

信用等级公告

联合评字[2017]588号

云南祥鹏航空有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对云南祥鹏航空有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

云南祥鹏航空有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

云南祥鹏航空有限责任公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十一月十八日

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>

云南祥鹏航空有限责任公司

公开发行 2017 年公司债券（面向合格投资者）

信用评级报告

本次债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过 6 亿元
 债券期限：不超过 10 年（含）
 还本付息方式：按年付息，到期一次还本
 评级时间：2017 年 6 月 8 日
 主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	105.77	117.77	133.24
所有者权益 (亿元)	29.45	33.21	47.88
长期债务 (亿元)	39.68	51.36	36.80
全部债务 (亿元)	59.99	65.97	66.52
营业收入 (亿元)	39.72	41.48	49.73
净利润 (亿元)	1.21	3.42	4.57
EBITDA (亿元)	5.43	9.61	10.57
经营性净现金流 (亿元)	9.60	-5.14	17.01
营业利润率 (%)	14.03	23.68	21.69
净资产收益率 (%)	4.18	10.92	11.28
资产负债率 (%)	72.16	71.80	64.06
全部债务资本化比率 (%)	67.07	66.51	57.16
流动比率 (倍)	0.82	1.28	1.12
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.15	0.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.85	2.21	2.86
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.90	1.60	1.76

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、公司长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“祥鹏航空”或“公司”）的评级反映了公司作为海南航空股份有限公司（以下简称“海南航空”）下属航空运输业务的重要经营主体之一，近年来公司航空运输主业保持良好发展态势，公司运力规模和航线网络不断扩张带动收入规模逐年增长；受公司转型为廉价航空策略以及低油价影响，公司盈利能力呈增长态势。同时，联合评级也关注到中国民航行业内、外部竞争激烈，公司债务负担较重、经营性净现金流波动大、公司整体盈利水平受航油价格、汇率波动影响大等因素可能给公司信用等级带来的不利影响。

西南地区区域位置和多山地理环境使得航空运输仍将是该区域未来主要交通方式；同时，随着居民收入的增加，自由行带动下旅游行业的回暖为公司航空运输业的发展提供了良好的外部环境。未来，随着公司低成本航空转型效果进一步显现，积极拓展国内及国外市场，公司整体经营效率及盈利水平有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为海南航空航空运输业务的重要运营主体之一，在资本金注入、航空资源共享、管理制度和人员培养等方面获得海南航空的有力支持。
2. 公司是云南省主要航空运输企业之一，在财政补贴、税收优惠等方面获得政府的持续支持。

3. 作为基地航空公司，公司在区域市场占有率、航班时刻获取、运营维修设施保障等方面优势显著；近年来公司航空运输主业保持良好发展态势，机队规模、航线网络、运输量等多项指标呈逐年增长趋势。

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、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. 公司非流动资产中投资性房地产占比大，投资性房地产账面价值受宏观经济和土地市场环境影响大，存在一定波动风险。

3. 公司债务负担较重，经营性净现金流受往来款影响波动大。

4. 公司整体盈利水平受航油价格、汇率波动影响大；未来三年公司飞机数量将迅速增长，对公司盈利能力的影响尚有待观察。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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

云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“祥鹏航空”或“公司”）前身是经中国民航总局批准于 2004 年 6 月 10 日成立的云南石林航空有限责任公司，初始注册资本 7.72 亿元，海南航空股份有限公司（以下简称“海南航空”）、山西航空有限责任公司和云南石林航空旅游服务股份有限公司分别持有公司 48.87%、51.00% 和 0.13% 的股权，2005 年 5 月，公司更名为现名。后历经多次注册资本变更及股权转让，2016 年 12 月，海南航空、云南省国资委、云南省国有资本运营有限公司（“云南省国资运营”）、云南祥鹏投资有限公司（以下简称“祥鹏投资”）和云南鹏夏元昊投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鹏夏元昊”）签订《云南祥鹏航空有限责任公司增资协议》，由海南航空、云南省国资运营、祥鹏投资和鹏夏元昊对公司以现金分别增资 2.18 亿元、2.30 亿元、7.04 亿元和 5.76 亿元，增资及工商登记完成后，公司注册资本将增至 34.96 亿元，增资完成后海南航空、云南省国资委、云南省国资运营、祥鹏投资和鹏夏元昊将分别占公司注册资本的 50.05%、6.73%、6.59%、20.14% 及 16.49%。截至 2016 年末，祥鹏投资向公司投入 10.00 亿元，其中 4.27 亿元计入实收资本，5.73 亿元计入资本公积。截至本报告出具日，该笔增资尚未办理工商登记手续。

截至 2016 年末，公司注册资本为 17.67 亿元，实收资本为 20.37 亿元，注册资本与实收资本差异系云南省国资委用于二期出资的昆明新机场土地使用权增资金额人民币 1.57 亿元因相关土地的使用权尚未办理完毕，公司将其暂时计入资本公积科目，以及祥鹏投资向公司投入人民币 4.27 亿元的实收资本，尚未办理工商登记手续所致；海南航空持股 50.05%，为公司控股股东，公司实际控制人为海南省政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：国内（含港澳台）、国际航空客货运输业务；货物进出口；保险兼业代理；礼品销售；景点及演出门票代售；酒店代订；汽车租赁；广告经营。公司主业是航空运输。

截至 2016 年末，公司下设安全监察部、飞行部、运行控制部、保卫部、人资行政部、创新与发展部、客舱与地面服务部、维修工程部、财务部、市场销售部、新机场基地建设指挥部共 11 个职能部门。公司下设全资子公司 3 个，即海南国旭实业有限公司（以下简称“海南国旭”）、海南国善实业有限公司（以下简称“海南国善”）和海南航鹏实业有限公司（以下简称“海南航鹏”）；设分公司 1 个，为云南祥鹏航空有限责任公司成都分公司。截至 2016 年末，公司拥有在职员工 2,393 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额为 133.24 亿元，负债合计 85.36 亿元，所有者权益合计 47.88 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 49.73 亿元，净利润 4.57 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；公司经营活动产生的现金流量净额为 17.01 亿元，现金及现金等价物净增加额为 13.30 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市春城路 296 号名仕银航小区办公楼；法定代表人：王延刚。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“云南祥鹏航空有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（面向合格投资者）”（以下简称“本次债券”），采取公开发行方式，发行规模不超过 6 亿元，期限不超过 10 年（含 10 年）。本次债券面值 100 元，平价发行。本次债券的具体品种、各品种的期限、发行规模、是否设置发行人赎回权或者投资者回售权等将由发行人和主承销商根据市场情况确定。本次债券按年

付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本次债务无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券所募资金拟用于补充流动资金及偿还公司及子公司债务。

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) 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，以及一些具备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。2016 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 15% 和 7.7%，约为 GDP 增速（6.70%）的 2.24 倍和 1.15 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 2016 年末的 2,950 架，2016 年全年共增加飞机 300 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）行业需求

2013 年，航空运输市场进入缓慢复苏阶段，据民航局官方公布，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%。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 年末，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。

2016 年，中国经济运行保持在合理区间，全行业完成运输周转量 962.51 亿吨公里，较上年增加 13.0%。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 8,378.13 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，航空货运市场放缓，完成货邮周转量 222.45 亿吨公里，较上年增长 6.9%。截至 2016 年末，全行业共有运输航空公司 59 家，新成立 4 家；通用航空企业 320 家，新成立 39 家。

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。

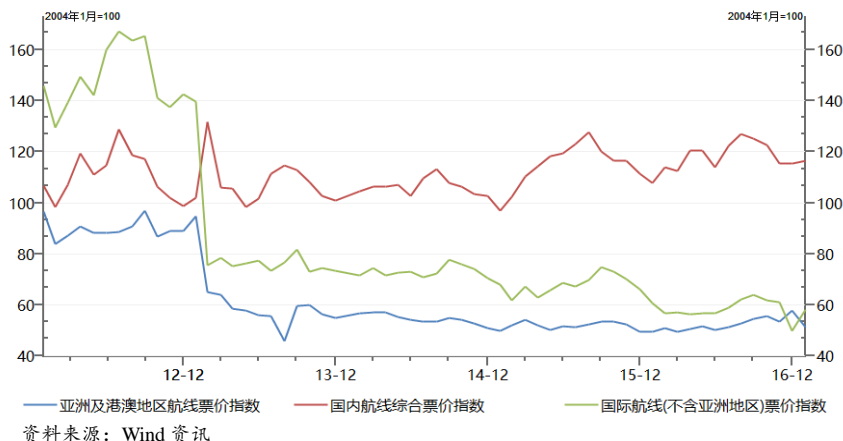
（3）营运效率

从运营效率看，2016 年，中国民航正班客座率为 82.6%，同比增加 0.5 个百分点；正班载运率为 72.7%，同比增加 0.5 个百分点；主要系 2016 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 2015 年有所提高所致。

从飞机利用率看，2016 年我国行业值为 9.41 小时，同比下降 0.08 小时；其中，大中型飞机平均日利用率为 9.57 小时，同比下降 0.09 小时，小型飞机平均日利用率为 6.64 小时，同比增加 0.06 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 年年末的跌势，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，与此同时七月末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，国内航线票价呈震荡上升趋势，国际及港澳台航线票价仍处下降趋势。

图1 2012~2017年1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、维修资质等均需取得中国民航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》等关于飞行人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.60015）），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 2016 年末，国航股份航线网络可覆盖 192 个国家的 1,330 个目的地，所经营的客运航线条数达到 378 条，航线覆盖全球六大洲，其中国内航线 262 条，国际航线 102 条，地区航线 14 条；通航国家（地区）41 个；通航城市 176 个，其中国内 109 个，国际 64 个，地区 3 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。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 2016 年末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。2016 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 2016 年国内三大航空公司（上市公司）运营及财务指标（单位：%）

项目	国航股份		南航股份		东航股份	
运营指标						
项目	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅
可用座公里 (亿客公里)	2,332.18	8.56	2,559.92	8.65	2,062.49	13.45
机队规模(架)	623	5.59	702	5.25	596	0.08
载客人数(亿人)	0.97	7.56	1.15	4.75	1.02	8.49

运输货邮量 (万吨)	176.91	6.29	1,612.55	6.68	1,395.01	-0.32
平均客座率 (%)	80.68	0.75 个百分点	80.5	0.00 个百分点	81.23	0.73 个百分点
平均载运率 (%)	70.16	0.63 个百分点	69.7	0.29 个百分点	70.40	-0.31 个百分点

财务指标

项目	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅
资产总额 (亿元)	2,241.28	4.88	2,004.61	7.49	2,100.51	7.33
营业收入 (亿元)	1,139.64	4.62	1,147.92	2.95	985.60	5.03
政府补助 (亿元)	10.00	6.50	28.84	21.95	45.31	9.68
利润总额 (亿元)	102.19	13.00	76.47	19.56	65.07	14.74
经营性净现金流 (亿元)	307.24	-3.24	263.88	2.63	248.93	2.33
营业利润率 (%)	8.06	-22.83 个百分点	3.03	0.68 个百分点	0.94	0.71 个百分点
资产负债率 (%)	65.88	-2.96 个百分点	72.71	-0.67 个百分点	76.15	-4.61 个百分点
单机年收入 (亿元)	1.83	-0.02	1.64	-0.03	1.65	-0.05
单机年利润总额 (亿元)	0.16	0.01	0.11	0.01	0.11	0.01

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的存在一定难度。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

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中國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。

2016 年 9 月,中国民用航空局、国家发展改革委发布《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》（以下简称“通知”）。通知规定，800公里以下航线和800公里以上部分和高铁动车组列车形成竞争的航线的票价将由航空公司依法自主制定。同时航空公司制定、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。在全票价基础上，航空公司各航线票价上调幅度累计不得超过10%，每航季票价上调航线不得超过10条。截至2016年末，实行市场调节价的航线条数达到677条。

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年末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。

（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。

（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。

（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2016年，中国国内生产总值保持了平均6.7%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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是海南航空航空运输业务的重要经营主体之一，总部设在云南省昆明市，拥有昆明、丽江和成都三个运营基地，在航班时刻获取、运营维修设施保障、机场基础设施使用等方面享有基地航空公司的优势。截至2016年末，公司在云南省的市场占有率约为15.56%，仅次于东航，居第二名；此外，公司作为昆明市第二大基地航空公司，2016年在昆明机场的市场占有率为13.68%，运力份额为12.91%；公司在丽江机场基地航空公司中排名第二（仅次于首都航空），2016年市场占有率为17.68%，运力份额为17.28%。此外，公司另一基地成都机场市场竞争激烈，公司2016年市场占有率在2%左右。

截至2016年末，祥鹏航空共运营39架客机，已开通运营96条航线，通航国内外77个城市（其中国际城市13个、地区城市1个、国内城市63个）。公司形成了以西南为中心，覆盖大部分省会及重点城市，辐射东南亚、日韩等国际和地区的航线网络。2016年，公司共完成运输周转量10.28亿吨公里，同比增长29.63%；实现旅客运输量849.90万人次，同比增长24.55%。

公司先后获得中国最佳旅游供应商特别贡献奖、“消费者信赖企业”、用户满意优质奖、“中国最佳雇主昆明十强”等荣誉称号，2016年7月获得“全国交通运输企业诚信建设先进单位”称号。

总体看，公司航空运输业务以西南为中心向全国及东南亚地区辐射，在云南地区竞争力较强。

2. 人员素质

截至2016年末，公司共有董事、监事及高级管理人员共15人。

公司董事长王延刚先生，1962年生，本科学历；1992年10月进入海航集团工作，历任金鹿公务机公司总经理助理、飞行队队长、总飞行师，金鹿公务机有限公司常务副总经理、首席运行官、总经理、总裁；2010年4月调入祥鹏航空，现任公司董事长。

公司总裁丁拥政先生，1975年生，硕士研究生学历；2002年进入海航集团工作，历任海南海航金鹏航空销售有限公司销售管理部副经理、幸运国际旅行社有限公司上海分社总经理、幸运金鹿航空旅游集团上海和北京分社总经理、海南航空规划研发部经理、市场销售部经理、海南海航航空销售有限公司总经理、总裁等职务；自2012年9月至今任公司总裁。

截至2016年末，公司在职员工2,393人，从教育程度来看，大专及以下人员占比38.32%，本科人员占比58.42%，研究生及以上人员占比3.26%；从专业构成来看，飞行员占比24.82%，乘务员占比33.05%、机务系统人员占比2.30%、航务系统人员占比3.43%、其他行政人员占比36.40%；从年龄构成来看，30岁以下员工占比67.66%、30~50岁占比29.63%，50岁以上占比2.72%。

总体看，公司管理人员具备多年相关行业从业经历和丰富的管理经验，员工学历水平较高，专业及年龄构成符合行业特点。

3. 股东及政府支持

(1) 股东支持

公司作为海南航空旗下航空运输业的主要经营主体之一，持续获得控股股东海南航空及海航集团在飞机引进、航材采购、航空资源共享、管理制度等方面的大力支持。

航空运输业属于重资产行业，飞机及发动机的引进和维护作为最重要的资本支出之一，对航空公司规模扩张、成本控制等各方面影响显著。公司主要通过自购、融资租赁和经营租赁（含湿租）三种方式引进飞机：1）公司的飞机采购工作由股东海南航空负责统一采购，海南航空利用其规模优势和较强议价能力与飞机制造商协商谈判，极大降低了公司的飞机购买成本、提高采购效率；2）公司融资租赁和经营租赁的主要合作方是海航集团下属企业。

航材采购及维修方面，公司同海南航空及其子公司签订服务合作协议，航材采购、维修服务费价格由双方协商确定，并于每年末根据上年实际情况评估后确认下一年价格，减少了购买过程中的中间费用，因此采购价格略低于市场价格；此外，统一采购及维修有利于保障维修质量，节约、控制维修成本，提高公司飞机运营效率，有利于提升公司运力的持续及稳定性。

海南航空作为国内四大航空公司之一、中国大陆地区唯一的五星航空，近年来快速发展壮大，拥有北京、海口、广州等9个运营基地和多个航空运输站，公司作为其重要子公司之一，通过基地及其他航空资源（地服、过站检测和维护、飞行员和乘务员培训等）共享，不断优化航线结构、提高公司运营效率。

此外，海航集团及海南航空在派驻高管、推行上市公司较为规范的管理制度、为公司借款提供担保等方面提供很大的支持。但公司与股东及海航集团下属企业业务往来密切，关联交易频繁，存在一定或有损失风险。

(2) 增资支持

2016年12月，海南航空、云南省国资委、云南省国资运营、祥鹏投资和鹏夏元昊签订《云南祥鹏航空有限责任公司增资协议》，由海南航空、云南省国资运营、祥鹏投资和鹏夏元昊对公司以现金分别增资2.18亿元、2.30亿元、7.04亿元和5.76亿元，增资及工商登记完成后，公司注册资本将增至34.96亿元，增资完成后海南航空、云南省国资委、云南省国资运营、祥鹏投资和鹏夏元昊将分别占公司注册资本的50.05%、6.73%、6.59%、20.14%及16.49%。截至2016年末，祥鹏投

资向公司投入10.00亿元，其中4.27亿元计入实收资本，5.73亿元计入资本公积。截至本报告出具日，该笔增资尚未办理工商登记手续。资本金的注入有利于公司规模进一步扩大。

(3) 政府支持

财政补贴方面，公司持续获得国家及地方政府拨付的支线航空补贴、航线补贴、节能减排补贴等支持。2014~2016年，公司分别获得政府补助收入1.05亿元、1.18亿元和1.72亿元，随着航线网络快速拓展，公司所获航线补贴快速增长带动政府补助收入持续增加。

税收方面，根据国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税【2011】59号）规定：对设在西部地区以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其当年度主营业务收入占企业收入总额70%以上的企业，经申请，主管税务机关审核确认后，可减按15%税率缴纳企业所得税，优惠期为2011年1月1日至2020年12月31日。祥鹏航空（本部）2014~2016年均按15%的优惠税率缴纳企业所得税。

总体看，公司在发展过程中得到了云南省国资委与股东在政策、业务和资金支持多方面的有力支持。

五、公司治理

1. 公司治理

为了规范公司内部的组织和行为，保护公司、股东和债权人的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》，建立了如下法人治理结构：

公司设股东会，由全体股东组成，是公司权力机构，由股东按照出资比例行使表决权。公司设董事会，对股东会负责。董事会由5人组成，海南航空提名4名董事，云南省国资委提名1名董事（云南省国资委提名的董事对章程中的相关事项具有一票否决权）。董事会设董事长1名，由海南航空提名，是公司的法人代表；设副董事长2名（其中一人兼党委书记），副董事长兼党委书记由云南省国资委提名，另一名副董事长由海南航空提名。董事每届任期3年，经股东提名可连任。

公司设监事会，监事会由5人组成，其中2名由海南航空提名推荐，云南省国资委推荐1名，职工代表由公司职工通过职工代表大会选举产生2名。监事会设主席1名，由云南省国资委提名。

公司实行董事会领导下的总裁管理团队负责制，设总裁1名，由董事会聘任，对董事会负责；设团队成员6名，包括副总裁3名、财务总监1名、市场总监1名和安全总监1名，其中云南省国资委提名1名副总裁，海南航空提名财务总监，其他成员由总裁推荐、董事会聘任。

总体看，公司法人治理结构完善，符合相关法律法规要求，能够满足公司日常管理的需要。

2. 管理体制

公司内设安全监察部、飞行部、运行控制部、保卫部、人资行政部、合作与发展部、客舱与地面服务部、维修工程部、财务部、市场销售部、新机场基地建设指挥部共11个职能部门，部门设置能够满足日常管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的内部控制制度，包括财务管理、重大投资管理、融资管理、人力资源管理、安全和质量管理、突发事件应急管理 etc. 等。

安全管理方面，公司设立安全委员会统筹管理公司安全事宜；总部设有安全监察部，下设监察中心、安全信息中心、风险管理中心和服务质量管理中心四个附属机构，负责组织公司各级风险管理工作，开展安全培训，组织定期安全运行趋势评估，按公司规定开展安全事件调查及负责与民航

局航相关部门沟通联络等。

财务管理方面，公司财务部下设现金流管理中心、融资管理中心、预算管理中心、财务稽核中心等，分别从财务管理制度的编制和落实、资金的平衡与调度、会计核算、重大项目投资决策流程、成本管控、财务风险识别及评估等方面规范了公司的财务管理体系。

飞行及运控方面，公司飞行部根据 CCAR-121 部以及国家、民航局有关规定和公司的飞行运行系列手册对飞行人员实行专业化管理，组织安全和航空安保知识培训；运行控制部利用飞行运行控制系统，通过席位制管理，对公司航班生产等飞行活动进行组织指挥、控制、协调，努力提高运行品质，保证飞行安全。

总体看，公司已建立较为健全的法人治理结构及整套管理制度，并不断完善内部管理系统，综合管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务为航空运输业务，2014~2016年，公司营业收入保持增长，三年分别为39.72亿元、41.48亿元和49.73亿元，年均复合增长率11.89%。2014~2016年公司实现利润总额1.40亿元、4.13亿元和5.39亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长96.24%；实现净利润分别为1.21亿元、3.42亿元和4.57亿元，年均复合增长94.81%，全部为归属于母公司所有者的净利润。其中2015年及2016年公司利润总额与净利润较上年均大幅增长，主要系受公司转型为廉价航空策略以及低油价影响，公司营业成本在营业收入增长的情况下，同比下降较大所致。同时2016年公司机队规模及航线网络均有较大幅度扩张，机队规模从2015年的28架增至2016年末的39架，公司经营规模的扩大使得整体业绩上涨明显。

2014~2016年，公司主营业务收入占营业收入的比重均在95%以上，主营业务突出。公司航空运输主业以航空客运业务为主，近三年占主营业务比重基本保持稳定，均在96.00%以上，是公司最主要的收入来源。2014~2016年，公司航空客运收入逐年增长，分别为38.67亿元、39.99亿元和47.01亿元，年均复合增长10.26%，其中2016年航空客运收入同比增长21.57%，主要系2016年民航客运市场需求依然旺盛，公司运力持续增加，航线网络规模继续扩大，带动收入较2015年大幅增长。

毛利率方面，2015年，受公司转型为廉价航空策略以及航油价格大幅下滑因素影响，公司主营业务毛利率由2014年的12.94%大幅提升至22.11%；2016年，在航油价格回调的同时，公司运力大幅增加，运营成本、人力成本及其他成本也同步增长，其中主营业务成本较2015年增长22.68%，高于主营业务收入的增幅，故2016年公司主营业务毛利率下降3.01个百分点至19.10%。

表2 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航空客运收入	38.67	98.77	--	39.99	98.84	--	47.01	98.35	--
航空货运收入及逾重行李收入	0.47	1.20	--	0.45	1.11	--	0.73	1.53	--
其他	0.01	0.03	--	0.01	0.02	--	0.06	0.13	--
合计	39.15	100.00	12.94	40.46	100.00	22.11	47.80	100.00	19.10

资料来源：公司审计报告

注：航空公司各项成本无法精确分摊至各项主营业务中，无法单独计算各项主营业务毛利率。

总体看，公司业务以航空客运收入为主，近三年公司收入保持增长；随着运力的大幅增加以及公司转型的影响，运营成本也同步上升，公司盈利能力呈波动上升态势。公司整体经营情况良好。

2. 运营情况

(1) 航线布局

公司成立时以运营昆明至周边省会城市航线为主，近年来航线网络不断扩张，公司立足西南，以昆明、丽江和成都基地为中心，实行干线、支线相结合的策略，目前已形成了覆盖全国大部分省会及重点城市，辐射东南亚、日韩等国际和地区城市的航线网络。

2014~2016年，公司航线及通航城市数量不断增长。截至2016年末，公司共运营航线96条，较2015年末新增32条；通航国内外77个城市，较2015年末新增25个城市。

表3 2014~2016年公司航线网络情况（单位：条、个）

项目	2014年	2015年	2016年
航线	60	64	96
其中：国内航线	57	58	81
国际及地区航线	3	6	15
通航城市数量	46	52	77
其中：国际及地区城市	3	5	14

资料来源：公司提供

国内航线部分，以昆明、丽江和成都基地为中心，向全国辐射。2016年公司新增23条国内航线，公司航线网络已覆盖除广州、西宁、石家庄等3个城市外的大部分省会城市。省内航线方面，2014~2016年，公司在云南省的市场占有率分别为15.40%、13.88%和15.56%，其中2016年在云南省位居第二位；公司在丽江机场和昆明机场市场占有率居领先地位，分别为17.68%和13.68%。公司在云南省内区域优势显著。

国际及地区航线方面，2014年公司首条国际航线昆明—贵阳—新加坡正式通航，截至2015年末，公司已开通6条国际及地区航线，通航城市包括济州岛、甲米、普吉岛、台中等；2016年公司新增昆明—芽庄、郑州—普吉岛、昆明—徐州—大阪、昆明—曼谷、昆明—花莲等国际及地区航线，截至2016年末，公司已开通15条国际及地区航线。

总体看，公司航线以国内航线为主，以西南地区为中心向全国及东南亚、日韩等国际和地区城市辐射，航线数量逐年增长，覆盖范围逐年扩大。

(2) 机队建设

近年来，公司机队规模不断扩大。截至2016年末，公司共运营39架飞机，拥有飞行员530名。公司机队以波音737-700（含波音737-700HH）和波音737-800两个机型的飞机为主，2016年12月末分别为12架和16架，其他机型包括3架空客A319、8架空客A320。目前公司机队平均机龄为5.63年，飞机日利用小时为10.78小时，处于行业较好水平，有助于公司成本控制和提升运营效率。

表4 2014~2016年公司机队情况（单位：架、小时/日）

项目	2014年	2015年	2016年
年末机队规模	26	28	39
飞机日利用小时	10.12	10.51	10.78
经营租赁数量	18	20	31

融资租赁数量	6	6	6
自购数量	2	2	2

资料来源：公司提供

公司飞机的购买方式包括自购、融资租赁和经营租赁三种。截至 2016 年末，公司运营 39 架飞机中，贷款自购飞机 2 架，融资租赁 6 架，经营租赁 31 架，其中公司自购的 2 架飞机均由海航集团统一采购。截至 2016 年末，公司以融资租赁方式引进 6 架飞机，主要融资租赁合作方包括扬子江国际租赁有限公司、长江七号租赁有限公司和长江八号租赁有限公司，均为海航集团下属企业。截至 2016 年末，公司经营租赁飞机中有 12 架来自海航集团（其中，海南航空采用湿租方式租赁 2 架），另外 19 架来自 CIT AEROSPACE INTERNATIONAL 等公司，租金以美元计价。

总体看，公司飞机来源以租赁为主，主要由海航集团统一计划安排，提高了整体议价能力，有助于降低公司采购成本。

（3）运输能力和运输效率

从运力投放看，2014~2016 年，公司可用座公里快速增长，年均复合增长 19.65%，运力投入持续提升，为公司业务扩张提供有力支撑。截至 2016 年末，公司可用座公里为 123.34 亿座公里，同比增长 28.27%；其中国内航线可用座公里 111.43 亿座公里，同比增长 22.03%，国际及地区航线 11.9 亿座公里，同比增长 145.94%。从运力结构上来看，截至 2016 年末，公司国内航线可用座公里占比 90.35%，较上年下降 4.86 个百分点，国际及地区航线可用座公里占比 9.65%。公司运力仍以国内为主，但随着公司不断开拓国际航线，未来国际航线运力占比或将进一步提高。

表 5 2014~2016 年公司运输能力及运输效率情况

项目		2014年	2015年	2016年
综合指标	运输周转量（万吨公里）	68,850.62	79,318.21	102,777.83
	平均载运率（%）	76.25	82.20	86.00
	飞机日利用率（小时/日）	10.12	10.51	10.78
客运指标	可用座公里/ASK（万座公里）	861,569	961,537	1,233,359
	旅客运输量（万人次）	568.26	682.38	849.90
	平均客座率（%）	83.02	87.79	89.15
货运指标	货邮运输量（吨）	33,300	34,980	33,738

资料来源：公司提供

从实际运输情况来看，2014~2016 年，公司运输总周转量持续增长，三年分别为 6.89 亿公里、7.93 亿公里和 10.28 亿公里，年均复合增长 22.18%，高于运力投入增速；公司平均运载率和飞机日利用率均逐年提升且均处于行业内较高水平，平均载运率近三年分别为 76.25%、82.20%和 86.00%，飞机日利用率近三年分别为 10.12 小时/日、10.51 小时/日和 10.78 小时/日。2014~2016 年，公司旅客运输量年均复合增长 22.30%，2016 年共运送 849.90 万人次，同比增长 24.55%。2014~2016 年，公司货邮运输量年均复合增长 0.66%，2016 年为 3.37 万吨。公司以客运为主，无专业货机机队，货邮运输主要通过合理利用客机舱腹实现运载。目前，公司将货源组织以及其他销售委托给海南航空代为管理并支付管理费。

总体看，公司运力和运量快速上升，同时，受航空需求上升、公司经营战略调整等因素影响，运输效率呈逐年上升趋势。

（4）客票销售

2014~2016 年，随着运力投放增加及航线网络扩张，公司客运收入逐年增长；分区域看，2016

年国内航线收入占比为 90.53%，较上年下降 5.65 个百分点，国际航线收入贡献比重呈上升趋势。

公司机票销售采取直销和分销相结合的销售模式。公司通过客服电话及公司官网进行直销，授权具有相关资质的代理人（含海航集团旗下销售公司）分销公司客票，公司需向分销代理人支付一定比例的代理手续费。近年来，公司直销比例不断上升，2015 年，公司直销比例由上年的 17.59% 快速提升至 33.68%，至 2016 年末已上升为 49.34%。同时，针对国际航线，公司主要通过旅游包机的模式运营，主要合作方包括天津安科运达航空服务有限公司、温州联合航空服务有限公司、云南顺景国际旅行社等；定价方面，包机费用以航线运营成本为基础，结合季节、供需等因素协商决定。由于国际航线的开通与运营需要航线资源、市场、人员培养及航班时刻等多因素协调，培育期较长，旅游包机模式不仅保障了公司的利润水平，对于降低国际航线开航初期风险、提高公司知名度等方面均具有积极作用。随着国际航线开通数量的增加，公司将结合自身在国际市场中的发展状况，以自营模式逐步替代包机运营。

表 6 2014~2016 年公司各销售模式占比（单位：%）

模式	2014 年	2015 年	2016 年
直销	17.59	33.68	49.34
分销	82.41	66.32	50.66
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司机票代理销售分为本票和 BSP 客票两种方式，结算方式有所不同。本票结算方式为：代理人通过公司官网将票款支付到公司第三方支付（如支付宝）后出票，由第三方支付 T+1 个结算日将票款打到公司银行账户。BSP 结算流程为：旅客到代理人处订票，代理人为旅客出票后先将票款打给国际航协，而后国际航协再将票款打入我司银行账户；结算周期分三天和四天，打款日为每周一和周四，即周一结算上上周四到周日代理人销售的客票，周四结算本周周一到周三的代理人销售的客票，节假日国际航协的打款日期会有改变。

定价方面，公司定价方法主要为，根据公司测定的成本以及利润需求，定下客票的全年平均目标指导价格，因航空客运业务受季节性波动影响较大，因此公司客票定价在不同季节差异较为明显，定价波动幅度较大。2015 年起，公司通过提高可供座位数、改造仓位结构、调整航班时间等方式向低成本航空转型，受竞争加剧、公司向低价航空转型以及航油成本下降影响，平均票价由 2013 年的 724 元下降至 2016 年的 553 元，座公里收入下降至 0.38 元/座公里。

表 7 2014~2016 年公司票价及座公里收入情况（元、元/座公里）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
平均票价	719	583	553
座公里收入	0.43	0.42	0.38

资料来源：公司提供

总体看，近几年，公司客票销售方式以分销为主，但直销比例快速提升，截至 2016 年末直销比例已达到 49.34%，未来公司将进一步提高直销比例。

（5）成本构成

作为航空公司，公司营运成本主要由航油成本、飞行器运营维护成本、租金费用、起降成本等组成，2016 年上述四项成本占公司主要营运成本比重分别为 26.95%、17.65%、15.06% 和 16.98%；其中，航油成本占比最大，2014~2016 年分别占主要营运成本比重为 47.01%、30.86% 和 26.95%；

公司主要营运成本随着航油成本的波动而有所波动，三年分别为 32.74 亿元、31.14 亿元和 37.32 亿元。

成本变动趋势方面，受益于航油价格近年来快速下降及公司提升航油利用效率，2014~2016 年航油成本及在公司主要营业成本中的占比逐年下降，三年公司航油成本分别为 15.39 亿元、9.61 亿元和 10.06 亿元，在主要营业成本中的占比分别为 47.01%、30.86%和 26.95%；2014~2016 年，公司飞行器运营维护成本逐年增长，三年飞机运营维护成本分别为 3.42 亿元、5.47 亿元和 6.59 亿元，在主要营业成本中的占比分别为 10.44%、17.57%和 17.65%，增长原因主要系公司为转型低成本航空对飞机进行通舱改造，提高单架飞机座位数量所致；公司起降成本规模及占比随着航班数量的增长而持续增长，三年起降成本分别为 4.07 亿元、5.21 亿元和 6.34 亿元，在主要营业成本中的占比分别为 12.44%、16.73%和 16.98%；近三年公司租金成本波动增长，三年分别为 4.44 亿元、4.10 亿元和 5.62 亿元，2016 年公司飞机引进方式均为经营租赁，飞机租金成本较 2015 年增长幅度达 37.13%。

表 8 2014~2016 年公司主要运营成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	成本	占比	成本	占比	成本	占比
航油成本	15.39	47.01	9.61	30.86	10.06	26.95
租金成本	4.44	13.57	4.10	13.17	5.62	15.06
飞机运营维护成本	3.42	10.44	5.47	17.57	6.59	17.65
起降成本	4.07	12.44	5.21	16.73	6.34	16.98
职工薪酬费用	2.09	6.38	2.48	7.97	3.85	10.32
折旧费用和摊销费用	1.59	4.86	1.76	5.65	2.24	5.99
系统服务费	0.40	1.22	0.48	1.55	0.58	1.56
其他费用	1.33	4.07	2.03	6.51	2.04	5.48
合计	32.74	100.00	31.14	100.00	37.32	100.00

资料来源：公司审计报告

航油作为公司生产经营所需主要原材料，航油价格波动对公司的经营业绩及盈利能力影响较为明显。2014~2016 年，公司航油采购量分别为 22.40 万吨和、24.10 万吨和 29.41 万吨；同期，公司航油采购均价分别为 7,263 元/吨、4,574 元/吨和 3,850 元/吨，其中 2015 年航油采购均价较上年大幅下降，主要是由于自 2014 年下半年以来，国际油价快速下滑带动公司航油采购价格不断下降。公司有较为固定的航油采购渠道，航油供应商相对固定且集中，主要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、海南美亚实业有限公司等。

表 9 2014~2016 年公司航油采购情况（单位：元/吨、吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
航油采购均价	7,263	4,574	3,850
航油采购量	224,000	241,000	294,133

资料来源：公司提供

飞行器运营维护方面，公司与海南航空及其子公司海航航空技术（云南）有限责任公司（以下简称“服务方”）签订服务合作协议，维修价格由双方协商确定，协议内各类维修服务根据不同机型按飞行小时计费，双方于每年末根据上年实际情况评估后确认下一年价格。费用支付方面，服务方每季度进行一次账单确认，双方每季度结算一次。

起降成本为航班起飞和降落时向机场交付的费用，按班次收取。2014~2016年，公司起降成本随着航班数量的增加而有所增长，三年分别为4.07亿元、5.21亿元和6.34亿元。

租金成本系公司采用经营性租赁或融资性租赁租入飞机产生的租金及相关费用。公司针对每一架飞机，与租赁公司签订租赁合同，约定租金支付方式、周期、税务、交付与退租、飞机维护等内容，公司按季度支付租赁费用。2014~2016年，公司租金成本分别4.44亿元、4.10亿元和5.62亿元。财务处理方面，公司经营性租赁支出反映在租赁费用以及购买商品、接受劳务支付的现金科目中，融资租赁反映在长期应付款、固定资产、财务费用以及偿还债务所支付的现金科目中。

总体看，近年来公司主营业务成本随航油成本波动而波动。

3. 投资计划

公司未来主要资本支出包括成都新机场基地建设项目以及分期支付飞机购买款项等。

2017~2019年，公司分别计划引进10架、14架和15架飞机，全部通过经营性租赁方式引进。截至2017年3月末，公司计划2017年引进的10架飞机中已按计划引进3架，剩余7架中有3架已签订租赁合同并缴纳保证金。

成都新机场基地建设项目：为满足成都及周边地区航空运输增长需求，国家发改委批准建设成都新机场，公司计划在成都新机场周边集中征地239亩建设成都基地，具体用途包括办公、工程维修基地、机库、空勤人员训练、生产业务综合培训等。根据国家发改委于2016年4月批复的《国家发展改革委关于成都新机场工程可行性研究报告的批复》（发改基础【2016】848号），公司成都基地工程批复总投资14.88亿元，其中资本金出资30%，剩余资金由公司利用银行贷款解决。成都新机场基地建设完工后，公司作为海航集团下首家入驻成都新机场的基地航空子公司，将获得股东及海航集团的大力支持。

总体看，公司将继续扩大机队规模，飞机数量未来增幅较大，同时，成都新机场基地建设完成后将有利于提升公司在西南区域的影响力，但公司未来投资规模较大，存在一定的融资压力。

4. 经营效率

2014~2016年，公司客票收入增长带动应收账款周转次数逐年提高，三年分别为14.26次、16.11次和16.82次；2014~2016年，公司总资产周转次数分别为0.38次、0.37次和0.40次，呈逐年下降趋势。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较低水平。

表10 2016年我国主要航空公司经营效率情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	总资产周转率
南方航空	40.99	0.59
东方航空	35.86	0.49
海南航空	42.55	0.30
中国国航	32.81	0.52
吉祥航空	44.39	0.65
春秋航空	73.64	0.47
云南祥鹏	16.82	0.40
行业平均	41.00	0.49

资料来源：Wind 资讯

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径存在一定差异。

总体看，公司各项经营效率指标处于行业较低水平，整体经营效率一般。

5. 经营关注

(1) 国际航油价格波动影响公司经营成本

航油采购成本占主营业务成本的 30%~40%以上，为航空公司主要的经营成本。近年来，受全球经济衰退影响，国际油价持续走低，降低公司航油采购成本，导致公司出现较为乐观的盈利状况。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，油价的波动有可能影响公司航油采购行为，从而影响公司未来盈利状况。

(2) 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。公司机队规模大，异地运行、过夜运行、国际运行较多，安全运行面临着一定的考验。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。

(3) 汇率波动风险

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。人民币兑外汇汇率波动会给公司人的经营业绩带来一定影响。2016 年，公司财务费用所占期间费用比例较上年增长 2.13 个百分点至 57.74%，主要系公司对外融资增多以及受 2016 年人民币兑美元汇率下降带动、净汇兑损失大幅增加导致财务费用增长较快所致。目前公司正在积极拓展海外业务，新开多条海外航线，外币间的汇率偏差可能使发行人承受较大的汇兑损失。此外，汇率波动将影响公司飞机、航油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。

(4) 飞机数量大幅增长为公司带来的经济效益有待观察

2016~2018 年，公司计划引进飞机合计 36 架，飞机在册数量较目前翻倍增长。随着公司飞机数量大幅增加，公司所需飞行员及乘务员数量、飞机维护成本、租赁成本以及折旧费用均将大幅增长。未来公司大量新增飞机带来的经济效益以及对公司盈利能力的影响有待观察。

6. 未来发展

“十三五”期间，公司的战略总目标是成为立足西南、面向国内和国际、品质卓越、具有行业标杆地位的低成本航空公司。

飞机引进方面，公司将持续扩大机队规模，保持整体机队以 25.67%的平均增速扩张，力争在“十三五”末期，实现整体机队规模 97 架。

航线网络建设方面，针对国内航线，公司将围绕云南民航强省建设总体目标，增开省内环飞航线，实现省内各机场航线网络的全覆盖，开发昆明至西南周边省份 1.5 小时左右航距的未通航城市，稳定昆明 2 小时左右航距城市的航班密度，增加昆明 3 小时左右航距的国内干线通航点。针对国际及地区航线，公司将充分利用与东盟各国的航权及 72 小时过境免签等政策，重点开通昆明至东亚、南亚、东南亚国家旅游航线，以及港澳直飞航线；同时，根据宽体机引进计划，公司将适时开辟洲际航线。

2017 年，公司将继续推进低成本航空转型，以满足目标客户需求为导向，发挥区域特色和优势，不断降低运营成本；同时，公司不断提升品牌形象，强化客户关系管理，通过持续的品牌建设，提升品牌溢价；加快公司信息化建设，运用云数据平台等 IT 新技术，提升公司管理效益和水平；

加强飞行员引进、转升培养力度，优化人员结构，提高人力资源核心竞争力。

总体看，作为海南航空航空运输业务重要经营主体之一，近三年公司航空运输主业发展情况良好，其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标逐年较快增长，航空客运收入持续攀升。未来，随着公司低成本战略实施效果的进一步显现，公司整体经营效率及盈利水平有望得到提升。同时，航油成本对公司整体经营影响大，国内民航运输业市场的逐步开放导致竞争日趋激烈、沪昆高铁建成通车后的分流影响、人民币汇率变动、公司未来投资规模较大等因素对公司经营带来一定的挑战。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报告已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2014~2016 年纳入合并范围子公司均为 3 家，无变化，分别为海南国旭、海南国善和海南航鹏，公司财务数据可比性较强。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。

截至2016年末，公司合并资产总额为133.24亿元，负债合计85.36亿元，所有者权益合计47.88亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2016年，公司实现营业收入49.73亿元，净利润4.57亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；公司经营活动产生的现金流量净额为17.01亿元，现金及现金等价物净增加额为13.30亿元。

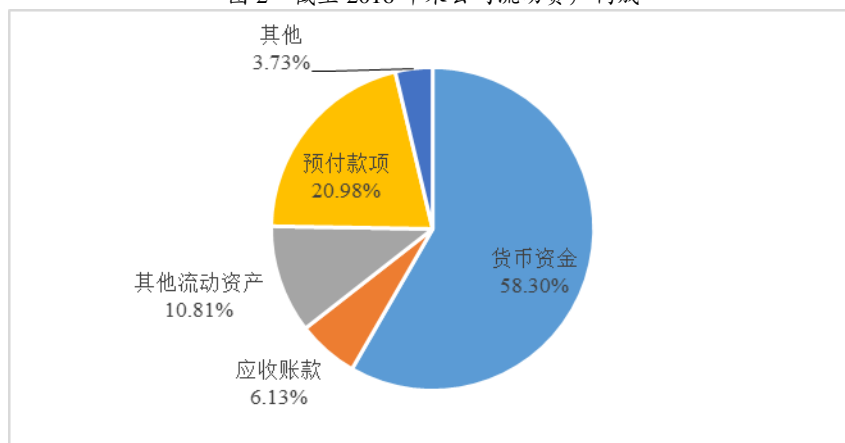
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额分别为105.77亿元、117.77亿元和133.24亿元，年均复合增长12.24%。截至2016年末，公司资产总额较年初大幅增长13.14%，主要系流动资产大幅增加所致。从资产结构来看，近三年公司资产以非流动资产为主，但其占比逐年下降。截至2016年末，公司资产负债中，流动资产占比32.00%，非流动资产占比68.00%，公司资产构成以非流动资产为主，符合航空企业经营特征。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产分别为21.97亿元、29.53亿元和42.63亿元，年均复合增长39.31%。截至2016年末，公司流动资产较年初增长44.38%，主要系货币资金和其他流动资产大幅增长所致；公司流动资产以货币资金（占比58.30%）、应收账款（占比6.13%）、预付款项（占比20.98%）和其他流动资产（占比10.81%）为主（如下图所示）。

图 2 截至 2016 年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金余额分别为13.99亿元、11.21亿元和24.85亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长33.27%。截至2016年末，公司货币资金较年初大幅增长121.70%，主要系2016年公司经营业绩提升，客货运收入回款情况良好，同时公司于2016年12月收到祥鹏投资投入的10.00亿元投资款所致。其中银行及财务机构存款占比97.79%，其他货币资金占比2.25%，剩余为库存现金；其他货币资金主要包含定期存款以及为开具应付票据而支付的保证金，公司货币资金受限比例很小。

2014~2016年，公司应收账款账面价值分别为1.86亿元、3.28亿元和2.61亿元，年均复合增长18.62%。截至2015年末，公司应收账款3.28亿元，较年初增长76.56%，主要系当期票款销售增加所致。截至2016年末，公司应收账款2.61亿元，较年初下降20.31%，主要系公司收回应收票款等款项所致。账龄结构方面，公司应收账款账龄结构以1年以内为主，占比为96.67%，整体账龄较短；公司应收账款计提坏账准备0.03亿元，计提比例为0.91%；如下表所示，截至2016年末，公司应收账款中关联交易部分金额合计21.49亿元，占比56.32%，主要为公司与海航集团下属航空公司的机票互售业务的应收票款。

表 11 截至 2016 年末公司应收账款中关联交易明细（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
海南金鹿航空销售有限公司	6,113.52	41.08
海南航空股份有限公司	5,382.65	36.17
易生支付有限公司	2,652.57	17.83
新华旅行网络服务有限公司	285.77	1.92
大新华物流控股（集团）有限公司	145.50	0.98
其他	300.31	2.02
合计	14,880.32	100.00

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要为提前支付给海南航空的飞机租赁、航材及维修款。2014~2016年，公司预付款项分别为4.20亿元、10.72亿元和8.95亿元，年均复合增长45.87%。截至2016年末，公司预付款项8.95亿元，较年初减少16.58%，主要系对海南航空的预付账款减少所致。

公司其他应收款主要为与海航集团控股企业之间的往来款及飞机租赁保证金、维修储备金及押金、定金等。2014~2016年，公司其他应收款余额分别为0.82亿元、3.75亿元和1.53亿元，余额年均复合增长36.64%。截至2015年末，公司其他应收款较年初增长358.61%，主要系应收海南金鹿航空

销售有限公司款项增多所致。截至2016年末，公司其他应收款较年初减少59.29%，主要系收回海南金鹿航空销售有限公司3.12亿元款项所致。截至2016年末，公司其他应收款坏账准备计提0.01亿元，计提金额较小。

表 12 截至 2016 年末公司其他应收账款中关联交易明细（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
海南海岛建设股份有限公司	2,719.96	39.38
云南祥鹏投资有限公司	2,026.89	29.35
新华旅行网络服务有限公司	594.56	8.61
福州航空有限责任公司	508.91	7.37
海南航空股份有限公司	400.60	5.80
大新华航空有限公司	149.24	2.16
海南新生飞翔文化传媒股份有限公司	147.72	2.14
北京首都航空有限公司	94.40	1.37
其他	264.51	3.83
合计	6,906.79	100.00

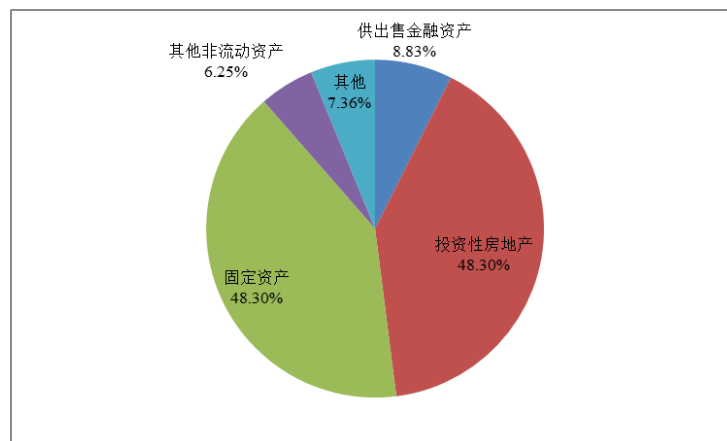
资料来源：公司审计报告

截至2016年末，公司其他流动资产主要为保本保收益理财产品。2014~2016年，公司其他流动资产分别为0.65亿元、0.48亿元和4.61亿元，年均复合增长166.49%；其中，截至2016年末，公司其他流动资产较年初大幅增长867.79%，主要系公司向第三方商业银行购入4亿元保本保收益型理财产品所致。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长3.98%。截至2016年末，公司非流动资产90.61亿元，较年初增长2.68%，主要系投资性房地产和其他非流动资产有所增长所致；公司非流动资产以可供出售金融资产（占比8.83%）、投资性房地产（占比48.30%）和固定资产（占比29.26%）和其他非流动资产（占比6.25%）为主（如下图所示）。

图 3 截至 2016 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016年，公司可供出售金融资产余额均为8.00亿元。截至2016年末，公司可供出售金融资产主要为公司收购扬子江快运航空有限公司（以下简称“扬子江快运”）9.95%的股权（成本

8.00亿元，以成本计量）。截至2016年末，股权转让手续已于2016年办理完成，相关股权的风险报酬已经转移。

2014~2016年，公司投资性房地产小幅增长，分别为39.30亿元、41.56亿元和43.76亿元，年均复合增长5.53%。截至2016年末，公司投资性房地产为公司下属三家子公司分别拥有的坐落于海口市大英山新城市中心区4块土地使用权和公司自有的名仕银航小区办公楼，采用市场价格法评估、按公允价值计量。2016年，公司将其持有的自有房屋对外出租，相应资产由固定资产转入投资性房地产，并按公允价值计量2.21亿元入账（公允价值高于账面净值1,123.40万元在扣除相关税款后的净额954.89万元计入其他综合收益）。截至2016年末，公司投资性房地产受限部分账面价值合计10.29亿元，占公司投资性房地产23.52%，受限比例较小。

公司固定资产主要包括飞机及发动机、房屋及建筑物、运输工具、办公设备和航材高价件等。2014~2016年，公司固定资产分别为25.82亿元、29.38亿元和26.52亿元，年均复合增长1.34%。截至2015年末，公司固定资产较年初增长13.78%，主要系长水机场新基地建设工程由在建工程转入固定资产所致。截至2016年末，公司固定资产较年初减少29.26%，主要系当年公司将其持有的价值2.21亿元的自有房屋对外出租，相应资产由固定资产转入投资性房地产所致。截至2016年末，公司固定资产原值31.52亿元，其中包括飞机及发动机26.40亿元，房屋及建筑物4.72亿元；公司采用年限平均法计提折旧，2016年末累计计提折旧5.01亿元（其中飞机及发动机计提4.64亿元），计提比例为15.89%，固定资产成新率为86.66%。截至2016年末，公司共有10.97亿元的固定资产用作抵押，占固定资产净值41.37%，其中，净值合计6.71亿元的房屋及建筑物用于长期借款抵押，净值为4.26亿元的飞机及发动机用于长期借款抵押。

公司其他非流动资产主要由飞机及发动机维修储备金以及飞机及发动机租赁保证金组成。2014~2016年，公司其他非流动资产分别为1.60亿元、3.78亿元和5.66亿元，年均复合增长88.22%。截至2016年末，公司其他非流动资产较年初大幅增长49.82%，主要系飞机及发动机维修储备金以及飞机及发动机租赁保证金分别较年初增加0.86亿元和1.02亿元所致。

总体看，近年来公司资产总额持续增长，且资产结构以非流动资产为主；公司资产构成中货币资金、投资性房地产和固定资产占比大，公司整体资产质量尚可。

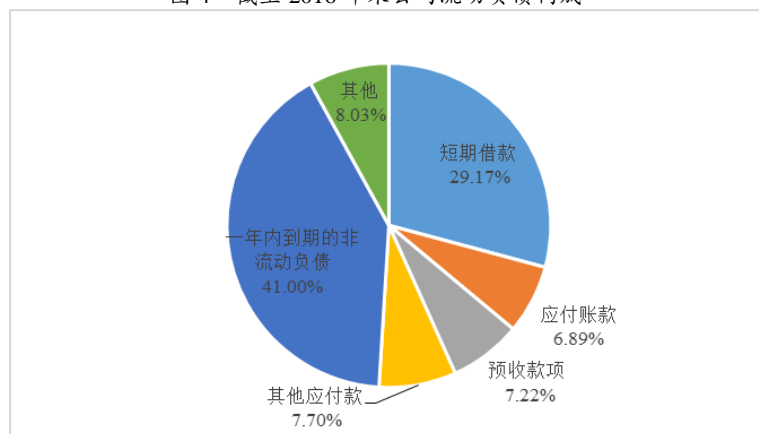
3. 负债及所有者权益

2014~2016年，公司负债合计分别为76.32亿元、84.56亿元和85.36亿元，年均复合增长5.76%。截至2016年末，公司负债较年初增长0.95%；从负债结构来看，流动负债占比44.93%，非流动负债占比55.07%，负债以非流动负债为主。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债合计分别为26.81亿元、23.12亿元和38.35亿元，年均复合增长19.61%。截至2016年末，公司流动负债较年初增加65.92%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债以短期借款（占比29.17%）、应付账款（占比6.89%）、预收账款（占比7.22%）、其他应付款（占比7.70%）和一年内到期的非流动负债（占比41.00%）为主（如下图所示）。

图 4 截至 2016 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款分别为15.55亿元、9.15亿元和11.19亿元，年均复合减少15.19%。2013年起公司加速机队规模扩张，运营资金需求增加，导致2014年短期借款规模较大。2015年起，受航油价格持续大幅下降影响，同时公司根据自身发展需求，调整融资结构。2015年3月，公司以其未来5年BPS电子客票收入为基础资产，在银行间市场发行的20亿元资产支持票据，置换了部分短期借款，大幅压缩了短期借款规模。截至2016年末，公司短期借款较年初上升22.27%，主要系公司机队规模扩大营运资金需求上升所致。短期借款中，保证借款9.19亿元（占比82.13%）和保证及质押借款2.00亿元（占比17.87%）。

2014~2016年，公司应付账款余额分别为1.69亿元、1.91亿元和2.64亿元，年均复合增长25.06%。公司应付账款主要系应付飞机及发动机维修费、应付起降服务等。截至2015年末，公司应付账款较年初增长13.22%；截至2016年末，公司应付账款较年初增长38.13%，主要系应付飞机及发动机维修费与应付电脑订座费分别增长3,323.29万元与1,739.57万元所致。

2014~2016年，公司预收款余额分别为1.14亿元、1.79亿元和2.77亿元，年均复合增长55.83%。截至2015年末，公司预收款余额较年初增长57.23%，主要系公司运营航班及航线增加、以及增加远期票的销售使预收票款上升所致。截至2016年末，公司预收款余额较年初增长54.44%，主要系公司运力大幅增加，运营航班及航线导致远期票的销售上升所致，公司实际承运会结转为营业收入。

2014~2016年，公司其他应付款分别为2.30亿元、2.39亿元和2.95亿元，年均复合增长13.19%。截至2015年末，公司其他应付款较初年变化不大，公司其他应付款主要为应付押金及各项基金1.05亿元、应付关联方往来款0.46亿元。截至2016年末，公司其他应付款较年初增长23.59%，主要系公司应付关联方的款项增加所致。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债分别为1.92亿元、5.45亿元和15.73亿元，年均复合增长186.18%。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长188.68%，主要系部分长期借款于2017年到期转入所致，其中一年内到期的长期借款10.97亿元（占比69.74%），一年内到期的长期应付款4.76亿元（占比30.26%）。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债变化不大，年均波动减少2.56%。截至2016年末，公司非流动负债合计47.00亿元，较年初下降23.50%，主要系长期借款和长期应付款下降所致。截至2016年末，公司非流动负债主要以长期借款（占比21.73%）、应付债券（占比14.82%）、长期应付款（占比41.74%）和递延所得税负债（占比20.98%）为主。

2014~2016年，公司长期借款余额分别为19.88亿元、20.56亿元和10.21亿元，年均复合减少

28.33%。截至2015年末，公司长期借款余额较年初减少50.34%，主要系公司发行的资产支持票据（ABN）一年内到期4亿元，以及银行长期贷款到期时间小于一年重分类至一年内到期的非流动负债所致。长期借款构成中，保证借款10.50亿元（占比46.93%），保证及抵押借款4.22亿元（占比19.80%），抵押贷款7.09亿元（占比33.27%）。截至2016年末，公司于2017年和2024年到期的长期借款占比分别为48.64%和51.36%，较为集中，由于大部分款项由海南航空提供担保，其担保对长期借款到期偿还有积极影响。

2014~2016年，公司应付债券余额变化不大，全部为公司2012年12月发行的“12祥鹏航空债”（本金7.00亿元），2016年末为6.95亿元。该债券将于2019年12月14日到期，票面利率为7.29%。

2014~2016年，公司长期应付款余额分别为12.86亿元、23.84亿元和19.62亿元，年均复合增长23.52%。截至2015年末，公司长期应付款余额23.84亿元，较年初增长85.38%，主要系公司2015年以BSP客票款收益权作为主要基础资产非公开发行资产支持票据20亿元（期限为1~5年）所致；截至2016年末，公司长期应付款较年初减少17.71%，主要系2016年3月偿还资产证券化项目本金4亿元所致。本报告已将公司长期应付款纳入长期债务及相关指标计算。

公司递延所得税负债主要系投资性房地产账面价值与计税基础的差异形成。2014~2016年，公司递延所得税负债余额分别为9.46亿元、9.73亿元和9.86亿元，年均复合增长2.09%，较为稳定。截至2016年末，公司投资性房地产账面价值与计税基础的应纳税暂时性差异额为39.16亿元，形成递延所得税负债9.74亿元。

2014~2016年，公司全部债务规模随借款增加而逐年上升，三年复合增长率为5.30%。截至2016年末，公司全部债务为66.52亿元，较年初增长5.30%；其中短期债务29.72亿元（占比42.39%），长期债务36.80亿元（占比57.61%），债务结构存在一定的改善空间。长期债务期限结构方面，公司2018年到期的长期债务为5.84亿元（占比15.20%），2019年到期12.35亿元（占比32.17%），2020年到期2.44亿元（占比6.36%），2021年到期0.48亿元（占比1.25%），2022年及以后到期17.28亿元（占比45.01%）。截至2016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64.06%、58.15%和43.46%，其中资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率随着公司净资产规模的扩大较年初分别下降7.74个百分点、8.36%和17.27个百分点。

总体看，债务负担较重，受公司逐步调整资产负债结构以及股东注资的影响，偿债压力有所缓解。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益年均复合增长27.52%。截至2016年末，公司所有者权益47.88亿元，较年初增长44.17%，主要系祥鹏投资向公司投入10.00亿元，其中4.27亿元计入实收资本，5.73亿元计入资本公积所致。从所有者权益结构来看，截至2016年末，公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，合计47.88亿元，其中实收资本占比42.52%，资本公积占比25.16%，其他综合收益占比0.92%，盈余公积占比3.09%，未分配利润占比28.30%。截至2016年末，公司所有者权益构成以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

总体看，公司所有者权益规模大幅增长，公司实收资本与资本公积占比较高，权益的稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入持续增长，近三年公司营业收入分别为39.72亿元、41.48亿元和

49.73亿元，年均复合增长11.89%，整体呈持续增长趋势，主要受益于运力及航线的增加，收入主要来自航空客运收入；公司实现利润总额分别为1.40亿元、4.13亿元和5.39亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长96.24%；实现净利润分别为1.21亿元、3.42亿元和4.57亿元，年均复合增长94.81%，全部为归属于母公司所有者的净利润；其中2015年及2016年公司利润总额与净利润较上年均大幅增长，主要系受公司于2015年转型为廉价航空策略以及当年低油价影响，公司营业成本在营业收入增长的情况下，同比下降较大所致，同时2016年公司机队规模及航线网络均有较大幅度扩张，机队规模从2015年的28架增至2016年末的39架，经营规模的扩大使得公司整体业绩上涨明显。

从期间费用方面来看，2014~2016年公司期间费用分别为5.65亿元、8.33亿元和7.28亿元，年均增长13.51%，呈波动上涨趋势。2016年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为1.86亿元、1.22亿元和4.20亿元，占期间费用比例分别为25.56%、16.71%和57.74%。近三年期间费用占营业收入的比重分别为14.22%、20.08%和14.64%，2016年公司期间费用控制能力有所提升。

利润构成方面，近三年，公司投资收益分别为0.11亿元、0亿元和0亿元，以委托贷款利息收入为主。近三年，公司实现营业外收入分别为1.24亿元、1.84亿元和1.91亿元，其中政府补助分别为1.05亿元、1.18亿元和1.72亿元，主要为中国民用航空局拨付的国内支线航线补贴以及各地政府和机场给予的航线补贴，其中2016年公司获得营业外收入较上年增长3.93%。近三年，公司所获营业外收入占公司利润总额比例分别为88.86%、44.47%和35.40%；公司利润水平对营业外收入的依赖逐渐减弱。

从各项盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率近三年呈持续上升趋势，近三年分别为14.03%、23.68%和21.69%，呈波动上升趋势。2016年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为7.74%、7.24%和11.28%，其中总资产收益率较2015年分别下降0.51个百分点，总资产报酬率下降了0.35个百分点，净资产收益率增长了0.36个百分点，主要系受公司于2015年转型为廉价航空策略以及低油价影响，公司利润水平大幅提升所致。从指标上看，公司目前整体盈利能力较好。

总体看，受益于行业内航空运输需求提升、公司运力扩张等因素，近年来公司营业收入保持稳定增长；同时受航油价格下降以及公司转型影响，公司营业利润率有所提升，主业盈利能力持续增强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2016年，公司收到的经营活动现金流入分别为58.30亿元、44.95亿元和61.58亿元；同期，公司经营活动现金流出分别为48.71亿元、50.10亿元和44.57亿元。2014~2015年公司为支付关联方代垫费用较多，致使支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为11.96亿元和12.52亿元。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为9.60亿元、-5.14亿元和17.01亿元，年均复合增长33.11%。近三年公司现金收入比分别为103.77%、101.14%和112.70%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2014~2016年公司投资活动现金流入快速下降，分别为10.19亿元、1.17亿元和0.44亿元，主要系2014年收回的委托贷款9.70亿元所致。2014~2016年，公司投资活动现金流出分别为18.46亿元、2.69亿元和6.83亿元，年均复合下降39.16%。其中，2014年公司投资活动现金流出主要包括购建固定资产等支付现金10.46亿元（主要为公司购买飞机、昆明基地后续投入带来的现金流出）和投资可供出售金融资产支付现金8.00亿元（主要为因收购扬子江快运股权而支付的现金）；2015年公司投资活动现金流出主要为购建固定资产支付的现金（基地建设后续投入）2.49

亿元；2016年投资活动现金流出主要为成都机场基地建设资金支出。2014~2016年公司投资活动净现金流分别为-8.27亿元、-1.52亿元和-6.40亿元。

从筹资活动情况来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入分别为38.57亿元、34.52亿元和21.70亿元，主要为取得借款收到的现金；2015年，公司收到其他与筹资活动有关的现金，主要为公司发行的资产支持票据ABN20.00亿元；2016年，公司吸收投资收到现金10.00亿元，主要为公司于2016年12月收到祥鹏投资投入的10.00亿元投资款。公司筹资活动现金流出分别为32.37亿元、29.47亿元和19.01亿元，主要为偿还债务支付的现金；2016年，公司偿还债务支付的现金为15.17亿元；近三年，筹资活动产生的现金流量净额分别为6.20亿元、5.05亿元和2.69亿元。

总体看，公司经营活动现金流受机队规模增加和销售商品、提供劳务收到的现金的影响有所增强，2016年年公司经营性净现金流已经可以覆盖公司投资需求，2016年公司对外融资规模有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率分别从2014年末的0.82倍和0.82倍持续上升到2016年末的1.12倍和1.12倍，公司流动比率及速动比率呈整体上升趋势，偿债能力逐年增强，2015年及2016年流动资产能够覆盖流动负债；2014~2016年，公司现金短期债务比分别为0.69倍、0.77倍和0.84倍，现金对短期债务保护程度尚可且呈上升趋势。整体看，公司短期偿债能力处于合理水平。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA持续增长，分别为5.43亿元、9.61亿元和10.57亿元；2014~2016年，公司EBITDA构成较为稳定，2016年，公司EBITDA构成中利润总额占比51.03%，计入财务费用的利息支出占比27.81%，摊销占比7.40%。2014~2016年，公司EBITDA全部债务比分别为0.09倍、0.15倍和0.17倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所上升但处于一般水平；公司EBITDA利息倍数分别为1.85倍、2.21倍和2.86倍，公司对利息的保障能力有所上升且处于较好水平。

截至2016年末，公司共获得国内主要商业银行及其他金融机构总授信额度42.53亿元，未使用授信额度8.54亿元。公司间接债务融资渠道有待拓宽。

截至2016年末，公司无对外担保事项。

截至2016年末，公司没有对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10530102001646700），截至2017年4月28日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

总体看，公司作为海南航空航空运输业务的重要运营主体之一，资本金注入、航空资源共享、管理制度和人员培养等方面获得海南航空及其关联方的有力支持。近三年公司资产规模增长较快，整体资产负债率较高，负债结构有待进一步完善；公司主营业务稳定发展，利润水平随着公司战略转型与油价下降有较大提升，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2016年末，公司全部债务总额为66.52亿元，本次拟发行债券规模为不超过6.00亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司影响较小。

以2016年末的财务数据为基础，若本次募集资金净额为6.00亿元，本次债券发行后，在其它

因素不变的情况下，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由 64.06%、58.15%和 43.46%上升至 65.61%、60.23%和 47.20%，公司债务负担有所增加。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还金融机构借款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 61.58 亿元，对本次债券发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 10.26 倍，公司经营活动现金流对本次债务的保障程度较好；经营活动现金流量净额为 17.01 亿元，对本次发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 2.84 倍，经营活动现金流对本次债务的覆盖程度较好；公司 2016 年 EBITDA 为 10.57 亿元，对本次债券发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 1.76 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为海南航空航空运输业务的重要运营主体之一，资本金注入、航空资源共享、管理制度和人员培养等方面获得海南航空及其关联方的有力支持。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

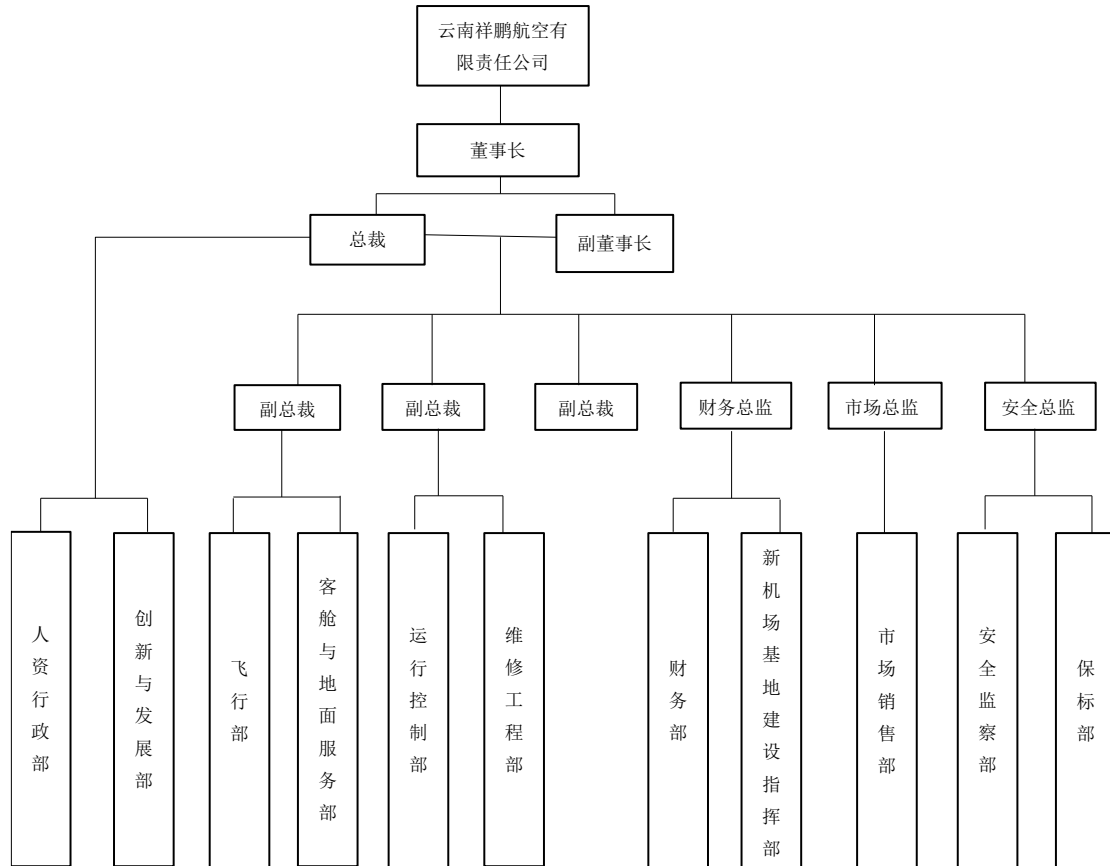
九、综合评价

公司作为海南航空下属航空运输业务的重要经营主体之一，近年来公司航空运输主业保持良好发展态势，公司运力规模和航线网络不断扩张带动收入规模逐年增长，飞机运营效率处于行业中较高水平；受公司转型为廉价航空策略以及低油价影响，公司盈利能力呈增长态势。同时，联合评级也关注到中国民航行业内、外部竞争激烈，公司债务负担较重、经营性净现金流波动大、公司整体盈利水平受航油价格、汇率波动影响大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

西南地区区域位置和多山地理环境使得航空运输仍将是该区域未来主要交通方式；同时，随着居民收入的增加，自由行带动下旅游行业的回暖为公司航空运输业的发展提供了良好的外部环境。未来，随着公司低成本航空转型效果进一步显现，积极拓展国内及国外市场，公司整体经营效率及盈利水平有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 云南祥鹏航空有限责任公司 组织架构图



附件 2 云南祥鹏航空有限责任公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	105.77	117.77	133.24
所有者权益 (亿元)	29.45	33.21	47.88
短期债务 (亿元)	20.31	14.62	29.72
长期债务 (亿元)	39.68	51.36	36.80
全部债务 (亿元)	59.99	65.97	66.52
营业收入 (亿元)	39.72	41.48	49.73
净利润 (亿元)	1.21	3.42	4.57
EBITDA (亿元)	5.43	9.61	10.57
经营性净现金流 (亿元)	9.60	-5.14	17.01
应收账款周转次数 (次)	14.26	16.11	61.58
存货周转次数 (次)	1,264.12	907.47	1,166.17
总资产周转次数 (次)	0.38	0.37	0.40
现金收入比率 (%)	103.77	101.14	112.70
总资本收益率 (%)	4.93	8.25	7.74
总资产报酬率 (%)	4.19	7.59	7.24
净资产收益率 (%)	4.18	10.92	11.28
营业利润率 (%)	14.03	23.68	21.69
费用收入比 (%)	14.22	20.08	14.64
资产负债率 (%)	72.16	71.80	64.06
全部债务资本化比率 (%)	67.07	66.51	57.16
长期债务资本化比率 (%)	57.40	60.73	43.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.85	2.21	2.86
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.15	0.17
流动比率 (倍)	0.82	1.28	1.12
速动比率 (倍)	0.82	1.28	1.12
现金短期债务比 (倍)	0.69	0.77	0.84
经营现金流负债比率 (%)	35.81	-22.25	44.34
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.99	1.71	1.89

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；

2、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；

3、公司长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款。

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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(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/营业总收入×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
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)
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	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加) /营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业总收入×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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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+长期应付款

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 云南祥鹏航空有限责任公司公开发行 2017 年公司债券 (面向合格投资者) 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,在每年云南祥鹏航空有限责任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。

云南祥鹏航空有限责任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。云南祥鹏航空有限责任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云南祥鹏航空有限责任公司的相关状况,如发现云南祥鹏航空有限责任公司或本次(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。

如云南祥鹏航空有限责任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,可公布信用等级暂时失效,直至云南祥鹏航空有限责任公司提供相关资料。

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云南祥鹏航空有限责任公司、监管部门等。

