

航空运输企业主体信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

航空运输企业主体信用评级方法

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）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、行李等的一种交通运输方式。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中国企业。

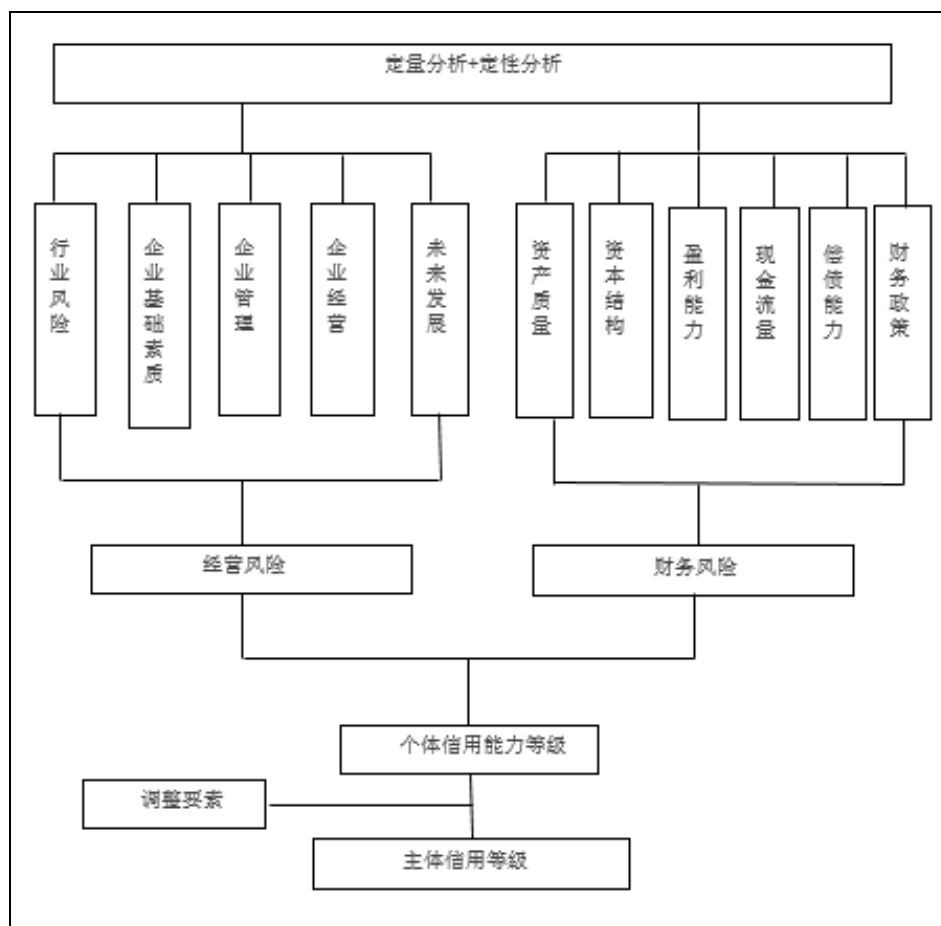
二、评级框架

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，经营风险因素主要包括行业分析、基础素质、管理分析、经营分析等；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、财务政策等。



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政策、行业供需、行业竞争、行业关注、发展前景五个方面考量。

行业政策

此部分主要考察航空运输业行业政策，包括市场准入、票价水平、航班时刻、机场建设费收取、燃油附加费收取等方面，此外，汇率、利率等国家宏观调控政策对航空运输企业发展也产生重大影响。

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，此外，民航局近年来针对航空票价水平、燃油附加费征收、民航建设基金、起降费收费标准、机场建设费等方面出台一系列政策，因此行业政策的调整将对企业未来业务发展产生影响。宏观政策方面，因航空运输业资金密集的特点，其对外部融资依赖较大，且存在较大规模的外币负债，因此汇率、利率等国家宏观调控政策的变化对行业资金、成本、利润等方面产生较大影响。

联合资信在考察行业政策这一评级要素时，主要关注：目前航空运输业主要政策及变化趋势，国家货币政策、外汇政策等对航空运输企业的影响。

行业供需

此部分主要考察航空运输行业主要供需状况、运力增长与需求增长的匹配程度、供需变化对行业票价水平和利润的影响等。

联合资信认为，航空运输业景气程度与宏观经济呈正相关关系，周期性强。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。此外，航空客运需求易受大型社会活动、节假日及寒暑假等季节性因素影响波动。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，航空业供给主要体现运力投入，主要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及航权的开放程度。运力增长与需求增长的匹配程度将影响航空运输业票价水平和利

润规模。若运力增速快于需求增速，则新增运力不能被市场所消化，行业运行效率及票价水平将下降，进而影响行业利润水平。因此，供需关系是进行航空运输企业评级时需重点关注的行业风险因素之一。

联合资信在考察行业供需这一评级要素时，主要关注：**GDP** 和固定资产投资增速、人均收入水平、旅游市场发展情况、行业运力投入及增速、各大航企机队引进及交付计划、行业供需匹配程度等。

行业竞争

此部分主要考察航空运输行业的进入/退出门槛高低、行业集中度、竞争激烈程度等。

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。

联合资信在考察行业竞争这一评级要素时，主要关注：行业准入机制，行业竞争格局，市场占有率分布及其变化，行业内并购整合等。

行业关注

此部分主要考察航油、汇率、高铁建设、突发事件等对航空运输业的影响。

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。航油价格上涨一般导致航企营业成本上升、利润率下降；航油价格的下降有利于航企盈利水平的提升。因此，航油价格波动是进行航空运输企业评级时需关注的行业风险要素之一。

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。在其他因素不变的情况下，人民币兑美元升值有利于减轻航企负债压力，人民币兑美元贬值所造成的汇兑损失将侵蚀航企利润。此外，对于运营国际航线的企业，人民币汇率变化对其收入规模亦将产生一定影响。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。一般情况，高铁的开通将分流短途航空客运量。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。

④突发事件

航空运输业易受自然灾害、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。

联合资信在考察行业关注要素时，主要考量：国际及国内航油价格水平及变化趋势，燃油政策变化，汇率波动情况，高铁等交通运输方式的分流，突发事件对航空需求的影响等。

发展前景

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。

联合资信在考察发展前景这一评级要素时，主要关注：航空运输业未来发展规划，需求增长预期及影响因素，行业基础设施完善水平等。

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、旅游市场发展情况、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。发达的区域经济、较高的居民收入水平、丰富的旅游资源等有利于提升客流，进而提升航线客座率及航企盈利水平。

联合资信在考察区域环境这一评级要素时，主要关注：航空基地的分布，主要基地的腹地经济水平、人均收入水平、旅游市场发展情况、客流量、地理及气候、政治环境等。

3、企业基础素质

企业规模及竞争力

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、所有者权益规模、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及维持份额的能力，主要考量因素如运输总周转量在行业中占比与排名，核心区域客货源吸引力、运输量及公司的市场占有率，航线网络及航班时刻的竞争力，优异的服务品质，常旅客计划等维持客源的能力。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。

人员素质

此部分主要考察航空运输企业领导和员工的素质，包括现任高级管理人员（副总以上）及员工整体素质情况。

联合资信认为，航空运输企业现任高级经营管理人员（副总以上）的学历、年龄、工作经历及行业经验，以及领导班子的团结合作及稳定性等是影响企业经营利润的关键因素。此外，员工的文化水平、技术职称、年龄结构、培训情况，以及员工的来源与稳定性等需符合航空运输企业所处行业特点，满足航空运输企业的生产经营需要。

企业性质、股东背景及外部支持

主要关注受评主体股权结构、股东实力及所获得支持情况。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。民营资本公司一般在经营效率、低成本控制等方面有优势。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。

联合资信在考察企业性质与规模这一评级要素时，主要关注：企业所有制结构，资产规模，所有者权益规模，收入规模，机队规模，运输总周转量，核心市场吸引力及对应的市场占有率，高管及员工素质，技术水平，公司所获股东、政府等给予的历史支持情况等。

4、管理分析

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。

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。

联合资信在考察管理水平这一评级要素时，主要关注：管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理效率等因素。

5、经营分析

主要从业务结构、运输能力及效率、航线网络布局、成本管控等方面分析。

业务结构

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机上销售、升舱、逾重行李、贵宾室、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。

联合资信在考察业务结构这一评级要素时，主要关注：近三年及一期收入和业务来源、规模、结构、稳定性及盈利能力等。

运输能力及运营效率

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与需求增长速度，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。此外，多样化的运输产品可减少有限类型服务使得航企面临旅客行为变化的风险。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。

联合资信在考察运输能力和运输效率这一评级要素时，主要关注：机队规模、机龄、机型、可用吨公里、可用座公里、服务产品多样化程度、飞机日利用小时、客座率、载运率等。

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，遍布多个地区的庞大而多样的航线网络，减少了诸如自然灾害、地缘政治、竞争对手经营策略变化等经营风险要素，因此航线网络覆盖范围及成熟度、航线设计、通航城市区域分布、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。另外，很多航空公司通过加入国际/内大型航空联盟（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积极作用。

联合资信在考察航线网络布局这一评级要素时，主要关注：航线网络运营模式、开通航线数量，国内及国际航线比，干线及支线航线比，通航城市数量、区域分布，航空基地数量、分布、等级，航班时刻分布，航空联盟情况等。

成本管控

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，目前会计准则下，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：目前会计准则下，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。2018 年 12 月，财政部修订发布了《企业会计准则第 21 号—租赁》，对租赁的定义和识别、承租人会计处理方面作了较大修改，取消承租人经营租赁和融资租赁的分类，要求对所有租赁（短期租赁和低价值资产租赁除外）确认使用权资产和租赁负债。针对不同类型企业，新准则将在 2019 年 1 月 1 日或 2021 年 1 月 1 日起（允许部分符合要求企业提前）实施。新准则执行后，原采用经营租赁获得的飞机等资产将计入航空运输企业资产负债表，承租人的资产负债表将随着现时经营租赁的租金承诺而相应大幅度膨胀。

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较低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，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长程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。

联合资信在考察成本管控这一评级要素时，主要关注：主要成本规模、构成及变化趋势；单位成本变化趋势等。

未来发展

主要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。但若公司存在投资激进、过度投资的情况，可能会对其信用等级产生影响。

联合资信在考察未来发展这一评级要素时，主要关注：企业未来发展规划及其可行性、合理性，过往规划的实现情况，未来重大投资支出的必要性、资金来源、议价能力及对企业经营、财务的影响等。

（二）财务风险评级要素

航空运输企业的财务分析以评价其会计、财务政策的风险取向，财务数据的真实性，资产构成及质量，资本构成及债务水平，盈利水平，现金流及偿债能力等为主要目的。一般来说，应从以下几方面分析：

1、财务信息质量

财务资料来源

此部分主要考察航空运输企业近 3 年及最近一期财务资料来源、审计机构的从业资质、审计结论，并对财务资料的真实性做出判断。

联合资信认为，对航空运输企业的财务分析以合并报表为主，并根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部及主要子公司报表进行辅助分析；对合并报表范围及其可比性进行分析。会计财务信息质量是企业会计政策执行的重要体现，需要依据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对航空运输企业的信用质量和稳定性进行评价；对于非标准的审计意见、会计数据的变动或异动对航空运输企业信用产生负面影响的，将对航空运输企业信用质量和稳定性给予合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

会计政策

此部分主要考察航空运输企业会计政策及其变化情况，包括合并报表、收入确认、租赁、折旧、库存估值、减值准备计提、摊销和表外负债等方面的处理方法，以及关联交易政策等。

联合资信认为，财务数据的可比性与会计政策的一致性进行航空运输企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同航空运输企业甚至同一航空运输企业不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响。航空运输企业会计政策是否符合相关规定及近 3 年会计政策变化趋势，以及对“新会计准则”前后的财务数据，应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响。在分析航空运输企业的会计政策时，应重点关注：不同航企折旧政策的差异及同一航企折旧政策变化趋势对航空运输企业利润的影响；存货等计价方式、跌价准备计提比例；公允价值处理方法；对汇率、航油等进行套期保值和风险对冲的金融衍生工具的会计处理方式等。此外，需特别说明的是，因航空运输企业大多采用经营租赁和融资租赁的方式引进飞机，需关注目前不同租赁方式的会计处理方式，关注租赁新会计准则的执行时间及对受评企业资产负债表等的影响。此外，为提升议价能力、节约成本，我国部分航空运输企业采取集团化集中采购方式引进飞机、航材，因此需关注其关联交易政策，分析定价原则、结算方式，评判关联交易风险。

联合资信在考察财务信息质量这一评级要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率；关联交易政策等。

2、资产质量

此部分主要考察航空运输企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近三年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、盈利性以及资产抵质押情况。

航空运输企业流动资产一般占资产总额比重较小，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货等。因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，但部分航企存在外币资金，需关注汇率波动对其影响；应收账款主要是应收票款，因机票预售制度，航空运输企业应收账款规模往往较小，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；存货主要为航材消耗件，需关注存货跌价准备、存货周转率。为对冲航油、汇率波动，部分航企购买燃油期货、外汇远期等套期保值工具，需关注金融衍生工具的占比、减值准备。

航空运输企业非流动资产在资产总额中占比大，主要包括固定资产、在建工程。其中固定资产主要为自购或融资租赁取得的飞机及发动机、高价周转件、房屋建筑物等，需关注固定资产折旧政策、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。在建工程主要为航空运输企业新建或改扩建基地项目、飞机预付款、发动机替换件等，需关注其投资规模、投入使用时间、投入后折旧成本对利润的影响等。

联合资信在考察资产质量这一评级要素时主要关注：资产的构成及稳定性；应收账款的比重、账期及回收风险；其他应收款占比、类别、账期和回收风险；存货规模、类别及跌价风险；金融衍生产品的减值准备计提政策及变化；固定资产的折旧政策及成新率；受限资产情况等。

3、资本结构

此部分主要考察航空运输企业资本结构，即资金来源结构，包括资本实力、债务结构（包括融资方式、债务期限等）的合理性、债务负担轻重程度及未来变化趋势等。

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、发动机等引进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。因部分飞机采购款、租赁款等以外币结算，航企普遍存在一定规模外币负债。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、未来债务到期分布、融资便利及融资成本等。此外，因经营租赁飞机合同的不可撤销性且公司实际享有经营租赁飞机的收益权，应将未来经营租赁款支出作为刚性支出考虑，评估其对公司债务和未来支出的影响。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。

联合资信在考察资本结构这一评级要素时主要关注：资金来源结构、资本实力与债务结构的合理性、资产负债率、全部债务资本化比率、债务结构、未来债务到期分布、融资便利及融资成本、外币负债规模、权益构成及稳定性、考虑经营租赁刚性支出后的实际债务情况等。

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、成本管控能力等，还要关注航空运输企业机队规模及结构扩张计划，对未来盈利趋势进行判断。

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。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、比重及对盈利能力的影响。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。

联合资信在考察盈利水平这一评级要素时主要关注：收入和利润规模和结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利指标。

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。

联合资信在考察现金流这一评级要素时主要关注：经营活动现金流入规模及净现金流规模，现金收入比，投资活动现金流入与流出，筹资活动前现金流量净额，筹资活动产生的现金流入与流出等。

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，分析近 3 年及一期各指标规模及其变化趋势。

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，并结合债务到期分布，考察 EBITDA、经营性现金流等应对债务集中兑付的能力，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、发行债券等，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。

4) 或有负债、重大诉讼等其他情况，主要关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。

5) 企业信用记录，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。

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。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：**流动比率、速动比率、现金类资产/短期债务、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等长期偿债能力指标；企业信用记录；综合授信情况以及或有负债情况。**

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将

债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

此部分主要分析母公司/公司本部报表的主要科目及变化趋势，分析母公司/公司本部主要财务数据及指标（资产总额、所有者权益、债务规模、债务指标、营业收入、利润总额、现金流等）与合并口径的差异，分析子公司对合并报表的重要性及子公司划出、处置对公司整体财务数据的影响。

（四）关键假设

联合资信主要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、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约率的大小主要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；

（2）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规模和可靠程度，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；

（3）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，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

(4) 经营风险方面，通常情况下，宏观经济向好、居民收入水平提高及消费升级、航油价格下降、人民币兑美元升值、行业集中度和竞争适中、行业政策变化趋势向好，企业面临的行业风险越低；企业规模越大、市场地位越高、技术装备越先进、人员储备越专业及丰富的企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业经营投资业务范围合理、机队运输能力及运输效率高、航线布局广且多元化、航班时刻资源优质、市场占有率较高、特色或垄断航线多、价格影响力较强、客票直销比重高、经营成本适度的企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力较好；

(5) 财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业现金类资产充裕，应收项目、固定资产、在建工程的质量较高，资产抵质押情况适度，其资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理，其资本结构较合理；主营业务毛利率、营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；在机票、航油及汇率价格变动以及其他不利条件变动下现金流量仍可持续且维持适当水平的企业，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

(6) 额外的外部支持、政策变化、未来发展重要事项、重要风险事项及其他因素也将引起企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资、分配利润及股利等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如政府拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等

方式），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、航线补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如公司股东背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时（如行业利好政策的颁布），将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因航空安全事故、政治及外交变化等导致企业经营受到重大影响、行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

航空运输企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变