

中国航空资本控股有限责任公司

2026 年跟踪评级报告

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〕3452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，确定维持中国航空资本控股有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，维持“26 航控 01”“26 航控 02”“26 航控 03”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：

二〇二六年六月十八日

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

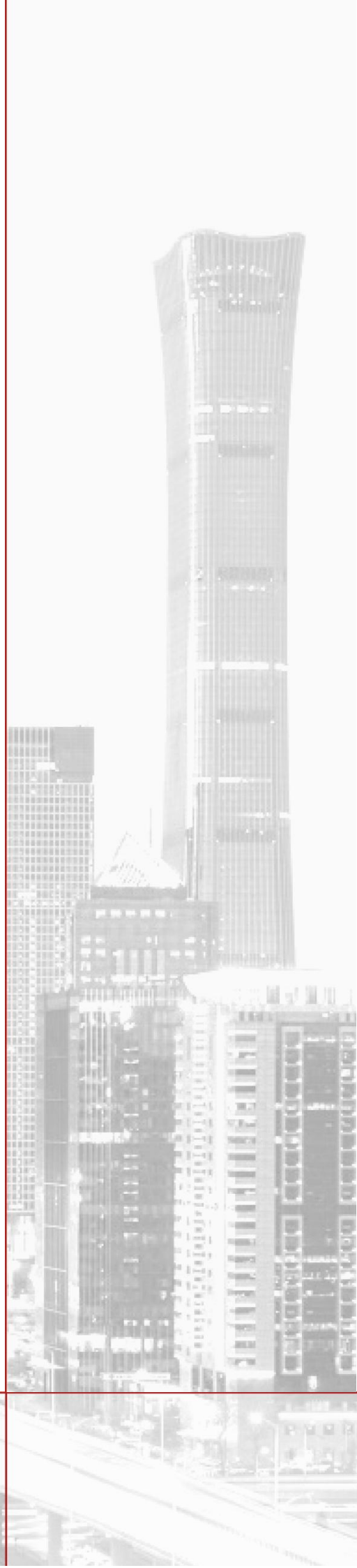
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及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。

八、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。

九、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 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国航空资本控股有限责任公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/18
26 航控 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
26 航控 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
26 航控 03	AAA/稳定	AAA/稳定	

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”）为国内唯一载旗飞行的货运航司，跟踪期内，公司在机队规模、航线网络、市场地位等方面保持突出优势。2025 年，受运力投入增加、合同物流与跨境电商业务快速增长、降本增效措施实施、油价下降等因素影响，公司营业总收入及利润水平平均同比增长，盈利能力很强。公司境外收入占比仍高，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。公司资产规模随着飞机引进保持增长，货币资金较为充裕，资产质量较高；债务负担很轻，偿债能力很强，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入、业务协同、授信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、航线网络的进一步优化，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、市场地位等方面保持突出的竞争优势。
- **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、业务协同、授信等方面持续获得外部支持。
- **融资渠道畅通。**公司尚未使用的授信规模较大，且国货航作为上市公司，拥有直接融资渠道。

关注

- **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。
- **2026 年，公司通过发行债券及借款方式融资 140.00 亿元用于认购中国国际航空股份有限公司定增股票，公司债务规模将大幅上升。**

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 ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
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。

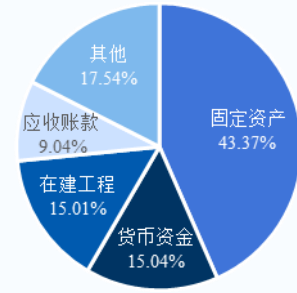
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿元）	63.40	70.02	57.72
资产总额（亿元）	260.78	309.53	338.93
所有者权益（亿元）	228.87	279.11	307.49
短期债务（亿元）	1.77	2.03	0.52
长期债务（亿元）	2.28	0.86	0.83
全部债务（亿元）	4.05	2.89	1.35
营业总收入（亿元）	149.19	205.84	228.78
利润总额（亿元）	16.35	26.94	35.44
EBITDA（亿元）	28.05	40.32	51.23
经营性净现金流（亿元）	23.53	30.87	42.22
营业利润率（%）	12.30	15.30	16.65
净资产收益率（%）	5.29	7.33	8.72
资产负债率（%）	12.24	9.83	9.27
全部债务资本化比率（%）	1.74	1.02	0.44
流动比率（%）	331.46	354.76	322.27
经营现金流动负债比（%）	80.42	105.56	139.36
现金短期债务比（倍）	35.82	34.42	111.07
EBITDA 利息倍数（倍）	138.52	271.78	556.27
全部债务/EBITDA（倍）	0.14	0.07	0.03
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
资产总额（亿元）	74.06	74.81	80.86
所有者权益（亿元）	73.70	74.50	80.47
全部债务（亿元）	0.07	0.03	0.10
营业总收入（亿元）	0.002	0.002	0.004
利润总额（亿元）	0.72	0.90	4.10
资产负债率（%）	0.48	0.41	0.47
全部债务资本化比率（%）	0.09	0.04	0.12
流动比率（%）	11244.94	12772.64	12871.83
经营现金流动负债比（%）	-331.60	-491.02	-570.51

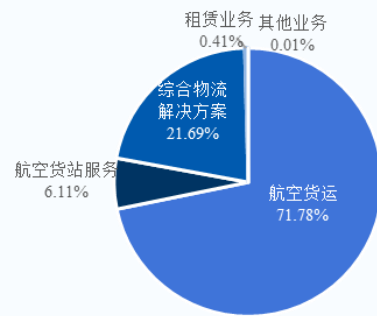
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 合并口径一年内到期的非流动负债中的无息部分已从有息债务中剔除

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

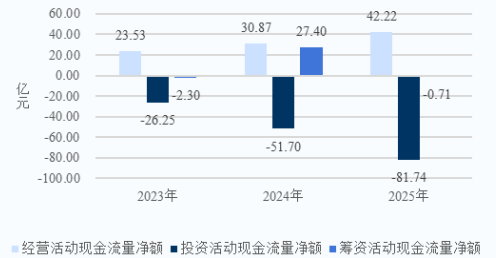
2025 年末公司资产构成



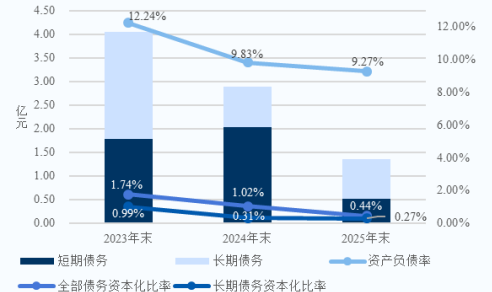
2025 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
26 航控 01	15.00 亿元	15.00 亿元	2029/03/27	经营维持承诺
26 航控 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2029/04/14	经营维持承诺
26 航控 03	5.00 亿元	5.00 亿元	2029/04/28	经营维持承诺

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 航控 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/20	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	阅读全文
26 航控 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/03	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	阅读全文
26 航控 01	AAA/稳定	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	阅读全文

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

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

项目组成员：马 成 macheng@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：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、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”）关于中国航空资本控股有限责任公司（以下简称“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

2025 年，公司收到股东中国航空集团有限公司（以下简称“中航集团”）注资 2.00 亿元，实收资本增至 55.68 亿元。截至 2025 年末，公司注册资本及实收资本均为 55.68 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；截至本报告出具日，公司合并范围内子公司 8 家。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 338.93 亿元，所有者权益 307.49 亿元（含少数股东权益 163.52 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 228.78 亿元，利润总额 35.44 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券如下图所示，均尚未至首个付息日；“26 航控 01”“26 航控 02”“26 航控 03”募集资金扣除发行费用后已全部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。根据中国国航 2026 年 5 月 28 日发布的《中国国际航空股份有限公司 2025 年度向特定对象发行 A 股股票发行情况报告书》，中国国航本次发行 A 股股票价格为 6.57 元/股，其中中航集团认购 9.13 亿股，认购金额 60.00 亿元；公司认购 21.31 亿股，认购金额 140.00 亿元（其中 40.00 亿元来自跟踪债券募集资金，剩余来自银行并购贷款）；截至 2026 年 5 月 21 日，公司已将认购资金缴付至专用账户，主承销商已于 2026 年 5 月 22 日将认购款（扣除保荐承销费后）划至中国国航募集资金专户；以 2026 年 3 月 31 日中国国航股东持股情况为基础，仅考虑本次发行新增股份变动的影响，发行后公司对中国国航持股比例为 10.40%，为有限售条件股份，限售期 18 个月。

图表 1 • 截至 2026 年 5 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	票面利率（%）	起息日	期限
26 航控 01	15.00	15.00	1.86	2026/03/27	3 年
26 航控 02	20.00	20.00	1.76	2026/04/14	3 年
26 航控 03	5.00	5.00	1.73	2026/04/28	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济与政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。

宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业环境分析

1 航空运输行业

航空运输是交通运输系统的重要组成部分，凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。2025 年以来，航空运输国内客货运市场稳步增长，国际客运持续修复，国际货运在全球经贸政策不确定性攀升的背景下仍实现较快增长、但增速有所下滑。航空运输企业运力投入加大，经营业绩有所改善，多数上市航空公司扭亏为盈，航空运输行业整体运行平稳。

短期来看，随着各项“反内卷”举措及航旅融合方案施行，航空运输企业将通过减少恶性竞争、跨行业融合发展等方式，实现合作共赢，同时将在国际市场拓展等方面获得一定支持，经营状况及运营效率有望提升。但需注意中东紧张局势尚未缓解，航空煤油价格高企，航空运输企业成本端或将持续承压，燃油附加费上涨也将对客运需求造成冲击。长期来看，我国的经济发展韧性强，扩大内需有利于带动航空运输企业长期稳定发展，航空运输业具有广阔的发展前景。完整版航空运输行业分析详见[《2026 年航空运输行业分析》](#)。

2 物流行业

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、规模稳步扩张。

2025 年，中国物流行业呈现“稳中有进、质效提升”发展态势。社会物流总额稳步增长，需求结构持续优化，工业品与消费物流需求活跃。行业降本增效成果显著，社会物流总费用与 GDP 比率进一步降低。根据中国物流与采购联合会公布数据显示，2025 年，全国社会物流总额 368.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.1%，从年内走势看，一、二、三、四季度分别增长 5.7%、5.5%、5.2%、5.0%，全年各季度物流需求保持稳定增长，物流对实体经济的拉动作用强劲。2025 年物流业实现总收入 14.3 万亿元，同比增长 4.1%，增速与物流需求增长基本匹配。全年中国物流业景气指数平均为 50.8%，各季度均值均在 50%以上，呈现稳中向好的运行态势。

2025 年中国物流行业的政策环境总体延续向好态势。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。2025 年 11 月 3 日，国家发展改革委、国家数据局、中央网信办、交通运输部、海关总署等十部门联合印发了《关于推动物流数据开放互联有效降低全社会物流成本的实施方案》，是贯彻落实中央财经委员会第四次会议部署和《有效降低全社会物流成本行动方案》有关要求的重要举措，旨在推动建立物流数据资源开放互联机制，促进有效降低全社会物流成本。2025 年 11 月，交通运输部召开了全国交通物流降本提质增效现场推进会，明确了“十五五”期间交通物流的四个转变，聚焦基础设施网络、物流运输服务、技术装备应用和数据赋能治理，加快建设现代化交通物流体系。在数字化转型与绿色低碳发展双轮驱动下，物流行业高质量发展迈入新阶段。

展望 2026 年，随着“十五五”规划全面落地，现代化交通物流体系建设将步入加速发展新阶段。在“四个转变”战略导向引领下，交通物流与实体经济的融合将更加深入，智慧化、绿色化发展动能持续增强，城市群、都市圈及城乡物流配送体系进一步畅通，国内国际物流循环更趋高效，从而为构建新发展格局、推动经济高质量发展奠定更加坚实的物流基础。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内公司职能定位未发生变化。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、航空传媒、航空投资、工程建设等航空相关业务的产业布局。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，认购中国国航股票后，公司投资规模进一步扩大。

公司子公司国货航作为国内唯一的载旗飞行的货运航司，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 2025 年末，国货航拥有全货机 28 架（含 4 架已退役待转让），并独家经营中国国航及其控股航空子公司的客机货运业务。2025 年，国货航完成货邮周转量 97.39 亿吨公里，占当年全行业货邮周转量的 23.58%。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 2 • 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）	28	15.91	20	111（其中自营 90 架）	290
全货机载运率（%）	68.19	79.32	B777 机型:72.48 B737 机型:51.32	/	/
客机腹舱载运率（%）	39.41	39.64	/	/	/
货邮运输总周转量（亿吨公里）	97.39	87.87	100.07	/	413.10
货邮运输量（万吨）	190.62	171.42	195.81	超过 142 万吨	1017.21
航空货运/速运收入（亿元）	164.22	109.14	196.70	/	/
每收费货运吨公里收益（元）	1.69	1.24	1.97	/	/

注：1. 上表数据时点为 2025 年（截至 2025 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 2025 年年报披露的航空货邮运相关数据，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，其拥有全货机 18 架；4. 行业数据取自《2025 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

公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司本部 2026 年 5 月 26 日、国货航本部 2026 年 5 月 20 日《企业信用报告》，截至上述报告日，公司本部、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 6 月 17 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、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。

（二）管理水平

自 2025 年 10 月 16 日至今，韩洁女士因退休卸任公司董事、审计委员会委员，孙玉权先生因工作调动不再担任公司董事长、董事职务，公司已按程序补充董事、审计委员会委员，董事长尚待中航集团委派；公司法人治理结构、主要管理制度等方面未发生重大变化。

(三) 经营方面

1 经营概况

公司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。公司营业总收入仍主要来自国货航（占比超过 99.99%），2025 年，受运力投入增加、合同物流与跨境电商业务快速增长、降本增效措施实施、航空油料价格下行等因素影响，公司营业总收入及毛利率均同比增长。2025 年，公司营业总收入中国际收入占比仍高（2024—2025 年分别为 80.16%、82.93%）。

公司营业成本随收入增长呈同趋势变动，客机货运经营支出、航油、人工、全货机成本仍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。2025 年，公司综合物流板块全货机成本上升、采购物流服务能力及其他下降，主要受当年更多使用自有货机运力替代外部采购运力、加之机队规模扩大影响。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
航空货运	151.74	73.71	16.53	164.22	71.78	16.83
航空货站服务	13.37	6.49	3.03	13.98	6.11	5.42
综合物流解决方案	39.75	19.31	14.84	49.63	21.69	19.73
租赁业务	0.97	0.47	85.77	0.94	0.41	86.73
其他业务	0.02	0.01	91.55	0.01	0.01	89.64
合计	205.84	100.00	15.66	228.78	100.00	17.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告、提供资料整理

图表 4 • 国货航主要成本构成情况（单位：亿元）

归属板块	成本类别	2024 年		2025 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	68.49	39.45	71.94	37.91
航空货运	航油成本	28.08	16.17	31.72	16.71
航空货运、综合物流解决方案、航空货站	人工成本	16.24	9.36	16.90	8.90
航空货运、综合物流解决方案、航空货站	折旧成本	9.61	5.54	10.37	5.46
综合物流解决方案	采购物流服务成本及其他	19.76	11.38	11.39	6.00
综合物流解决方案	全货机成本	10.39	5.98	22.02	11.60
航空货运	起降费	9.84	5.67	12.77	6.73
航空货运、航空货站	其他	11.06	6.37	12.53	6.60
其他	其他	0.14	0.08	0.13	0.07
合计		173.61	100.00	189.77	100.00

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；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据国货航 2025 年年度报告整理

2 业务经营分析

(1) 航空货运服务

跟踪期内，公司航空货运服务保持在航线网络、运力规模等方面的突出优势，运力投放与航线网络布局持续优化；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。

跟踪期内，国货航航空货运服务业务模式、销售模式、定价原则及结算方式无重大变化，仍通过全货机运输和客机货运方式向

下游客户提供“港到港”的航空运输服务。2025 年，国货航持续优化运力投放与航线网络布局，新引进 4 架 A330 客改货飞机和 2 架 B777 货机，签署 6 架 A350 货机订单，并结合不同机型优势灵活匹配航线，机队规模逐步扩大，机队结构逐步优化。截至 2025 年末，国货航拥有全货机 28 架（含 4 架已退役待转让），形成了以 B777 和 B747 货机为主力机型覆盖欧美长航距市场、以 A330 货机为辅助机型补充中远程市场的布局。客机货运方面，国货航仍通过独家经营模式经营中国国航及其下属航空子公司的客机货运业务，2026 年 3 月，国货航与山东航空股份有限公司签署协议获得了其客机货运业务独家经营权。航线网络方面，国货航以服务“双循环”为目标，主动应对贸易形势变化，积极调整运力布局，优化航线网络，新开成都至迪拜、法兰克福、阿姆斯特丹、格拉斯哥，上海至河内，广州至巴黎、格拉斯哥等 7 条国际货机航线、复航 1 条国际货机航线，布局成都至浦东国内航线，新增迪拜、格拉斯哥、河内海外货机航点，货机网络覆盖率扩大，并依托中国国航腹舱资源，不断拓宽航线网络。截至 2025 年末，国货航全货机执飞航线 30 条，其中国际航线 27 条，国内航线 3 条，覆盖 14 个国家的 24 个城市。与此同时，国货航创新销售模式、深耕核心客户，大力发展高附加值产品与高端货运服务，全面提升货运经营效能。

2025 年国货航货邮运输可用吨公里同比增长 15.71%，货邮总周转量同比增长 18.96%，主要受全货机运力投入及运量提升影响；受航空板块通过持续优化货机投放与航线网络布局，深化电商领域合作、灵活配置运力资源，丰富高端产品体系，积极拓展高附加值及联程业务，叠加航空油料价格下行利好因素的驱动，2025 年国货航航空货运收入同比增长 8.23%，毛利率同比提升 0.30 个百分点。国货航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。2025 年国货航每收费货运吨公里收益下降至 1.69 元（上年为 1.85 元）。

图表 5 • 国货航航空货运服务主要运营指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
全货机数量（架）	17	22	28
全货机日利用率（小时）	13.28	13.02	13.38
货邮运输可供吨公里（亿吨公里）	124.75	167.28	193.56
货邮总运输量（万吨）	105.15	164.22	190.62
货邮运输总周转量（亿吨公里）	58.98	81.87	97.39
全货机载运率（%）	74.91	72.53	68.19
客机货运业务载运率（%）	30.42	37.97	39.41

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；截至 2025 年末，国货航拥有全货机 28 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

随着出港货邮量的增加及降本增效等措施实施，跟踪期内公司航空货站服务收入及毛利率保持增长。

跟踪期内，国货航航空货站服务业务模式、定价原则、结算方式无重大变化，仍依托北京、天津、杭州、成都、重庆五地 6 大自有货站开展。国货航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。2025 年国货航持续加强货站能力建设，深化数字化转型与自动化升级，全面提升运营效能与服务品质；北京货站拼装库效能持续发挥，收运货量和收入同比增长；开展成都货站场地扩区增能，通过成都货站拓展客户合作、杭州货站站坪装卸成本优化等提升盈利水平；重庆货站深化与机场集团战略协作，构建全方位、多层次保障体系。

2025 年，国货航航空货站服务货邮吞吐量同比增长 5.65%；航空货站收入同比增长 4.60%，毛利率同比上升 2.39 个百分点，主要得益于货机增投拉动货站吞吐量增长，叠加国际业务带动收入提升，同时通过内部挖潜、降本增效，推动经营利润持续向好。

图表 6 • 公司航空货站服务业务主要经营指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
货邮吞吐量（万吨）	94.70	124.02	131.03
进港货邮处理量（万吨）	46.86	59.73	59.36
出港货邮处理量（万吨）	47.84	64.29	71.67

资料来源：联合资信根据国货航公开资料整理

（3）综合物流解决方案

受益于合同物流与跨境电商业务快速增长，2025 年公司综合物流收入快速增长，盈利水平受市场供需、行业竞争等影响大。

跟踪期内，国货航综合物流解决方案业务模式、销售模式、定价原则无重大变化。2025 年国货航合同物流依托航线运力资源优势，深化价值链延伸，业务规模稳步提升，合同物流货量同比增长 23.91%；跨境电商业务抢抓市场机遇，向综合物流服务商跃进，货量同比大幅增长 189.13%；货运代理业务聚焦航线优化与效益挖潜；电商零售平台协同内外资源，持续优化“电商+帮扶”可持续运营模式。2025 年，国货航综合物流解决方案收入同比增长 24.86%，毛利率同比增加 4.89 个百分点，主要系国货航依托航线运力资源优势，持续深化价值链延伸，不断拓宽合同物流与跨境电商业务的合作深度与广度，实现经营利润稳健增长。但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。

图表 7 • 公司综合物流解决方案主要经营指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
合同物流货量（万吨）	16.24	18.88	23.39
跨境电商货量单量（万票）	/	1.10	3.54
跨境电商货量（万吨）	0.14	2.08	6.01
商贸物流货量（万吨）	0.22	0.35	0.14
货运代理货量（万吨）	8.04	7.39	6.87

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）资本承诺

国货航的资本性支出主要包括购置飞机及发动机、信息化建设等。截至 2025 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 97.06 亿元。

3 未来发展

全球对于跨境电商、生鲜冷链需求的增长推动了国际货运市场的稳健增长；网络直播、即时零售等新消费模式快速发展为航空货运的稳定需求提供了重要来源；与此同时，随着中国产业结构持续转型升级，“新三样”（电动汽车、锂电池、光伏产品）、半导体、生物医药等高价值产品出口增长强劲；公司面临的航空货运及物流市场发展前景仍然广阔；但随着跨境电商小包裹免税政策取消和履约模式变化，叠加行业对跨境电商的依赖度较高，行业发展面临结构性挑战。竞争格局方面，未来航空物流市场预计维持多元化发展态势，行业竞争的焦点正在从单一的运价竞争转向涵盖时效保障、专业处理和数智服务的综合能力竞争。

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。

（四）财务方面

公司提供了 2024—2025 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。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则，跟踪期内无重要会计政策及会计估计变更；合并范围方面，2025 年，国货航完成了对其子公司成都中航货站有限公司¹的吸收合并。整体看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模随着飞机引进而保持增长，资产仍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，资产盈利及获现能力强，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。

2025 年末，随着飞机的陆续引进，公司资产规模保持增长，资产结构变动不大。公司货币资金较上年末下降 19.82%，主要系购置飞机、发放委托贷款等综合影响；期末货币资金主要为存放于中国航空集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）等机构的银行存款（占 99.94%），受限比例（0.06%）低。公司应收账款主要系开展航空货运服务、综合物流、货站业务产生，随着业务规模扩大呈增长趋势，账龄短（2025 年末一年及以内的占 97.60%），集中度一般（2025 年末前五名欠款方余额合计占 50.15%），公司累计计提坏账准备 0.30 亿元，回收风险较低。2025 年，公司对联营企业中航（北京）融资租赁有限公司增资 2.00 亿元，引起

¹ 注销的工商变更登记时间为 2026 年 4 月

长期股权投资有所增长；期末长期股权投资仍主要为对中航（北京）融资租赁有限公司（期末余额 14.34 亿元）、中国航空器材有限责任公司（期末余额 6.78 亿元）、航联保险经纪有限公司（期末余额 0.41 亿元）等航空物流产业链上下游企业投资，2025 年权益法核算的长期股权投资收益 0.99 亿元。公司固定资产仍主要为飞机发动机（137.76 亿元），在建工程主要为飞机预付款及发动机替换件，跟踪期内保持增长。2025 年末公司新增其他非流动资产 3.00 亿元，系对中国国航的委托贷款。截至 2025 年末，公司资产受限均为受限货币资金，受限比例仍低。

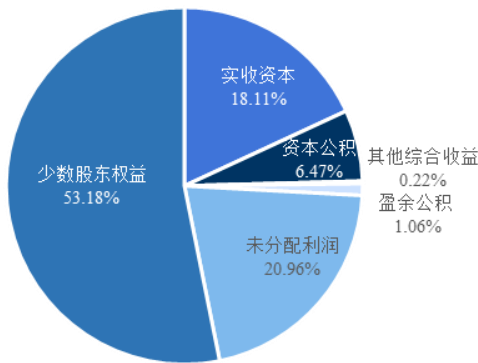
图表 8 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	97.00	37.20	103.74	33.52	97.63	28.81
货币资金	56.68	21.73	63.58	20.54	50.98	15.04
应收账款	26.85	10.30	28.19	9.11	30.63	9.04
非流动资产	163.78	62.80	205.79	66.48	241.30	71.19
长期股权投资	17.85	6.85	18.95	6.12	21.82	6.44
固定资产	93.75	35.95	119.30	38.54	147.00	43.37
在建工程	33.42	12.82	49.37	15.95	50.88	15.01
资产总额	260.78	100.00	309.53	100.00	338.93	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

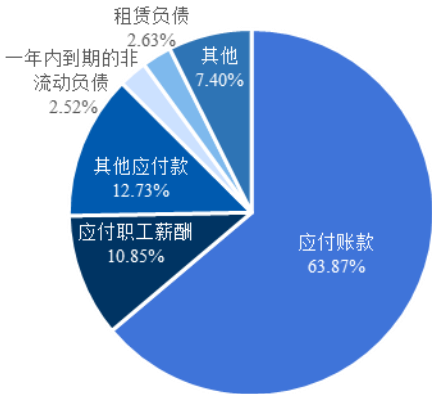
2025 年末，公司所有者权益受股东注资、利润累积、少数股东权益增加而保持增长，所有者权益稳定性一般。

图表 9 • 公司所有者权益构成情况



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 10 • 公司主要负债情况

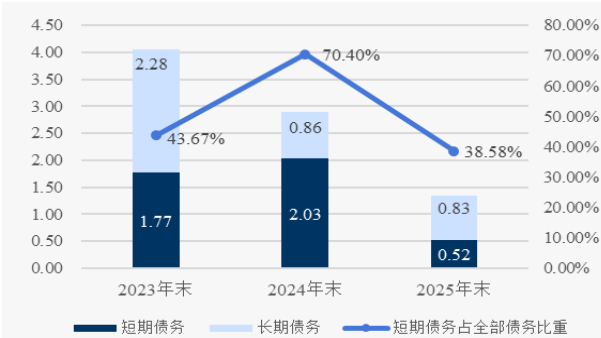


资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务数据整理

公司负债主要由经营性负债构成，跟踪期内变动不大，有息债务下降且规模仍小，债务负担很轻。公司 2026 年通过发债、借款方式筹集资金认购中国国航股票，公司债务规模将大幅增长。

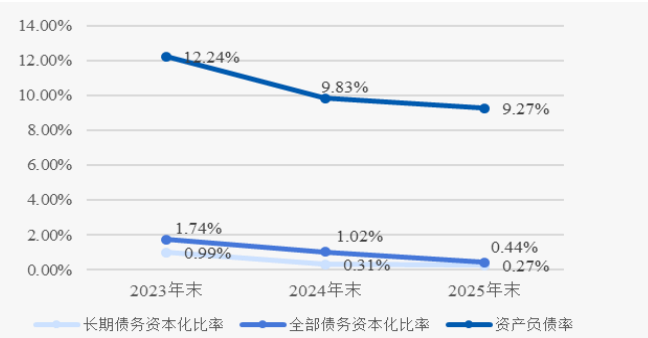
截至 2025 年末，公司负债总额较上年末增长 3.33%，主要系应付起降费、航油款等应付账款增长所致。公司债务均为租赁负债，债务规模有所下降；债务负担很轻。

图表 11 • 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 12 • 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

2025 年，公司盈利能力进一步提升，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。公司收入实现质量高，经营活动现金保持净流入；投资活动受购置飞机、购买银行存单及定期存款、发放委托贷款而持续净流出，且规模有所扩大。2025 年，公司收到股东注资，并进行股利分配、偿还租赁负债，筹资活动现金转为净流出。

2025 年，公司营业总收入保持增长，期间费用控制能力强（期间费用率²为 3.76%）。公司投资收益相对稳定，仍主要来自权益法核算的长期股权投资收益；受航线补贴增加影响，公司其他收益同比大幅增长，以航线补贴、物流及货量补贴、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。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总收入	149.19	205.84	228.78
营业成本	130.25	173.61	189.77
期间费用	6.59	7.95	8.61
投资收益	0.88	1.08	1.09
其他收益	3.66	2.05	5.01
利润总额	16.35	26.94	35.44
营业利润率（%）	12.30	15.30	16.65
总资本收益率（%）	5.29	7.31	8.71
净资产收益率（%）	5.29	7.33	8.72

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 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流入小计	144.28	205.53	234.26
经营活动现金流出小计	120.75	174.66	192.04
经营活动现金流量净额	23.53	30.87	42.22
投资活动现金流入小计	6.41	16.13	12.98
投资活动现金流出小计	32.66	67.83	94.72
投资活动现金流量净额	-26.25	-51.70	-81.74
筹资活动现金流入小计	0.01	30.12	6.52
筹资活动现金流出小计	2.31	2.73	7.23
筹资活动现金流量净额	-2.30	27.40	-0.71
现金收入比（%）	89.44	96.30	96.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 偿债指标变化

公司偿债能力很强，融资渠道畅通。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	331.46	354.76	322.27
	速动比率（%）	331.31	354.60	322.12
	现金短期债务比（倍）	35.82	34.42	111.07
	经营现金流动负债比（%）	80.42	105.56	139.36
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	28.05	40.32	51.23
	全部债务/EBITDA（倍）	0.14	0.07	0.03
	EBITDA 利息倍数（倍）	138.52	271.78	556.27

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年末，公司无对外担保。

截至 2025 年末，联合资信未发现公司存在重大（金额超过 500 万元）未决诉讼或仲裁。

截至 2026 年 5 月末，公司本部获得金融机构授信额度 300.00 亿元，尚未使用额度为 179.10 亿元；截至 2026 年 3 月末，国货航获得金融机构（含财务公司）授信额度 134.00 亿元，尚未使用授信额度 133.94 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。

3 公司本部主要变化情况

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。

² 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

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。截至 2025 年末，公司本部资产总额 80.86 亿元（占合并口径的 23.86%），主要由长期股权投资（67.00 亿元）、交易性金融资产（6.74 亿元）、其他权益工具投资（3.53 亿元）构成；所有者权益为 80.47 亿元（占合并口径的 26.17%）；公司本部全部债务 0.10 亿元（占合并口径的 7.10%），债务负担很轻（全部债务资本化比率为 0.12%）。公司本部收入规模有限，利润主要来自投资收益。2026 年以来至本报告出具日，公司本部已发行公司债券 3 支、金额合计 40.00 亿元，并举借并购贷款，公司本部债务规模及负担有所上升。

（五）ESG 方面

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，负责审议批准 ESG 战略与目标、监督 ESG 管理策略与重要议题推进，审核年度可持续发展报告。董事会下设安全与战略委员会，负责研究制定 ESG 战略及目标，监督跟踪 ESG 日常工作进展，并向董事会汇报，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 2026 年 5 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，国货航制定了《环境管理手册》，建立环境管理方针、目标及管控标准，持续完善环境管理体系；设立由党委书记、总裁牵头的生态环境保护工作领导小组，统筹指导绿色发展战略实施；下设生态环境保护工作办公室，负责日常协调与推进；推进实施《2025 年国货航环境管理综合指标考核方案》，将环境管理责任纳入绩效考核体系。2025 年，国货航通过优化航路结构、开展燃油精细化管理等运行措施节约油约 4338.40 吨；通过 APU 替代设施设备使用节约油约 1016.36 吨，合计减少二氧化碳排放量约 16867.49 吨。截至 2026 年 5 月末，联合资信未发现跟踪期内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，坚持合规雇佣与多元包容，完善薪酬福利体系，深化人才培养战略。2025 年，国货航共有员工 5779 人（女性员工占比 32.19%），未发生违规雇佣情况。截至 2025 年末，国货航累计安全飞行 10.02 万小时、安全起降 10996 架次，未发生征候及以上不安全事件；2025 年，国货航客户满意度调查得分 95.97，投诉处理率 100%，无重大客户投诉发生；不断深化与国内外伙伴的战略协同，致力于构建安全、稳定、可持续的供应链体系。国货航响应国家战略，圆满完成救援包机、熊猫运输、归国文物保护等重大运输任务；深化定点帮扶，优化广西昭平县农产品物流方案，选派骨干支教助力乡村振兴，2025 年全年采购定点帮扶产品 643 万元。截至 2026 年 5 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。

七、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、业务协同、授信和政府补助等方面持续获得外部支持。

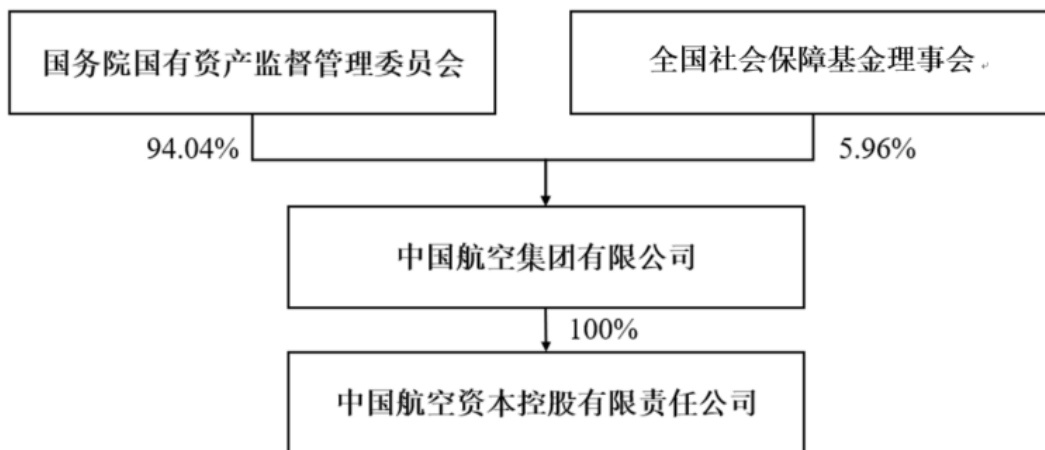
公司控股股东为中航集团，实际控制人为国务院国资委。中航集团作为国务院国资委直属国内三大航空运输集团之一，行业地位和规模优势突出，在机队规模、品牌影响力、航线资源等方面拥有显著优势。截至 2025 年末，中航集团合并资产总额 3771.24 亿元，所有者权益 779.66 亿元；2025 年，中航集团实现营业总收入 1861.94 亿元，利润总额 21.56 亿元。公司股东综合竞争实力非常强。

跟踪期内，公司在资金注入、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。2025 年，公司收到中航集团注资 2.00 亿元。业务协调方面，国货航与中国国航等中航集团子公司在客机货运、货站、综合物流、飞机维修、授信等方面继续开展合作。截至 2026 年 3 月末，公司获得财务公司授信额度 40.00 亿元（尚未使用）。2025 年，公司获得航线补贴、国际货物补贴、物流及货量补贴等构成的政府补助 4.97 亿元。

八、跟踪评级结论

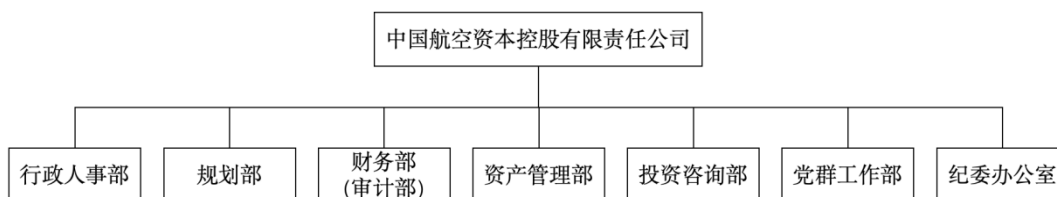
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析和评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“26 航控 01”“26 航控 02”“26 航控 03”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 公司合并范围一级子公司情况（截至 2025 年末）

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	93.00%	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

资料来源：联合资信根据公司审计报告、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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	63.40	70.02	57.72
应收账款（亿元）	26.85	28.19	30.63
其他应收款（亿元）	1.47	1.48	2.09
存货（亿元）	0.04	0.05	0.05
长期股权投资（亿元）	17.85	18.95	21.82
固定资产（亿元）	93.75	119.30	147.00
在建工程（亿元）	33.42	49.37	50.88
资产总额（亿元）	260.78	309.53	338.93
实收资本（亿元）	53.68	53.68	55.68
少数股东权益（亿元）	108.96	148.34	163.52
所有者权益（亿元）	228.87	279.11	307.49
短期债务（亿元）	1.77	2.03	0.52
长期债务（亿元）	2.28	0.86	0.83
全部债务（亿元）	4.05	2.89	1.35
营业总收入（亿元）	149.19	205.84	228.78
营业成本（亿元）	130.25	173.61	189.77
其他收益（亿元）	3.66	2.05	5.01
利润总额（亿元）	16.35	26.94	35.44
EBITDA（亿元）	28.05	40.32	51.23
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	133.44	198.23	221.40
经营活动现金流入小计（亿元）	144.28	205.53	234.26
经营活动现金流量净额（亿元）	23.53	30.87	42.22
投资活动现金流量净额（亿元）	-26.25	-51.70	-81.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.30	27.40	-0.71
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.80	7.48	7.78
存货周转次数（次）	2860.63	3923.77	4086.78
总资产周转次数（次）	0.59	0.72	0.71
现金收入比（%）	89.44	96.30	96.77
营业利润率（%）	12.30	15.30	16.65
总资本收益率（%）	5.29	7.31	8.71
净资产收益率（%）	5.29	7.33	8.72
长期债务资本化比率（%）	0.99	0.31	0.27
全部债务资本化比率（%）	1.74	1.02	0.44
资产负债率（%）	12.24	9.83	9.27
流动比率（%）	331.46	354.76	322.27
速动比率（%）	331.31	354.60	322.12
经营现金流动负债比（%）	80.42	105.56	139.36
现金短期债务比（倍）	35.82	34.42	111.07
EBITDA 利息倍数（倍）	138.52	271.78	556.27
全部债务/EBITDA（倍）	0.14	0.07	0.03

注：一年内到期的非流动负债中的无息部分已从有息债务中剔除
 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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.37	7.05	7.08
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	0.01	0.01	0.01
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	63.01	64.11	67.00
固定资产（亿元）	0.003	0.003	0.002
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	74.06	74.81	80.86
实收资本（亿元）	53.68	53.68	55.68
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	73.70	74.50	80.47
短期债务（亿元）	0.04	0.03	0.03
长期债务（亿元）	0.03	0.00	0.06
全部债务（亿元）	0.07	0.03	0.10
营业总收入（亿元）	0.002	0.002	0.004
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.0003	0.0002	0.0002
利润总额（亿元）	0.72	0.90	4.10
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.002	0.003	0.004
经营活动现金流入小计（亿元）	0.08	0.01	0.12
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.22	-0.27	-0.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.90	3.41	-4.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.04	-0.14	1.86
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00003	0.00003	0.00005
现金收入比（%）	106.00	105.76	95.75
营业利润率（%）	97.39	89.51	98.62
总资本收益率（%）	1.02	1.20	5.04
净资产收益率（%）	1.02	1.19	5.04
长期债务资本化比率（%）	0.04	0.00	0.08
全部债务资本化比率（%）	0.09	0.04	0.12
资产负债率（%）	0.48	0.41	0.47
流动比率（%）	11244.94	12772.64	12871.83
速动比率（%）	11244.94	12772.64	12871.83
经营现金流动负债比（%）	-331.60	-491.02	-570.51
现金短期债务比（倍）	123.19	230.56	216.53
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：“*”代表分母为零，无法计算；“/”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
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
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%
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%
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+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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断