；共处理有效客户投诉26起，均已及时完成处理。国货航响应国家战略，2024年全年采购定点帮扶产品约612万元，完成扶地货物运输货物总重达26吨；拓展“一带一路”地区的航线，开通深圳-布达佩斯等航线。截至2025年7月末，联合资信未发现公司本部及国货航发生一般事故以上的安全生产事故。

## 十、外部支持

**公司控股股东中航集团综合竞争实力非常强。公司在资金注入、资产划转、业务协同、授信和政府补助等方面持续获得外部支持。**

公司控股股东为中航集团，实际控制人为国务院国资委。中航集团作为国务院国资委直属国内三大航空运输集团之一，行业地位和规模优势突出，在机队规模、品牌影响力、航线资源等方面拥有显著优势。截至2024年末，中航集团合并资产总额3807.28亿元，所有者权益780.53亿元；2024年，中航集团实现营业总收入1794.99亿元，利润总额13.37亿元。公司股东综合竞争实力非常强。

自成立以来，公司在资金注入、资产划转、业务协同、授信等方面获得来自中航集团及其子公司的大力支持。

资金注入和资产划转方面，截至2025年3月末，公司共收到中航集团注册资本金53.68亿元，主要为货币资金；收到无偿划转的航空器材公司、中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司（已更名为中央企业乡村产业投资基金股份有限公司）等股权，共增加资本公积13.29亿元。

业务协同方面，国货航与国航股份签订框架协议，以“独家经营”模式开展国航股份及其控股范围内航空公司的客机货运业务；2024年，国货航客机货运收入占公司营业总收入比重为35.11%。国航股份等亦是国货航货站业务、综合物流解决方案的客户之一，国货航飞机维修工作主要依托北京飞机维修工程有限公司开展。

授信方面，截至2025年3月末，公司获得财务公司授信额度40.00亿元（尚未使用）。

政府补助方面，2022—2024年，公司分别收到政府补助2.15亿元、3.63亿元和2.04亿元，主要为航线补贴、国际货物补贴、物流及货量补贴等。

## 十一、债券偿还风险分析

**本期债项的发行对公司现有债务规模影响较大。公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力强，EBITDA及经营活动净现金流对发行后长期债务的保障能力较强。**

### 1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项发行规模不超过20.00亿元（含20.00亿元），按照最高发行规模20.00亿元测算，分别相当于公司2025年3月末长期债务和全部债务的2292.57%和752.47%，对公司现有债务影响较大。以2025年3月末财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，将本期债项及已经发行的“26航控01”（15亿元）一并纳入考量后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由9.28%、0.91%和0.30%上升至18.25%、11.51%和11.02%，公司负债水平及债务负担均有所上升，但债务负担仍轻。

### 2 本期债项偿还能力

从指标上看，本期债项发行后，2024年，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力强，EBITDA及经营活动净现金流对发行后长期债务的保障能力较强。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

项目	2025年3月末
发行后长期债务*（亿元）	20.87
2024年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	9.85

2024 年经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	1.48
发行后长期债务/2024 年 EBITDA（倍）	0.52

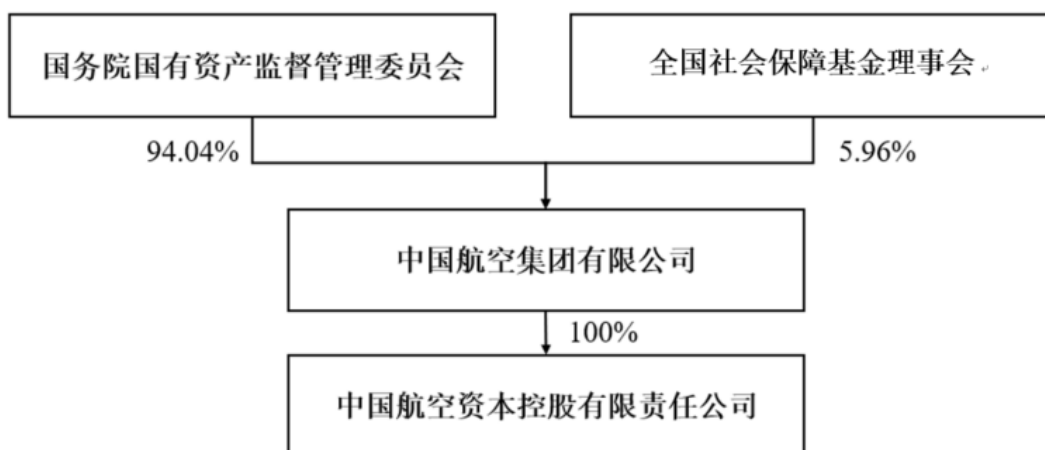
注：发行后长期债务为将本期债项发行额度上限计入 2025 年 3 月末长期债务后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

## 十二、评级结论

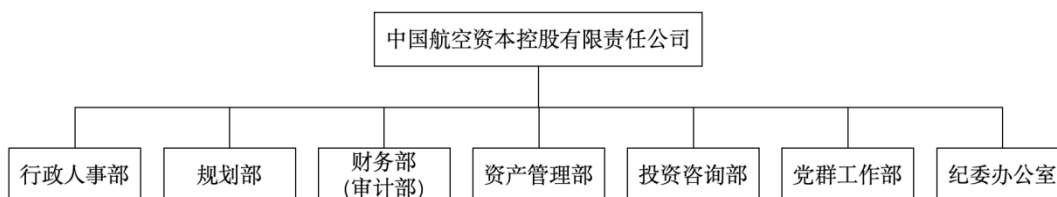
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析和评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



注：全国社会保障基金理事会持有中国航空集团有限公司股份的相关工商变更登记尚未完成  
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件 1-3 公司合并范围子公司情况（截至 2025 年 3 月末）

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
国航投资控股有限公司	实业投资、资产受托管理等	93%	同一控制下的企业合并
中国国际货运航空股份有限公司	航空货运、邮件运输等	39.40%	同一控制下的企业合并
ACT 货运（美国）有限公司	批发零售及货物运输代理	75%	非同一控制下的企业合并
北京国风航空旅游服务有限公司	货物运输代理	100.00%	同一控制下的企业合并
凤凰（天津）货运服务有限公司	货物运输代理	100.00%	同一控制下的企业合并
上海国际航空服务有限公司	货物运输代理	100.00%	同一控制下的企业合并
成都中航货站有限公司	航空货站业务	100.00%	同一控制下的企业合并
民航快递有限责任公司	物流运输	100.00%	同一控制下的企业合并
中国航空快递（香港）有限公司	货物运输代理	100.00%	同一控制下的企业合并

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	68.41	63.40	70.02	63.59
应收账款（亿元）	24.58	26.85	28.19	30.60
其他应收款（亿元）	1.54	1.47	1.48	2.23
存货（亿元）	0.05	0.04	0.05	0.08
长期股权投资（亿元）	17.20	17.85	18.95	19.19
固定资产（亿元）	87.64	93.75	119.30	133.54
在建工程（亿元）	26.49	33.42	49.37	44.12
资产总额（亿元）	243.45	260.78	309.53	319.17
实收资本（亿元）	53.68	53.68	53.68	53.68
少数股东权益（亿元）	103.45	108.96	148.34	156.18
所有者权益（亿元）	217.39	228.87	279.11	289.54
短期债务（亿元）	0.85	1.77	2.03	1.79
长期债务（亿元）	1.26	2.28	0.86	0.87
全部债务（亿元）	2.10	4.05	2.89	2.66
营业总收入（亿元）	230.76	149.19	205.84	51.82
营业成本（亿元）	184.06	130.25	173.61	43.27
其他收益（亿元）	2.21	3.66	2.05	1.27
利润总额（亿元）	42.68	16.35	26.94	7.87
EBITDA（亿元）	52.97	28.05	40.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	224.40	133.44	198.23	48.59
经营活动现金流入小计（亿元）	233.91	144.28	205.53	50.57
经营活动现金流量净额（亿元）	41.79	23.53	30.87	5.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.62	-26.25	-51.70	-15.47
筹资活动现金流量净额（亿元）	-47.07	-2.30	27.40	3.93
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	9.39	5.80	7.48	--
存货周转次数（次）	3822.15	2860.63	3923.77	--
总资产周转次数（次）	0.95	0.59	0.72	--
现金收入比（%）	97.24	89.44	96.30	93.77
营业利润率（%）	19.93	12.30	15.30	16.13
总资本收益率（%）	14.65	5.29	7.31	--
净资产收益率（%）	14.68	5.29	7.33	--
长期债务资本化比率（%）	0.57	0.99	0.31	0.30
全部债务资本化比率（%）	0.96	1.74	1.02	0.91
资产负债率（%）	10.70	12.24	9.83	9.28
流动比率（%）	398.35	331.46	354.76	357.28
速动比率（%）	398.15	331.31	354.60	357.01
经营现金流动负债比（%）	171.21	80.42	105.56	--
现金短期债务比（倍）	80.95	35.82	34.42	35.61
EBITDA 利息倍数（倍）	228.63	138.52	271.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.04	0.14	0.07	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 由于未获取 2021 年财务数据，公司 2022 年周转次数指标采用当年数计算；3. “--”代表无意义  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	6.60	4.37	7.05	3.87
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	0.13	0.01	0.01	0.01
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	62.92	63.01	64.11	64.34
固定资产（亿元）	0.003	0.003	0.003	0.003
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	73.23	74.06	74.81	74.96
实收资本（亿元）	53.68	53.68	53.68	53.68
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	72.86	73.70	74.50	74.64
短期债务（亿元）	0.03	0.04	0.03	0.02
长期债务（亿元）	0.07	0.03	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.10	0.07	0.03	0.02
营业总收入（亿元）	0.00	0.002	0.002	0.0002
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.0003	0.0003	0.0002	0.0002
利润总额（亿元）	16.33	0.72	0.90	0.12
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.002	0.003	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	0.07	0.08	0.01	0.004
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.23	-0.22	-0.27	-0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	15.27	-1.90	3.41	-2.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	-12.59	-0.04	-0.14	-0.01
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00003	0.00003	--
现金收入比（%）	*	106.00	105.76	0.00
营业利润率（%）	*	97.39	89.51	93.02
总资本收益率（%）	22.36	1.02	1.20	--
净资产收益率（%）	22.38	1.02	1.19	--
长期债务资本化比率（%）	0.09	0.04	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	0.14	0.09	0.04	0.03
资产负债率（%）	0.50	0.48	0.41	0.42
流动比率（%）	9206.48	11244.94	12772.64	7149.31
速动比率（%）	9206.48	11244.94	12772.64	7149.31
经营现金流动负债比（%）	-312.86	-331.60	-491.02	--
现金短期债务比（倍）	202.30	123.19	230.56	180.57
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 由于未获取 2021 年财务数据，公司本部 2022 年总资产周转次数采用当年数计算；3. “\*”代表分母为零，无法计算；“--”代表无意义；“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表、公司提供资料整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国航空资本控股有限责任公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债次相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。