

信用等级公告

联合〔2020〕3070号

山东航空股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东航空股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）进行综合分析和评估，确定：

山东航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山东航空股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东航空股份有限公司

公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一：5 年（3+2）

品种二：5 年

品种三：7 年（5+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 9 月 17 日

分析师

张婧茜 登记编号（R0040218040014）

郭雄飞 登记编号（R0040220010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东航空股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东航空集团有限公司（以下简称“山航集团”）下属唯一的航空运输业务运营主体，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势，得到了各级政府及股东的有力支持。同时，联合评级也关注到公司实际债务负担较重以及受新冠肺炎疫情影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

居民收入的持续提高和相关行业政策为中国民航运输业的持续发展提供了保障。随着公司基地建设的逐步完善和航线网络布局的优化，公司将保持在区域内的优势地位，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **区域竞争优势。**公司作为山航集团下属唯一的航空运输业务运营主体，机队规模不断扩大，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势。

2. **外部支持力度大。**公司持续得到国家和地方政府及股东中国国际航空股份有限公司在补贴和运营管理等方面的有力支持。

关注

1. **实际债务负担较重。**公司机队中经营租赁比例大，2021 年起执行新租赁准则后，公司整体债务指标将有所上升，实际债务负担较重；公司存在一定规模的外币债务，其融资成本受到汇率波动影响。

2. 新冠肺炎疫情短期内对公司经营产生冲击。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输业产生较大冲击，公司的客货运输量及相关收入短期内大幅下降，联合评级将持续关注新冠肺炎疫情对公司客货运输业务的影响及后续客货运输需求的恢复情况。

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
合并口径				
资产总额（亿元）	133.51	165.64	173.93	182.64
所有者权益（亿元）	42.53	44.71	51.74	36.02
长期债务（亿元）	21.02	34.27	20.59	32.93
全部债务（亿元）	27.20	44.54	36.38	66.65
营业收入（亿元）	164.85	187.66	189.90	41.91
利润总额（亿元）	6.51	4.62	4.81	-17.38
EBITDA（亿元）	16.86	15.01	16.28	--
经营性净现金流（亿元）	18.70	24.50	26.30	-18.98
营业利润率（%）	10.12	8.43	9.35	-31.44
净资产收益率（%）	12.12	7.96	7.49	--
资产负债率（%）	68.14	73.01	70.26	80.28
全部债务资本化比率（%）	39.01	49.90	41.28	64.92
流动比率（倍）	0.45	0.38	0.29	0.36
EBITDA全部债务比（倍）	0.62	0.34	0.45	--
EBITDA利息倍数（倍）	15.03	8.72	9.45	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.56	0.50	0.54	--
公司本部（母公司）				
资产总额（亿元）	133.95	165.62	173.94	182.94
所有者权益（亿元）	42.28	44.24	51.13	35.43
全部债务（亿元）	27.20	44.54	36.38	66.65
营业收入（亿元）	164.59	187.36	189.63	41.77
利润总额（亿元）	6.37	4.32	4.64	-17.35
资产负债率（%）	68.44	73.29	70.60	80.63
全部债务资本化比率（%）	39.15	50.17	41.57	65.29
流动比率（倍）	0.45	0.37	0.28	0.35

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款中的有息部分纳入长期债务计算，将一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期应付职工薪酬从短期债务中剔除，将其他流动负债中的有息部分和交易性金融负债纳入短期债务计算；3. 2020年1-6月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

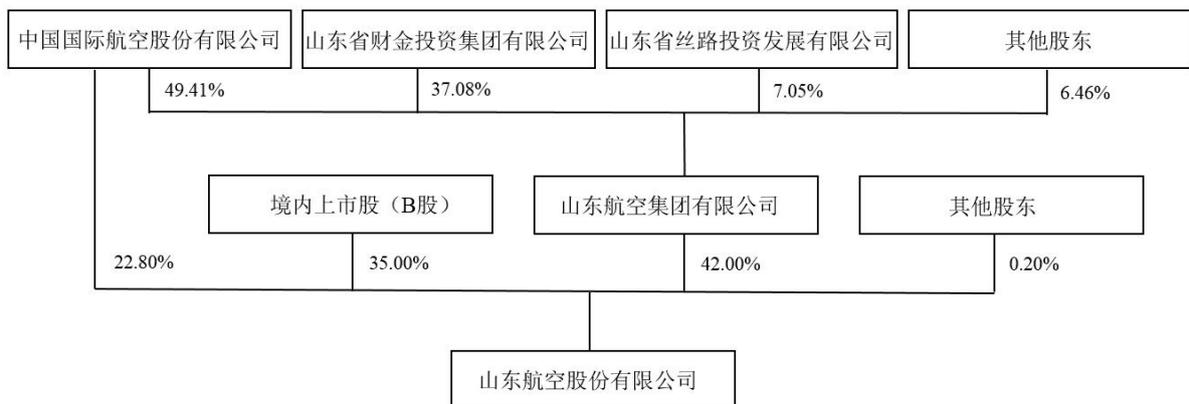
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东航空股份有限公司（以下简称“公司”）是经山东省经济体制改革委员会批复（鲁体改企字〔1999〕88号），于1999年12月由山东航空集团有限公司（以下简称“山航集团”）与浪潮集团有限公司（原名“浪潮电子信息产业集团公司”）、山东华鲁集团有限公司、山东省水产企业集团总公司和鲁银投资集团股份有限公司共同发起设立的股份有限公司，初始注册资本2.60亿元，其中山航集团以相关航空运输业务资产作为出资，持有公司99.69%的股份，其他股东以货币资金入股。2000年8月，经中国证券监督管理委员会（证监发行字〔2000〕116号）核准，公司在深圳证券交易所上市发行1.40亿股外资股（股票代码：200152.SZ），公司注册资本增至4.00亿元。2004年2月，山航集团将所持公司22.80%的股份转让给中国航空集团有限公司（以下简称“国航集团”），同年经国务院国有资产监督管理委员会（国资产权〔2004〕956号）批复，国航集团将所持公司股份转让给中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”，股票代码601111.SH）。截至2020年6月末，公司注册资本及实收资本均为4.00亿元，山航集团持股42.00%，国航股份对公司直接持股22.80%，并通过持有山航集团49.41%的股份对公司间接持股20.75%，境内上市外资股持股比例为35.00%，其他股东持股比例为0.20%。公司控股股东和实际控制人为山航集团，除国航股份外，山航集团的股东主要为山东省内的国有股权投资管理公司，其实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营航空运输业务及其配套的物流货运、酒店餐饮、培训、机务租赁等业务。截至2020年6月末，公司本部的职能板块包括飞行运行板块、机务板块、商务板块、服务板块、管理支持板块和分公司（基地）板块。各板块内包含职能部门，其中飞行板块主要包括飞行部、飞行技术管理部、航空安全管理部等部门；机务板块由工程技术公司构成；商务板块包括营销委员会和货运部；服务板块包括客舱服务部、地面服务部等部门；管理支持板块包括财务部、信息管理部、综合保障部等部门；分公司（基地）板块包括青岛、厦门、重庆、烟台、北京5家分公司和乌鲁木齐运营基地；公司纳入合并报表子公司共4家。

截至2019年末，公司合并资产总额173.93亿元，负债合计122.19亿元，所有者权益51.74亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019年，公司实现营业收入189.90亿元，净利润3.61亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额26.30亿元，现金及现金等价

物净增加额-2.42 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 182.64 亿元，负债合计 146.62 亿元，所有者权益 36.02 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 41.91 亿元，净利润-12.96 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额-18.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.97 亿元。

公司注册地址：济南市遥墙国际机场；法定代表人：孙秀江。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“山东航空股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）”。本期债券发行规模不超过 30.00 亿元（含）。本期债券分三个品种发行，品种一为 5 年期，并附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期；品种三为 7 年期，并附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析及区域经济

1. 航空运输行业

国民经济的持续发展及居民人均可支配收入的增加带动中国航空客货运输量稳步提升，航空运输业凭借其高速、便捷等特点在交通运输体系中发挥重要作用。中国航空运输业垄断竞争特点明显，受益于政策利好，多元化竞争逐步增强。航油、汇率价格波动是影响航空运输企业盈利水平的重要因素，突发事件对航企持续经营影响重大，2020 年初暴发的新型冠状病毒肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大负面影响，行业展望为负面，考虑航空需求的持续性及宏观经济恢复向好趋势，预计航空运输业增长的长期趋势不变，联合评级维持航空运输行业评级为风险一般。

（1）行业概况

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色。航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性。根据发达国家经验，在居民收入突破一定水平后，航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5~2 倍，且行业成长期长达 30~40 年。

近年来，随着经济增长及居民收入水平提升，中国航空客货运输量逐年增加，航空运输业凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。根据中国民用航空局数据（快报数据），2019 年中国民航业完成运输总周转量 1,293.2 亿吨公里，同比增长 7.2%，增速较上年下降 4.2 个百分点。客运市场方面，全行业完成旅客周转量 11,705.1 亿人公里，同比增长 9.3%，增速较上年下降 3.3 个百分点；其中国内航线同比增长 6.9%，国际航线同比增长 16.6%。货运方面，2019 年全行业实现货邮周转量 236.2 亿吨公里，同比增长 0.3%，增速较上年下降 7.4 个百分点。2019 年，中国民航运输总周转量稳居世界第二，民航旅客周转量在综合交通运输体系中占比达 32.8%，同比提升 1.5 个百分点。从盈利情况来看，2019 年民航全行业营业收入 1.06 万亿元，比上年增长 5.4%。

自 2020 年 1 月下旬以来，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了出行限制措施，导致全球航空需求锐减。2020 年一季度，中国民航共完成运输总周转量 165.2 亿吨公里、旅客运输量 7,407.8 万人次，同比分别下降 46.6% 和 53.9%。同期，中国航空运输业全行业亏损达 398.2 亿元，其中航空公司亏损 336.2 亿元，三大航利润总额合计亏损 200.3 亿元。

2020 年 6 月末，我国整体疫情控制情况出现向好趋势，国内多个省市采取差异化复产复工政策，国内疫情防控从应急状态转入常态化，境内航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策仍较严格，国际客运供应量预计仍将维持低位。新冠肺炎疫情的暴发对航空运输业产生较大冲击。

(2) 行业政策

表 1 近年来航空运输行业主要政策梳理

发布日期	发布单位	政策或会议名称	政策要点
2016 年 9 月	民航局、国家发改委	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定
2017 年 1 月	民航局	《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》	国内航线起降费整体提高 10% 左右、安检费提高 40% 至 50%、停场费提高 5% 至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20% 左右
2017 年 12 月	民航局、国家发改委	《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》	头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价；经济舱旅客运价根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价，货物运价实行市场调节价，并公布运价制定上限和基准价公式
2018 年 1 月	民航局、国家发改委	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2018 年 1 月	交通运输部	《国内投资民用航空业规定》	国有投资主体和非国有投资主体可以单独或者联合投资民用航空业，对国内投资需要特别管理的公共航空运输企业应当保持国有控股或者国有相对控股，其中，国有相对控股应当由单一国有投资主体及其控股企业相对控股
2019 年 5 月	民航局	《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》	将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调 50%；要降低航空煤油销售价格；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮，下调货运航空公司机场收费标准
2020 年 2 月	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020 年 3 月	财政部、民航局	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控工作期间资金支持政策的通知》	疫情防控期间（2020 年 1 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日），中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持，共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴 0.0176 元，独飞航班每座公里 0.0528 元，执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补贴

资料来源：联合评级根据公开资料整理

价格改革方面，2016 年 10 月、2017 年 12 月和 2018 年 1 月，民航局和国家发改委陆续下发文件，明确了国内运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于三大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

成本方面，2017 年 1 月民航局发布了机场收费的调整方案，该方案自 2017 年 4 月起实施，起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15% 左右，收费标准上调后，航空公司成本将有所增加，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。2019 年 5 月民航局统筹推进降低航空公司成本的工作，

主要是减税降费、适度调减机场服务性收费等，有助于缓解航空公司成本负担和提升行业发展活力。

所有制改革方面，2018年1月，交通运输部发文提出放宽国航股份、中国南方航空股份有限公司（南方航空，600029.SH）和中国东方航空股份有限公司（东方航空，600115.SH）（简称“三大航”）股权结构至国有相对控股，民航业混改拉开序幕。此次改革，在政策上为三大航进一步吸收包括社会资本在内的各类资本投资提供了一定的空间。同时2017年，三大航控股股东国航集团、中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）、中国东方航空集团有限公司（以下简称“东航集团”）相继宣布完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。改制将有助于进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。

疫情防控方面，2020年2月、3月，财政部、民航局发文提出在疫情防控期间免征航空公司应缴纳的民航发展基金，并对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

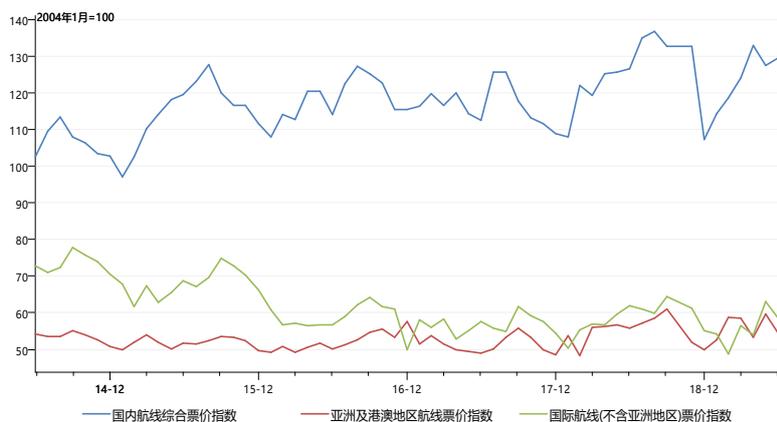
（3）行业发展

从国内航空市场的飞机投放看，随着订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从2010年的1,597架增加到2019年底的3,818架，但2019年飞机架数增速回落至4.91%。根据各航空公司未来飞机购买计划，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定增速，运力投放将有所增加。

从飞机利用率看，2017—2019年，民航运输飞机平均日利用率逐年下降，分别为9.49小时、9.36小时和9.30小时。按机型分类，2018年，大中型飞机平均日利用率为9.48小时，比上年减少0.15小时，小型飞机平均日利用率为6.91小时，比上年减少0.13小时。

从运营效率看，近年来行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载客量较一、二、四季度高；货运方面，每年1、2月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运力扩张计划，航空需求的季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。近年来，中国民航正班客座率和正班载运率呈上升趋势，2019年分别为83.2%、71.6%。

图2 近年民航票价指数



资料来源：Wind 资讯

从票价水平看，近年来国内航线票价指数呈波动态势，均呈现上半年回升，7、8月份达到峰值，下半年下降的趋势，受到国内航线票价改革及控制航线供给的政策影响，2018年以来，国内航线综合票价指数水平有所提升。受国际航线运力投放较快影响，国际航线票价指数整体呈下滑趋势。

(4) 行业竞争

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成一定垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。根据民航局最新统计数据，截至2019年底，中国共有运输航空公司62家。其中，国有控股公司48家，民营和民营控股公司14家；全货运航空公司9家，中外合资航空公司10家，上市公司8家。

按照控股股东背景区分，国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。

中央控股公司实力最为雄厚，机队规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为三大航。

从三大航数据比较看，三大航在营业收入、利润总额及机队规模方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。从财务及经营指标看，国航股份、南航股份及东航股份分别为国航集团、南航集团及东航集团的核心子公司，在收入、机队规模、运力、运营效率等方面差距较小，稳居国内航空公司第一梯队，是国内民航市场的主要参与者。三家企业总部分别设立在北京、广州及上海，业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长三角经济圈，客货流需求稳定。良好的区位设置及政府的持续政策支持，是三大航逐步形成垄断优势的重要原因。另一方面，三大航也都存在单机运营效率偏低、盈利能力偏弱、债务负担重等负面因素。

表2 2019年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航 601111.SH	东方航空 600115.SH	南方航空 600029.SH	海航控股 600221.SH
运营指标				
可用座公里（亿客公里）	2,877.88	2,702.54	3,440.62	1,743.45
机队规模（架）	699	734	862	361
飞机日利用率（小时）	9.72	9.55	9.9	8.76
平均客座率（%）	81.02	82.06	82.81	83.38
平均载运率（%）	68.70	67.31	70.26	77.43
每客公里收益（元）	0.534	0.522	0.49	0.443
财务指标				
资产总额（亿元）	2,942.54	2,829.36	3,066.46	1,965.35
营业收入（亿元）	1,361.81	1,208.60	1,543.22	723.89
政府补助（亿元）	36.43	63.24	41.52	21.45
利润总额（亿元）	91.05	43.02	40.70	10.70
经营性净现金流（亿元）	383.40	289.72	381.22	137.33
主营业务毛利率（%）	16.06	11.30	11.69	3.66
资产负债率（%）	65.55	75.12	74.87	68.40

注：东方航空在计算单位收益指标时相应收入包含合作航线收入和燃油附加费
资料来源：上市公司年报

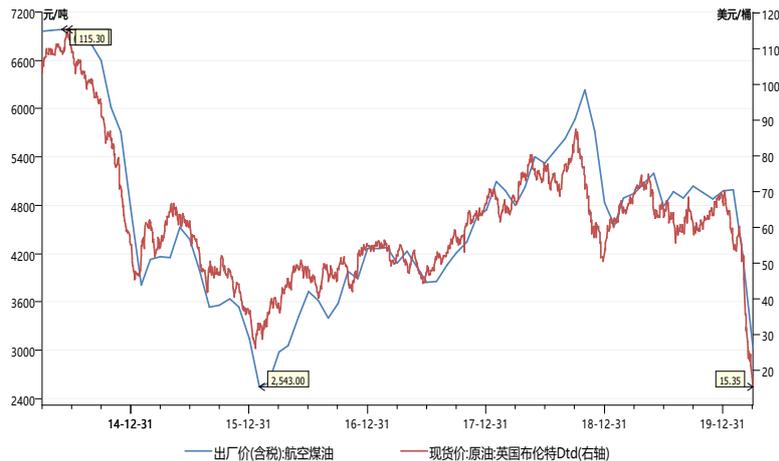
国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有海南航空控股股份有限公司等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。近年来，政策利好下，以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。地方性航空公司的开航加剧了民航市场的竞争。此外，随着低成本运营模式的推广，独立成立及由传统全服务航空公司转型的低成本航空公司市场份额快速扩大，民航竞争格局将更加多元化。

(5) 主要供求因素

航油价格波动

油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素，航油也是航空业的最大成本，约占运营总成本的20%~50%左右。国际原油价格波动以及发改委对国内航油价格的调整，都会对航空公司的盈利造成较大的影响。

图3 近年航油价格和原油价格走势



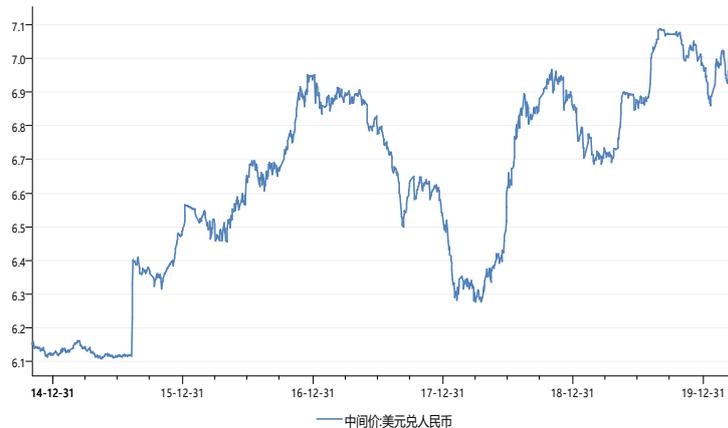
资料来源: Wind 资讯

自2016年2月航空煤油价格跌至2,543元/吨的低点以来，油价整体呈波动上升态势，到2018年11月初达到阶段性高点。2018年四季度，国际油价出现暴跌趋势。随着2019年初OPEC推动新一轮减产，国际油价反弹且呈单边上涨走势，进入二季度以后，美国加征关税导致中美贸易关系紧张，全球经济数据不佳，石油需求增长减缓，美国页岩油行业扩大产量利空油价，国际原油价格快速回跌，三季度中东关系紧张石油设施屡次受袭，原油价格出现短暂反弹，四季度OPEC做出2020年深化减产决定，原油价格再次上涨，但受制于需求疲软和供给过剩担忧，上涨空间受限，2019年国际油价呈现宽幅震荡格局。2020年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延大幅压减原油需求，减产协议将于3月到期，沙特扩大产量并压低油价，国际原油供求迅速失衡，导致价格暴跌，截至2020年4月21日，布伦特原油现货价格为13美元/桶，较年初跌幅约79.88%，原油价格的下跌在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。未来，在全球政治格局复杂多变、经济下行压力加大以及新冠肺炎疫情的影响下，国际原油供给端和需求端均存在不确定性。

人民币汇率变化

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外汇结算，这些支出会直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。

图 4 近年美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

自 2015 年 8 月 11 日中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来,人民币兑美元汇率出现大幅贬值,趋势持续至 2016 年 12 月底,人民币兑美元汇率达到 6.94。2017 年,人民币汇率先贬后升,人民币兑美元汇率中间价全年大幅升值 6.1%。2018 年呈波动下降走势。2019 年,中国仍然面临贸易局势不确定的影响,经济下行压力持续加大,人民币兑贬值压力加大,全年贬值 4.1%。2020 年以来,受新冠肺炎疫情爆发影响,美联储实施无限量、开放式量化宽松政策,国际外汇市场出现了大幅波动,但受益于国内经济回暖明显,货币政策保持稳健,人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响,人民币兑美元汇率保持在合理区间双向波动,市场预期稳定。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整、新冠疫情防控等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

随着中国高速铁路网的日臻完善,高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票价相对较低等特点,在 3 小时以内、800 公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。据民航局航空安全技术中心最新的统计,目前中国年旅客运输量 50 万以上的航线主要分布在东中部地区,网络密度由东向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区,这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

从欧洲高铁与航空竞争的结果来看,3 小时以内 800 公里以下短途市场,铁路占绝对优势;而 800 公里以上的长途市场仍主要由航空公司控制;而铁路和航空也通过空铁联运的模式从竞争走向了合作。联合评级认为,中国的旅客运输市场也将出现类似的格局,随着 300 公里时速的高速铁路网的逐渐建成,航空业在短途市场将面临分流的风险。综合分析,短期内高铁由于仍在建设期中,对航空运输的冲击可控;且随着民航局 2016 年 11 月起放开 800 公里以下及 800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线运输票价,航空公司与高铁在短距离运输上的价格差异有望收窄。但高速铁路网的形成仍将对国内航空市场带来较大冲击。因此,从长期发展潜力来看,航线网络相对均衡的航空公司更具竞争优势。

突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件及政治与外交关系的影响,面临的不确定性较多且风险因素分散。重大空难不仅使得行业景气承压,部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。与此同时,国际政局的动荡及国家间关系的亲疏变化对航企国际航线业务开展影响

重大。此外，随着各国对环境保护的日益重视，征收碳排放税等环保措施的执行也将对航空公司运营产生影响。

(6) 未来发展

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

短期来看，航空运输行业发展的外部扰动因素较多，新冠肺炎疫情对行业运行产生较大负面影响，短期需求恢复乏力，原油价格下降有助于缓解行业成本端压力，但行业盈利能力仍有待长期修复，行业展望为负面。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着航空市场供需的改善、航线网络的完善、民航业政策的落实，国家、金融机构的政策支持，航空运输业仍将保持一定的景气度。国内航空公司所处的大环境中存在机遇也面临挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展，联合评级维持航空运输行业评级为风险一般。

2. 区域经济

济南市经济实力逐步增强，交通环境不断优化。2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，济南市经济增速放缓。

公司总部基地设在山东省济南市，形成了以济南市为核心枢纽的航线网络体系。济南市经济保持平稳较快发展，地区生产总值逐年提升，产业结构日趋合理，人均可支配收入快速增长。根据2017—2019年《济南市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，济南市分别实现地区生产总值7,201.96亿元、7,856.56亿元和9,443.37亿元，按可比价格计算，较上年分别增长8.0%、7.4%和7.0%。2019年，济南市第一产业增加值343.06亿元，较上年增长1.3%；第二产业增加值3,265.22亿元，较上年增长7.8%；第三产业增加值5,835.09亿元，较上年增长7.0%；三次产业结构由2017年的4.4:35.7:59.9调整为2019年的3.6:34.6:61.8。2019年，济南市人均地区生产总值达到10.64万元，较上年增长5.7%。2019年，济南市城镇居民人均可支配收入5.19万元，较上年增长7.3%；农村常住居民人均可支配收入1.95万元，较上年增长9.1%。

从固定资产投资情况来看，2019年，济南市固定资产投资比上年增长12.6%。其中，民间投资下降10.9%，基础设施投资增长23.3%，房地产开发投资增长9.7%，服务业投资增长22.6%。

交通运输领域，民航方面，根据《2019年民航机场生产统计公报》，2019年，济南机场累计保障起降13.00万架次，较上年增长2.5%；完成旅客吞吐量1,756.05万人，较上年增长5.7%，在全国239个民用机场中排名第25位；货邮吞吐量13.53万吨，较上年增长19.0%。旅游领域，2019年，济南市接待游客10,026.0万人次，较上年增长8.5%，其中，接待国内游客9,980.3万人次，较上年增长8.5%；接待入境游客45.7万人次，较上年增长12.2%。全年实现旅游消费总额1,285.9亿元，较上年增长12.7%。高速铁路方面，济南市是山东省高速铁路网络的枢纽城市，京沪高铁、石济高铁和济青高铁在此交汇，2018年底，济南市境内内高速铁路长度达到283.61公里。未来，随着郑济高铁、济滨城际铁路、济莱城际铁路、济济高铁逐步建成通车，济南市将形成“米”字型高铁网络布局，随着高速铁路网络不断完善，辐射范围内中短程民航线路将受到一定冲击。

根据济南市统计局数据，2020年1—6月，济南市实现地区生产总值4,529.66亿元，同比增长

0.7%。其中，第一产业增加值 177.66 亿元，同比增长 1.2%；第二产业增加值 1493.05 亿元，同比增长 2.2%；第三产业增加值 2858.95 亿元，同比下降 0.3%。2020 年 1—6 月，济南市固定资产投资同比增长 1.5%，其中房地产开发投资同比下降 1.7%。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情疫情影响，济南市经济增速放缓。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势。

公司作为山航集团下属唯一的航空运输业务运营主体，是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势。公司总部基地设在济南市，在青岛、烟台、厦门、重庆、北京和乌鲁木齐设有分公司或运营基地，并在多地设有飞行基地，构建起“区域占主导、国内有竞争力”的航线网络和“大三角”（济南、厦门、重庆）基地格局。

截至 2020 年 6 月末，公司拥有波音 B737 系列飞机 125 架，运营航线 230 多条，每周有 4,300 多个航班飞往全国 80 多个大中城市以及中国台湾、韩国、日本、泰国、柬埔寨、印度等国家和地区。2019 年，公司共完成运输总周转量 36.28 亿吨公里，较上年增长 2.53%；实现旅客运输量 2,583.76 万人次，较上年增长 1.48%。

公司自成立以来先后四次获得民航局安全最高荣誉奖“金雁杯”和“金鹰杯”。截至 2020 年 3 月末，公司实现安全飞行 25 年，累计安全飞行 408 万小时，运输旅客 2.18 亿人次，货邮 189 万吨，获得中国民航局颁发的“飞行安全四星奖”。2019 年，公司航班正点率为 85.28%，较 2018 年提升 3.64 个百分点，高于行业平均值 3.63 个百分点，位列国内行业第 1 位。

2. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，员工学历水平及专业构成可满足公司经营需要。

截至 2020 年 6 月末，公司董事会成员 11 人¹（其中董事兼高管 2 人）、监事 4 人、高级管理人员 9 人。

孙秀江先生，1962 年出生，本科学历，高级经济师；1984 年 7 月至 1993 年 3 月在山东省人民政府办公厅工作，1993 年 3 月至 1996 年 12 月在山东省外贸总公司工作，1996 年 12 月至 1998 年 12 月在山东省外贸集团有限公司工作，1998 年 4 月任山东华鲁集团有限公司副总经理，1998 年 7 月兼任香港华鲁（集团）有限公司副总经理，2004 年 12 月任华鲁控股集团有限公司董事、副总经理，2013 年 8 月任山航集团党委副书记、纪委书记，2015 年 5 月起任山航集团党委书记、副总裁；2016 年 1 月起兼任公司董事长。

苗留斌先生，1971 年出生，硕士研究生学历；1993 年 8 月参加工作，1994 年 8 月进入山东航空有限责任公司工作，1998 年 6 月任山东航空有限责任公司飞航部飞行二中队副中队长，2001 年 1 月任公司飞行六中队中队长，2001 年 10 月任公司飞行一大队副大队长，2004 年 4 月任公司飞行一大队大队长，2007 年 8 月任公司飞行部总经理，2011 年 3 月任公司副总经理；2014 年 3 月起任公

¹ 2020 年 3 月，公司董事姜成达先生、监事薛瑞涛先生因年龄原因分别辞去公司董事、监事职务。公司将待股东推荐董事、监事人选后，完成补选程序

司总经理，2016年3月起兼任公司董事。

截至2020年6月末，公司在职工共11,587人。教育程度方面，大专及以上学历员工3,445人，大学本科学历员工7,616人，研究生及以上学历员工526人；专业构成方面，飞行员1,926人，乘务员2,677人，安全员773人，工程维修人员1,589人，运控人员353人，客运营销人员880人，货运人员164人，地服人员962人，财务人员148人，其他人员2,135人。

3. 外部支持

公司持续得到国家和地方政府及股东国航股份在补贴和运营管理等方面的有力支持。

(1) 补贴

公司长期获得国家和地方政府的补贴，其中国家层面的补贴包括支线补贴、航线补贴等；地方政府补贴包括节能减排补贴、地方航线补贴等。2017—2019年，公司分别获得补贴收入1.02亿元、2.07亿元和1.00亿元，2020年上半年获得补贴收入0.38亿元。公司将补贴收入计入“其他收益”科目。

(2) 运营管理

公司股东国航股份是国内三大航之一，在机队规模、航线资源、品牌影响力、运营控制能力等方面均具有很强的竞争力，给予公司较大的业务运营支持。公司与国航股份同为星空联盟（Star Alliance）成员企业，通过常旅客合作扩大了公司影响力、提升了市场竞争力；公司在飞机、航材采购方面，可借助国航股份批量优势获取最优价格；公司在维修资源共享、时刻资源置换、地面服务协同、飞机湿租等方面均与国航股份开展了有效合作。

五、管理分析

1. 公司治理

公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司根据《公司法》《证券法》《中国共产党章程》和其他有关规定，制定《公司章程》。

公司设股东大会，股东会为公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换由非职工代表担任的董事和监事、审议批准董事会和监事会报告等职权，按持股比例进行表决。

公司设党委会，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员依照有关规定和程序进入公司党委会。党委会研究讨论是公司董事会、经理层决策重大问题的前置程序，重大经营管理事项必须经党委研究讨论后，再由董事会或经理层作出决定。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由12名董事组成，设董事长1名。董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期每届三年，任期届满可连选连任。

公司设监事会，监事会由5名监事组成，成员由股东代表和公司职工代表组成，其中职工代表担任的监事不得少于监事人数的三分之一。股东代表担任的监事由股东大会选举或更换，职工代表担任的监事由公司职工民主选举产生或更换，监事每届任期三年，可连选连任。监事会设主席1名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理1名，对董事会负责，由董事会聘任或者解聘。总经理每届任期三年，可以连聘连任。

2. 管理制度

公司管理制度健全。

截至2020年6月末，公司内设飞行部、财务部、营销委员会、客舱服务部、投资与采购部等职能部门。公司制订了财务管理、预算管理、资产管理、担保管理、飞行安全等方面的一系列内控管理制度，能确保各项工作正常运行。

财务管理方面，公司制订了《财务支付审批权限管理规定》《银行账户管理规定》《票证结算管理规定》《资金计划管理办法》等财务管理制度，上述制度明确了财务支付审批权限和审批程序，账户开立和使用的权限及用途，以及票证管理的责任主体、结算方式和周期。

预算管理方面，公司制定了《全面预算管理办法》，坚持效益优先、积极稳健、权责对等的原则，明确了预算管理的范围、内容、审批流程和职能机构。

资产管理方面，为加强公司飞机资产管理，保证资产的安全、完整和保值增值，公司相继制定了《通用固定资产管理规定》《飞机类资产管理规定》《无形资产管理规定》等制度。上述制度明确了资产管理和清查工作的主管部门，保证了资产的引进、使用、维修、退出的全流程规范化运作。

担保管理方面，为减少企业或有负债的风险，加强对外提供担保的管理，公司根据《中华人民共和国担保法》的规定，并结合公司实际情况，制定了《对外担保管理程序》。该制度明确并细化了公司可提供对外担保的范围、对外担保的内部审批程序及权限。

飞行安全方面，为保证飞行安全、改善服务质量，公司依据《中华人民共和国安全生产法》《中华人民共和国民用航空法》《关于航空运营人员安全管理体系的要求》等中国民用航空规章，并结合公司实际情况，制定了《航空安全管理手册》。该手册从政策、风险管理、安全保证和安全促进等四个维度入手构建安全管理体系，并全面融入到飞行运行、运行控制、客舱安全、地面服务等业务单元。

六、经营分析

1. 经营概况

随着运量逐年增长，公司收入规模不断提升，但毛利率受航油价格影响波动下降，2020年上半年，受新冠肺炎疫情冲击，公司收入大幅下降，呈亏损状态。

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长7.33%。其中航空运输服务收入占96%以上，公司主业突出。2019年公司营业收入189.90亿元，较上年增长1.20%。2017—2019年，随着公司运量的逐年增长，公司航空运输服务收入年均复合增长6.85%，2019年较上年增长1.09%至182.57亿元，其中客运收入占98%以上，是航空运输收入主要构成。除航空运输收入外，公司物流货运服务、酒店餐饮服务、培训服务业务规模均很小，对公司营业收入影响有限。

受航油价格波动影响，2017—2019年，公司综合毛利率波动下降，分别为10.32%、8.51%和9.44%。其中航空运输服务业务毛利率分别为8.02%、5.32%和6.24%，随着航油成本的波动而有所波动。

表3 2017—2019年及2020年1—6月公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
航空运输服务	159.90	97.01	8.02	180.61	96.24	5.32	182.57	96.14	6.24	38.80	92.58	-40.98
物流货运服务	0.24	0.15	21.71	0.33	0.18	23.29	0.27	0.14	-24.30	0.12	0.29	-16.03
酒店餐饮服务	0.32	0.19	19.42	0.28	0.15	26.99	0.32	0.17	21.44	0.11	0.26	19.30

培训服务	0.14	0.08	-64.32	0.11	0.06	-75.82	0.04	0.02	-307.24	0.02	0.05	-285.43
其他	4.24	2.57	98.00	6.32	3.37	99.52	6.71	3.53	99.16	2.86	6.82	99.24
合计	164.85	100.00	10.32	187.66	100.00	8.51	189.90	100.00	9.44	41.91	100.00	-31.30

注：公司其他业务主要包括退票收入、业务代理收入、机务租售收入等
资料来源：联合评级根据公司年报、季度报告及公司提供资料整理

2020年1—6月，公司实现营业收入41.91亿元，较上年同期下降53.38%；营业成本55.03亿元，较上年同期下降34.46%；毛利率为-31.30%，呈亏损状态。其中航空运输收入38.80亿元，成本54.70亿元，毛利率为-40.98%，主要系受到新冠肺炎疫情的不利影响所致。

2. 航空运输服务

经过多年发展，公司航线布局网络已基本成型，机队规模、运输量等主要运营指标均平稳增长，发展向好。航油成本对公司整体经营影响较大。2020年初爆发的新冠肺炎疫情短期内对公司客货运及经营收入产生冲击。

公司航空运输业务主要由公司本部负责，2017—2019年及2020年1—6月分别实现航空运输收入159.90亿元、180.61亿元、182.57亿元和38.80亿元。

(1) 航线布局

经过多年的发展，公司目前已形成“区域占主导、国内有竞争力”的航线布局网络。

航线网络覆盖方面，公司以青岛、济南、烟台、厦门、重庆为主基地进行运力分布，围绕山东、厦门、重庆构建大三角航线网络，已初步形成全国性的基地布局。2019年，公司在济南、烟台、青岛三个省内基地市场占有率分别为36.62%、22.78%和28.69%，市场份额排名第一位。公司以济南为总部基地，在青岛、烟台、厦门、重庆、北京、乌鲁木齐、贵阳、昆明和哈尔滨等地设立分公司和飞行基地。截至2020年6月末，公司拥有波音B737系列飞机125架，运营航线230多条，每周有4,300多个航班飞往全国80多个大中城市以及中国台湾、韩国、日本、泰国、柬埔寨、印度等国家和地区。形成国内与周边国际相互衔接的复合型网络。

(2) 机队规模

近年来，为应对市场需求，公司机队规模持续扩张，引进方式以经营租赁为主。截至2020年6月末，公司机队规模125架，较上年末增加1架。在所拥有飞机中，自购22架、经营租赁94架、融资租赁9架。

表4 2017—2019年末及2020年6月末公司机队规模（单位：架）

获取方式	2017年	2018年	2019年	2020年6月
经营租赁	83	91	93	94
融资租赁	6	9	9	9
自购	24	22	22	22
合计	113	122	124	125

资料来源：公司提供

从机队结构看，公司机队全部为客机，机型全部为波音系列，具体型号分别为B737-700、B737-800和B737-MAX。单一的波音机型可提升公司在购机时的议价能力，还可使航材及机组、维修队伍经验技术共享，各种资源得以机动调整调配，最大限度提高效率。2019年，公司飞机日利用率为10.08小时，较上年下降0.13小时，但仍高于行业平均水平0.78个小时。

表5 截至2020年6月末公司机队构成(单位:架、年)

飞机型号	飞机数量	平均机龄
B737-700	3	6.7
B737-800	115	
B737-MAX	7	
合计	125	--

资料来源:公司提供

2019年3月11日,中国民航局官网发布通告,要求国内运输航空公司暂停波音737 MAX 8飞机的商业运行,民航局将联系美国联邦航空局和波音公司,在确认具备有效保障飞行安全的有关措施后,通知各运输航空公司恢复波音737 MAX 8飞机的商业运行。根据民航资源网数据显示,目前国内航司共运营737 MAX 8飞机96架,其中公司拥有7架,占当期机队规模的5.65%。截至本报告出具日,公司737 MAX 8飞机仍处于停飞状态。

(3) 运营情况

从运力投放看,2017—2019年,公司可供吨公里持续增长,年均复合增长6.51%,运力投入持续提升,为业务量增长提供有力支撑。2019年公司可供吨公里较上年增长2.98%,国内可供吨公里较上年基本保持稳定,国际和地区航线载运能力提升较快。2020年1—6月,公司可供吨公里为14.51亿吨公里,较上年同期下降38.41%,主要系新冠肺炎疫情在全球蔓延,航空运输需求锐减,公司运力投放相应缩减所致。

表6 公司可供吨公里(ATK)(单位:亿吨公里、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2019年较上年增速	2020年1—6月
国内	39.32	43.17	44.02	1.97	13.93
国际	2.52	2.80	3.23	15.36	0.53
地区	0.47	0.65	0.76	16.92	0.06
合计	42.31	46.62	48.01	2.98	14.51

资料来源:公司年报及公司提供,联合评级整理

从运输总量看,近年来,受益于公司航线布局日益完善、机队规模和运力持续扩张以及商旅需求增长影响,2017—2019年,公司运输总周转量持续提升,年均复合增长7.18%,高于同期运力供给增速,除运力投放增加之外,还得益于近几年载运能力的稳步提升和飞机布局的改装。2019年,公司运输总周转量较上年增长2.54%,低于行业平均水平4.66个百分点,较2018年增速下降8.56个百分点,主要受运力投放增速放缓影响。其中国际和地区航线运输总量增速较快,随着公司对国际和地区航线的开拓及国际航线载运能力的提升,国际和地区载运量快速提升。2020年1—6月,公司运输总周转量9.77亿吨公里,较上年同期下降44.75%。

表7 公司运输总周转量(RTK)(单位:亿吨公里、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2019年较上年增速	2020年1—6月
国内	29.72	32.93	33.57	1.94	9.47
国际	1.84	2.05	2.28	11.22	0.28
地区	0.29	0.40	0.44	10.00	0.02
合计	31.85	35.38	36.28	2.54	9.77

资料来源:公司年报及公司提供,联合评级整理

运载效率方面,2017—2019年,公司运输总周转量年均复合增速高于同期运力供给增速,综合

载运率波动提高。2020年1—6月，公司综合载运率为67.34%，较上年同期下降7.73个百分点。

表8 公司综合载运率（RTK/ATK）（单位：%、个百分点）

项目	2017年	2018年	2019年	2019年增减百分点	2020年1—6月
国内	75.58	76.26	76.26	0.00	68.02
国际	72.83	73.35	70.46	-2.89	52.40
地区	62.55	62.39	57.74	-4.65	38.03
综合	75.27	75.90	75.58	-0.32	67.34

资料来源：公司年报及公司提供，联合评级整理

客运业务

从客运业务来看，2017—2019年，公司客运收入持续增长，分别为156.77亿元、177.36亿元和179.13亿元，年均复合增长6.89%，公司客公里收入分别为0.48元、0.49元和0.48元。2017—2019年，公司可供座公里年均复合增长6.29%，2019年可供座公里较上年增长2.02%，公司运力投放有所放缓。2017—2019年，公司旅客运输量年均复合增长5.60%，2019年旅客运输量较上年增长1.48%，低于行业平均增速6.42个百分点。同期，公司旅客周转量年均复合增长6.84%；2019年较上年增长2.17%，低于行业平均增速7.13个百分点。公司国内航线业务保持传统优势，但受运力投放增速下降影响，旅客运输量及旅客周转量增速有所下滑。受益于出境游市场需求旺盛以及公司拓展地区和国际航线网络、增加运力投放，2019年公司地区、国际航线旅客运输量及旅客周转量均保持较快增长。客座率方面，2017—2019年，公司客座率逐年提升；2019年，公司客座率较上年同期提高0.13个百分点至84.03%。2020年1—6月，公司载客人次、周转量分别为656.63万人次和96.98亿人公里；客座率为71.42%，较2019年全年水平下降12.58个百分点。

表9 公司可供座公里（ASK）（单位：亿人公里、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2019年较上年增速	2020年1—6月
国内	367.37	405.49	409.71	1.04	13.93
国际	24.81	27.65	31.31	13.23	0.53
地区	4.48	6.10	7.10	16.50	0.06
合计	396.65	439.23	448.12	2.02	135.78

资料来源：公司年报及公司提供，联合评级整理

表10 公司旅客运输量（单位：万人次、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2019年较上年增速	2020年1—6月
国内	2,178.25	2,378.42	2,390.88	0.52	638.04
国际	120.50	142.98	165.61	15.83	17.26
地区	18.59	24.80	27.27	9.96	1.33
合计	2,317.34	2,546.20	2,583.76	1.48	656.63

资料来源：公司年报及公司提供，联合评级整理

表11 公司旅客周转量（RPK）（单位：亿人公里、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2019年较上年增速	2020年1—6月
国内	306.61	341.71	346.91	1.52	94.02
国际	20.18	22.56	24.96	10.64	2.73
地区	3.06	4.27	4.66	9.13	0.23
合计	329.84	368.53	376.54	2.17	96.98

资料来源：公司年报及公司提供，联合评级整理

表 12 公司客座率情况 (单位: %、个百分点)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年增减百分点	2020 年 1-6 月
国内	83.46	84.27	84.67	0.40	71.74
国际	81.33	81.58	79.74	-1.84	65.06
地区	68.39	70.02	65.67	-4.35	43.21
平均	83.16	83.90	84.03	0.13	71.42

资料来源: 公司年报及公司提供, 联合评级整理

公司机票销售采用直销渠道和分销渠道相结合的销售方式, 直销渠道主要包括官网销售、移动端销售、旗舰店、售票柜台直销和客服中心售票五种形式; 分销渠道主要包括两种形式: 一是通过网络销售平台售票, 二是通过 TMC (差旅管理公司) 销售。2017-2019 年, 公司直销比重呈上升趋势, 2019 年为 50.10%, 较上年提高 7.30 个百分点。

表 13 公司客票销售情况 (单位: 亿元、%)

渠道	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	56.70	36.40	73.22	42.80	87.45	50.10
分销	99.09	63.60	97.86	57.20	87.10	49.90
合计	155.78	100.00	171.08	100.00	174.55	100.00

注: 客票销售收入不含客包机收入、行李收入、燃油附加费收入、超期票证收入等, 与航空运输服务收入有所差异

资料来源: 公司年报及公司提供, 联合评级整理

货邮运业务

公司无专门货机开展货邮业务, 货邮业务为公司客运业务副产品。2017-2019 年, 公司货邮运输收入分别为 3.13 亿元、3.25 亿元和 3.44 亿元, 整体规模较小。2017-2019 年, 公司货邮运输量年均复合增长 5.95%, 2019 年较上年增长 7.11%, 高于行业平均增速 5.11 个百分点。2020 年 1-6 月, 公司货邮运输量为 6.98 万吨, 较上年同期下降 18.62%, 相当于 2019 年全年水平的 38.34%。

表 14 公司运输货邮量情况 (单位: 万吨、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年较上年增速	2020 年 1-6 月
国内	15.75	16.46	17.56	6.68	6.69
港澳台	0.34	0.38	0.16	-57.89	0.28
国际	0.14	0.17	0.49	188.24	0.01
合计	16.23	17.01	18.22	7.11	6.98

资料来源: 公司年报及公司提供, 联合评级整理

2020 年初新冠肺炎疫情暴发后, 疫情导致的人流、交通管制以及人们出行意愿的降低在短期内对公司客货运及相关收入造成不利影响; 公司采取了减少航班、压缩不必要的成本支出等措施予以应对, 后续客货运输需求的恢复情况值得关注。

(4) 成本管控

2017-2019 年, 公司航空运输业务成本逐年增长, 年均复合增长 7.88%, 2019 年较上年变化不大。航空运输业务成本主要由航油成本、起降服务费、职工薪酬费用及折旧费构成, 上述四项成本占航空运输服务业务成本的比重超过 60%。2017-2019 年, 随着运力提升带动运量规模不断增长, 公司主要成本均呈上升趋势。受国际原油价格上涨及飞行小时增加影响, 公司航油成本年均复合增长 14.32%。随着机队规模的扩大, 公司折旧费用波动增长, 年均复合增长率为 4.37%。随着起降架

次增长以及 2017 年 4 月机场起降费标准调升，公司起降服务费年均复合增长 7.12%。

表 15 公司航空运输业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航空油料消耗	39.76	27.03	55.08	32.21	51.96	30.35
机场起降服务费	22.10	15.03	24.28	14.20	25.36	14.81
职工薪酬	20.18	13.72	21.64	12.65	22.23	12.99
飞机及发动机折旧	7.83	5.33	7.77	4.54	8.53	4.99
其他	57.21	38.89	62.23	36.40	63.09	36.86
合计	147.07	100.00	171.00	100.00	171.17	100.00

注：航空运输服务中其他成本主要包括飞机租赁费、维修费、民航发展基金、餐食供应费、驻组费等
资料来源：联合评级根据公司年报及公司提供资料整理

2017—2019 年，公司每可供吨公里营业成本分别为 3.49 元、3.67 元和 3.58 元。2019 年，公司每可供吨公里营业成本较上年下降 2.45%，剔除航油成本后每可供吨公里成本较上年持平，航油成本下降是公司 2019 年毛利率上升的主要原因，航油价格波动对公司利润影响较大。

航油成本是公司最主要成本支出。受国际原油价格变化影响，公司航油成本有所波动。2018 年，在全球航油平均价格上涨的背景下，公司航油成本较上年增长 38.53%至 55.08 亿元。2019 年国际油价呈现宽幅震荡格局，公司航油成本较上年下降 5.66%至 51.96 亿元。公司大部分航油消耗须以国内现货市场价格在国内购买，主要航油供应商包括中国航空油料有限责任公司、华南蓝天航空油料有限公司等公司。公司持续推动节能减排，对航班各环节的航油使用进行控制，提高航油使用效率，2017—2019 年，公司吨公里油耗水平均为 0.30 公斤，保持相对稳定，高于行业平均水平（0.29 公斤）。虽然公司采取各种节油措施控制单位航油成本，且燃油附加费与油价联动的收取机制在一定程度上可降低航油价格波动风险，但目前并无其他有效途径管理因国内航油价格变动所带来的风险，未来航油价格的波动及发改委对国内航油价格的调整都会对公司的经营业绩及盈利能力产生较大影响。

（5）投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。2020—2022 年，公司已授权并已签订合同的飞机、发动机及飞行设备的资本支出承诺为 25.77 亿元，公司仍具有较大的飞机及航材资本支出需求。

除飞机购买款外，公司在建项目主要为胶东机场机务维修区等项目，系公司在青岛新机场基地项目的收尾工程，上述项目计划总投资 9.24 亿元，截至 2020 年 6 月末在建项目已投资金额为 8.46 亿元。

表 16 截至 2020 年 6 月末公司部分在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2020 年 6 月末已投资
胶东机场航食区	0.84	0.82
胶东机场货运区	1.45	0.91
胶东机场机务维修区	3.62	2.73
胶东机场辅助生产办公区	3.33	4.01
合计	9.24	8.46

注：胶东机场辅助生产办公区已投资金额超过期初预算总投资主要系公司为有效利用地下空间、避免未来重复建设，实际建设过程中增加了辅助生产办公区地下建筑面积所致
资料来源：公司提供

3. 未来发展

展望未来，公司制定了7大战略重点，包括：布局优化与周边国际化；拓展融资渠道，突破融资瓶颈；辅业优化与协同战略；以电子商务为核心推进营销模式转变；推进领导力和关键岗位素质模型落地，强化互联网、电子商务培训，提升电商能力，强化国际业务培训，提升国际业务能力；提高成本意识，优化资源结构，提高资源匹配和利用效率，增强成本控制能力；在国航系多品牌协同框架下，积极推进航线网路、营销、机队、机务维修、集中采购等各个方面的协同，增强协同效应。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2018年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，提供的2019年度合并财务报表经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司2020年1—6月财务数据未经审计。公司按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》、42项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制财务报表。会计政策变更方面，2017—2018年，公司部分会计政策变更，报表项目列报有所调整，但对公司的当期损益、总资产和净资产无影响。公司于2019年开始执行新金融工具准则，公司追溯应用新金融工具准则，对于首次执行该准则的累积影响数，调整2019年年初留存收益或其他综合收益以及财务报表其他相关项目金额，对部分科目的可比性产生一定影响。

合并范围方面，2017年，公司完成对山东金平航空食品有限公司和山东航空青岛食品有限公司的并购，合并范围内新增子公司2家，规模较小；2018—2019年及2020年1—6月，公司合并范围未发生变化。截至2020年6月末，公司纳入合并范围的子公司4家。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，固定资产和在建工程占比高，符合航空运输行业特点，公司整体资产质量尚可。

2017—2019年，公司合并资产总额逐年增长。截至2019年末，公司合并资产总额较年初增长5.00%，以非流动资产为主。

表17 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	19.36	14.50	20.88	12.61	17.99	10.35	25.94	14.20
货币资金	5.44	4.07	8.41	5.08	5.99	3.44	14.96	8.19
应收账款	5.51	4.13	4.14	2.50	4.57	2.63	3.11	1.70
预付款项	2.23	1.67	2.66	1.61	2.32	1.33	1.92	1.05
非流动资产	114.15	85.50	144.76	87.39	155.94	89.65	156.70	85.80
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	8.75	5.03	4.71	2.58
固定资产	69.05	51.71	77.71	46.91	73.63	42.33	71.85	39.34
在建工程	27.37	20.50	47.90	28.92	54.79	31.50	57.23	31.34
递延所得税资产	7.83	5.87	9.14	5.52	11.05	6.36	15.39	8.42
资产总计	133.51	100.00	165.64	100.00	173.93	100.00	182.64	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019年，公司流动资产波动下降。截至2019年末，公司流动资产较年初下降13.83%，主要系货币资金减少所致。

2017—2019年，公司货币资金波动增长。截至2019年末，公司货币资金较年初下降28.78%，主要系在建项目投入及偿还债务所致。货币资金中有10.00万元受限资金，为保函保证金，受限比例低。

2017—2019年，公司应收账款波动下降。截至2019年末，公司应收账款较年初增长10.40%，主要系航线保底补贴增长所致。应收账款账龄以1年以内（占90.42%）为主。应收账款累计计提坏账准备0.27亿元，计提比例为5.66%。

2017—2019年，公司预付款项波动增长。截至2019年末，公司预付款项2.32亿元，较年初下降12.74%，主要系预付的飞机租赁金减少所致。

2017—2019年，公司非流动资产逐年增长。截至2019年末，公司非流动资产较年初增长7.72%，主要系其他权益工具投资和在建工程增长所致。

公司于2019年起将持有的部分非交易性股权投资指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，在其他权益工具投资列报。截至2019年末，公司其他权益工具投资8.75亿元，主要是对中国民航信息网络股份有限公司（以下简称“中航信”）、四川航空股份有限公司（以下简称“四川航空”）以及济南国际机场股份有限公司（以下简称“济南机场”）的投资，公司对中航信的投资以其在港交所收盘价计量公允价值，对四川航空和济南机场的投资采用可比公司乘数模型估计公允价值。

2017—2019年，公司固定资产波动增长。截至2019年末，公司固定资产较年初下降5.25%。固定资产主要由飞机及发动机（占86.24%）、高价周转件（占6.09%）和房屋及建筑物（占5.97%）构成，累计计提折旧65.10亿元；固定资产成新率55.10%，成新率较低。公司尚有账面价值约0.23亿元固定资产尚未办妥产权证书。

随着公司支付购买飞机进度款的增加，2017—2019年，公司在建工程逐年增长。截至2019年末，公司在建工程较年初增长14.38%。公司在建工程主要为飞机资产引进工程48.29亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额较年初增长5.01%。公司货币资金较年初增长149.77%，主要系融资规模扩大所致；其他权益工具投资较年初下降46.13%，主要系公司对四川航空的投资的公允价值下降所致。

截至2020年6月末，公司受限资产28.71亿元，其中受限货币资金10.00万元，其他为因借款抵押受限及融资租入的飞机资产；受限资产占总资产比重为15.72%，受限比例一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

公司债务规模波动增长，债务结构有待调整，考虑到公司存在大量的经营租赁合同，公司实际债务负担较重。

2017—2019年，公司负债总额逐年增长。截至2019年末，公司负债总额较年初变化不大，负债结构较为均衡。

表18 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	43.17	47.45	55.29	45.72	62.93	51.50	72.77	49.63

短期借款	0.00	0.00	5.80	4.80	3.00	2.46	15.24	10.40
应付账款	19.31	21.23	22.74	18.80	24.82	20.31	28.12	19.18
预收款项	6.14	6.75	7.87	6.51	9.37	7.67	0.00	0.00
其他应付款	4.14	4.55	6.35	5.26	5.86	4.80	6.41	4.37
一年内到期的非流动负债	6.22	6.84	4.56	3.77	8.85	7.25	4.19	2.86
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.12	6.90
非流动负债	47.82	52.55	65.64	54.28	59.27	48.50	73.85	50.37
长期借款	12.18	13.38	18.86	15.59	8.08	6.61	11.27	7.68
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.06	6.86
长期应付款	32.78	36.03	43.68	36.12	46.24	37.84	48.67	33.19
负债合计	90.98	100.00	120.93	100.00	122.19	100.00	146.62	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019年，公司流动负债逐年增长。截至2019年末，公司流动负债较年初增长13.82%，主要系应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017—2019年，公司短期借款波动增长。截至2019年末，公司短期借款较年初下降48.22%。公司短期借款全部为信用借款。

2017—2019年，公司应付账款逐年增长。截至2019年末，公司应付账款较年初增长9.17%，主要系应付飞机资产维修费、电脑订座费增长所致。应付账款主要由飞机资产维修费（占27.79%）、机务类价款（占20.31%）、起落地服款（占18.75%）、电脑订座费（占10.55%）以及航空油料款（占10.23%）构成。

2017—2019年，公司预收款项逐年增长。截至2019年末，公司预收款项较年初增长18.99%，主要来自票证结算的增长，构成以票证结算（9.18亿元）为主。

2017—2019年，公司其他应付款波动增长。截至2019年末，公司其他应付款较年初下降7.77%，主要系应付青岛胶州机场工程进度款减少所致。其他应付款主要由应付工程款（1.72亿元）、押金（1.46亿元）和应付代收的税费（1.22亿元）构成。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债较年初大幅增长94.21%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（5.67亿元）、一年内到期的应付融资租赁款（3.08亿元）和一年内到期的长期应付职工薪酬（0.10亿元）构成，本报告已将一年内到期的长期应付职工薪酬调出有息债务及相关指标的核算。

2017—2019年，公司非流动负债波动增长。截至2019年末，公司非流动负债较年初下降9.71%，主要系长期借款减少所致。

2017—2019年，公司长期借款波动下降，主要系公司根据引进飞机的支付资金需求规模，主动调整负债规模所致。截至2019年末，公司长期借款由抵押借款（59.00%）和信用借款（41.00%）构成，利率区间为2.62%~4.41%。公司外币借款1.27亿美元（折合人民币8.87亿元，包含一年内到期的部分），外币借款占比高，易受汇率波动影响。

2017—2019年，公司长期应付款逐年增长，主要系公司融资租赁购置的飞机资产和应付经营租赁飞机及发动机大修理费增长所致。截至2019年末，公司长期应付款较年初增长5.85%，由应付融资租赁款（12.51亿元）和应付经营租赁飞机及发动机大修理费（33.73亿元）构成。公司长期应付款中应付融资租赁款已调整至长期债务核算。

2017—2019年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长15.64%。截至2019年末，公司全

部债务为 36.38 亿元,较年初下降 18.33%。其中短期债务 15.79 亿元(占 43.40%),较年初增长 53.76%;长期债务 20.59 亿元(占 56.60%),较年初下降 39.92%。债务指标方面,2017—2019 年,公司资产负债率及全部债务资本化比率均呈波动上升态势,长期债务资本化比率呈波动下降趋势。截至 2019 年末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.26%、41.28%和 28.47%,较年初分别下降 2.75 个百分点、8.62 个百分点和 14.92 个百分点。截至 2019 年末,公司对对外签订的不可撤销的经营租赁合约最低付款额共计 184.05 亿元,考虑到公司表外的经营租赁飞机的负债规模,自 2021 年起执行新租赁准则后,公司整体债务指标将有所上升。

截至 2020 年 6 月末,公司负债总额 146.62 亿元,较年初增长 19.99%,主要系短期借款、其他流动负债和应付债券大幅增加所致,其他流动负债主要为公司发行的超短期融资券。2020 年上半年,公司发行“20 山东航空 SCP001”“20 山东航空 SCP002”和“20 山东航空 MTN001”。

表 19 截至 2020 年 6 月末公司存续债券情况(单位:亿元)

证券代码	证券简称	发行日期	到期日期	当前余额	回售日	下一行权日
012001487.IB	20 山东航空 SCP001	2020-04-21	2020-10-20	5.00	--	--
012002237.IB	20 山东航空 SCP002	2020-06-17	2020-12-15	5.00	--	--
102000814.IB	20 山东航空 MTN001	2020-04-22	2023-04-24	10.00	--	--
合计	--	--	--	20.00	--	--

资料来源:Wind,联合评级整理

截至 2020 年 6 月末,公司全部债务 66.65 亿元,较年初增长 83.23%。其中,短期债务 33.72 亿元(占 50.59%),较年初增长 113.61%。长期债务 32.93 亿元(占 49.41%),较年初增长 59.94%。截至 2020 年 6 月末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.28%、64.92%和 47.76%,较年初分别提高 10.03 个百分点、23.64 个百分点和 19.29 个百分点,公司债务负担有所上升,考虑到公司存在大量的经营租赁合约,公司实际债务负担较重。从长期债务到期分布看,公司长期债务在 1~2 年、2~3 年、3~5 年和 5 年以上到期规模分别为 11.16 亿元、12.97 亿元、4.34 亿元和 4.46 亿元。公司短期债务占比较高,债务结构有待调整。

图 5 公司长短期债务情况(单位:亿元)



资料来源:公司财务报表,联合评级整理

图 6 公司负债及债务指标情况(单位:%)



资料来源:公司财务报表,联合评级整理

(2) 所有者权益

公司所有者权益规模波动下降,所有者权益中未分配利润占比较高,所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 10.29%。截至 2019 年末,公司所有者权益 51.74 亿元,较年初增长 15.70%,主要来自其他综合收益和未分配利润的增加,其他综合收

益的增加主要系会计政策变更所致。其中实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 7.73%、1.46%、11.03%、10.41%和 69.37%，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益 36.02 亿元，较年初下降 30.38%，主要系公司上半年亏损导致未分配利润减少（12.69 亿元）以及所投资企业公允价值降低导致其他综合收益减少（3.03 亿元）所致，所有者权益构成较年初变化不大。

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，但盈利水平受航油价格和汇率变化等因素影响有所波动，公司整体盈利能力尚可。新冠肺炎疫情对公司正常经营产生不利影响，公司 2020 年上半年收入规模大幅下降，且发生亏损。

2017—2019 年，公司整体运量持续上升，营业收入逐年增长。营业成本同趋势变动，但受航油价格影响，增速略高于营业收入增速。同期，公司营业利润率波动下降，分别为 10.12%、8.43%和 9.35%。

表 20 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入	164.85	187.66	189.90	41.91
营业成本	147.83	171.69	171.99	55.03
费用总额	11.76	14.20	15.05	4.82
其中：销售费用	7.82	8.48	8.52	2.12
管理费用	3.78	4.29	4.83	1.64
财务费用	-0.01	1.23	1.48	0.95
其他收益	1.07	2.22	1.08	0.41
利润总额	6.51	4.62	4.81	-17.38
营业利润率	10.12	8.43	9.35	-31.44
总资本收益率	8.41	5.85	5.47	--
净资产收益率	12.12	7.96	7.49	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司期间费用持续增长，主要为销售费用和管理费用。近三年，公司销售费用和管理费用均逐年增长，主要是由于电脑订座费、职工薪酬等支出增长所致。同期，公司财务费用持续增长，2017 年人民币兑美元升值导致汇兑损益呈现为净收益 1.07 亿元，2018 年和 2019 年汇兑损失分别为 0.19 亿元和 0.32 亿元。2017—2019 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 7.13%、7.57%和 7.92%，公司期间费用控制能力尚可。

2017—2019 年，公司其他收益分别为 1.07 亿元、2.22 亿元和 1.08 亿元，分别占当期营业利润的 17.27%、51.94%和 28.49%。其他收益主要为政府补助，政府补助波动较大，对公司利润实现有一定影响。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降。2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.47%和 7.49%，较上年分别下降 0.38 个百分点和 0.48 个百分点，公司整体盈利能力尚可。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 41.91 亿元，较上年同期大幅减少 53.38%。其他收益 0.41 亿元，利润总额-17.38 亿元，营业利润率为-31.44%。产生亏损的主要原因是新冠肺炎疫情导致市场需求明显下降。

从国内主营航空运输服务的上市公司来看，2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，行业内主要公司盈利能力均大幅下滑。

表 21 同行业上市公司营业收入及利润总额情况（单位：亿元，%）

公司简称	营业收入				利润总额			
	2019年	2019年 同比增长率	2020年1-6月	2020年1-6月 同比增长率	2019年	2019年 同比增长率	2020年1-6月	2020年1-6月 同比增长率
公司	189.90	1.20	41.91	-53.38	4.81	4.20	-17.38	--
中国国航	1,361.81	-0.43	296.46	-54.61	91.05	-8.57	-130.99	--
南方航空	1,543.22	7.45	389.64	-46.58	40.70	-9.29	-119.36	--
东方航空	1,208.60	5.16	251.29	-57.25	43.02	11.25	-120.33	--

资料来源：Wind，联合评级整理

5. 现金流

2017—2019年，公司经营活动现金净流量持续增长，收入实现质量较好，投资活动现金流受飞机资产购置和在建项目投入影响持续呈现净流出状态。受疫情影响，2020年上半年经营活动现金流转为净流出，融资规模明显增加。

表 22 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
销售商品、提供劳务收到的现金	178.32	208.07	206.48	39.71
购买商品、接受劳务支付的现金	121.28	147.83	139.75	43.55
支付给职工以及为职工支付的现金	27.81	31.28	32.15	15.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	22.61	41.96	19.10	0.92
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	20.00
取得借款收到的现金	4.00	17.84	8.90	27.20
收到其他与筹资活动有关的现金	14.42	15.43	4.95	0.00
偿还债务支付的现金	12.79	9.66	18.25	15.36
支付其他与筹资活动有关的现金	2.02	2.74	3.67	2.46
经营活动产生的现金流量净额	18.70	24.50	26.30	-18.98
投资活动产生的现金流量净额	-22.61	-41.19	-18.97	-0.92
筹资活动产生的现金流量净额	1.72	19.17	-9.80	28.87
现金收入比	108.17	110.88	108.73	94.76

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从经营活动看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长7.82%，公司经营活动现金流入主要为航空运输业务产生。2017—2019年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长6.51%，经营活动现金流出主要为公司航空运输业务的成本支出。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量逐年增长。从收入实现质量来看，2017—2019年，公司现金收入比基本稳定，分别为108.17%、110.88%和108.73%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2017—2019年，公司投资活动现金流入规模较小。同期，公司投资活动现金流出量分别为22.88亿元、41.97亿元和19.10亿元，主要为购买飞机资产支付的现金。2017—2019年，公司投资活动产生现金净流出量波动减少。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量分别为18.42亿元、33.28亿元和13.85亿元。2019年，公司筹资活动现金流入量较上年下降58.37%，主要系筹资活动取得的借款减

少以及收到售后回租飞机转让价款减少所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为1.72亿元、19.17亿元和-9.80亿元。

2020年1—6月，受新冠肺炎疫情影响，公司经营活动现金流大额净流出，现金收入比94.76%；投资活动现金流小幅净流出；融资规模明显增加。

6. 偿债能力

从偿债指标来看，公司短期偿债能力偏弱，长期偿债能力一般，但考虑到航空运输业务获现能力强，可带来相对稳定的现金流，加之公司融资渠道畅通，且能持续得到各级政府及股东的有力支持，公司整体偿债能力极强。

表 23 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
短期偿债能力指标				
流动比率	0.45	0.38	0.29	0.36
速动比率	0.43	0.36	0.27	0.34
现金短期债务比	0.88	0.82	0.38	0.44
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	15.03	8.72	9.45	--
EBITDA 全部债务比	0.62	0.34	0.45	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均连续下降。截至2020年6月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末有所提高，公司受限货币资金10.00万元，对公司短期偿债能力影响小。整体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为16.86亿元、15.01亿元和16.28亿元，波动下降。2019年，公司EBITDA较上年增长8.44%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占55.88%）、摊销（占6.93%）、计入财务费用的利息支出（占7.65%）和利润总额（占29.54%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比波动下降，考虑到公司表外的经营租赁飞机的负债规模大，公司长期偿债能力一般。

截至2020年6月末，公司共获得银行授信额度260.00亿元，已使用额度54.13亿元，尚未使用额度205.87亿元，公司间接融资渠道较通畅。公司为境内上市公司，具备直接融资渠道。

截至2020年6月末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：3701010000555469），截至2020年9月10日，公司本部无未结清的不良类信贷信息记录；已结清信贷记录中有3笔垫资和2笔关注类贷款，根据公司提供的说明，上述事项均发生于2014年之前，具体原因已无法追溯。

7. 母公司财务概况

公司资产及收入主要来源于母公司，母公司收入规模大，盈利能力尚可，债务负担较重。

公司主营业务主要由母公司运营，截至2019年末，母公司资产总额173.94亿元，较年初增长5.02%。截至2019年末，母公司所有者权益为51.13亿元，较年初增长15.57%。截至2019年末，母公司负债总额122.81亿元，较年初变化不大。母公司资产、负债和所有者权益构成和合并报表相差

不大。截至 2019 年末。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.60%和 41.57%，较 2018 年分别下降 2.68 个百分点和 8.60 个百分点。2019 年，母公司营业收入为 189.63 亿元，净利润为 3.48 亿元。

截至 2020 年 6 月末，母公司资产总额 182.94 亿元，所有者权益为 35.43 亿元。2020 年 1—6 月，母公司营业收入 41.77 亿元，净利润-12.94 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2020 年 6 月末，公司债务总额 66.65 亿元，本期拟发行债券规模不超过 30.00 亿元，对公司现有债务规模影响大。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 80.28%、64.92%和 47.76%上升至 83.06%、72.85%和 63.60%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 16.28 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 0.54 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 210.11 亿元，为本期债券发行额度的 7.00 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综上，并考虑到公司业务获现能力强，可带来相对稳定的现金流，加之公司融资渠道畅通，且能持续得到各级政府及股东的有力支持，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

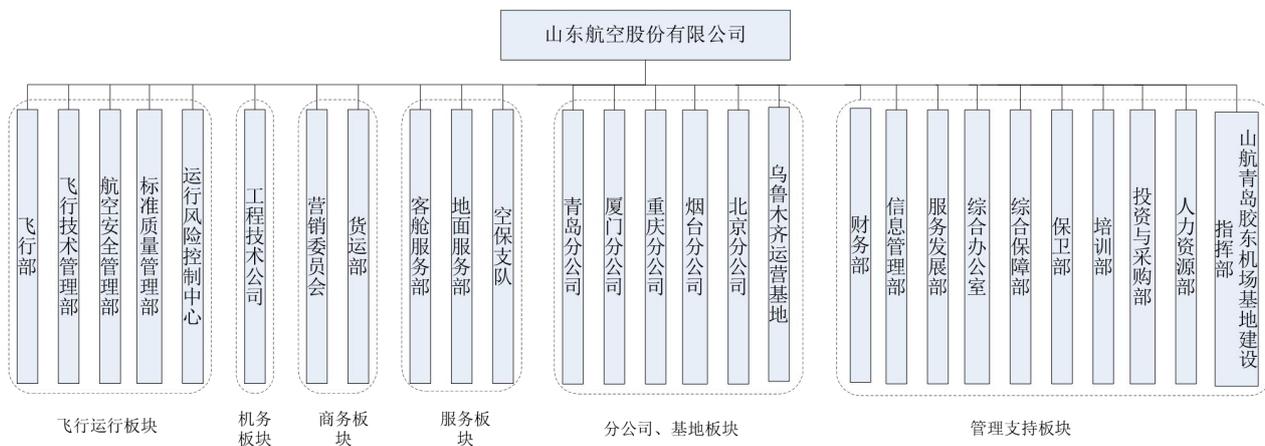
九、综合评价

公司作为山航集团下属唯一的航空运输业务运营主体，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势，得到了各级政府及股东的有力支持。同时，联合评级也关注到公司实际债务负担较重以及新冠肺炎疫情对公司信用水平带来的不利影响。

居民收入的持续提高和相关行业政策为中国民航运输业的持续发展提供了保障。随着公司基地建设的逐步完善和航线网络布局的优化，公司将保持在区域内的优势地位，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 山东航空股份有限公司 组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 山东航空股份有限公司 合并范围内子公司情况（截至 2020 年 6 月末）

子公司名称	注册资本 (万元)	注册地	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)
山东航空物流有限公司	3,000.00	山东青岛	山东青岛	运输仓储业	100.00
青岛飞圣国际航空技术开发培训有限公司	5,154.55	山东青岛	山东青岛	飞行员培训	100.00
山东金平航空食品有限公司	509.45	山东济南	山东济南	航空食品加工	100.00
山东航空青岛食品有限公司	338.00	山东青岛	山东青岛	航空食品加工	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 山东航空股份有限公司 主要财务指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	133.51	165.64	173.93	182.64
所有者权益（亿元）	42.53	44.71	51.74	36.02
短期债务（亿元）	6.18	10.27	15.79	33.72
长期债务（亿元）	21.02	34.27	20.59	32.93
全部债务（亿元）	27.20	44.54	36.38	66.65
营业收入（亿元）	164.85	187.66	189.90	41.91
利润总额（亿元）	6.51	4.62	4.81	-17.38
EBITDA（亿元）	16.86	15.01	16.28	--
经营性净现金流（亿元）	18.70	24.50	26.30	-18.98
应收账款周转次数（次）	36.27	37.23	41.21	--
存货周转次数（次）	144.31	181.15	156.86	--
总资产周转次数（次）	1.26	1.25	1.12	--
现金收入比率（%）	108.17	110.88	108.73	94.76
总资本收益率（%）	8.41	5.85	5.47	--
净资产收益率（%）	12.12	7.96	7.49	--
营业利润率（%）	10.12	8.43	9.35	-31.44
费用收入比（%）	7.13	7.57	7.92	11.50
资产负债率（%）	68.14	73.01	70.26	80.28
全部债务资本化比率（%）	39.01	49.90	41.28	64.92
长期债务资本化比率（%）	33.08	43.39	28.47	47.76
EBITDA 利息倍数（倍）	15.03	8.72	9.45	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.62	0.34	0.45	--
流动比率（倍）	0.45	0.38	0.29	0.36
速动比率（倍）	0.43	0.36	0.27	0.34
现金短期债务比（倍）	0.88	0.82	0.38	0.44
经营现金流动负债比率（%）	43.32	44.32	41.79	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.56	0.50	0.54	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款中的有息部分纳入长期债务计算，将一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期应付职工薪酬从短期债务中剔除，将其他流动负债中的有息部分和交易性金融负债纳入短期债务计算；3. 2020 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 山东航空股份有限公司 主要财务指标（母公司/本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	133.95	165.62	173.94	182.94
所有者权益（亿元）	42.28	44.24	51.13	35.43
短期债务（亿元）	6.18	10.27	15.79	33.72
长期债务（亿元）	21.02	34.27	20.59	32.93
全部债务（亿元）	27.20	44.54	36.38	66.65
营业收入（亿元）	164.59	187.36	189.63	41.77
利润总额（亿元）	6.37	4.32	4.64	-17.35
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	18.83	24.25	26.29	-18.71
应收账款周转次数（次）	36.58	37.55	41.47	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	1.26	1.25	1.12	--
现金收入比率（%）	108.03	110.79	108.66	94.64
总资本收益率（%）	8.30	5.60	5.36	--
净资产收益率（%）	11.94	7.52	7.29	--
营业利润率（%）	9.97	8.18	9.16	-31.67
费用收入比（%）	7.06	7.47	7.82	11.32
资产负债率（%）	68.44	73.29	70.60	80.63
全部债务资本化比率（%）	39.15	50.17	41.57	65.29
长期债务资本化比率（%）	33.21	43.65	28.71	48.17
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	--
流动比率（倍）	0.45	0.37	0.28	0.35
速动比率（倍）	0.43	0.35	0.26	0.33
现金短期债务比（倍）	0.84	0.78	0.36	0.44
经营现金流动负债比率（%）	42.92	43.49	41.37	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款中的有息部分纳入长期债务计算，将一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期应付职工薪酬从短期债务中剔除，将其他流动负债中的有息部分和交易性金融负债纳入短期债务计算；3. 2020 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. “/” 指数数据未获得

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 山东航空股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东航空股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东航空股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东航空股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东航空股份有限公司的相关状况，如发现山东航空股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东航空股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至山东航空股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东航空股份有限公司、监管部门等。

