



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]G332-1号

## 中国国际航空股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国国际航空股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一六年七月二十九日

## 中国国际航空股份有限公司 2016年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	中国国际航空股份有限公司
<b>发行规模</b>	本期债券基础发行规模人民币20亿元，可超额配售不超过20亿元
<b>债券期限</b>	本期发行的公司债券期限为3年
<b>债券利率</b>	本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与联席承销商根据市场情况协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平。
<b>偿还方式</b>	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 概况数据

中国国航	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	586.83	602.40	665.95	693.72
总资产（亿元）	2,064.73	2,120.02	2,137.04	2,192.21
总债务（亿元）	1,097.93	1,139.33	1,048.57	1,084.99
营业总收入（亿元）	977.13	1,048.88	1,089.29	263.89
营业毛利率（%）	15.36	16.22	23.17	24.09
EBITDA（亿元）	184.72	195.59	250.56	79.83
所有者权益收益率（%）	6.34	7.14	10.84	-
资产负债率（%）	71.58	71.59	68.84	68.36
总债务/EBITDA（X）	5.94	5.83	4.18	13.59
EBITDA 利息倍数（X）	5.79	5.89	7.88	9.15

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、中诚信证评进行相关财务指标计算时将公司应付融资租赁款调至长期借款。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国国际航空股份有限公司 2016年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定。该级别反映了发行主体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。中诚信证评肯定了公司是国内唯一载旗航空公司，行业地位高，且拥有均衡互补的航线网络、优质的基地枢纽以及高质量的客户基础等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到宏观经济的不确定性、燃料价格波动、汇率波动及资本性支出压力较大等因素可能对公司信用质量产生的影响。

### 正面

- 国内唯一载旗航空公司，行业地位高。作为国内唯一载国旗飞行的民用航空企业，公司长期为国家领导人、外交使团、文化体育代表团等提供专机和包机服务，体现了公司较高的行业地位和较强的综合实力。
- 均衡互补的航线网络。截至 2015 年 12 月 31 日，公司经营的客运航线数量达到 360 条，其中国内航线 245 条，国际航线 100 条，地区航线 15 条，通航国家及地区 40 个，多元、均衡的航线结构有利于提升公司抗风险能力和竞争能力。
- 优质的基地枢纽。目前公司已形成了以北京为核心复合枢纽，以成都为区域枢纽，以上海为重要国际门户，以深圳为珠三角核心的四角菱形结构。2015 年，公司在首都机场的时刻份额达到 46.6%，北京枢纽的航班规模不断扩大，航线网络持续拓展，枢纽商业价值稳步提升。
- 高质量的客户基础。公司定位于中高端公商务





## 分析师

伍力澜 marswll@ccxr.com.cn

郭世臻 twinkle92@ccxr.com.cn

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

许菁菁

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年7月29日

主流旅客市场，目前拥有中国规模最大、价值最高的客户群体，截至 2015 年末，凤凰知音会员达到 3,737 万人，常旅客贡献收入占客运收入的 37.2%。此外，公司系星空联盟成员，为公司形成高质量的客户基础提供了可靠保障。

- 自有资本实力增强，财务结构稳健。近年来公司盈利表现良好，净资产规模逐年提升，2013~2015 年复合增长率为 6.53%，加之债务结构的优化，2015 年长短期债务比降至 0.21 倍，财务结构日趋稳健，偿债能力极强。

## 关注

- 宏观经济的不确定性。受结构性、周期性因素叠加影响，未来中国经济面临较大的下行压力，航空运输业与宏观经济发展密切相关，中诚信证评对公司未来财务状况及经营业绩表现予以关注。
- 燃料价格波动风险。航油系公司主要成本之一，国际原油市场的供求关系、地缘政治等诸多因素将持续影响航油价格，若未来国际油价回升，将对公司运营成本及盈利能力造成较大的负面影响。
- 汇率波动风险。2015 年公司发生汇兑损失 51.56 亿元，对当年业绩表现造成一定冲击，当前人民币汇率波动加大，公司飞机、航油等源于境外的采购成本及外币贷款等面临的汇兑损失风险应予以长期关注。
- 资本性支出压力长期存在。公司系航空运输企业，机队结构优化、飞机引进、发动机及高价周转件购置等需求刚性较强，截至 2015 年末，公司承诺未来几年内计划购置飞机及相关设备的投资金额为 958.08 亿元，面临较大的投资性资金需求。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）是经国务院国有资产监督管理委员会于2004年9月20日以国资改革[2004]872号文批复同意设立，并于2004年9月30日注册成立的股份有限公司。

2004年12月中国国航股票在香港和伦敦证券交易所成功挂牌上市；2006年8月中国国航股票(A股)在上海证券交易所上市。截至2016年3月末，公司股本130.85亿元，中国航空集团公司（以下简称“中航集团”）直接持有和通过其全资子公司中国航空（集团）有限公司间接持有公司共计53.46%的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主要从事国内外航空客运、货运及邮运业务等民航运输业务，以及与民航运输业务密切相关的民用航空辅助性业务，其中航空客运、航空货运及邮运业务为公司的核心主业，2015年上述两类业务收入分别占营业收入的89.11%和7.75%。

截至2015年12月31日，公司资产总额2,137.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计665.95亿元，资产负债率为68.84%；2015年公司实现营业收入1,089.29亿元，净利润72.20亿元，经营活动净现金流317.53亿元。

截至2016年3月31日，公司资产总额2,192.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计693.72亿元，资产负债率为68.36%；2016年1~3月，公司实现营业收入263.89亿元，净利润28.82亿元，经营活动净现金流68.19亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	中国国际航空股份有限公司
债券名称	中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模人民币 20 亿元，可超额配售不超过 20 亿元。
债券期限	本期发行的公司债券期限为 3 年。
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与联席主承销商根据市场情况协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
募集资金用途	偿还银行借款和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 行业概况

随着科技和经济的发展，航空运输业日益成为人们日常经济生活中最重要的交通运输方式之一。近年来，国内宏观经济波动、国际政治局势动荡、重大自然灾害等频发，但受低油价、航空客运需求强劲、部分主要经济体超预期复苏等因素推动，全球航空运输业仍呈现健康发展态势，行业表现向好。据2015年12月数据显示，2015年全球航空运输业载客率达到80.6%，国际航空运输协会将2015年全球航空业盈利预期从293亿美元上调至330亿美元，净利润率为4.6%。

就中国市场而言，交通运输部网站于2016年5月发布《2015年交通运输行业发展统计公报》，公报显示，据初步预计，2015年全国民航完成旅客运输量4.36亿人次，旅客周转量7,270.66亿人公里，比上年分别增长11.1%和14.8%，其中国内航线、港澳台航线、国际航线分别完成旅客运输量3.94亿人次、1,019.1万人次和4,205万人次，比上年分别增长9.2%、1.4%和33.3%；完成货邮运输量625.3万吨，货邮周转量207.3亿吨公里，比上年分别增长5.3%和10.4%。民航运输机场完成旅客吞吐量

9.15 亿人次，比上年增长 10.0%，完成货邮吞吐量 1,409.4 万吨，比上年增长 3.9%。

表 2：2015 年我国民航主要运输生产指标统计

统计指标	计算单位	累计完成数	同比增长
<b>运输总周转量</b>	<b>亿吨公里</b>	<b>850.4</b>	<b>13.7%</b>
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	558.4	9.9%
国际航线	亿吨公里	292.0	21.6%
<b>旅客周转量</b>	<b>亿人公里</b>	<b>7,270.7</b>	<b>14.8%</b>
国内航线（含港澳台）	亿人公里	5,556.4	10.7%
国际航线	亿人公里	1,714.2	30.2%
<b>旅客运输量</b>	<b>万人</b>	<b>43,564.7</b>	<b>11.1%</b>
国内航线（含港澳台）	万人	39,359.7	9.2%
国际航线	万人	4,205.0	33.3%
<b>货邮周转量</b>	<b>亿吨公里</b>	<b>207.3</b>	<b>10.4%</b>
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	66.9	4.4%
国际航线	亿吨公里	140.4	13.5%
<b>货邮运输量</b>	<b>万吨</b>	<b>625.3</b>	<b>5.2%</b>
国内航线（含港澳台）	万吨	440.4	3.5%
国际航线	万吨	184.8	9.7%
<b>飞机日利用率</b>	<b>小时/日</b>	<b>9.5</b>	<b>0</b>
大中型飞机	小时/日	9.6	-0.2
小型飞机	小时/日	6.7	-0.1
<b>正班客座率</b>	<b>%</b>	<b>82.2</b>	<b>0.8</b>
<b>正班载运率</b>	<b>%</b>	<b>72.5</b>	<b>0.6</b>

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

从航线网络来看，根据中国民航局统计数据，截至 2014 年末，中国民航定期航班航线 3,142 条，其中：国内航线 2,652 条（其中港澳台航线 114 条）、国际航线 490 条。按照重复距离计算的航线里程为 703.11 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 463.72 万公里。从民航局公示的航线申请情况来看，截至 2015 年 11 月 27 日，申请开辟新航线的航空公司达到了 9 家，申请的新航线达到 25 条。出现这种局面的原因一方面源于我国出境游市场的快速增长，2014 年其增长速度达到 18% 左右，2015 年暑期相比上年同期增长四倍；另一方面源于地方政府的补贴效应，开辟国际航线、尤其是远程洲际航线，是大多二线机场及城市最急切的要求，当地政府给予的经济补贴亦相应增长，此外相对较低的航空煤油价格与相对稳定的人民币汇率，也是航空

公司开辟国际航线的主要原因之一。

航空运输业属于周期性行业，与宏观经济周期密切相关。虽然中国经济增长速度放缓，但受人均收入保持增长、消费结构逐步升级、中产阶级兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，中国航空市场需求的驱动力依然坚挺，市场潜力巨大。根据中国民航局预计，到 2020 年我国要满足人均乘机次数 0.47 次、旅客运输量 7 亿人次的市场需求。这就意味着“十三五”期间，我国航空市场仍有年均 10% 左右的增长速度。

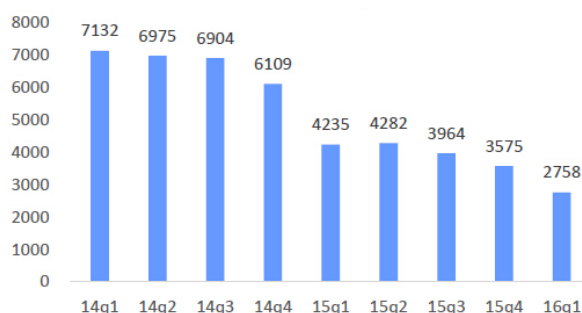
## 行业关注

### 航空燃油价格波动对航空公司经营业绩的稳定性具有重要影响

近年来航油价格随着国际原油价格呈大幅波动的趋势，在充分竞争的航空市场上，燃油价格风险很难直接或部分地转嫁给最终旅客。国际原油市场上的供求关系、美元汇率、地缘政治等诸多因素的综合影响使油价波动成为常态。自 2014 年 11 月开始，全球石油价格的下降以及后期持续低位的石油价格为全球航空公司带来了能源红利。根据国际航协对全球主要航空公司的运营状况监控数据显示，2015 年以来，全球各区域航空公司盈利水平均有大幅提升。相对于 2014 年 1~10 月的航油价格，全球石油价格和航油价格连续 11 个月低位运行，同比大约下降 50% 左右。而航油作为航空公司的主要运营成本，大约占到航空公司整体营业成本的 30%-40% 左右，大幅度的航油跌幅给全球航空公司带来的影响巨大。

图 1：2014~2016.Q1 国内航空煤油出厂价

单位：元/吨

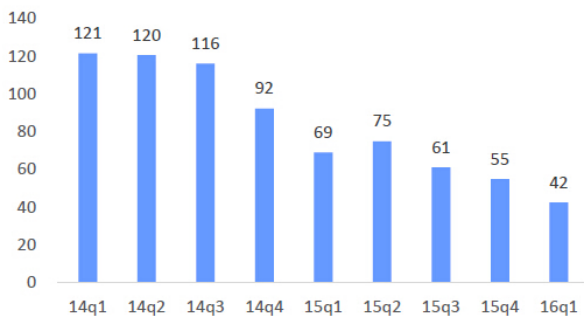


资料来源：中商情报网，中诚信证评整理



图 2：2014~2016.Q1 新加坡航空煤油价格

单位：美元/桶



资料来源：中商情报网，中诚信证评整理

2015 年 1~11 月，全国民航实现利润 547.6 亿元，同比增长 76.2%，创下历史新高。在低油价的支持下，国内航空公司引进运力和开辟新航线的积极性相应增长，尤其是国际航线，2015 年国际客运量和新开国际航线条数增速均在 30% 以上，创历史新高。据国际航协估计，2015 年全球航空公司的燃油支出减少了 1/5，2016 年还将减少 1/4，届时其占营业成本的比例将由 2015 年的 30% 进一步下降。

2015 年国际油价持续低位运行，业内企业成本控制压力较小，但如未来国际油价回升，将会对航空公司的运营成本带来较大压力，进而影响经营业绩。

### 行业竞争日趋激烈

随着管制的放松和航空公司运营的市场化，国内航空公司之间的竞争日趋激烈。2013 年以来，一批新的低成本航空公司和地方区域型航空公司相继获准筹建和成立，中型航空公司纷纷申请扩大经营范围。民航局引导支持航空公司实施差异化发展战略，明确扶持低成本航空和支线航空公司，国内航空将面临新的竞争格局。东南亚、日韩地区低成本航空公司加速开通中国航线，与传统航空公司争夺市场，降低传统航空公司市场份额和票价水平，给传统航空公司的持续盈利带来挑战。国际大型航空公司也正在加快对中国市场的渗透，尤其是纷纷布局国内二三线城市，国内航空公司面临着更为严峻的竞争态势。

### 高铁替代竞争风险

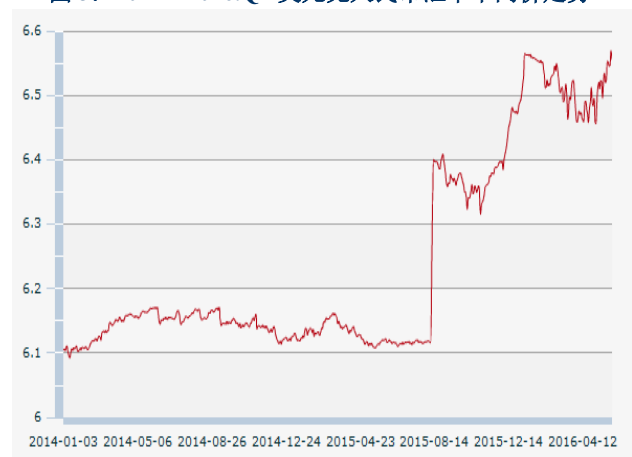
高速铁路是国家发展立体交通网络的重要环节，但与民航也存在一定竞争关系。在国内中短程

旅途中，频次、准时、快速、便捷、舒适、票价成为旅客选择高铁出行的主要原因，综合考虑时间和票价因素，高铁在 1,000 公里的半径内优势突出。从长远来看，高铁出行方式对于中国旅客而言仍属刚性需求，随着高铁网络成型、技术完善、管理升级、改革推进和结构性调整，高铁对民航冲击仍难以避免。高铁对于航空中短程的冲击，不仅表现在新开线路的一次性分流，还将出现既有线路的网络化运营、整体提速、频次增加、运营时间延长之后的二次分流。

### 人民币汇率波动对航空公司业绩的影响

航空公司拥有大量的外币金融负债和外币金融资产，在汇率波动情况下，折算产生的汇兑损益金额较大，从而影响航空公司业绩。此外，汇率的波动还将影响航空公司飞机、航材、航油等来源于境外的采购成本及境外机场起降费等成本的变动，同时影响中国公民出境游需求，从而对航空公司的业绩产生一定影响。

图 3：2014~2016.Q1 美元兑人民币汇率中间价走势



资料来源：中国人民银行，中诚信证评整理

### 行业竞争格局及发展趋势

#### 航空客运市场快速增长，但结构将发生巨大变化

虽然经济增长放缓，但中国航空市场需求的驱动力依然坚挺，市场潜力仍然很大。未来市场结构将发生变化，预计二、三线城市旅客吞吐量增速将高于一线城市，中西部内陆城市旅客增长迅速；高效商务及务实旅游客源将成为增速较快、发展潜力较大的市场；出境旅客增速将超过国内旅客，受留学、移民、签证政策放宽等因素影响，未来十年出

境旅客将持续增长。

### 三大区域战略的推行将改变现有航空市场格局

作为促进区域协同发展的重要举措，京津冀、“一路一带”、长江经济带三大区域战略不仅将加强区域之间的联系与协同，且会改变现有航空市场格局。京津冀协同发展将显著提升北京航空枢纽的国际竞争力，枢纽功能进一步加强；“一带一路”战略将促进中国与东南亚、东北亚、欧洲的经贸交流与合作，不仅会强化上海、广州等国际枢纽地位，而且将为国内二线城市机场提供发展机会；长江经济带将加快形成以上海国际航空枢纽和区域航空枢纽为核心的航空网。

### 全球航空竞合方式逐渐演变，中国航空市场竞争日趋激烈

从全球市场来看，竞争形式出现新的变化。欧美航空公司不断整合，竞争力显著提高。大型网络型承运人的双边和多边联营已逐步取代航空联盟，少数股权投资策略建立了超越现有航空联盟框架和代码共享模式的全球合作关系。

从中国国际市场来看，中国国航、中国东方航空股份有限公司和中国南方航空股份有限公司正在大量引进宽体机，加速扩张国际航线，不断提高自身国际航线比例；国内中型航空公司纷纷申请开通国际中远程航线，未来国际航权资源将更加紧缺。同时，欧美中转市场分流严重，北美航线面临首尔、东京、香港等枢纽的竞争，欧洲航线面临中东承运人分流。

从中国国内市场来看，春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等民营航空总体呈现上升态势，竞争日趋激烈。随着市场准入逐渐放松，地方纷纷成立区域性航空公司，低成本航空浪潮逐渐兴起，将进一步加剧国内市场竞争的激烈程度，降低收益水平。

总体来看，近年来我国民航运输业整体表现良好，航空运力持续增长，航线网络逐年完善，行业整体呈现健康发展态势。但中诚信证评也将持续关注油料价格及人民币汇率变动、高铁替代竞争等因素对航空运输业发展的影响。

## 竞争实力

### 行业地位及品牌优势

公司是国内三大航空公司之一，行业地位显著。截至 2015 年末，公司共拥有飞机 590 架，位居全国前列。2015 年全年公司收入吨公里为 218.07 亿吨公里，占全行业 25.64%，在行业内处于领先水平；飞机日利用率为 9.52，优于行业平均水平；客座率和货运载运率分别为 79.93% 和 54.73%。

表 3：2015 年国内三大航空公司部分经营数据

	中国国航	东方航空	南方航空	全行业
飞机总数 (架)	590	551	667	-
收入吨公里 (亿)	218.07	178.20	223.88	850.4
收入客公里 (亿)	1,717.14	1,463.42	1,895.88	7,270.7
收入货运吨 公里(亿)	65.58	48.65	56.62	207.3
飞机日利用 率(小时)	9.52	10.03	-	9.5
客座率(%)	79.93	80.50	80.50	82.2
货运载运率 (%)	54.73	55.02	-	72.5

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

公司拥有堪称世界一流的安全飞行记录和国内领先的综合实力，在消费者中有着广泛的品牌认知度和良好的品牌美誉度。公司是中国唯一的载国旗飞行的民用航空公司，长期为国家领导人、外交使团、文化体育代表团等提供专机和包机服务，体现了公司较高的市场地位和较强的综合实力。

2007 年至 2015 年公司连续九年荣列世界品牌实验室“世界品牌 500 强”，排名由 2014 年的第 322 位上升至 2015 年的第 300 位，同时荣获“2015 中国品牌年度大奖 NO.1（航空）”。公司国航品牌被英国《金融时报》和美国麦肯锡管理咨询公司联合评定为中国十大国际品牌之一，是国内航空公司第一的品牌。

### 均衡互补的航线网络

公司长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，在多年的经营过程中形成了以北京、深圳、上海和成都为节点的四角菱形网络结构和广泛均衡的国内、国际航线网络。公司拥有国内航空公司中最广泛的国际航线



分布, 2015 年积极落实国家“一带一路”及“走出去”发展战略, 着力布局全球网络, 全年新开(含复航) 65 条航线, 其中北京至哈瓦那、约翰内斯堡等航线的开通, 使公司成为中国唯一航线覆盖六大洲的航空公司。

截至 2015 年末, 公司经营的客运航线条数达到 360 条, 其中国内航线 245 条, 国际航线 100 条, 地区航线 15 条, 通航国家(地区) 40 个, 通航城市 174 个, 其中国内 106 个, 国际 64 个, 地区 4 个。此外, 公司还积极开展国际化合作, 通过与星盟成员合作, 将服务进一步拓展到全球 193 个国家的 1,330 个目的地; 与 31 家伙伴合作, 在 690 条航线上实现代码共享。

### 优质的基地枢纽

公司目前已形成了以北京为核心复合枢纽, 以成都为区域枢纽, 以上海为重要国际门户, 以深圳为珠三角核心的四角菱形结构。公司主基地位于“中国第一国门”的北京首都国际机场(以下简称“首都机场”)。首都机场年旅客吞吐量已连续五年稳居世界第二, 是世界三大航空联盟的重要中转枢纽。2015 年首都机场完成飞机起降架次 59.02 万架次, 同比增长 1.4%, 排名全国第一; 旅客吞吐量 8,993.90 万人次, 同比增长 4.4%, 排名全国第一; 货邮吞吐量 188.94 万吨, 同比增长 2.2%, 排名全国第二。北京地处欧亚亚交汇点, 具有首屈一指的本土公商务客户群体, 具备成为中国最优、国际一流的航空枢纽的天然优势。公司北京枢纽的建设目标是牢固确立国际枢纽地位且具备全球竞争力。2015 年, 公司(含深圳航空)在北京枢纽的时刻份额达到 46.6%, 北京枢纽的航班规模不断扩大, 航线网络持续拓展, 枢纽商业价值稳步提升。

近年公司持续加强北京枢纽建设, 2015 年新开(含调整)北京-莫斯科-布达佩斯、奥克兰、哈瓦那等 13 条国际及地区航线; 加密北京-纽约、温哥华、杜塞尔多夫和悉尼等远程国际干线; 增投北京-马尼拉、曼谷和普吉等网络贡献突出的航线; 新开北京-大理、六盘水等 5 条国内航线; 每周可衔接起止航点对数(Origin & Destination)达到 5,500 个, 增加 206 个; 中转联程旅客达到 553.2 万人, 同比

增长 13.3%。

此外, 公司还积极拓展成都区域枢纽网络, 针对西部市场格局的变化, 开发潜力和差异化航空市场, 2015 年新开(含调整)成都-科伦坡、巴黎和大理等 17 条航线, 将成都-法兰克福、新加坡航线分别延伸至兰州、银川, 加密成都-上海、贵阳等国内航线, 区域枢纽地位持续巩固。上海国际门户着重网络结构优化, 2015 年新开上海-哈尔滨、福州等 5 条国内航线, 将部分中转航线调整为上海始发直飞, 新增悉尼、墨尔本经上海至欧洲国际转国际行李直挂业务, 提升门户中转能力。

### 高质量的客户基础

配合公司枢纽网络战略, 公司定位于中高端公商务主流旅客市场, 目前拥有中国规模最大、价值最高的客户群体。近年公司常旅客计划推进有力, 逐步升级会员服务的电子化程度, 截至 2015 年末, 凤凰知音会员达到 3,737 万人, 常旅客贡献收入占客运收入的 37.2%; 头等、公务两舱销售持续增长, 收入同比增加 9%。2015 年公司新开发大客户 388 家, 有效大客户数量达到 3,602 家, 维护和新开发全球协议客户累计达到 172 家。

此外, 为更好的应对日益激烈的国际航空市场竞争局面, 同时提高服务水平和扩大业务规模, 公司于 2007 年 12 月正式加入星空联盟。该联盟的航线网涵盖 180 多个国家和地区的近 1,200 个目的地, 成员包括美国联合航空、德国汉莎航空、北欧航空和泰国国际航空等 20 多家航空公司, 是迄今为止历史最悠久、规模最大的航空策略联盟。星空联盟的成员通过共享软硬件资源与航线网等方式, 强化联盟各成员的竞争力, 并统一使用全球认可的识别标志和提供全球一致的高品质服务, 为中国国航会员和广大旅客提供更多新的体验和更高价值的服务。同时公司参与的“星空联盟集团客户商务解决计划”, 也极大地丰富了公司的大客户资源。

### 业务运营

公司为国内三大航空公司之一, 主要从事国内外航空客运、货运和邮运业务等民航运输业务, 以

及与民航运输业务密切相关的民用航空辅助性业务。近年来受益于航空运输业的良好发展，公司收入规模呈现稳步增长态势，2013~2015 年营业收入分别为 977.13 亿元、1,048.88 亿元和 1,089.29 亿元，三年年均复合增长率为 5.58%。分类来看，航空客运、航空货运及邮运业务为公司的核心主业，2015 年两类业务收入分别为 970.68 亿元和 84.47 亿元，分别占营业收入的 89.11% 和 7.75%，业务结构较为稳定。分区域来看，2015 年公司来自中国大陆的主营业务收入为 669.14 亿元，占主营业务收入的 62.89%。

表 4：2013~2015 年公司营业收入构成

单位：亿元

业务类型	2013	2014	2015
航空客运	874.72	934.71	970.68
航空货运及邮运	78.76	87.86	84.47
其他	2.04	2.50	8.77
其他业务收入	21.61	23.82	25.37
合计	977.13	1,048.88	1,089.29

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 机队建设

近年来，受益于我国民用航空运输市场的快速发展，公司不断扩大机队规模并优化机队结构，生产组织效率稳步提升。2013 年公司共引进飞机 55 架，退出飞机 19 架，当年末拥有飞机 497 架，平均机龄 6.33 年；2014 年公司引进飞机 67 架，退出飞机 24 架，当年末拥有飞机 540 架，平均机龄 6.08 年。2015 年，公司共引进飞机 66 架，包括 A319、A320、A321、B737-800、A330、B747-8、B777F 机型，退出 B737-700、B757、A340 等飞机 16 架。截至 2015 年末，公司共有飞机 590 架，同比增加 9.26%，平均机龄 6.2 年；截至 2016 年一季度末，公司共有飞机 594 架，平均机龄 6.26 年。

表 5：2013~2016.Q1 公司机队建设情况

	2013	2014	2015	2016.Q1
飞机数量（架）	497	540	590	594
平均机龄（年）	6.33	6.08	6.2	6.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分类来看，截至 2015 年末，公司机队中自有飞机 240 架，同比增加 1.27%，增速较 2014 年提升 1.69 个百分点；融资租赁 180 架，同比增加 16.13%，

增速较上年下降 9.89 个百分点；经营租赁 170 架，同比增加 14.86%，增速较上年提升 6.04 个百分点。针对美元汇率走高的情况，公司及时缩减美元贷款规模，并适度增加人民币融资的比重，以降低汇率风险和汇兑损失。

表 6：截至 2015 年末公司机队详细情况

单位：架

机型	飞机数量			合计
	自有	融资租赁	经营租赁	
空客客机	101	97	75	273
波音客机	128	78	88	294
货机	10	5	0	15
公务机	1	0	7	8
合计	240	180	170	590

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据规划，2016~2018 年公司分别计划引进客机 50 架、48 架和 41 架，均为空客和波音系列飞机。在国外大型航空公司及国内物流企业的双重挤压下，国内民航货运业务运营情况欠佳，公司未来三年内暂无货运业务运力投入计划。

表 7：2016~2018 年公司客机引进计划

单位：架

机型	2016	2017	2018
空客系列	19	18	18
其中：A320/A321	19	17	15
A350	0	1	3
波音系列	31	30	23
其中：B737	21	21	21
B777	3	3	0
B787	7	6	2
合计	50	48	41

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 航空客运

近年日益加强的机队建设使公司具备了很强的运输能力，2013~2015 年，公司飞行公里数分别为 9.80 亿公里、10.73 亿公里和 11.81 亿公里，三年年均复合增长率为 9.78%；航班数量分别为 53.57 万个、57.23 万个和 61.59 万个，三年年均复合增长率为 7.22%。2016 年一季度，公司飞行公里数为 3.10 亿公里，航班数量 15.89 万个。

同时，公司通过持续监控市场投放、跟踪航班变化、深化机队整体联动等措施，使运行与市场匹

配度进一步提升。在国际市场需求高速增长的形势下，公司加大国际运力的增投力度，宽体机队利用率显著提升；国内侧重增加高收益航线运力投入，并适当控制短程航班、增加长程航班投入。2013~2015年，公司可用座位公里分别为1,756.77亿、1,936.31亿和2,148.29亿，三年年均复合增长率为10.58%，其中国内航线、国际航线和地区航线（香港、澳门及台湾）可用座位公里年均复合增长率分别为7.17%、18.22%和7.95%。

**表 8：2013~2016.Q1 公司运输能力及效率情况**

	2013	2014	2015	2016.Q1
飞机总数（架）	497	540	590	594
飞行公里数（亿公里）	9.80	10.73	11.81	3.10
飞机日利用率（小时）	9.57	9.57	9.52	9.59
航班数量（万个）	53.57	57.23	61.59	15.89
客座率（%）	80.81	79.89	79.93	79.79
货运转运率（%）	57.89	56.08	54.73	49.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在运力投入高速增长的同时，公司积极调整运力结构，客运业务保持稳定增长态势。2013~2015年，公司旅客周转量分别为1,419.68亿收入客公里、1,546.84亿收入客公里和1,717.14亿收入客公里，三年年均复合增长率为9.98%，分别运送旅客7,767.69万人次、8,300.96万人次和8,981.59万人次，三年年均复合增长率为7.53%。

其中，2015年公司国内航线完成1,086.44亿收入客公里，同比增长8.53%，运送旅客7,437.43万

人次，同比增长7.21%，客座率达到81.97%，同比小幅提升0.69个百分点，客公里收益0.59元，同比减少5.36%；国际航线完成561.47亿收入客公里，同比增长17.97%，运送旅客1,102.88万人次，同比增长19.35%，客座率77.42%，同比小幅下降0.64个百分点，客公里收益0.49元，同比减少7.39%；地区航线完成69.23亿收入客公里，同比减少0.94%，运送旅客441.29万人次，同比小幅增长0.36%，客座率70.86%，同比下降2.62个百分点，客公里收益0.78元，同比减少6.94%。2016年一季度，公司收入客公里451.11亿，运送旅客2,305.70万人次，客座率79.79%，客公里收益0.52元。

**表 9：2013~2015 年公司客运业务情况**

	2013	2014	2015
收入客公里（亿）	1,419.68	1,546.84	1,717.14
乘客人数（万）	7,767.69	8,300.96	8,981.59
客座率（%）	80.81	79.89	79.93
客公里收益（元）	0.62	0.60	0.57

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司实现航空客运收入970.68亿元，同比增长3.85%。其中，因运力投入增加而增加收入102.32亿元，因收益水平降低而减少收入66.90亿元，因客座率上升而增加收入0.55亿元。尽管收益水平有所降低，但在运力及客座率均实现有效提升的情况下，公司客运收入依然保持增长。

**表10：2015年公司分区域业务统计**

	国内		国际		港澳台地区	
	数量	同比变化	数量	同比变化	数量	同比变化
可用座位公里（亿）	1,325.33	7.62%	725.25	18.95%	97.70	2.72%
可用货运吨公里（亿）	33.11	8.24%	83.53	23.64%	3.19	-4.45%
收入客公里（亿）	1,086.44	8.53%	561.47	17.97%	69.23	-0.94%
收入货运吨公里（亿）	15.25	4.65%	49.21	19.56%	1.13	-4.53%
乘客人数（万）	7,437.43	7.21%	1,102.88	19.35%	441.29	0.36%
航班数目（万个）	50.60	6.55%	7.40	19.02%	3.59	1.87%
货运转运率（%）	46.04	-1.58	58.91	-2.01	35.55	-0.03
客座率（%）	81.97	0.69	77.42	-0.64	70.86	-2.62
客公里收益（元）	0.59	-5.36%	0.49	-7.39%	0.78	-6.94%
货运吨公里收益（元）	1.30	-6.85%	1.26	-19.28%	2.57	-14.03%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理



## 航空货运、邮运

公司货运业务主要通过客机腹舱载货以及全货机运营的方式经营，其中全货机主要应用在国际市场的货运业务。目前公司分别在北京、杭州、天津拥有自有货库。与航空客运行业的良性发展相比，近年我国航空货运市场持续低迷。在市场需求不利的情况下，公司着力把握市场动态，优化航线结构，合理投放运力，利用新开航线拓宽国际货运网络，积极推广新业务与产品，加强邮件、快件及特货销售。2013~2015年，公司可用货运吨公里分别为86.64亿、101.48亿和119.82亿，三年复合增长率为17.60%，其中国际航线、国内航线和地区航线可用货运吨公里三年年均复合增长率分别为22.27%、8.65%和17.19%。

表 11: 2013~2015 年公司货运业务情况

	2013	2014	2015
收入货运吨公里（亿）	50.15	56.91	65.58
货物及邮件（万吨）	145.68	155.29	166.44
货运载运率（%）	57.89	56.08	54.73
货运吨公里收益（元）	1.57	1.54	1.29

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013~2015年，公司收入货运吨公里分别为50.15亿、56.91亿和65.58亿，三年年均复合增长率为14.35%，其中国际航线、国内航线和地区航线年均复合增长率分别为18.64%、3.50%和8.50%。2013~2015年，公司分别运送货物及邮件145.68万吨、155.29万吨和166.44万吨，三年年均复合增长率为6.89%。同期，公司货运载运率分别为57.89%、56.08%和54.73%；货运吨公里收益分别为1.57元、1.54元和1.29元，货运载运率以及货运吨公里收益均呈现逐年下滑态势。2016年一季度，公司收入货运吨公里155.58亿，运送货物及邮件39.64万吨，货运载运率为49.29%，货运吨公里收益1.15元。

2015年公司货运及邮运收入为84.47亿元，同比减少3.85%。其中，因运力投入增加而增加收入15.88亿元，因载运率降低而减少收入2.49亿元，因收益水平降低而减少收入16.77亿元。在载运率及收益水平双重影响下，公司货运及邮运收入规模有所下滑。

与国外同行相比，航空货运一直是国内民航运

输业的软肋，在运营以及市场份额方面处于较为弱势的地位。尤其是航权开放后，国外航空及大型物流公司可以在国际市场上参与我国国际航线的竞争，对国内航空公司的国际货运业务产生了较大的压力。近年公司加快上海中转枢纽建设，以网络货物促进载运率改善；强化客货联动机制，提升腹舱精细化管理水平，保持腹舱竞争优势；促进货站专业化发展，拓展与第三方快递合作，启动跨境电商物流中心业务。通过业务模式转型，优化成本管控，平衡其业务布局，减少波动性，并增强综合竞争力。

总体来看，近年公司运力投放有所增加，业务保持稳定增长，各项运营指标表现良好，行业地位稳固，体现了很强的抗风险能力。但仍需关注国内经济增速放缓以及货运市场低迷对未来公司各项业务的影响。

## 公司治理

### 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和其他相关的法律、法规及条例的要求，规范运作，不断完善现代企业制度，提升公司治理水平。

公司股东大会、董事会和监事会三会齐全。公司股东大会严格按照《公司章程》和《股东大会议事规则》规定的程序进行，确保所有股东尤其是中小股东享有平等地位，充分行使自己的权利。公司董事会共有董事12人，包括4名独立非执行董事、2名执行董事和6名非执行董事，公司董事会的组织架构和人员符合相关法律法规和《公司章程》的规定。公司监事会由5人组成，其中职工代表监事2人，监事会的人数和人员构成符合相关法律法规和《公司章程》的要求，公司监事会职能和职权包括：审查由董事会审议及拟提交股东大会的财务报告和其他财务资料；监督公司董事、总裁、副总裁及其他高级管理人员的工作，防止滥用权力或损害公司利益。

公司按照中国证监会、北京证监局和上海证券交易所等监管部门要求，不断深化完善治理结构和制度建设，确保上市公司的独立性、透明性和规范

性，充分维护全体股东的合法权益。

自成立以来，公司股东大会、董事会、监事会等机构和相关人员均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则切实履行应尽的职责和义务，无违法、违规等情况发生。

## 内部管理

为规范公司融资行为，完善财务内控制度，公司制定有《中国国际航空股份有限公司融资管理规定（暂行）》。具体而言，公司融资管理基本原则为：满足经营需求、关注长期风险、控制融资成本。公司对融资和授信业务实行集中管理，未经公司特别书面批准，下属各分公司、全资子公司不得进行融资和办理银行授信业务。公司直、间接融资，根据重要性原则实行股东大会、董事会和公司总裁或主管财务的公司领导三级决策管理。因业务开展需要，分公司、全资子公司可向公司提出融资申请，融资申请内容包括但不限于融资原因、融资方式和融资条件，公司财务部负责对分公司、全资子公司提交的融资报告进行评估。授信方面，公司财务部负责向各金融机构申请公开授信，财务部需向公司提交办理公开授信业务的报告，报告内容包括但不限于授信银行、授信额度、授信期限和授信用途等。

采购方面，公司制定了《中国国际航空股份有限公司采购管理规定》保障公司安全、生产、运行、服务、经营等活动。公司采购业务实行统一管理，集中与分散采购实施相结合的管控模式。集中采购部履行全公司采购业务管理职能；分公司、事业管理单位履行职责范围内的采购实施与管理职责。采购计划方面，集中采购部负责汇总、审核、编制公司年度采购计划，经公司批准后下发，分公司、事业管理单位、管理支持部门根据年度资本性计划和财务经营性预算，编报年度采购计划。集中采购部按照公司年度采购计划跟踪、检查执行情况，分公司、事业管理单位、管理支持部门按期上报计划执行情况，对计划完成、变更、新增、调整等情况实施月、季、年度动态管理。

对外担保方面，公司对外担保事项实行统一管理，分支机构不得对外提供担保。子公司对外担保、互相提供担保及请外单位为其提供担保，须经该公

司董事会、股东大会审批。公司对被担保对象有严格审核条件，不得对担保项目不符合相关政策法规、财务状况恶化、资不抵债、经营风险较大、存在较大经济纠纷等不良情况的企业提供担保。公司及子公司的任何对外担保事项均需通过该公司董事会审议通过，同时，公司及子公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产的 50% 以后提供的任何担保、公司及子公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产 30% 以后提供的任何担保、单笔担保额超过本公司最近一期经审计净资产 10% 的担保、为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保等事项均须提交该公司股东大会批准。

总体而言，公司现有管理体制符合现代企业制度要求，各项管理制度不断完善，管理水平持续提升。

## 战略规划

“十三五”是实现民航强国战略构想的关键节点，我国民航业也处于行业转型升级的战略机遇期。我国是全球增长最快、潜力最大的航空市场之一，民航仍将保持强劲的增长势头。同时，随着国家“三大战略”的实施，区域协同和对外开发“大棋局”的开启，我国民航的国际合作领域将更加拓展、国际化特征将更加突出，民航企业参与全球化竞争的程度将越来越深。

公司“十三五”发展指导思想为：落实中航集团战略部署、继续围绕“建设具有国际竞争力的大型枢纽网络型航空承运人”这一目标，巩固优势，创新变更，通过提升盈利能力、运营能力和管理能力，全面提高效率和品质。公司制定了详细的“十三五”规划，形成了明确的目标和实现路径，其核心内容包括以下方面：

1、营运规模（RPK）进入世界前八名，保持国内行业领先并确立主导地位，全面提升国际竞争力。到 2020 年，“国航系”机队规模不少于 900 架（含山航）。公司可用吨公里达到 500 亿，总资产规模达到 3,000 亿元，运输收入达到 1,600 亿元，年均利润达到 100 亿元。

2、完善市场和网络布局。统筹“国航系”资源，

积极拓展国际市场，持续巩固国内市场，强化北京枢纽地位，大力建设成都、深圳、上海等区域枢纽、门户；完善“四角菱形”网络布局，保持国际核心市场中的远程航线领先优势。全面提升服务与市场营销能力，使之成为公司的核心竞争力。

3、推进产业化建设。建成以客运、货运、维修、地面服务为核心的产业支柱。将国货航、新 AMECO 打造为国际一流的货运航空公司与航空维修企业；推进地面服务的专业化能力建设，为产业化发展打好基础。

总体来看，公司坚持发展核心产业的战略思路，根据自身特点进行了合理的战略布局和运营计划，有利于未来公司的长远发展。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013、2014 和 2015 年度审计报告，以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

## 资本结构

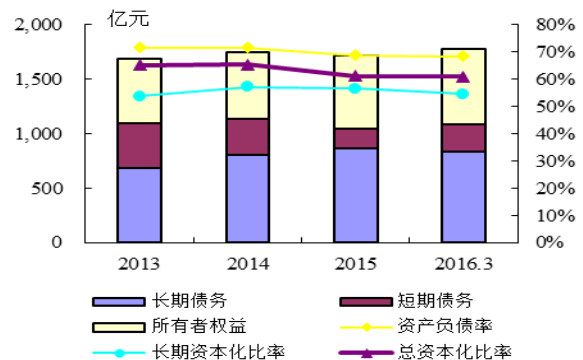
随着机队建设的持续推进，公司资产规模呈持续增长态势，2013~2015 年公司资产总额分别为 2,064.73 亿元、2,120.02 亿元和 2,137.04 亿元，年均复合增长率为 1.74%。公司同期负债总额分别为 1,477.91 亿元、1,517.62 亿元和 1,471.08 亿元，2015 年负债总额同比减少 3.07%，主要系提高自身资金使用效率所致。所有者权益方面，公司近年来运营情况良好，自有资本实力逐年增强，2013~2015 年所有者权益分别为 586.83 亿元、602.40 亿元和 665.95 亿元，2015 年公司盈利能力的大幅提升使得净资产规模同比增长 10.55%。在自有资本规模持续增长，负债规模有所减小的情况下，2015 年公司资产负债率相应回落，2013~2015 年资产负债率分别为 71.58%、71.59% 和 68.84%。截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产总额 2,192.21 亿元，所有者权益合计 693.72 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 68.36% 和 61.00%，财务杠杆率在国内外民航行业内处于较为合理的水平。

表 12：2015 年国内民航企业财务数据比较表

	单位：亿元、%		
	资产总额	负债总额	资产负债率
中国国航	2,137.04	1,471.08	68.84
东方航空	1,957.09	1,580.58	80.76
南方航空	1,862.50	1,366.77	73.38
海南航空	1,253.81	868.17	69.24

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图 4：2013~2016.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，作为民航企业，公司飞机、发动机、高价零部件等投资规模较大，2013~2015 年非流动资产规模分别为 1,801.39 亿元、1,896.52 亿元和 1,941.76 亿元，占资产总额的比例分别为 87.25%、89.46% 和 90.86%。2015 年，公司非流动资产主要包括长期股权投资 124.51 亿元、固定资产 1,492.67 亿元和在建工程 207.48 亿元，其中固定资产主要为飞机发动机、房屋建筑物、高价周转件机器设备等，2015 年公司通过自有和融资租赁方式引进多架新飞机，当年末固定资产规模同比增长 6.91%；公司在建工程主要包括飞机预付款、发动机替换件及基建成本，受新飞机引进后预付款等结转至固定资产影响，2015 年末公司在建工程同比减少 21.55%。2013~2015 年公司流动资产分别为 263.34 亿元、223.50 亿元和 195.28 亿元，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货等。2015 年末，公司应收账款规模 36.61 亿元，主要为境内外机票销售款，前五大客户占比为 30%；其他应收款 18.83 亿元，公司子公司深圳航空其他应收款中应收深圳市汇润投资有限公司的款项 10.75 亿元和深圳航空应收深航房地产开发有限责任公司及其下属子公司的往来款 6.49 亿元均已全额计提坏账准备，2015 年末公司其他应收款中三年以上的合计

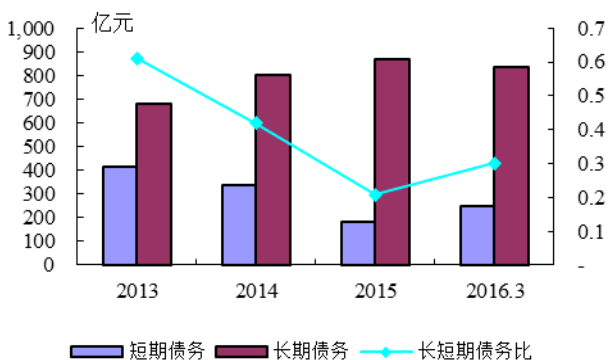


27.10 亿元，占比较大，中诚信证评对该部分资产质量及后续回收情况予以关注；存货 17.31 亿元主要为航材消耗件，随着机队规模的扩大，公司近三年存货规模持续增长。

负债构成方面，截至 2015 年末，公司负债总额 1,471.08 亿元，当年公司积极调整债务结构，减少流动负债规模，2013~2015 年公司流动负债规模分别为 701.02 亿元、620.55 亿元和 502.13 亿元，2015 年公司流动负债占负债总额的比例亦由上年的 40.89% 下降至 34.13%。2015 年末，公司流动负债包括短期借款 30.56 亿元、应付短期融资券 25.99 亿元和应付账款 117.47 亿元和其他应付款 105.75 亿元，其中应付短期融资券系深圳航空发行在外的短期融资债券；应付账款主要为应付航材及修理款、应付起降地服款和应付油料款等，应付账款不计息，并通常在 3 个月之内清偿；其他应付款主要为吸收存款 34.18 亿元和应付股东中航集团款项 27.21 亿元，其中吸收存款为中航集团及其子公司存放于公司子公司中航财务公司的款项，存款按年利率 0.35~3.75% 计息。

从债务结构来看，2015 年公司盈利情况良好，运营资金较为充裕，通过调整债务结构减少流动资金贷款，短期有息债务的减少使得公司当年总债务规模相应减少至 1,048.57 亿元，同比下降 7.97%。相应的，2015 年末，公司长短期债务比由上年的 0.42 倍下降至 0.21 倍，截至 2016 年 3 月末，这一比率小幅提升至 0.30 倍。总体而言，公司债务结构合理，加之自有资本实力持续增强，货币资金充裕，整体债务偿付压力较小。

图 5：2013~2016.Q1 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资本性支出方面，2016~2018 年公司计划引进飞机共 139 架，公司资本承诺主要为未来几年内支付的若干飞机和有关设备的购置款项，于 2015 年 12 月 31 日的金额为 958.08 亿元，较 2014 年 12 月 31 日的 1,045.16 亿元下降 8.33%；经营租赁承诺主要为未来几年内安排租赁若干飞机、办公室和相关设备的付款，于 2015 年 12 月 31 日的金额为 401.39 亿元，同比增加 13.59%。投资承诺主要用于已签署的投资协议，于 2015 年 12 月 31 日的金额为 0.58 亿元，较 2014 年 12 月 31 日的 9.25 亿元减少 8.67 亿元。

整体而言，公司近年来持续调整债务结构，现有债务以长期债务为主，债务期限结构较为合理，资本结构较为稳健。但作为民航运输企业，公司每年均面临一定的飞机引进及更新需求，资本性支出规模较大，中诚信证评对公司未来债务结构的变化及财务负担予以关注。

## 盈利能力

近年来全球民航运输业发展良好，公司运营情况稳定。2013~2015 年公司分别实现营业收入 977.13 亿元、1,048.88 亿元和 1,089.29 亿元，年均复合增长率为 5.58%。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 263.89 亿元，同比增长 4.38%。

盈利方面，公司营业成本主要由航空燃油成本、起降及停机费用、折旧、人工薪酬和其他构成，其中燃油成本在往年营业成本中的占比多维持在 40% 左右，系公司主要成本支出。2015 年，全球航油价格持续走低，公司当年燃油成本同比减少 105 亿元，占营业成本的比例由上年的 39.91% 下降至 28.73%，推动了当年毛利率的大幅提升。2013~2015 年，公司毛利率水平分别为 15.36%、16.22% 和 23.17%，2016 年 1~3 月，公司毛利率进一步提升至 24.09%。但值得注意的是，公司毛利率水平和航油价格密切相关，国际原油市场的供求关系、地缘政治等诸多因素均将影响航油价格，若未来国际油价回升，中诚信证评对公司届时运营成本及盈利能力予以关注。

表 13: 2014~2015 年公司营业成本分析表

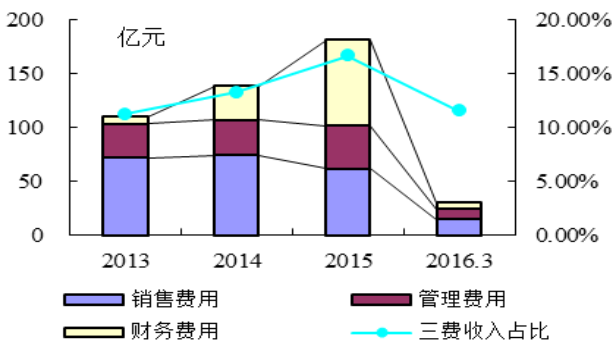
单位: 千元、%

成本构成项目	2014		2015	
	金额	占总成本的比例	金额	占总成本的比例
航空油料	34,542,440	39.31	24,042,614	28.73
起降及停机费用	10,566,490	12.02	11,643,166	13.91
折旧	10,904,635	12.41	12,410,236	14.83
飞机保养、维修和大修成本	3,587,507	4.08	4,105,468	4.80
员工薪酬	11,659,792	13.27	13,575,993	16.22
航空餐饮费用	2,755,640	3.14	3,031,717	3.62
其他	12,151,806	13.83	13,150,346	15.71
其他业务成本	1,709,516	1.95	1,825,358	2.18
<b>合计</b>	<b>87,877,826</b>	<b>100.00</b>	<b>83,694,898</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司销售费用主要为机票代理业务手续费和员工工资、薪酬及福利等, 2015 年以来公司加大直销力度, 并降低代理手续费, 当年销售费用下降至 61.48 亿元; 管理费用主要为员工工资、薪酬和福利, 2015 年公司新增子公司 AMECO, 员工数量的增加使其管理费用增长至 40.24 亿元; 公司财务费用主要为利息支出和汇兑损失, 公司拥有较大规模的外币金融负债和外币金融资产, 美元兑人民币升值幅度的加大导致当年公司发生汇兑损失净额 51.56 亿元, 财务费用支出大幅增长。2013~2015 年, 公司期间费用分别为 109.83 亿元、138.53 亿元和 181.20 亿元, 当前人民币汇率波动仍存在较大的不确定性, 对公司财务成本及经营业务将产生较大影响, 公司汇兑损失风险应长期关注。

图 6: 2013~2016.Q1 公司三费分析

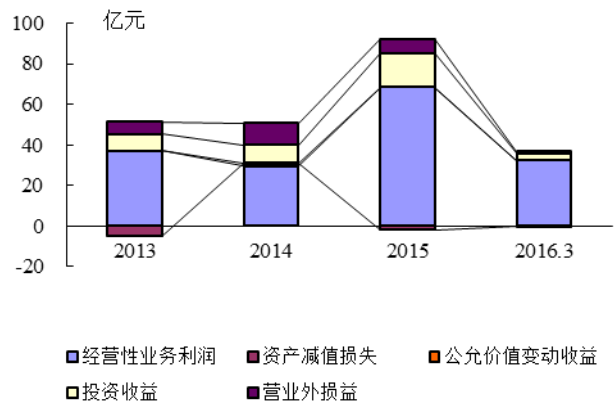


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动、投资收益和营业外损益构

成。2013~2015 年以及 2016 年 1~3 月, 公司经营性业务利润分别为 37.04 亿元、29.59 亿元、68.40 亿元和 32.46 亿元。2015 年及近期, 受益于燃油价格的持续低位运行, 公司经营性业务利润表现良好。2015 年公司取得投资收益 16.76 亿元, 其中确认联营企业国泰航空有限公司投资收益 10.09 亿元, 同比增长 4.19 亿元; 当年公司营业外收入为 11.60 亿元, 同比减少 1.08 亿元, 主要系政府补助减少所致, 营业外支出为 4.56 亿元, 同比增加 2.92 亿元, 主要是当年确认诉讼和解拨备所致。

图 7: 2013~2016.Q1 公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体而言, 2015 年公司民航运输业务运营良好, 收入规模持续增长, 同时, 航油价格的下降、直销渠道的加强等使得公司成本得以有效控制, 营业毛利率大幅提升。但汇率波动对公司境外采购、运营成本及期间费用的影响仍值得关注。

## 偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成, 2013~2015 年, 分别为 184.72 亿元、195.59 亿元和 250.56 亿元, 盈利能力的增强使得公司获现能力持续向好。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2013~2015 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 5.94 倍、5.83 倍和 4.18 倍; 同期, EBITDA 利息保障倍数分别为 5.79 倍、5.89 倍和 7.88 倍。总体来看, 随着债务规模的降低, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度逐年增强, EBITDA 覆盖情况较好。

经营性现金流方面, 2013~2015 年公司经营性活动净现金流分别为 180.44 亿元、169.02 亿元和

317.53 亿元，受 2015 年营业收入增加及航油成本下降导致支出降低的综合影响，公司当年经营活动净现金流规模大幅增长。2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 68.19 亿元。2013~2015 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍、0.15 倍和 0.30 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 5.66 倍、5.09 倍和 9.98 倍。总体来看，随着经营性净现金流的向好，公司经营性现金流对总债务和利息支出的覆盖能力逐渐增强。

表14：2013~2016.Q1公司偿债指标

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务（亿元）	681.49	802.63	867.91	834.06
总债务（亿元）	1,097.93	1,139.33	1,048.57	1,084.99
资产负债率（%）	71.58	71.59	68.84	68.36
总资本化比率（%）	65.17	65.41	61.16	61.00
EBITDA（亿元）	184.72	195.59	250.56	79.83
EBITDA 利息倍数（X）	5.79	5.89	7.88	9.15
总债务/EBITDA（X）	5.94	5.83	4.18	13.59
经营活动净现金/利息支出（X）	5.66	5.09	9.98	7.82
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.15	0.30	0.06

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，公司控股子公司深圳航空有限责任公司就该公司员工的房屋按揭银行借款及飞行学员的学费按揭银行借款向有关银行作出担保。截至 2015 年 12 月 31 日，深圳航空有限责任公司为员工房屋按揭银行借款及飞行学员学费的担保金额分别为 3.57 亿元和 110.80 万元。公司为子公司中国国际货运航空有限公司提供担保 5.92 亿美元。总体而言，公司对外担保规模较小，或有风险可控。

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持了良好的合作关系，截至 2015 年末，已获得多家国内银行提供的最高为 1,444.33 亿元的若干银行授信额度，其中已使用 255.08 亿元，未使用 1,189.25 亿元，备用流动性充裕。此外，公司系 A 股及港股上市公司，直接融资能力较强，能够对公司整体偿债能力形成有效的补充。

总体而言，公司资产规模稳步提升，负债水平有所下降，财务结构稳健性较好，同时近年来收入规模持续增长，经营状况良好，偿债能力极强。但

中诚信证评也注意到，公司未来存在较大的资本支出需求，且面临汇率频繁波动的风险，未来仍存在一定的经营及资金压力。

## 结论

综上，中诚信证评定中国国航主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。



## 关于中国国际航空股份有限公司 2016年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级安排

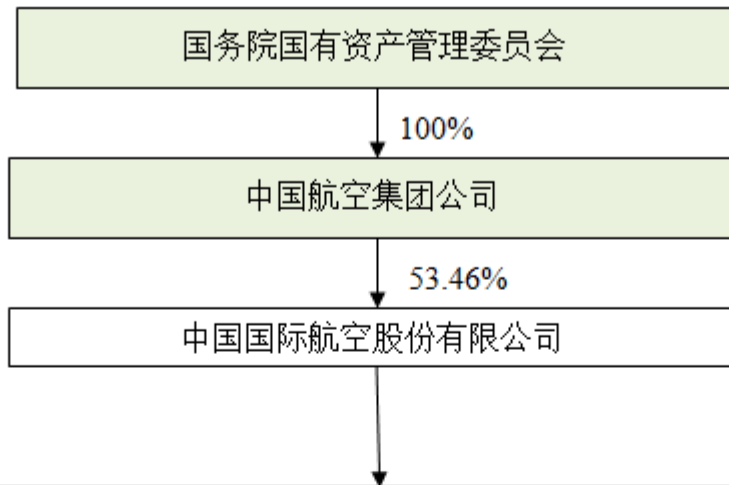
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

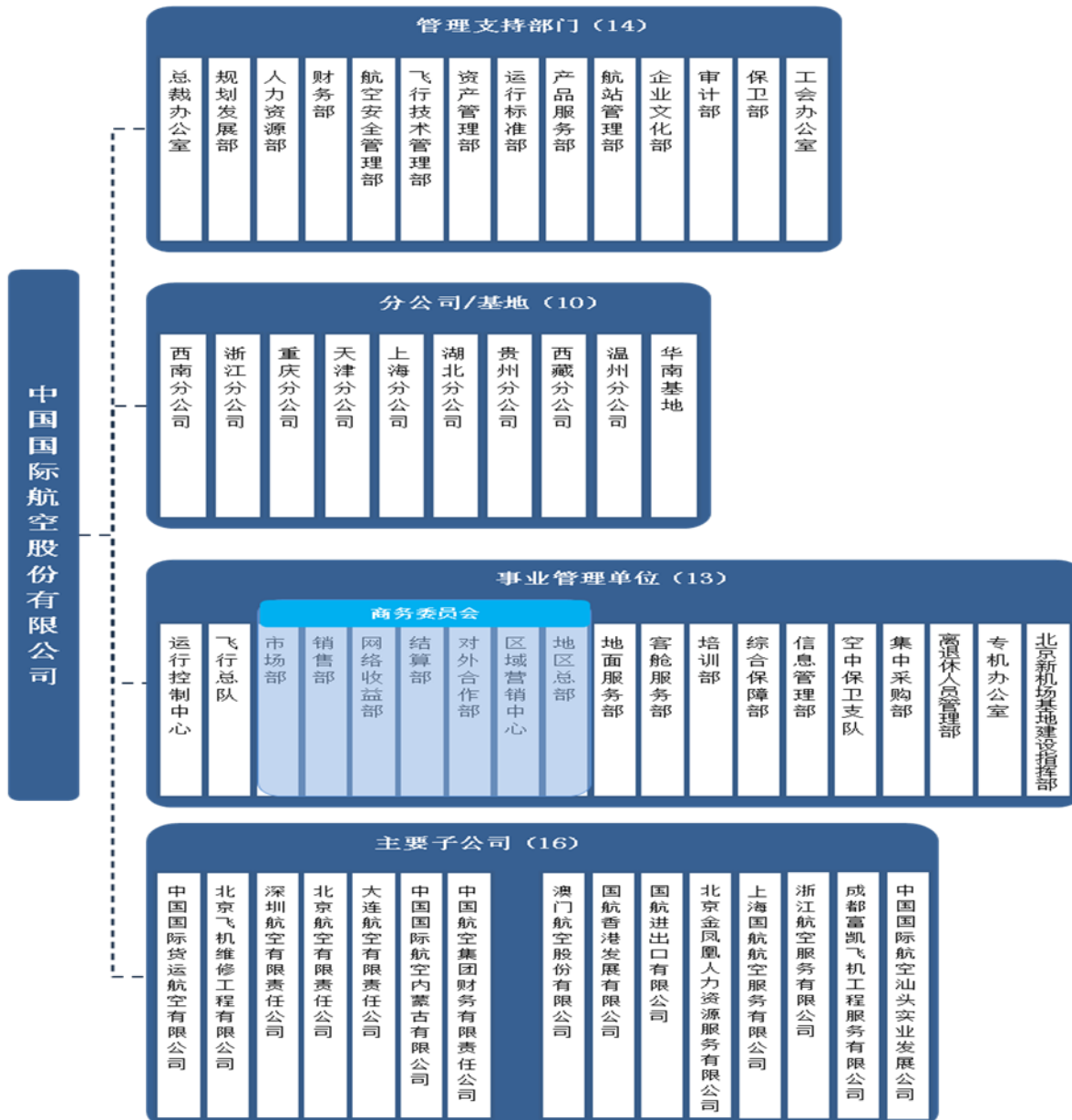
附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



类别	投资企业	股权比例
控股	1 国航进出口有限公司	100.00%
	2 北京金凤凰人力资源服务有限责任公司	100.00%
	3 浙江航空服务有限公司	100.00%
	4 上海国航航空服务有限公司	100.00%
	5 中航兴业有限公司	100.00%
	6 中国国际货运航空有限公司	51.00%
	7 国航香港发展有限公司	95.00%
	8 成都富凯飞机工程服务有限公司	60.00%
	9 深圳航空有限责任公司	51.00%
	10 中国国际航空汕头实业发展公司	51.00%
	11 北京航空有限责任公司	51.00%
	12 大连航空有限责任公司	80.00%
	13 中国国际航空内蒙古有限公司	80.00%
	14 AMECO.	75.00%
	15 中国航空集团财务有限责任公司	51.00%

资料来源：公司提供

附二：中国国际航空股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供



**附三：中国国际航空股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,509,626.80	934,455.00	779,304.40	881,611.30
应收账款净额	310,058.40	298,420.90	366,135.40	342,454.10
存货净额	104,461.70	110,017.90	173,074.20	188,748.90
流动资产	2,633,446.00	2,234,965.60	1,952,761.40	2,109,954.10
长期投资	1,617,055.10	1,392,962.40	1,356,965.50	1,385,392.90
固定资产合计	15,601,971.30	16,641,619.50	17,036,872.40	17,406,767.50
总资产	20,647,330.00	21,200,186.60	21,370,353.50	21,922,126.50
短期债务	4,164,431.80	3,366,962.30	1,806,575.00	2,509,308.40
长期债务	6,814,912.10	8,026,349.40	8,679,080.10	8,340,648.10
总债务（短期债务+长期债务）	10,979,343.90	11,393,311.70	10,485,655.10	10,849,956.50
总负债	14,779,075.20	15,176,205.20	14,710,839.70	14,984,976.00
所有者权益（含少数股东权益）	5,868,254.80	6,023,981.40	6,659,513.80	6,937,150.50
营业总收入	9,771,296.70	10,488,825.70	10,892,911.40	2,638,881.10
三费前利润	1,468,680.40	1,681,213.40	2,496,002.60	628,003.90
投资收益	81,955.50	88,941.20	167,598.80	33,069.00
净利润	372,239.30	429,902.10	722,014.80	288,234.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,847,177.80	1,955,858.70	2,505,601.70	798,325.19
经营活动产生现金净流量	1,804,367.40	1,690,175.30	3,175,270.70	681,919.40
投资活动产生现金净流量	-2,096,374.30	-1,053,526.70	-678,808.50	-665,127.50
筹资活动产生现金净流量	570,734.20	-1,127,517.20	-2,656,184.50	109,169.30
现金及现金等价物净增加额	251,999.90	-490,212.70	-150,158.90	128,036.30
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	15.36	16.22	23.17	24.09
所有者权益收益率（%）	6.34	7.14	10.84	-
EBITDA/营业总收入（%）	18.90	18.65	23.00	30.25
速动比率（X）	0.36	0.34	0.35	0.34
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.15	0.30	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.43	0.50	1.76	0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	5.66	5.09	9.98	7.82
EBITDA 利息倍数（X）	5.79	5.89	7.88	9.15
总债务/EBITDA（X）	5.94	5.83	4.18	13.59
资产负债率（%）	71.58	71.59	68.84	68.36
总资本化比率（%）	65.17	65.41	61.16	61.00
长期资本化比率（%）	53.73	57.13	56.58	54.59

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
 2、中诚信证评进行相关财务指标计算时将公司应付融资租赁款调至长期借款；  
 3、公司 EBITDA 指标计算中折旧包括投资性房地产折旧及固定资产折旧。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他一年内到期的付息债务}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。