跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1243 号

中国南方航空集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国南方航空集团有限公司主体长期信用状况和发行的“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”进行了跟踪评级，确定：

中国南方航空集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国南方航空集团有限公司发行的“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

中国南方航空集团有限公司
可续期公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 航集 Y1	20.00 亿元	3 年（3+N）	AAA	AAA	2018/6/22
18 航集 Y2	10.00 亿元	3 年（3+N）	AAA	AAA	2018/6/22

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	2,287.76	2,619.44	3,099.30
所有者权益（亿元）	693.80	837.06	828.59
长期债务（亿元）	785.45	823.04	1,219.74
全部债务（亿元）	1,185.54	1,340.59	1,824.82
营业总收入（亿元）	1,281.58	1,443.58	378.95
净利润（亿元）	75.31	50.22	31.70
EBITDA（亿元）	258.65	245.44	--
经营性净现金流（亿元）	213.53	170.09	55.15
营业利润率（%）	12.21	10.09	14.50
净资产收益率（%）	11.75	6.56	--
资产负债率（%）	69.67	68.04	73.27
全部债务资本化比率（%）	63.08	61.56	68.77
流动比率（倍）	0.24	0.29	0.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.84	5.62	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.62	8.18	--

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中的短期融资券计入短期债务核算，将应付融资租赁款、租赁负债计入长期债务核算；4、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；5、营业总收入=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入；6、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

中国南方航空集团有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国资委直属的中国三大航空运输集团之一，继续保持突出的市场地位。跟踪期内，航空运输业运行情况良好，公司航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。受益于客运量的持续提升，公司收入保持快速增长态势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到人民币兑美元汇率贬值以及航油价格上涨导致公司利润下滑、公司未来仍面临一定资本支出压力等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

居民收入的增加、国家政策的支持为中国民航运输业的发展提供了有力保障。2018 年 9 月，公司及其他企业完成向子公司中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）增资后，南航股份资本实体的提升将有助于其继续扩充机队规模，进一步提升公司航空运输业务核心竞争力。同时，随着广州-北京“双枢纽”战略布局的加快推进，以及北京新机场的投入运营，公司航空运输主业规模将进一步扩大。公司未来发展前景良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2018 年，公司所处的航空运输业运行情况良好，为公司经营提供了良好的外部发展环境。

2. 作为国务院国资委直属的中国三大航空运输集团之一，公司在行业中继续保持领先地位，其航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首

位。受益于客运量的持续提升，公司收入保持快速增长态势。

3．2018 年 9 月，公司及其他企业完成向南航股份增资后，南航股份资本实体的提升将有助于其继续扩充机队规模，进一步提升公司航空运输业务核心竞争力。

关注

1．2018 年，航油价格上涨和人民币兑美元汇率贬值导致公司利润下滑，公司盈利能力稳定性较弱，政府补助对利润总额贡献程度大。

2．公司整体债务负担较重，未来在飞机引进、基地项目建设等方面仍面临一定资本支出压力。

3．2019 年 3 月 11 日，中国民航局官网发布通告，要求国内航空公司暂停波音 737-8 飞机的商业运行，恢复飞行时间待定。联合评级将持续关注 737-8 客机停飞事件的最新进展，并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

分析师

尹　丹
电话：010-85172818
邮箱：yind@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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

中国南方航空集团有限公司（以下简称“公司”）的前身是于1987年成立的中国民用航空广州管理局。1991年1月，更名为中国南方航空公司。1993年5月，更名为中国南方航空（集团）公司。1995年3月，公司下属子公司中国南方股份有限公司（以下简称“南航股份”）成立，并于1997年7月在香港和纽约同步上市。2002年10月，以南方航空（集团）公司为主体，联合中国北方航空公司及新疆航空公司组建中国南方航空集团公司。2003年7月，南航股份于上海证券交易所上市（股票简称南方航空，股票代码：600029.SH）。2017年11月，根据国资改革[2017]1082号文《关于中国南方航空集团公司改制有关事项的批复》，同意公司改制方案，改制后公司名称更为现名。截至2018年末，公司实收资本为122.00亿元，仍由国务院国有资产监督管理委员会100%持股。

2018年，公司主营业务范围、部门设置较上年无重大变化。

截至2018年末，公司纳入合并范围内子公司14家，其中，子公司南航股份于2018年9月完成了向公司非公开发行A股，以及向公司全资子公司南龙控股有限公司（以下简称“南龙控股”）非公开发行H股。截至2018年末，公司直接和间接合计持有南航股份50.54%股权。

截至2018年末，公司合并资产总额2,619.44亿元，负债合计1,782.39亿元，所有者权益837.06亿元，其中归属于母公司所有者权益392.00亿元。2018年，公司实现营业总收入1,443.58亿元，净利润50.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润30.51亿元；经营活动产生的现金流量净额170.09亿元，现金及现金等价物净增加额-12.36亿元。

截至2019年3月末，公司合并资产总额3,099.30亿元，负债合计2,270.71亿元，所有者权益828.59亿元，其中归属于母公司所有者权益389.74亿元。2019年1~3月，公司实现营业总收入378.95亿元，净利润31.70亿元，其中归属于母公司所有者的净利润16.16亿元；经营活动产生的现金流量净额55.15亿元，现金及现金等价物净增加额-8.61亿元。

公司注册地址：广东省广州市白云机场；法定代表人：王昌顺。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司经中国证监会证监许可[2017]2393号文核准批复在中国境内面向合格投资者公开发行不超过50亿元可续期公司债券，采取分期发行方式，首期“18航集Y1”于2018年1月16日发行，发行规模20亿元，基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本债券，票面利率5.50%；第二期“18航集Y2”于2018年1月25日完成发行，发行规模10亿元，基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本债券，票面利率5.49%。

表1　可续期公司债券发行相关情况（单位：亿元、年）

债券名称	债券简称	证券代码	当前余额	发行日期	期限
中国南方航空集团有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）（面向合格投资者）	18航集Y1	143948.SH	20.00	2018-01-18	3（3+N）
中国南方航空集团有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第二期）（面向合格投资者）	18航集Y2	143950.SH	10.00	2018-01-25	3（3+N）

资料来源：Wind

募集资金使用方面，截至2018年末，“18航集Y1”所募集资金扣除发行相关费用后，全部用于对中国南航集团资本控股有限公司的实缴出资；“18航集Y2”所募集资金扣除发行相关费用后，全部用于对中国南航集团资本控股有限公司的实缴出资；上述债项募集资金均已使用完毕。

利息支付方面，“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”均已按时支付第一期利息。

三、行业分析

国际民航组织（ICAO）发布的初步数据显示，2018 年全球航空客运量达 43 亿人次，比 2017 年增长 6.5%；客运周转量（RPK）8.2 万亿，同比增长 6.7%，低于 2017 年 7.9%的增速，客运量增速放缓。2018 年，国际定期客运周转量（RPK）同比增长 6.4%，低于 2017 年 8.4%的增速。其中，亚太地区同比增长 7.3%，增速最快；欧洲地区、北美地区增速分别为 6.7%、5.2%；中东地区增速为 4.7%，是增长最慢的地区。2018 年全球航空公司提供的总运力（ASK）在全球范围内增加了约 6.0%，整体客座率提高了 0.6 个百分点，达到 81.9%，创历史新高。

根据中国民航局公布的数据，截至 2018 年末，我国航空运输企业达到 60 家，通用航空企业共计 423 家；航线总数 4,206 条，其中国内航线 3,420 条、国际航线 786 条。2018 年，中国民航共完成运输总周转量 1,206.4 亿吨公里，同比增长 11.4%；旅客运输量 6.1 亿人次，同比增长 10.9%；货邮运输量 738.5 万吨，同比增长 4.6%，其中国际航线货邮运输量同比增长 9.3%。中国民航运输总周转量连续 14 年位居世界第二，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的比重达 31%，同比提升 1.9 个百分点。

成本方面，航油是航空业的最大成本，约占运营总成本的 30%~50%左右，油价走势将直接影响航空公司经营业绩和盈利水平。2014 年下半年，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，短期内有效地缓解了航空公司的成本压力。2016 年 3 月开始，油价整体呈波动上升态势，到 2018 年 10~11 月达到阶段性高点，布伦特原油价格和航空煤油出厂价分别为 87.28 美元/桶、6,228 元/吨。2018 年全球航油平均价格同比上涨约 31%，全球各航空公司的利润均受到不同程度的影响。2018 年 11 月以来，受 OPEC 减产协议、美国页岩油产量创历史新高、美国对伊朗制裁予以多国豁免、贸易摩擦等影响，国际油价出现暴跌趋势。美国能源信息署(EIA)最新预测，2019 年布伦特原油期货价格平均为 61 美元/桶左右，低于 2018 年 71.4 美元/桶水平，但仍显著高于 2016 年 43.74 美元/桶、2017 年 54.15 美元/桶水平，燃油成本的波动将直接影响航空公司的业绩表现。

汇率方面，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，这部分收入亦会受到汇率影响。2017 年，受国内经济企稳回升，跨境资金流动趋于平衡，美联储加息、缩表及税改等综合影响，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元汇率中间价全年大幅升值 6.1%。2018 年以来，人民币兑美元呈波动贬值态势。2018 年 1~3 月，人民币兑美元汇率延续上年升值趋势，至 2018 年 4 月 2 日达到阶段性峰值 6.28。受美联储加息及国内货币政策跟随收紧的步伐放缓影响，加之市场对国内宏观经济形势的担忧情绪，人民币兑美元贬值压力增大，2018 年二季度以来人民币兑美元汇率持续贬值，至 10 月底汇率为 6.96。2018 年 10 月，央行重启逆周期因子等调控手段，2018 年四季度以来人民币兑美元汇率转为升值态势。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

突发性事件影响方面，航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件及政治与外交关系的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。重大空难不仅使得行业景气承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。与此同时，国际政局的动荡及国家间关系的亲疏变化对航企国际航线业务开展影响重大。此外，随着各国对环境保护的日益重视，征收碳排放税等环保措施的执行也将对航空公司运营产生影响。

行业未来发展方面，2018 年 11 月，中国民航局发布《新时代民航强国建设行动纲要》，提出推进民航发展质量、效率和动力变革，实现民航高质量发展，到本世纪中叶全面建成保障有力、人民满意、竞争力强的民航强国。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。

总体看，2018 年航空运输行业保持平稳增长态势，增速较上年有所放缓。2018 年航油价格上涨以及人民币汇率贬值对航空公司经营业绩及盈利能力产生了一定影响。中长期看，居民收入的增加、国家政策的支持为中国民航运输业的发展提供了有力保障。

四、管理分析

2018 年 6 月，章正荣担任公司党组成员、副总经理。2018 年 10 月，郭志强担任公司总经济师。2018 年 11 月，谭万庚不再担任公司党组副书记、董事、总经理。2018 年 11 月，韩文胜担任公司党组副书记、董事，不再担任公司副总经理；张子芳不再担任公司党组副书记、副总经理。2019 年 1 月，马须伦担任公司党组副书记、董事、总经理。2019 年 2 月，罗来君担任公司党组成员、副总经理。公司董事、监事及高级管理人员公司较上次评级时点（上次评级时点为 2018 年 3 月底）相比，未发生其他变动。

总体看，跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常，董事及高级管理人员变动属于正常人事变动。

五、经营分析

1．经营概况

公司目前收入主要来自子公司南航股份的航空业务收入，除此之外还有少量中国南航集团文化传媒股份有限公司的广告、策划收入以及中国南航集团财务有限公司的利息收入、手续费及佣金收入等。2018 年，公司实现营业总收入[1]1,443.58 亿元，较上年增长 12.64%。随着子公司南航股份运力及客运量的上升，2018 年，公司实现营业收入 1,441.29 亿元，较上年增长 12.69%，其中主营业务收入占营业收入的 98.24%，主业仍十分突出。

2018 年公司主营业务收入中，飞机营运服务收入 1,411.57 亿元，较上年增长 12.82%，飞机营运服务收入依然为公司主要收入来源；其他辅业收入 4.39 亿元，较上年增加 18.49%。2018 年，国际原油价格的上涨及公司飞行小时的增长带动航油成本大幅上升，同时职工薪酬费用、起降费用等成本均有所上涨，致使公司主营业务成本较上年增长 15.29%，主营业务毛利率较上年下降 1.92 个百分点。

[1] 依据公司审计报告，公司营业总收入=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入

表 2　2017~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2017 年			2018 年			收入同比增减	毛利率同比增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
飞机营运服务	1,251.21	99.70	11.71	1,411.57	99.69	9.79	12.82	-1.92
其他辅业收入	3.70	0.30	39.00	4.39	0.31	36.72	18.49	-2.28
合计	**1,254.92**	**100.00**	**11.79**	**1,415.96**	**100.00**	**9.87**	**12.83**	**-1.92**

资料来源：公司审计报告
注：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。

成本构成方面，2018 年，国际原油价格上涨，航油成本在公司主要营业成本中的占比较上年上升 4.90 个百分点，航油成本对公司经营业绩的影响加大。公司其他主营业务成本随着运力提升呈上升趋势，在主营业务成本中的占比基本稳定。

表 3　2017~2018 年公司主营业务成本构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
航油成本	318.95	28.81	429.22	33.71
职工薪酬费用	178.78	16.15	190.89	14.99
起降费用	149.10	13.47	159.80	12.55
折旧费用	125.75	11.36	135.82	10.67
经营租赁费	80.22	7.25	87.26	6.85
飞机、发动机维修费	77.92	7.04	83.32	6.54
餐食及机供品费用	33.79	3.05	37.34	2.93
其他	142.39	12.86	149.75	11.76
合计	**1,106.90**	**100.00**	**1,273.40**	**100.00**

资料来源：公开信息
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。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 378.95 亿元，较上年同期增长 10.45%；当期综合毛利率为 14.72%。2019 年起，子公司南航股份开始执行新租赁准则（详见下文），将除短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用，公司营业成本构成相应调整。

总体看，2018 年，公司业务发展稳健，收入仍主要来源于子公司南航股份的航空运输业务。受益于客运量的稳定上升，公司收入保持较快增长态势，但受国际原油价格上升以及其他成本增长影响，毛利率有所下降。由于航油采购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。

2．飞机营运服务业务

跟踪期内，公司飞机营运服务业务仍主要由子公司南航股份以及南航股份下属分公司和控股公司负责运营。截至 2018 年末，子公司南航股份拥有北京、深圳等 16 家分公司和厦门航空有限公司、贵州航空有限公司、珠海航空有限公司等 8 家控股航空子公司，在杭州、青岛等地设有 22 个国内营业部，在悉尼、纽约等地设有 69 个国外办事处。此外，南航股份还持有四川航空股份有限公司 39%股权。

（1）航线布局

公司航线网络密集，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。2018 年，公司重点发力国内市场，增班北京—深圳、广州—上海等主干航线，同时新开广州—成都—稻城、武汉—湛江等 311 条国内航线，丰富航线网络；公司稳健发展远程国际市场，新开广州—拉合尔、广州—三亚—伦敦等 40 条国际及地区航线。

截至 2018 年末，公司每天有 3,000 多个航班飞至全球 40 多个国家和地区、224 个目的地，提供座位数超过 30 万个。

公司持续优化广州枢纽，2018 年完成广州白云机场 T2 航站楼转场运行。目前公司广州枢纽已经形成了以欧洲、大洋洲两个扇形为核心，以东南亚、南亚、东亚为腹地，辐射北美、中东、非洲的航线网络布局。2018 年广州枢纽中转旅客人数及收入保持增长态势，枢纽效应持续显现。公司全力打造北京枢纽，积极做好大兴新机场运营筹备工作，提前研究转场方案。

（2）机队规模

截至 2018 年末，公司共拥有飞机 840 架（客机 826 架、货机 14 架），较年初净增加 86 架。2018 年，公司引进飞机 104 架（包括经营租赁飞机 58 架、融资租赁飞机 29 架、自购飞机 17 架），退出飞机 18 架。截至 2018 年末，公司所拥有的 840 架飞机中，经营租赁 326 架（占 38.81%）、融资租赁 232 架（占 27.62%）、自购 282 架（占 33.57%）。截至 2018 年末，公司机队规模仍位居全国首位[2]，经营租赁飞机占比较上年末提升 3.80 个百分点。

表 4　2017~2018 年公司飞机保有形式构成（单位：架、%）

形式	截至 2017 年末		截至 2018 年末	
	数量	占比	数量	占比
经营租赁	264	35.01	326	38.81
融资租赁	213	28.25	232	27.62
自购	277	36.74	282	33.57
合计	**754**	**100.00**	**840**	**100.00**

资料来源：南航股份年报
注：1、自购飞机数量中，有一部分飞机来自融资租赁到期转自购；
2、上表飞机数量为公司及其控股子公司拥有的飞机合计数，其中子公司厦门航空有限公司截至 2018 年末拥有飞机数量为 210 架。

（3）运营情况

从运力投放来看，公司可用吨公里保持持续增长态势。截至 2018 年末，公司可用吨公里为 427.28 亿吨公里，较上年增长 11.47%，国内、港澳台和国际航线载运能力均提升较快，其中港澳台可用吨公里由 2017 年的同比下降 9.04%转为 2018 年的同比增长 12.75%，主要系港澳台地区市场需求好转公司投放运力增长所致。运力投入持续提升，为公司未来业务量增长提供有力支撑。

表 5　2017~2018 年公司可用吨公里情况（单位：亿吨公里、%）

地区	2017 年	2018 年	同比增减
国内	221.68	245.50	10.75
港澳台	4.47	5.04	12.75
国际	157.17	176.75	12.46
合计	**383.32**	**427.28**	**11.47**

资料来源：南航股份年报

[2] 上市公司年报显示，中国国航（601111.SH）、东方航空（600115.SH）、南航股份（600029.SH）、海航控股（600221.SH）机队规模分别为 669 架、692 架、840 架和 463 架。

从运输总量来看，2018 年，公司运输量继续提升，共完成运输总周转量 303.34 亿吨公里，同比增长 11.03%；其中港澳台航线运输总周转量增幅明显，由上年的同比减少 3.40%转为同比增长 11.63%。2018 年，公司总体载运率平均为 70.99%，较上年基本保持稳定。

表 6　2017~2018 年公司载运量及载运率情况（单位：亿吨公里、%、个百分点）

项目	地区	2017 年	2018 年	同比增加/减少
收费吨公里	国内	158.34	174.38	10.13
	港澳台	2.83	3.15	11.63
	国际	112.04	125.81	12.29
	合计	**273.21**	**303.34**	**11.03**
总体载运率（RTK/ATK）	国内	71.43	71.03	-0.40
	港澳台	63.23	62.63	-0.60
	国际	71.29	71.18	-0.11
	平均	**71.27**	**70.99**	**-0.28**

资料来源：南航股份年报
注：收费吨公里（或 RTK），即运输总周转量，飞行公里数乘以运载（乘客及货邮）吨位量；
总体载运率是指以收费吨公里除以可用吨公里所得的百分比

从客运业务来看，2018 年公司航线载客人次达 1.40 亿人，较上年增加 10.76%，旅客运输量仍居国内各航空公司之首。载客仍主要来自国内航线，达 1.19 亿人次，占 85.42%；国际航线载客人数由于需求增长以及公司持续拓展国际网络，同比增长 16.36%；受港澳台地区旅游及商务需求复苏因素影响，港澳台航线载客人数由上年的下滑 0.46%转为同比增长 8.47%。旅客周转量方面，2018 年公司收费客公里 2,591.94 亿客公里，同比增长 12.35%，国内、港澳台、国际航线均实现 10%以上增幅。客座率 82.44%，较上年小幅提升。

表 7　2017~2018 年公司客运情况（单位：千人、亿客公里、%）

项目	地区	2017 年	2018 年	同比
载客人数	国内	108,616.65	119,494.01	10.01
	港澳台	2,329.80	2,527.08	8.47
	国际	15,352.29	17,863.96	16.36
	合计	**126,298.75**	**139,885.04**	**10.76**
收费客公里	国内	1,604.28	1,789.73	11.56
	港澳台	29.35	33.05	12.61
	国际	673.35	769.16	14.23
	合计	**2,306.97**	**2,591.94**	**12.35**
客座率	国内	82.54	82.80	0.26
	港澳台	76.35	75.39	-0.96
	国际	81.67	81.93	0.26
	合计	**82.20**	**82.44**	**0.24**

资料来源：南航股份年报

从货邮运输业务来看，2018 年，公司货邮运输量继续保持增长态势，同比增长 3.60%，实现货运及邮运收入 100.26 亿元，同比增长 10.39%。

表 8　2017~2018 年公司货邮量情况（单位：千吨、%）

地区	2017 年	2018 年	同比
国内	1,048.18	1,043.91	-0.41
港澳台	22.01	21.85	-0.71
国际	601.97	666.52	10.72
合计	**1,672.16**	**1,732.28**	**3.60**

资料来源：南航股份年报

总体看，2018 年，公司仍保持突出的市场地位，其航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位，运营效率等指标整体保持稳中有升态势。在国际航线网络拓展、运力投放持续增加以及民航市场需求增长的背景下，公司国内、国际和港澳台地区客运市场均获得了快速增长。

3．投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。公司将分期支付的购机款列入在建工程，2018 年末账面余额为 317.70 亿元。2019~2021 年，公司计划分别引进 114 架、91 架和 29 架飞机[3]，退出 45 架、28 架和 3 架飞机，预测 2021 年末公司机队规模将达到 982 架。2019~2021 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 791.64 亿元，其中 1 年以内（含 1 年）381.41 亿元，1~2 年（含 2 年）323.95 亿元，公司仍具有较大的飞机购买支出需求。

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项目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 205.72 亿元，截至 2018 年末已投资 54.28 亿元，尚需投资 151.44 亿元。

表 9　截至 2018 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资规模
北京新机场南航基地项目	145.51	36.95
厦航大厦	23.09	5.27
厦门生产基地扩建工程	5.20	3.37
上海基地虹桥项目	4.23	3.22
福州长乐机场设施	9.26	2.23
湖北分公司南工作区综合保障楼	4.18	1.29
飞行模拟机训练中心	6.05	1.02
杭州基地	8.20	0.93
合计	**205.72**	**54.28**

资料来源：公司审计报告
注：此表格中为部分工程类在建项目，不包含分期支付飞机购买款等。

其中，公司作为北京新机场主基地航空公司，按照承担北京新机场航空旅客业务量 40%的目标进行基地建设。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，榆垡镇东侧，距天

[3] 公司机队未来引进退出计划，以实际营运为准。

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（分为一期和二期工程）总预算约 145.51 亿元，截至 2018 年末，一期工程已累计完成投资 36.95 亿元，预计将于 2019 年下半年正式投入使用，二期工程尚未动工。

总体看，公司仍处于快速发展阶段，在飞机引进、基地项目建设等方面仍将面临较大的资本支出压力。北京新机场 2019 年下半年的投入运营，将加快推进公司广州-北京“双枢纽”战略落地，公司客运业务将进一步增长。

4．重大事项

（1）子公司南航股份完成非公开发行 H 股、A 股股票

2017 年 6 月 26 日，南航股份与公司签订《关于认购中国南方航空股份有限公司非公开发行 A 股股票之认购协议》，与公司全资子公司南龙控股签订《关于认购中国南方航空股份有限公司非公开发行 H 股股票之认购协议》。南航股份拟向包括公司在内的不超过十名特定投资者非公开发行不超过 18 亿股 A 股股票（含），发行规模不超过 95 亿元（含）；同时，拟向南龙控股非公开发行不超过 600,925,925 股 H 股普通股（经调整），募集资金总额不超过港币 36.99 亿元（含），南龙控股以港币现金认购。

2018 年 3 月，南航股份收到证监许可[2018]431 号文核准，并于 2018 年 9 月 11 日完成向南龙控股发行 H 股普通股，共募集港币 36.26 亿元。南航股份此次募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充其一般运营资金。

2018 年 8 月，南航股份收到证监许可[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》，于 2018 年 9 月 26 日完成向公司等七名发行对象非公开发行 A 股股票，募集资金总额为 95.00 亿元。南航股份此次募集的资金扣除发行费用后将主要用于飞机引进。

截至 2018 年末，公司直接和间接合计持有南航股份 50.54%股份，仍为南航股份的控股股东。

（2）737-8 客机停飞

2019 年 3 月 10 日，埃塞俄比亚航空一架波音 737-8 客机坠毁。3 月 11 日，中国民航局官网发布通告，要求国内运输航空公司暂停波音 737-8 飞机的商业运行，民航局将联系美国联邦航空局和波音公司，在确认具备有效保障飞行安全的有关措施后，通知各运输航空公司恢复波音 737-8 飞机的商业运行。根据民航资源网数据显示，目前国内航司共运营 737-8 飞机 96 架，其中公司共拥有 34 架。联合评级将持续关注 737-8 客机停飞事件的最新进展并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

总体看，公司及其子公司南龙控股完成向南航股份增资后，将有助于子公司南航股份扩充机队规模，进一步提升航空运输业务核心竞争力。同时，联合评级将持续关注 737-8 客机停飞事件的最新进展并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

5．未来发展

公司明确了“三二四五三”战略框架，其中，战略目标是“三个一流”：一流的安全品质、一流的盈利能力、一流的品牌形象；战略布局是打造广州—北京“双枢纽”；战略取向是推动“四化”：规范化、一体化、智能化、国际化发展；治理体系由党的领导、治理结构、战略管理、市场机制和

企业文化五个体系构成；保障能力是加强“条件、资源、环境”三个方面的保障。

至“十三五”末期，公司计划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。

总体看，公司未来发展目标明确，规划合理。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见。公司 2019 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则等规定进行编制。

会计政策变更方面，公司自 2018 年 1 月 1 日起执行最新企业会计准则修订及解释，对会计政策相关内容进行调整。整体看，新收入准则调整对公司 2018 年报表影响可控，新金融准则调整对公司影响较小，子公司南航股份 2019 年起执行新租赁准则，对公司报表可比性产生一定影响。

合并范围方面，截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内拥有一级子公司 14 家。其中，2018 年合并范围新增子公司 2 家；2019 年 1~3 月合并范围无变化。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 2,619.44 亿元，较年初增长 14.50%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 9.98%，非流动资产占 90.02%。公司资产仍以非流动资产为主，符合航空运输行业特点。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 261.50 亿元，较年初增长 47.90%，主要系预付款项、其他应收款和其他流动资产增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 20.26%）、应收票据及应收账款（占 11.44%）、预付款项（占 14.04%）、其他应收款（占 14.24%）、存货（占 6.53%）、其他流动资产（占 21.71%）构成。其中，公司货币资金 52.98 亿元，较年初下降 19.44%，主要由银行存款（占 85.65%）和其他货币资金（占 14.31%）构成，使用受限资金为 7.38 亿元，主要为存放中央银行的准备金以及公司及子公司的关税保函费及房屋维修基金。应收票据及应收账款账面价值 29.93 亿元，较年初增长 7.85%；其中应收账款 29.85 亿元，较年初增长 8.34%；在已经执行新金融工具准则的应收账款（占 96.99%）中，账龄 1 年以内的占 98.99%，账龄短；公司应收前五名单位期末余额合计 9.54 亿元，占应收账款期末余额合计数的 31.26%，款项较为分散；应收账款累计计提坏账准备 0.65 亿元。公司预付款项主要由预付燃油款、经营租赁费、预付培训费、预付设备款等款项构成，2018 年末预付款项 36.72 亿元，较年初增长 166.75%，主要系新增预付中国航空油料有限责任公司 20 亿元燃油款所致。其他应收款 37.24 亿元，较年初增长 171.61%，主要系新增中移资本控股有限责任公司的股权出售款以及应收武汉天河机场有限责任公司的政府补助款等所致；主要系新增中移资本控股有限责任公司的股权出售款以及应收武汉天河机场有限责任公司的政府补助款等所致。存货账面价值 17.07 亿元，较年初增长 3.98%；公司存货主要由航材消耗件（占 87.47%）构成，属于日常营运耗材；累计计提存货跌价准备 2.23 亿元，主要系部分老旧机型退出运营后，相关配套专用航材预计可变现净值低于账面价值所致。其他流动资产 56.76 亿元，较年初增长 47.55%，主要系待抵扣的增值税进项税增加

所致；公司其他流动资产由待抵扣的增值税进项税（占 94.54%）、理财产品（占 3.35%）和预缴税费（占 2.11%）构成。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 2,357.94 亿元，较年初增长 11.70%，主要系固定资产和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.32%）、固定资产（占 73.38%）和在建工程（占 16.12%）构成。其中，公司长期股权投资 125.47 亿元，较年初增长 64.50%，主要系公司协议收购广州金融控股集团有限公司持有的广州银行股份有限公司的股权所致；公司长期股权投资主要涉及航空行业上下游企业（珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司、中国民航信息网络股份有限公司、广州飞机维修工程有限公司及四川航空股份有限公司等）及金融行业（广州银行股份有限公司）。公司固定资产账面价值 1,730.18 亿元，较年初增长 8.83%；公司固定资产主要由飞机（自置飞机 616.91 亿元、融资租入飞机 754.89 亿元）、其他飞行设备（包括高周转件等，102.31 亿元）和房屋建筑物（93.51 亿元）等构成；累计计提折旧 960.21 亿元，资产成新率为 64.60%；计提减值准备 10.96 亿元，主要系部分飞机或其他飞机设备市场价格下跌所致；公司有账面价值约 50.77 亿元房产尚未办妥土地使用权证及房产证。在建工程 380.00 亿元，较年初增长 20.44%，主要系分期支付购买飞机支出增加以及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款（占 83.60%）和北京新机场南航基地项目投入（占 9.72%）。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产总额 910.03 亿元，占总资产的 34.74%，其中货币资金中存在使用受限资金 7.38 亿元，固定资产中用于抵押的飞机 891.31 亿元，投资性房地产和无形资产科目中用于抵押的房产和土地使用权合计 1.06 亿元，长期应收款中应收融资租赁款 10.11 亿元。整体看，公司资产受限规模较大。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 3,099.30 亿元，较上年末增长 18.32%，主要系新增使用权资产以及固定资产下降综合作用所致。公司实行新租赁准则，将融资租赁资产与经营租赁资产合并计入使用权资产，导致 2019 年 3 月末公司固定资产较上年末下降 50.96%至 848.56 亿元，新增使用权资产 1,346.66 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，以飞机为主的固定资产和使用权资产占比高，符合航空运输行业特点。但公司飞机资产抵押比率较高。整体看，公司资产质量较好。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债总额 1,782.39 亿元，较年初增长 11.82%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 50.28%，非流动负债占 49.72%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

截至 2018 年末，公司流动负债 896.15 亿元，较年初增长 20.01%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 24.57%）、应付票据及应付账款（占 16.43%）、其他应付款（占 8.34%）、预收款项（占 9.63%）、一年内到期的非流动负债（占 26.21%）、其他流动负债（占 6.81%）构成。其中，公司短期借款 220.21 亿元，较年初下降 7.75%；应付票据及应付账款 147.20 亿元，较年初增长 9.05%，主要系应付起降费和应付航油款增加所致。2018 年末，公司新增合同负债 16.93 亿元，系子公司南航股份自 2018 年起采用新收入准则后，将原计入“递延收益”核算的常旅客里程奖励计划在本科目中核算，并将一年后到期部分计入“其他非流动负债”所致。预收款项 86.32 亿元，较年初增长 19.93%，主要系预售飞机舱位所得票款增加所致。公司一年内到期的非流动负债 234.85 亿元，较年初增长 45.82%，主要系一年内到期的应付债券

增加所致；一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（23.66 亿元）、一年内到期的应付债券（131.00 亿元）和一年内到期的长期应付款（80.19 亿元）构成。其他流动负债 61.00 亿元，几乎全部为年内新增，主要系新增发行超短期融资券所致；本报告将短期融资券纳入短期债务核算。

截至 2018 年末，公司非流动负债 886.24 亿元，较年初增长 4.60%；公司非流动负债主要由长期借款（占 24.14%）、应付债券（占 11.51%）、长期应付款（占 57.22%）构成。其中，公司长期借款 213.92 亿元，较年初增长 114.11%，主要系抵押借款大幅增加所致；公司长期借款由抵押借款（占 53.92%）和信用借款（占 46.08%）构成，利率区间为 1.20%至 4.75%。应付债券 102.04 亿元，较年初下降 30.56%，主要系部分债券即将到期调整至一年内到期的非流动负债所致。长期应付款 507.08 亿元，较年初下降 5.85%，主要系部分应付融资租赁款即将到期调整至一年内到期的非流动负债所致。本报告将应付融资租赁款纳入长期债务核算。

截至 2018 年末，公司全部债务 1,340.59 亿元，较年初增长 13.08%。其中，短期债务 517.55 亿元（占 38.61%），较年初增长 29.36%；长期债务 823.04 亿元（占 61.39%），较年初增长 4.78%。由于行业特点，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。截至 2018 年末，公司美元负债折算人民币余额为 357.61 亿元，占公司负债总额的 20.06%，汇率波动仍会在一定程度上影响公司的业绩表现。

债务指标方面，截至 2018 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 68.04%、61.56%和 49.58%，较年初分别下降 1.63 个百分点、下降 1.52 个百分点和下降 3.52 个百分点，公司整体债务负担较年初有所减轻。

截至 2019 年 3 月末，受新租赁准则实施影响，公司将应付融资租赁款及应付经营租赁款合并至租赁负债（3 月末租赁负债余额为 865.64 亿元），公司负债总额较上年末增长 27.40%至 2,270.71 亿元；其他流动负债和应付债券增加主要系公司发行债券所致。从负债构成看，公司流动负债占比 43.05%，非流动负债占比 56.95%，非流动负债占比较上年末上升 7.23 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，公司全部债务为 1,824.82 亿元，较上年末大幅增长 36.12%，主要系应付经营租赁款纳入债务所致。受此影响，截至 2019 年 3 月末，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上升至 73.27%、68.77%和 59.55%，债务负担进一步加重。

公司于 2018 年 1 月先后发行两期可续期公司债券（18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”）合计 30.00 亿元，计入“所有者权益-其他权益工具”。考虑到可续期债券的性质及特点，若将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算，公司债务压力将有所增长。

总体看，跟踪期内，公司债务规模继续增长，有息债务结构以长期债务为主，整体债务负担重。2019 年起公司实行新租赁准则，债务水平快速上升。联合评级同时关注到，公司有息债务中，存在一定规模美元债务，易受人民币汇率波动影响，存在一定汇兑损益风险。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益为 837.06 亿元，较年初增长 20.65%，主要系新增其他权益工具以及未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.83%，少数股东权益占比为 53.17%，少数股东权益占比较大。归属于母公司所有者权益 392.00 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 31.12%、32.08%和 27.72%。所有者权益结构的稳定性一般。

截至 2018 年末，公司新增其他权益工具 29.99 亿元，系当年新发行永续债“18 航集 Y1”及“18 航集 Y1”（期限均为 3+N 年）。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 828.59 亿元，较上年末下降 1.01%；所有者权益结构较上

年末变动不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

4．盈利能力

随着公司运力及客运量的上升，2018 年公司实现营业总收入 1,443.58 亿元，较上年增长 12.64%，其中实现营业收入 1,441.29 亿元，较上年增长 12.69%；公司营业成本 1,292.22 亿元，较上年增长 15.31%，主要系国际原油价格上涨以及飞行小时同比增加所致。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用总额为 162.07 亿元，较上年增长 39.75%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 42.41%、23.92%和 33.67%，以销售费用和财务费用为主。其中销售费用为 68.73 亿元，较上年增长 1.14%，变化不大；管理费用为 38.77 亿元，较上年增长 8.60%；财务费用为 54.57 亿元，较上年增加 42.25 亿元，主要系人民币兑美元贬值产生大规模汇兑损失（2017 年汇兑收益 18.05 亿元，2018 年汇兑损失 19.27 亿元）及利息支出增加较快综合所致。2018 年，公司费用收入比为 11.24%，较上年增加 2.18 个百分点，公司费用控制能力一般。

利润构成方面，2018 年，公司资产减值损失 0.19 亿元，较上年大幅减少 96.42%，主要系 2017 年公司计提存货中航材消耗件跌价减值准备，以及评估了部分机龄较长的飞机资产可回收金额，并相应计提资产减值准备所致。2018 年，公司实现投资收益 24.32 亿元，较上年增长 82.17%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅增加所致；公司投资收益主要包括权益法核算的长期股权投资收益（10.72 亿元）和处置长期股权投资产生的投资收益（11.67 亿元[4]）。2018 年，公司实现其他收益 44.42 亿元，较上年增长 43.21%，主要系航线补贴及其他航空业发展补贴收入增加所致。2018 年，公司实现营业外收入 11.97 亿元，较上年增长 31.66%。2018 年，公司资产处置收益为 5.68 亿元，较上年减少 44.33%，公司处置收益主要为固定资产及在建工程处置利得。2018 年，公司实现利润总额 65.84 亿元，较上年下降 31.32%。2018 年，公司利润水平对投资收益、其他收益及营业外收入等非经常性损益依赖大，其中投资收益、其他收益以及营业外收入占利润总额的比重分别为 67.47%、36.94%和 18.17%。2018 年，公司实现净利润 50.22 亿元。

盈利指标方面，2017 年公司总资本收益率、净资产收益率和总资产报酬率分别为 5.66%、11.42%和 5.57%，得益于利润规模的增长，上述三个指标均有所上升。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 10.09%，较上年下降 2.12 个百分点。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.09%、4.02%和 6.56%，较上年分别下降 3.30 个百分点、1.67 个百分点和 5.19 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 378.95 亿元，相当于 2018 年全年的 26.25%，营业利润率较上年有所回升，系航油价格下降所致。2019 年 1~3 月，新租赁准则实施带动利息支出同比增长 99.04%，但受益于本期汇兑收益影响，公司财务费用大幅减少至-0.27 亿元。

总体看，2018 年，公司收入规模持续增长，但受航油价格上涨以及人民币兑美元汇率贬值影响，公司盈利能力下滑。同时，公司利润总额对投资收益和其他收益等非经常性损益依赖大。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 1,651.47 亿元，较上年增长 14.51%，主要系

[4] 2018 年 12 月，经国务院国资委批准，公司将持有的中国民航信息网络股份有限公司 14,660 万股股权转让给中移资本控股有限责任公司，转让价格为 20.21 亿元。

票款现金流入增长所致；经营活动现金流出 1,481.38 亿元，较上年增长 20.57%，主要系受成本上涨影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上，2018 年，公司实现经营活动净流入 170.09 亿元，较上年下降 20.34%。2018 年，公司现金收入比为 111.13%，较上年提高 1.62 个百分点，收入实现质量好，经营活动获现能力强。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 116.39 亿元，较上年下降 6.64%；投资活动现金流出 402.84 亿元，较上年增长 45.04%。2018 年，公司实现投资活动现金净流出 286.46 亿元，流出规模较上年增长 87.12%。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，2018 年，公司筹资活动现金流入 718.01 亿元，较上年增长 37.01%，主要系取得借款以及非公开发行股票等收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 613.00 亿元，较上年增长 5.78%，主要为偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2018 年，公司实现筹资活动产生的现金流量由上年的净流出 55.48 亿元转为净流入 105.01 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 55.15 亿元、-41.84 亿元和-19.87 亿元。

总体看，2018 年，公司业务仍保持很强的获现能力，经营活动产生的现金流入规模大且持续增长，但受航油等成本上升影响现金净流入规模有所下降。公司投资需求较大，投资活动继续保持大规模的现金净流出状态。2018 年受南航股份非公开发行股融入资金及公司为满足投资资金需求加大对外筹资力度，筹资活动现金流量净额由负转正。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 0.24 倍和 0.21 倍分别提高至 0.29 倍和 0.27 倍。截至 2018 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.17 倍下降至 0.13 倍。截至 2019 年 3 月末，公司现金短期债务比为 0.10 倍。公司短期债务规模大，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱，但考虑到公司经营活动获现能力强且经营活动现金净流入规模大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为245.44亿元，较上年下降5.11%。从构成看，公司EBITDA由折旧（占57.64%）、计入财务费用的利息支出（占13.37%）、利润总额（占26.83%）构成。2018年，公司EBITDA利息倍数由上年的6.84倍下降至5.62倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.22倍下降至0.18倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力较好。

截至 2018 年末，公司共获得银行授信额度约 3,009.38 亿元，其中尚未使用的银行授信额度为约 2,395.89 亿元，间接融资渠道畅通；子公司南航股份为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044011101096710Y），截至 2019 年 5 月 5 日，公司本部无未结清和已结清不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 3.18 亿元，为下属子公司南航股份、厦门航空为飞行学员飞行培训费个人贷款提供的担保，担保比率为 0.38%。2018 年，公司由于被担保飞行学员未按时还贷而履行担保责任的还贷金额为 0.01 亿元，公司代偿风险低。

重大未决诉讼方面，截至 2019 年 3 月末，公司存在重大未决诉讼 2 项，分别为：①2018 年，子公司南航股份和若干第三方被某商业银行天津分行追加为某借款合同纠纷案件被告，案件涉及约 9,800 万元。截至本报告出具日，该案件已移交天津市高级人民法院进一步处理。经初步调查，上述

案件的被告某信息技术公司注册时伪造公司及若干第三方印章，公司此前已就其伪造公司印章的行为向公安机关报案，公安机关已立案侦查。截止本报告出具日，上述案件尚未进行一审开庭。②盈信集团有限公司与南航股份于 1993 年至 2017 年合资经营大连航空食品有限公司。2018 年 5 月 31 日，合资公司开始清算，双方对分配清算剩余财产产生争议。案件涉及金额约为 3,222.34 万元。该案由深圳国际仲裁院进行仲裁，目前尚未一审开庭。

总体看，公司目前债务负担较重，具有一定短期偿债压力，但公司经营获现能力强、经营活动现金净流入规模大，且公司融资渠道畅通，同时考虑到公司航空业务处于国内同行业领先水平，市场地位突出，且其实际控制人为国务院国资委，股东实力雄厚，公司整体偿债能力极强。

7．母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额365.11亿元，所有者权益224.21亿元；2018年，母公司实现营业收入1.86亿元，利润总额19.52亿元。

截至2019年3月末，母公司资产总额352.95亿元，所有者权益223.90亿元，负债129.05亿元，全部债务97.22亿元，其中应付债券39.50亿元；母公司资产负债率36.56%，全部债务资本化比率30.27%。2019年1~3月，母公司实现营业收入0.44亿元，利润总额1.21亿元。

七、本次债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2018年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达65.32亿元，约为“18航集Y1”和“18航集Y2”待偿本金合计（30.00亿元）的2.18倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达837.06亿元，约为债券待偿本金合计（30.00亿元）的27.90倍，公司净资产能够对“18航集Y1”和“18航集Y2”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为245.44亿元，约为债券待偿合计本金（30.00亿元）的8.18倍，公司EBITDA对“18航集Y1”和“18航集Y2”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入为1,651.47亿元，约为债券待偿合计本金（30.00亿元）的55.05倍，公司经营活动现金流入量对“18航集Y1”和“18航集Y2”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内三大航空运输集团之一，在行业地位、股东实力等方面具有显著优势，联合评级认为，公司对“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”的偿还能力极强。

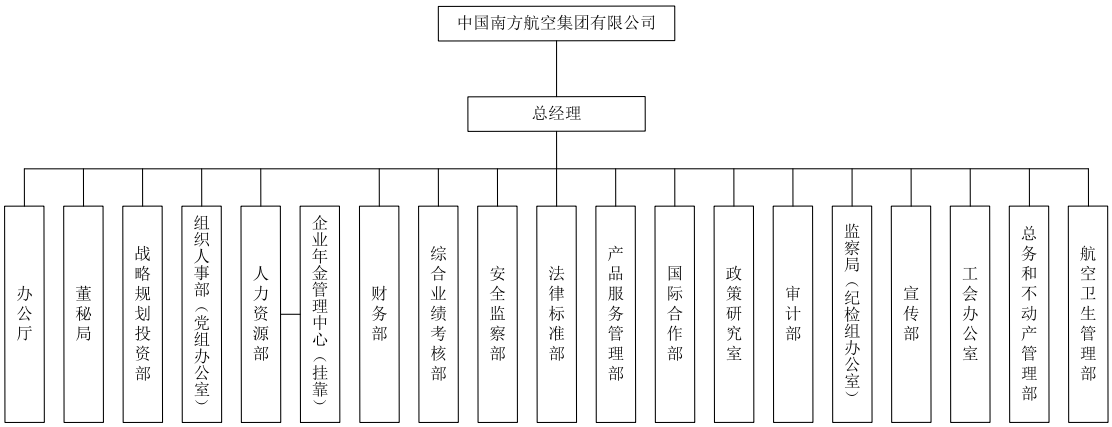
八、综合评价

公司作为国务院国资委直属的中国三大航空运输集团之一，继续保持突出的市场地位。跟踪期内，航空运输业运行情况良好，公司航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。受益于客运量的持续提升，公司收入保持快速增长态势。同时，联合评级也关注到人民币兑美元汇率贬值以及航油价格上涨导致公司利润下滑、公司未来仍面临一定资本支出压力等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

居民收入的增加、国家政策的支持为中国民航运输业的发展提供了有力保障。2018 年 9 月，公司及其他企业完成向子公司南航股份增资后，南航股份资本实体的提升将有助于其继续扩充机队规模，进一步提升公司航空运输业务核心竞争力。同时，随着广州-北京“双枢纽”战略布局的加快推进，以及北京新机场的投入运营，公司航空运输主业规模将进一步扩大。公司未来发展前景良好。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18航集Y1”和“18航集Y2”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　截至 2019 年 3 月末中国南方航空集团有限公司组织结构图



附件 2　截至 2018 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司名称	注册地	实收资本（亿元）	持股比例（%）	业务范围	取得方式
1	中国南方航空股份有限公司	广州	122.67	50.54	航空运输业务	投资设立
2	南龙控股有限公司	香港	46.92	100.00	投资控股	投资设立
3	中国南航集团财务有限公司	广州	10.73	100.00	吸收存款及发放贷款	投资设立
4	中国南航集团文化传媒股份有限公司	广州	2.00	100.00	文化广告服务业等	投资设立
5	中国南航集团资本控股有限公司	广州	55.00	100.00	租赁和商务服务业	投资设立
6	广州南航建设有限公司	广州	9.34	100.00	房地产项目投资	投资设立
7	中国南航集团地勤有限公司	深圳	0.14	100.00	航运代理	投资设立
8	珠海南航明珠大酒店有限公司	珠海	0.01	100.00	住宿饮食服务等	投资设立
9	中国南航集团物业管理有限公司	广州	0.10	100.00	为南航集团自有物业提供管理服务	投资设立
10	南航集团北京经济开发有限公司	北京	0.05	100.00	航空快件及代理业务等	投资设立
11	新疆航空公司	乌鲁木齐	7.82	100.00	航空运输业务	其他
12	中国北方航空有限公司	沈阳	4.99	100.00	航空运输业务	其他
13	中国南方航空集团深圳有限公司	深圳	0.82	100.00	进出口业务	其他
14	南航集团经济发展公司	汕头	0.12	61.00	制造业	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 3　中国南方航空集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	2,287.76	2,619.44	3,099.30
所有者权益（亿元）	693.80	837.06	828.59
短期债务（亿元）	400.08	517.55	605.08
长期债务（亿元）	785.45	823.04	1,219.74
全部债务（亿元）	1,185.54	1,340.59	1,824.82
营业总收入（亿元）	1,281.58	1,443.58	378.95
净利润（亿元）	75.31	50.22	31.70
EBITDA（亿元）	258.65	245.44	--
经营性净现金流（亿元）	213.53	170.09	55.15
应收账款周转次数（次）	42.80	49.11	--
存货周转次数（次）	42.38	68.01	--
总资产周转次数（次）	0.58	0.59	--
现金收入比率（%）	109.51	111.13	102.66
总资本收益率（%）	7.39	4.09	--
总资产报酬率（%）	5.69	4.02	--
净资产收益率（%）	11.75	6.56	--
营业利润率（%）	12.21	10.09	14.50
费用收入比（%）	9.07	11.24	6.37
资产负债率（%）	69.67	68.04	73.27
全部债务资本化比率（%）	63.08	61.56	68.77
长期债务资本化比率（%）	53.10	49.58	59.55
EBITDA 利息倍数（倍）	6.84	5.62	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.18	--
流动比率（倍）	0.24	0.29	0.25
速动比率（倍）	0.21	0.27	0.23
现金短期债务比（倍）	0.17	0.13	0.10
经营现金流动负债比率（%）	28.60	18.98	5.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.62	8.18	--

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中的短期融资券计入短期债务核算，将应付融资租赁款、租赁负债计入长期债务核算；
4、本报告将 2019 年 3 月末租赁负债计入长期债务核算；
5、营业总收入=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入；
6、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 4　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=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/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）
本次公司债券偿还能力	
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 5　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。