跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]723 号

中国航空集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国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”

中国航空集团有限公司公开发行的“16 中航 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月 一 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

中国航空集团有限公司
公司债券 2018 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
16 中航 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2017/6/28

跟踪评级时间：2018 年 06 月 01 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	2,369.54	2,486.70
所有者权益（亿元）	874.50	1,025.11
长期债务（亿元）	766.16	623.90
全部债务（亿元）	1,097.02	1,007.82
营业总收入（亿元）	1,145.98	1,238.47
净利润（亿元）	80.24	90.55
EBITDA（亿元）	277.62	293.52
经营性净现金流（亿元）	303.92	274.63
营业利润率（%）	22.50	17.47
净资产收益率（%）	9.79	9.53
资产负债率（%）	63.09	58.78
全部债务资本化比率（%）	55.64	49.57
流动比率（倍）	0.34	0.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	7.82	7.84
EBITDA/待偿本金合计（倍）	13.88	14.68

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、本报告中吸收存款及同业存放、其他流动负债中的短融、超短融计入短期债务；一年内到期的非流动负债计入短期债务时已剔除一年内到期的递延收益和一年内到期的长期应付款-其他；5、本报告中长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务；6、本报告所用收入计算指标均指营业总收入。

评级观点

2017 年，中国航空集团有限公司（以下简称“中航集团”或“公司”）作为国内三大航空运输集团之一中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”）的控股股东，在资产规模、航线资源、品牌影响力等方面继续保持显著优势。2017 年，公司所处的航空运输业运行情况良好，公司机队规模、年客运量等多项指标继续稳步增长，公司继续完善国内外航线布局，收入及利润规模保持增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司外部竞争压力有所加大、汇率波动以及国际油价有所回升等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司仍将坚持以北京为超级枢纽、成都为国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构的战略布局，并优化网络布局，在强化航空运输业的同时，沿航空产业链积极探索相关产业的发展。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“16 中航 01”债项“AAA”的信用等级。

优势

1．2017 年，公司所处的航空运输业运行情况良好，为公司提供了较好的外部发展环境。

2．2017 年，公司继续保持在行业中的领先地位，多项指标居国内同行业前列，在国内航运市场上具有较明显的竞争优势。

3．公司已形成了北京为超级枢纽，以成都为国际枢纽，以上海和深圳门户为核心的四角菱形航线网络结构。同时，公司继续完善国内外航线布局，收入及利润规模保持增长。

关注

1．随着中国航空市场逐步开放以及高铁分流等影响，公司外部竞争压力将有所加大。

2．公司部分外汇负债和部分费用以人民币以外的货币为单位，汇率波动将对公司业绩产生重大影响。

3. 航油成本在公司运营成本中占比仍较大，近期国际油价呈回暖态势，或将对公司盈利能力产生一定影响。

分析师

杨　婷
电话：010-85172818
邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

徐汇丰
电话：010-85172818
邮箱：xuhf@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

中国航空集团有限公司（以下简称“中航集团”或“公司”）前身系民航北京管理局飞行总队。2002 年 10 月，为了贯彻落实国务院《民航体制改革方案》的各项指标，根据《国务院关于组建中国航空集团公司有关问题的批复》（国函〔2002〕62 号）要求，原中国国际航空公司联合原中国西南航空公司、原中国航空总公司组建成立中国航空集团公司。根据国资产权〔2016〕1027 号《关于中国航空器材进出口有限责任公司国有股权无权划转有关问题的批复》，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）向公司无偿划入中国航空器材进出口有限责任公司 23%国有股权，净资产额 4.68 亿元增加公司实收资本；2017 年根据国务院国资委《关于中国航空集团公司改制有关事项的批复》（国资改革〔2017〕1182 号）等规定，中国航空集团公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称变更为中国航空集团有限公司，截至 2017 年末，公司实收资本 155.43 亿元。组建后的中航集团属于特大型国有航空运输集团公司，直属国务院国资委领导。

2017 年公司经营范围较上年未发生变化。截至 2017 年末，公司总部下设集团办公厅/外事办公室、规划发展部、人力资源部、财务部、航空安全管理部、资产管理部、法律部、产品服务部、集团党组工作部、纪检监察部/审计部、保卫部、工会办公室、全面深化改革领导小组办公室、董事会秘书局、信息管理部、集中采购部和离退休人员管理部共 17 个职能部门（见附件 1）。截至 2017 年末，集团在岗人数共 96,490 人.

截至 2017 年末，公司合并资产总额 2,486.70 亿元，负债合计 1,461.58 亿元，所有者权益合计 1,025.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 525.33 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 1,238.47 亿元，净利润 90.55 亿元，其中，归属于母公司净利润为 41.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额 274.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.90 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区霄云路 36 号国航大厦；法定代表人：蔡剑江。

二、债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2190 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 80 亿元的公司债券，分期发行。2016 年 10 月 25 日，公司完成首期“中国航空集团公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”（债券简称：“16 中航 01”，证券代码：136796.SH）发行，实际发行规模为 20 亿元，3 年期，票面利率为 2.87%。

公司按募集说明书中承诺的用途和使用计划将募集资金用于公司本部偿还到期超短期融资券，“16 中航 01”募集资金已全部使用完毕。“16 中航 01”债券付息日期为 2017 至 2019 年每年的 10 月 25 日，如遇法定节假日或者休息日则顺延至其后的第一个交易日，截至本报告出具日，公司已支付 2016 年 10 月 25 日至 2017 年 10 月 24 日期间的利息。

三、行业分析

根据国际航空运输协会（以下简称“国际航协”）发布的最新全球航空定期运输数据显示，2017 年全球航空客运需求（按照收入客公里计算）同比增长 7.6%，远高于过去十年 5.5%的年均增长率。

2017 年，我国民航市场整体运转良好。根据中国民航局统计数据，中国民航 2017 年全年运输总周转量首次突破千亿吨公里，达到 1,083.1 亿吨公里，旅客运输量 5.52 亿人次，货邮运输量 705.8 万吨，同比分别增长 12.5%、13%和 5.7%。根据全国民航工作会议提出的民航发展主要预期指标，

2018 年预计运输总周转量为 1,208 亿吨公里，旅客运输量 6.12 亿人次，货邮运输量 756 万吨，同比分别增长 11.6%、11.4%和 6.2%。

行业景气度方面，根据《2017 年中航信航指数年度白皮书》，国内航线景气指数同比增长 6.5%至 131，市场稳步上升；国际航线保持高速增长，较 2016 年增长 11.72%至 162；港澳台航线市场“冰封期”内缓慢前进，景气指数 117，同比增长 3.54%。

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。2016 年初起，国际原油价格呈触底回暖态势，截至 2016 年末，布伦特原油价格为 54.94 美元/桶，较年初增长 53.72%，2017 年受国际油价增长影响，航空公司成本增幅明显，截至 2018 年 2 月 1 日，航空煤油为 5,097 元/吨，2018 年 2 月 28 日布伦特原油价格 65.70 美元/桶，航油价格整体上升明显。但同时，国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性，加之国内大型航空公司的大部分航油均从国内采购商采购，国际原油价格波动以及发改委对国内航油价格的调整将对航空公司成本产生一定影响。

竞争方面，目前，中国航空运输业已经形成了以中国航空、东方航空、南方航空三大航空公司为主导，多家航空公司并存的竞争格局。三大国有控股航空集团占据了国内航空客货运输市场较大的份额，其他区域性航空公司和特色航空公司在各自专注的细分市场领域具有较强的市场竞争力。据中国民航局统计，截至 2017 年底，我国共有运输航空公司 58 家，较 2016 年底减少 1 家，其中，国有控股公司 43 家，民营和民营控股公司 15 家；全货运航空公司 8 家，中外合资航空公司 11 家，上市公司 7 家。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。此外，目前已经进入运营的 250 公里时速的动车组已经对航空运营带来了一定的冲击，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。

总体看，航空运输行业保持稳定发展趋势，油价目前处于稳中有升态势，或将对航空公司成本产生一定影响；外资和民营航空公司对民航业投资的增加，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。

四、管理分析

2017年4月10日，公司发布《中国航空集团公司董事长、总经理及其他高级管理人员发生变动的公告》（以下简称“公告”）。公告称，根据国务院国资委下发的《关于中国航空发动机集团有限公司等五家中央企业建设规范董事会的通知》（以下简称“《通知》”），为进一步推进国有企业完善现代企业制度，国资委决定将公司等五家中央企业纳入建设规范董事会试点企业范围。2018年1月17日，公司发布《中国航空集团有限公司董事会、监事会发生变动的公告》称，根据国务院国资委下发的《关于中国航空集团公司改制有关事项的批复》（国资改革〔2017〕1182号），《中国航空集团有限公司章程》生效。公司根据该文件设立董事会、监事会，部分人员变动具体情况如下：

表 1　公司人员变动情况

序号	姓名	本次人员变动后担任
1	薛亚松	工会主席、职工董事
2	肖艳君	职工监事
3	汪红旗	职工监事
4	李桂霞	职工监事

资料来源：公司年报

上述人事变动后公司治理结构符合法律规定。

总体看，进行规范董事会试点改革有利于进一步推进和完善公司的现代企业制度。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司主营业务仍以航空运输业为主，包括航空运输及与航空相关的业务；其中航空运输主要包括航空客运、航空货运及邮运；与航空相关的业务包括航空食品及相关、物流快递业务、广告及服务等。2017 年，公司营业总收入为 1,238.47 亿元，较上年增长 8.07%；其中营业收入 1,236.97 亿元，较上年增长 8.00%，其余收入主要来自利息收入和手续费及佣金收入。

从收入结构来看，公司营业收入仍主要来自于航空运输业务，2017 年为 1,208.17 亿元，较上年增长 7.68%，占营业收入的比重与上年基本持平。其中，受公司拓展航线网络、优化航班结构和提升营销能力等因素影响，公司旅客运量增长，2017 年航空客运业务收入较上年增长 6.55%，占营业收入比重为 89.39%；航空货运及邮运业务收入较上年增长 21.73%至 102.43 亿元，占营业收入比重上升至 8.28%，主要系公司探索新型业务模式、优化航线和货源结构等所致。2017 年，公司与航空相关的业务收入 28.81 亿元，较上年增长 23.18%，与航空相关收入占营业收入的比重较小，对公司影响不大。

表 2　公司营业收入构成（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航空运输业务	**1,121.95**	**97.96**	**22.62**	**1,208.17**	**97.67**	**17.41**
其中：航空客运及相关	1,037.80	90.61	22.45	1,105.74	89.39	17.52
航空货运及邮运	84.14	7.35	24.73	102.43	8.28	16.21
与航空相关的业务	**23.39**	**2.04**	**30.93**	**28.81**	**2.33**	**30.48**
其中：航空食品及相关	7.73	0.67	19.33	8.59	0.69	20.17
快递物流业务	8.05	0.70	23.67	9.63	0.78	17.30
广告及服务收入	2.19	0.19	50.26	2.27	0.18	47.93
物业管理	2.01	0.18	17.31	3.06	0.25	12.83
酒店经营管理	2.59	0.23	68.64	2.61	0.21	71.83
其他	0.82	0.07	74.19	2.66	0.22	76.29
合计	**1,145.33**	**100.00**	**22.79**	**1,236.97**	**100.00**	**17.71**

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，2017 年，受航空油料价格上涨、飞机起降及停机费用增加、员工成本增长等因素作用，公司航空运输业毛利率由上年的 22.62%降至 17.41%；公司与航空相关的业务毛利率为 30.48%，较上年基本持平，但其收入占营业收入比重较小，对公司影响不大。2017 年，公司综合毛利率 17.71%，较上年下降 5.08 个百分点。

总体看，2017 年，公司航空运输业务发展稳健，收入有所增长，但毛利率有所下滑。

2. 航空运输业务

公司航空运输业务包括航空客运、航空货运及邮运等，仍主要由中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”，证券简称“中国国航”，证券代码 601111；公司对其直接持股 40.98%，通过全

资子公司另外持有 10.72%的股权，合计持股 51.70%）运营。

（1）航线布局

国航股份已形成了以北京为超级枢纽，以成都为国际枢纽，以上海和深圳门户为核心的四角菱形航线网络结构。2017 年国航股份仍基于国内国际均衡发展的市场布局原则，积极拓展航线网络，结合“一带一路”倡议以及“京津冀”一体化等战略，全年新开北京-茅台等 49 条国内航线，北京-阿斯塔纳等 12 条国际和地区航线，巩固以北京、成都、上海和深圳为节点、飞抵六大洲的全球航线网络布局，航班结构持续优化，可衔接 O&D[1] 数量增至 5,918 个；不断提升中转能力、中转质量，联程收入达到 55.1 亿元，较上年增长 15.3%。全面实现欧洲、北美和澳洲经北京中转国内航线的行李直挂，枢纽竞争力得到增强。

截至 2017 年末，国航股份经营的客运航线条数达到 420 条，其中国际航线 101 条，地区航线 16 条，国内航线 303 条；通航国家（地区）40 个，通航城市 185 个，其中国际 66 个，地区 3 个，国内 116 个，通过星空联盟成员合作，国航股份航线网络可覆盖 192 个国家的 1,330 个目的地。

（2）机队规模

2017 年，国航股份共引进 56 架飞机，其中自有资金购买飞机 17 架，融资租赁引进飞机 23 架，经营租赁引进飞机 16 架；退出飞机 21 架。

截至 2017 年末，国航股份共有飞机 655 架，较年初增加 32 架，客货机占比变动不大；其中自有飞机（不含公务机）275 架（占 42.37%），融资租赁飞机 176 架（占 27.12%），经营租赁飞机（不含公务机）198 架（占 30.51%），飞机保有形式较上年变动不大。

表 3　国航股份机队结构及变化情况（单位：架，%）

型号	2016		2017	
	数量	占比	数量	占比
客机	601	96.47	634	96.79
其中：空客系列	290	46.55	311	47.48
波音系列	311	49.92	323	49.31
货机	15	2.41	15	2.29
公务机	7	1.12	6	0.92
合计	**623**	**100.00**	**655**	**100.00**

资料来源：国航股份年度报告

飞机购买计划方面，2018~2020 年，国航股份引进机型仍以 A320/A321 和 B737 为主，具体见下表，同时在新增 A350（为中大型中至超长程用宽体客机系列）和 B787（为超远程中型客机）等远程中大型新机型上有所下降，主要系调整机队结构，消化国际运力所致。

表 4　2018~2020 年国航股份计划飞机引进和退出计划（单位：架）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
引进	54	63	53
退出	22	17	12

资料来源：国航股份年度报告

总体看，2017 年国航股份机队仍保持较大规模，机队构成和飞机保有形式变动不大，但随着公司购机计划的实施，未来公司存在一定的资本支出压力。

[1] O&D 是 Original and Destination 的缩写，就是出发地和目的地。

（3）运营情况

从运输量来看，2017 年国航股份旅客运输量继续呈增长态势，全年旅客运输量同比增长 5.15%，但增速有所下降（2016 年为 7.56%），主要系公司积极拓展航线网络、优化航班结构和提升营销能力等所致。货运方面，2017 年国航股份货物及邮运量较上年增长 4.10%至 184.16 万吨，主要系公司探索新型业务模式，优化航线和货源结构等所致。

表 5　2017 年国航股份运输量情况（单位：千人次，吨，%）

地区	2016 年	2017 年	2017 年同比
中国内地	78,901.28	83,524.14	1.79
国际	13,250.22	13,487.46	5.86
港澳台地区	4,454.37	4,565.07	2.49
客运人数合计	**96,605.87**	**101,576.66**	**5.15**
货物及邮运	**1,769,146.31**	**1,841,636.93**	**4.10**

资料来源：国航股份年度报告

从载运能力看，2017 年国航股份投入可用吨公里较上年增长 5.61%至 356.73 亿吨公里，可用座位公里较上年增长 6.26%至 2,478.15 亿，国内和国际航线均增长，港澳台地区则由于近年需求下滑，2017 年可用座位公里下降 1.99%，但降幅有所收窄（2016 年较上年下降 1.99%）。货运方面，2017 年国航股份可用货运吨公里为 133.19 亿，较上年增长 4.57%；其中国内和国际可用货运吨公里呈增长态势，港澳台地区基本持平。

表 6　国航股份运输能力指标（单位：%）

运输能力	2016 年	2017 年	2017 年同比增速
可用座位公里（亿）	**2,332.18**	**2,478.15**	**6.26**
国际	841.59	907.23	7.80
中国内地	1,397.20	1,479.39	5.88
港澳台地区	93.39	91.53	-1.99
可用货运吨公里（亿）	**127.37**	**133.19**	**4.57**
国际	88.45	88.71	0.30
中国内地	36.13	41.70	15.40
港澳台地区	2.79	2.78	-0.07
总可用吨公里（亿）	**337.77**	**356.73**	**5.61**

资料来源：国航股份年度报告

从实际运输量看，2017 年国航股份收入吨公里继续保持增长趋势，较上年增长 7.12%至 253.85 亿吨公里。客运方面，2017 年国航股份收入客公里较上年增长 6.87%至 2,010.78 亿。货运方面，国航股份收入货运吨公里较上年增 7.97%至 75.53 亿。

表 7　国航股份实际运输情况(单位：%)

实际运输情况	2016 年	2017 年	2017 年同比增速
收入客公里（亿）	**1,881.58**	**2,010.78**	**6.87**
国际	654.45	710.39	8.55
中国内地	1,157.45	1,228.77	6.16
港澳台地区	69.68	71.62	2.79

收入货运吨公里（亿）	**69.95**	**75.53**	**7.97**
国际	52.39	57.92	10.56
中国内地	16.49	16.46	-0.18
港澳台地区	1.07	1.14	7.00
收入吨公里（亿）	**236.98**	**253.85**	**7.12**

资料来源：国航股份年度报告

2017 年，国航股份客座利用率、货邮运载率和综合运载率均较 2016 年略有提升，整体处于较稳定水平。

表 8　2016~2017 国航股份载运率（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	增加/减少
客座利用率	80.68	81.14	0.46 个百分点
货邮载运率	54.92	56.70	1.78 个百分点
综合载运率	70.16	71.16	1.00 个百分点

资料来源：国航股份年度报告

从客运收入来看，受运力投入增加影响，2017 年国航股份实现客运收入 1,067.44 亿元，较上年增长 6.37%，其中港澳台客线收入增速由负增长转正增长（上年增速为-3.34%），区域收入结构占比较上年变化不大。

表 9　2016~2017 国航股份客运收入情况（单位：亿元，%）

地区	2016 年		2017 年		2017 年同比
	收入	占比	收入	占比	
中国内地	668.79	66.64	722.38	67.68	8.01
国际	283.06	28.21	292.04	27.35	3.17
港澳台地区	51.67	5.15	53.02	4.97	2.61
客运收入	**1,003.52**	**100.00**	**1,067.44**	**100.00**	**6.37**

资料来源：国航股份年度报告

受运力投入增加、载运率增加以及收益水平增加等因素综合作用，2017 年国航股份实现货邮运收入 102.55 亿元，较上年大幅增长 23.48%。

表 10　国航股份货运及邮运收入情况（单位：亿元，%）

地区	2016 年		2017 年		2017 年同比
	收入	占比	收入	占比	
中国内地	19.21	23.14	19.26	18.78	0.28
国际	61.21	73.70	79.56	77.58	29.96
港澳台地区	2.63	3.16	3.73	3.64	42.01
货运及邮运收入	**83.05**	**100.00**	**102.55**	**100.00**	**23.48**

资料来源：国航股份年度报告

销售及市场营销方面，公司定位于中高端公商务主流旅客市场，截至 2017 年末，“凤凰知音”会员总数达 5,000 万人，较上年末增长 16.36%，贡献收入占 43.7%，同比提高 3.8 个百分点。国航股份通过重构常旅客积分平台业务流程和模式、优化移动平台功能等手段，增强常旅客满意度、忠诚度和消费黏性。

成本方面，2017 国航股份成本仍然主要来自于航空油料成本、起降及停机费用、折旧和员工薪酬成本等项，2017 年较上年增长 15.00%至 980.57 亿元；其中受航油价格上涨影响，油料成本增长 29.24%，随着机队规模扩大、航线布局进一步完善等因素，起降及停机费用、折旧、保养成本和餐饮费用等均呈增长态势。此外，国航股份“提直降代”成效显著，2017 年直销收入占比达到 50.9%，较上年的 40.6%提高了 10.3 个百分点，成本竞争力持续得到提升。

表 11　2016~2017 年国航股份航空运输业成本构成（单位：亿元，%）

项目	2016 年金额	2016 年占比	2017 年金额	2017 年占比	2017 年同比
航空油料成本	219.82	25.78	284.09	28.97	29.24
起降及停机费用	127.74	14.98	138.63	14.14	8.53
折旧	129.17	15.15	129.72	13.23	0.42
飞机保养、维修和大修成本	46.55	5.46	62.13	6.34	33.47
员工薪酬成本	153.60	18.01	171.34	17.47	11.55
航空餐饮费用	32.71	3.84	34.62	3.53	5.86
其他	143.11	16.78	160.04	16.32	11.82
合计	**852.71**	**100.00**	**980.57**	**100.00**	**15.00**

资料来源：国航股份年度报告

总体看，2017 年，公司机队规模、航线网络、客货运量等指标仍整体保持较好发展态势；国内、国际及港澳台航线收入稳定增长。

3. 经营关注

（1）外部竞争加剧给公司带来分流风险

二线城市的远程市场高速增长，以 5,000 公里以上的国际远程航线为例，开通国际远程航线的国内二线城市从 2009 年仅有 3 个增至 2017 年 12 月已增至 21 个城市，已涵盖欧洲、美洲、澳洲、非洲。随着航线范围的逐步扩大，国内拥有宽体飞机的航空公司均积极参与二线城市远程市场的发展，这将对公司的枢纽化运营带来一定的分流影响。

（2）国际航油价格波动影响公司经营成本

燃油成本是公司主要的运营成本，公司业绩受航油价格波动较大，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 年国际油价稳步上升，对公司盈利能力造成一定影响，若未来航油价格持续上涨，或将影响公司盈利情况。

（3）汇率风险

公司的部分外汇负债主要以美元为单位，部分费用以人民币以外的货币为单位，人民币汇率波动将对公司业绩影响较大。目前，随着美国及欧洲逐步退出量化宽松，货币政策有所收紧、美联储加息、国内供给侧改革、“一带一路”战略实施等因素，2018 年人民币兑美元汇率走势不甚明朗。

4. 未来发展

公司将围绕安全发展原则、协调共享原则、提质增效原则、融合发展原则和绿色发展原则实施公司战略。安全发展方面，公司将继续遵循以航空安全为核心的安全运行体系，在日常运营当中保持强化遵章守纪的安全传统；协调共享方面，规模与速度服从于质量与效率，公司将进一步整合资源，充分发挥各子企业的比较优势和战略定位；提质增效方面，公司要求各二级企业要对标本专业领先公司，战略取向专业化高标准，融合发展方面，公司将继续探索和实践跨产品、跨业务、跨领

域、跨行业的资产增效方向；绿色发展方面，公司以持续安全绿色发展为前提，以节约能源和减少排放为重点。

针对外部形势和自身条件，国航股份、中国国际货运航空有限公司及深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”）2018 年的主要生产目标是：完成运输飞行 224.2 万小时，总周转量 278.14 亿吨公里，旅客运输量 1.09 亿人次，货邮周转量 80.0 亿吨公里。

总体看，公司未来发展目标明确，规划合理，切实可行。

六、财务分析

公司 2017 年度财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。根据财政部颁发的《关于印发修订<企业会计准则第 16 号——政府补助>的通知》（财会[2017]15 号）、《关于印发<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>的通（财会[2017]13 号）的有关规定，公司自 2017 年 1 月 1 日起开始执行修订的政府补助准则和自 2017 年 5 月 28 日起执行修订的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营准则，前述准则均自开始实施之日起采用未来适用法，不对前期进行追述调整。此外，公司财务报表还按照财政部 2017 年 12 月 25 日颁布的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号，以下简称“财会 30 号文”）编制。上述准则的采用对公司 2017 年度财务报表无重大影响。公司根据财会 30 号文，对出售划分为持有待售的非流动资产（金融工具、长期股权投资和投资性房地产除外）或处置组时确认的处置利得或损失，以及处置未划分为持有待售的固定资产、在建工程及无形资产而产生的处置利得或损失，在“资产处置收益”项目列报。对于上述列报项目的变更，公司采用追溯调整法进行会计处理，并对上年比较数据进行调整。2017 年，公司将凤凰（天津）货运服务有限公司等 3 家公司纳入合并范围，深圳市深航假期旅行社有限公司等 17 家主体不再纳入合并范围，公司涉及变动子公司规模小，合并范围整体变化较小，会计政策较为连续，财务数据可比性强。

1. 资产质量

截至 2017 年末，公司资产总额达到 2,486.70 亿元，较年初增长 4.94%，主要来自于非流动资产的增加。资产构成中，非流动资产占比较高（占 91.03%），占比较年初变动不大。

截至 2017 年末，公司流动资产 223.08 亿元，较年初增长 2.66%；公司流动资产以货币资金（占 36.02%）、应收账款（占 17.32%）、预付款项（占 14.22%）、其他应收款（占 8.98%）、存货（占 7.98%）和其他流动资产（占 9.21%）为主。公司货币资金 80.36 亿元，较年初下降 20.08%，以银行存款为主（占 98.74%）。公司应收账款 38.64 亿元，基本与年初持平，主要为客票销售款，计提坏账准备 2.30 亿元，计提比例 5.61%；应收前五名单位合计占比为 25.82%，集中度一般。公司预付款项 31.71 亿元，较上年大幅增长 1.68 倍，主要系本年公司预付航油款增加所致。公司其他应收款 20.04 亿元，基本与年初持平，计提坏账准备 27.48 亿元，其中应收深圳市汇润投资有限公司（以下简称“汇润投资”）及深圳市深航房地产开发有限责任公司等 4 家的对外往来款合计 20.89 亿元，由于欠款方已破产，已全额计提坏账准备；其他应收款前五名欠款单位合计占比为 55.18%，集中度较高。公司存货 17.80 亿元，较年初下降 9.56%，以航材消耗件为主（占 49.53%），其余主要为库存商品（产成品）、机上供应品等；计提跌价准备 5.31 亿元，主要集中在航材消耗件（占 99.33%）。公司其他流动资产 20.56 亿元，较年初增长 100.36%，主要为待抵扣进项税额（占 92.63%）。

截至 2017 年末，公司非流动资产 2,263.61 亿元，较年初增长 5.17%，主要系固定资产增长所致；

公司非流动资产主要以长期股权投资（占 8.66%）、固定资产（占 71.00%）、在建工程（占 13.44%）为主。公司长期股权投资 196.14 亿元，较年初变化不大。公司固定资产账面价值为 1,607.16 亿元，较年初增长 6.26%，主要系公司购置飞机增加所致，公司固定资产仍以飞机及发动机为主（占 89.22%）；累计折旧 883.80 亿元，固定资产成新率 64.24%，成新度一般。公司在建工程 304.27 亿元，较年初增长 3.50%，主要发动机替换件增加所致，仍以飞机预付款（占 67.31%）和发动机替换件（占 20.97%）为主，在建工程不存在减值迹象，未计提减值准备。

截至 2017 年末，公司所有权和使用权受限的资产合计 826.67 亿元，占资产总额的 33.24%，主要为用于融资租赁、银行借款抵押的固定资产 811.37 亿元、货币资金 14.47 亿元、无形资产 0.34 亿元和投资性房地产 0.49 亿元。

总体看，公司资产规模有所增长，仍以非流动资产为主，符合航空运输行业特点。公司受限资产规模较大，对其资产流动性造成一定影响。整体看，公司资产质量较好。

2. 负债和所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债 1,461.58 亿元，与年初略下降 2.24%。负债构成中，流动负债占比较上年增加 8.87 个百分点至占 51.06%，非流动负债占 48.94%，公司负债结构较为均衡。

截至 2017 年末，公司流动负债 746.30 亿元，较年初增长 18.31%，主要系短期借款和一年内到期非流动负债增长所致。公司流动负债以短期借款（占 30.80%）、应付账款（占 30.16%）、其他应付款（占 8.70%）和一年内到期的非流动负债（占 20.10%）为主。公司短期借款 229.84 亿元，随着公司流动资金需求增长，较年初大幅增长 58.63%，主要以信用借款为主（占 99.98%）。公司应付账款 225.06 亿元，较年初增长 21.16%。公司其他应付款 64.91 亿元，较年初增长 14.13%，主要系代理商押金、预收职工购房款增长所致。公司一年内到期的非流动负债 150.00 亿元，较年初增长 14.12%，主要系一年内到期应付债券转入所致。

截至 2017 年末，公司非流动负债 715.28 亿元，较年初下降 17.23%，主要系长期借款和应付债券下降所致。截至 2017 年末，公司非流动负债主要以长期借款（占 11.42%）、应付债券（占 23.07%）和长期应付款（占 57.80%）为主。公司长期借款 81.66 亿元，较年初下降 39.22%。公司应付债券 165.00 亿元，较年初下降 38.88%，主要系公司债券到期转出至流动负债所致。公司长期应付款 413.40 亿元，较年初增长 4.05%，主要为应付融资租赁款。

截至 2017 年末，公司全部债务为 1,007.82 亿元，较年初下降 8.12%；其中短期债务较年初增长 16.08%至 383.92 亿元，长期债务较年初下降 18.57%至 623.90 亿元，仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 58.78%、49.57%和 37.83%，分别较年初下降 4.32 个百分点、6.07 个百分点以及 8.86 个百分点，债务负担有所减轻。

总体看，公司负债规模较为稳定，债务负担随着资本实力的增强有所缓解。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益 1,025.11 亿元，较年初增长 17.22%。国航股份于 2017 年 3 月非公开发行 A 股股票，公司认购股份后股权比例由 53.46%减至 51.70%，享有国航股份权益增加 45.80 亿元，扣除认购成本公司资本公积增加 5.80 亿元。截至 2017 年末，公司归属于母公司所有者权益 525.33 亿元，占所有者权益的 51.25%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 29.59%、资本公积占 13.26%，未分配利润占 59.55%。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，但未分配利润在归属母公司所有者权益中占比仍较大，

公司权益结构的稳定性一般。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 1,238.47 亿元，较上年同期增长 8.07%，营业成本为 1,017.85 亿元，较上年同期增长 15.10%；实现利润总额 120.36 亿元，较上年同期增长 13.68%；实现净利润 90.55 亿元，较上年同期增长 12.85%。

期间费用方面，2017 年，公司费用总额为 116.77 亿元，较上年同期下降 35.45%，主要系财务费用下降所致。公司销售费用较上年同期增长 8.66%至 63.42 亿元，主要系职工薪酬、委托代销手续费以及电脑订座费增加所致；管理费用较上年同期增长 8.54%至 51.18 亿元；财务费用较上年同期大幅下降 97.12%至 2.17 亿元，主要系汇兑表现由上年的净损失 42.34 亿元转为净收益 29.50 亿元所致；受上述因素影响，上述三项费用占比较上年变动较大，2017 年分别为 54.31%、43.83%和 1.86%（上年分别为 32.27%、26.07%和 41.67%）。公司费用收入比为 9.43%，较上年下降 6.36 个百分点，费用控制能力有所加强。

从利润构成看，2017 年公司投资收益 2.30 亿元，较上年下降 49.92%，主要系联营企业国泰航空有限公司 2017 年亏损导致公司权益法核算的长期股权投资收益下降所致。公司其他收益 27.82 亿元（上年营业外收入为 27.98 元），其中各项补贴占 96.23%；2017 年其他收益占利润总额的比重为 23.12%，较上年营业外收入占利润总额的比重下降 3.31 个百分点。资产减值损失较上年大增 148.83%至 6.20 亿元，主要系存货跌价损失以及坏账损失增加所致。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.16%、6.30%和 9.53%，前两项分别较上年上升 0.25 个百分点和上升 0.28 个百分点，后者较上年下降 0.26 个百分点，但整体较为稳定。从同行业对比看，国航股份相关指标处于较好水平。

表 12　2017 年我国主要上市民航企业盈利能力情况（单位：%）

证券简称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
东方航空	3.31	2.87	10.36
南方航空	4.22	2.84	12.77
国航股份	7.60	3.15	9.36

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，2017 年随着财务费用的下降，公司利润规模有所增长，盈利能力处于较好水平。

4. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入 1,392.10 亿元，较上年增长 9.45%，主要系营业收入增长所致；经营活动现金流出 1,117.47 亿元，较上年增长 15.44%，主要系支付航油等费用增加所致；经营活动产生的现金流量净额为 274.63 亿元，较上年下降 9.64%。公司现金收入比为 107.73%，与上年基本持平，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入 40.29 亿元，较上年增长 70.18%；投资活动现金流出 190.77 亿元，较上年下降 9.18%，主要为支付飞机预付款等；投资活动产生的净现金流出规模有所下降，由净流出 186.37 亿元缩小至 150.48 亿元。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 395.52 亿元，较上年下降 17.99%，主要系

融资需求下降，取得借款所收到的现金下降所致；筹资活动现金流出 539.08 亿元，较上年下降 10.43%，仍以偿还债务支付的现金为主；筹资活动净现金流出规模所扩大，由净流出 119.62 亿元扩大到 143.56 亿元。

总体看，公司经营活动净现金净额规模有所下降，收入实现质量好；筹资活动呈净流出状态，但公司投资规模较大，未来仍将面临一定融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于短期借款增加以及部分长期债务到期转入流动负债导致流动负债增长，公司流动比率和速动比率较 2016 年末的 0.34 倍和 0.31 倍分别下降至 2017 年末的 0.30 倍和 0.28 倍。2017 年，公司现金短期债务比由上年的 0.30 倍下降至 0.21 倍。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 293.52 亿元，较上年增长 5.73%，其中折旧摊销占 47.86%，计入财务费用的利息支出占 11.13%，利润总额占 41.01%。公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分比为 7.84 倍和 0.29 倍，整体略有上升。公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年末，公司对外担保金额为人民币 0.88 亿元，公司对外担保规模很小。

公司下属国航股份子公司深圳航空于 2011 年 5 月收到一份由广东省高级人民法院发出的传票，内容为汇润投资向一家第三方单位借入 3.90 亿元的未偿还贷款。深圳航空被指与汇润投资及该第三方签订过担保协议，作为汇润投资借款的担保人。该诉讼目前正在进行中，国航股份管理层已就该事项可能最终导致深圳航空发生的重大损失（包括相关费用支出）的金额做出了估计，并已于 2011 年予以拨备 1.30 亿元，同时计入当年营业外支出。

截至 2017 年末，公司合并口径共获得银行授信 2,796.72 亿元，尚未使用额度 2,296.66 亿元，间接融资渠道畅通。

总体看，公司作为国务院国资委直属企业，资本实力雄厚，旗下子公司国航股份，技术装备水平先进，可持续发展能力强，整体偿债能力极强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年末，公司现金类资产（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）达80.78亿元，约为“16中航01”本金合计（20亿元）的4.04倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达1,025.11亿元，约为债券本金合计（20亿元）的51.26倍，公司较大规模的净资产能够对“16中航01”的按期偿付起到好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为293.52亿元，约为债券本金合计（20亿元）的14.68倍，公司EBITDA对“16中航01”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入1,392.10亿元，约为债券本金合计（20亿元）的69.60倍，公司经营活动现金流入量对“16中航01”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国航股份的控股股东，在行业竞争、资产规模等方面具有较强优势，公司对“16 中航 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

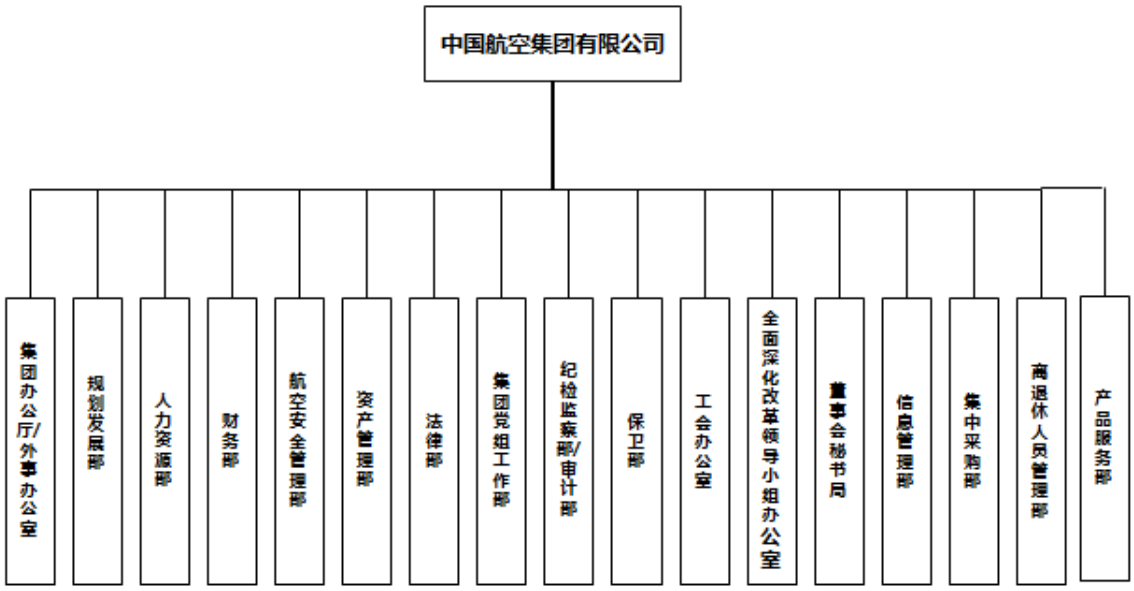
2017 年，公司作为国内三大航空运输集团之一国航股份的控股股东，在资产规模、航线资源、品牌影响力等方面继续保持显著优势。2017 年，公司所处的航空运输业运行情况良好，公司机队规

模、年客运量等多项指标继续稳步增长，公司继续完善国内外航线布局，收入及利润规模保持增长。同时，联合评级也关注到公司外部竞争压力有所加大、汇率波动以及国际油价有所回升等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司仍将以北京为超级枢纽、成都为国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构的战略布局，并优化网络布局，强化航空运输业的同时，沿航空产业链积极探索相关产业的发展。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“16中航01”债项“AAA”的信用等级。

附件 1　中国航空集团有限公司
组织架构图



附件 2　中国航空集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	2,369.54	2,486.70
所有者权益（亿元）	874.50	1,025.11
短期债务（亿元）	330.75	384.04383.92
长期债务（亿元）	766.16	623.90
全部债务（亿元）	1,096.91	1,007.82
营业总收入（亿元）	1,145.98	1,238.47
净利润（亿元）	80.24	90.55
EBITDA（亿元）	277.62	293.52
经营性净现金流（亿元）	303.92	274.63
应收账款周转次数(次)	31.27	33.01
存货周转次数（次）	44.41	54.32
总资产周转次数（次）	0.50	0.51
现金收入比率（%）	106.29	107.73
总资本收益率（%）	5.91	6.16
总资产报酬率（%）	6.02	6.30
净资产收益率（%）	9.79	9.53
营业利润率（%）	22.50	17.47
费用收入比（%）	15.79	9.43
资产负债率（%）	63.09	58.78
全部债务资本化比率（%）	55.64	49.57
长期债务资本化比率（%）	46.70	37.83
EBITDA 利息倍数（倍）	7.82	7.84
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.29
流动比率（倍）	0.34	0.30
速动比率（倍）	0.31	0.28
现金短期债务比（倍）	0.30	0.21
经营现金流动负债比率（%）	48.18	36.80
EBITDA/待偿本金合计（倍）	13.88	14.68

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）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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+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。