



信用等级通知书

信评委函字 [2018]G351-F5号

海南航空控股股份有限公司：

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“海南航空控股股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第五期）”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；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一八年十一月二十一日

海南航空控股股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券（第五期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 海南航空控股股份有限公司
发行总额 本次债券发行规模不超过人民币 50 亿元（含人民币 50 亿元），分期发行，本期发行规模不超过人民币 14 亿元（含 14 亿元）。

债券期限 3+N
债券利率 本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

付息方式 在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。

偿付顺序 本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

续期选择权 本期债券基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。

赎回选择权 公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

递延支付利息权 本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

资金用途 本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于置换存量有息债务和补充公司流动资金。

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“海南航空控股股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第五期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了海航控股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主要枢纽基地机场时刻份额领先、机队规模稳步增长、核心业务发展稳健、差异化航线布局收效明显以及经营管理水平较高等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，我们也关注到宏观经济下行风险加大、燃料价格波动、汇率波动频繁、市场竞争激烈及资本性支出压力较大等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

正 面

- 主要枢纽基地机场时刻份额领先。海南省是我国唯一的省级经济特区，旅游经济发达。2018 年冬春航季，公司在海口美兰机场和三亚凤凰机场的时刻份额分别达到 38.28% 和 20.61%，均处于领先地位。同时，海南国际旅游岛的建设、三沙市的建设与发展，以及不断放宽的离岛免税制度，均为公司未来业务的发展带来了机遇。
- 机队规模稳步提升，主营业务收入持续增长。在国内民航运输业需求的日益旺盛情况下，公司通过并购航空公司及购买、租赁飞机等方式，保持机队规模逐年增长，截至 2018 年 9 月末，共拥有飞机 436 架，较 2015 年末增加 234 架。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司主营业务收入分别为 330.77 亿元、380.37 亿元、567.26 亿元和 498.86 亿元，核心业务稳步发

概况数据

海航控股	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益(亿元)	385.64	678.76	739.57	735.11
总资产(亿元)	1,253.81	1,481.44	1,973.48	1,879.19
总负债(亿元)	868.17	802.68	1,233.91	1,144.08
总债务(亿元)	727.27	642.11	989.43	894.26
营业收入(亿元)	352.25	406.78	599.04	523.55
营业毛利率(%)	26.88	22.91	13.54	12.57
EBITDA(亿元)	114.65	116.09	149.13	89.47
所有者权益收益率(%)	8.45	5.02	5.25	1.04*
资产负债率(%)	69.24	54.18	62.52	60.88
总债务/EBITDA(X)	6.34	5.53	6.63	7.50*
EBITDA 利息倍数(X)	2.71	3.09	2.95	2.38

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、上表中加“*”指标已经年化处理；
3、中诚信证评在计算相关债务指标时将“其他流动负债”、“长期应付款”分别纳入短期债务和长期债务，并计算相关指标。

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年11月21日

展。

- 差异化航线布局收效明显。公司采用“国内一线对欧美二线”、“国内二线对欧美一线”的国际航线布局策略，2015~2017年以及2018年1~9月，分别开通国际航线8条、42条、48条和42条，成为国内首家同时执飞北京、上海两个枢纽至美国本土航线的航空公司和首个开通以色列航线的国内航空公司。此外，公司通过与国内各地方政府合作，积极布局中西部二三线及支线市场，形成差异化竞争，区域性市场竞争优势不断凸显。
- 经营管理指标领先。公司经营管理水平较高，2015~2017年，平均客座率和平均载运率等核心业绩指标表现良好，2018年1~9月，上述两项指标分别为85.36%和85.56%，均处于行业领先地位。

关注

- 宏观经济波动风险。目前全球经济仍处于复苏期，受结构性、周期性因素叠加影响，我国经济增速放缓，航空运输业与宏观经济发展及国际政治关系密切相关，中诚信证评对公司未来经营业绩及财务状况表现予以关注。
- 市场竞争风险。我国民航业竞争日益激烈，除三大国有航空公司外，公司面临各支线航空公司在价格、航班时刻等方面的竞争，同时低成本航空公司亦对其业务开展带来压力。此外，随着铁路、公路运输，尤其是高铁运输的日益完善，公司在部分航线，特别是运输距离1,000公里之内的短途航线上面临较大的竞争压力。
- 航油价格波动风险。航油系航空公司最主要营业成本之一，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。燃油附加费的恢复征收在一定程度上缓解了航空公司燃油成本的上升压力，但2018年1~9月，公司航油成本占比仍达到33.06%，较2017年增加4.89个百分点，中诚信证评关注国际油价持续走高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。公司相当部分的固定资产购置

及相关融资均以外币结算,截至 2018 年 9 月末,外币资产及外币负债规模分别为 27.47 亿元和 366.10 亿元,人民币汇率波动对公司盈利影响较大。2015~2018 年 1~9 月,公司净汇兑损失分别为 18.70 亿元、21.42 亿元、-20.95 亿元和 14.20 亿元。2018 年下半年以来,人民币大幅贬值,国内航司面临的汇兑风险应予以长期关注。

- 资本支出压力。截至 2018 年 9 月末,公司已签约尚不必在资产负债表列示的资本支出承诺合计 495.30 亿元。2018 年以来公司债务规模收缩明显,中诚信证评对公司面临的财务负担及投融资压力予以关注。
- 递延付息风险。在本期债券存续期内,除非发生强制付息事件,公司有权行使递延付息权,中诚信证评将持续关注公司行使递延付息权时其经营、管理和财务状况,及由此导致的债券利息回收期延长的风险。

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委托方构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”或“公司”）前身为成立于 1989 年 10 月的海南省航空公司，由海南省人民政府办公厅以琼府办【1989】179 号文批准成立。1992 年 9 月，经海南省股份制试点领导小组办公室《关于规范化设立海南省航空公司并定向募集股份的批复》（琼股办字【1992】18 号）文件批准，海南省航空公司以定向募集方式改组设立为股份有限公司，总股本 25,010 万股。1995 年 11 月，海南省航空公司向美国航空公司发售 10,004 万股外资股，公司性质变更为中外合资股份有限公司。1996 年 11 月，经国家工商行政管理局核准，海南省航空公司更名为海南航空股份有限公司，同时股本增至 40,016 万股。经国务院证券委员会证委发【1997】24 号文批准，公司于 1997 年 6 月发行境内上市外资股（B 股）合计 7,100 万股，总股本增至 47,116 万股。经中国证监会证监发行字【1999】129 号文的批准，公司于 1999 年 11 月向社会公开发行人民币普通股（A 股）20,500 万股，总股本增至 67,616 万股。2006 年，经中国证监会证监公司字【2005】50 号文的批准，公司向新华航空控股有限公司（2007 年更名为大新华航空有限公司，以下简称“大新华航空”）、三亚凤凰国际机场有限责任公司（以下简称“三亚凤凰机场”）、海口美兰国际机场有限责任公司（以下简称“海口美兰机场”）、海南泰衡实业有限公司、长江租赁有限公司和海南嘉信投资管理有限公司 6 家企业定向增发 28 亿股法人股，其中大新华航空认购 16.5 亿股，占公司增发后总股本的 46.7%，为公司控股股东。同年，经海南省国有资产监督管理委员会琼国资函【2006】330 号文批复，公司于 2006 年 7 月完成股权分置改革。2017 年 5 月 16 日，经海南省工商行政管理局批复，公司完成营业执照变更手续，名称由“海南航空股份有限公司”变更为“海南航空控股股份有限公司”。截至 2018 年 9 月末，公司总股本 1,680,612 万股，大新华航空、美兰机场和海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）分别直接持股 24.33%、5.13% 和 3.53%，大新

华航空系公司控股股东。

公司目前主要从事国内外航空客运、货运等民航运输业务，其中航空客运系公司核心业务，2017 年该板块业务占当年营业收入的比例为 92.16%。

截至 2017 年末，公司资产总额 1,973.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）739.57 亿元，资产负债率 62.52%；2017 年公司实现营业收入 599.04 亿元，净利润 38.82 亿元，经营活动净现金流 129.60 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司资产总额 1,879.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）735.11 亿元，资产负债率 60.88%；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 523.55 亿元，净利润 7.72 亿元，经营活动净现金流 38.39 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	海南航空控股股份有限公司
债券名称	海南航空控股股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第五期）
发行规模	本次债券发行规模不超过人民币 50 亿元（含人民币 50 亿元），分期发行，本期发行规模不超过人民币 14 亿元（含 14 亿元）。
债券期限	本期债券基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。
债券利率	本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由公司确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。
续期选择权	本期债券基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。
赎回选择权	公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报

表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

递延支付利息权
本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算付息。在下一个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的付息将加入已经递延的所有利息及其孳息中计算利息。

偿还方式
本期债券采用单利按年计息，不计复利。在公司不行使递延支付利息权的情况下，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。

偿付顺序
本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

募集资金用途
本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于置换存量有息债务和补充公司流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

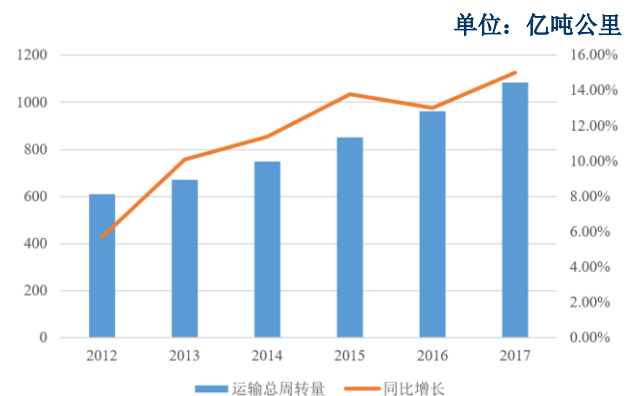
在全球经济稳步复苏、中国经济运行稳重向好的态势下，近年来我国民航运输业主要指标实现了平稳较快的增长

我国民航业正处于高速发展阶段，在宏观经济放缓的大背景下，消费升级促使民航运输增速仍连续保持在两位数。2016 年，我国民航运输业全行业实现完成运输总量 962.51 亿吨公里，同比增长 13%；2017 年，全年完成运输周转总量 1,083.08 亿吨公里，同比增长 12.6%。2016 年，全行业完成旅客周转量 8,378.13 亿人公里，较上年增长 15.0%，完成旅客运输量 4.88 亿人，同比增长 11.9%；2017 年全行业完成旅客总周转量 9,513.04 亿人公里，同比增长 13.5%，全年民航旅客总运输量 5.52 亿人，同比增长 13.0%。2018 年 1~8 月，全行业完成运输总周转量 794.6 亿吨公里，同比增长 12.8%；货邮周转量和旅客周转量分别为 169.3 亿吨公里和 7,127.7 亿人公里，同比分别增长 9.6%和 13.9%。

具体看，中国民用航空局发布的《2017 年民航行业发展统计公报》显示，2017 年我国民航业国内航线完成运输总周转量 694.60 亿吨公里，比上年增长 11.7%，其中港澳台航线完成 16.10 亿吨公里，比上年增长 4.3%；国际航线完成运输总周转量

388.48 亿吨公里，比上年增长 14.3%。2013~2017 年，国内民航运输业总周转量年均增长 12.2%。2018 年 1~8 月，全行业共完成运输总周转量 794.6 亿吨公里，同比增长 12.8%，其中，国内、国际航线分别完成 508.7 亿吨公里和 285.9 亿吨公里，同比分别增长 12.3%和 13.7%。

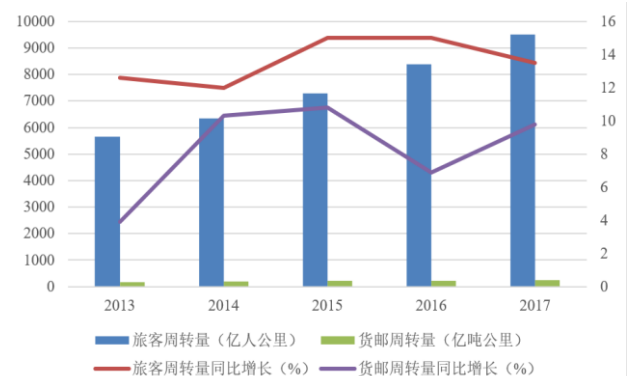
图 1：2012~2017 年我国民航运输总周转量



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

客运方面，2017 年我国民航运输业国内航线完成旅客周转量 7,036.53 亿人公里，比上年增长 13.2%，其中港澳台完成旅客周转量 148.25 亿人公里，比上年增长 2.9%。2013~2017 年，全行业旅客周转量年均增长 13.6%。货邮方面，2017 年我国民航运输业国内航线完成货邮周转量 72.97 亿吨公里，同比增长 1.2%，其中港澳台航线完成 3.05 亿吨公里，比上年增长 11.0%；国际航线完成货邮周转量 170.59 亿吨公里，比上年增长 13.9%。2013~2017 年，全行业货邮周转量年均增长 8.2%。2018 年 1~8 月，全行业完成旅客运输量 40,691.7 万人次，同比增长 12.1%，其中国内、国际航线分别完成 36,418.9 万人次和 4,272.8 万人次，同比分别增长 11.7%和 15.7%。

图 2：2013~2017 年我国民航业客运及货邮周转量



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

运输效率方面,2017年,民航运输业在册运输飞机平均日利用率为9.49小时,比上年增长0.08小时。2017年,正班客座率和正班载运率分别为83.2%和73.5%,同比分别提高0.6个百分点和0.8个百分点。经营效益方面,根据初步统计,2017年全行业累计实现营业收入7,460.6亿元,比上年增长15.3%,利润总额652.3亿元。其中,航空公司实现营业收入5,333.8亿元,同比增长11.9%,利润总额为408.2亿元,比上年增长32.6亿元。2018年1~8月,我国民航运输业正班客座率和正班载运率分别为83.8%和73.2%,同比变动分别为0.2个百分点和-0.1个百分点。

表 2: 2018 年 1~8 月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(%)
运输总周转量	亿吨公里	794.6	12.8
国内航线(含港澳台)	亿吨公里	508.7	12.3
国际航线	亿吨公里	285.9	13.7
旅客运输量	万人	40,691.7	12.1
国内航线(含港澳台)	万人	36,418.9	11.7
国际航线	万人	4,272.8	15.7
货邮运输量	万吨	475.3	6.5
国内航线(含港澳台)	万吨	318.2	4.1
国际航线	万吨	157.1	11.8
旅客周转量	亿人公里	7,127.7	13.9
国内航线(含港澳台)	亿人公里	5,239.8	13.3
国际航线	亿人公里	1,887.8	15.4
货邮周转量	亿吨公里	169.3	9.6
国内航线(含港澳台)	亿吨公里	48.4	4.8
国际航线	亿吨公里	120.8	11.6
正班客座率	%	83.8	0.2pts
正班载运率	%	73.2	-0.1pts

注:国内航线包含港澳台航线数据

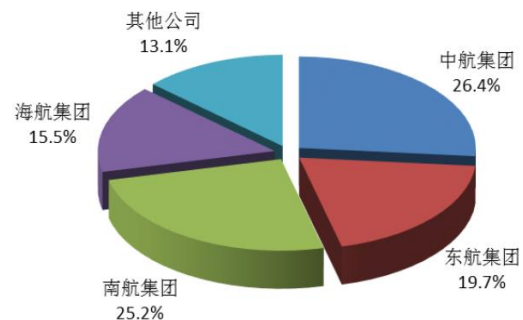
资料来源:中国民用航空局,中诚信证评整理

航线网络方面,截至2017年末,我国共有定期航班航线4,418条,按重复距离计算的航线里程为1,082.9万公里,按不重复距离计算的航线里程为748.3万公里。当年末,定期航班通航城市224个(不含香港、澳门、台湾)。我国航空公司国际定期航班通航60个国家的158个城市,国内航空

公司定期航班从30个内地城市通航香港,从12个内地城市通航澳门,大陆航空公司从46个大陆城市通航台湾地区。2018年上半年,国内机场新开1,411条出港直飞航线,其中国内航线1,155条,国际/地区航线256条。从到达大洲看,新开直飞亚洲航线最多,为194条,其次是欧洲和大洋洲,分别新开38条和14条直飞航线;从到达国家/地区来看,国内机场新开直飞泰国、越南、柬埔寨航线位居前三,分别为54条、35条和26条。

行业竞争格局方面,截至2017年底,我国共有运输航空公司58家,比上年底净减1家。其中,国有控股公司43家,民营和民营控股公司15家。就运输周转量上来看,2017年中航集团、东航集团、南航集团和海航集团运输总周转量分别为286.4亿吨公里、213.2亿吨公里、272.9亿吨公里和168.3亿吨公里,合计占比超过85%,我国以四大航企为第一梯队的竞争格局较为稳定。

图 3: 2017 年我国各航空(集团)公司运输周转量比重



资料来源:中国民用航空局,中诚信证评整理

航空安全方面,2017年民航安全形势平稳,全行业未发生航空运输事故,运输航空百万小时重大安全事故率滚动值为0.015(世界平均水平为0.175)。自2010年8月25日至2017年底,我国运输航空连续安全飞行88个月,累计安全飞行5,682万小时。2017年我国共发生运输航空事故症候587起,同比上升12.45%,其中航空运输严重事故症候19起,同比上升5.56%。运输航空严重事故症候和责任原因事故症候万时率分别为0.018和0.030,各项指标较好控制在年度安全目标范围内。2018年1~6月,全行业事故症候万时率同比减少34.2%,截至6月底,运输航空实现持续安全飞行94个月、6,247万小时。

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很强，市场潜力巨大。中国民航局预计，2020年中国需达到人均乘机0.5次、旅客运输量7.2亿人的市场需求。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。国际航空运输协会预计，2024年中国旅客需求将超过美国，成为全球最大的航空客运市场；2035年中国旅客数量将达到13亿人。

近年来国际航线供给端运力过剩情况逐步显现，竞争日趋激烈，国际航线收益率出现下滑

近年来，我国出境游需求持续提升，2017年国际航线旅客运输量为5,544.2万人，同比增长7.4%。加之国内核心枢纽的日趋饱和以及2014年以来航油价格的大幅走低，近年来国内大中型航空公司纷纷大举开拓国际航线。过去五年，国内大型航空公司国际航线运力大幅增长，除传统的东南亚、东亚及欧美航线外，延伸至非洲及南美洲国家及地区。2017年中国国航、东方航空和南方航空的年平均国际ASK增速（可用座位公里增速）为8.48%。厦门航空、四川航空等地方航空公司在保证国内航线网络稳健增长的同时，加快了进军国际市场的步伐，当年国际航线ASK增速分别为43.57%和34.03%，国际化战略扩张取得显著成效。

但在收益率方面，近年来，日韩及东南亚地区的航线竞争进入白热化状态，而中澳、中美航线运力严重过剩，导致国际航线价格及载客率均呈下降趋势，2017年，三大航国际航线客运人公里收入均出现下滑。受此影响，2017年以来，三大航明显放缓了开拓国际航线的节奏，根据财报显示，中国国航、东方航空和南方航空2017年国际航线运力增速均为2016年的一半左右，增速分别为7.8%、10.96%和14.28%。

随着各大航司国际航线收益的下滑，国内航空公司对国内航线更为依赖。2018年初，民航局联合发改委发布通知，决定扩大实行市场调节价的航

线，北上广深等一二线城市互飞共306条国内航线被包括在内，加上2016年10月民航局发布的《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》中的724条航线，目前实行市场调节的航线总数已经超过千条，全面覆盖北上广深，国内航线的部分热门航线将有继续提价的空间。

燃油价格的上行压力多可以通过票价上涨进行传导，在民航局发布实行市场调节价的国内航线目录后，部分航企的国内航线全价票已开始上调。但值得注意的是，截至2017年末，我国高铁通车里程已达到2.5万公里，预计到2020年，我国高速公路将达到3万公里，覆盖80%以上的大城市，与各大航企的国内航线重合度不断增加，机票涨价幅度或将受限。

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

图4：布伦特原油价格走势



数据来源：Choice数据

资料来源：Choice数据，中诚信证评整理

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2016年四季度起，国际油价呈现探底回升趋势，由年初的37.22美元/桶上涨至年底的56.82美元/桶。2017年1~12月，国际原油现货月平均价格中最高达到了57.65美元/桶，布伦特原油价格达到63.66美元/桶。作为航空公司第一大成本支出，燃油价格的上涨对航空公司的业绩有着直接的影响，2017年中国国航、东方航空、南方航空和海航控股的油料成本分别为

284.09 亿元、251.31 亿元、318.95 亿元和 145.90 亿元，同比分别增长 29.24%、28.05%、34.02%和 85.66%。2018 年上半年，国际航油价格持续走高，当年 1~6 月，上述四大航油料成本分别为 175.81 亿元、152.52 亿元、193.8 亿元和 92.47 亿元，同比分别提高 29%、25.6%、25.8%和 31.90%。2018 年第三季度，国内上市航企航空煤油采购价格同比涨幅接近 40%，严重拖累业绩表现。

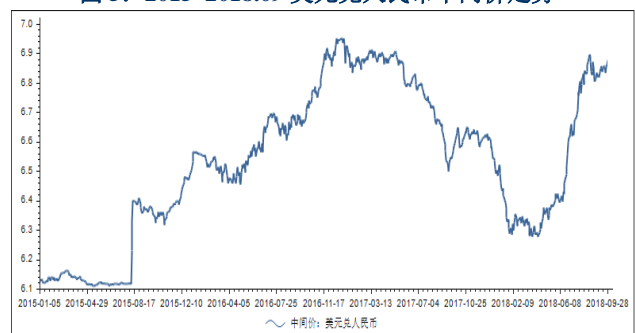
燃油附加费是航企对冲油价主要手段，燃油附加费可以在一定程度上降低燃油价格波动对盈利造成影响。2015 年 2 月起，国内航线的燃油附加费取消，当年 4 月 24 日，国家发改委和民航局针对燃油附加费颁发《关于调整民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制基础油价的通知（发改价格【2015】571 号）》，将收取国内航线燃油附加费的航空煤油基础价格，由每吨 4,140 元提高到每吨 5,000 元。2016 年以来国际航油价格逐年走高，2018 年 5 月底突破国内燃油附加费起征点价格线，上半年，布伦特原油价格为 71.2 美元/桶，较 2017 年上半年平均价格提升 34.54%，航空煤油进口到岸完税价格同比提升 23.7%。受此影响，当年 6 月 4 日，包括中国国航、东方航空、南方航空、海航控股、春秋航空、奥凯航空在内的多家航空公司集体宣布自 6 月 5 日（出票日期/旅行日期）起，对国内航线燃油附加费征收标准进行调整。2018 年 10 月 31 日，中国民航网消息显示，近期国际市场油价持续上涨，依据民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制，800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准保持 20 元/人不变，800 公里以上航线燃油附加最高标准由 30 元/人调整至 50 元/人。燃油附加费的恢复征收在一定程度上缓解了航空公司燃油成本的上升压力。

人民币汇率波动对航空公司业绩的影响

由于引进飞机的需求，航企长期拥有外币负债，并以美元为主；另一方面，航企部分燃油在国外采购，加之航材维修成本、海外机场起降费用、海外员工薪酬等也以美元计价，因此汇率对于航空公司的影响非常显著。2017 年，受国内经济企稳回升、跨境经济流动趋于平衡、美联储加息和缩表及

税改等综合影响，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元中间价全年大幅升值 6.1%，利好国内航企盈利表现。但受中美贸易战持续发酵影响，2018 年 6 月起人民币大幅贬值，截至 2018 年 6 月 29 日，人民币对美元中间价为 6.6166 元，相较于 2017 年 12 月 29 日的 6.5342 元，同比提升 1.3%。根据四大航 2018 年半年报显示，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2018 年 6 月 30 日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将分别影响中国国航、东方航空和南方航空净利润增加（或减少）2.35 亿元、2.32 亿元和 2.97 亿元，若人民币对美元升值或贬值 5%，则海航控股将增加或减少税前利润约 14.82 亿元。2018 年上半年，中国国航、东方航空、南方航空和海航控股分别发生净汇兑损失 5.18 亿元、5.46 亿元、4.20 亿元和 2.44 亿元。2018 年三季度，人民币持续贬值，根据各航空公司三季报显示，中国国航前三季度财务费用同比大幅增长 67.17 倍，南方航空当期发生汇兑损失 20.08 亿元（上年同期为汇兑收益 12.48 亿元），东方航空当期汇兑损失为 21.57 亿元。但与此同时，航空公司不断降低美元负债，汇率波动的影响正在逐年减少，汇率敏感度随之降低。

图 5：2015~2018.09 美元兑人民币中间价走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

环境保护对航空公司业绩的影响

近年来，随着民众环境保护意识的提升及各国政府对于环境保护日益重视，航空业带来的环境问题引起了广泛的关注。欧盟宣布从 2012 年 1 月 1 日起将对所有到、离欧盟机场的航班纳入碳排放交易体系，征收碳排放交易税。这种单方面决定征收碳排放税的行为遭到了包括中国、美国在内的航空大国的反对。目前该争议还在进行中，对于全球航

空业的影响目前还不能进行明确估计。由于未来各国可能采取针对欧盟的反制措施，普遍征收国际航空碳排放税的行为很可能提升航空运输成本、抑制市场需求，对航空行业发展和航空公司运营产生潜在影响。

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、东方航空和南方航空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、吉祥航空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。

总体而言，随着居民消费结构的升级、航空市场供需的改善和航线网络的完善，国内航空运输业运营效率和盈利水平有望继续提升，行业仍将维持较高的景气度。但中诚信证评也将持续关注航油价格及人民币汇率变动、高铁替代竞争以及环境保护等因素对航空运输业发展的影响。

竞争实力

核心枢纽旅游经济发达，机场时刻份额领先

公司总部及两大核心运营基地（海口美兰机场和三亚凤凰机场）均位于我国最大经济特区、旅游胜地海南省。海南省是我国唯一的省级经济特区，也是我国最大的经济特区，近年国家出台多项利好政策推动其持续、稳定发展。2010年1月，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》正式印发，海南国际旅游岛建设上升为国家发展战略；2011年3月，财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，至此离境退税、离岛免税政策开始陆续落实并实施，当地旅游业发展得到进一步促进；2015年3月，国家将海南省列入“一带一路”战略规划，海口、三亚成为海上合作战略支点，为海南旅游特区及自贸区的获批奠定了良好基础。随着一系列政策红利的释放，海南国际旅游岛建设的新格局开始逐步显现，发展动力强劲，公司作为海南省重要的企业集团，也将在国际旅游岛建设的大背景下迎来重大发展机遇。

2017年全年，海南省共接待旅客6,745.01万人次，同比增长12.00%，实现旅游总收入811.99亿元，同比增长20.80%。2018年1~9月海南省共接待游客5,231.79万人次，同比增长12.8%，实现旅游总收入642.22亿元，同比增长15.8%。公司在海南区域航空市场中占有明显竞争优势，2017年夏秋

航季公司在海口美兰机场和三亚凤凰机场的时刻份额分别达到 42.40% 和 24.72%；2018 年冬春航季，公司在上述两场的市场份额分别为 38.28% 和 20.61%，均处于领先地位。同时，海南国际旅游岛的建设、三沙市的建设与发展，以及不断放宽的离岛免税制度，均为公司未来业务的发展带来了机遇。

表 3：公司主要基地时刻份额

单位：%

	海口	三亚	北京	长沙	乌鲁木齐	西安
2015/2016 冬春航季	34.94	19.87	11.18	13.58	27.27	19.86
2016 年夏秋航季	37.41	24.04	11.08	14.65	27.33	20.08
2015/2016 冬春航季	36.75	19.78	10.01	15.18	28.91	21.40
2017 年夏秋航季	42.40	24.72	11.66	16.20	27.24	22.30
2017/2018 冬春航季	37.62	20.54	11.09	16.91	27.05	22.14
2018 年夏秋航季	42.10	24.77	11.42	15.87	26.33	22.47
2018/19 冬春航季	38.28	20.61	11.33	16.77	26.81	22.24

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2017 年夏秋航季公司在首都机场的时刻份额为 11.66%。目前首都第二机场正处于建设中，规划于 2019 年投入使用，届时南方航空和东方航空等将从首都机场搬迁至首都第二机场，其时刻份额将分摊给未搬迁航空公司，公司在首都机场的时刻份额或将进一步上升，为后期业务扩张奠定有利基础。

服务质量高，品牌优势明显

公司作为中国内地唯一一家 SKYTRAX 五星航空公司，连续七年获评 SKYTRAX 五星航空公司称号，并跻身“SKYTRAX 全球航空公司 TOP10”行列，成为首家入榜的中国内地航空公司。据 2017 年民航行业发展统计公报显示，以公司为核心的海航集团在民航综合实力排行中位列第四位。同时，公司机型结构配置较合理，航班组织安排能力位居全民航前列，机舱服务水平较高，飞机客座率、综合载运率等运营指标均大幅高于行业平均水平。此外，公司多次获得中国民航局最高奖“金鹏杯”、“金鹰杯”，且公司对标国际行业标杆水准，制定《创

建世界最佳航空公司方案》，建立长效管控机制，在品牌形象、产品与服务、安全运行品质、客户声音管理、品牌传播推广、品牌延伸与联合营销等 100 多项工作上进行了全面提升。2017 年，公司荣获“年度最具影响力航空大奖”、“2017 年度中国卓越雇主奖”、“2017 最具价值国际化品牌奖”及“金蜜蜂 2017 优秀企业社会责任报告客户责任信息披露奖”等；再次荣获世界旅游大奖（WorldTravelAwards）：“世界最佳商务舱休息室”、“世界最佳客舱服务”、“世界最佳空服人员”、“世界最佳机上娱乐”、“世界最佳商务舱”等十项大奖；成为中国大陆唯一一家获得并七年蝉联“SKYTRAX 世界五星级航空公司”称号的航企并跻身“SKYTRAX 全球航空公司 TOP10”行列，成为首家入榜的中国内地航空公司，实现创建国际化品牌的突破，使得公司在国内外的品牌知名度大幅提升。

2017 年 9 月，公司顺利通过由 IATA 组织 E-IOSA 增强型运行安全审计，保持安全运行 25 年优秀记录，荣获民航局“安全飞行五星奖”。德国航空事故数据评估中心（JACDEC）公布了 2016 年全球最安全航空公司榜单，公司名列第三，为国内航空公司之首。2015 年以来，公司全面推行 E-IOSA 审核（国际航协运行安全审核），接受 IOSA 认证机构更高标准的安全审核，并在当年 7 月份以“零不符合项”顺利通过了 E-IOSA 审核；加入 IATA 全球 GDDB 数据库，共享全球航空地面安全信息，参加 ATA 运行规范会议、飞安基金会全球航空安全峰会、FAA 美国航空安全信息共享大会，参与国际民航安全管理交流与研究，使得公司安全管理品牌更具影响力。

差异化竞争布局国内外市场

在航线优势不明显、支线市场受阻的情况下，公司近年来以“差异化”布局国内外航线。即，国内与各地政府合资组建航空公司，国外航线上则选择国内一线城市飞往欧美的二线城市，以及国内的二线城市飞往欧美一线城市的市场竞争策略。

国内布局方面，面对我国民航运输业同质化较为严重，东部发达地区运力过剩，中西部中小机场利用率不足，支线运力短缺的现状，近年来公司依

托海航集团多元化的业务平台，采用“航空先行、多产业跟进”的方式拓展地方性市场，相继与地方政府合作成立了乌鲁木齐航空有限责任公司（以下简称“乌鲁木齐航空”）、福州航空有限责任公司（以下简称“福州航空”）等公司。2017年4月27日，公司与成都交通投资集团有限公司（以下简称“成都交投”）共同出资30亿元投资组建成都神鸟航空有限公司，其中公司持股35%，成都交投持股20%。目前公司与国内二三线城市（呼和浩特、延安、东营、长治、石家庄、包头、珠海、大同、榆林、佳木斯、十堰、庆阳、六盘水、连城、三明、义乌等）合作开通了50余条航线航班，地方政府给予航班补贴予以扶持，有效降低了公司航线运营风险，提高了航班盈利能力。2016年~2017年，以及2018年1~9月，公司分别获得航线补贴等补贴收入8.65亿元、9.09亿元和10.10亿元。

国外布局方面，由于民航局相关规定，中美和中欧洲际市场一条航线仅能由一家国内航空公司运营，受航权限制影响，公司积极拓展欧美传统市场和俄非新兴市场，并采用“国内一线对欧美二线”、“国内二线对欧美一线”的竞争策略，这一策略系公司国际化的核心战略。2015年，公司新开重庆至罗马、北京至圣何塞/伯明翰/布拉格、上海至西雅图/波士顿、西安至罗马/悉尼8条洲际航线，使得公司成为国内首家同时执飞北京、上海两个枢纽至美国本土航线的航空公司。2016年，公司新开通远程洲际航线20条，至周边国家的中短程航线22条，其中北京至特拉维夫系中国航空公司首次开通的以色列航线，北京至曼彻斯特航线是中英两国间首条飞往伦敦以外城市的航线。以上航线的开通进一步完善了公司以北京为核心枢纽的国际航线网络，加强了在西安、长沙的网络布局，同时新增深圳作为远程国际通航城市。2017年，公司先后在重庆开通了洛杉矶、纽约、莫斯科和墨尔本航线；在成都开通了洛杉矶、纽约航线；在深圳开通了布里斯班、凯恩斯航线；在天津开通了莫斯科、奥克兰航线；在上海开通了特拉维夫、布鲁塞尔航线；全年共新开76条国际和地区航线，成为中国至北美市场直飞航线最多的中国航企，也是国内二线城市

始发至欧美澳市场国际航点覆盖最多的中国航企。2018年以来，公司加速布局至欧美澳的国际航线网络，开通中国航空公司第一条直飞拉美航线（北京=蒂华纳=墨西哥城）、中部/西北第一条直飞英国航线（长沙/西安=伦敦）、海南第一条澳洲直飞航线（海口=悉尼）、中国至苏格兰及爱尔兰首条直飞航线（北京=爱丁堡/都柏林）。截至2018年9月30日，公司新增42条国际航线，其中欧美及澳洲航线共34条。

总的来看，公司差异化市场竞争策略使得其通航航线不断增长，航线网络布局进一步完善，为其业务规模的成长奠定了有利基础。

业务运营

目前公司已形成了以航空客运为核心、航空货运等为辅助的业务体系。公司采用差异化竞争策略拓展市场并取得成效，国内外航线持续增长，截至2017年末，公司共运营国内外航线近1,800条，其中国内航线1,500余条，涉及海南和内陆所有省、区和直辖市；国际和地区航线234条，覆盖亚洲、欧洲、北美洲和大洋洲，涉及境外58个城市以及台北、台中和澳门3个地区城市。截至2018年9月末，公司国内外航线为1,800余条，其中港澳台航线16条，国际航线216条；通航城市220个，其中港澳台地区通航城市2个，国际通航城市60个。随着外延式并购及内生式扩张，公司机队规模和航线双双增长，带动业务量持续增长，2015~2017年，公司运输总周转量分别为68.20亿吨公里、84.45亿吨公里和121.66亿吨公里，同期营业总收入分别为352.25亿元、406.78亿元和599.04亿元。2018年1~9月，公司实现营业总收入为523.55亿元，同比增长15.88%。

从收入结构来看，2015~2017年及2018年1~9月公司航空客运业务实现收入规模分别为320.67亿元、370.33亿元、552.07亿元和486.09亿元，占同期营业总收入的比例分别为91.03%、91.04%、92.16%和92.85%，系公司最主要的收入来源；航空货运及逾重行李收入和其他业务收入（主要系飞机租赁收入和退票手续费）对公司营业收入形成一定补充。

表 4：2015~2018.Q3 公司各业务板块情况

单位：亿元

业务板块	2015	2016	2017	2018.Q3
航空客运收入	320.67	370.33	552.07	486.09
航空货运及逾重行李收入	9.71	9.51	14.04	12.06
其他	0.39	0.53	1.15	0.71
其他业务收入	21.48	26.41	31.78	24.69
合计	352.25	406.78	599.04	523.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从主营业务成本结构来看，公司主营业务成本主要由航油成本、起降成本、发动机维修及航材消耗、折旧及摊销和租赁费用构成，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月主要成本项目占营业成本的比重如下表所示。

表 5：2015~2018.Q3 公司主要成本项目占比

单位：%

成本项目	2015	2016	2017	2018.Q3
航油成本	28.92	25.06	28.17	33.06
折旧及摊销费用	12.03	11.68	10.40	9.26
起降成本	14.04	14.87	15.20	15.16
租金费用	10.40	13.87	16.63	13.94
飞发维修及航材消耗	12.45	12.72	11.37	10.75
职工薪酬	8.57	9.19	8.97	9.34
上述成本项目占比合计	86.41	87.39	90.74	91.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015~2017 年，公司航油成本分别为 74.52 亿元、78.59 亿元和 145.90 亿元。自 2014 年 11 月开始，石油价格下行带动航油价格走低，2016 年公司航油成本在飞行总公里同比增幅为 22.75% 情况下，同比增幅仅为 5.46%，航油成本占营业成本的比重由 2015 年的 28.92% 下降至 25.06%；2017 年以来，受航油价格的上涨影响，当年公司航油成本较上年增长 85.66% 至 145.90 亿元，增幅远高于当年飞行总公里的同比增幅（52.96%），航油成本占营业成本的比重亦回升至 2017 年的 28.17%；2018 年 1~9 月，航油成本占营业成本的比重进一步提升至 33.06%，航油价格的波动对公司的经营业绩及盈利能力产生较大影响。此外，中诚信证评也关注到，2018 年以来，航油价格持续上涨，并于当年 5 月底突破国内燃油附加费起征点 5,000 元/吨，国内多家

航空公司于 6 月 5 日起集体宣布恢复征收国内航线燃油附加费（每航段由 0 元上调至 10 元）。总体来看，2018 年近期的燃油附加费上调是基于突发性油价上调后，对航空公司成本增加的一种对冲补偿措施，可在一定程度上减轻航油价格上涨对航司获利水平的不利影响。

机队建设及航线布局

在居民可支配收入的不断提升及消费结构升级等因素的带动下，我国民航运输业实现了快速增长。公司在行业快速增长周期内，持续加大客运业务运力投入，优化机队结构，机队建设呈现快速发展的态势。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末公司飞机数量分别为 202 架、238 架、410 架和 436 架，其中 2017 年随着天津航空纳入合并范围，当年末公司机队规模较 2016 年末增加 172 架，新增飞机包括由天津航空运营的 100 余架飞机，机队规模仅次于国航、南航、东航三大国有航空公司。同时，中诚信证评注意到，截至 2018 年 9 月末，公司已签约将于未来几年内采购的飞机的金额为 443.57 亿元，后期公司机队规模仍将保持快速增长，为其收入规模及运营效率的提升奠定了良好的基础，但也使得公司面临较大的资本支出压力。此外，公司机队结构较为年轻化，截至 2018 年 9 月末，公司飞机平均机龄为 4.34 年，在行业内处于较低水平。机队年轻化有利于成本控制，也使得公司在市场竞争中处于相对有利地位。

表 6：2018 年 6 月末国内主要航司机队规模和平均机龄

单位：架、年

	国航	东航	南航	公司
机队规模	662	654	786	420
平均机龄	6.74	5.70	6.70	5.01

资料来源：上市公司定期年报，中诚信证评整理

就飞机引进方式而言，公司通过购置、融资租赁和经营租赁三种方式引进飞机，其中融资租赁主要与国外相关公司合作，经营性租赁主要与国内相关公司合作。截至 2018 年 9 月末，公司自有、融资租赁及经营租赁飞机分别为 152 架、43 架和 241 架。公司在购置飞机和以融资租赁方式引进飞机时会形成较大规模的美元有息负债，鉴于当前人民币

汇率波动仍较为频繁，公司面临的汇兑损失风险应予以关注。

表 7：2018 年 9 月末公司机队详细情况

机型	飞机数量（架）			合计
	自有	融资租赁	经营租赁	
空客系列	11	10	66	87
波音系列	90	24	158	272
EMRJ 系列	51	9	17	77
合计	152	43	241	436

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机队维修方面，为保障飞机的安全运营，公司机队主要由参股子公司海航航空技术股份有限公司（以下简称“海航技术”，公司持股 39.22%）提供维修和保障服务。海航技术拥有 CAAC-145、DMDOR、MDA、JMM、香港 DOA、新加坡 SAR-145、STC 等多项资质，维修网络包括 6 大航线维修区域中心（中南海口、华北北京、西北西安、重庆、云南、新疆）、13 个航线维修主基地（三亚、深圳、广州、宁波、宜昌、太原、大连、杭州、兰州、丽江、长沙、成都、桂林）、全球 100 余个分基地和外站（上海、厦门、长沙、呼和浩特、丽江、敦煌、满洲里、芝加哥、西雅图、多伦多、柏林、布鲁塞尔、曼谷、普吉等）。目前，海航技术维护能力已经覆盖包括 757-200、737-300/400/500/600/700/800/900、777-200、A310、A319-100、A330-200、A340-300/600、D328-300、DHC-8 等在内的多个机型，能够充分满足公司在役飞机的维修和保障服务需求。2018 年 1~9 月，公司与海航技术的关联交易总额为 24.47 亿元，相应的关联交易价格按照交易金额及性质经公司董事会授权批准。

航线网络建设方面，公司开辟国内外航线以“差异化”为主要策略，国内通过与各地政府合作合资组建航空公司；国外则选择从京沪飞往欧美的二线城市，以及从国内二线城市飞往欧美的一线门户，避免与三大航空公司的直面竞争。具体来看，目前公司与国内呼和浩特、延安、东营、石家庄、长治、三明、六盘水等多个二三线城市合作开通了 50 余条航班航线；另一方面，国内外一线城市航权及时刻受到限制，加之国内二三线城市出境游潜力

巨大，公司对二三线城市航线开辟的积极性大幅提升。截至 2017 年末，公司及其下属并表范围内子公司共运营国内外航线近 1,800 条，其中国内航线 1,500 余条，涉及海南、华北、东北、西北、中南、西南、华东及新疆等内陆所有省、区和直辖市；国际和地区航线 234 条，航线覆盖亚洲、欧洲、北美洲和大洋洲，涉及境外 58 个城市以及台北、台中和澳门 3 个地区城市。截至 2018 年 9 月末，公司国内外航线合计 1,800 条。

国际航线方面，随着出境游人数的激增、签证政策的放宽，以及国家“一带一路”战略的推进实施，2015 年公司新开重庆至罗马、北京至圣何塞/伯明翰/布拉格、上海至西雅图/波士顿、西安至罗马/悉尼 8 条洲际航线，公司因此成为首家同时执飞北京、上海两个枢纽至美国本土航线的航空公司。2016 年，公司新开 42 条国际航线，其中远程洲际航线 20 条，包括北京至特拉维夫/曼彻斯特/卡尔加里/拉斯维加斯、长沙至洛杉矶/悉尼/墨尔本、西安至悉尼/墨尔本和深圳至奥克兰，进一步完善了公司以北京为核心枢纽、以西安、长沙为重要通航点的国际航线网络。2017 年，公司先后在重庆开通了洛杉矶、纽约、莫斯科和墨尔本航线；在成都开通了洛杉矶、纽约航线；在深圳开通了布里斯班、凯恩斯航线；在天津开通了莫斯科、奥克兰航线；在上海开通了特拉维夫、布鲁塞尔航线；全年合计新开 76 条国际和地区航线。2018 年 1~9 月，公司及其下属子公司共新开国际航线 42 条，其中欧美澳洲际航线共 34 条，包括深圳至马德里、布鲁塞尔、温哥华、西哈努克，以及天津至伦敦、悉尼和温哥华航线。目前公司已成为中国至北美市场直飞航线最多的中国航企，也是国内二线城市始发至欧美澳市场国际航点覆盖最多的中国航企。

总体而言，公司与各级政府的合作，在支撑区域经济发展、拉动当地内需、拓展旅游需求的同时，加速了公司航空品牌的成长，并能够得到各地方政府在税收、政策等诸多方面的支持。2017 年及 2018 年 1~9 月，公司共计获得地方政府、民航局等国家行政单位累计 9.09 亿元和 10.10 亿元的财政补贴和

奖励，有效降低了公司航线运营风险，并提升了航线的盈利能力。

航空客运业务

公司以“差异化”为主要策略，近年国内外航线均有所增加，同时公司加大运力投资力度，且将天津航空纳入并表范围，机队规模持续扩张。2015~2017年，公司执飞航班数量分别为26.85万班次、32.27万班次和53.90万班次，年均复合增长率为41.67%；运输总周转量分别为68.20亿吨公里、84.45亿吨公里和121.66亿吨公里，年均复合增长率为33.56%；旅客运输量分别为3,860万人、4,702万人和7,169万人，年均复合增长率为36.28%；飞行总公里数分别为4.13亿公里、5.07亿公里和7.76亿公里，年均复合增长率为37.02%。2018年1~9月，公司执飞航班数量为43.41万班次，运输总周转量和旅客运输量分别为104.08亿吨公里和5,986万人，飞行总公里数为65,143万公里。

随着机队规模及航线的扩张，公司主要业务指标均保持快速增长。2015~2017年及2018年1~9月，公司航空客运业务收入分别为320.67亿元、370.33亿元、552.07亿元和486.09亿元，分别占同期营业总收入的比例分别为91.03%、91.04%、92.16%和92.85%，核心业务发展稳健。同时，随着国外航线的逐年增加，公司国外业务收入规模逐年增长，2015~2017年分别为52.07亿元、67.85亿元和103.42亿元。公司大力发展境外航线，一方面有利于减弱不断完善的高铁网络对公司航空客运业务的影响，另一方面也有利于提升公司的整体盈利水平。但值得注意的是，目前国内外航空公司对于国际航线的争夺尤为激烈，近年来航空公司面临因客座率下滑影响成本控制，进而导致航线收益下降、甚至影响原有利润的风险。中诚信证评将对公司后续航线的开通及运营情况予以持续的关注。

表 8: 2015~2018.Q3 公司主要业务指标统计

	2015		2016		2017		2018.Q3	
	数量	增减 (%)	数量	增减 (%)	数量	增减 (%)	数量	增减 (%)
可用座位公里 (万座公里)	7,511,215	10.04	9,444,154	25.73	14,084,320	49.13	12,206,193	17.67
运输总周转量 (万吨公里)	681,984	11.63	844,465	23.82	1,216,604	44.07	1,040,798	16.13
旅客运输量 (万人)	3,860	8.43	4,702	21.83	7,169	52.46	5,986	12.99
货邮总周转量 (万吨公里)	97,832	11.92	113,157	15.66	148,011	30.81	126,945	19.37
飞行总公里 (万公里)	41,315	7.96	50,714	22.75	77,571	52.96	65,143	13.43
总飞行小时 (小时)	636,824	7.15	779,520	22.41	1,231,388	57.97	1,022,863	12.44
飞行班次(班次)	268,527	3.05	322,675	20.16	538,972	67.03	434,148	8.60
飞机日利用率 (小时)	9.67	-5.75	10.07	0.4	9.31	-0.76	9.27	-0.14
货邮运输量 (万吨)	38.47	6.65	40.74	5.88	47.93	17.66	40.16	17.14
平均客座率 (%)	88.19	+1.39pts	87.83	-0.36pts	86.07	-1.76pts	85.36	-1.27pts
平均载运率 (%)	87.54	+3.94pts	87.08	-0.46pts	85.22	-1.86pts	85.56	0.38pts

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

就竞争力而言，公司目前与国内三大航空公司在机队规模方面仍存在一定差距，但公司保持安全运行24年的优秀记录，2016年荣获民航局“安全飞行五星奖”，2017年9月顺利通过由IATA组织E-IOSA增强型运行安全审计，品牌知名度和美誉

度较高，同时拥有以波音系列为主的年轻豪华机队，为旅客提供全方位无缝隙的航空服务。近三年公司主要运营效率指标（平均客座率和平均载运率）虽有所下降，但仍处于行业较高水平。

表 9：2018 年 6 月末公司与国内三大航部分经营数据

	中国国航	东方航空	南方航空	公司
收入客公里 (亿)	1,076.80	979.53	859.25	679.63
飞机日利用率 (小时)	9.54	-	9.78	9.25
乘客数量 (万人)	5,375.22	5,890.00	5,740.68	3,928.10
客座率 (%)	80.48	82.43	82.44	85.38
载运率 (%)	70.05	67.76	70.68	85.10

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

公司机票主要通过直销、代理分销和常旅客计划等形式实现销售，其中直销渠道主要包括 95339 客服电话、官网和海航集团旗下海航销售公司等，常旅客计划主要通过金鹏俱乐部实行。随着电子商务的发展和电子客票的普及，截至 2018 年 9 月末，公司直销比例和代销比例分别为 44.64% 和 55.36%，直销比重逐年提升。同时，公司将代理分销由比例提成逐渐转为固定代理费机制，代理佣金有所下降。直销占比的上升及代理费机制的转变，使得公司售票环节单票销售成本下降，对公司盈利水平产生积极影响。

表 10：公司客票销售情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
直销比例	16.88%	23.15%	36.68%	44.64%
代销比例	83.12%	76.85%	63.32%	55.36%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

枢纽基地建设方面，公司立足于海南和北京两大核心枢纽，建立了天津、重庆、昆明、广州、深圳、大连、乌鲁木齐、西安、太原、杭州、长沙等多个运营基地和航空运营站，使得公司能够构筑更加灵活、合理的航线结构，规避高铁对短途航线带来的冲击率，提高其客运业务的利润率。同时，面对三大航空公司在东部和北上广深市场的竞争，公司加大了在中西部地区的枢纽建设，目前在乌鲁木齐和西安航空市场上，市场占有率均位居第二。2016 年 9 月，公司定向增发 46.24 亿股，募集资金净额 164.04 亿元，其中 55.54 亿元用于购买天航控股有限责任公司（以下简称“天航控股”）持有的天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）48.21% 的股权，并于 2017 年 1 月完成收购，公司持有天津航空的股权比例增至 87.27%，并成为其控股股东。天津航空是目前国内第一大支线航空公

司，加上自身拥有的航线及所覆盖的城市，公司已成为国内覆盖城市最广的航空公司之一。

总体而言，目前公司机队规模在国内民航运输业中仅次于三大国有航空公司，“差异化”战略的逐步推进使其核心业务收入规模名列前茅。同时，公司机队平均机龄及客座率等重要运营指标在行内均处于领先地位，竞争优势明显，且随着国际航空客运需求的持续提升，公司未来发展前景较为广阔。

非客运业务

公司非客运业务主要包括货运业务和飞机租赁业务，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月分别实现非客运业务收入 31.58 亿元、36.45 亿元、46.97 亿元和 37.46 亿元，成为公司营业收入的一个有力补充。

国内航权开放后，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，使得我国民航运输业货运业务在运营及市场份额方面地位较为弱势。公司无专用货机，货运业务主要通过客机腹舱载货实现，2015~2017 年，公司货物及邮件载运量分别为 38.47 万吨、40.74 万吨和 47.93 万吨，同期航空货运及逾重行李收入分别为 9.71 亿元、9.51 亿元和 14.04 亿元。2018 年 1~9 月，公司货物及邮件载运量为 40.16 万吨，同比增长 17.14%，取得航空货运及逾重行李收入 12.06 亿元。从公司发展规划来看，公司短期内暂无货运业务运力投入计划，货运及邮运量的增长完全依赖于客机运力的增长。

此外，公司还向海航集团旗下其他航空公司出租飞机并收取租金，租金参照市场价格协商确定，2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月，分别实现飞机租赁收入 8.20 亿元、9.89 亿元、6.75 亿元和 5.54 亿元。

战略规划

为顺应未来民航业高速增长的发展趋势，公司制定了“全面提升公司综合竞争实力，打造航空主业核心业务平台、建设智力密集、技术领先、管理

优秀、资金雄厚并具备国际竞争力的世界级航空企业”的整体战略，倾力打造全球多基地营运，规模、运营能力、服务品质、安全运营水平居世界前列的航空公司。

1、枢纽型国际化网络战略。公司将持续推进“枢纽型网络”战略，构建“核心、支撑、辅助”三层级战略枢纽，紧密配合“一带一路”、“民航强国”等国家战略的实施，有序构建国内国际高效互动、一体化、高品质的全球航线网络，不断走向卓越。

2、BIM 管控战略。公司坚持推行股东大会领导下的“三会”治理模式，持续完善“决策、监察、执行、保障”四大管理体系，构建起特色的“产业资本+金融资本+创新资本”三位一体创新发展模式，实现渐进式与颠覆式发展的对立统一。

3、品牌优化战略。公司将优化品牌管理架构，构建统一品牌管控平台，实现强弱品牌分级管理及差异化品牌塑造；推出公务舱核心新产品，拓展中西餐高级餐饮经理+名厨合作的研发模式，推行餐饮服务模式 Dine anytime，满足机上旅客服务体验；全方位对标世界最佳 TOP10 商务舱休息室，全面提升贵宾室品质。

4、信息化管理战略。公司将持续围绕信息、保障、管控三大信息系统网，构建营销服务线、安全运行产品线、企业资源管理线等主要业务系统的信息化体系。

此外，中诚信证评关注到，因筹划重大事项，公司股票（证券代码：600221、900945，证券简称：海航控股、海控 B 股）自 2018 年 1 月 10 日开市起停牌，本次重大事项构成重大资产重组，自 2018 年 1 月 24 日开市起转入重大资产重组程序。2018 年 6 月 9 日，公司发布多个公告，宣告其重组预案已正式落地。按照重组计划，公司将以 104.78 亿元的价格收购 5 家关联公司的股权，交易将以发行股份的方式进行，此外还引进了 Temasek Fullerton Alpha Pte Ltd（淡马锡富敦投资有限公司，以下简称“淡马锡”，为新加坡主权财富基金）在内的不超过 10 名特定投资者。

公司具体收购的 5 家关联公司股权为：海航航空集团有限公司持有的海航技术 60.78% 股权、

HNA Aviation (Hong Kong) Technics Holding Co., Limited（以下简称 HNA Aviation）59.93% 股权、海南天羽飞行训练有限公司（以下简称“天羽飞训”）100% 股权，天津创鑫投资合伙企业（有限合伙）持有的重庆西部航空有限责任公司（以下简称“西部航空”）29.72% 股权，以及海航集团西南总部有限公司持有的重庆西部航空控股有限公司（以下简称“西部控股”）60% 股权，交易作价分别为 33.37 亿元、23.45 亿元、5.21 亿元、24.69 亿元和 18.06 亿元。本次交易之前，公司已持有海航技术 39.22% 股份和西部航空 28.43% 股权，在其他三家标的公司则不持有股份。若上述交易完成，海航技术、天羽飞训将成为公司的全资子公司；HNA Aviation、西部航空、西部控股成为其控股子公司，公司持股比例分别为 59.93%、94.46%、60%。但上述交易的正式方案尚需公司董事会、股东大会审议通过，并需取得海南省国资委的批准；其中购买西部航空 29.72% 股权尚需取得民航局西南管理局批准，向海航西南总部购买西部控股 60.00% 股权的事项也尚待西部控股其他股东重庆渝富资产管理集团有限公司放弃优先购买权；此外，上述重大资产重组还须经中国证监会并购重组委审核通过，并经中国证监会核准。若上述重大资产重组后期顺利落地，公司股东大会将完成对董事会的改选，其控股股东将由大新华航空及其一致行动人变更为海航航空集团及其一致行动人，实际控制人将由海南省国资委变更为海南省慈航公益基金会。

同时，公司拟以询价方式向包括淡马锡在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过 70.34 亿元。

2018 年 11 月 9 日，公司发布公告称，自筹划本次重大资产重组事项以来，公司与有关各方积极推动本次重大资产重组的各项工作。经公司经营管理层慎重考虑，鉴于目前宏观环境变化以及国内证券市场波动影响，继续推进本次重大资产重组事项面临一定的不确定性因素。公司经过充分论证，认真听取各方意见，并与相关方充分沟通后，从保护公司全体股东及公司利益的角度出发，经审慎研究，拟终止本次重大重组事项。

此外，公告称，根据公司与相关各方于 2018 年 6 月 8 日分别签署的附条件生效的《发行股份购买资产协议》、《盈利预测补偿协议》及《股票认购协议》的相关条款，鉴于现行条件无法达成该等协议，且该等协议已不具备生效条件，因此该等协议自本次董事会审议通过重组终止事项起即终止，不涉及违约处理。公司目前各项业务经营情况正常，终止本次重大资产重组不会对公司经营业绩和财务状况产生重大的不利影响。

总的来看，公司战略主要围绕航线建设、服务提升和成本控制进行，通过拓展航线和提升服务水平，在提升公司品牌的同时促进业务规模的增长；严格的成本控制则有利于公司盈利水平的提升。

公司治理

治理结构

根据《公司法》、《公司章程》、《证券法》和其他有关法律、法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。董事会内部按照功能分别设立了战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及审计委员会，并制定了相关的工作细则，以规范董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善公司治理结构，促进董事会科学、高效决策。

公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长 1 名副董事长若干名。公司独立董事了解公司生产经营情况、财务情况，独立参与董事会的决策，对需要由独立董事发表意见的事项，发表独立意见，在董事会决策和经营管理中发挥了独立的作用。总体上看，公司已建立了科学有效的职责分工和制衡机制，高管人员和董事会之间的责任、授权和报告关系明确，法人治理结构较为完善，内部管理较为规范。

内部控制

公司采取职能式的管理结构，股东大会是公司

最高权力机构；董事会对股东大会负责，直接领导由首席执行官、总裁、副总裁等组成的经营管理团队。公司实行总经理负责制，设立运行控制部、维修工程部、财务部、市场销售部、飞行部、客舱与地面服务部、安全监察部、采购部、人力资源部、货运部和保卫部等职能部门。同时为适应管理需要，公司建立了涉及预算、财务、投资、融资、关联交联、对外担保等覆盖公司日常经营各环节的规章制度，为公司发展奠定了良好基础。

预算管理方面，公司建立并实施全面预算管理，制定了《公司全面预算管理办法》以及《公司资金预算管理办法》，实施严格的预算监督和通报制度，定期对财务状况、经营成果、现金流量等主要经营目标或事项进行管理分析。

资金管理方面，公司以规避资金使用风险，提高资金使用效益为核心目标，制定了《资金管理规定》。同时，公司借助财务公司的结算系统建立了内部资金结算平台，以提升公司的资金集中管理能力，提高资金管理效率，降低资金成本。

投资管理方面，投资额低于 5,000 万元的建设项目由各项目负责单位（或申请单位）编制项目建议书上报公司审批。投资额规模在 5,000 万元以上的大中型项目，先由项目的负责单位（或申请单位）向公司财务部及相关部门报送项目建议书及其它资料，经公司审查后编制项目建议书报送国家有关部门，由国家有关部门审批。

对外担保方面，公司只为公司成员单位提供融资担保，未经公司董事会授权，公司及子公司不得对公司以外的单位提供融资担保。原则上，只有公司下属子公司能要求公司为其提供担保，孙公司及更低层次的公司不得越级向公司提出担保要求。对合营、合资、合作等子公司经营性融资，一般不提供担保，特殊情况需经公司董事会同意。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，对关联交易的决策原则、权限、程序等作出了明确具体的规定；制定了《严格控制与控股股东及其他关联方资金往来的规定》，严格限制控股股东及其他关联方对公司资金的经营性占用，禁止控股股东及其他关联方对公司资金的非经营性占用。

同时，为进一步加强对公司关联交易的管理及控制，公司制定了《关联交易管理实施细则（试行）》，并严格按照细则要求定期检查公司日常关联交易的履行情况。

安全方面，公司确立了政策、风险管理、安全保证及安全促进作为安全管理体系建设的四大方面，各部门围绕公司安全政策，积极运用安全保证中的各种工具，持续在运行体系中寻找潜在的危险源，进行前置性风险管理，从而达到既定的安全目标。为此公司制定了《安全管理类手册》、《运行总手册》、《服务质量类手册》、《安保手册》、《飞行类手册》、《工程类手册》、《运行控制类手册》等一系列相关手册以保证公司的安全运营。但航空公司飞行安全受气压、大气密度、能见度等不可控气象因素影响较大，飞行事故或事件的出现不仅将导致受损飞机的修理、造成飞机暂时停运或永久退役，还将对公司的声誉造成不利影响，降低公众对公司的飞行安全的信任程度，从而对公司的业务和经营业绩造成负面影响。

总体看，公司较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

以下分析基于公司经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年三季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

近年来公司机队规模持续扩张，规模优势明显，加之于 2017 年完成对天津航空的收购，资产规模逐年增长。2015~2017 年末，公司总资产分别为 1,253.81 亿元、1,481.44 亿元和 1,973.48 亿元，年均复合增长率为 25.46%。从负债规模来看，2015~2017 年末，公司负债总额分别为 868.17 亿元、802.68 亿元和 1,233.91 亿元，其中 2016 年公司成功发行 25 亿元永续中票和完成 46.24 亿股定向增发

（募集资金净额为 164.04 亿元），置换部分融资成本较高的募投项目融资，使得当年末债务规模较上年末有所下降；2017 年公司收购天津航空，加之短期融资需求的提升，年末总负债规模同比增长 53.72%。自有资本方面，近年来，得益于历年经营盈余的留存、永续中票的发行、定向增发的完成以及对天津航空的吸收合并，公司自有资本实力逐年提升，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 385.64 亿元、678.76 亿元和 739.57 亿元，年均复合增长率为 38.48%。2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 69.24%、54.18% 和 62.52%；总资本化比率分别为 65.35%、48.61% 和 57.23%，2017 年财务杠杆水平有所提升。截至 2018 年 9 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 1,879.19 亿元、1,144.08 亿元和 735.11 亿元；同期，公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.88% 和 54.88%。整体来看，公司财务杠杆水平在国内民航行业内处于较为合理的范围。

表 11：截至 2018 年 9 月末国内四大航企资本结构比较表

	单位：亿元、%		
	资产总额	负债总额	资产负债率
中国国航	2,525.79	1,492.91	59.11
东方航空	2,396.15	1,778.99	74.24
南方航空	2,489.35	1,693.19	68.02
海航控股	1,879.19	1,144.08	60.88

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2015~2017 年末非流动资产占总资产的比重分别为 81.22%、80.06% 和 78.16%。截至 2017 年末，公司非流动资产合计 1,542.46 亿元，主要包括可供出售金融资产 212.26 亿元、长期股权投资 222.74 亿元、固定资产 739.08 亿元、在建工程 149.49 亿元和其他非流动资产 91.70 亿元。受收购天津航空影响，公司 2017 年末各资产科目金额变动较大，具体来看：受合并天津航空可供出售权益性工具增加影响，公司当年末可供出售金融资产同比增长 126.56%，其中按成本法计量的权益工具 68.71 亿元主要为对海航机场集团有限公司、海航通航投资有限公司等企业的股权投资；按公允价值计量的权益工具 50.75 亿元投资对象包括天津滨海农村商业

银行、中国民航信息网络股份有限公司及国银租赁有限公司等；其他可供出售金融资产 92.79 亿元主要为基金投资。2017 年末公司长期股权投资同比增长 16.93%，当年新增投资对象包括成都神鸟航空有限公司、扬航投资控股有限公司、海航集团财务公司和天津航空物流发展有限公司等，投资对象集中于航空运输及相关领域。公司固定资产主要为飞机及发动机、房屋建筑物、高价周转件、运输工具和器具设备等，2017 年末规模同比增长 27.23% 至 739.08 亿元；在建工程主要为飞机预付款及基建成本，2017 年末规模同比增长 29.81% 至 149.49 亿元。2017 年末公司流动资产合计 431.02 亿元，主要包括货币资金 363.91 亿元、应收账款 21.97 亿元、预付款项 17.60 亿元和其他流动资产 4.37 亿元，其中货币资金主要为银行存款及其他货币资金，其他货币资金为定期存款和各类保证金（共计 45.03 亿元），并表范围的扩大使得公司当年末货币资金同比增长 68.55%；2017 年末应收账款和预付款项同比分别增长 82.80% 和 79.54%；随着理财产品的到期赎回，2017 年末公司其他流动资产同比大幅下滑 89.22%。

截至 2018 年 9 月末，公司非流动资产和流动资产分别为 1,488.55 亿元和 390.65 亿元，占资产总额的比例分别为 79.21% 和 20.79%。流动资产方面，公司期末货币资金、预付款项和其他应收款规模分别为 324.86 亿元、13.07 亿元和 18.58 亿元，受当期归还部分债券以及经营性款项影响，公司期末货币资金较上年末减少 25.72%。同期末，公司非流动资产包括可供出售金融资产 206.85 亿元、长期股权投资 192.21 亿元、投资性房地产 107.08 亿元、固定资产 727.95 亿元、在建工程 132.68 亿元、长期待摊费用 15.79 亿元和其他非流动资产 96.58 亿元，受 Azul 航空股权全部转让影响，公司期末长期股权投资较上年末下降 13.71%。

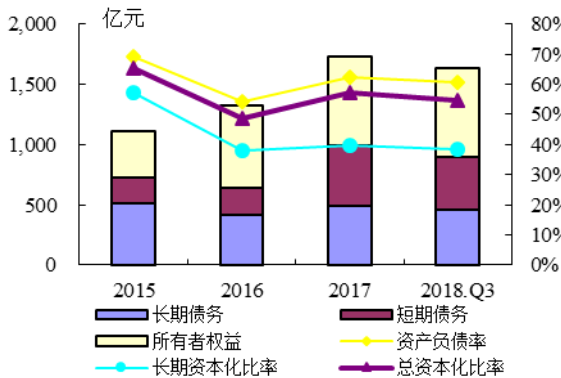
负债方面，近三年公司流动负债占总负债的比重分别为 34.24%、40.96% 和 55.25%。2017 年末，公司流动负债合计 681.78 亿元，其中短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债分别为 239.07 亿元、93.40 亿元、20.45

亿元、172.15 亿元和 69.90 亿元。并表范围的扩大以及短期融资需求的增长致公司 2017 年末短期借款规模同比增长 202.36%；应付账款包括应付飞机及发动机维修费、起降费、航油费和经营租赁飞机租金等，同比增长 98.58%；随着部分长期借款及长期应付款的临近到期，公司年末一年内到期的非流动负债规模同比增长 27.43%；其他应付款同比增长 98.09%，包括应付押金及各项基金和应付关联方代垫款项等，2017 年公司合并天津航空，使得该科目年末余额大幅增长；其他流动负债均为期限在 180 天~270 天不等的短期融资券，债券利率在 3.00%（发行日期为 2016 年 10 月 14 日）~8.20%（发行日期为 2017 年 11 月 30 日）之间。2017 年末公司非流动负债合计 552.13 亿元，主要包括长期借款 289.93 亿元、应付债券 108.07 亿元和长期应付款 89.82 亿元，其中长期借款系公司取得的长期银行借款；应付债券包括公司发行的公司债券、美元债券、中期票据以及非公开定向债务融资工具等。在当前人民币汇率持续波动的情况下，中诚信证评关注公司面临的汇兑损失风险。2017 年末公司长期应付款主要系于 2015 年设立的 BSP 票款债权资产支持专项计划（截至 2017 年末发行金额为 59.6 亿元，期限为 22~58 个月，年利率期间为 4.30%~7.55%，当年末该专项计划余额为 55 亿元）、子公司于 2015 年以 BSP 客票收益权作为主要基础资产非公开发行的资产支持票据 20 亿元（期限为 1~5 年，利率期间为 6.80%~8.20%，由海航集团有限公司为差额支付部分提供不可撤销的无条件的连带责任保证担保，截至当年末该资产支持票据的余额为 12 亿元），以及应付融资租赁款。

截至 2018 年 9 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 625.44 亿元和 518.65 亿元，占当期负债总额的比例分别为 54.67% 和 45.33%。流动负债方面，公司期末短期借款、应付账款及应付票据、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债分别为 234.51 亿元、94.70 亿元、40.51 亿元、35.62 亿元、198.73 亿元和 5.00 亿元，2018 年公司偿付部分经营性款项，期末应付账款及应付票据较上年同期下滑 16.48%；同时公司归还部分

短期融资券,使得期末其他流动负债较上年同期下滑 92.85%。公司当期末非流动负债包括长期借款 291.06 亿元、应付债券 98.05 亿元、长期应付款 66.54 亿元和递延所得税负债 52.22 亿元。

图 6: 2015~2018.Q3 公司资本结构情况

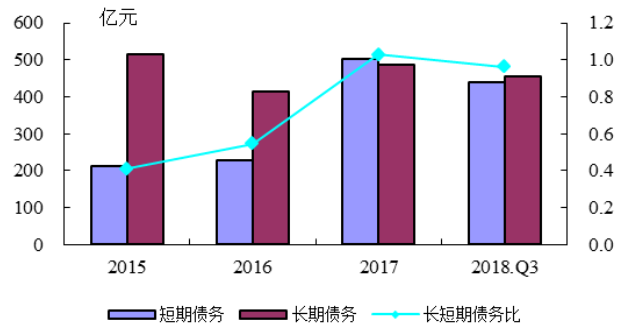


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2015~2017 年末, 公司总债务分别为 727.27 亿元、642.11 亿元和 989.43 亿元, 机队规模的增长使得公司资金需求量增加, 2015 年和 2016 年公司成功发行永续中票和完成定向增发, 置换部分债务, 总债务规模持续下降; 但 2017 年公司完成对天津航空的收购, 当年末总债务规模同比增幅达到 54.09%。从债务期限结构来看, 近三年末公司短期债务分别为 211.93 亿元、227.05 亿元和 501.60 亿元, 同期长期债务分别为 515.34 亿元、415.06 亿元和 487.82 亿元, 长短期债务比分别为 0.41 倍、0.55 倍和 1.03 倍。截至 2018 年 9 月末, 公司总债务为 894.26 亿元, 长短债务比为 0.96 倍。总的来看, 2018

年以来公司债务规模收缩明显, 但整体仍处于较高水平, 面临一定的即期偿付压力。

图 7: 2015~2018.Q3 公司长短期债务情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体而言, 在机队规模持续增加以及并表范围扩大的影响下, 公司近三年总资产规模持续扩张。作为民航运输业企业, 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, 但 2018 年以来公司债务规模收缩明显, 中诚信证评对公司面临的财务负担及投融资压力情况予以关注。

盈利能力

受益于机队规模的扩张及差异化竞争带来的航线增长, 公司航空运输业务量保持稳定增长, 加之天津航空的并表, 公司营业总收入逐年增长。2015~2017 年, 公司分别实现营业总收入 352.25 亿元、406.78 亿元和 599.04 亿元。2018 年 1~9 月, 公司实现营业总收入 523.55 亿元, 同比增长 15.88%。

表 12: 2015~2018.Q3 公司营业总收入结构及毛利率情况

科目明细	2015		2016		2017		2018.Q3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
主营业务收入	330.77	24.27	380.37	19.82	567.26	10.13	498.86	10.18
其中: 航空客运收入	320.67	24.18	370.33	19.71	552.07	9.95	486.09	10.06
航空货运及逾重行李收入	9.71	24.18	9.51	19.71	14.04	9.84	12.06	10.06
其他	0.39	100.00	0.53	100.00	1.15	100.00	0.71	100.00
其他业务收入	21.48	67.07	26.41	67.27	31.78	74.35	24.65	60.75
营业总收入\综合毛利率	352.25	26.88	406.78	22.91	599.04	13.54	523.55	12.57

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

盈利方面, 2015~2017 年公司营业毛利率分别为 26.88%、22.91%和 13.54%。2015 年, 营业毛利率提升主要受益于航油价格的走低; 2016 年, 航油

价格虽有所上涨, 但仍保持低位运行, 但随着起降成本、租金费用、飞发维修及航材消耗费, 以及人工成本的大幅增长, 当期营业毛利率下降 3.97 个百

分点。2017年，随着航油价格的持续上涨，加之天津航空纳入合并范围后导致盈利水平相对较低的国内业务占比提升，当期公司营业毛利率下滑至13.54%。2018年以来，国际燃油价格仍保持上涨态势，公司营业毛利率进一步下滑0.97个百分点，为12.57%。总的来看，公司盈利水平受航油价格走势影响较大，国际原油市场的供求关系、地缘政治等诸多因素都将对航油价格产生重大影响，中诚信证评将对航油价格趋势及对公司盈利能力的影响予以持续关注。

表 13：2018 年 9 月末国内民航企业盈利指标比较表

	单位：亿元、%	
	营业总收入	毛利率
中国国航	1,028.80	18.28
东方航空	878.78	15.32
南方航空	1,088.89	13.55
海航控股	523.55	12.57

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，受天津航空并表影响，2017年公司销售费用和管理费用均有所增长。公司销售费用24.61亿元主要为机票代理手续费、电脑订座费和工资、奖金及福利等，2015年以来公司加大直销力度，同时将代理分销由比例提成逐渐转为固定代理费机制，2015~2016年机票代理手续费的下降使得近两年销售费用规模下降，2017年收购天津航空后，机票代理手续费支出较大，但其在销售费用的占比由上年的42.52%小幅下降至42.14%；管理费用14.18亿元主要为折旧、工资、奖金及福利和其他费用，受天津航空并表影响，公司管理人员增加导致薪酬规模增长，管理费用保持增长；财务费用21.01亿元主要为利息支出和汇兑损益，公司拥有较大规模的外币金融负债和外部金融资产，2015年以来人民币兑美元的持续贬值导致公司2015年和2016年分别发生汇兑损失18.70亿元和21.42亿元，2017年人民币的升值使得公司当年取得汇兑净收益20.95亿元，当年财务费用同比大幅回落。鉴于人民币汇率波动对公司财务成本的控制将产生持续的影响，中诚信证评对其汇兑风险保持长期关注。2015~2017年，公司期间费用分别为74.73亿元、72.31亿元和59.80亿元，三费收入占比分别为

21.21%、17.78%和9.98%。2018年1~9月，公司期间费用合计76.54亿元，销售费用、管理费用和财务费用分别为18.27亿元、12.79亿元和45.48亿元，2018年下半年以来，人民币大幅贬值，当期净汇兑损失为14.20亿元（上年同期为净汇兑收益13.85亿元），加之利息支出规模的增长，当期公司发生费用化利息支出36.37亿元，财务费用同比涨幅达109.38%，三费收入占比提高至14.63%，对当期盈利造成较大的不利影响。

表 14：2015~2018.Q3 公司三费分析

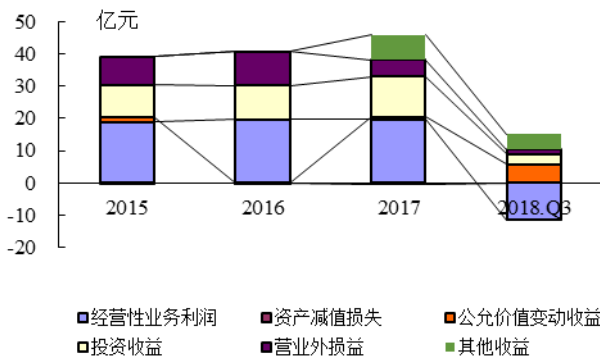
	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	19.87	17.82	24.61	18.27
管理费用	8.41	9.27	14.18	12.79
财务费用	46.45	45.22	21.01	45.48
三费合计	74.73	72.31	59.80	76.54
营业总收入	352.25	406.78	599.04	523.55
三费收入占比	21.21	17.78	9.98	14.62

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、投资收益和营业外损益构成。2015~2017年公司经营性业务利润分别为18.92亿元、19.67亿元和19.72亿元，系利润的主要来源；同期公司取得投资收益9.78亿元、10.60亿元和12.43亿元；营业外损益分别为8.79亿元、10.58亿元和5.14亿元，其中营业外收入主要为政府补助收入，2017年公司将航线补贴及税费返还等共计7.81亿元计入其他收益，营业外收益主要为其他财政补贴1.28亿元和合并天津航空产生的负商誉3.04亿元。近三年公司利润总额分别为39.14亿元、40.62亿元和48.10亿元。2018年1~9月，毛利率水平的下滑以及财务费用的激增使得公司当期经营性业务利润为-11.46亿元，同期，公允价值变动收益、投资收益、营业外损益和其他收益分别为5.88亿元、3.04亿元、1.35亿元和8.91亿元，其公允价值变动收益来源于信托财产收益及投资性房地产，其他收益主要为航线补贴，公司当期利润总额为10.51亿元。近三年及一期，公司净利润分别为32.57亿元、34.10亿元、38.82亿元和7.72亿元，同期所有者权益收

益率分别为 8.45%、5.02%、5.25% 和 1.40%¹，整体盈利能力表现趋弱。

图8：2015~2018.Q3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，受益于机队规模的扩张及差异化竞争带来的航线增长，公司航空运输业务收入规模持续增长。2016年以来航油价格的反弹使得公司航油成本逐年走高，公司营业毛利率持续回落，加之2018年下半年以来人民币大幅贬值，公司成本费用支出压力加大，盈利能力及盈利规模下滑明显。总体而言，航油价格走势以及汇率波动对公司境外采购、运营成本及期间费用产生的影响仍值得长期关注。

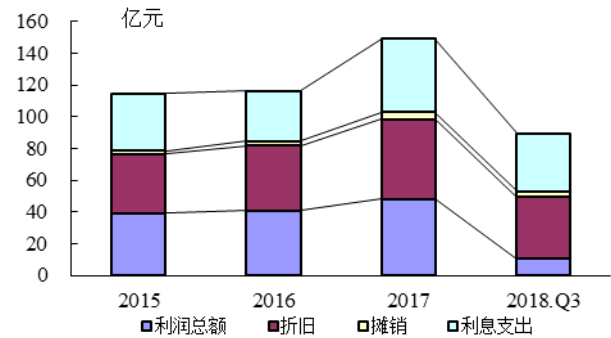
偿债能力

2015~2017年末及2018年9月末，公司总债务分别为727.27亿元、642.11亿元、989.43亿元和894.26亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.41倍、0.55倍、1.03倍和0.96倍。总体来看，公司债务规模较大，面临一定的即期偿付压力。

获现能力方面，公司EBITDA主要由折旧、利息支出和利润总额构成，2015~2017年分别为114.65亿元、116.09亿元和149.13亿元，2017年以来利润总额的扩大推动公司EBITDA表现持续向好。但合并天津航空后，公司总债务规模相应扩张，近三年公司总债务/EBITDA分别为6.34倍、5.53倍和6.63倍；EBITDA利息倍数分别为2.71倍、3.09倍和2.95倍。2018年1~9月，公司EBITDA为89.47亿元，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍

数分别为7.50倍和2.38倍。总体来看，公司EBITDA仍能够对债务本息形成一定的保障。

图9：2015~2018.Q3公司EBITDA变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2015~2017年公司经营活动净现金流分别为125.36亿元、122.87亿元和129.60亿元，2015年，随着航油价格的下降，公司盈利能力增强，同时预付航油款减少，当期经营活动现金流量同比大幅增长108.78%；2016年，公司业务规模增长，但由于采购付款和税费支付规模增幅较大，当年公司经营活动净现金流规模小幅下降；2017年公司经营性现金流净额同比增长5.48%。2018年1~9月，受航油价格上涨影响，公司当期成本支出大幅增加，加之支付较大规模上年经营性应付款项，当期经营活动产生的净现金流同比大幅下滑至38.39亿元，同比下滑55.85%。2015~2017年，公司经营活动净现金/总债务分别为0.17倍、0.19倍和0.13倍；经营活动净现金/利息支出分别为2.96倍、3.27倍和2.57倍，公司经营性现金流对债务本息的覆盖能力尚可。2018年1~9月，公司经营活动净现金流/利息支出为1.02倍；当期，公司偿付部分银行贷款以及债券，导致筹资活动净现金流为净流出126.57亿元。

¹ 该指标数值经过年化处理

表15: 2015~2018.Q3公司偿债指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
长期债务 (亿元)	515.34	415.06	487.82	455.65
总债务 (亿元)	727.27	642.11	989.43	894.26
资产负债率 (%)	69.24	54.18	62.52	60.88
总资本化比率 (%)	65.35	48.61	57.23	54.88
EBITDA (亿元)	114.65	116.09	149.13	89.47
EBITDA 利息倍数 (X)	2.71	3.09	2.95	2.38
总债务 / EBITDA (X)	6.34	5.53	6.63	7.50*
经营活动净现金 / 利息支出 (X)	2.96	3.27	2.57	1.02
经营活动净现金 / 总债务 (X)	0.17	0.19	0.13	0.06*

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理
注: 其中带“*”项目经年化处理

重要承诺事项, 截至 2018 年 9 月末, 公司已签约尚不必在资产负债表列示的资本支出承诺 (购买飞机、股权投资和其他固定资产投资) 合计 495.30 亿元。

受限资产方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司受限资产账面价值共计 577.84 亿元, 占期末总资产的 30.75%。

表 16: 截至 2018 年 9 月末公司受限资产情况

项目	受限原因	账面价值
货币资金	长短期借款的质押金或保证金	75.51
投资性房地产	长期借款及关联方借款抵押物	49.06
固定资产	长短期借款及关联方借款抵押物	446.58
在建工程	长期借款抵押物	5.83
无形资产	长期借款及关联方借款抵押物	0.86
合计	-	577.84

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

过往债务履约方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司无逾期未偿还银行贷款的情况。

或有负债方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司未清担保余额为 47.95 亿元, 占期末净资产的 6.52%。公司担保对象主要为海航航空集团有限公司 (2.90 亿元)、金鹏航空股份有限公司 (2.92 亿元)、大新华航空有限公司 (20.48 亿元) 等关联企业, 其中, 海航航空集团有限公司为海航集团旗下航空业的主要投资管理平台, 主要通过子公司开展业务, 包

括航空客运和航空产业链两大服务板块; 金鹏航空有限公司主要从事国内外航空客运及货运业务; 大新华航空有限公司持有公司 24.33% 股权, 是公司第一大股东, 被担保方主要财务数据如下表所示。

表17: 截至2017年末公司主要被担保方财务数据

被担保方	总资产	净资产	营业收入	净利润
海航航空集团有限公司	1,336.62	632.85	554.71	13.42
金鹏航空股份有限公司	118.45	61.28	33.36	0.36
大新华航空有限公司	2,273.86	771.74	603.61	33.32

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与国家开发银行、中国进出口银行及国内各商业银行保持良好的长期合作关系, 间接债务融资能力较强。截至 2018 年 9 月末, 公司获得银行授信额度 1,004.75 亿元, 其中未使用额度 244.05 亿元。同时, 公司系上市公司, 且能够通过定向增发及发行中期票据、公司债券和美元债券等债务融资工具进行直接融资, 具备较强的财务弹性。

总体而言, 近年来国内航空运输业景气度较高, 公司航空业务收入规模持续扩张, 同时, 公司通过收购天津航空, 实现了资产规模稳步提升, 长短期债务置换使其短期偿债压力得以缓解, 财务结构稳健, 整体偿债能力极强。但中诚信证评也关注到, 2016 年以来, 国际航油价格进入上升通道, 加之人民币汇率的持续波动, 导致公司运营面临的不确定性因素加大, 此外, 公司未来仍存在较大的资本性支出需求, 未来公司仍面临一定的经营及资金压力。

递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设公司延期支付利息权, 除非发生强制付息事件, 本期债券的每个付息日, 公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受任何递延支付利息次数的限制; 前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的, 公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

首个周期的票面利率将由发行人与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由发行人确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

根据递延支付利息条款，利息递延不属于发行主体未能按照约定足额支付利息的行为，但若发行主体行使递延付利权，中诚信证评将对其经营、管理和财务状况持续予以关注；同时，考虑到本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设定保证了本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

结 论

综上，中诚信证评评定海南航空控股股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“海南航空控股股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第五期）”信用级别为 **AAA**。

关于海南航空控股股份有限公司 公开发行2018年可续期公司债券（第五期）的跟踪评级安排

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。

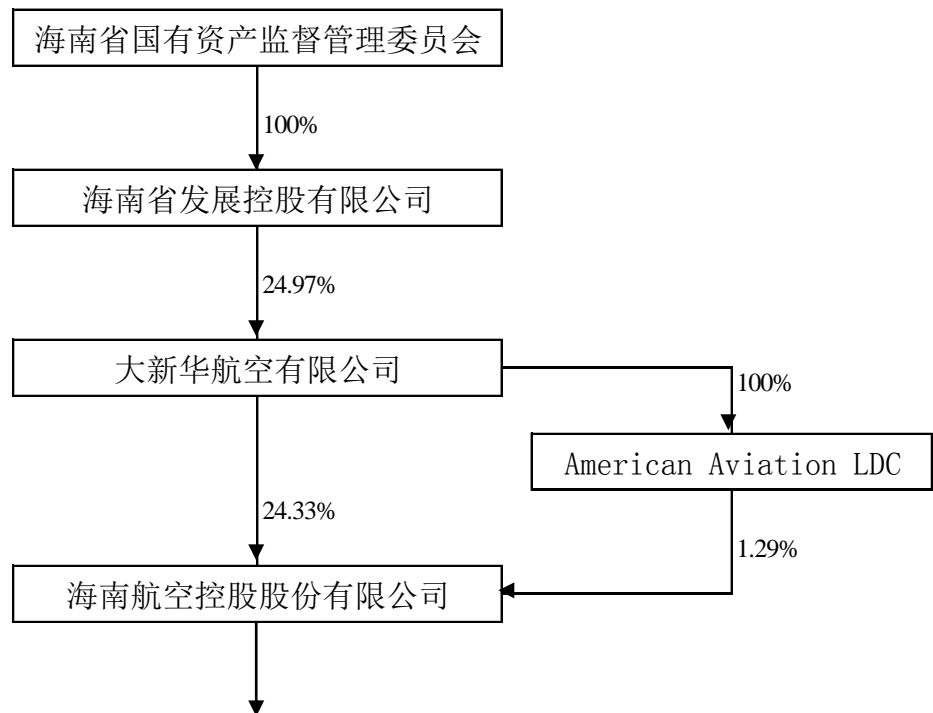
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

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根据监管要求或约定在本公司网站（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不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

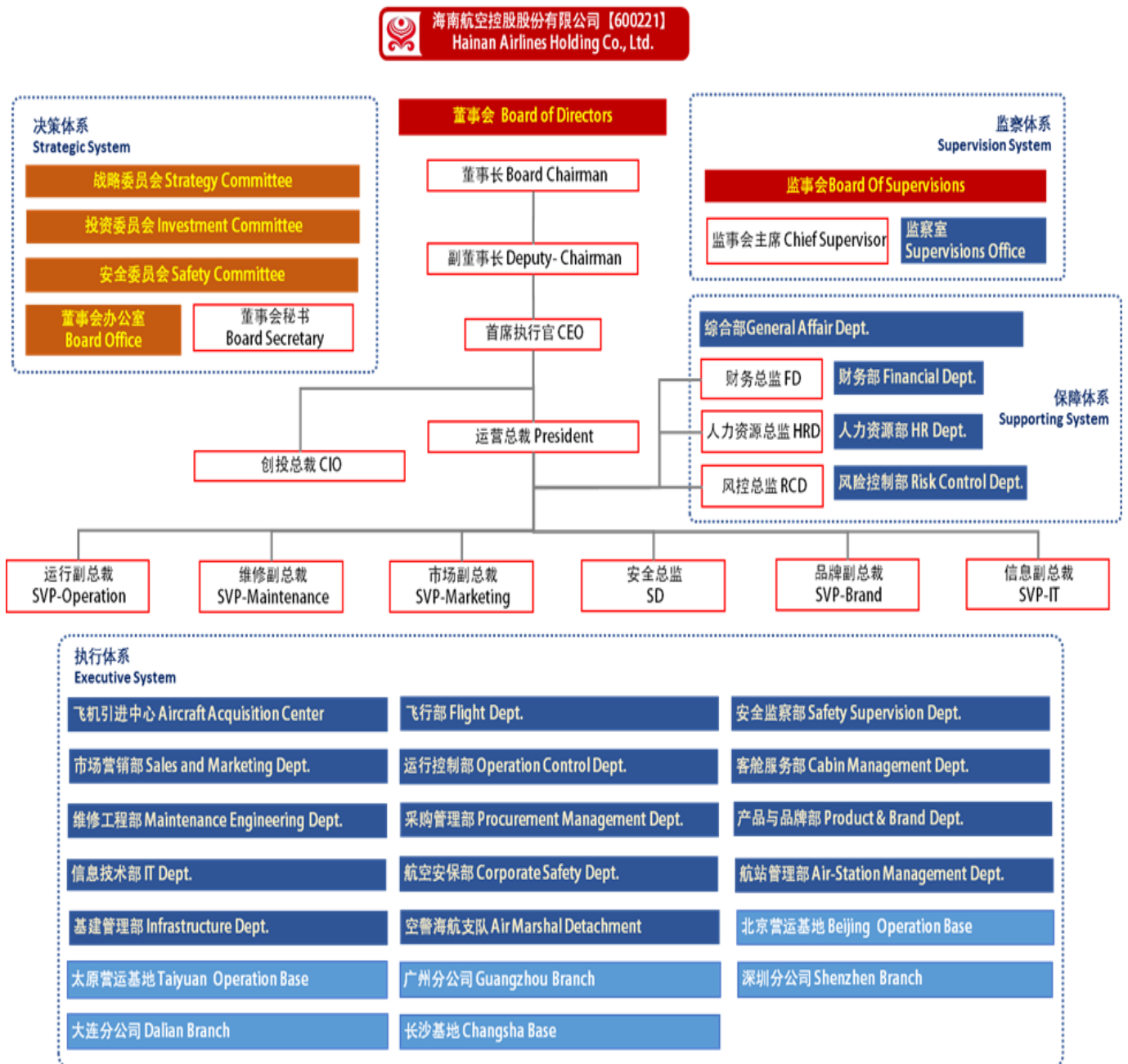
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：海南航空控股股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



合并范围内二级控股子公司	持股比例 (%)	合并范围内二级控股子公司	持股比例 (%)
中国新华航空集团有限公司	61.74	云南祥鹏航空有限责任公司	73.48
山西航空有限责任公司	100.00	海南航空（香港）有限公司	100.00
长安航空有限责任公司	71.34	海南福顺投资开发有限公司	100.00
北京科航投资有限公司	95.00	福州航空有限责任公司	65.22
乌鲁木齐航空有限责任公司	86.32	天津航空有限责任公司	87.27
广西北部湾航空有限责任公司	70.00	布鲁塞尔 SODE	100.00
海南金鹿航空销售有限公司	95.00	深圳天同和创股权投资基金管理有限公司	100.00
海南航空（香港）商贸有限公司	100.00		

附二：海南航空控股股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：海南航空控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	1,869,345.20	2,159,082.30	3,639,128.70	3,248,617.00
应收账款净额	71,024.60	120,162.00	219,651.10	244,928.30
存货净额	3,584.30	2,094.70	25,447.00	21,383.00
流动资产	2,355,078.50	2,953,924.00	4,310,229.40	3,906,460.20
长期投资	1,843,355.90	2,841,831.40	4,350,045.30	3,990,655.20
固定资产合计	7,944,854.90	7,964,257.30	9,893,712.00	9,677,052.60
总资产	12,538,122.70	14,814,401.70	19,734,788.80	18,791,945.40
短期债务	2,119,348.00	2,270,492.40	5,016,043.40	4,386,035.30
长期债务	5,153,385.20	4,150,619.80	4,878,247.10	4,556,547.50
总债务	7,272,733.20	6,421,112.20	9,894,290.50	8,942,582.80
总负债	8,681,678.50	8,026,786.00	12,339,056.90	11,440,849.70
所有者权益（含少数股东权益）	3,856,444.20	6,787,615.70	7,395,731.90	7,351,095.70
营业总收入	3,522,543.90	4,067,813.00	5,990,394.80	5,235,536.10
三费前利润	936,406.80	919,719.20	795,191.20	650,792.30
投资收益	97,815.30	106,031.30	124,273.80	30,389.50
净利润	325,725.10	341,014.40	388,174.60	77,175.10
EBITDA	1,146,458.20	1,160,882.70	1,491,307.90	894,666.20
经营活动产生现金净流量	1,253,646.70	1,228,708.90	1,296,013.40	383,911.70
投资活动产生现金净流量	-780,794.40	-1,834,352.60	-942,698.20	186,504.00
筹资活动产生现金净流量	-684,322.50	1,078,817.30	816,387.10	-1,265,741.90
现金及现金等价物净增加额	-199,779.70	483,608.00	1,168,429.60	-695,326.20
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	26.88	22.91	13.54	12.57
所有者权益收益率（%）	8.45	5.02	5.25	1.40*
EBITDA/营业总收入（%）	32.55	28.54	24.89	17.09
速动比率（X）	0.79	0.90	0.63	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.19	0.13	0.06*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.59	0.54	0.26	0.12*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.96	3.27	2.57	1.02
EBITDA 利息倍数（X）	2.71	3.09	2.95	2.38
总债务/EBITDA（X）	6.34	5.53	6.63	7.50*
资产负债率（%）	69.24	54.18	62.52	60.88
总资本化比率（%）	65.35	48.61	57.23	54.88
长期资本化比率（%）	57.20	37.95	39.74	38.27

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；带“*”财务指标已经年化处理；2、中诚信证评在计算相关债务指标时将“其他流动负债”、“长期应付款”分别纳入短期债务和长期债务，并计算相关指标。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。