

信用等级公告

联合[2016]1014号

中国航空集团公司：

联合信用评级有限公司通过对中国航空集团公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国航空集团公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”
中国航空集团公司拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一六年十月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国航空集团公司

公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
 发行人主体信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 发行规模：20 亿元人民币
 债券期限：3 年
 评级时间：2016 年 10 月 14 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	2,168.77	2,218.98	2,254.34	2,311.29
所有者权益（亿元）	648.40	669.43	764.58	791.11
长期债务（亿元）	697.12	808.85	873.51	872.02
全部债务（亿元）	1,146.91	1,175.88	1,103.15	1,172.83
营业收入（亿元）	998.14	1,072.05	1,111.20	275.12
净利润（亿元）	36.38	44.61	74.44	29.05
EBITDA（亿元）	188.29	203.00	257.26	--
经营性净现金流（亿元）	171.25	178.28	306.38	60.79
营业利润率（%）	15.50	16.42	23.18	23.68
净资产收益率（%）	5.83	6.77	10.38	3.74
资产负债率（%）	70.10	69.83	66.08	65.77
全部债务资本化比率（%）	63.88	63.72	59.06	59.72
流动比率（倍）	0.38	0.35	0.41	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	5.68	5.70	7.73	--
EBITDA/全部债务（倍）	0.16	0.17	0.23	--
EBITDA/本期债额度（倍）	9.41	10.15	12.86	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、2013、2014 年财务数据分别采用 2014、2015 年审计报告的期初数；4、公司 2016 年一季度财务数据未经审计；5、本报告中其他流动负债中的短融、超短融计入短期债务；一年内到期的非流动负债计入短期债务时已剔除一年内到期的递延收益；6、本报告中长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务；7、本报告中营业收入指审计报告中营业总收入。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国航空集团公司（以下简称“中航集团”或“公司”）的评级反映了其作为国内三大航空运输集团之一中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”）的控股股东，在资产规模、航线资源、品牌影响力、运营控制能力及政府支持等方面具备显著优势。同时，联合评级也关注到中国民航行业竞争激烈、整体盈利水平受汇率波动、油价变化及营业外收入影响较大，以及公司整体债务负担较重、有一定的资本支出压力等因素可能给公司信用等级带来的不利影响。

未来随着中国经济转型的深入推进，居民收入不断增加、旅行需求持续增长，以及国家各项政策的支持，中国民航运输业将有望持续稳健发展，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而支撑其经营及信用等级。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以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 中国民航运输业与国民经济发展密切相关，随着我国经济转型的推进，中国经济将保持长期稳健的发展态势，居民消费水平逐步提升，有利于民航运输业的长期发展。

2. 公司可获得国家各项政策性补贴等专项支持。

3. 公司综合管理和运营能力在行业中处于较领先水平，其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标居国内同行业前列，在国内航运市场上具有较明显的竞争优势。

4. 目前公司已形成了以北京为复合枢纽，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。公司基地枢纽资源丰富。

关注

1. 随着中国航空市场逐步开放，外资和民营航空公司对民航业投资的增加，以及运力投放过快、近年来航空安全事件频发、高铁替代效应等因素导致中国民航行业内、外部竞争压力增大。

2. 2015 年，公司汇兑净损失 51.65 亿元，人民币兑美元汇率变化会对公司当年业绩水平造成一定的影响。

3. 公司系航空运输业，优化机队结构、引进飞机、购置发动机等需求强，随着未来公司购机计划的实施，公司存在一定的资本支出压力。

4. 公司主要运营成本中，油价占较大比例，公司的经营成果对国际油价波动较为敏感，需关注由此对公司盈利能力带来的不确定性。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

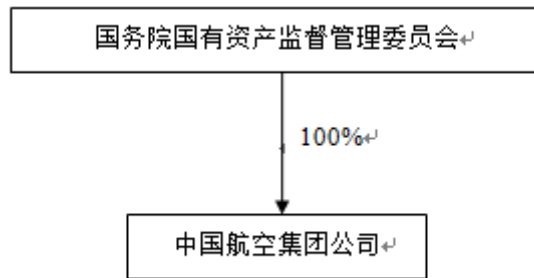


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国航空集团公司（以下简称“中航集团”或“公司”）前身系民航北京管理局飞行总队。为了贯彻落实国务院《民航体制改革方案》的各项指标，2002年10月，根据《国务院关于组建中国航空集团公司有关问题的批复》（国函〔2002〕62号）要求，原中国国际航空公司联合原中国西南航空公司、原中国航空总公司组建成立中航集团。截至2016年3月底，公司注册资本1,002,783万元。组建后的中航集团属于大型国有民用航空运输集团公司，直属国务院国资委领导，具体如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2015年底，公司纳入合并范围的一级子公司8家，其中全资子公司6家，控股子公司2家。公司纳入合并范围的子公司中包含一家上市公司：中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”；证券简称“中国国航”，证券代码601111；公司对其直接持股41.57%，通过全资子公司另外持有11.89%的股权，合计持股53.46%）。2004年9月30日，以中国航空集团公司、中国航空（集团）有限公司（中航集团的全资子公司）作为发起人，成立了国航股份。2004年12月国航股份股票分别在香港和伦敦证券交易所成功挂牌上市，2006年8月国航股份股票（A股）在上海证券交易所上市。截至2015年底，国航股份注册资本为130.85亿元，实收资本130.85亿元。

公司经营范围：公共航空运输、通用航空业务；从事航空器、航空材料及设备的维修和进出口；以及航空相关业务的投资控股、酒店经营、建筑、媒体、广告以及提供金融服务等。

截至2016年3月底，公司本部下设办公厅、规划发展部、人力资源部、财务部、内部风险控制部、航空安全办公室、审计监察部和党组办公室等8个职能部门。截至2016年3月底，公司拥有合并口径在职员工88,026人。

截至2015年底，公司合并资产总额2,254.34亿元，负债合计1,489.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）764.58亿元，其中归属于母公司所有者权益合计421.45亿元。2015年公司实现营业收入1,111.20亿元，净利润（含少数股东损益）74.44亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为38.26亿元；经营活动产生的现金流量净额306.38亿元，现金及现金等价物净增加额-13.35亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额2,311.29亿元，负债合计1,520.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）791.11亿元，其中归属于母公司所有者权益合计432.78亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入275.12亿元，净利润（含少数股东损益）29.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润13.32亿元；经营活动产生的现金流量净额为60.79亿元，现金及现金等价物净增加额14.06亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区霄云路 36 号国航大厦。公司法定代表人：蔡剑江。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国航空集团公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行规模 20 亿元人民币，期限为 3 年。本期公司债券采用固定利率形式。本期债券票面金额为人民币 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，逾期另计利息；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。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于公司本部及成员单位偿还债务、补充流动资金等。

三、行业分析

公司主要提供航空运输服务，属于航空运输业。

1. 航空运输业概况

航空运输是指使用飞机、直升机及其它航空器运送人员、货物、邮件的一种运输方式，具有快速、机动的特点，是现代旅客运输，尤其是远程旅客运输的重要方式，为国际贸易中的贵重物品、鲜活货物和精密仪器运输所不可缺。航空运输业作为交通运输基础产业，是 20 世纪产生的新兴行业，作为一个规模巨大的经济实体，航空运输业具有高投入、高产出、高效率等基础性设施产业的基本特征，近年来，我国的航空运输业在国家综合交通运输体系中的地位和作用在不断的提高。

（1）航空运输方式的优缺点

优点：1、速度快。航空运输在各种运输方式中运输速度最快，因而航空运输适用于中长距离的旅客运输、邮件运输和精密、贵重货、鲜活易腐物品的运输。2、机动性大。飞机在空中运行，受航线条件限制的程度相对较小，可跨越地理障碍将任何两地连接起来。航空运输的这一优点使其成为执行救援、急救等紧急任务中必不可少的手段。3、舒适、安全。现代民航客机平稳舒适，且客舱宽敞、噪音小，机内有供膳、视听等设施，旅客乘坐的舒适程度较高。随着科技进步和管理的不断改善，航空运输的安全性比以往已大大地提高。4、基本建设周期短、投资少。发展航空运输的设备条件是添置飞机和修建机场。这与修建铁路和公路相比，建设周期短、占地少、投资省、收效快。

缺点：1、飞机机舱容积和载重量都比较小，运载成本和运价比地面运输高。2、飞机飞行往往要受气象条件限制，因而影响其正常、准点性。3、航空运输速度快的优点在短途运输中难以显示。

（2）中国航空运输业的发展历程

中国航空运输业的发展，从 1950 年 8 月 1 日开辟第一条国内固定航线经营国内航班算起，可以划分为三个历史时期：

1950年~1978年为第一时期，中国航空运输业缓慢地发展。

1950年，仅有航线12条，载运旅客1万人，运输总周转量157万吨公里；到1978年，也仅发展到航线162条，载运旅客231万人，运输总周转量近3亿吨公里。

1979年~2002年为第二时期，是中国航空运输业迅猛发展的时期。

2002年，中国航空运输业定期航班航线总数达1176条，航线里程163.8万公里，国内航线1015条，通航132个城市，国际航线161条，通航32个国家和地区的67个城市；运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别达到165亿吨公里、8,594万人次和202万吨，分别比1978年增长54倍、36倍和31倍，年均增长率分别为18.2%、16.3%和15.5%，其中运输总周转量的增长速度是同期世界民航增长速度的3倍以上。

2002年，中国航空运输在国际民航组织缔约国中的排位，按总周转量计(不含香港、澳门和台湾的统计数字，下同)，已由1978年的第37位上升为第5位；按旅客周转量计，由第37位上升为第4位。

2003年~2020年为第三时期，是中国民航深化体制改革，全面实施民航体制改革方案，实现由航空大国向航空强国跨越的历史时期。

伴随着中国社会经济的改革，航空业也在经历着一系列的改革，从标榜着高端、时尚、高效的航空消费，到现在退去贵族的外衣，进入寻常百姓的生活。从一个政企合一、高度垄断、准军事化管理的超大型民航国有企业，逐步发展到今天初步奠定市场化地位的独立产业部门。市场由原来的供小于求，变为供大于求，由无序竞争变为有序竞争。

(3) 民航市场结构的改变

航空运输业与宏观经济密切相关，随着中国经济进入新常态，国内民航业也出现了很多新的变化。过去，民航市场的传统结构是“东高西低”、“国际远弱于国内”、“干支明显不平衡”。但在经济新常态下，这些不平衡将正以更快的速度被打破。

首先展现出来的就是东西发展不平衡格局的打破。事实上，从2011年起，这种格局变化就开始显现。国民经济发展放缓，虽然影响到民航业总体发展速度，但在各区域的影响却不尽相同。传统的较为发达的东部市场，增长急剧放缓；但中西部地区市场，却呈现快速崛起的迹象。以2011年的航空旅客吞吐量为例，过去发展薄弱的西部与中部地区的增长速度明显高于东部地区。

其次是国内市场与国际市场结构比例将出现明显的转变，国际航线在总体市场结构中的比例将快速上升。虽然总体经济增长速度放缓，但经过30多年的改革开放，居民收入水平出现了明显的变化，居民消费能力得到了较大的提高，国际旅游市场正呈现快速增长的态势。近两年，我国公民出境旅游基本保持20%左右的速度增长。与此同时，国内航线则在整个国民经济集约化发展的背景下，出现市场增量与收益率双双下滑的态势。因此，以四大航空集团为主导的大型航空公司，以及一些具有一定规模的地区性航空公司，都纷纷加大了国际市场开发与航线开辟的步伐。

最后，干支线发展的日趋平衡。由于整体经济增速放缓，行业结构调整加速，航空公司运力过剩的局面开始显现。无论是大型航空公司，还是中小型航空公司，都纷纷将市场发展的目光放在了一些具有增长潜力的支线机场。尤其是在政府重点关注航空运输与地区经济及社会发展的互动关系之后，地方政府的政策开始积极向支线机场倾斜，更是加快了航空公司对支线市场的关注与运力的投放。而且，在我国经济结构调整加速、以及国内旅游业发展改革加速和城镇化建设加快的大背景下，这种支线加快发展的趋势，将会更加明显。

总体看，航空运输有其它运输方式难以比拟的优势，其发展受宏观经济影响较大，自改革开放以来，中国经济迅猛增长，国内航空业也飞速发展，随着中国经济进入新常态，中国航空市场

结构也正加速发生改变：中西部市场快速增长，国际航线市场提升，支线加快发展。

2. 市场状况

对于中国航空业，上游产业主要为航油供应商、飞机制造商与机场，下游为旅客和需要进行航空货物运输的企业或个人。

航空业的上游产业享有较强的资源优势，具有较大的定价权。航空公司的成本结构中，航油成本、飞机发动机租赁费和折旧、机场起降及导航费用总计约占航空公司主营成本的 70%，其中机场起降及导航费用较为稳定，而国际航油价格与人民币外汇汇率波动对航空公司成本的影响较大。

航空业的下游需求主要受到宏观经济与竞争的影响。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。2015 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 15.0% 和 10.80%，约为 GDP 增速（6.90%）的 2.17 倍和 1.57 倍。

（1）行业供给

航油供应

我国的航油供给是由中国航空油料集团公司（简称“中航油”）独家经营，目前，在中国航油市场上，中航油掌握着 75% 的市场供应，并同时掌握着 100% 的进口航油供应。因此，中航油垄断油源和全国机场的储供油设施，但中航油并不能自行随意定价，航油的定价受国家民航总局的干预。

航空器材供应

国内航空公司购买飞机必须经过中国航空器材总公司（以下简称“中航材”）。中航材隶属民航总局，全权代表中国各航空公司对外采购飞机，采用这种方式的主要原因为集中采购能降低采购价格，同时还能能为政治和外交服务。中航材实际上扮演垄断性中间商的角色，国内航空公司无法绕开它直接向飞机制造公司订货。

飞机及运力投放

从国际航空公司在国内的飞机投放看，受国内航权尚未完全放开影响，国际航空公司目前只能参与本国和中国间的国际航线业务，对国内运力规模影响较小。

从国内航空市场的飞机投放看，2012 年以来，随着先前订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从 2008 年的 1,259 架增加到 2015 年底的 2,650 架，2015 年全年共新增飞机 280 架。根据目前各航空公司购买飞机的计划来看，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。

（2）机场建设

近年来，中国民航总局大力提倡发展航空经济，各地发展民航业的热情高涨。截至 2014 年底，全国共有 62 个城市依托 54 个机场，规划了 63 个临空经济区。截至 2015 年底，通用航空公司 281 家；通用航空企业在册航空器总数达到 1,904 架，其中教学训练用飞机 508 架；运输颁证机场数量增至 210 个，其中旅客吞吐量千万人次级机场达 26 个，三千万人次级机场达 9 个。

2015 年，中国民航将加快枢纽机场建设步伐，依托京津冀、长三角和珠三角地区城市群的发展，大力构建以北京首都、上海浦东和虹桥、广州白云等机场为中心的机场群，打造多个大型国际航空枢纽。当前，民航总局重点加大对京津冀三地机场一体化运行的政策扶持，力争到 2020 年初步形成定位明确、协同运营、互利共赢、与京津冀城市群发展相适应的多机场系统。

此外，围绕“一带一路”建设，提升昆明、乌鲁木齐、福州等机场的门户枢纽功能，加快重庆、成都、西安等机场的区域枢纽建设。

总体来看，国内航空运输业在飞机供应和机场建设上都处于增长态势，航运能力持续增强，尽管在上游航油供应和航空器材供应上存在着垄断，但受制于国内行政当局的监管，价格比较稳定，不会对航空运输业造成太大影响。

（3）行业需求

2013年，航空运输市场进入缓慢复苏阶段，据民航总局官方公布，2013年，全行业完成运输总周转量 671.72 亿吨公里，同比增长 10.1%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量 501.43 亿吨公里，同比增长 12.3%；货运市场扭转了负增长趋势，货邮周转量 170.29 亿吨公里，同比增长 3.9%。2014年，受益于中国经济的持续增长，航空客运保持增长，货运市场稳步恢复，中国民航完成运输总周转量 748.12 亿吨公里，同比增长 11.4%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量 560.34 亿吨公里，同比增长 11.7%；货邮周转量 187.77 亿吨公里，同比增长 10.3%。从国内、国际航线看，2014年，国内航线完成运输周转量 508.00 亿吨公里，同比增长 10.2%；国际航线完成运输周转量 240.11 亿吨公里，同比增长 14.0%。总体来看，2014年，航空运输业增长较 2013 年有所提升，但仍低于发达国家平均水平。

2015年，中国经济运行保持在合理区间，全行业完成运输总周转量 851.65 亿吨公里，较上年增长 13.8%。受益于经济结构转型升级、居民消费能力提升等因素，航空客运市场持续增长，完成旅客周转量 7,282.55 亿人公里，较上年增长 15.0%；但因进出口贸易下降和市场竞争加剧等因素，航空货运市场增速放缓，完成货邮周转量 208.07 亿吨公里，较上年增长 10.8%。截至 2015 年底，全行业共有运输航空公司 55 家，新成立 4 家；通用航空企业 281 家，新成立 42 家。

截至 2016 年 3 月底，航空业需求延续了 2015 年快速增长的趋势，全行业完成运输总周转量 225.0 亿吨公里，较上年同期增长 12.3%，完成旅客周转量 1,991.0 亿人公里，较上年同期增长 14.5%；完成货邮周转量 49.6 亿吨公里，较上年同期增长 5.0%。

总体看来，国内航空运输业受宏观经济影响较大，2008 年金融危机后一方面面临着经济下行的压力、高铁分流等不利因素的挑战，一方面也有居民收入增长、消费结构逐步升级、出境游市场快速发展等机遇，各项指标保持高速增长，需求旺盛。

（4）营运效率

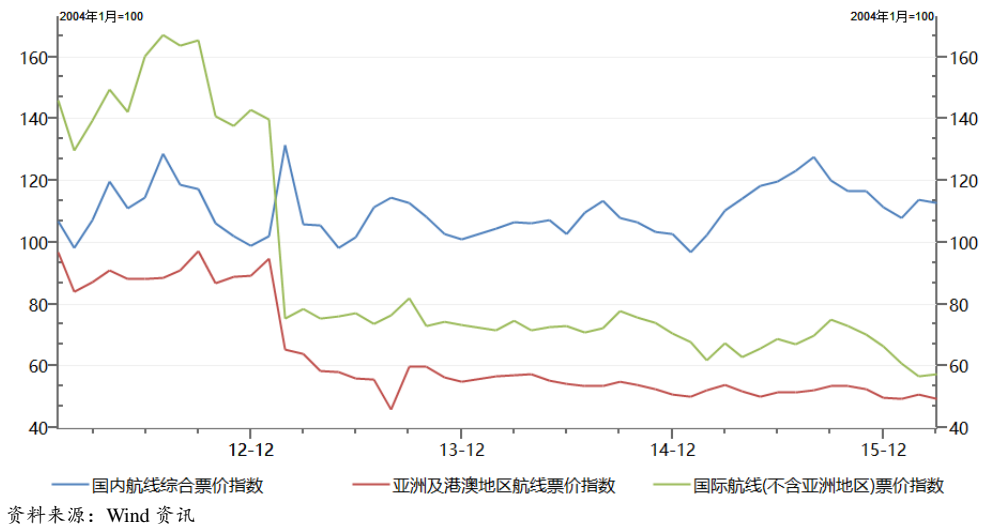
从运营效率看，2011 年以来，行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年春节期间及第三季度为出行旺季，载客量较其他月份较高；货运方面，每年 1、2 月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运能扩张计划，航空需求的季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。2015 年，中国民航正班客座率为 82.1%，同比增加 0.7 个百分点；正班载运率为 72.2%，同比增加 0.3 个百分点；主要系 2015 年行业总体供需结构改善，特别是出境旅游需求的持续增长，客座率较 2014 年有所提高所致。2015 年四季度国际航线客座率出现了下滑，主要系国际航线投入增长较快，同时受到巴黎事件冲击，出现了短期的供需失衡。截至 2016 年 3 月底，中国民航正班客座率为 70.5%，较上年同期下降 0.7%；正班载运率为 70.5%，较上年同期下降 1.1%。

从飞机利用率看，自 2008 年金融危机之后，民航运输飞机平均日利用率在 2010 年出现了短暂的反弹，2011 年与 2012 年继续回落较低水平，2013 年略有好转，2014 年基本保持稳定。2015 年为 9.49 小时，同比下降 0.02 小时；其中，大中型飞机平均日利用率为 9.66 小时，同比下降 0.08 小时，小型飞机平均日利用率为 6.58 小时，同比增加 0.22 小时。截至 2016 年 3 月底，民航运输

飞机平均日利用率为 9.6 小时，较上年同期持平；其中，大中型飞机平均日利用率为 9.8 小时，较上年同期持平，小型飞机平均日利用率为 7.0 小时，较上年同期增加 0.5 小时。

从票价水平看，2012 年，国内航线“控量保价”的情况非常显著，年初客座率出现同比下滑而票价维持在较高水平，然而第四季度国内综合票价指数下降 15%，价格基本与年初持平。2013 年机票价格延续了 2012 年年底的跌势，在春节期间出现了“跳水”，加之限制“三公消费”等政策的出台，头等舱及商务舱票价下滑严重。2014 年票价指数总体低于 2013 年同期水平，航空公司采取弃价保量策略以保证客座率，与此同时七月底到八月中旬的航空管制也给航空业造成了一定的负面影响。2015 年国内航线随着需求的持续增长，国内航线票价指数有所回升；国际及港澳台地区航线方面，由于目前仍处航空公司战略投入期，仍保持供给偏大的局面，2015 年国际及港澳台航线票价仍处下降趋势。2016 年 1~3 月，国内航线票价保持稳定，国际及港澳台地区航线票价持续下行走势。

图 2 2012~2016 年 3 月民航票价指数情况



总体来看，尽管受季节波动、突发事件、金融危机、“三公消费”等的影响，行业各项指标有较大波动，但大多时候还是处于高位，行业整体经营效率较高。

3. 竞争格局

中国航空运输业存在很多壁垒限制：

(1) 政策壁垒

政府对航空运输业的高度管制构成了进入航空运输市场的政策壁垒。航空运输业是受管制的行业，根据《国内投资民用航空业规定（试行）》，国内投资主体设立民航企业应当向中国民航总局或者地区管理局申请取得相应的许可。为对公共航空运输企业经营许可施行严格的管理，原民航总局于 2007 年下发《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》，明确提出 2010 年之前民航总局将暂停受理新设立航空公司的申请。2010 年，中国民航总局又下发《关于进一步加强公共航空运输企业经营许可管理，落实航空运输安全要求的通知》，将继续暂停受理新航空公司的设立申请。此外，飞机的购买和租赁、航线的开辟和停运、航班计划的设立和变更、飞机的起降时刻以及各种安全标准、维修资质等也均需取得中国民航总局或者地区管理局的许可或备案，其中飞机购买和租赁需获得国家发改委的批准。

（2）资金壁垒

航空运输业属于资金密集型行业，航空公司除需大量的资本开支用于购买/租赁飞机以外，另需投入大量的运营资金维持日常经营，如支付燃油费、飞机起降费 and 飞机维修费等，这对于航空业新进入者提出了较高的资金要求，构成了航空业的资金壁垒。

（3）技术与人才壁垒

航空运输业属于技术密集型行业。航空公司的成功运作需要经验丰富的高级管理人员和技术娴熟的航空专业人员。航空专业人员，尤其是飞行员，一般要求经过较长时间培训和实际操作经验、通过专门考核和评估后，才能取得相应的从业资格。飞行员是航空公司的重要资源。为保证民航飞行队伍稳定与飞行安全，原民航总局先后下发了《关于规范飞行人员流动管理保证民航飞行队伍稳定的意见》、《关于加强飞行人员流动管理的紧急通知》等关于飞行员流动管理的一系列规范性文件。根据该等规范性文件，航空企业招录其他航空企业在职飞行人员，应当与飞行人员和其所在单位进行协商，并根据一定标准向原单位支付费用，这在一定程度上提高了新进入航空企业招募飞行员的成本。对航空专业人员较高的技术要求、专业飞行人才的相对紧缺以及流动的严格管理构成了进入航空运输业市场的技术与人才壁垒。

（4）行业格局

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自然垄断。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。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，机组规模大，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。代表企业为中航集团（下辖中国国际航空股份有限公司（国航股份，SH.601111）、南航集团（下辖中国南方航空股份有限公司（南航股份，SH.600029）和中国东方航空集团公司（以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东航股份，SH.600155），简称为“三大航”。

在航线资源分布上，国航股份，航线网络以北京为枢纽，以长江三角洲、珠江三角洲、成渝经济带为依托，连接国内干线、支线，对国际航线形成全面支持。通过加入星空联盟，截至 2015 年底，国航股份航线网络可覆盖 193 个国家的 1,330 个目的地，所经营的客运航线条数达到 360 条，航线覆盖全球六大洲，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。南航集团以中国南方航空股份有限公司为主体，航线网络以广州、北京、乌鲁木齐、重庆枢纽航线为核心，其中国内航线占其航线的 70%；广州白云机场为其重要的运营基地，南航集团占白云机场飞机起降架次的 50% 左右。东航集团以中国东方航空股份有限公司为主体，航线网络以上海为核心，以西安、昆明为两翼，在上海、昆明、西安等核心市场具有较强的影响力，在北京市场的竞争力也不断增强，自 2012 年 6 月东航加入天合联盟后，截至 2015 年底其航线已延伸至全球范围内的 179 个国家、地区的 1,057 个目的地城市。总体看，北京、上海、广州三大机场为全国最主要的三大机场，而这关键性的三点分别为国航、东航、南航三大集团各自重要的运营基地和枢纽。整体上看，三大航在营业收入、利润总额、机队规模及航线资源拥有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中航集团、南航集团及东航集团的核心子公司，在收入、机组规模、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，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关，三大航普遍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。2015年，国航股份及东航股份整体盈利情况均较上年有不同程度提升，其中东航股份利润来源主要为补贴收入，具体如下表所示。

表1 2015年国内三大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	国航股份		南航股份		东航股份	
	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)
可用座公里 (亿客公里)	2,148.29	10.95	2,356.16	12.30	1,817.93	13.21
机队规模 (架)	590	9.26	667	8.99	551	15.27
载客人数 (亿人)	0.90	8.20	1.09	8.43	0.94	11.89
运输货邮量 (千吨)	1,664.41	7.18	1,511.55	5.46	1,399.42	2.64
平均客座率 (%)	79.93	0.04 个百分点	80.50	1.39 个百分点	80.50	0.95 个百分点
平均载运率 (%)	69.53	-0.86 个百分点	69.5	0.00 个百分点	70.71	-0.82 个百分点
项目	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)
资产总额 (亿元)	2,137.04	0.80	1,862.50	-1.82	1,957.09	19.67
营业收入 (亿元)	1,089.29	3.85	1,114.67	2.91	938.44	4.57
政府补助 (亿元)	9.39	-11.39	23.65	36.86	41.31	13.90
利润总额 (亿元)	90.43	77.73	63.41	104.88	56.71	37.65
经营性净现金流 (亿元)	317.53	87.87	257.13	70.10	243.25	98.54
营业利润率 (%)	22.91	6.89 个百分点	17.77	5.79 个百分点	17.60	6.46 个百分点
资产负债率 (%)	68.84	-2.75 个百分点	73.38	-3.28 个百分点	80.76	-1.21 个百分点
单机年收入 (亿元)	1.85	-4.95	1.67	4.32	1.70	5.95
单机年利润总额 (亿元)	0.15	62.67	0.10	87.98	0.10	28.65

资料来源：上市公司年报，联合评级整理。

相对而言，国航股份立足首都北京，承担的中外交流任务最为频繁，其开通的国际航线居于三大航之首，国际航线是国航股份未来发展的关键。国际航线中两舱及高端旅客的单位收入贡献大，是盈利的主要来源，在国际航线高端旅客客源的争夺中，国航股份面临世界主要大型航空公司的直接竞争，拓展国际航线并形成规模效益存在一定难度。同时，国际航线受世界经济波动影响较大。

南航股份作为目前国内机队规模最大的航空公司，在绝对运输能力及运力结构优化方面具备优势，但运力快速增长与航权航线布局匹配矛盾问题日益突出，在国际航权短期内无法快速扩张的前提下，国内市场成为南航股份发展的重要侧重点。依托中西部地区经济增长及千万级机场建

设，东西走向航空客流将成为化解南航股份新增运力的重要途径。

东航股份相对国航股份及南航股份而言，在航权航线资源及运营机组方面均相对弱势，导致其收入及营业利润率较国航股份和南航股份更低。随着上海自贸区的建立，上海市对外开放程度升级，由此带来的国内外客货流将成为东航股份未来收入及利润增长的重要支撑。

地方航空公司以海航集团为代表，获得地方政府支持力度较大，以二三线城市为主要基地，时刻资源相对充裕，整体运营实力居于行业中游。

总体看，民航业存在着诸多进入壁垒，目前形成以国航、南航、东航三家为主、其他地方航空公司对国内市场造成一定分流的竞争格局。

4. 行业政策

中国民航总局继 2008 年 12 月出台十项措施以促进国内民航业平稳较快发展后，2009 年以来，又先后出台和落实多项细则，包括落实支线航空补贴政策、调整航空公司新开独飞航线的保护期、两仓票价自主定价、国际运输免征营业税等。这些行业政策对国内运输的快速增长、国际运输的止跌回升发挥了重要作用。同时，民航总局还通过向航空公司返还民航基础设施建设基金、免征燃油附加营业税、返还国际及港澳航班使用国产燃油增值税等，为航空公司增收节支。另外，政府还为国有航空公司输血，南航和东航分别获得国家注资 45 亿元和 70 亿元，国家注资并不能从根本上提升航空企业的盈利能力，但能够在一定程度上改善企业的资本结构，有助于降低企业的财务风险。总体看，政府给予航空运输业扶持力度大，未来更多扶持政策有望进一步落实和细化。

2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。从 2012 年 1 月 1 日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点。至此，货物劳务税收制度的改革拉开序幕。截至目前，“营改增”范围已推广到全国试行。增值税是以不含税营业收入为计税依据的价外税，通过价格将税转嫁给消费者。虽然短期内相关企业的利润不会有明显的变化，但是改制后，不含税价格的收入比含税价格的收入会有所下降，至于下降的比例要根据增值税税率的大小而定。航空公司的收入包括国际运输收入和国内运输收入，其他还有地面服务、旅游收入等。国内运输收入营业税的税率为 3%，其余的营业税税率为 5%，国际运输业务税率为零。《实施办法》中规定“营改增”以后，国内运输增值税税率变为 11%，国际运输业务税率仍然为零，而其他的辅助服务适用税率则为 6%。营改增后的国内运输收入减少了 $10\%[11\% \div (1+11\%)]$ ，其他服务收入减少 $5.7\%[6\% \div (1+6\%)]$ 。相关企业的税后利润，主要取决于运营收入、成本的降低比例以及税务附加值的减少程度。“营改增”税制改革，使航空运输业也享受到进项税的抵扣优惠，航空运输公司的成本中纳入税改应税服务的有飞机起降费、飞机经营性租赁费、销售代理手续费、运输服务费以及系统服务费。这些项目的费用属于可以抵扣的进项税，在“营改增”后都可以开具增值税专用发票。属于物流辅助服务的飞机起降费税率为 6%，属于有形动产租赁的飞机起降费适用税率为 17%，属于物流辅助服务的销售代理手续费适用税率为 6%，属于信息技术服务的系统服务费适用税率为 6%，属于交通运输服务的运输服务费适用税率为 11%。“营改增”后，公司在这方面的税务将相应减轻。

2011 年 11 月 1 日，发改委下发了《关于完善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有关问题的通知》，要求国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元时，燃油附加最高标准方可按联动机制有关规定进行调整。2012 年，国家发改委、民航总局对国内航线旅客运输燃油附加单位收取率做出了明确规定，国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元，燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002541 元。燃油附加单位收取率调整后，

燃油附加最高标准计算公式为：800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准=0.00002541×（国内航空煤油综合采购成本-4140）×800；800 公里以上航线燃油附加最高标准=0.00002541×（国内航空煤油综合采购成本-4140）×1500。航油是航空公司最大的成本消耗，占运营总成本的 30%-50%左右，燃油费的收取在一定程度上可以缓解油价上涨带来的成本压力。

2013 年 5 月 17 日，自 2007 年执行“暂停受理新设立航空公司申请”禁令被废除，民航总局开始对新建航空公司进行审批，截至 2014 年 1 月 24 日，中国民航总局已相继初审同意了 5 家航空公司，分别是福州航空、九元航空、瑞丽航空、青岛航空以及乌鲁木齐航空，民航总局审批政策的宽松对于中国民航业的发展尤其是民营航空的成长具有十分重要的意义。

2013 年 11 月 6 日，中国民用航空局和国家发展与改革委员会联合公开《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》（下称“《通知》”），《通知》指出“对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过 25%，下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平”。以前国内经济舱和两舱票价采用两套定价体系，前者为公有运价，基于政府指导价；后者为私有运价，完全自主制定。2010 年 6 月起，两舱票价已经与国际机票定价体系同步，采用私有运价体系，完全市场化自主定价，而放开前头等舱价格为经济舱基价 150%，公务舱为经济舱基价 130%。2015 年 1 月，国家发改委宣布放开 24 项商品和服务价格，下放 1 项定价权限，其中包括铁路和航空客货运价格。发改委相关通知指出：全面放开国内航线货物运价，由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体运价水平；改进基准票价定价办法，由政府审批航线基准票价改为政府制定定价规则，由航空公司按规则自行制定、调整基准票价，变事前审批为事中、事后监管。同时进一步放开 101 条相邻省份之间、与地面主要运输方式形成竞争的 600 公里以下短途航线旅客票价。一方面，放开价格管制给航空公司在不同时间段和淡旺季更多自主定价权，使得航空公司可以提高上座率、充分利用资源；另一方面，在国内整体上运力过剩仍将持续，未来数年时间还将成立一批地方航空公司的背景下，放开票价管制后价格竞争将日趋激烈。

2013 年 11 月 18 日，中国人民解放军总参谋部和民用航空局联合发布了《通用航空飞行任务审批与管理规定》（下称“《规定》”），《规定》的第五条细则提到“除以下九种情况外，通用航空飞行任务不需要办理任务申请和审批手续，但在飞行实施前，须按照国家飞行管制规定提出飞行计划申请，并说明任务性质”，这就意味着普通的通航飞行任务（只要不涉及军事、国防、领土边界）不再需要通过军方来办理任务申请和审批手续，而只需提前向民航总局提出飞行计划申请即可，虽然不是低空的完全开放，但在一定程度上简化了通航飞行的流程，有利于航空业的发展。

2015 年 1 月，中国民用航空局、国家发展改革委印发通知，全面放开民航国内航线货物运输价格；放开 101 条相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价；对继续保留实行政府指导价的国内民航客运票价，改由航空运输企业按照国家制定的规则自主制定、调整基准票价。改革实施后，有利于航空公司更加灵活地制定、调整价格，反映市场供求关系和竞争状况，满足不同类型消费者需要。

2015 年 7 月，国家发改委与民航总局联合出台《关于临空经济示范区建设发展的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），明确临空经济示范区建设发展将重点依托大型航空枢纽，遵循航空经济发展规律，引导和推进高端制造业及现代服务业集聚发展，构建以航空运输为基础、航空关联产业为支撑的产业体系，推动低污染、低环境风险产业与城市融合协调发展，临空经济示范区将成为现代产业基地、区域物流中心、科技创新引擎和开放合作平台，是民航业与区域经济相

互融合、促进和提升的重要载体。

2015年8月，中共中央及国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权等多种方式参与国有企业改制重组或国有控股企业上市公司增资扩股以及企业经营管理，鼓励社会资本参与民航基础设施建设；国家发改委亦表示要按照中共中央及国务院的总体部署，在电力、石油、天然气、铁路、民航、通信、军工等领域，开展混合所有制改革的试点示范，该文件将为民航机场未来发展拓宽融资渠道。

2016年2月，中国民航总局印发《关于国内航空旅客运输销售代理手续费有关问题的通知》，严禁销售代理企业向旅客额外加收客票价格以外的任何服务费，该举措有利于压缩分销成本、提高直销比例，进而降低航空业总体的销售费用。

总体看，上述行业政策的出台促进了民航运输业的发展，并为其行业发展提明了方向。

5. 行业关注

（1）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30%~50%左右。

自世界经济走出金融危机的低谷后，2011年以来国际航油价格由2008年底的最低点逐步攀升并持续保持高位。2014年下半年以来，随着美国宽松量化政策缩减，以及全球经济减速导致对化石能源需求量不高，以及石油供给增加等多方面因素影响，国际原油价格出现急剧下降的趋势，原油价格的下滑导致航油价格相应下降，在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。截至2015年底，航空煤油和布伦特原油价格分别为3,133元/吨和36.46美元/桶；截至2016年3月底，航空煤油和布伦特原油价格分别为2,979.00元/吨和38.70美元/桶。但同时，国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性，国内大型航空公司的航油均从国内采购商采购，因此航油成本下滑程度尚不能与国际原油价格的表现同步。

（2）受人民币利率和汇率波动的影响

航空业属于资金密集型行业，因此航空公司的资产负债率一般较高，其融资成本很大程度受到利率水平的影响。

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。

现阶段，在美联储停止QE、加息预期明显、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋向较为明显，航空企业将继续面临汇率波动风险。2015年8月，中国人民银行发布关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明，要求做市商报价时参考银行间市场上一日的汇率收盘价，综合考虑供求变化与国际汇率价格自主报价。该声明发布后汇率中间价连续数日大幅提高，波动幅度较以往大幅增加。

2015年度，国内三大航空公司共产生净汇兑损失158.45亿元，其中中国航集团51.56亿元，南航集团57.02亿元，东航集团49.87亿元。针对这一现象，各航空公司逐步调整债务结构，降低美元债务比例。

（3）高速铁路网建设的替代影响

按照铁道部2016年7月修编的《中长期铁路网规划》，铁道部将在现有“四纵四横”高速铁路的基础上，通过新建及充分利用既有铁路，形成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、

城际铁路补充的高速铁路网；新增高速铁路主干道标准时速在 250 公里以上，部分铁路可采用时速 350 公里标准；到 2020 年，高速铁路里程增至 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，到 2025 年，高速铁路里程达到 3.8 万公里左右。同时，据民航总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。

目前已经进入运营的 250 公里时速的动车组已经对航空运营带来了一定的冲击。如上海至武汉（2009 年开通）、成渝线（2009 年开通）、武广高铁（2009 年开通）、京石高铁（2012 年开通）、京广高铁（2012 年开通）以及石武高铁（2012 年开通）的动车组开通后，航空公司在票价以及运力投放上都进行了下调，成渝空中快线也被迫停航。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，在最新发布的《中长期铁路网规划》中也提出，在铁路网规划的同时，更加强调构建与公路、民航、水运等其他交通方式有机衔接的综合交通运输体系。联合评级认为，国内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，随着未来高铁“八纵八横”主要线路的建成，国内航空市场必将受到更大的冲击。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。

（4）限制“三公消费”相关政策的影响

头等舱和商务舱（以下简称“两舱”）是航空公司重要的收入和利润来源。根据国际航空运输协会的统计，全球很多品牌航空公司“两舱”的客运量仅占总客运量的 10%，但收益却可以占到总收入的约 30%。“八项规定”和“六项禁令”的出台，对“两舱”客运量产生直接影响。

（5）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的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。美国“9·11”事件及中国 SARS 疫情均曾对所在国航空业产生巨大的负面冲击。2014 年以来，受马来西亚航空 MH370 航班失联事件、马航 MH17 航班坠机事件、台湾复兴航空 GE222 迫降失败事件、阿尔及利亚航空 AH5017 航班坠毁事件、亚航失事事件等重大空难影响，国际航空业的运输安全问题受到普遍重视，行业景气或将承压。部分涉事航空公司业务及航权受到较大影响。

（6）来自国际航空公司的竞争

随着民航业逐渐对外开放航权，国际知名的外国航空公司纷纷进入涉及中国市场的客运、货运与维修等多种业务领域，其丰富的运营经验、雄厚的资金实力与优质的服务将对国内航空公司的国际业务提出较大的挑战。

6. 未来发展

航空业的需求增速与总体经济增速高度相关。2001 年至 2015 年，中国国内生产总值保持了平均 6.9% 以上的增长速度。同时，中国经济的持续增长推动了人均国内生产总值水平的不断提高，促进了消费结构的升级——由满足温饱需求的“吃、穿、用”支出为主阶段向满足小康需求的“住、行”支出为主阶段升级，未来将有越来越多的居民选择以航空作为自费旅游和探亲出行的首选交通工具，航空出行将日趋大众化。

尽管中国经济经历了快速的增长，人均国内生产总值也获得了大幅的提高，但相比其他国家，中国民航的市场渗透率不仅距离发达国家存在较大差距，以人均乘机次数作为衡量指标，相比人

均国内生产总值水平相当的部分东南亚国家，仍然存在一定差距，这意味着中国航空业仍然具有较大的发展潜力。为使社会大众享受到安全、便捷、经济的航空客货运服务，国家将加快基础设施建设，优化空域结构，从而进一步提高民航服务的覆盖能力。

总体看，未来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，航空运输业运营效率和盈利水平有望继续提升。中长期看，随着中国经济的增长和消费升级带来的市场成长空间，航空运输业仍将保持较高的景气度。国内航空公司在这样的大环境中将获得长足发展，拥有航线网络优势和区位优势以及注重差异化经营的航空公司具有较强的综合竞争力。考虑到行业整体的景气度和相关政策支持，未来一定时期内行业内重点企业的信用水平将保持稳定。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主营业务以航空运输为主，其控股子公司国航股份，是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司，以北京首都国际机场为主基地，坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，目前形成了以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网络结构。国航股份机队结构与航线网络匹配，且定位于中高端公商务主流旅客市场，产品和服务认可度较高。

品牌影响力方面，国航股份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。国航股份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。

机队规模方面，截至 2015 年底，国航股份拥有各类先进运输飞机 590 架，机队规模位列国内第二，位居世界前十名。

航线网络方面，截至 2015 年底，国航股份经营的客运航线条数达到 360 条，航线覆盖全球六大洲。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。透过星空联盟，国航股份航线网络可覆盖 193 个国家的 1,330 个目的地。

客运量及货邮运方面，2015 年国航股份实现旅客运输量 8,981.59 万人次，同比增长 8.20%，货邮运输量 166.44 万吨，同比增长 7.18%。

企业荣誉方面，2007 年至 2015 年国航股份连续九年荣列世界品牌实验室“世界品牌 500 强”，排名由 2014 年第 322 位上升至 2015 年第 300 位，同时荣获“2015 中国品牌年度大奖 NO.1(航空)”。国航股份被美国评级机构标准普尔评为中国上市公司百强；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。

总体看，公司主营业务品牌认可度高，规模实力强，航运网络发达，运营能力较强，在国内航空企业中具有明显的竞争优势。

2. 人员素质

公司现任高级管理人员包括总经理、副总经理、党组纪检组组长等共 5 人。

公司总经理蔡剑江先生，生于 1963 年，毕业于中国民航学院航行管制专业和中国民航学院英语专业。历任深圳航空公司总经理，中国国际航空公司上海营业部经理、总裁助理兼市场营销部经理等职务。2014 年 1 月任公司总经理、党组副书记。

公司党组书记、副总经理宋志勇先生，生于 1965 年，毕业于中国空军第二飞行学院飞行专业。历任国航股份飞行总队总队长、党委副书记、总裁助理、副总裁；2014 年 1 月至今任国航股份总

裁、党委副书记，2016年2月任中国航空集团公司党组书记。

截至2016年3月底，公司本部在职员工113人，从教育程度来看，大专及以下人员占比11%，本科人员占比57%，本科以上人员占比32%。

总体看，公司高管具备多年从业经历和丰富的管理经验，员工学历水平较高，专业构成符合行业特点。

3. 外部支持

作为国资委直属企业，公司发展过程中受到政府及有关部门的大力支持。公司长期获得航线补贴、财政补贴、税费返还等，2013~2015年，公司分别获得各项补助12.96亿元、15.72亿元和14.59亿元，公司将其纳入营业外收入。

总体看，公司作为国资委直属企业，其发展受到政府及有关部门的大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《中华人民共和国公司法》和国有控股公司试点相关规定的要求，制订了《公司章程》等各项制度，不断改善公司治理水平。

公司系国务院国资委直属的中央企业，国务院国资委为公司出资人和实际控制人。公司根据国家授权，对有关国有资产和国有股权行使出资人权利，依法经营、管理和监督，并相应承担保值增值的责任。公司实行总经理负责制，未设立董事会，公司总经理为公司的法定代表人。依照《中国航空集团公司章程》规定，公司在制定发展战略、调整结构、协调利益等方面发挥主导作用，是重大投资、经营活动的决策和管理中心。各所属企业是自主经营、独立核算、自负盈亏的法人实体，对公司承担国有资产保值增值责任，并负有执行公司有关发展战略、结构调整、专业分工等重大决策的责任。公司依照法定程序检查、考核所属企业业务经营和国有资产保值增值状况，对公司所属全资企业、控股企业、以及分公司和代表处等分支机构的经营管理活动情况实施审计监督。公司建立了党组会、总经理办公会和领导例会制度，负责重要人事任免、生产经营的重大决策、重要项目安排和大额资金使用审批等事项。相关工作和议事规则明确规定了决策权限、程序、监控评价等事项，确保了决策的民主性和科学性。同时，公司成立了风险管理委员会、安全委员会，定期召开会议，研究布置风险管理、战略管控、安全生产等重大工作安排。

总体看，公司作为央企，拥有完善的法人治理结构，运行合理规范。

2. 管理制度

公司建立了与其业务性质和规模相适应的内部管理机构，整体管理框架由办公厅、规划发展部、人力资源部、财务部、航空安全办公室、审计监察部等众多职能部门构成，分工细致，各部门职能明确。同时，公司还建立了涵盖资金使用、投资决策、人员管理、航空安全等较为完整的内部控制制度。

对下属子公司的管理方面，根据公司章程，公司总经理办公会议研究决定以下重要事项，其中包括：审批子公司章程和重大决策方案；审批子公司限额以上投资、借贷、对外担保；审定子公司注册资本的增减和股票、债券的发行方案。公司审批和监督全资子公司的重点投资项目；审核全资子公司的财务制度和财务预决算；审批全资子公司对外的重大投资、举债、抵押和担保。

财务预算管理方面，公司采用全面预算管理制度，公司制定了《中国航空集团公司国有资本

经营预算管理制度》。《中国航空集团公司国有资本经营预算管理制度》规定：各子公司应当建立财务预算管理制度，组织开展内部预算编制、执行、监督和考核工作，完善财务预算工作体系，推进实施全面预算管理。公司依据本办法对各子公司财务预算编制、报告及执行工作进行监督管理，督促和引导各子公司切实建立以预算目标为中心的各级责任体系。

资金管理方面，公司制定了《中国航空集团公司资金管理办法（试行）》，为合理配置资金资源，加速资金营运，控制融资风险，保证资金安全提供了根本保障。实行收支两条线的资金管理模式，各（非上市）子公司应通过财务公司办理结算业务，公司本部统一安排外源融资和对外担保。财务部是公司资金管理的主要职能部门，负责公司资金管理规章制度的建立、完善和组织实施，负责制定资金规划、编制资金预算，负责监控各子公司资金流向，负责与金融机构的合作事宜。各子公司财务部是各自资金管理的主要职能部门，根据公司本部资金管理办法制定各自的资金管理制度。

投资管理方面，公司制定《中国航空集团公司投资管理规定》并严格执行。公司投资管理的原则是：符合国家发展规划和产业政策；符合本集团发展战略、规划和投资方向；重点突出主业，有利于提高集团核心竞争能力和抗风险能力；非主业投资符合本集团调整、改革方向，并有利于主业发展，形成良性互动，实现本集团全面、协调、可持续发展；投资规模应当与企业经营规模、资产负债水平、现金流和实际筹资能力相适应；应充分科学论证，预期投资收益应不低于同行业同期平均水平；严格执行国家和本集团投资决策程序和管理制度；重大项目实行集体民主决策，并严格落实执行责任追究制。

安全生产方面，公司制定了《中航集团航空安全生产监督管理暂行规定》。该规定明确了航空安全生产的责任主体，规定要按照“统一领导、落实责任、分级管理、分类指导、全员参与”的原则，逐级建立、健全航空安全生产责任制。明确了航空安全生产责任制应当覆盖各成员企业全体职工和岗位，涉及全部航空安全生产经营和管理过程。

总体来看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括航空运输及与航空相关的业务，以航空运输为主。其中航空运输主要包括航空客运、航空货运及邮运；与航空相关的业务包括快递业务、广告及服务、酒店经营管理、物业管理和其他等。公司本部主要行使管理职能，相关业务具体由下属子公司经营。其中，航空客运、航空货运及邮运业务主要由控股子公司国航股份运营；快递业务主要由民航快递有限责任公司（以下简称“民航快递”）运营；广告及服务业务主要由中国航空传媒有限责任公司（以下简称“中航传媒”）运营；酒店经营管理、物业管理主要由中国航空集团建设开发有限公司（以下简称“中航建发”）运营。

2013~2015年，公司主营业务收入分别为997.33亿元、1,071.43亿元和1,110.58亿元，年均复合增长5.53%，分别占营业收入的99.92%、99.94%和99.94%，公司主营业务突出。从收入构成来看，2013~2015年，公司航空运输业务收入分别为979.61亿元、1,051.78亿元和1,093.70亿元，分别占主营业务收入的98.23%、98.17%和98.48%，基本保持稳定，是公司主营业务收入的主要来源。其中，随着出境游市场需求的增加及公司国际航线运力投入的加大，国际客运业务快速增加，航空客运业务收入规模逐年增加，占比维持在90%左右；航空货运及邮运业务收入有所波动，受航空货运市场需求低迷影响，2015年航空货运及邮运业务收入较2014年小幅下降3.86%。2013~2015年，公

司与航空相关的业务收入分别为17.72亿元、19.65亿元和16.88亿元，分别占主营业务收入的1.77%、1.83%和1.52%，其中快递业务、广告及服务、物业管理等业务收入及占比均有所波动。其中，由于港澳台地区快递业务有所减少，2015年公司快递业务收入较2014年下滑20.59%；近三年，公司所经营的酒店客源稳定增长，酒店经营管理业务收入平稳增长，年均复合增长5.68%；由于2015年出租物业中的北京民航营业大厦大客户搬迁使得出租率下降，2015年公司物业管理业务收入较2014年下滑12.55%。

毛利率方面，2013~2015年，公司综合毛利率分别为15.77%、16.63%和23.47%，呈上升趋势，主要系收入占比较高的航空运输业务成本不断下降所致。2013~2015年，公司航空运输业务毛利率分别为15.33%、16.20%和23.20%，主要系公司不断提升航空运输服务质量，降低运营成本，航空运输业务毛利率有所上升，2015年受航油价格的大幅下跌影响，航空运输成本明显下降，航空运输业务毛利率水平较2014年上升明显。2013~2015年，公司与航空相关的业务毛利率基本维持在40%左右，其中，受酒店原材料成本、人工成本等成本增加影响，2015年酒店经营管理业务毛利率较2014年下降6.91个百分点，近三年，公司物业管理业务毛利率分别为43.27%、41.17%和22.69%，呈下降趋势，2015年下降幅度较大，主要系2015年物业出租业务中北京民航营业大厦大客户搬迁使得出租率下降，使得毛利率较高的物业出租业务大幅下降所致。

表2 公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航空运输业务	979.61	98.23	15.33	1,051.78	98.17	16.20	1,093.70	98.48	23.20
其中：航空客运	900.85	90.33	15.33	963.92	89.97	16.15	1,009.23	90.87	23.15
航空货运及邮运	78.76	7.90	15.28	87.86	8.20	16.73	84.47	7.61	23.76
与航空相关的业务	17.72	1.77	39.87	19.65	1.83	39.50	16.88	1.52	40.82
其中：快递业务	9.07	0.91	12.83	11.17	1.04	19.45	8.87	0.80	23.81
广告及服务	3.46	0.35	68.43	2.57	0.24	62.56	2.15	0.19	58.86
酒店经营管理	2.57	0.26	84.94	2.58	0.24	85.19	2.87	0.26	78.28
物业管理	1.82	0.18	43.27	2.39	0.22	41.17	2.09	0.19	22.69
其他	0.78	0.08	71.14	0.94	0.09	85.14	0.90	0.08	87.73
合计	997.33	100.00	15.77	1,071.43	100.00	16.63	1,110.58	100.00	23.47

资料来源：公司提供

2016年1~3月，公司实现营业收入275.12亿元，净利润29.05亿元。

总体看，公司主营业务以航空运输为主，近三年航空运输业务稳定发展，受益于出境游市场需求增加及公司国际航线运力投入的加大，公司航空客运收入稳定增长，快递、酒店管理及物业管理等与航空相关的业务规模较小，对公司主营业务收入及利润的影响较小。

2. 航空运输业务

公司航空运输业务包括航空客运、航空货运及邮运等，主要由国航股份运营。2013~2015年，国航股份分别实现营业收入976.28亿元、1,048.26亿元和1,089.29亿元，基本保持稳定增长。

（1）航线布局

国航股份基于国内国际均衡发展的市场布局原则，近三年国际航线投入力度不断加大。立足于公司发展成为国际综合枢纽的定位，经过多年的经营，国航股份已经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和广泛

均衡的国内、国际航线网络。截至 2015 年底，国航股份经营的客运航线条数达到 360 条，航线网络覆盖全球六大洲，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。通过加入星空联盟，国航股份航线网络可覆盖 193 个国家的 1,330 个目的地。

在国际航线开拓方面，自 2013 年以来，在“一带一路”提升为国家战略（“一带一路”经济带共覆盖亚洲、中东欧、独联体和非洲地区 64 个国家）、出境游市场需求（包含自由行出境游）不断增加的大环境下，国航股份通过对客源构成、两地经济往来、市场发展趋势等方面的专业分析，制定了以欧美市场为主，拓展亚洲、非洲和大洋洲航线的战略思路，逐步加大了国际航线开通力度。

总体看，国航股份航线布局国内国际均衡发展，近三年国际航线投入力度不断加大，国航股份已成为中国唯一航线覆盖六大洲、亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何地区的航空公司，国际枢纽优势地位更加凸显。

（2）机队规模及优势

近年来，国航股份机队规模逐年扩大，2013~2015 年，国航股份分别新引进飞机 55 架、67 架和 66 架，呈增长趋势，退出老旧飞机 19 架、24 架和 16 架，截至 2015 年底，国航股份机队总规模达到 590 架，在国内民航业中排名第二，在世界航空企业中位居前十名。国航股份机队平均机龄 6.2 年。

表 3 国航股份机队结构及变化情况（单位：架，%）

型号	2013		2014		2015	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
客机	477	95.98	519	96.11	567	96.10
其中：空客系列	232	46.68	256	47.41	273	46.27
波音系列	245	49.30	263	48.70	294	49.83
货机	9	1.81	12	2.22	15	2.54
公务机	11	2.21	9	1.67	8	1.36
合计	497	100.00	540	100.00	590	100.00

资料来源：国航股份年度报告

机队结构方面，国航股份现有飞机包括 567 架客机、15 架货机和 8 架公务机，其中客机类型包括空客系列（包括 A319、A320/A321、A330 和 A340 等）和波音系列（包括 B737、B747、B757 和 B777），占比分别为 48.15% 和 51.85%，以 A320/A321 和 B737 两种机型为主，这两种机型在短途单通道飞机机型中拥有垄断地位，具有机型成熟、技术先进、运营成本低、燃油经济性好等优势，有利于国航股份短途航线运输业务的安全稳定性和经济性。

飞机购买计划方面，2016~2018 年，国航股份将分别引进 50 架、48 架和 41 架客机，其中空客系列 19 架、18 架和 18 架，波音系列 31 架、30 架和 23 架，波音系列为主；机型仍以 A320/A321 和 B737 为主，同时将不断新增 A350（为中大型中至超长程用宽体客机系列）和 B787（为超远程中型客机）等远程中大型新机型，加大国际运力的增投力度，调整机队结构，以满足国际航线业务不断增加的需求。

表 4 2016~2018 年国航股份计划引进飞机情况（单位：架）

型号	2016 年	2017 年	2018 年
客机	50	48	41
其中：空客系列	19	18	18
A320/321	19	17	15
A350	0	1	3
波音系列	31	30	23
B737	21	21	21
B777	3	3	0
B787	7	6	2
合计	50	48	41

资料来源：国航股份年度报告

总体看，国航股份机队规模较大，国航股份机队结构的配置、未来购机计划等均有利于提升机队的竞争力；联合评级同时关注到，随着公司购机计划的实施，未来公司存在一定的资本支出压力。

（3）运营情况

从运输量方面看，2013~2015 年，国航股份旅客运输量呈增长趋势，年均复合增长 7.53%。2015 年国航股份实现旅客运输量 8,981.59 万人次，同比增长 8.20%，其中，受益于出境游市场需求旺盛以及国航股份对国际航线开拓力度加大，国际航线载客人次同比快速增长 19.35%。2013~2015 年，国航股份货邮运输量年均复合增长 6.89%。2015 年国航股份实现货邮运输量 166.44 万吨，同比增长 7.18%，主要系国航股份加强与快递及电商企业总部合作，货邮业务量增加所致。

表 5 近三年国航股份运输量情况（单位：千人次，吨，%）

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比
国内	65,955.83	69,371.68	74,374.25	7.21
国际	7,822.33	9,240.78	11,028.76	19.35
地区	3,898.70	4,397.15	4,412.88	0.36
客运人数合计	77,676.86	83,009.61	89,815.89	8.20
货物及邮运	1,456,787.68	1,552,893.14	1,664,406.35	7.18

资料来源：国航股份提供

从载运能力来看，2013~2015 年，国航股份投入可用吨公里持续增长，年复合增长率 13.12%，运力投入持续提升，有利于国航股份业务量的快速增长。截至 2015 年底，国航股份可用吨公里为 313.64 亿，同比增长 13.57%，增速高于同期南方航空（13.18%）和东方航空（11.67%）水平；从客运运载能力来看，2013~2015 年，国航股份可用座位公里年均复合增长 10.58%，主要源于国际客运可用座位公里的增加，主要系近三年国航股份不断加大国际航线投入所致，尤其是 2015 年，国航股份新增投入 29 条国际航线，致使国际客运可用座位公里较 2014 年增长 18.95%；从货运运载能力来看，2013~2015 年，国航股份可用货运吨公里同比增长 18.08%，主要系国际航线开拓力度增大带来国际可用货运吨公里较 2014 年增长 23.64%所致。

表 6 国航股份运输能力指标(单位: 亿吨公里, %)

运输能力	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增速
可用座位公里	1,756.77	1,936.31	2,148.29	10.95
国际	518.90	609.72	725.25	18.95
国内	1,154.02	1,231.48	1,325.33	7.62
地区	83.84	95.12	97.70	2.72
可用货运吨公里	86.64	101.48	119.82	18.08
国际	55.88	67.56	83.53	23.64
国内	28.05	30.59	33.11	8.24
地区	2.71	3.33	3.18	-4.45
总可用吨公里	245.10	276.16	313.64	13.57

资料来源: 国航股份提供

从实际载运效率来看, 2013~2015 年, 受益于出境游需求增加带来的国际客运业务的增长, 国航股份实际运载量逐年增长; 综合载运率呈小幅下降趋势。

实际载运量方面, 2013~2015 年, 国航股份收入吨公里保持增长趋势, 年均复合增长 11.15%, 主要来源于客运业务的增长。2013~2015 年, 国航股份收入客公里、收入货运吨公里年均复合增长率分别为 9.98% 和 14.35%, 主要系近三年随着出境游需求的增加, 国航股份国际客运业务增加所致。

表 7 国航股份实际运输情况(单位: 亿吨公里, %)

实际运输情况	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增速
收入客公里	1,419.68	1,546.84	1,717.14	11.01
国际	415.14	475.95	561.47	17.97
国内	943.41	1,001.00	1,086.44	8.53
地区	61.14	69.89	69.23	-0.94
收入货运吨公里	50.15	56.91	65.58	15.24
国际	34.96	41.16	49.21	19.56
国内	14.23	14.57	15.25	4.65
地区	0.96	1.18	1.13	-4.53
收入吨公里	176.51	194.38	218.07	12.19

资料来源: 国航股份提供

2013~2015 年, 国航股份综合载运率分别为 72.02%、70.39% 和 69.53%, 呈下降趋势, 主要系近三年国航股份航线运力的增速快于航运市场需求所致, 未来随着出境游市场需求的不断挖掘, 国航股份综合载运率将会上升。

表 8 三大航空公司载运率比较 (单位: %)

指标	国航股份			南方航空			东方航空		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
客座率	80.81	79.89	79.93	79.45	79.40	80.50	79.21	79.55	80.50
货邮载运率	57.89	56.08	54.73	-	-	-	60.50	59.39	55.02
综合载运率	72.02	70.39	69.53	70.10	69.50	69.50	71.62	71.53	70.71

资料来源: 国航股份提供

从客运收入来看，2013~2015年，客运收入分别为874.72亿元、934.71亿元和970.68亿元，年均复合增长5.34%，国内客运收入占比分别为68.32%、66.70%和65.99%，占比相对较高且呈下降趋势；国际客运收入占比分别为25.74%、27.06%和28.47%，呈上升趋势，主要系近三年随着出境游市场需求的增加及国航股份国际航线运力投入的加大，国航股份国际客运收入快速增长所致，国际客运的区域包括欧洲、北美、日本及韩国、亚太地区及其他，2013年、2014年北美地区客运收入增幅分别为13.83%、17.80%，2015年日韩地区客运收入增幅为27.02%，与2013、2014年国航股份航线运力投入区域重点放在欧美、日韩市场相关；港澳台地区客运收入占比分别为5.94%、6.24%和5.54%。

表9 近三年国航股份客运收入情况（单位：亿元，%）

地区	2013年	2014年	2015年	2015年占比	2015年同比
国内	597.59	623.43	640.56	65.99	2.75
国际	225.19	252.95	276.35	28.47	9.25
地区	51.94	58.33	53.77	5.54	-7.82
客运收入	874.72	934.71	970.68	100.00	3.85

资料来源：国航股份提供

从货运及邮运收入来看，2013~2015年，货运及邮运收入分别为78.76亿元、87.86亿元和84.47亿元，呈现波动性；在载运率和收益水平双重影响下，公司2015年货运及邮运收入同比下降3.85%，其中：因运力投入增加而增加收入15.88亿元，因载运率降低减少收入2.49亿元，因收益水平降低而减少收入16.77亿元。从区域结构看，货运以国际市场为主。

表10 近三年国航股份货运及邮运收入情况（单位：亿元，%）

地区	2013年	2014年	2015年	2015年占比	2015年同比
国内	17.95	20.32	19.81	23.44	-2.52
国际	57.84	64.00	61.76	73.12	-3.50
地区	2.97	3.54	2.90	3.44	-17.92
货运及邮运收入	78.76	87.86	84.47	100.00	-3.85

资料来源：国航股份提供

国航股份营业成本主要由航油成本、起降及停机费用、飞机折旧、员工薪酬成本、航食成本、飞机保修成本等构成，其中航油成本占比较大，2013~2014年基本保持在40%左右，2015年受国际燃油价格大幅下降所致，航油成本占比大幅下降至28.73%；2013~2015年，起降及停机费用占比分别为11.60%、12.02%和13.91%，呈增长趋势，主要系起降次数增加所致；2013~2014年，飞机折旧占比基本保持稳定，2015年因自有及融资租赁飞机数量的增加，飞机折旧占比由2014年的12.41%上升至14.83%；2015年员工薪酬成本占比同比上升2.95个百分点至16.22%，主要系2015年国航股份新增子公司AMECO以及雇员数量增加及薪酬标准调整所致；随着机队规模的扩大，飞机保修成本占比有所增加。

表 11 国航股份营业成本构成（单位：亿元，%）

时间	航油成本		起降及停机费用		折旧		薪酬		航食		保修成本	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2013 年	337.22	40.80	95.85	11.60	104.03	12.59	103.19	12.49	25.72	3.11	30.64	3.70
2014 年	345.42	39.31	105.66	12.02	109.05	12.41	116.60	13.27	27.56	3.14	35.88	4.08
2015 年	240.43	28.73	116.43	13.91	124.10	14.83	135.76	16.22	30.32	3.62	40.15	4.80

资料来源：国航股份提供

总体看，近三年国航股份航运业务运营能力稳中有升，载运效率有待进一步提升，受出境游市场需求增加及国航股份加大国际航线运力的投入影响，国航股份国际客运收入增长较快，2015 年受国际航油价格大幅下跌影响，国航股份航油成本大幅下降，增加了盈利空间。

综合来看，国航股份作为全国三大航空公司之一，航线网络、机队规模等在同行业内位居同行业前列，其国际航运市场具有明显的竞争优势；近三年运营能力稳中有升，载运效率有待进一步提升；近三年在出境游市场需求增加的环境下，国航股份逐步加大国际航线运力的投入，国际客运市场保持较快增加，对营业收入的增长贡献较大。

3. 采购情况

（1）航油采购

2013~2015 年国航股份航油采购成本分别为 337.22 亿元、345.42 亿元和 240.43 亿元，分别占营业成本的 40.80%、39.31%和 28.73%，2015 年国航股份航油采购成本金额及占比较上年大幅下降，主要系国际油价持续快速下跌所致。

国航股份每年的 10~12 月制定下年度的生产计划（包括航班计划、机队维护计划、客货销售计划、机组排班计划、航班运营飞行计划等），根据生产计划计算所需燃油量再上浮 5%~10%制定整体的航油采购计划。

国内前五大航油供应商均为中航油控股或参股子公司，国内实际航空煤油均由中航油供应，中航油及其控股公司提供航油占公司国内航油采购量的90%以上。由于进销差价已由民航总局确定，市场价格随国际油价波动，中航油对国内航油价格不具备实际定价权。结算方式为即买即付，以人民币结算。

前五名国际航油供应商近三年对国航股份航油供应较为平均，不存在一家独大的情况，主要系由于国外不存在航油供应垄断，每家石油公司航油定价及服务标准各不相同，每次航油采购国航股份采用询价方式确定最终航油供应商，结算方式为即买即付，国外购买国内人民币支付。

（2）飞机采购及租赁

飞机采购是国航股份重大的采购支出，主要向空客公司和波音公司两家飞机制造商采购，根据不同的航线选择最能发挥经济性能的飞机机型。目前国航股份经营所用飞机主要通过自行购买、经营租赁和融资租赁三种方式获得。国航股份购买飞机时，视融资来源不同采用不同的方式：若公司从国内银行获取美元贷款，则直接采用购买方式；若国航股份从境外金融机构获得贷款，则主要通过包括出口信贷支持下的财务租赁及税务租赁等方式，外资银行通过成立SPV（特殊功能机构）持有飞机，并以其作为出租主体与国航股份开展融资租赁。经营租赁优势在于租赁飞机不进资产负债表，能够有效降低国航股份资产负债率，另外，国航股份不用考虑飞机的残值处理。

国航股份制定5年机队规划，报送民航总局审批，并最后由发改委进行批复后执行。国航股份飞机采购计划需基于其五年机队规划，并提前3~5年进行订购，协议签署后至飞机交付前，共支付

飞机目录价格30%作为飞机预付款。由于飞机制造耗时较长成本较高，公司需提前较长时间先行订购并交纳预付款，飞机交付时支付尾款。

近三年随着航线运力开拓力度的加大，国航股份对飞机需求量增大，飞机数量逐年增长。截至2015年底，国航股份共有飞机590架，较2014年底增加50架；其中自购240架，占比40.68%，经营租赁170架，占比28.81%，融资租赁180架，占比30.51%。为不断淘汰落后科技，飞机需要不断的更新换代，对老旧飞机进行处置时需提取减值准备，故飞机存在一定的减值风险。

总体看，国航股份航油采购渠道稳定可靠；飞机采购方式灵活，采购流程合理。

4. 销售情况

(1) 销售模式

国航股份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、移动客户端销售、柜台直销和呼叫中心售票四种形式；分销渠道主要包括三种形式：一是通过TMC（差旅管理公司）销售，二是通过OTA（在线旅行社）销售，三是通过一般代理人销售，四是通过批发商销售。

对于分销渠道的管理，机票代理公司首先需申请并通过中国航协和国际航协审批，获得中国航协及国际航协颁发的机票代理人资格证书，其后机票代理公司需与国航股份签订机票代理销售协议，通过国航股份授权销售国航机票。机票代理公司需遵守机票销售行为规范，国航股份主要从销售能力、服务品质和行为合规等方面对代理人进行考核。

售票系统和账期方面，机票销售根据计算机定座系统的不同分为航空公司订座系统（ICS）填开的航空公司本票电子客票和代理人订座系统（CRS/GDS）填开的中性电子客票（简称BSP电子票），BSP是国际航空运输协会（IATA）设计用于方便和简化国际航协认可的客运销售代理人与航空公司之间进行销售、结算和汇款的系统。BSP电子票票款由国际航协统一收取，分账完成后清算给各航空公司。航空公司也可通过自己的网站、APP、电话中心、售票处直接销售，主要接受刷卡、现金和支票等支付方式，票款可以直接入账。

(2) 定价模式

国航股份机票定价策略基于与其他航空公司的竞争关系、历史航班信息、消费者消费习惯及需求、天气状况、节假日等影响因素，以收益管理系统来实现科学合理的定价。

机票价格制定方面，对于国内航线票价，国内航线票价政策由国家发改委与民航总局共同制订，由两部门规定国内航线经济舱基准票价，准许实际票价在一定价格范围内浮动。目前国内各航空公司公布或收取的大多数国内航线的经济舱实际票价不得比基准票价高出25%以上。对于国际航线/地区航线票价，以市场竞争定价为主，少数国际和地区航线的最高票价须经相关政府部门批准。

在销售渠道的开拓和管理方面，国航股份逐年加大拓宽直销渠道力度，2015年直销比重大幅增长至29.65%，借助外部优质网络平台，拓展旗舰店营销；规范分销渠道管理，提升整体渠道质量，强化国际营销能力，全方位开展新航线营销，提升境内二三线市场国际销售能力。

总体看，国航股份销售渠道多样化，直销比例逐年提高，渠道结构不断完善，机票定价科学合理，销售收入逐年增长，销售渠道开拓及管理对销售收入的增长提供较大支持。

5. 与航空相关的业务

(1) 酒店经营管理和物业管理

公司酒店经营管理及物业管理板块主要由子公司中航建发运营。中航建发成立于2003年7月7

日，初始注册资本5,000万元，后经中航集团多次向其增加注册资本，截至2016年3月底，中航建发注册资本增至17.22亿元。中航建发业务范围涵盖酒店经营、物业管理、资产租赁、房地产开发、建筑工程施工、招投标代理等业务，目前以酒店经营管理和物业管理为主。

酒店经营管理方面，中航建发共经营管理5家酒店，包括4家自主产权酒店-北京泊悦酒店、重庆和府饭店、内蒙古国航大厦和大连国航大厦，1家租赁酒店-上海泊悦酒店。中航建发所经营的酒店为四星级或准五星酒店等高端酒店，近三年酒店管理业务收入分别为2.57亿元、2.58亿元和2.87亿元，年均复合增长5.68%，毛利率分别为84.94%、85.19%和78.28%，呈波动下降趋势，主要系酒店原材料成本、人工成本等成本增加所致。

物业管理方面，中航建发物业管理业务主要为负责分布在北京、重庆、上海、广州等地区的国航大厦及办公楼、飞行员公寓、民航家属区等物业的管理，具体业务由中航建发在各地区的分公司来运营，近年来，中航建发所管理的物业不断增多，截至2015年底，中航建发分别管理北京地区物业13.46万平方米、重庆物业10.26万平方米、上海5.13万平方米和广州3.45万平方米等。近三年，中航建发物业管理业务收入分别为1.82亿元、2.39亿元和2.09亿元，呈现波动性，2015年出租物业中的北京民航营业大厦大客户搬迁使得出租率下降，物业管理业务收入较2014年有所下降；近三年，中航建发物业管理毛利率分别为43.27%、41.17%和22.69%，呈下降趋势，其中2015年下降幅度较大，主要系2015年物业出租业务中北京民航营业大厦大客户搬迁使得出租率下降，使得毛利率较高的物业出租业务大幅下降所致。

（2）快递业务

公司快递业务主要由民航快递运营。民航快递成立于1996年，是公司旗下的综合物流公司及相关业务服务提供商。民航快递始终致力于行业物流解决方案的研发与推广，为高端快递客户提供全国物流解决方案，为广大客户提供稳定可靠的快递、物流服务产品。作为唯一入选中国500最具价值品牌排行榜的物流、快递企业，民航快递品牌连续9年荣获世界品牌实验室颁发的“中国500最具价值品牌”称号。

民航快递的主要业务包括国内项目物流业务、国际国内货代业务、仓储报关业务、快递业务及客票业务等。民航快递依托全国175个机场和国内1,578条（含港澳台航线85条）、国际302条航线资源的独特优势，在国内大中城市已覆盖网点85个。逐步形成北京、广州、上海、成都四个生产运营集散中心，2013~2015年，公司实现总业务量分别为1,474万件、1,331万件和1,316万件，实现收入分别为9.07亿元、11.17亿元和8.87亿元，呈现波动性，主要系港澳台地区快递业务波动所致。同时，考虑到目前快递行业中顺丰、圆通等民营快递公司快速抢占市场，未来竞争更加激烈，民航快递业务整合发展有待持续关注。

总体看，公司与航空相关的业务在营业收入中占比较小，近年来经营状况良好但收入有所波动，对公司整体营业收入和利润水平影响较小，

6. 重大事项

国航股份于2015年7月28日发布定增预案，拟不低于12.07元/股非公开发行不超过9.94亿股，募集资金总额不超过120亿元，募集资金拟投资以下项目：74.50亿元用于购买15架波音B787飞机项目（含座椅等其他机内配套辅助设施）；8亿元用于直销电子商务升级改造项目；1.50亿元用于机上WIFI（一期）项目；36亿元用于补充流动资金项目。作为控股股东公司将认购8,285万股，通过参与本次非公开发行股票向国航股份注资，用于航空网络枢纽建设项目。

2015年12月11日国航股份发布公告，国航股份拟调整于2015年7月发布的定增预案，其

中发行底价拟由 12.07 元/股下调为 7.89 元/股，发行数量上限拟由 9.94 亿股上调为 15.21 亿股，募集资金总额上限仍为不超过 120 亿元。

2016 年 1 月 25 日，国航股份发布公告，国务院国有资产监督管理委员会原则同意国航股份非公开发行 A 股股票方案，同意公司以 40 亿元现金参与认购。

2016 年 7 月 22 日，定增申请获得证监会审核通过。

总体看，国航股份定增事项完成后将有助于增大机队规模、减少融资成本，对公司经营和财务实力形成有利影响。

7. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 27.47 次、30.53 次和 29.32 次，近三年有所波动，2014 年较 2013 年有所增长主要系应收账款增加所致，2015 年较 2014 年基本稳定；2013~2015 年，公司总资产周转次数分别为 0.48 次、0.49 次和 0.50 次，呈上升趋势。与行业内其他企业相比，公司应收账款周转率和总资产周转率处于行业一般水平。

表 12 2015 年我国主要航空公司经营效率情况

指标名称	国航股份	南方航空	东方航空
应收账款周转率(次)	29.32	42.09	27.89
总资产周转率(次)	0.50	0.59	0.52

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind 资讯，应收账款计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总的看，公司各项经营效率指标处于行业较高水平，整体经营效率较高。

8. 经营关注

（1）国际航油价格波动影响公司经营成本

航油采购成本为航空公司最主要的经营成本，一般占营业成本的 40% 左右，2015 年受国际航油价格大幅下降的影响，航空公司航油成本有所下降，提升了盈利空间。但未来油价受国际政治经济形势等多方面因素影响，油价走势存在一定的不确定性，油价的波动影响公司航油采购行为，从而影响公司未来盈利状况。

（2）人民币汇率波动带来汇兑损益波动风险

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。另外汇率波动还将影响航空公司飞机、航油和外币负债等源于境外的采购成本以及国际机场起降费等成本变动，从而对业绩产生一定影响。自 2005 年汇改制度形成以来，人民币汇率受国内外经济、政治和金融因素等影响，人民币汇率市场化速度加快。2013 年以前人民币兑美元保持了升值趋势航空公司取得较好的汇兑收益。2015 年，人民币对美元汇率中间价贬值 6.12%，航空公司汇兑损失较大。如果未来汇率继续发生大幅波动，将影响公司飞机、航油等源于境外的采购成本、国际机场起降费等成本变动，从而对盈利空间产生不确定的影响。

（3）安全风险

飞行安全是航空公司正常运营的前提和基础。恶劣天气、机械故障、人为错误、飞机缺陷以及其他不可抗力事件都可能对飞行安全造成影响。一旦发生飞行安全意外事故，将对公司正常的

生产运营及声誉带来不利影响。

9. 未来发展

公司发展目标是将国航股份发展成为全球领先的航空公司，成为具有国际竞争力的大型网络型承运人，并实现可持续发展。

具体来说，枢纽网络方面，构建北京、成都、上海、深圳为一级重要节点的四角菱形网络，增加并增强网络次级节点作用；将北京建设成世界级的超级枢纽，增强成都、上海、深圳枢纽/门户，发展次级区域枢纽/门户；全球网络布局，构建适应网络化运营的管控模式。

资源整合方面，持续加强航权、时刻、联盟、合作资源的获取和有效利用；以市场为导向，推进内部核心资源的整合。

产品创新方面，坚持产品和服务创新，借助移动互联技术形成全流程的客户解决方案，建立完善的产品和服务管理体系；坚持运行模式创新，实现运行控制和安全管理信息化，大幅提升运行品质；坚持商业模式创新，深入推进以电子商务为基础的营销模式和服务模式的转型。

品牌建设方面，建立完善的品牌管理体系，推进品牌国际化，树立独特的品牌价值；构建多品牌体系，服务不同细分市场。

总体看，公司未来发展目标明确，未来发展规划切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年合并财务报表经中汇会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。

从合并范围来看，2013 年公司纳入合并范围的境内子公司 9 家，境外子公司 25 家；2014 年通过子公司现金收购上海浦东国际机场佳美航空食品配餐有限公司 51% 权益，当年将其纳入财务报告合并范围；2015 年公司北京飞机维修工程有限公司、中国航空租赁有限公司和中航(北京)融资租赁有限公司共 3 家公司纳入财务报表合并范围，由于深圳市深航客货运输服务有限公司破产清算，不再纳入财务报表合并范围。近三年由于公司合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 2,254.34 亿元，负债合计 1,489.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）764.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 421.45 亿元。2015 年公司实现营业收入 1,111.20 亿元，净利润（含少数股东损益）74.44 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 38.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额 306.38 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.35 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 2,311.29 亿元，负债合计 1,520.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）791.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 432.78 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 275.12 亿元，净利润 29.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 60.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.06 亿元。

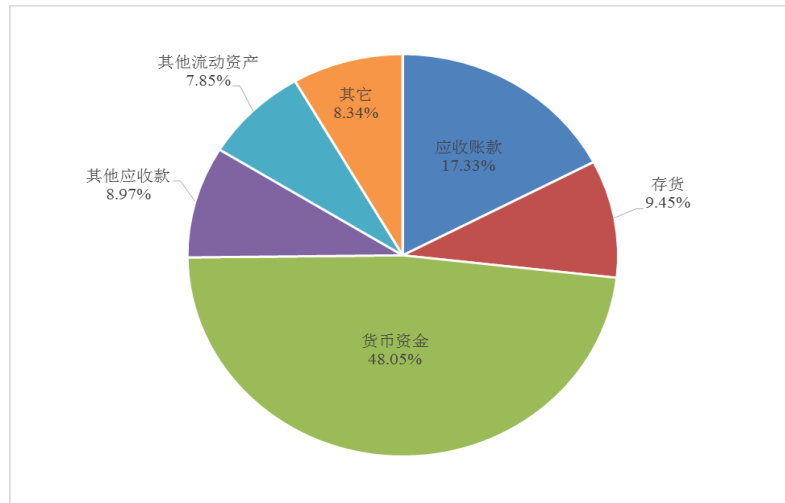
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额平稳增长，年均复合增长 1.95%，主要系非流动资产增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额 2,253.34 亿元，较年初增长 1.59%。其中，流动资产占比 9.46%，非流动资产占比 90.54%，公司资产构成以非流动资产为主，符合航空运输行业重资产的特点。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产规模呈逐年递减态势，年均复合减少11.97%。截至2015年底，公司流动资产合计213.17亿元，较年初减少5.39%，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产减少所致。截至2015年底，公司流动资产主要以货币资金（占比48.05%）、应收账款（占比17.33%）、其他应收款（占比8.97%）、存货（占比9.45%）和其他流动资产（占比7.85%）为主。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金呈逐年下降态势，年均复合减少22.27%。截至2015年底，公司货币资金102.43亿元，较年初减少6.56%，主要系偿还债务及购置飞机支出增加所致；公司货币资金主要由银行存款组成，占比98.61%，其中美元货币资金占比16.00%，欧元占比8.93%，港币占比15.07%。截至2015年底，公司受限资金为6.59亿元，占货币资金总额6.43%，主要由质押存款和法定准备金构成。

2013~2015年，公司应收账款呈逐年增长态势，年均复合增长率为7.10%。截至2015年底，公司应收账款合计36.94亿元，较年初增加14.21%，公司应收账款主要为应收航空票款。从应收账款币种看，美元应收账款占比11.00%，欧元占比4.22%，港币占比2.78%，剩余为人民币应收账款，占比82.00%。从账龄看，一年以内（含一年）占比为89.38%，账龄较短；应收前五名单位合计占比为22.48%，集中度一般；2015年公司累计计提坏账准备1.98亿元，综合计提比例为4.87%，计提较充分。

2013~2015年，公司其他应收款呈下降态势，年均复合减少18.85%。截至2015年底，公司其他应收款合计19.13亿元，较年初减少33.44%，主要系应收购买飞机及发动机回扣款减少所致。从账龄看，1年以内其他应收款占比18.55%，1~2年的占比8.15%，2~3年的占比为10.78%，3年以上的占比为62.51%；其中账龄3年以上的主要系深圳航空应收深圳市汇润投资有限公司及深航房地产开发有限责任公司的对外往来款，合计17.25亿元，已全额计提坏账准备。截至2015年底，其他应收款前五名欠款单位合计占比为24.39%，集中度一般，其中应收飞机设备制造商回扣款，该部分款项可用于未来抵扣航材采购款以及发生的修理费用，回收风险不大。公司累计计提坏账准备25.72亿元，综合计提比例57.34%，计提比例较高，主要系子公司国航股份于2010年收购深圳航空有限责任公司51%股份，将其并入报表的其他应收款基本全额计提坏账准备所致。

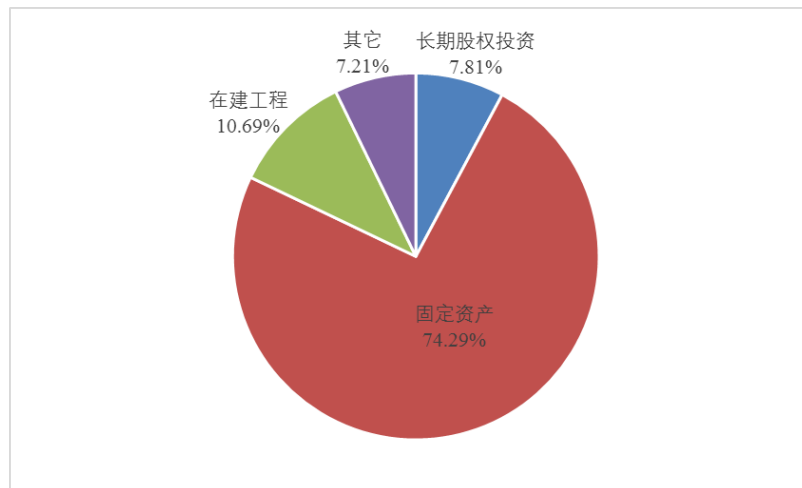
2013~2015 年，公司存货规模呈加速增长态势，年底存货账面价值年均复合增长 22.18%；截至 2015 年底，公司存货账面价值 20.15 亿元，主要由航材消耗件（占比 60.29%）、库存商品（占比 10.52%）和机上供应品（5.53%）等组成，较 2014 年底增加 43.79%；公司累计计提跌价准备 1.71 亿元，主要系部分老旧机型退出运营后，相关配套专用航材预计可变现净值低于账面价值所致。截至 2015 年底，公司存货无受限情况发生。

2013~2015 年，公司其他流动资产有所波动，年均复合增长 16.01%。截至 2015 年底，公司其他流动资产 16.74 亿元，较年初减少 33.63%，主要系未抵扣增值税减少所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产主要由未抵扣增值税 16.64 亿元（占比 99.40%）构成。

非流动资产

2013~2015 年，公司固定资产增长带动非流动资产规模持续增长，非流动资产年复合增长 3.82%。截至 2015 年底，公司非流动资产 2,041.16 亿元，较年初增长 2.38%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.81%）、固定资产（占 74.29%）及在建工程（占 10.69%）构成。

图 4 截至 2015 年底公司非流动资产情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期股权投资呈逐年递减的趋势，年均复合减少 7.88%。截至 2015 年底，公司长期股权投资 159.37 亿元，较年初减少 2.18%，主要系公司 2015 年对北京飞机维修工程有限公司持股比例增至 75%，将其作为子公司纳入合并报表范围，不再计入公司长期股权投资所致。截至 2015 年底，公司长期股权投资计提减值准备 1.71 亿元，计提比例 1.06%。

2013~2015 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 9.56%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 1,516.32 亿元，较年初增长 7.04%，主要系公司购置飞机及发动机、房屋及建筑物所致。截至 2015 年底，公司固定资产中主要由飞机及发动机（占比 89.00%）和房屋及建筑物（占比 6.32%）构成；公司累计计提折旧 740.16 亿元，计提减值准备 10.19 亿元。公司固定资产成新率为 67.35%，成新度一般。截至 2015 年底，公司通过融资租入账面价值 681.62 亿元的飞机，同时这些飞机也作为融资租赁的抵押物，此外，公司还将账面价值约 379.58 亿元的飞机及建筑物用作抵押贷款，合计受限资产占固定资产账面价值的 69.99%，占比较高；公司尚有账面价值约 27.80 亿元房屋产权证明及登记过户尚在办理当中，占比 1.83%，占比较小。

2013~2015 年，公司在建工程规模逐年下降，年均复合减少 17.77%；截至 2015 年底，公司

在建工程 218.28 亿元，较年初减少 20.44%，主要系飞机预付款转入固定资产所致；公司在建工程主要为飞机预付款（占 66.32%）、发动机替换件（占 18.90%）、总部大厦办公楼（4.93%）和发动机改造工程（2.49%），公司在建工程本年未计提减值准备。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 2,311.29 亿元，较 2015 年底增长 2.53%。其中，公司流动资产 231.98 亿元，较 2015 年底增长 8.82%，主要源于货币资金和其他流动资产的增加；公司非流动资产 2,079.32 亿元，较 2015 年底增长 1.87%，主要来源于在建工程的增加。截至 2016 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 10.04% 和 89.96%，流动资产占比略有上升。

总体看，公司资产规模稳定增长，资产构成以非流动资产为主，符合航空运输行业特点。流动资产中，货币资金占比高，受限占比较低；非流动资产以固定资产及在建工程为主，但公司资产抵押比率较高，对其资产流动性造成一定影响。整体看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

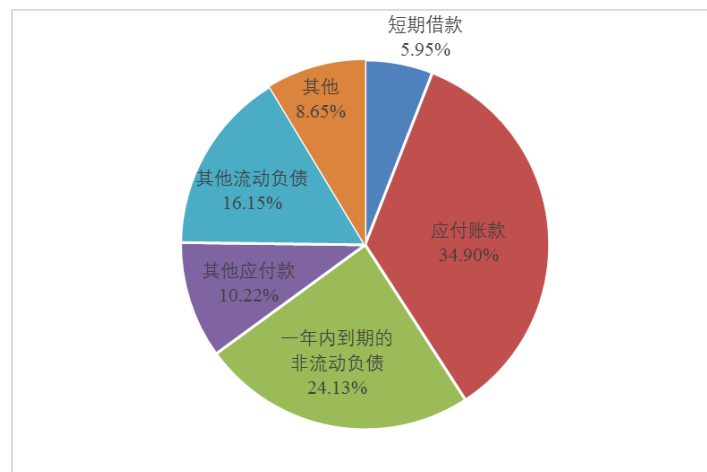
负债

2013~2015 年，公司负债总额整体保持稳定，年均复合减少 1.01%。截至 2015 年底，公司负债为 1,489.76 亿元，较年初减少 3.86%，其中流动负债和非流动负债分别占 34.49% 和 65.51%。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债逐年下降，年均复合减少 15.90%。截至 2015 年底，公司流动负债总计为 513.82 亿元，较年初减少 20.25%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 5.95%）、应付账款（占比 34.90%）、其他应付款（占比 10.22%）、一年内到期的非流动负债（占比 24.13%）、和其他流动负债（占比 16.15%）构成。

图 5 截至 2015 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动较大，年均复合减少 61.32%。2015 年底，公司短期借款 30.56 亿元，较年初减少 84.69%，主要系鉴于人民币兑美元贬值，公司偿还美元短期借款所致。截至 2015 年底，公司短期借款由抵押借款（占比 0.13%）和信用借款（占比 99.87%）构成，从币种方面看，其中美元短期借款占比 41.29%，欧元占比 48.76%。

2013~2015 年，公司应付账款规模呈小幅上涨态势，年均复合增长 4.12%。截至 2015 年底，公司应付账款 179.31 亿元，较年初增长 5.67%，主要由应付航材及维修款、应付起降地服款、应付油料、应付工程款项等构成。从账龄方面分析，公司应付账款主要以 1 年以内为主，占比

96.54%。

2013~2015年，公司其他应付款规模呈下降态势，年均复合减少8.08%。截至2015年底，公司其他应收款52.51亿元，较年初减少11.26%，主要系深圳航空为职工建房完工并分批交付，致预收房款转出所致。截至2015年底，公司其他应收款主要由代理商押金（占比16.19%）、预收职工售房款（占比5.87%）、应付暂收款（占比5.53%）、应付代收税金（占比5.34%）、应付工程款（占比4.02%）和其他（占比55.17%）构成。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年下降态势，年均复合减少22.27%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债124.00亿元，较年初减少15.87%，系归还一年内到期的应付债券所致。

2013~2015年，公司其他流动负债规模呈波动增加态势，年均复合增长率为32.87%。截至2015年底，公司其他流动负债82.99亿元，较年初增加214.16%，主要系应付短期融资债券和超短期融资债券增加所致。2015年，公司其他流动负债主要由应付短期融资债券（占比31.31%）和应付超短期融资债券（占比68.66%）构成，其中短期融资债券均为深圳航空发行，利率范围为2.91%~5.27%；公司共发行6期超短期融资债券，发行规模合计57.00亿元，利率范围为2.83%~3.19%。

非流动负债

2013~2015年，公司非流动负债呈增长态势，年均复合增长10.88%。截至2015年底，公司非流动负债合计975.94亿元，较年初增长7.81%，系长期应付款大幅增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占32.13%）、应付债券（占18.64%）和长期应付款（占41.93%）构成。

2013~2015年，公司长期借款波动增加，年均复合增长14.92%。截至2015年底，公司长期借款为313.55亿元，较年初减少3.38%。截至2015年底，公司美元长期借款占比89.69%，欧元占比0.30%。截至2015年底，公司长期借款由质押借款（占比0.33%）、抵押借款（占比75.01%）、保证借款（9.03%）和信用借款（占比15.63%）构成。公司长期借款偿还期限主要集中于2023~2025年。

2013~2015年，公司应付债券波动下降，年均复合减少4.62%。截至2015年底，公司应付债券为181.93亿元，较年初增长5.81%，主要系公司于2015年12月发行规模为10.00亿元中期票据所致。截至2015年底，公司应付票据由中期票据（占比45.03%）和公司债券（占比54.97%）构成，其中本金偿还期限在2017年占比6.59%，2018年占比24.73%，2019年占比32.97%，2023年占比35.71%，2018~2019年偿还债券压力较大。

2013~2015年，公司长期应付款呈增长态势，年均复合增长18.07%。截至2015年底，公司长期应付款为409.18亿元，较年初增长18.11%，主要系应付融资租赁款增加所致；公司长期应付款主要由应付融资租赁款（占比92.39%）和应付经营租赁飞机及发动机大修理费（占比7.59%）构成，其中应付融资租赁款账龄分析：1年以内（含1年）占比14.04%、1至2年以内（含2年）占比13.15%、2至3年以内（含3年）占比12.25%、3年以上占比60.56%，公司应付融资租赁款以3年以上为主。

截至2016年3月底，公司负债合计1,520.19亿元，较2015年底增长2.04%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债和非流动负债占比分别为37.72%和62.28%，负债构成以非流动负债为主，流动负债占比略有上升。

债务方面，2013~2015年，公司全部债务规模波动下降，年均复合减少1.93%。截至2015年底，公司全部债务为1,103.15亿元，其中短期债务占比为20.82%，长期债务占比为79.18%；公司

全部债务较2014年底减少6.18%，主要系短期借款大幅减少所致。债务指标方面，2015年，随着公司债务减少以及利润大幅增长，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均有所下降，截至2015年底，上述三项指标分别为66.08%、59.06%和53.33%，分别较上年减少3.75个百分点、4.66个百分点和1.39个百分点。

截至2016年3月底，公司债务规模较2015年底有所增长，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65.77%、59.72%和52.43%，分别较年初下降0.31个百分点、上升0.65个百分点和下降0.89个百分点，公司债务水平仍属可控。

总体看，近年来，公司债务规模波动下降，构成以长期债务为主，2015年，短期借款大幅减少带动债务规模减少，公司各项债务指标均有所下降。与此同时，公司短期借款和长期债务中外币债务规模仍较大，在人民币对美元汇率走弱趋势下，将对公司经营带来一定负面影响。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长8.59%，主要来自利润积累。截至2015年底，公司所有者权益764.58亿元，较年初增长14.21%，主要系2015年根据《财政部关于下达中国航空集团公司2015年中央国有资本经营预算的通知》（财预[2015]133号）文件，拨付国家资本金28.90亿元新增实收资本所致，此外新增未分配利润35.08亿元。本年所有者权益中归属于母公司权益合计421.45亿元（占55.12%），归属母公司的所有者权益中实收资本占35.77%，资本公积占14.87%，未分配利润占57.71%。

截至2016年3月底，公司所有者权益791.11亿元，较2015年底增加3.47%，主要系公司未分配利润增加所致，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，归属于母公司所有者权益占比较大，但未分配利润在归属母公司所有者权益中占比较大，公司权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入逐年增长，三年营业收入分别为998.14亿元、1,072.05亿元和1,111.20亿元，年均复合增长5.51%；三年实现利润总额分别为47.07亿元、53.84亿元和93.67亿元，年复合增长41.08%，主要系收入增加所致；公司近三年净利润分别为36.38亿元、44.61亿元和74.44亿元，归属母公司所有者净利润分别为16.84亿元、21.70亿元和38.26亿元。公司盈利水平稳定增长。

2013~2015年，公司期间费用逐年增长，三年分别为122.12亿元、150.33亿元和192.24亿元，三年复合增长25.46%，系财务费用快速增长所致。2015年，公司期间费用增长主要系人民币兑美元汇率持续下降导致公司汇兑净损失大幅增加，当年汇兑净损失51.65亿元，人民币兑美元汇率变化对公司盈利水平影响大。2013~2015年，公司费用收入比分别为12.23%、14.02%和17.30%，期间费用对利润影响较大，费用控制能力有待加强。

2013~2015年，公司分别获得投资收益分别为9.91亿元、13.03亿元和21.74亿元，年均复合增长48.11%，主要来自于权益法核算的长期股权投资收益；三年营业外收入分别为12.96亿元、15.72亿元和14.59亿元，年均复合增长6.12%，主要系政府补助，政府补助主要由航线补贴、财政补贴、税费返还等构成，近三年营业外收入占利润总额的比例分别为27.53%、29.20%和15.58%，占比波动较大，整体看公司利润对营业外收入依赖较小。

从盈利指标来看，2013~2015年，公司总资产收益率分别为3.76%、4.14%和5.60%，总资产报酬率分别为3.63%、3.85%和5.50%，净资产收益率分别为5.83%、6.77%和10.38%，各项指标

均有所上升。其中，2015年，受益于燃油价格下降，各项指标均较大幅度提升。整体来看，公司盈利能力近年来有所提升。

从同行业上市公司比较情况看，公司销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率均处于行业较高水平，公司整体盈利能力较好（见下表）。

表 13 2015 年我国主要民航企业盈利能力情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
601111.SH	国航股份	23.17	5.57	11.84
600115.SH	东方航空	17.79	4.38	14.73
600029.SH	南方航空	20.70	4.54	10.33

资料来源：各公司年报

2016年1~3月，公司实现营业收入275.12亿元，较上年同期增加5.52%；实现净利润29.05亿元，较上年同期增加50.11%。受财务费用较去年同期大幅减少，且投资收益较去年同期增加的影响，2016年1~3月公司实现营业利润35.92亿元，营业外收入1.35亿元，公司实现净利润为29.05亿元，其中归属于母公司所有者净利润为13.32亿元。

整体来看，公司近年来收入规模稳定增长，整体盈利水平受汇率波动影响波动大。燃油价格下降对公司2015年整体盈利能力有所增强，但人民币汇率走弱造成的汇兑损失对利润总额有一定的负面影响，公司整体盈利能力较好。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015年，公司经营活动现金流入量呈持续增长态势，年均复合增长5.40%，主要系营业收入增长所致；公司经营活动现金流出呈波动下降态势，年均复合减少0.73%。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为171.25亿元、178.28亿元和306.38亿元，年均复合增长率33.76%。从收入实现质量来看，2013~2015年，公司现金收入比呈波动趋势，分别为106.40%、104.84%和105.34%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2013~2015年，公司投资活动现金流入呈波动下降趋势，年均复合减少2.18%，主要系收到其他与投资活动有关的现金波动所致。2013~2015年，公司投资活动现金流出持续下降，年均复合减少35.21%，主要系与购置飞机相关的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金逐年减少所致。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-209.64亿元、-116.00亿元和-74.71亿元。

从筹资活动来看，2013~2015年，公司筹资活动现金流入量持续下降，年均复合减少27.17%，主要系公司取得借款所收到的现金减少所致；筹资活动现金流出量有所波动，年均复合增长8.06%，主要系偿还债务支付的现金波动所致。同期，公司筹资活动现金流量净额分别为72.62亿元、-115.78亿元和-246.41亿元。

2016年1~3月，公司经营活动现金净流入60.79亿元；公司投资活动净流出67.74亿元，主要系购置飞机支付的现金增加所致；同时，公司筹资活动现金净流入20.71亿元，主要系公司于2016年一季度发行的超短融资券共计101.00亿元现金流入增加所致。

总体看，公司经营性现金流入量规模大且持续增长，收入实现质量较好；目前公司筹资活动净现金流为负，以偿还债务为主；公司资本性支出需求主要为购买飞机支出，近年来支出规模有所下降，但考虑到未来购机计划的实施，公司仍存在一定的资本支出压力及融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013~2015年，公司流动比率分别为0.38倍、0.35倍和0.41倍，速动比率三年分别为0.36倍、0.33倍和0.38倍，公司流动比率和速动比率较低。2013~2015年，公司经营现金流动负债比逐年增长，三年分别为23.57%、27.67%和59.63%，公司经营现金对流动负债的保障程度较好。2013~2015年，公司现金短期债务比分别为0.38倍、0.30倍、0.45倍，公司经营现金对短期债务的保障能力随着短期借款的下降而呈上涨趋势。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2013~2015年，公司EBITDA持续增长，三年分别为188.29亿元、203.00亿元和257.26亿元；2015年，公司EBITDA为257.26亿元，同比增长26.73%，主要系利润总额增长所致；2015年公司EBITDA的构成中，利润总额占比36.41%，利息支出占比11.45%，摊销占比1.46%，折旧占比50.68%。近三年EBITDA利息倍数分别为5.68倍、5.70倍和7.73倍，EBITDA对利息的保障能力强；近三年EBITDA全部债务比分别为0.16倍、0.17倍和0.23倍，EBITDA对债务的保障能力逐年提升。近三年经营现金债务保护倍数分别为0.15倍、0.15倍和0.28倍，经营现金对债务的保障能力有所提升并处于较好水平。近三年经营现金利息偿还能力分别为5.17倍、5.01倍和9.21倍，经营现金对利息的保障能力强。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2015年底，深圳航空就员工房屋及飞行学员学费按揭银行借款作出担保，担保金额分别为3.57亿元和人民币0.01亿元；子公司中航有限向联营公司一项物流中心租金提供担保，担保金额为人民币0.34亿元。截至2015年底，公司对外担保合计金额为3.92亿元。

截至2015年底，公司共2项未决仲裁：1. 深圳航空被指为汇润投资2.90亿元未偿还贷款提供担保，公司已于2011年予以拨备1.30亿元；2. 美国联邦法院纽约东部地区法院起诉国航股份和国货航及若干其他航空公司违反美国反垄断法的规定。国航股份及其子公司国货航于2016年2月5日就该诉讼与原告签订和解协议。根据和解协议，公司同意为解决该项诉讼支付和解金共5,000万美元，该和解金已于2016年3月支付完毕，公司在2015年度就此事项确认了营业外支出。

截至2015年底，公司共获得各家银行授信2,730.04亿元，尚未使用额度2,077.69亿元，间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码G1011010501459740L），截至2016年7月5日，公司无未结清关注类或不良类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司目前债务负担一般，短期偿债能力较好，EBITDA对公司债务的保障能力较强；公司经营活动净现金流规模较大且快速增长，同时考虑到公司作为国务院国资委直属企业，资本实力雄厚，旗下子公司国航股份，技术装备水平先进，可持续发展能力强，整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年底，公司债务总额为1,103.15亿元，本期拟发行公司债规模20亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度一般。本期债券发行后，虽然公司债务负担将有所加重，但尚处于合理水平。

以2015年底财务数据为基础，假设本期募集资金净额为20亿元，本期债券发行后，在其它

因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.89%、59.50% 和 66.38%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 257.26 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 12.86 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 1,218.12 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 60.91 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度很高。

未来，随着销售网络的不断拓展，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司资产规模较大、综合实力强、发展前景良好等因素，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

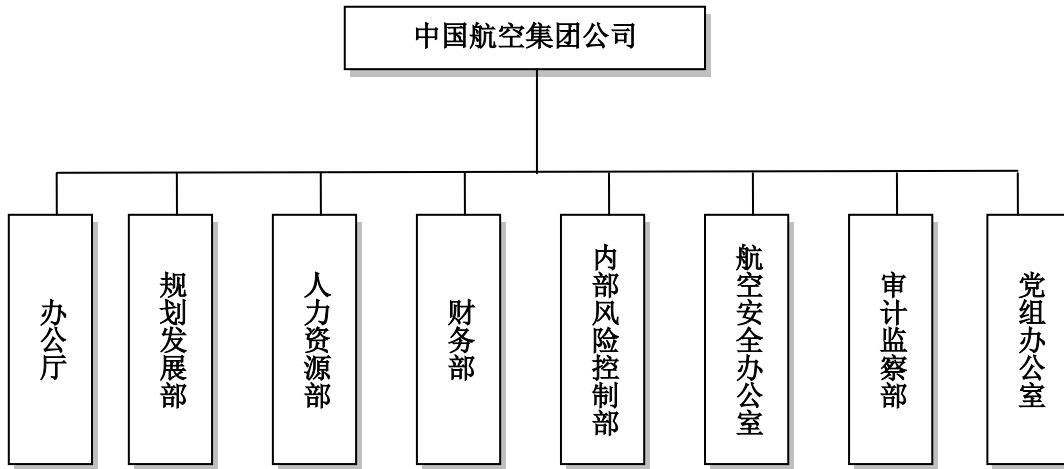
航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色，承担着重要的运输责任，对中国的经济发展起到了极大的推动促进作用。随着中国经济的增长和消费升级带来的市场成长空间，航空运输业仍将保持较高的景气度。

公司作为国内三大航空运输集团之一国航股份的控股股东，在资产规模、航线资源、品牌影响力、运营控制能力及政府支持等方面具备显著优势。同时，联合评级也关注到中国民航行业竞争激烈、整体盈利水平受汇率波动、油价变化及营业外收入影响较大，以及公司整体债务负担较重、有一定的资本支出压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着中国经济转型的深入推进，居民收入不断增加、旅行需求持续增长，以及国家各项政策的支持，中国民航运输业将有望持续稳健发展，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而支撑其经营及信用水平。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以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国航空集团公司组织结构图



附件 2 中国航空集团公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,168.77	2,218.98	2,254.34	2,311.29
所有者权益 (亿元)	648.40	669.43	764.58	791.11
短期债务 (亿元)	449.79	367.03	229.64	300.80
长期债务 (亿元)	697.12	808.85	873.51	872.02
全部债务 (亿元)	1,146.91	1,175.88	1,103.15	1,172.83
营业收入 (亿元)	998.14	1,072.05	1,111.20	275.12
净利润 (亿元)	36.38	44.61	74.44	29.05
EBITDA (亿元)	188.29	203.00	257.26	--
经营性净现金流 (亿元)	171.25	178.28	306.38	60.79
应收账款周转次数 (次)	27.47	30.53	29.32	--
存货周转次数 (次)	54.11	58.34	45.41	--
总资产周转次数 (次)	0.48	0.49	0.50	--
现金收入比率 (%)	106.40	104.84	105.34	99.13
总资本收益率 (%)	3.76	4.14	5.60	--
总资产报酬率 (%)	3.63	3.85	5.50	--
净资产收益率 (%)	5.83	6.77	10.38	--
营业利润率 (%)	15.43	16.42	23.18	23.68
费用收入比 (%)	12.30	14.02	17.30	11.91
资产负债率 (%)	70.10	69.83	66.08	65.77
全部债务资本化比率 (%)	63.88	63.72	59.06	59.72
长期债务资本化比率 (%)	51.81	54.72	53.33	52.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.68	5.70	7.73	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.17	0.23	--
流动比率 (倍)	0.38	0.35	0.41	0.40
速动比率 (倍)	0.36	0.33	0.38	0.37
现金短期债务比 (倍)	0.38	0.30	0.45	0.38
经营现金流动负债比率 (%)	23.57	27.67	59.63	10.60
EBITDA/本期发债额度 (倍)	9.41	10.15	12.86	--

注：2016 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化。

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	
应收账款周转率	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转率	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转率	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%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/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+营业费用+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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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+融资租赁款+其他非流动负债

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+应付短期债券+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 中国航空集团公司 公开发行 2016 年公司债券（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，在每年中国航空集团公司年报公告后的两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。

中国航空集团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。中国航空集团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中国航空集团公司的相关状况，如发现中国航空集团公司或本次（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。

如中国航空集团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，直至中国航空集团公司提供相关资料。

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中国航空集团公司、监管部门等。

