

信用等级通知书

联合评字[2018]1739 号

中国南方航空股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一八年十一月十四日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

信用等级公告

联合[2018]1739 号

中国南方航空股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国南方航空股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国南方航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国南方航空股份有限公司拟公开发行的 2018 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

评级总监：

二零一八年十一月十四日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国南方航空股份有限公司

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20 亿元

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 11 月 14 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018.06
资产总额（亿元）	1,862.50	2,004.61	2,183.29	2,291.18
所有者权益（亿元）	495.73	547.08	621.65	645.09
长期债务（亿元）	652.92	722.85	803.02	756.55
全部债务（亿元）	1,035.10	1,094.25	1,177.13	1,244.61
营业收入（亿元）	1,114.67	1,147.92	1,274.89	675.55
净利润（亿元）	49.86	58.88	68.33	24.05
EBITDA（亿元）	205.41	229.01	248.58	--
经营性净现金流（亿元）	257.13	263.88	214.04	93.93
营业利润率（%）	17.77	15.84	12.22	10.85
净资产收益率（%）	10.63	11.29	11.69	--
资产负债率（%）	73.38	72.71	71.53	71.84
全部债务资本化比率（%）	67.62	66.67	65.44	65.86
流动比率（倍）	0.22	0.20	0.26	0.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.21	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.99	7.41	6.80	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	10.27	11.45	12.43	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将融资租赁款计入长期债务核算；4、2018 年半年度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”或“南航股份”）的评级反映了其作为国内三大航空运输集团之一中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）航空业务的运营主体，在资产规模、航线资源、综合管理、运营控制能力及融资能力等方面具备显著优势。近几年，公司所处的航空运输业运行情况良好，其机队规模、航线网络、年旅客运输量等多项指标处于国内同行业领先水平。2017 年 8 月，公司完成了向美国航空公司非公开发行 H 股普通股票，2018 年 9 月，公司完成了向南龙控股有限公司非公开发行 H 股普通股票及向南航集团等机构非公开发行 A 股普通股票，公司资本实力进一步增强。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等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续坚持“市场引领”的战略导向，打造广州-北京“双枢纽”的战略布局，并加强战略协同，推进核心业务一体化。随着公司非公开发行 A 股和 H 股的完成，公司资本实力进一步增强，机队规模将继续扩充，主营业务核心竞争力有望进一步提升。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. 近几年，公司作为南航集团航空业务的运营主体，其机队规模、航线网络、年旅客运输量等多项指标处于国内同行业领先水平，在国内航运市场上具有明显竞争优势。

3. 2017 年 8 月，公司完成了向美国航空公司非公开发行 H 股普通股票，2018 年 9 月，公司完成了向南龙控股有限公司非公开发行 H 股普通股票及向南航集团等机构非公开发行 A 股普通股票，资本实力进一步增强，并且有助于公司经营能力和国际化水平的提升。

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. 公司部分融资性租赁负债、银行及其他贷款及经营租赁以外币为单位，汇率波动对公司业绩产生一定影响。

3. 航油成本在公司运营成本中占比仍较大，近期国际油价呈增长态势，对公司业绩产生一定影响。公司债务规模较大，存在一定的偿债压力。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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：



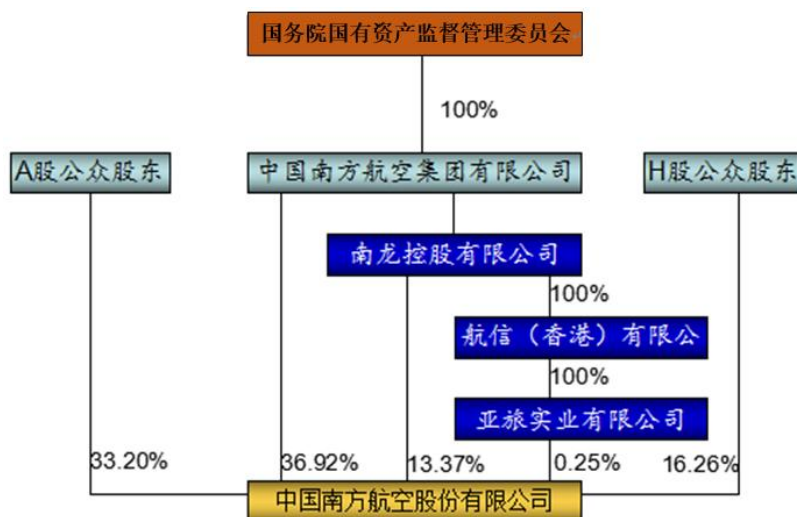
联合信用评级有限公司



一、主体概况

中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”或“南航股份”）是经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生[1994]139号文批准，由中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）独家发起成立的股份有限公司。公司于1997年7月在香港和纽约同步上市，2003年7月，公司于上海证券交易所上市（股票代码：600029.SH）。经过历次股本变更，截至2018年9月末，公司股本和实收资本均为122.67亿元，其中南航集团直接持有南航股份36.92%股权，并通过其下属子公司南龙控股有限公司持有南航股份13.37%股权¹，通过孙公司亚旅实业有限公司持有南航股份0.25%股权，南航集团合计持有南航股份50.54%股权，为南航股份的控股股东。南航集团由国务院国有资产监督管理委员会100%持股，国务院国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人，截至2018年9月末，公司与控股股东之间的股权及控制关系如下图所示。

图1 截至2018年9月末公司与控股股东之间的股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：（1）提供国内、地区和国际定期及不定期航空客、货、邮、行李运输服务；（2）提供通用航空服务；（3）提供航空器维修服务；（4）经营国内外航空公司的代理业务；（5）提供航空配餐服务（仅限分支机构经营）；（6）进行其他航空业务及相关业务，包括为该等业务进行广告宣传；（7）进行其他航空业务及相关业务（限保险兼业代理业务：人身意外伤害险）；航空地面延伸业务；民用航空器机型培训（限分支机构凭许可证经营）；资产租赁；工程管理与技术咨询；航材销售；旅游代理服务；商品零售批发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至2017年末，公司本部下设办公厅、董秘局、战略规划投资部、组织人事部（党组办公室）、财务部、审计部等19个职能部门（见附件1）。截至2018年6月末，公司合并范围内的子公司34家，合并范围在职员工96,315人。

截至2017年末，公司合并资产总额2,183.29亿元，负债合计1,561.64亿元，所有者权益合计621.65亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计495.94亿元。2017年，公司实现营业收入1,274.89亿元，净利润68.33亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为59.14亿元；经营活动产生的现金流

¹ 包括通过香港中央结算（代理人）有限公司持有的H股，其中南龙控股直接持有1,640,137,925股H股。

量净额 214.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.79 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司合并资产总额 2,291.18 亿元，负债合计 1,646.09 亿元，所有者权益 645.09 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 515.08 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 675.55 亿元，净利润 24.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 21.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 93.93 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.41 亿元。

公司注册地址：广东省广州市黄埔区玉岩路 12 号冠昊科技园区一期办公楼三楼 301 室；法定代表人：王昌顺。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国南方航空股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），面向合格投资者公开发行，发行总额为不超过 20 亿元。本期债券期限为 3 年，票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

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. 航空运输业市场概况

航空运输业作为交通运输基础产业，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。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。2017 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 13.5%和 9.80%，约为 GDP 增速（6.90%）的 1.96 倍和 1.42 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（以下简称“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2017年末的3,296架，2017年全年共增加飞机346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

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%。2016年，中国经济保持平稳增长，全行业完成运输周转量962.51亿吨公里，较上年增长13.0%。国际客运需求增长带动客运周转量继续保持高速增长，航空客运市场完成旅客周转量8,378.13亿人公里，较上年增长15.0%；但在航空货运市场运力过剩的背景下，航空货运市场竞争日趋激烈，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。

2017年，全行业完成运输周转量1,083.08亿吨公里，较上年增长12.60%。国际客运需求增长带动客运周转量继续保持高速增长，航空客运市场完成旅客周转量9,513.04亿人公里，较上年增长13.5%；但在航空货运市场运力过剩的背景下，航空货运市场竞争日趋激烈，完成货邮周转量243.55亿吨公里，较上年增长9.8%。截至2017年末，我国全行业共有运输航空公司58家，较上年减少1家；通用航空企业365家，新成立45家。

（3）营运效率

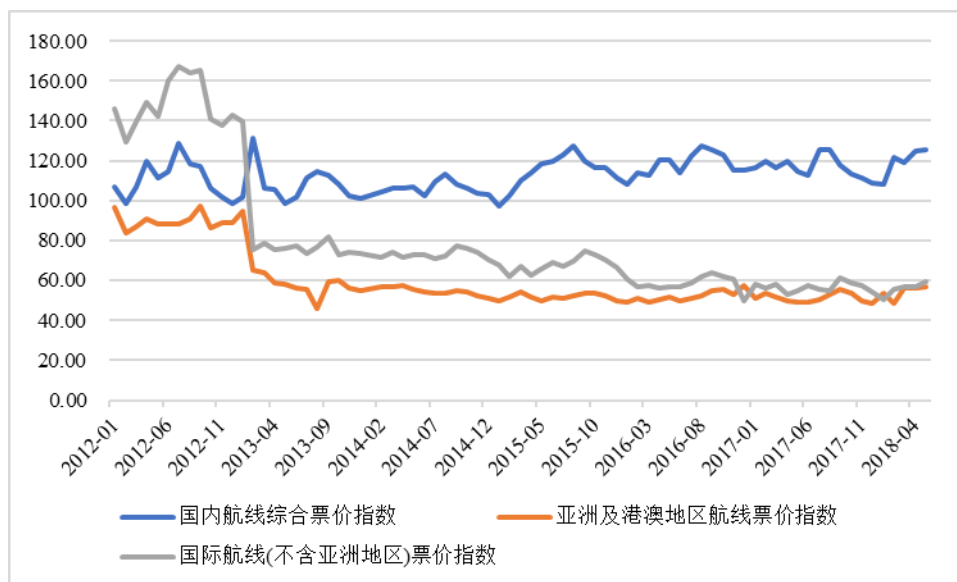
从营运效率看，2017年，中国民航正班客座率为83.2%，同比提高0.6个百分点；正班载运率为73.5%，同比提高0.8个百分点；主要系2017年行业总体供需结构改善，特别是出境旅游需求的持续增长，客座率较2016年有所提高所致。

从飞机利用率看，2017年我国全行业在册飞机平均日利用率9.49小时，较上年增加0.08小时；其中，大中型飞机平均日利用率为9.63小时，同比增加0.06小时，小型飞机平均日利用率为7.04小时，同比增加0.4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，国内航线客座率增长明显，票价呈波动上升趋势；国际航线由于运力投放速度过快，票价下行压力较大，港澳台航线票价处于波动态势。2017年，国内航线客座率同比提高1.00

个百分点，票价较上年稳中微涨；国际航线客座率同比下降 0.50 个百分点，票价趋于稳定，同比持平；港澳台航线票价呈波动下降态势。

图 2 2012~2018 年 5 月民航票价指数情况



资料来源：Wind

总体看，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，行业整体经营效率较高。

2. 竞争格局

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。代表企业为中国航空集团有限公司（以下简称“国航集团”，下辖中国国际航空股份有限公司（国航股份，601111.SH）、南航集团（下辖南航股份，600029.SH）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，60015.SH）），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 2017 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 420 条，航线覆盖全球六大洲，其中国内航线 303 条，国际航线 101 条，地区航线 16 条；通航国家（地区）40 个；通航城市 185 个，其中国内 116 个，国际 66 个，地区 3 个。南航集团以南航股份为主体，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 69.54%；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 2017 年末其航线已延伸至全球范围内的 177 个国家、地区的 1,074 个目的地城市。总体看，三大航在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。

总体看，民航业存在着诸多进入壁垒，目前形成以国航、南航和东航三家为主的竞争格局。

3. 行业政策

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。

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。

2016 年 11 月，国家民航总局发布了一则《关于加强新设航空公司市场准入管理的通知》（以下简称“通知”），通知明确指出要提高市场准入条件。

2017 年 3 月，上海机场、深圳机场发布公告，收到民航局下发的《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航发[2017]18 号），新收费标准自 4 月 1 日开始实行。起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过 10%，具体由机场管理机构与航空公司协商确定，并通过航空价格信息系统备案。

2017 年 3 月，根据国家发展改革委、民航局联合印发的《全国民用运输机场布局规划》，到 2020 年，运输机场数量将达 260 个左右，北京新机场、成都新机场等一批重大项目将建成投产，枢纽机场设施能力进一步提升，一批支线机场投入使用。2025 年，建成覆盖广泛、分布合理、功能完善、集约环保的现代化机场体系，形成 3 大世界级机场群、10 个国际枢纽、29 个区域枢纽。届时航空运输服务覆盖面进一步扩大。

2017 年 9 月，国家民航总局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，提出从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整，旨在进一步提升民航航班正点率。

2018 年 4 月，中华人民共和国商务部发布《关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》，将对空载重量超过 15,000 公斤，但不超过 45,000 公斤的飞机及其他航空器采取加征关税措施，税率为 25%，最终措施及生效时间将另行公告。

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。

4. 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。

图3 2014~2018年9月布伦特原油期货结算价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

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。2017年，受OPEC减产、需求回升及库存下滑等影响，原油供给过剩缓和，国际油价温和上涨。布伦特原油价格由56.82美元/桶升至66.87美元/桶，全年涨幅达18%。2018年上半年，国际油价继续保持波动上涨态势，布伦特原油价格由年初的66.87美元/桶，升至6月末的79.44美元/桶。在全球需求逐步回升，利比亚、委内瑞拉等国家减产背景下，预计2018年下半年和2019年，国际油价有望维持强势。

2018年6月，国内航线的燃油附加费再次恢复征收，上一次取消国内航线的燃油附加费还是2015年2月，旅客只需支付机票费用与50元民航发展基金即可出行。国航股份、东方航空、南方航空、春秋航空等航空公司率先发布通知，6月5日（出票日期/旅行日期）起，国内航线燃油附加费征收标准进行调整：自2018年6月5日（出票日期）起，调整国内航线燃油附加费征收标准，销售国内航段（包括国际航线国内段），800公里（含）以下航段每位旅客征收10元，800公里以上航段每位旅客征收10元。此次燃油附加费恢复征收是基于油价高企后对成本的一种补偿性措施，有利于缓和航油价格上涨给航空公司带来的成本上升压力。

(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。航空企业将继续面临汇率波动风险。2018 年以来，人民币兑美元持续贬值，截至 2018 年 9 月 7 日，已累计下跌 4.81%。展望未来，人民币短期仍有较大贬值压力，但在当前中国货币政策转向结构性宽松，去杠杆暂缓，国内经济形势平稳，贸易战情绪性影响边际减弱的情况下，人民币下跌空间有限。

图 4 2007~2018 年 9 月美元兑人民币（中间价）走势



资料来源：Wind

（3）高速铁路网建设的替代影响

按照铁道部 2016 年 7 月发布的《中长期铁路网规划》，在原规划“四纵四横”主骨架基础上，增加客流支撑、标准适宜、发展需要的高速铁路，同时充分利用既有铁路，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。

从欧洲高铁与航空竞争的结果来看，3 小时以内 800 公里以下短途市场，铁路占绝对优势；而 800 公里以上的长途市场仍主要由航空公司控制；而铁路和航空也通过空铁联运的模式从竞争走向了合作。联合评级认为，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，短期内高铁由于仍在建设期中，对航空运输的冲击尚不具规模。但随着高铁“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

2012 年 12 月 4 日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定。随后中纪委为了贯彻落实中央关于改进工作作风、密切联系群众“八项规定”，要求各地各部门和领导干部严格遵守“六个严禁”。2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》，并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控。

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。

5. 未来发展

航空业的需求增速与总体经济增速高度相关。2001 年至今，中国国内生产总值保持了平均 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。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. 规模及竞争力

公司是全国三大航空公司之一，且控股厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）、汕头航空有限公司、珠海航空有限公司、贵州航空有限公司、重庆航空有限责任公司和中国南方航空河南航空有限公司。截至 2017 年末，公司是国内运输飞机最多、航线网络最密集、年客运量最大的航空公司，以广州为核心枢纽，北京为重要枢纽，形成了密集覆盖国内，辐射亚洲，有效连接欧美澳非的航线网络布局。

机队规模方面，截至 2018 年 6 月末，公司拥有各类先进运输飞机 786 架，公司机队规模位列世界第四，亚洲第一。

航运网络方面，截至 2017 年末，公司平均每天有 2,000 多个航班飞至全球 40 多个国家和地区，200 多个目的地，到达全球各主要城市，投入市场的座位数逾 30 万个。公司通过与天合联盟成员密

切合作，航线通达全球 1,062 个目的地，连接 177 个国家和地区。2017 年，公司旅客运输量 1.26 亿人次，连续 39 年位居国内各航空公司之首，稳居亚洲第一位，世界第四位。

飞行安全方面，截至 2018 年 6 月末，公司连续保障了 224 个月的飞行安全和 289 个月的空防安全。公司获得中国民用航空局首次颁发的“飞行安全钻石二星奖”，继续保持着中国最好的航空公司安全记录。

企业荣誉方面，公司被 SKYTRAX 评选为“全球最杰出进步航空公司”，并获得 Brand Finance 2018 年全球航空公司品牌价值榜排名第 6。

总体看，公司作为全国三大航空公司之一，运输飞机数量、航运网络发达程度、年客运量等多方面在国内处于行业领先水平，在国内市场具有明显的竞争优势。

2. 技术水平

截至 2017 年末，公司拥有约 8,957 名优秀飞行员、超万名乘务员，是目前国内少数拥有独立培养飞行员能力的航空公司，公司与全球知名飞行模拟器制造商加拿大 CAE 公司合资建立的飞行训练中心是亚洲规模最大的飞行训练中心。

飞机维修方面，公司的子公司广州飞机维修工程有限公司建有亚洲最大的飞机维修机库。同时，公司建立了以广州基地为主，沈阳、乌鲁木齐、郑州、厦门为辅的五大飞机维修基地，形成了 B737-B7E7、A320/A321、MD82/MD90、EMB14、ATR72 等飞机大修及各级检维修能力。

在发动机修理方面，合资公司珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司（以下简称“珠海摩天宇”，系与德国 MTU Aero Engines AG 公司合资建成）是亚洲领先的民用航空发动机维修企业，已具备从单元体拆装、零部件拆分到部件修理等一系列完整的发动机大修能力。珠海摩天宇年维修能力达 300 台，拥有对 80% 以上发动机零部件的深度维修能力，系国内投资规模最大、维修等级最高的民用航空发动机维修基地之一。

运行保障体系方面，公司获得国家科技进步二等奖的飞行运行控制系统，以及同获国家科技进步二等奖的发动机性能监控系统等国内航空业最为先进的 IT 系统。1995、2001、2003、2004、2007 年度，公司五度夺得中国民航年度安全最高奖“金鹏杯”。航空配套服务方面，公司是首家推出计算机订座、电子客票等业务的航空公司，并引进开发了收益管理系统、运行控制系统、财务管理系统、人力资源系统、货运系统、办公自动化系统等广泛覆盖各流程的信息系统，信息化优势明显。公司在北京首都机场、西安咸阳机场、乌鲁木齐地窝堡机场设有专用航站楼，并建有国内第一、全球第三的超级货站，以及国内最大的航空配餐中心等设施。

总体看，公司飞行员培养能力突出，维修保障能力强，控制系统先进，严格控制飞行风险，配套服务系统先进完备，拥有很强的技术实力。

3. 人员素质

截至 2017 年末，公司现任董事、监事和高级管理人员共 23 人。

公司董事长、执行董事王昌顺先生，1957 年生，博士研究生学历。曾任新疆航空公司副总经理（民航乌鲁木齐管理局副局长）、党委书记；公司总经理、副董事长、党委副书记；南航集团副总经理、党组成员、兼公司总经理、副董事长、党委副书记；中国民用航空总局副局长、党委委员；中国民用航空局副局长、党组成员；国航集团总经理、党组副书记、兼任中国国际航空股份有限公司董事长；交通运输部副部长、党组成员兼直属机关党委书记；南航集团总经理、党组副书记；2016 年 5 月，任公司第 7 届董事会董事长；自 2017 年 12 月 20 日，任公司第 8 届董事会董事长。

公司副董事长、执行董事、总经理谭万庚先生，1964年生，硕士研究生学历。曾任北京飞机维修工程有限公司基建处处长、人事行政部主任；中国民用航空总局人事劳动司（人事教育司）副司长，中国民用航空总局东北管理局局长、党委书记；南航集团党组成员、公司总经理、党委副书记、董事；南航集团党组书记，公司总经理、党委副书记、副董事长；2016年12月至今任南航集团总经理、董事、党组副书记，公司总经理、党委副书记、副董事长。

截至2018年6月末，公司在职工96,315人，从教育程度来看，中专及以下占21.41%，大专学历占30.97%，本科学历占43.83%，研究生学历占3.79%；从专业构成来看飞行员占9.63%，乘务员（含兼职安全员）占20.88%，空警安全员占2.56%，机务系统占16.70%，航务系统占2.60%，客运系统占9.39%，货运系统占6.51%，地服系统占10.79%，信息系统占1.55%，财务系统占2.58%，其他人员占16.81%。

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。

4. 外部支持

公司长期获得国家及地方政府的财政补贴，其中国家层面的补贴包括支线航空补贴、特殊国际航线补贴、节能减排补贴、安全能力建设补贴、特殊创新等专项补贴；地方政府补贴包括航空事业补贴、客货运航线新开、加密及运营补贴等。2015~2016年，公司分别获得政府补助23.65亿元和28.84亿元，主要为公司收到的各地政府给予的若干航线补贴及其他航空业发展补贴收入。2017年公司收到与收益相关的政府补助31.58亿元。自2008年以来，财政部对公司的母公司南航集团予以多次财政拨款，作为国家资本金投入。

总体看，公司在航线建设、环境保护、行业创新等多方面受到了各级政府及部门的支持。

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》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》和各上市地的相关法律法规及上市规则的要求，制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》等各项制度，不断改善公司治理水平。

公司设股东大会，股东大会为公司最高权力机构，依法行使相应职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由7至11名董事组成，现有7名，董事会设董事长一名，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设监事会，监事会由3至5名监事组成，现有3名，监事会设主席一人，监事会成员由股东代表和公司职工代表组成，其中职工代表为2名。股东代表的监事由股东大会从上任监事会或代表发行股份百分之五以上（含百分之五）的股东提名的候选人中选举。

公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期三年，与董事会任期相同，总经理连聘可以连任。公司设副总经理若干名，协助总经理工作。公司董事会可以决定由公司董事兼任总经理。

总体看，公司作为央企及上市公司，拥有完善的法人治理结构，运行合理规范。

2. 管理体制

公司作为央企，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、战略规划投资部、人力资源部、飞行管理部、国际合作部、审计部、财务部及宣传部等众多职能部门构成，企业分工细致，各部门职能明确。同时，公司还建立了涵盖财务管理、风险控制、投资者关系管理、重大事项决策等较为完整的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《中国南方航空股份有限公司财务全面预算管理制度》、《中国南方航空股份有限公司资金管理规定（暂行）》、《中国南方航空股份有限公司基本建设财务管理规定》、《中国南方航空股份有限公司飞机接受财务工作管理办法》等财务管理制度。其中《中国南方航空股份有限公司财务全面预算管理制度》明确全面预算管理内容、组织体系及其职责分工等。

《中国南方航空股份有限公司资金管理规定（暂行）》通过货币资金管理、银行账户管理、资金集中管理及债务融资管理等方面规范了公司资金管理行为。

风险控制方面，公司制定了《中国南方航空股份有限公司对外担保制度》、《中国南方航空股份有限公司关联交易制度》、《中国南方航空股份有限公司对外投资管理规定》等风险控制管理制度。其中《中国南方航空股份有限公司对外担保制度》对对外担保的对象和条件、对外担保的申请和审批、对外担保的管理及持续风险控制以及对外担保的信息披露进行详细的规定，确保公司资产安全，维护投资者利益。《中国南方航空股份有限公司对外投资管理规定》包含职能部门分工、决策阶段管理、筹建阶段管理以及终止阶段的管理，加强和完善公司对投资企业的管理，保障投资收益，维护公司的合法权益。

重大事项决策管理方面，公司制定了《中国南方航空股份有限公司股东大会议事规则》、《中国南方航空股份有限公司董事会议事规则》、《中国南方航空股份有限公司监事会议事规则》、《中国南方航空股份有限公司总经理办公会工作规则》。公司严格按照《公司章程》以及相关规则规定履行内部决策程序，发挥董事会的决策中心的作用，履行职责，确保股东大会正常召开和依法行使职权。

投资者关系管理及信息披露方面，公司制定了《中国南方航空股份有限公司债券信息披露事务管理制度》、《中国南方航空股份有限公司投资者关系管理制度》。公司信息披露事务由董事会统一领导，公司董事长是公司信息披露事务的第一责任人，公司董事会秘书办公室为公司信息披露事务的管理部门，负责组织与协调信息披露工作的具体事宜。公司各子公司的法定代表人是该公司的信息报告第一责任人，各子公司应当指定专人作为指定联络人，负责信息的手机、核实及报送。

总体看，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

2015~2017 年，公司营业收入分别为 1,114.67 亿元、1,147.92 亿元和 1,274.89 亿元，年均复合增长 6.95%。其中，公司主营业务为航空运输业务，其他业务包括酒店及旅游业务、航空配餐业务。2015~2017 年，公司主营业务收入呈稳定增长态势，年均复合增长 6.94%。2017 年，公司主营业务收入 1,251.21 亿元，较上年增长 11.05%，主要受益于公司运力投放的增加和客运量的上升。分板块看，2017 年，公司客运收入同比增长 10.04%至 1,127.91 亿元，增幅创近 5 年新高；同时，公司抓住货运转旺机遇，着力提升货机载运率、发挥网络枢纽效应、强化大客户合作，货邮运收入同比增长 26.30%至 90.82 亿元，为历史最好水平，收入占比提升至 7.26%。

主营业务成本方面，2015~2017 年，公司主营业务成本年均复合增长 10.66%，构成主要为航油成本、职工薪酬费用、起降费及折旧费，2017 年上述四项成本占主营业务成本比重超过 70%。近三年，随着运力提升带动运量规模不断增长，公司人力成本及起降费用年均复合增长率分别为 13.45% 和 13.82%。2015 年以来，公司航油成本受油价变化影响呈波动上升态势；2017 年，随着国际原油价格上涨及飞行小时增加，公司航油成本同比增长 34.02%，在主营业务成本中占比提升至 28.90%。随着机队规模的扩大，公司折旧成本及经营租赁费用均呈上升趋势，2017 年占比分别为 11.40%、7.27%。受以上因素影响，2015~2017 年，公司主营业务毛利率呈下降趋势，分别为 17.63%、15.65% 和 11.80%。

表 1 2015~2017 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
客运	1,002.38	91.63	--	1,025.02	90.97	--	1,127.91	90.15	--
货运及邮运	68.61	6.27		71.91	6.38		90.82	7.26	
其他	23.01	2.10		29.79	2.64		32.48	2.60	
合计	1,094.00	100.00	17.63	1,126.72	100.00	15.65	1,251.21	100.00	11.80

资料来源：公司年报

表 2 2015~2017 年公司主营业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航油成本	262.74	29.16	237.99	25.04	318.95	28.90
职工薪酬费用	138.91	15.42	157.83	16.61	178.78	16.20
起降费用	115.10	12.77	131.09	13.79	149.10	13.51
折旧费用	113.61	12.61	119.94	12.62	125.75	11.40
经营租赁费	61.51	6.83	73.25	7.71	80.22	7.27
飞机、发动机维修费	73.26	8.13	78.76	8.29	77.92	7.06
餐食及机供品费用	26.80	2.97	29.65	3.12	33.79	3.06
其他	109.18	12.12	121.85	12.82	139.03	12.60
主营业务成本合计	901.11	100.00	950.36	100.00	1,103.54	100.00

资料来源：公司年报

注：1、合计数不等于分项之和系四舍五入所致；2、其他成本包括航材采购费用、培训费用、民航发展基金等。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 675.55 亿元，较上年同期增长 11.98%，主要系客运收入的增加；营业成本 601.14 亿元，较上年同期增长 13.46%，其中受国际原油价格上涨以及飞行小时同比增加影响，公司航油成本较上年同期大幅增长 25.83%。2018 年 1~6 月，公司实现营业利润 28.47 亿元，较上年同期减少 24.38%，主要系人民币兑美元贬值产生的汇兑损失带来的财务费用大幅增长及航油成本增加所致；归属于母公司所有者的净利润为 21.37 亿元，较上年同期减少 22.80%。

总体看，公司经营规模大，业务稳健发展，各业务板块收入均有所增长，但受国际原油价格上涨影响，毛利率有所下降。

2. 业务运营

（1）航线布局

自 2005 年提出由点对点线性运行向网络型航空公司转型以来，经过多年的发展，公司目前已形

成“以国内市场为主、国际市场占有一定比例、国际国内互相支持和整体联动”的“枢纽+点对点”的航线运营模式。

航线网络覆盖方面，公司目前着力打造广州-北京“双枢纽”，形成了密集覆盖国内，全面辐射亚洲，有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。截至 2017 年末，公司每天有 2,000 多个航班飞至全球 40 多个国家和地区、200 多个目的地，提供座位数超过 30 万个。通过与天合联盟成员密切合作，公司航线网络延伸到全球 1,062 个目的地，连接 177 个国家和地区。公司全力打造“广州之路”（Canton Route）国际航空枢纽，广州国际通航点增至 52 个。目前，公司在“一带一路”沿线 38 个国家和地区的 68 个城市开通了 172 条航线，每周投入 2,200 多个航班，年承运旅客 1,500 多万人次，航线数量、航班频率、市场份额均在国内外航空公司中处于领先水平，已成为中国与沿线国家和地区航空互联互通的主力军。

2018 年 1~6 月，公司持续拓展国际航线网络的广度和深度，新开武汉-伦敦、北京-哥打基纳巴卢、武汉-大阪、沈阳-曼谷、杭州-卡利博，加密广州-阿德莱德、广州-普吉、广州-槟城等国际航线。

（2）机队规模

从运力方面来看，公司经营各类型运输机，机队规模居亚洲第一、世界第四。

近年来，应对市场需求，公司机队规模持续扩张，引进方式以经营租赁和自购为主。截至 2017 年末公司所拥有的 754 架飞机（客机 740 架，货机 14 架）中，自购 277 架（占 36.74%）、经营租赁 264 架（占 35.01%）、融资租赁 213 架（占 28.25%）。

表 3 2015~2017 年末公司机队规模（单位：架）

获取方式	2015 年	2016 年	2017 年
客机：			
经营租赁	226	244	264
融资租赁	191	199	208
自购	236	245	268
小计	653	688	740
货机：			
经营租赁	0	0	0
融资租赁	7	5	5
自购	7	9	9
小计	14	14	14
合计	667	702	754

资料来源：公司年报

注：自购飞机数量中，有一部分飞机来自融资租赁到期转自购。

从机队结构看，公司机队以客机为主，截至 2017 年末占比为 98.14%；客机主要为空客和波音系列客机，少量支线使用安博威系列飞机，截至 2017 年底，上述三个系列客机占比分别为 43.38%、53.11%和 3.51%。货机主要包括 B747-400F 和 B777-200F 两种型号。

表 4 截至 2017 年底公司机队构成（单位：架、年）

飞机制造商	飞机型号	飞机数量	平均机龄
空中客车	A380	5	5.7
	A330-300	29	5.8
	A330-200	16	
	A321	98	5.8

	A320	142	
	A319	31	
波音	B787-8	16	3.1
	B787-9	4	
	B777-300ER	10	5.5
	B777-200	2	
	B777-200F	12	
	B757-200	6	16.3
	B737-800	317	6.0
	B737-700	38	
	B747-400F	2	15.4
	其他	26	5.5
合计		754	--

资料来源：公司年报

2018~2020 年，公司计划将分别有 115 架、105 架和 89 架飞机予以交付²，公司或将面临一定资本支出压力。2018 年 1~6 月，公司获得交付飞机 42 架，退出 10 架，截至 2018 年 6 月末，公司拥有飞机 786 架。

（3）运营情况

从运力投放看，2015~2017 年，公司可用吨公里持续增长，年复合增长率 9.10%，运力投入持续提升，为业务量增长提供有力支撑。截至 2017 年末，公司可用吨公里为 383.32 亿吨公里，同比增长 9.58%，增速高于同期中国国航（5.61%）和东方航空（9.16%）水平；其中，国际线运力投入增速达 14.32%，随着公司对国际航线的进一步开拓，国际载运能力快速提升。

表 5 2015~2017 年公司可用吨公里（ATK）（单位：亿吨公里、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比
国内	200.55	207.41	221.68	6.88
港澳台	5.63	4.91	4.47	-8.96
国际	115.87	137.48	157.17	14.32
合计	322.05	349.80	383.32	9.58

资料来源：公司年报

从运输总量看，2015~2017 年，随着运输能力提升，公司收费吨公里年均复合增长 10.47%，高于同期运力供给增速；2017 年，公司实现收费吨公里 273.21 亿吨公里，同比增长 12.03%。近三年，受航空运输行业需求增长影响，公司平均载运率逐年提升；2017 年为 71.27%，同比提高 1.55 个百分点。2017 年，公司飞机利用率为每日 9.79 小时，较上年增加 0.26 小时。

表 6 2015~2017 年公司载运量及运载率情况（单位：亿吨公里、%）

项目	地区	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比
收费吨公里	国内	139.16	145.51	158.34	8.82
	港澳台	3.32	2.92	2.83	-3.08
	国际	81.40	95.42	112.04	17.41
	合计	223.88	243.87	273.21	12.03

² 公司机队未来引进退出计划，以实际营运为准。

总体载运率 (RTK/ATK)	国内	69.40	70.16	71.43	1.27
	港澳台	58.90	59.54	63.23	3.69
	国际	70.30	69.41	71.29	1.88
	平均	69.50	69.72	71.27	1.55

资料来源：公司年报

从客运业务来看，2015~2017 年，公司客运收入持续增长，年均复合增长 6.08%，国内航线业务保持传统优势。近三年，公司载客人次年复合增长 7.44%；2017 年载客人次为 1.26 亿人，同比增长 10.19%。受益于出境游市场需求旺盛以及公司持续拓展国际航线网络，强化国际营销，2017 年公司国际航线载客人次仍维持较高增速，同比增长 11.13%，高于行业平均增速。同期，国内航线载客人次同比增速快速提升，一方面受居民商务旅游出行需求上升，另一方面由于公司完善广州等枢纽网络的布局、提升运营效率所致。客座率方面，在需求回暖及出境游增长带动下，公司客座率小幅回升，近三年分别为 80.50%、80.51%和 82.20%；2017 年，国内航线、国际航线及港澳台航线同比均有所提升，客座率水平分别为 82.54%、81.67%和 76.35%。

表 7 2015~2017 年公司客运情况

项目	地区	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比
载客人数 (千人、%)	国内	95,121.91	98,463.43	108,616.65	10.31
	港澳台	2,571.15	2,340.68	2,329.80	-0.46
	国际	11,728.96	13,814.52	15,352.29	11.13
	合计	109,422.02	114,618.63	126,298.75	10.19
收费客公里 (亿客公里、%)	国内	1,387.69	1,449.80	1,604.28	10.66
	港澳台	35.27	30.84	29.35	-4.83
	国际	472.92	580.42	673.35	16.01
	合计	1,895.88	2,061.06	2,306.97	11.93
客座率 (%、个百分点)	国内	80.60	80.70	82.54	1.84
	港澳台	74.10	73.54	76.35	2.81
	国际	80.50	80.45	81.67	1.22
	平均	80.50	80.51	82.20	1.69

资料来源：公司年报

从货邮运业务来看，近三年公司货邮运输收入分别为 68.61 亿元、71.91 亿元和 90.82 亿元。随着电子商务的快速发展带动国内物流需求持续提高及国际货运市场的回暖，公司货邮运输量保持增长态势。2017 年收入大幅增长主要系航空货运需求增长强劲，公司抓住货运转旺机遇，着力提升货机载运率，发挥网络枢纽效应，强化大客户合作，带动港澳台及国际航线货邮运输量分别同比提升 11.56%和 18.23%，货机实现盈利 6.51 亿元，创下历史最好成绩。

表 8 2015~2017 年公司运输货邮量情况 (单位：千吨、%)

地区	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比
国内	1,014.90	1,083.68	1,048.18	-3.28
港澳台	16.40	19.73	22.01	11.56
国际	401.95	509.14	601.97	18.23
合计	1,433.25	1,612.55	1,672.16	3.70

资料来源：公司年报

2018 年 1~6 月，公司及控股子公司运输旅客 673.51 万人次，同比增长 11.16%；运输货邮 83.01

万吨，同比增长 2.45%；实现平均客座率 82.44%，综合载运率 70.68%。

总体看，作为三大全国性国有航空公司之一，公司综合管理和运营能力在行业中处于领先水平，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明显的竞争优势。近年来，公司运力持续提升带动运量逐年增长；在国际航线网络的拓展、运力投放增加以及出境游市场需求旺盛背景下，公司国际客运市场保持较快增长，但港澳台市场由于客运市场需求下降，相关指标有所下滑。

3. 采购情况

(1) 航油采购

国际原油价格自 2016 年初起呈现回升走势，2017 年继续上涨，受此影响，公司航油成本大幅上涨。2015~2017 年，公司航油采购成本分别 262.74 亿元、237.99 亿元和 318.95 亿元，分别占主营业务成本的 29.16%、25.04%和 28.90%，是公司经营成本的主要组成部分。

国内航油定价方面，国内大部分航油都由中航油提供。航油定价由基本油价及进销差价共同确定。基本油价以国际市场原油期货价格为基础，参考新加坡普氏原油价格确定，具体而言，按照上月油价均值确定当月航油结算价格，每月调整一次。进销差价是中航油提供行业运输、储存等服务的成本及其合理利润的来源，由民航总局通过文件方式确定，并依照不同机场等级确定不同的价格范围。

国际上大多数国家的航油供应商不只一家，加油时可以自由选择。国际航油定价与国内航油基本类似，也是由基本油价和进销差价共同确定，进销差价包括运输、仓储、加油服务费和供应商利润等，国际通行做法是，某个机场的进销差价依据其本身成本定价，对于偏远地区的机场，政府可以考虑从财政上给予支持。国际上航油的基础油价同样锚定新加坡普氏原油价格，每月调整一次。

表 9 2017 年公司前五名国内航油供应商采购情况（单位：百万元、%）

供应商	采购额	占比
中国航空油料有限责任公司	8,531.62	39.46
华南蓝天航空油料有限公司	8,257.90	38.20
中航油新疆航空油料有限公司	1,399.76	6.47
上海浦东国际机场航空油料有限责任公司	1,132.77	5.24
深圳承远航空油料有限公司	1,124.98	5.20
合计	20,447.03	94.57

资料来源：公司提供

注：表中占比比例为占国内航油采购总额的比例，不包括国际航油采购。

国内前五大航油供应商中，华南蓝天航空油料有限公司、深圳承远航空油料有限公司、上海浦东国际机场航空油料有限责任公司、中航油新疆航空油料有限公司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。按照惯例，公司对中航油账单结算的账期约 30 天，以人民币结算支付。

前五名国际航油供应商近三年对公司航油供应较为平均，每家航油供应量约占国外航油供应总量的 10%~20%，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，每次航油采购公司采用两轮招标方式确定最终航油供应商。公司对国外航油供应商的结算账期一般在 15 天左右，以当地外币进行支付。

2018 年 1~6 月，受国际原油价格上涨以及公司飞行小时同比增加，公司航油成本大幅上涨，2018 年 1~6 月，公司航油成本为 193.81 亿元，较上年同期大幅增长 25.83%。

（2）飞机采购

公司飞机来源主要为采购空客公司和波音公司的系列飞机。公司一般通过购买方式获取飞机，并以经营租赁作为补充。公司购买飞机时，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；若公司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公司开展融资租赁。经营租赁优势在于租赁飞机不进资产负债表，能够有效降低公司资产负债率，另外，公司不用考虑飞机的残值处理。

公司定制五年机队规划，报送民航局审批，并最后由发改委进行批复后执行。公司飞机采购计划需基于其五年机队规划，并提前两年进行订购，订购时需提交购机价格 25%~30%作为订金。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高额订金。

近年来随着航线网络拓展和运力投放增加，公司对飞机需求量增大，飞机数量逐年增长。2015~2017 年，公司飞机采购支出分别为 194.36 亿元、213.36 亿元和 295.94 亿元。

表 10 2015~2017 年公司飞机采购支出（单位：亿元、%）

采购方式	2015 年		2016 年		2017 年	
	支出	占比	支出	占比	支出	占比
自购	84.93	43.70	84.72	39.71	148.43	50.16
融资租赁	68.65	35.32	73.08	34.25	100.02	33.80
经营租赁	40.78	20.98	55.56	26.04	47.49	16.05
合计	194.36	100.00	213.36	100.00	295.94	100.00

资料来源：公司提供

注：自购支出包括预付款和尾款支出

总体看，近年来，随着公司航线网络拓展和运力投放增加，公司航油采购以及飞机采购成本呈上升趋势。其中，航油成本占主营业务成本比重较大，国际油价的变动将会对公司盈利状况产生一定影响。2018 年上半年，受国际原油价格上涨以及公司飞行小时同比增加影响，公司航油成本大幅上升。

4. 销售情况

（1）销售渠道

公司机票销售采用直销渠道和分销渠道相结合的销售方式，形成了分公司、控股公司、营业部和办事处为主的点面结合的销售网络。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：一是通过网络销售平台售票，二是通过 OTA（在线旅行社）销售，三是通过 TMC（差旅管理公司）销售。2015~2017 年，公司直销比重呈逐年上升态势，“提直降代”成效显著。2017 年，公司着力推进智能化营销，全力推进“南航 e 行”，平台访问量达到 2.4 亿，同比增长 48.4%，APP 下载量、社交媒体粉丝量、月活跃用户数等指标全面保持行业领先，公司直销比重大幅提升至 52.02%，同比提高 9.5 个百分点。

表 11 2015~2017 年公司客票销售情况（亿元、%）

渠道	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	274.44	32.27	363.10	42.52	499.70	52.02	253.57	50.30
分销	576.09	67.73	490.73	57.47	460.86	47.98	250.51	49.70
合计	850.53	100.00	853.83	100.00	960.55	100.00	504.09	100.00

资料来源：公司提供

注：上述客票销售数据不包括厦门航空、江西航空及河北航空

（2）机票定价

公司机票定价需根据每个重点 OD（重要中转航班）的竞争态势、公司行业地位及航班收入状况三个方面，针对主动销售与被动销售分别确定定价策略，具体细节方面，需针对不同竞争对手、不同季节、不同提前天数及不同舱位组制定不同的定价策略。

定价流程方面，一般来说，公司首先区分客源结构为价格敏感型、商旅型、高价值客户等不同类型，根据每类客源支付意愿及出行习惯，结合市场竞争制定长期运价；其次，针对主动销售策略，对航班淡季，根据市场主要竞争对手价格，制定中短期促销运价，并根据每日运价监控，动态调整价格应对主要竞争对手运价变动；最后，公司还需要与航线管理及销售单位沟通，根据航班趋势及市场份额趋势，调整中短期促销运价。

总体看，公司销售渠道多样化，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. 投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项，2015~2017 年飞机采购支出分别为 194.36 亿元、213.36 亿元和 295.94 亿元。公司将分期支付的购机款列入在建工程，2017 年底账面余额 275.03 亿元。2018~2020 年，公司计划引进飞机 115 架、105 架和 89 架，退出飞机 29 架、29 架和 26 架；2018~2020 年，公司已授权并已签订合同的飞机、发动机及飞行设备的资本支出承诺为 791.71 亿元，其中 1 年以内（含 1 年）281.25 亿元，1~2 年（含 2 年）283.70 亿元，公司仍具有较大飞机购买支出需求。此外，中华人民共和国商务部于 2018 年 4 月 4 日发布《关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》，将对“空载重量超过 15,000 公斤，但不超过 45,000 公斤的飞机及其他航空器采取加征关税措施，税率为 25%，最终措施及生效时间将另行公告”。若上述加征关税措施正式实施，将对公司 B737 等机型的引进产生一定影响。但鉴于目前最终加征关税的范围和措施尚未确定，上述事项对公司影响尚不确定，联合评级将持续关注上述事项进展。

除飞机购买款外，公司其他主要在建工程为北京新机场南航基地项目、厦航大厦等，上述项目计划总投资 285.51 亿元，截至 2018 年 6 月底主要在建工程余额 36.83 亿元，未来公司资本支出压力较大。

表 12 截至 2018 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2018 年 6 月底在建工程余额
北京新机场南航基地项目	145.51	19.58
厦航大厦	23.09	2.61
福州长乐机场设施	9.26	1.21
杭州基地	8.20	0.16

厦门生产基地扩建工程	5.20	2.33
其他	94.25	10.94
合计	285.51	36.83

资料来源：公司年报

注：1、此表格中为部分在建工程，不包含分期支付飞机购买款等；2、本表仅显示对应项目 2018 年 6 月底在建工程金额，部分投入可能体现在其他会计科目。

北京新机场南航基地项目建设地点位于北京市南，礼贤镇南侧，榆垓镇东侧，距天安门直线距离 46 公里，距离廊坊市中心约 26 公里。场址位于京九线东侧，永定河北侧。北京新机场南航基地包括生产设施和基地生产运行保障设施。工程类别包括货运站、配餐中心、机库、运控中心、宿舍、仓库、车库、维修厂房、公共设备用房等。项目用地红线内面积约 62 万平方米（不含道路代征地），总建筑面积 108.89 万平方米，其中生产主体工程 34.86 万平方米，生产运行保障设施 74.03 万平方米。项目总投资约 145.51 亿元，截至 2018 年 6 月底，北京新机场南航基地已取得国家发改委批文，预计将于 2019 年正式投入使用。

总体看，公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项，未来三年有较大飞机购买支出需求；北京新机场南航基地项目投资规模较大，未来公司资本支出压力较大。

6. 重大事项

（1）完成向美国航空公司发行 H 股股票

2017 年 3 月 28 日，公司公告称公司与美国航空公司（American Airlines, Inc.）（以下简称“美国航空”）于 2017 年 3 月 27 日签署了《股份认购协议》（以下简称“认购协议”）。经中国证监会 2017 年 7 月 26 日证监许可[2017]1350 号文核准，公司于 2017 年 8 月 10 日完成了向美国航空非公开发行 H 股普通股 270,606,272 股，发行价格为每股 5.74 港元，每股面值人民币 1 元。H 股发行完成后，公司注册资本增至为 100.88 亿元，美国航空持股占公司 H 股股本的约 8.83%及全部股本的约 2.68%。公司与美国航空于 2018 年 1 月 18 日正式建立代码共享合作伙伴关系，为旅客提供了更丰富便捷的出行选择。

（2）完成非公开发行 H 股、A 股股票

非公开发行 H 股

2018 年 9 月 11 日，公司根据认购协议完成向南龙控股有限公司发行 H 股普通股 600,925,925 股，发行价格为每股 6.034 港元，每股面值人民币 1 元。本次非公开发行 H 股股票的发行价格采取前述方案约定的调整后的发行价格，即 6.034 港元/股；本次非公开发行 H 股股票的发行数量上限选取方案约定的调整后的发行数量上限和证监会核准的发行数量上限的孰低值，即不超过 600,925,925 股（含 600,925,925 股）。同时公司已与南龙控股有限公司顺利完成相关股份认购及交割事宜。公司本次非公开发行 H 股股票的募集资金在扣除发行费用后，将全部用于补充其一般运营资金。

非公开发行 A 股

公司于 2018 年 8 月收到中国证监会出具的证监许可【2018】1235 号《关于核准中国南方航空股份有限公司非公开发行股票的批复》，批准公司非公开发行不超过 18 亿股新股。2018 年 9 月 26 日，公司已完成 A 股增发，发行数量为 1,578,073,089 股，发行价格为 6.02 元/股，募集资金总额为 950,000.00 万元。公司已在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕新增股份的登记托管手续。本次非公开发行 A 股股票募集的资金扣除发行费用后将投向以下项目：

表 13 募集资金用途表（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入不超过
1	引进41架飞机项目	4,074,696.00	765,415.00
2	A320系列飞机选装轻质座椅项目	13,226.00	10,477.00
合计		4,087,922.00	775,892.00

资料来源：《中国南方航空股份有限公司非公开发行 A 股预案（修订稿）》

本次 A 股发行完成后，南航集团直接和间接合计持有公司 6,199,719,248 股股份，持股比例为 50.54%，仍为公司的控股股东。截至目前，公司暂未办理完成工商登记的变更手续。

总体看，公司与美国航空的合作将有助于优化公司资本结构，并且对公司治理、经营能力和国际化水平的提升有一定帮助；公司已完成非公开发行 H 股和 A 股，资本实力进一步增强，有助于公司扩充机队规模，增强主营业务的核心竞争力，进一步提升公司盈利水平，为公司实现战略目标奠定坚实基础。

7. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数有所波动，分别为 42.09 次、40.99 次和 44.88 次。2015~2017 年，公司总资产周转次数分别为 0.59 次、0.59 次和 0.61 次，较为稳定。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高水平。

表 14 2017 年我国主要航空公司经营效率

指标名称	南方航空	中国国航	东方航空
应收账款周转率（次）	44.88	35.82	42.79
总资产周转率（次）	0.61	0.53	0.47

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司整体经营效率较高。

8. 经营关注

（1）国际航油价格波动影响公司经营成本

航油成本是公司主要的营运成本，公司大部分航油消耗须以中国现货市场价格在国内购买，未来国际原油价格波动以及发改委对国内航油价格的调整，都会对公司盈利产生影响。2017 年，受国际原油输出组织减产影响，国际油价呈现探底回升走势，航空公司燃油成本随之大幅上升。2018 年上半年，国际原油价格继续上涨。因航油价格上涨，2018 年 6 月 5 日公司启征燃油附加费，后续将一定程度上缓解航油成本压力。

（2）汇率波动风险

公司部分融资性租赁负债、银行及其他贷款及经营租赁承担均以外币为单位，主要是美元、欧元及日元。截至 2018 年 6 月末，公司外币金融资产合计人民币 29.82 亿元，外币金融负债合计人民币 473.65 亿元（占公司 2018 年 6 月末负债总额的 28.77%），其中美元负债合计人民币 412.50 亿元。人民币兑外币的贬值或升值都会对公司的业绩构成重大影响。虽然公司过往已通过提高人民币负债比例降低汇率波动风险，但由于行业特点，公司仍将长期维持一定规模的外币负债（主要为美元负债），汇率波动仍会在一定程度上影响公司的业绩表现。2018 年 1~6 月，公司汇兑净损失为 4.20 亿

元，而上年同期汇兑净收益为 5.61 亿元。

（3）高铁网络扩张风险

截至 2017 年末，中国高铁通车里程已达 2.5 万公里，高铁对航空市场的冲击逐年加大。预计到 2020 年，中国铁路里程将达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80%以上的大城市；到 2025 年，中国铁路里程将达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里左右。不断完善的高铁网络预计将对航空客源的增速将会有进一步影响。公司与高铁网络重合的航线（特别是 800 公里以下的航线）的经营业绩在未来将受到一定冲击。

（4）安全风险

飞行安全是航空公司正常运营的前提和基础。截至 2018 年 6 月末，公司已连续保障了 224 个月的飞行安全和 289 个月的空防安全，并于 2018 年上半年获得中国民用航空局首次颁发的“飞行安全钻石二星奖”，继续保持着中国最好的航空公司安全记录。但恶劣天气、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。

9. 未来发展

公司发展战略的总体构想是：坚持“稳中求进”总基调、坚持“安全第一”的战略方针、坚持“市场引领”的战略导向，打造广州—北京“双枢纽”的战略布局，坚定“规范化、一体化、智能化、国际化”的战略取向，朝着建设具有国际竞争力的世界一流航空运输企业的目标不断迈进。至“十三五”期末，公司将建设成为机队规模超过 1,000 架，年客运量 1.6 亿人次左右，货邮运输量超过 200 万吨的大型国际化规模网络型航空公司。

具体来说，1）航空安全方面，公司将确保持续安全飞行，提升运行效率，不断提高安全品质；2）航线建设方面，加快打造广州-北京“双枢纽”战略布局，加强与各方合作，持续提升盈利能力；2018 年，公司将持续完善国际网络布局，计划新开广州-罗马、北京-德黑兰、深圳-岷港、乌鲁木齐-拉合尔、武汉-伦敦等国际航线。目前暂无退出航线计划。3）服务提升方面，坚持真情服务，加快推动智能化，树立南航特色品牌；4）人才及技术方面，夯实发展基础，加强人才、机制、技术等方面的保障。

总体看，公司未来发展目标明确，规划合理，未来发展前景良好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年合并财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年和 2017 年合并财务报表经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司 2018 年 1~6 月合并财务报表未经审计。

会计政策变更方面，财政部于 2017 年 4 月及 5 月颁布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号），公司已采用上述准则和通知编制 2017 年度财务报表，并将营业外收入中的部分政府补助及资产处置利得或损失调整至营业利润中。采用上述准则未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。

从合并范围来看，2016 年，通过同一控制下的企业合并新增 1 家子公司中国南航集团进出口贸易有限公司；公司因持股比例下降导致丧失对新疆民航实业管理有限责任公司控制权，因此不再将其纳入合并范围；公司新设成立 2 家子公司，分别是南航三号租赁（天津）有限公司和南航四号租赁（广州）有限公司。2017 年，公司合并报表范围的子公司较 2016 年末新增 11 家，减少 1 家，其中，通过非同一控制下企业合并新增 1 家子公司珠海翔翼航空技术有限公司，通过现金购买取得厦门航空文化传媒有限公司控制权并将其纳入合并范围；减少的 1 家子公司系汕头华康航空食品有限公司。2018 年上半年，公司合并范围新增子公司 10 家。截至 2018 年 6 月末，公司合并范围内的子公司共 34 家，公司合并范围的变化对公司财务报表未构成重大影响，公司财务数据可比性较强。

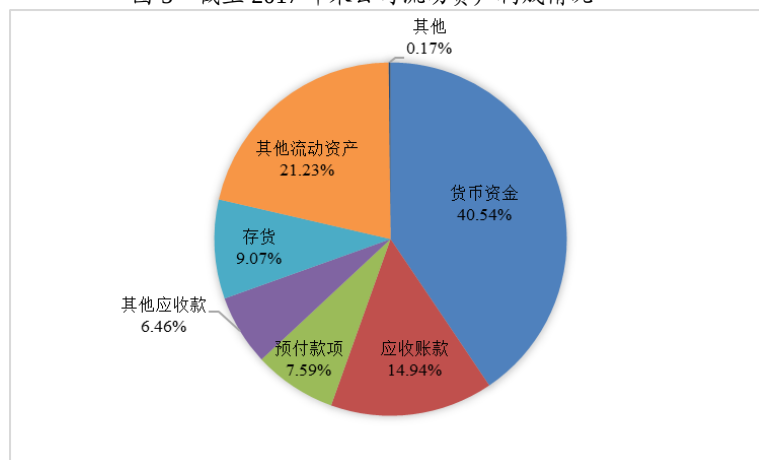
2. 资产质量

2015~2017 年，公司合并资产呈逐年增长态势，年均复合增长 8.27%。截至 2017 年末，公司资产总额为 2,183.29 亿元，较上年末增长 8.91%，主要系货币资金、其他流动资产及固定资产增长所致。其中，流动资产占 8.19%，非流动资产占 91.81%，公司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

2015~2017 年，公司流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 11.37%。截至 2017 年末，公司流动资产合计 178.84 亿元，较上年末增长 29.93%，主要系货币资金及其他流动资产大幅增加所致；主要以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产为主。

图 5 截至 2017 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 15.40%。截至 2017 年末，公司货币资金 72.50 亿元，较上年末大幅增长 49.33%，主要系吸收美国航空 15 亿元投资以及借款增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占 14.39%）和存放于中国南航集团财务有限公司的存款（占 84.07%）组成，币种以人民币为主，外币以美元为主，其次是欧元，其中受限资金为 1.11 亿元，占货币资金总额 1.53%，主要由房改户存款及保函保证金等。

2015~2017 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 1.53%。截至 2017 年末，应收账款 26.72 亿元，较上年末减少 11.20%，主要系应收航空票款减少所致；公司应收账款主要为应收航空票款（占 73.16%），欠款方主要为国际航空运输协会的电子客票销售结算系统，回收风险不大；从账龄来看，应收航空票款组合中，3 个月以内的占比为 98.39%，账龄较短；应收前五名单位合计余额占比为

31.00%，集中度较高；2017 年公司累计计提坏账准备 0.37 亿元，综合计提比例为 1.37%，计提比例尚可。

2015~2017 年，公司预付款项呈波动增长态势，年均复合增长 3.04%。截至 2017 年末，公司预付款项 13.58 亿元，较上年末下降 8.18%，公司预付款项主要为预付经营租赁费（占 47.28%）、预付培训费（占 18.04%）、预付设备款（占 8.69%）及其他（占 25.99%）。

2015~2017 年，公司其他应收款呈逐年递减态势，年均复合下降 15.26%。截至 2017 年末，公司其他应收款 11.56 亿元，较上年末下降 18.48%，公司其他应收款主要为应收飞机设备制造商回扣款及应收的押金和保证金。从账龄看，1 年以内的占 39.71%，为公司可用于抵扣未来航材采购款或修理费用的应收飞机设备制造商回扣款，发生坏账的风险很低；其余 1 年以上的其他应收款主要为押金及保证金。应收前五名单位合计余额占比为 58.10%，集中度较高；2017 年公司累计计提坏账准备 0.03 亿元，综合计提比例为 0.26%。

2015~2017 年，公司存货波动增长态势，年均复合增长 0.50%。截至 2017 年末，公司存货净额 16.22 亿元，较上年末小幅增长 2.14%，公司存货主要为航材消耗件（占 87.05%），公司存货计提跌价准备 2.26 亿元，计提比例为 12.23%。

2015~2017 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 42.48%。截至 2017 年末，公司其他流动资产为 37.96 亿元，较上年末增长 168.27%，主要系待抵扣的增值税进项税增长所致。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产呈增长态势，年均复合增长 8.01%。截至 2017 年末，公司非流动资产 2,004.45 亿元，较上年末增长 7.36%，主要系固定资产和在建工程增长所致；主要由固定资产（占 78.95%）和在建工程（占 15.06%）构成。

2015~2017 年，公司固定资产呈增长态势，年均复合增长 5.40%。截至 2017 年末，公司固定资产账面价值为 1,582.55 亿元，较上年末增长 8.11%，主要系公司以融资性租赁持有的飞机增加以及在建工程转入所致；其中飞机 1,371.82 亿元（占 86.68%），其他飞行设备 102.28 亿元（占 6.46%）；公司累计计提折旧 864.82 亿元，计提减值准备 16.21 亿元，成新率为 64.24%，成新率一般；公司将账面价值约 836.56 亿元的飞机及和 2.06 亿元的飞行训练设备用作抵押，占固定资产账面价值的 52.99%，占比较高；公司有账面价值约 49.51 亿元的房产尚未办妥土地使用权证及房产证，主要由于未与机场分割权证或未更名等原因造成。

2015~2017 年，公司在建工程呈增长态势，年均复合增长 24.25%。截至 2017 年末，公司在建工程为 301.93 亿元，较上年末增长 4.30%，主要系北京新机场南航基地项目投资增加所致；公司在建工程主要为分期支付购买飞机及飞行设备款 275.03 亿元，占在建工程账面价值的 91.09%。

截至 2018 年 6 月末，公司资产总额 2,291.18 亿元，较上年末增长 4.94%。公司资产中流动资产和非流动资产占比分别为 8.47%和 91.53%，较上年末变化不大。

受限资产方面，截至 2018 年 6 月末，公司所有权受限制的资产账面价值合计为 914.33 亿元，占公司总资产规模的 39.91%。公司受限资产包括 1.06 亿元的货币资金、账面价值约 910.23 亿元的飞机及 1.97 亿元的飞行训练设备、0.18 亿元的投资性房地产和 0.89 亿元的土地使用权。

总体看，近三年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，货币资金占比较高，资产流动性较好；非流动资产以固定资产及在建工程为主，且公司资产抵押率一般；公司其他应收款款项回收风险很低。整体看，公司资产质量较好。

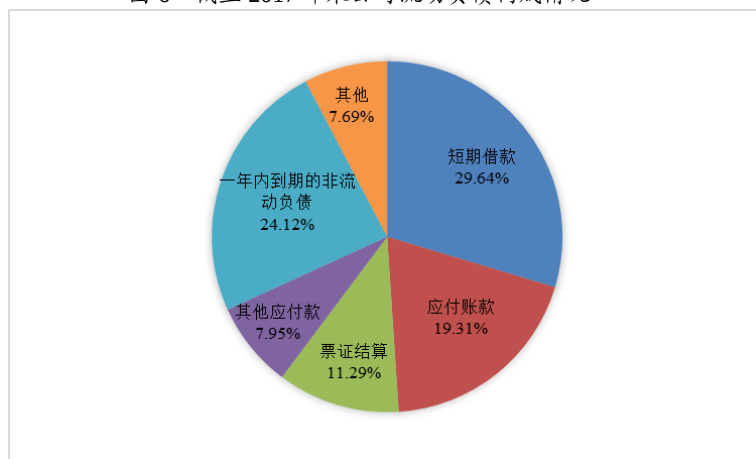
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债规模呈增长态势，年均复合增长 6.89%。截至 2017 年末，公司负债合计 1,561.64 亿元，较上年末增长 7.14%，主要系短期借款、长期借款和应付融资租赁款大幅增长所致。从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占 44.55%和 55.45%，负债结构变动不大

2015~2017 年，公司流动负债呈增长态势，年均复合增长 3.04%。截至 2017 年末，公司流动负债总额 695.77 亿元，较上年末增长 2.42%，主要系短期借款增加所致；主要由短期借款、应付账款、票证结算、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 6 截至 2017 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 2.89%。截至 2017 年末，短期借款 206.26 亿元，较上年末增加 164.31 亿元，主要是由于公司根据市场实际利率情况以及融资资金用途适当增加短期信用借款所致。

2015~2017 年，公司应付账款呈增长态势，年均复合增长 5.46%。截至 2017 年末，公司应付账款 134.32 亿元，较上年末小幅增长 3.16%，主要系应付起降费 and 应付航材采购款增长所致。

2015~2017 年，公司票据结算呈波动增长态势，年均复合增长 4.94%。截至 2017 年末，公司票证结算 78.53 亿元，较上年末下降 6.73%，主要系预售飞机舱位所得票款减少所致。

2015~2017 年，公司其他应付款呈波动增长态势，年均复合增长 4.78%。截至 2017 年末，公司其他应付款 55.28 亿元，较上年末增长 16.40%，主要系应交民航发展基金、应付购建固定资产款及其他项应付款增长所致。公司其他应付款主要为应交民航发展基金（占 20.17%）、应付购建固定资产款（占 21.60%）及其他项应付款（占 44.68%）。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债呈增长态势，年均复合增长 29.79%。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 167.85 亿元，较上年末增长 58.96%，主要系一年内到期的长期借款和公司债券增加所致。

2016 年，公司其他流动负债 219.86 亿元的超短期融资券均于 2017 年偿付，此部分已纳入至“短期债务”核算。

2015~2017 年，公司非流动负债呈增长态势，年均复合增长 10.32%。截至 2017 年末，公司非流动负债合计 865.87 亿元，较上年末增长 11.26%，主要系长期借款和应付融资租赁款大幅增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 6.96%）、应付债券（占 16.97%）和应付融资租赁款（占 68.81%）

构成。

2015~2017 年，公司长期借款呈波动减少态势，年均复合下降 31.63%。截至 2017 年末，公司长期借款 60.23 亿元，较上年末大幅增长 4.63 倍，主要系公司为了引进飞机大量增加信用借款所致。公司长期借款主要为信用借款（占 91.93%）和抵押借款（占 8.07%），公司长期借款年利率区间为 1.20%~4.99%。

2015~2017 年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长 121.33%。截至 2017 年末，公司应付债券 146.96 亿元，较上年末减少 16.92%，主要系“15 南航 01”于 2015 年 11 月 20 日发行，附有第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，因此，公司于 2017 年 12 月 31 日将其划分为一年内到期的公司债券。

2015~2017 年，公司应付融资租赁款呈增长态势，年均复合增长 9.82%。截至 2017 年末，公司应付融资租赁款 595.83 亿元，较上年末增长 11.31%，主要系公司融资租赁飞机增加所致；从付款期限上看，以 3 年以上为主。

2015~2017 年，公司全部债务呈增长态势，年均复合增长 6.64%。截至 2017 年末，公司全部债务 1,177.13 亿元，较上年末增长 7.57%，主要系长期借款和应付融资租赁款增长所致。公司全部债务中短期债务 374.11 亿元（占 31.78%），长期债务 803.02 亿元（占 68.22%），以长期债务为主。债务指标方面，截至 2017 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 71.53%、65.44%和 56.37%，分别较上年末下降 1.18 个百分点、1.23 个百分点和 0.56 个百分点，2017 年公司整体债务水平较上年末有所下降。

截至 2018 年 6 月末，公司负债总额 1,646.09 亿元，较上年末增长 5.41%。从负债构成来看，公司负债中流动负债与非流动负债占比分别为 49.84%和 50.16%，公司流动负债占比较上年末上升 5.29 个百分点。

截至 2018 年 6 月末，公司全部债务为 1,244.61 亿元，较上年末增长 5.73%。其中短期债务 488.06 亿元（占 39.21%），长期债务 756.55 亿元（占 60.79%）。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 71.84%、65.86%和 53.98%，较上年末分别上升 0.32 个百分点、上升 0.42 个百分点和下降 2.39 个百分点。

总体看，公司负债以非流动负债为主，偿还期限较长；公司债务以长期债务为主，债务负担较重。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长 11.98%。截至 2017 年末，公司所有者权益 621.65 亿元，较上年末增长 13.63%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中实收资本 100.88 亿元，较上年末增长 2.75%，主要系公司于 2017 年 8 月 10 日完成了向美国航空非公开发行了 270,606,272 股 H 股普通股，每股面值为人民币 1 元，发行价格为每股 5.74 港币，收取对价折合人民币约 13.21 亿元，其中股本增加人民币约 2.70 亿元，资本公积股本溢价增加人民币约 10.51 亿元。截至 2017 年末，公司归属于母公司所有者权益 495.94 亿元（占 79.78%），归属母公司所有者权益中实收资本占 20.34%，资本公积占 30.48%，盈余公积占 4.94%，未分配利润占 43.68%，未分配利润占比较大，所有者权益结构的稳定性一般。

截至 2018 年 6 月末，公司所有者权益合计为 645.09 亿元，较上年末增长 3.77%，公司所有者权益构成较上年末变化不大。

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

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入呈增长态势，年均复合增长 6.95%。随着公司运力及客运量的上升，2017 年，全年实现营业收入 1,274.89 亿元，较上年增长 11.06%。2015~2017 年，公司营业成本呈增长态势，年均复合增长 10.55%。2017 年，公司营业成本 1,116.87 亿元，较上年增长 15.91%，主要原因是国际原油价格上涨以及飞行小时同比增加所致。2015~2017 年，公司营业利润呈增长态势，年均复合增长 75.49%。2017 年，公司营业利润 80.81 亿元，较上年增长 132.68%，主要由于：（1）客运量上升使得营业收入增加；（2）公司根据《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）以及财政部于 2017 年 5 月修订《企业会计准则第 16 号—政府补助》，将营业外收入中的部分政府补助及资产处置利得调整至营业利润中。若剔除调整到其他收益的政府补助 30.58 亿元以及资产处置收益 10.06 亿元，调整后 2017 年营业利润为 40.17 亿元，较 2016 年增加 5.44 亿元，增幅 15.66%；（3）人民币兑美元升值产生汇兑收益导致财务费用大幅下降。2017 年，公司利润总额和净利润分别为 87.98 亿元和 68.33 亿元，较上年分别增长 15.05%和 16.05%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用呈下降态势，年均复合减少 18.65%。2017 年，公司费用总额 116.87 亿元，较上年下降 23.62%。其中，销售费用 69.67 亿元，较上年增长 8.83%；管理费用 35.99 亿元，较上年增长 17.46%；财务费用 11.21 亿元，较上年大幅下降 80.79%，主要是人民币兑美元升值产生汇兑收益所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 15.84%、13.33%和 9.17%，公司期间费用控制能力不断增强。

利润构成方面，2015~2017 年，公司营业外收入呈波动减少态势，年均复合减少 51.81%。2017 年，公司实现营业外收入 8.86 亿元，较上年大幅减少 79.21%，主要系会计政策调整所致。如果剔除本年度会计政策调整的影响（即将资产处置收益和其他收益重新调整回营业外收入³），则调整后的 2017 年公司营业外收入为 49.50 亿元，较调整后的 2016 年营业外收入 42.62 亿元增长 16.14%，主要系政府补助增加所致。政府补助各由地政府航线补贴和其它航空业发展收入组成。用调整后的数据测算，2016~2017 年，公司营业外收入占利润总额的比例分别 55.73%、56.26%，公司营业外收入对公司利润贡献较大。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 4.61%、5.27%和 5.57%，净资产收益率分别为 10.63%、11.29%和 11.69%，总资产报酬率分别为 4.54%、5.23%和 5.51%，均呈上升趋势，其中，2017 年，受益于利润规模的增长，上述指标均有所提高。与国内同行业其他上市公司比较，公司销售毛利率、总资产报酬率处于行业中等水平，净资产收益率处于行业较高水平。

表 15 2017 年我国主要民航企业盈利能力情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中国国航	17.36	6.22	9.34
东方航空	11.24	5.35	12.67
海航控股	13.54	5.00	5.85
南方航空	12.39	5.47	12.75

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 675.55 亿元，较上年同期上升 11.98%；实现净利润 24.05 亿元，较上年同期下降 24.84%。

总体看，公司近年来收入规模逐年增长，整体盈利水平受汇率波动及营业外收入影响较大。受

³ 2016 年的资产处置收益为 5.27 亿元；2017 年资产处置收益为 10.06 元，其他收益为 30.58 亿元。

益于公司利润的大幅提升，各项盈利指标均有所上升，但公司利润对营业外收入依赖程度较高，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额呈波动下降态势，年均复合下降 8.76%。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 214.04 亿元，较上年减少 49.84 亿元，降幅为 18.89%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。收入实现质量方面，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 109.43%、109.18%和 109.20%，公司经营活动创造现金流的能力很强。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流呈持续净流出状态，净流出规模较大。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-84.45 亿元，净流出规模较上年减少 76.24 亿元，主要系 2017 年度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。公司投资活动体现出持续的大规模现金支出，主要是用于购买飞机等固定资产。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流呈持续净流出状态。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-105.54 亿元，流出规模较上年减少 5.66 亿元，主要是由于 2017 年度偿还债务支付的现金减少所致。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 93.93 亿元，投资活动现金流量净额-68.94 亿元，筹资活动现金流量净额-40.43 亿元。

总体看，公司经营性现金流入量规模较大，收入实现质量较好；投资活动现金支出较大，近年来保持较大规模，经营活动现金流量能够满足公司投资需求，近年筹资活动体现为净偿还状态。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 0.22 倍、0.20 倍和 0.26 倍，速动比率分别为 0.20 倍、0.18 倍和 0.23 倍，上述两个指标 2017 年末数值均较上年末的水平略有上升。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.14 倍、0.13 倍和 0.19 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 呈增长态势，年均复合增长 10.01%。2017 年，公司 EBITDA 为 248.58 亿元，较上年增长 8.55%，主要系利润规模增长所致；2017 年公司 EBITDA 主要由利润总额（占 35.39%）、折旧（占 52.11%）和计入财务费用的利息支出（占 11.05%）的构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.99 倍、7.41 倍和 6.80 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.21 倍和 0.21 倍。整体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2018 年 6 月末，公司共获得各家主要银行的授信额度为 2,611.10 亿元，已使用授信额度为 552.75 亿元，剩余未使用额度为 2,058.35 亿元，公司具有较强的间接融资能力；公司为境内外多地上市企业，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告（银行版）》（机构信用代码 G1044011100066540Z），截至 2018 年 4 月 11 日，公司本部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。

对外担保方面，公司及其控股子公司厦门航空部分飞行学员需要为个人承担的培训费 and 在校学习期间的学杂费申请个人贷款，为此，公司及厦门航空为部分采用自费模式培养的飞行学员申请个人贷款，并分别对个人贷款提供连带责任担保。截至 2018 年 6 月末，银行已向部分飞行学员发放贷款，由公司担保的贷款为 3.41 亿元，由厦门航空承担连带责任担保。截至 2018 年 6 月末，公司由

于被担保飞行员未按时还贷而履行担保责任的还贷金额为零元。

截至 2018 年 6 月末，公司及其下属境内控股子公司不存在尚未执行完毕的金额在 1,000 万元以上，足以对其经营产生重大影响的重大诉讼、仲裁。

总体看，公司目前债务负担偏重，EBITDA 对公司债务的保障能力较好；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南航集团的航空业务运营主体，处于国内行业领先水平，其实际控制人为国务院国资委，股东实力强。综上，公司整体偿债能力极强。

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债务的影响

截至 2018 年 6 月末，公司全部债务 1,244.61 亿元，本期拟发行规模不超过 20 亿元，总发债额度对公司债务规模影响较小。

以 2018 年 6 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 71.84%、65.86%和 53.98%上升至 72.09%、66.22%和 54.62%，公司的负债水平有所上升，债务负担略有加重。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 248.58 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 12.43 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2017 年公司经营活动产生的现金流入为 1,433.07 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 71.65 倍；经营活动现金流量净额为 214.04 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 10.70 倍，现金流量对本期债务的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在资产规模、航线资源及政府支持等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

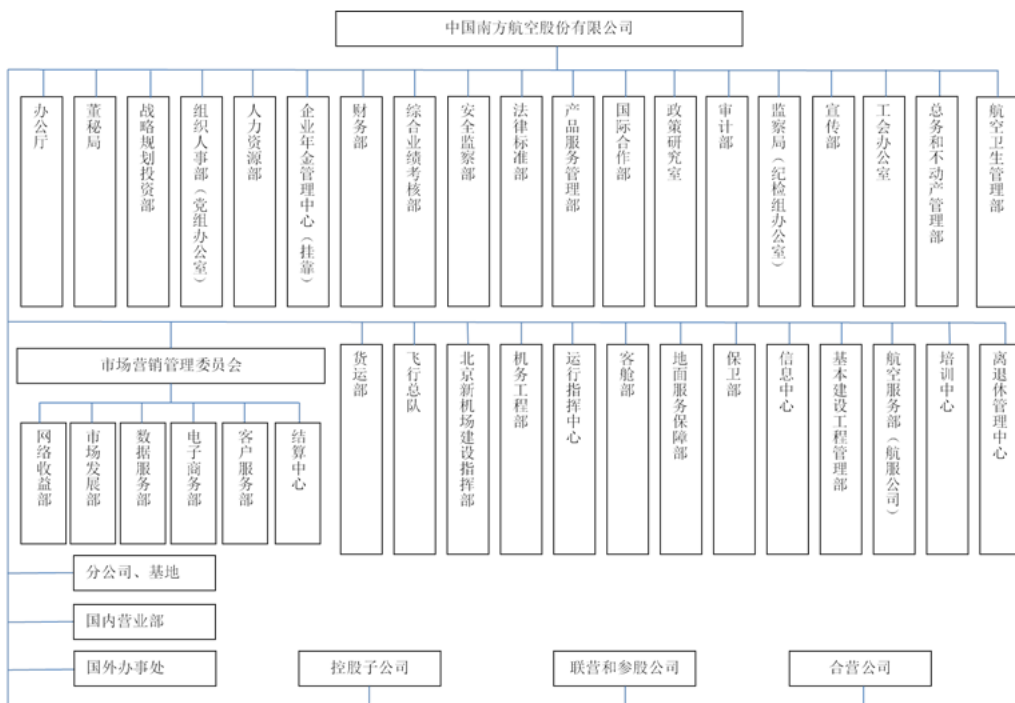
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了其作为国内三大航空运输集团之一南航集团航空业务的运营主体，在资产规模、航线资源、综合管理、运营控制能力及融资能力等方面具备显著优势。近几年，公司所处的航空运输业运行情况良好，其机队规模、航线网络、年旅客运输量等多项指标处于国内同行业领先水平。2017 年 8 月，公司完成了向美国航空公司非公开发行 H 股普通股票，2018 年 9 月，公司完成了向南龙控股有限公司非公开发行 H 股普通股票及向南航集团等机构非公开发行 A 股普通股票，公司资本实力进一步增强。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等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续坚持“市场引领”的战略导向，打造广州-北京“双枢纽”的战略布局，并加强战略协同，推进核心业务一体化。随着公司非公开发行 A 股和 H 股的完成，公司资本实力进一步增强，机队规模将继续扩充，主营业务核心竞争力有望进一步提升。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 中国南方航空股份有限公司 组织架构图



附件 2 中国南方航空股份有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	1,862.50	2,004.61	2,183.29	2,291.18
所有者权益（亿元）	495.73	547.08	621.65	645.09
短期债务（亿元）	382.18	371.40	374.11	488.06
长期债务（亿元）	652.92	722.85	803.02	756.55
全部债务（亿元）	1,035.10	1,094.25	1,177.13	1,244.61
营业收入（亿元）	1,114.67	1,147.92	1,274.89	675.55
净利润（亿元）	49.86	58.88	68.33	24.05
EBITDA（亿元）	205.41	229.01	248.58	--
经营性净现金流（亿元）	257.13	263.88	214.04	93.93
应收账款周转次数（次）	41.57	40.48	44.31	--
存货周转次数（次）	52.50	55.89	62.39	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.59	0.61	--
现金收入比率（%）	109.43	109.18	109.20	109.30
总资本收益率（%）	4.61	5.27	5.57	--
总资产报酬率（%）	4.54	5.23	5.51	--
净资产收益率（%）	10.63	11.29	11.69	--
营业利润率（%）	17.77	15.84	12.22	10.85
费用收入比（%）	15.84	13.33	9.17	10.16
资产负债率（%）	73.38	72.71	71.53	71.84
全部债务资本化比率（%）	67.62	66.67	65.44	65.86
长期债务资本化比率（%）	56.84	56.92	56.37	53.98
EBITDA 利息倍数（倍）	7.99	7.41	6.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.21	0.21	--
流动比率（倍）	0.22	0.20	0.26	0.24
速动比率（倍）	0.20	0.18	0.23	0.21
现金短期债务比（倍）	0.14	0.13	0.19	0.12
经营现金流动负债比率（%）	39.23	38.84	30.76	11.45
EBITDA/本期发债额度（倍）	10.27	11.45	12.43	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将融资租赁款计入长期债务核算；
4、2018 年半年度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
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

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+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 中国南方航空股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（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，在每年中国南方航空股份有限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。

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

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

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

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

