

航空运输企业主体信用评级方法

2017年12月1日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

航空运输企业主体信用评级方法

主体信用评级也称债务人评级、发行人评级，是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，即主体违约概率评估。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断航空运输企业主体信用风险的主要评级要素，是评定航空运输企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖航空运输企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。航空运输企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

航空运输指使用飞机、直升机及其他航空器运送人员、货物、邮件、行李等的一种运输方式。国民经济行业分类中界定的航空运输业主要包括航空客货运输、通用航空服务及航空运输辅助活动。联合资信航空运输企业主体信用评级方法适用于以航空客货运为主营业务的企业。

二、评级框架

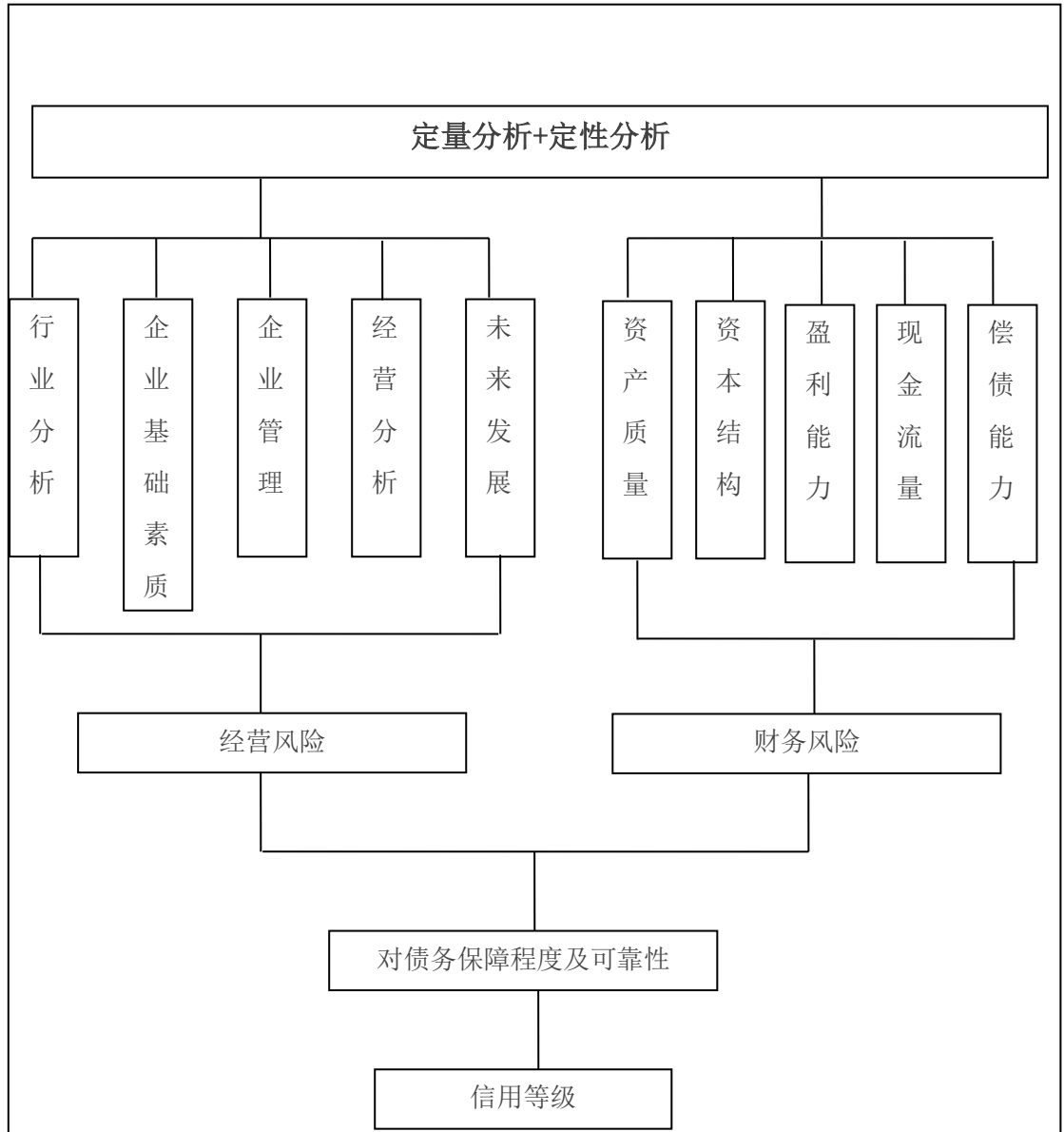
主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切

相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对航空运输企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。

图 1 企业主体信用评级框架图



三、评级要素

(一) 经营风险评级要素

1、航空运输行业分析

航空运输业是周期性、资本密集及竞争型行业，包括航空客运和航空货邮运，总体规模在我国交通运输体系中占比较小，但增速较快。同时，基于安全性考虑，我国航空运输业受民航局等政府部门管控力度大，行业准入门槛高，市场集中度较高，垄断竞争特点突出。行业分析时主要从行业供需、行业关注、行业竞争、行业政策和未来发展五个方面考量。

(1) 行业供需

航空运输业景气程度与宏观经济呈正相关关系，周期性较强。需求方面，航空旅行需求增长约 2/3 可用 GDP 增长来解释；其中，商务需求与经济发展、固定资产投资等关系密切；个人出行则与居民收入水平、消费升级、旅游行业发展等因素相关。航空货运需求受经济水平、产业结构、贸易额等因素影响显著。供给方面，一方面考虑各大航空公司飞机运力的投放及日利用率的提升、航线布局的拓展优化；另一方面关注航权的开放程度及高铁、公路等其他运输方式对航空运输业的替代分流作用。此外，航空客运业具有一定的季节性。受到节日、假期和学生寒暑假的影响，我国航空客运的旺季一般出现在春运、7~8 月及小长假期间；6 月、11 月、12 月为淡季；除春运外的 1~3 月、4~5 月、9~10 月为平季。航空货运业务的旺季与经济周期关联度更大，季节性特征并不显著。由于客运业务是航空公司主要收入来源，因此季节性特征使航空公司收入及盈利水平会随季节的不同而有所波动。

(2) 行业关注

1) 航油价格波动

油价走势是影响航空运输企业盈利水平最大的不确定因素，航油成本支出占航空公司营业成本的 20%~50%左右，航油价格波动直接影响航空运输企业业绩。目前国内大型航空运输企业航油主要从国内采购，自 2015 年 2 月发改委取消每月公布航空煤油进口到岸完税价格、由航油公司自行定价以来，国内航油价格市场化程度进一步增强，航油价格走势与原油价格波动高度相关，受国际原油供需结构、库存、世界经济发展状况、突发事件、地缘政治等因素影响大。此外，2009 年 11 月，为合理疏导国内航空煤油价格变动对航空运输成本的影响，民航局推出国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制：当国内航空煤油综合采购成本超出基准油价时，在航空公司自行消化部分成本增支因素的前提下，适当收取燃油附加费。虽然自 2015 年 2 月 5 日起受国际油价下跌影响，我国国内航线取消航空燃油附加费，但联动机制的存在一定程度上减轻了未来航油价格上行所带给航企的成本压力。

2) 汇率变化

航空运输业为资本密集型行业，其资产主要为美元负债资产，因此人民币兑美元汇率波动情况对于企业盈利水平影响大，汇兑损益成为影响航企盈利水平的重要因素。航空公司飞机购买、租赁等大多以美元计价，人民币兑美元汇率的变化不仅影响购机成本，更会造成利息支出及其他以美元计价的运营成本（包括燃料及航材购买、国际机场地勤费用等）的增减变动。人民币汇率走势受宏观经济、政策导向以及国际经营环境的影响而波动，因国内航企一般较少采取外汇套期保值等避险措施，汇率走势的变化对航空公司利润影响显著。

3) 高铁等分流影响

随着我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。根据国家发改委颁布的《铁路“十三五”发展规划》，到 2020 年中国高速铁路营业里程将达到 3 万公里，高速铁路网覆盖 80%以上的大城

市。需关注新开通铁路与相关航空运输企业运营航线重合情况并分析分流影响。但也需关注区域分化，对于西南地区等地理环境复杂及西北地区等拥有较低的人口密度的区域，高铁建设较为缓慢，航空业仍具有较明显的相对优势。与此同时，“空铁联运”的探索表明高铁开通给航空运输行业带来的并非只有冲击，随着未来交通基础设施建设的逐步完善，高铁和航空在主要交通枢纽有望实现有效接驳，高铁的发展为航空业的发展带来上下联动的陆上交通配套体系及更为丰富的周边城市客源。此外，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。

4) 突发事件

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。

(3) 行业竞争

航空运输业在资金、技术、人才、政策等方面的壁垒导致其行业准入门槛较高。目前中国航空运输业形成了以四大航空集团（下属主要上市子公司分别为“中国国航”、“南方航空”、“东方航空”、“海航控股”）为主，地方性航空公司、民营航空公司以及外国航空公司并存的竞争格局。四大航空集团在市场地位、经营规模、利润总额等方面均处于行业前列，占据绝对市场份额，在优质资源获取方面具有明显竞争优势，寡头竞争格局短期内不会改变。2005 年 7 月，民航局允许非国有资本投资民航业；2013 年 5 月，民航局重新放开新建航空公司的审批；2013 年 11 月及 2014 年 11 月，国家发改委及民航局分别取消国内航空机票价格下限及放开国内航空货物运输价格；2014 年 2

月，民航局出台《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》。政策利好下，近年来，以春秋航空、吉祥航空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，同时，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。

总体看，市场准入门槛的降低、民营资本的进入、低成本航空运输的发展将一定程度加剧行业内价格、服务、航线、航班时刻等竞争。但由于航空运输业资本密集和管理水平要求高等特点，并涉及国家空防安全，目前行业内竞争者数量有限且竞争格局相对稳定。此外，大型航企通过参控股中小航空公司和利用资本市场提升市场份额，需关注行业内并购整合及为控制成本而实施的上下游产业链整合。

(4) 行业政策

中国民航业受管制程度较高，从航空运输企业市场准入、飞机采购、航线的开设及关闭、航班时刻管理以及各种安全标准、维修资质等均需取得民航局等政府主管机构的批准，因此行业政策的调整将对企业未来业务发展产生影响。

表 1 2015 年以来航空运输行业主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2015 年 3 月	国家发改委、民航局《关于调整民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制基础油价的通知》	将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格，由现行每吨 4140 元提高到每吨 5000 元，即国内航空煤油综合采购成本超过每吨 5000 元时，航空运输企业方可按照联动机制规定收取燃油附加。
2015 年 10 月	民航局《航班时刻资源市场配置改革试点方案》	推动机场和航班时刻资源的市场化改革；在广州白云机场开展以“时刻拍卖”为模式的初级市场改革试点，在上海浦东机场开展以“时刻抽签+使用费”模式的初级市场改革试点，并允许航空公司在次级市场通过交换、转让、出租、出售等方式交易初级市场以市场配置方式获得的航班时刻。
2015 年 12 月	民航局《关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》	提出到 2017 年，民航竞争性环节运输价格和收费基本放开；到 2020 年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管体系基本建立。

2016年10月	民航局和国家发展改革委《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》	规定 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。航空公司制定、调整市场调节价航线的具体票价种类、水平、适用条件，至少提前 7 日向社会公布。航空公司上调市场调节价航线无折扣的公布票价，原则上每航季不得超过 10 条航线，每条航线每航季票价上调幅度累计不得超过 10%。
2017年3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%、停车场费提高 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。

(5) 未来发展

2016 年 12 月，民航局、发改委和交通运输部联合印发中国民航“十三五”发展规划，提出了到 2020 年初步建成民航强国的战略规划，并在确保航空持续安全、构建国家综合机场体系、全面提升航空服务能力、提升空管保障服务水平、改革创新推动转型发展等方面提出了具体方案。未来，受益于中国经济持续增长、人民消费水平不断提升、航空出行日趋大众化及民用航空基础设施建设的推进，航空运输业有望得到进一步发展。

2、区域环境

国内航空公司通常都拥有基地机场，除停靠本公司飞机外，还设有飞行、机务、客舱、运控、销售、地面保障等运行职能部门。全国性航空公司通常拥有多处基地，从而能够将航线网络覆盖全国，区域环境因素对其影响相对可控。地方性航空公司则大多以注册地为主基地，形成区域性网络覆盖，呈现较强的地域性。虽然航线网络的不断拓展有利于分散航企区域性风险，但也要考虑主运营基地腹地经济、人均收入水平、客流量、地理及气候、政治环境（尤其是国际市场）等区域环境因素。

3、企业基础素质

(1) 企业所有制和产权结构

主要关注受评主体股权结构和股东实力。按控股股东背景区分，国内航空

公司可分为中央控股、地方控股和民营资本三大类。国有企业在获得外部支持方面具有更多优势，如增资、补贴、融资等。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。民营资本公司在经营效率、低成本控制等方面有优势。

（2）企业规模及市场地位

经营规模大、市场地位高的航空运输企业在优质运输资源获取、品牌知名度及资金实力等方面具有明显竞争优势，在行业低谷期的抗风险能力相对较强。对企业规模分析，主要关注资产总额、主营业务收入、运输总周转量、机队规模以及航线资源布局等因素。市场地位主要考察航空运输企业市场份额，如运输总周转量在行业中占比与排名、核心区域市场占有率情况。另外，很多大型航空公司通过加入国际大型航空联盟（星空联盟、天合联盟、寰宇一家）实现代码、维修设施及运作设备等资源共享，降低运营成本的同时对航线拓展有一定积极作用。

（3）技术实力

航空运输企业属于技术密集型行业，日常经营所需设备仪器、运行及后勤保障系统均为高科技产品，所需的飞行员、机务人员、维修专员、运行签派等均为航空从业高素质人才。相关专业人才储备数量、质量及设备水平应与公司的运力相匹配，否则可能制约企业发展及形成潜在安全隐患。

（4）外部支持

航空运输业在促进区域经济发展、满足旅游商务需求方面发挥着重要作用，得到了民航局、各地政府及各地机场的高度重视。航企通常在新航线/支线开通、基地建设、节能减排等方面得到民航局及各地政府、机场的补贴。

此外，依靠股东背景及实力，航企在飞机及航材采购、维修、飞机租赁、融资等方面可获得股东支持。

4、企业管理

(1) 法人治理结构

企业法人治理结构方面，需关注股权结构与企业独立性、股东权利与保护、董事会的独立性和运作情况、公司实际的领导体制、重大事项决策机制、董事和高层管理人员的遴选与聘任制度、企业对高层管理人员的激励机制、监事会的运作规则与运作情况等。

(2) 管理水平

企业管理制度及执行方面，需关注组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从战略管理、投资管理、人力资源管理、飞行及运控管理、项目管理、招投标体制、工程质量与安全管理、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核、投资与担保管理等方面对航空运输企业进行分析。

5、经营分析

主要从运输能力及效率、航线网络布局、经营收益、成本控制和未来发展等方面分析。

(1) 运输能力及效率

航空运输企业运输能力是支撑业务发展的重要载体，运输能力是否与市场需求有效匹配将决定企业收入及盈利的可持续性，运输效率的高低决定单位成本的最小化及利润的最大化程度。运输能力可以通过机队规模（数量、机龄、机型）、可用吨公里及可用座公里等指标反映。与此同时，通过比较运力投放增速（可用座公里增速）、需求增长速度（旅客周转量增速），并结合目前资源使用效率，可以分析公司是否存在供需错配现象。运输效率反映运输能力的利用程度，可关注飞机日利用小时、客座率、载运率等指标，关注航企上述指

标历年变化情况及在行业中水平。

(2) 航线网络布局

多元化航线网络布局有助于提高航空运输企业风险抵御能力，航线网络覆盖范围及成熟度、航线设计、通航城市分布区域、航空基地布局及区域集中度等方面是考察航空运输企业经营稳定性及抗风险能力的重要因素。航空运输行业产品同质化程度较高，具有竞争力的航线资源与航线时刻对于航空运输企业摆脱价格竞争具有关键意义。

航空运输企业航线网络运营模式主要为枢纽网络及点对点两种。枢纽网络布局是航空运输业的重要趋势，也是最能够发挥航空运输企业规模经济效应的航线体系。

在航线布局上，主要包括国际航线、国内干线、国内支线及上述航线组合。国际航线及国内干线受益于区域经济发展及客源支持，航线盈利能力及经营稳定性具有较明显的优势。国内支线地区机场吞吐量和客源支持相对较少，客座率较低，但民航局及部分地方政府（如新疆及内蒙）对支线航班的政策补贴支持力度较大，一定程度保障了航线的最低盈利水平。

(3) 经营收入构成

航空运输企业收入包括客运收入、货运及邮运收入、其他辅业收入等，收入水平与运输能力、运输效率、运输规模呈正相关关系，收入来源以客运收入为主。航空客运票价水平与市场供需、航企运营成本等密切相关，同时受销售策略、订票时点等影响。

随着航空公司加大对酒店、租车、签证、火车票、快递行程单、多级逾重行李、贵宾室、接送、门票、机上销售、升舱、广告等产品的开发投入，辅营业务收入成为航企营业收入的重要补充，且凭借其高毛利率的特点成为航企利润的重要来源。航空货邮运输方面，与国外同行相比，航空货邮运输一直是国内民航运输业的软肋，在运营及市场份额方面处于较为弱势的地位，尤其是航

权开放后，国际航空及物流、快递企业的快速发展对传统货运航空带来较大冲击，货运市场竞争日趋激烈，部分航空公司选择从全货机货运转为仅依靠客机腹舱货运的模式。

航企的机票销售模式主要包括三种：直销、分销及两者结合。直销比重越高的企业其需支付给代理商的费用越少，相应节约销售成本。

(4) 经营成本

航空运输企业运营成本主要包括航油成本、飞机及发动机租赁和折旧费用、人力成本、维修成本、起降服务费等，此外还包括民航建设基金、培训费用等，占比相对较小。受高负债运营及行业竞争激烈的特点影响，财务费用及管理费用对航企利润也有一定侵蚀。

航油成本：航空运输企业最主要的运营成本之一，且不确定性大。除考虑油价变化对整个行业经营效益的影响外，也需关注企业自身采取的节能减排、降低油耗措施对单位耗油成本（航油成本/可用座位公里）的影响。此外，为应对油价波动，采用套期保值的航空运输企业对于燃油成本更有控制力，但需关注对冲风险。

飞机及发动机租赁和折旧费用：国内航空运输企业主要通过自购、经营租赁及融资租赁三种模式购买飞机，不同引进方式对航企财务结构产生不同的影响。①自购：将飞机购入成本及与此相关的税、费等计入固定资产，估算飞机残值，一般采用年限平均法进行折旧，折旧成本分期计入营业成本；每年定期对固定资产的预计使用年限、预计净残值和折旧方法进行复核并作适当调整。②融资租赁：采用融资租赁所获得的资产计入企业固定资产科目（以租赁资产的公允价值与最低租赁付款额的现值两者中的较低者作为租入资产的入账价值，租入资产的入账价值与最低租赁付款额之间的差额作为未确认融资费用，在租赁期内按实际利率法摊销），采用与自有固定资产相一致的折旧政策（能够合理确定租赁期届满时将取得租入资产所有权的，租入固定资产在其预计使用寿命内计提折旧；否则，租入固定资产在租赁期与该资产预计使用寿命两者

中较短的期间内计提折旧），租金确认为负债（一般计入长期应付款），其成本由飞机折旧和租金利息组成，根据支付情况逐年调整；③经营租赁：航空公司经营租赁租入飞机无需计入固定资产进行折旧，在支付租金时将所支付的租金直接计入当期损益（营业成本），其成本为每期租金。对比经营租赁和融资租赁，从飞机的整个使用期间来看，经营租赁的租赁费用要高于折旧费，且融资租赁的飞机在使用期结束后仍可获得残值收益，因此，从成本角度出发，航空公司采用融资租赁引进飞机的总成本较经营租赁引进飞机低。同时，也应注意到因航空公司对经营租赁的飞机没有所有权，但对飞机有使用权，相当于使固定资产转变成现金，增加了企业的现金流量，使流动比率提高，有利于提升效益。同时，因航空公司对经营租赁飞机有使用权却无需计入固定资产，虽不会对航空公司的资产负债结构产生直接影响，相比于融资租赁或自购飞机需计入航空公司的固定资产，在一定程度上可以起到降低资产负债率，获得表外融资的作用。

人力成本：航空运输业技术要求较高，飞行员、乘务员等通常需经历不少于规定时间的技能培训和飞行小时积累才能上岗晋升；近年来，受供需矛盾突出影响，航企之间对飞行员（尤其机长）等的争夺战越发激烈，单位人力成本呈上升趋势。

维修成本：一方面关注飞机机龄、日利用率等指标，进而分析维修频率及维修成本，另一方面需关注航企维修渠道、议价能力、维修基地建设等方面，集团企业往往具有专业的航线维修和定检维修公司，且集团统一采购航材对于提高维修效率、降低维修成本有积极作用。

起降服务费：主要由机型及起降机场决定。2017年4月1日起，中国民航局调升国内航线起降费、安检费等，航空公司航空业务成本将有所提升，但考虑到起降及停机费用在航空公司营业成本占比较小（15%左右），整体影响可控。

此外，在分析航空运输企业成本控制能力时，还需考虑机队年龄、机型结构等。年轻机队各项性能较好，飞机及发动机短期内发生故障而进行大修的概率及日常养护费用相对较少。此外，年轻机队在燃油经济效益方面更具优势，一般来说新飞机在飞行运营5~6年后其燃油消耗量将提升约5%，且新飞机更

能满足企业当前发展规划，即根据航线网络的线程长短配备燃油性能最优的客机型号。机型结构方面，同时运营多种不同机型将导致培训费用、航材储备投资、维护及修理等费用增加，较单一的机型更利于降低飞机购买、租赁、维修、航线调配、管理及人才培养等方面的成本。

（5）未来发展

关注航空运输企业飞机购买及引进计划、国内外航线布局拓展及调整情况、新基地建设情况、未来重组或收购行为，关注项目资金来源、外币负债规模，分析未来发展规划对公司经营及财务可能带来的影响，分析实现的可能性。

对于航空运输企业来说，飞机引进、机队优化、发动机及高价周转件购建等需求刚性强，资本性支出压力长期存在，需关注其投资计划与需求的匹配度、资金来源的可靠性（对经营收益依赖度越高，可靠性越强；反之，对银行借款、发债等外部融资依赖度越高，可靠性越低，越易受融资环境影响）、引进来源及议价能力等方面。

（二）财务风险评级要素

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年企业合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否具有可比性。另外，应对公司所采用会计政策做出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

2、资产质量

流动资产：占资产总额比重小，包括货币资金（航空运输企业机票收入大多是现金收入，现金类资产较为充裕）、应收账款（因机票预售制度，往往应收账款规模较小，回收风险较小）、其他应收款（通常为与股东、关联企业之间的往来款、与供应商的押金及保证金等，需关注欠款账龄、集中度、年度变化情况，欠款企业性质、经营情况等，并评估其款项回收风险及对企业的资金占用压力）等。

非流动资产：占资产总额比重大，包括固定资产（包括飞机及发动机、高价周转件、房屋建筑物等）、在建工程（新建或改扩建基地项目、飞机预付款、发动机替换件等），其中：仅自购及融资租赁飞机计入固定资产，经营租赁飞机不计入资产科目。需关注：飞机折旧政策、成新率及对维修成本的影响，固定资产抵押比例及其对企业后续再融资的影响。

3、资本结构

航空运输行业是资金密集型行业，主要资本性支出集中在飞机购买及航空运营基地建设，整体投资规模较大，行业内企业债务负担普遍较重。航空运输企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高，衡量指标主要包括资产负债率、长短期债务结构、全部债务资本化比率等。在分析上述指标后，综合判断企业自身债务负担的情况、与战略发展规划匹配度、同行业企业对比以及未来投融资需求。此外，航空运输发债企业中上市公司比重较高，未分配利润在所有者权益中占比较大，若一旦利润分配对所有者权益稳定性及负债率都将会产生影响。同时，上市公司可通过非公开发行股票募集资金，有利于降低航企负债水平、提升财务稳健性。

4、盈利能力

分析盈利能力时要关注历年主营业务收入变化、收入构成多元化情况以及未来趋势的判断（如企业未来受行业、产业政策或其他因素变化的影响），还

要关注航空运输企业机队规模及结构扩张计划，因为运力投放是企业未来收入的保障。

航空运输企业盈利能力与主业运营效率、汇兑损益、投资收益及营业外收入等方面密切相关。运营效率方面，航空运输企业运营成本中固定成本比重较高，企业运营效率的提升有助于摊薄单位成本，从而获得更多收益。考察运营效率，可以通过载运率指标分析，主要包括客座率、货邮载运率及综合载运率。

汇兑损益方面，航空运输企业持有外币债务规模普遍较大，且国际航线业务运营通过外币结算，汇率走势对于公司整体经营效益影响明显。人民币对美元升值有助于降低飞机采购成本、租赁费用、国际市场航油采购、国外机场费用等美元计价的成本。因此需重点关注航空运输企业外币债务规模比重以及是否采用汇率对冲等手段抵抗风险。

营业外收入方面，航空运输行业作为国家基础性产业，获得如航线补贴、支线航线补贴、新开航线奖励、政府专项补贴等，成为行业内企业重要的利润来源之一。因此，考察航空运输企业营业外收入规模的可持续性和变化情况，对于了解企业盈利稳定性有重要意义。

财务层面，反映盈利能力的财务指标主要考察：营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等。

5、现金流

受益于经营模式，航空运输企业主业获现能力强。但航空运输行业是周期性行业及资本密集型行业，高经营杠杆和财务杠杆的特点导致企业在行业周期低谷时面临现金流压力，较大规模的飞机引进及航材采购压力也对公司现金流提出要求。不同飞机引进方式对航企现金流影响有所不同，若融资租赁引入飞机计入投资活动现金流，则需关注经营活动现金流量净额对投资活动、筹资活动现金流出的覆盖情况。

主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、筹资活动前现金流量净额等指标。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于航空运输企业偿债能力的分析，主要分析以下几个方面：

(1) 短期偿债能力，主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比以及现金类资产对短期债务的保障倍数。

(2) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断。

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股等，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。其他信用支持还包括股东、各级政府给予的支持、资产出让、引入战略投资者等，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性、持续性及对债务保障程度做出判断。

偿债能力主要考察的指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数。

7、其他重大事项

关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。

关注企业过往债务履约情况，是企业信用的直接体现，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

四、主要衡量指标

评级要素		细分要素指标
行业分析	行业发展状况	宏观经济形势，固定资产投资和贸易量，人均可支配收入及消费结构，节假日数量，航油价格及汇率波动情况，高铁等分流，突发事件及国际政治环境等
	行业政策	市场准入、航线及航班时刻审批，航油价格及燃油附加费调整政策，运输价格和收费机制的市场化改革，起降费标准调整等
	行业竞争	行业集中度，行业主要企业规模及排名
基础素质	区域环境	运营基地腹地经济发展水平，人均收入水平，客流量，地理及气候条件，政治环境等
	企业所有制性质	中央控股企业，地方控股企业，民营企业
	企业规模及市场地位	机队规模，航线布局，资产规模，收入规模，周转量，市场占有率等
	技术实力	相关专业人才储备数量和质量，设备系统技术水平
	外部支持	民航局及各地政府、机场的补贴，股东支持
企业管理	法人治理结构	股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，公司实际的领导体制，重大事项决策机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制，监事会的运作规则与运作情况等
	管理水平	组织机构设置完备性，管理职责明确性，规章制度健全程度，内部制约效果，人事管理和激励措施有效性等
经营分析	运输能力及航线网络布局	机队规模（数量、机龄、机型），可用吨公里，可用座公里，飞机日利用小时，客座率，载运率，航线网络覆盖范围及成熟度，航线设计，通航城市分布区域，航空基地布局及区域集中度，航线时刻资源等
	收入水平、运营效率及成本管控	销售模式，票价水平，辅业拓展情况，各成本占比及其管控能力，航油采购渠道及采购价格，飞机引进方式及议价能力、维修保障水平及成本管控等
	未来发展	飞机购买及引进计划，国内外航线布局拓展及调整情况，新基地建设情况，未来重组或收购行为，投资计划与需求的匹配度，资金来源及其中外币负债规模

财务分析	财务信息质量	审计机构从业资质，审计结论，合并范围变动及可比性，会计政策调整，折旧方式
	资产质量	货币资金充裕度，应收账款规模及账龄，其他应收款形成原因、账龄、集中度、年度变化情况、欠款企业性质及经营情况、回收风险，固定资产构成及折旧政策、成新率，在建工程，资产抵质押情况等
	资本结构	有息债务规模及债务负担，债务结构与资产结构的匹配程度，债务偿还时间的集中程度，权益结构及稳定性，资产负债率，长期债务资本化比率，全部债务资本化比率
	盈利能力	主营业务收入规模及变化，营业利润率，销售费用、管理费用和财务费用情况，汇兑损益，净资产收益率，总资本收益率，营业外收入构成、对利润贡献度及稳定性
	现金流	获现能力的强弱及稳定性，经营活动产生的现金流入量，经营活动产生的现金流量净额，现金收入比，经营现金流动负债比，经营活动现金流量净额对投资活动、筹资活动现金流出的覆盖情况
	偿债能力	流动比率，速动比率，经营性现金流动负债比，全部债务/ EBITDA，EBITDA 利息倍数，直接及间接融资渠道，其他信用支持
	其他重大事项	或有事项，对外担保及未决诉讼，企业过往债务履约情况和信贷履约历史记录，关联交易