跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]857 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发行的“16 中航 01”和“18 中航集”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月三十一日

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 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
16 中航 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2018/6/01
18 中航集	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2018/9/10

跟踪评级时间：2019 年 5 月 31 日

主要财务数据：

项　目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,486.70	2,646.48
所有者权益（亿元）	1,025.11	1,105.95
长期债务（亿元）	623.90	662.48
全部债务（亿元）	1,015.05	1,070.73
营业总收入（亿元）	1,238.47	1,394.11
净利润（亿元）	90.55	82.03
EBITDA（亿元）	293.52	282.29
经营性净现金流（亿元）	274.63	314.56
营业利润率（%）	17.47	16.00
净资产收益率（%）	9.53	7.70
资产负债率（%）	58.78	58.21
全部债务资本化比率（%）	49.75	49.19
流动比率（倍）	0.30	0.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	7.84	7.68
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.87	5.65

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、2017年财务数据采用2017年审计报告的期末数；4、本报告中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、一年内到期的预计负债和一年内到期的长期应付款；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；7、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

跟踪期内，中国航空集团有限公司（以下简称“公司”）作为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、机队规模、品牌影响力等方面继续保持显著优势。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”）也关注到汇兑净损失增加使得公司盈利水平有所下降、国际油价上涨和汇率波动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”和“18 中航集”债项“AAA”的信用等级。

优势

1．跟踪期内，公司继续保持在行业中的领先地位，机队规模、年客运量等多项指标继续稳步增长，在国内航运市场上具有较明显的竞争优势。

2．公司持续优化北京为超级枢纽，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，收入规模保持增长。

3．公司 EBITDA、净资产、现金流入量对“16 中航 01”和“18 中航集”覆盖程度很高。

关注

1.航油成本在公司运营成本中占比仍较大，国际油价呈上涨态势，对公司盈利能力产生一定影响。

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，汇率波动将对公司产生一定影响。跟踪期内，公司汇兑净损失大幅增加。

3．跟踪期内，公司利润实现对投资收益和其他收益依赖进一步加重。

分析师

杨　婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@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前身系民航北京管理局飞行总队，成立于 2002 年 10 月。历经增资、改制及资产划转后，公司为国有独资公司。截至 2018 年末，公司实收资本 155.43 亿元，公司属于特大型国有航空运输集团公司，直属国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）领导。

2018 年公司经营范围较上年未发生变化。截至 2019 年 4 月 19 日，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、财务部等 16 个管理支持部门（见附件 1）。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 2,646.48 亿元，负债合计 1,540.53 亿元，所有者权益 1,105.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 565.62 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 1,394.11 亿元，净利润 82.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 37.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 314.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.76 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、债券发行情况及募集资金使用

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）”发行。2018 年 9 月 21 日，公司完成“中国航空集团有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)”发行。

表 1　截至 2018 年末公司债券发行相关情况（亿元、年）

债券全称	债项简称	证券代码	发行规模	期限	起息日	到期日
中国航空集团公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)	16 中航 01	136796.SH	20	3	2016-10-25	2019-10-25
中国航空集团有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)	18 中航集	143827.SH	30	3	2018-09-21	2021-09-21

资料来源：Wind，联合评级整理
注：仅列示本次跟踪评级报告涉及债项，未涵盖公司全部存续期内债项

“16 中航 01”募集资金已全部使用完毕，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”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 2017 年 10 月 25 日至 2018 年 10 月 24 日期间的利息。“18 中航集”募集资金已按照募集说明书承诺用途使用完毕，截至本报告出具日，尚未到付息日。

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 年下半年以来，随着美国量化宽松政策缩减，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。自 2016 年初起，国际原油价格呈现回升走势。2018 年，由于国际原油需求增长及 OPEC 与非 OPEC 国家减产执行率的提升，国际油价震荡上行。截至 2019 年 4 月 22 日，国际原油每桶上涨超过 2 美元，涨幅近 3%，是 6 个月来的最高水平。在国际油价上涨的趋势下，航空公司承担一定的成本上升压力。

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，这部分收入也会受到汇率影响。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，截至 2019 年 5 月 15 日，人民币对美元汇率中间价报 6.86 元，创近五个月来新低。

总体看，2018 年航空运输行业保持稳定发展趋势，但增速有所放缓。受航油价格大幅上涨以及人民币汇率贬值影响，2018 年航空公司盈利均显著下滑。

四、管理分析

2019 年 3 月 18 日，公司发布《中国航空集团公司董事、高级管理人员发生变动的公告》（以下简称“公告”）。公告称，曹建雄先生任公司董事，不再任公司副总经理。由于工作调动，侯绪伦先生不再担任党组成员，任命谭焕民先生为公司纪检监察组组长、党组成员。公司管理制度连续，未发生重大变化。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司营业总收入为 1,394.11 亿元，较上年增长 12.57%；其中营业收入 1,392.72 亿元，较上年增长 12.59%，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，2018 年受公司运力增加、收益水平增加以及航线网络拓展等因素影响，2018 年航空客运业务收入较上年增长 12.87%，航空货运及邮运业务收入较上年增长 12.22%。2018 年，公司与航空相关的业务收入变化不大，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	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航空运输业务	**1,208.17**	**97.67**	**17.41**	**1,362.99**	**97.87**	**15.98**
其中：航空客运及相关	1,105.74	89.39	17.52	1,248.04	89.61	15.98
航空货运及邮运	102.43	8.28	16.21	114.94	8.25	15.97
与航空相关的业务	**28.81**	**2.33**	**30.48**	**29.73**	**2.13**	**27.07**
其中：航空食品及相关	8.59	0.69	20.17	9.02	0.65	22.64
快递物流业务	9.63	0.78	17.30	10.67	0.77	15.39
广告及服务收入	2.27	0.18	47.93	2.30	0.17	42.11
物业管理	3.06	0.25	12.83	4.47	0.32	14.56
酒店经营管理	2.61	0.21	71.83	2.75	0.20	87.55
其他	2.66	0.22	76.29	0.51	0.04	64.96
合计	**1,236.97**	**100.00**	**17.71**	**1,392.72**	**100.00**	**16.22**

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，2018 年，受航空油料价格上涨以及用油量增加、飞机起降架次增加以及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 17.41%降至 15.98%；公司与航空相关的业务毛利率为 27.07%，较上年下降 3.41 个百分点，但其收入占营业收入比重较小，对公司影响不大。2018 年，公司综合毛利率 16.22%，较上年略有下降。

总体看，2018 年，受益于公司运力增加、收益水平增加以及航线网络扩张等因素综合作用，公司航空运输业务收入仍保持较快增长，但航油价格上涨等因素作用使得公司毛利率略有下滑。

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，2018 年国航股份结合京津冀一体化、长三角一体化、粤港澳大湾区等国家展战略，持续加强四角菱形枢纽网络，巩固和提升北京超级枢纽的竞争优势，加快国际网络布局，航线网络进一步拓展。2018 年全年北京枢纽新开哥本哈根、巴塞罗那等国际航线，北京-惠州、北京-兰州-阿克苏等国内航线，加密北京-伦敦、莫斯科等航线，北京枢纽可衔接 O&D[1] 数量由上年的 5,918 个增至 6,320 个。截至 2018 年底，实现 35 个航点经北京的全委托行李直挂，当年新开通欧美澳 8 个航点全委托行李直挂。新开成都-伦敦、曼谷、和田，深圳-伦敦、乌鲁木齐等航线，加密上海-名古屋、巴黎等航线。截至 2018 年末，国航股份经营的客运航线条数达 754 条，较上年增加 334 条。其中国际航线 138 条，较上年增加 37 条。地区航线 27 条，较上年增加 11 条。国内航线 589 条，较上年增加 286 条。通航国家（地区）42 个，通航城市 184 个。其中国际 66 个，地区 3 个，国内 115 个，通过星空联盟成员合作，国航股份航线网络可覆盖 193 个国家的 1,317 个目的地。

（2）机队规模

2018 年，国航股份共引进 50 架飞机，较上年减少 6 架。其中，自有资金购买飞机 5 架（较上年减少 12 架），融资租赁引进飞机 34 架（较上年增加 11 架），经营租赁引进飞机 11 架（较上年减

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

少 5 架）；退出飞机 21 架，与上年持平。截至 2018 年末，国航股份共有飞机 684 架，较年初增加 29 架，客货机占比变动不大。其中，自有飞机 287 架（占 41.96%），融资租赁飞机 193 架（占 28.22%），经营租赁飞机 204 架（占 29.82%），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	2017		2018	
	数量	占比	数量	占比
客机	634	96.79	664	97.08
其中：空客系列	311	47.48	329	48.10
波音系列	323	49.31	335	48.98
货机	15	2.29	15	2.19
公务机	6	0.92	5	0.73
合计	**655**	**100.00**	**684**	**100.00**

资料来源：国航股份年度报告

飞机购买计划方面，2019~2021 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　2019~2021 年国航股份计划飞机引进和退出计划（单位：架）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
引进	72	57	6
退出	17	11	1

资料来源：国航股份年度报告

总体看，2018 年国航股份飞机引进数量有所下降但总机队规模仍有所上升，机队构成和飞机保有形式变动不大，同时国航股份 2019 计划购机规模较大，未来公司存在一定的资本支出压力。

（3）运营情况

从运输量来看，2018 年国航股份旅客运输量较上年增长 8.02%，增速有所上升（2017 年为 5.15%），主要系公司运力投入增加所致。货运方面，2018 年国航股份货物及邮运量较上年增长 3.62%至 190.84 万吨，主要系公司货运运力投入增加所致。

表 5　2017~2018 年国航股份运输量情况（单位：千人次、吨、%）

地区	2017 年	2018 年	2018 年同比
中国内地	83,524.14	89,257.14	6.86
国际	13,487.46	15,365.15	13.92
港澳台地区	4,565.07	5,104.30	11.81
客运人数合计	**101,576.66**	**109,726.59**	**8.02**
货物及邮运	**1,841,636.93**	**1,908,369.07**	**3.62**

资料来源：国航股份年度报告

从载运能力看，客运方面，2018 年国航股份总可用吨公里较上年增长 9.10%至 389.20 亿吨公里，总体运力投放增速较上年上升 3.49 个百分点。客运方面，可用座位公里较上年增长 10.41%至 2,736.00 亿，国内和国际航线均增长且运力投放增速较上年加快。受港澳台地区需求上升影响，2018 年可用座位公里较上年增长 9.15%至 99.90 亿。货运方面，2018 年国航股份可用货运吨公里为 142.40 亿，

较上年增长 6.92%。其中国内和国际可用货运吨公里呈增长态势但国内运力投放速度有所下降，港澳台地区运力投放由上年的下降转为上升态势。

表 6　国航股份运输能力指标（单位：%）

运输能力	2017 年	2018 年	2017 年同比增速	2018 年同比增速
可用座位公里（亿）	**2,478.15**	**2,736.00**	**6.26**	**10.41**
国际	907.23	1,034.76	7.80	14.06
中国内地	1,479.39	1,601.35	5.88	8.24
港澳台地区	91.53	99.90	-1.99	9.15
可用货运吨公里（亿）	**133.19**	**142.40**	**4.57**	**6.92**
国际	88.71	96.11	0.30	8.34
中国内地	41.70	43.47	15.40	4.25
港澳台地区	2.78	2.83	-0.07	1.80
总可用吨公里（亿）	**356.73**	**389.20**	**5.61**	**9.10**

资料来源：国航股份年度报告

从实际运输量看，2018 年国航股份收入吨公里较上年增长 8.40%至 275.18 亿吨公里，收入吨公里增速较上年上升 1.28 个百分点。客运方面，2018 年国航股份收入客公里较上年增长 9.67%至 2,205.28 亿客公里。货运方面，国航股份收入货运吨公里较上年增 5.52%至 79.70 亿吨公里。

表 7　国航股份实际运输情况(单位：%)

实际运输情况	2017 年	2018 年	2017 年同比增速	2018 年同比增速
收入客公里（亿）	**2,010.78**	**2,205.28**	**6.87**	**9.67**
国际	710.39	803.91	8.55	13.16
中国内地	1,228.77	1,321.03	6.16	7.51
港澳台地区	71.62	80.35	2.79	12.18
收入货运吨公里（亿）	**75.53**	**79.70**	**7.97**	**5.52**
国际	57.92	62.08	10.56	7.18
中国内地	16.46	16.49	-0.18	0.16
港澳台地区	1.14	1.13	7.00	-0.88
收入吨公里（亿）	**253.85**	**275.18**	**7.12**	**8.40**

资料来源：国航股份年度报告

受运力投放增加影响，2018 年，国航股份客座利用率、货邮运载率和综合运载率均较 2017 年略有下滑，整体处于较稳定水平。

表 8　2017~2018 国航股份载运率（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2017 年同比增加/减少	2018 年同比增加/减少
客座利用率	81.14	80.60	0.46 个百分点	-0.54 个百分点
货邮载运率	56.70	55.96	1.78 个百分点	-0.74 个百分点
综合载运率	71.16	70.70	1.00 个百分点	-0.46 个百分点

资料来源：国航股份年度报告

从客运收入来看，受运力投入增加以及收益水平上升（2018 年每客公里收益由上年的 0.53 元上升至 0.55 元）影响，2018 年国航股份实现客运收入 1,204.30 亿元，较上年增长 12.82%，区域收入结构占比较上年整体变化不大，国际地区收入占比略有提升。

表 9　2017~2018 国航股份客运收入情况（单位：亿元、%）

地区	2017 年		2018 年		2017 年同比	2018 年同比
	收入	占比	收入	占比		
中国内地	722.38	67.67	796.27	66.12	8.01	10.23
国际	292.04	27.73	351.81	29.21	--	18.84
港澳台地区	49.02	4.59	56.22	4.67	--	14.69
客运收入	**1,067.44**	**100.00**	**1,204.30**	**100.00**	**6.37**	**12.82**

资料来源：国航股份年度报告
注：港澳台地区及国际客运收入 2017 年年报与 2018 年年报有出入，但客运总收入一致，上表以 2018 年年报为准，增长率不作披露

受运力投入增加及收益水平增加（2018 年每货运吨公里收益由上年的 1.36 元提升至 1.43 元）等因素综合作用，2018 年国航股份实现货邮运收入 114.06 亿元，较上年增长 11.22%。

表 10　国航股份货运及邮运收入情况（单位：亿元、%）

地区	2017 年		2018 年		2017 年同比	2018 年同比
	收入	占比	收入	占比		
中国内地	19.26	18.78	19.55	17.14	0.28	1.51
国际	79.56	77.58	90.44	79.29	29.96	13.68
港澳台地区	3.73	3.64	4.07	3.57	42.01	9.12
货运及邮运收入	**102.55**	**100.00**	**114.06**	**100.00**	**23.48**	**11.22**

资料来源：国航股份年度报告

销售及品牌表现方面，国航股份仍为中国唯一载国旗飞行的民用航空公司，在 2018 年世界品牌实验室“世界品牌 500 强”排名中，国航股份由上年的 461 位上升至 287 位，国航股份定位于中高端公商务主流旅客市场，截至 2018 年末，“凤凰知音”会员总数达 5,600 万人，贡献收入占 45.1%，同比提高 1.4 个百分点。

成本方面，2018 年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，2018 年较上年增长 15.07%至 1,128.02 亿元。其中，受航油价格上涨以及用油量增加影响，油料成本增长 35.45%，随着飞机起降架次增加、机队规模扩大等因素，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。

表 11　2017~2018 年国航股份航空运输业成本构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年金额	2017 年占比	2018 年金额	2018 年占比	2018 年同比
航空油料成本	284.09	28.98	384.81	34.11	35.45
起降及停机费用	138.63	14.14	153.55	13.61	10.76
折旧	129.69	13.23	138.96	12.32	7.15
飞机保养、维修和大修成本	62.09	6.33	66.13	5.86	6.51
员工薪酬成本	171.18	17.46	187.01	16.58	9.25
航空餐饮费用	34.62	3.53	37.87	3.36	9.39
其他	160.02	16.32	159.69	14.16	-0.21
合计	**980.32**	**100.00**	**1,128.02**	**100.00**	**15.07**

资料来源：国航股份年度报告

总体看，2018 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．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、深圳航空有限责任公司、北京航空有限责任公司、大连航空有限责任公司、中国国际航空内蒙古有限公司 2019 年的主要生产目标是：完成运输飞行 230.6 万小时，总周转量 267.4 亿吨公里，旅客运输量 1.2 亿人次，货邮周转量 52.0 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 2018 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会计政策变更方面，2018 年根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司对财务报表格式进行了修订，对于一般企业财务报表格式，公司对 2017 年的比较数据进行相应调整，该调整仅影响资产负债表、利润表和现金流量表部分科目的列报。2018 年，根据财政部颁发的修订后的《企业会计准则第 14 号——收入》及修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期会计》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（以下合称“新金融工具准则”），公司自 2018 年 1 月 1 日起开始执行修订后的新收入准则和新金融工具准则，对于新金融工具准则和新收入准则的调整，公司未对 2017 年度的比较财务报表进行重列，但影响较小。合并报表变更方面，2018 年，公司无新纳入合并范围子公司，8 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 2018 年末，公司合并资产总额 2,646.48 亿元，较上年末增长 6.43%，主要系非流动资产增长所致。资产构成中，非流动资产占比较高（占 91.41%），占比较上年末变动不大。

截至 2018 年末，公司流动资产 227.36 亿元，较上年末变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 38.31%）、应收票据及应收账款（占 17.51%）、预付款项（占 5.47%）、其他应收款合计（占 13.02%）、存货（占 8.62%）和其他流动资产（占 12.81%）构成。公司货币资金 87.10 亿元，较上年末增长 8.38%。应收票据及应收账款账面价值 39.81 亿元，较上年末增长 2.76%；其中应收账款 39.79 亿元，较上年末增长 2.96%，累计计提坏账准备 2.70 亿元。预付款项 12.44 亿元，较上年末下降 60.78%，主要系前期预付服务费本期已完工所致。其他应收款合计 29.61 亿元，较上年末增长 44.77%；其中其他应收款 28.43 亿元，较上年末增长 41.85%，主要系往来款增加所致，计提坏账准备 23.46 亿元（上年末为 27.48 亿元），主要为往来企业破产形成。存货账面价值 19.59 亿元，较上年末增长 10.06%，存货主要由航材消耗件构成，累计计提跌价准备 5.43 亿元。其他流动资产 29.12 亿元，较上年末增

长 41.64%，主要系待抵扣进项税额增加所致。

截至 2018 年末，公司非流动资产 2,419.12 亿元，较上年末增长 6.87%，主要系固定资产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 8.86%）、固定资产（占 71.31%）和在建工程（占 13.49%）构成。公司长期股权投资 214.37 亿元，较上年末增长 9.29%，主要系对联营企业国泰航空有限公司和中国民航信息网络股份有限公司权益法确认下收益增加所致。公司固定资产账面价值 1,724.99 亿元，较上年末增长 7.33%，主要系飞机及发动机投入所致；固定资产主要由飞机及发动机（占 89.67%）和房屋建筑物（占 5.51%）构成，累计计提折旧 992.42 亿元；固定资产成新率 63.70%。在建工程 326.37 亿元，较上年末增长 7.26%，主要系飞机预付款及发动机替换件增加所致；在建工程主要为飞机预付款（占 65.35%）和发动机替换件（占 21.98%），公司在建工程不存在减值现象，未计提坏账准备。

截至 2018 年末，公司受限资产 868.45 亿元，其中受限货币资金 11.45 亿元、固定资产 855.94 亿元、无形资产 0.36 亿元和投资性房地产 0.70 亿元，受限资产占总资产比重为 32.82%。

总体看，跟踪期内，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。整体看，公司资产质量较好。

2．负债和所有者权益

（1）负债

截至 2018 年末，公司负债总额 1,540.53 亿元，较上年末增长 5.40%。公司负债结构较为均衡，较上年末变动不大。

截至 2018 年末，公司流动负债 782.04 亿元，较上年末增长 4.79%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 27.94%）、应付票据及应付账款（占 31.63%）、其他应付款（占 7.94%）和一年内到期的非流动负债（占 20.02%）构成。公司短期借款 218.51 亿元，较上年末下降 4.93%。应付票据及应付账款 247.38 亿元，较上年末增长 9.92%，主要系工程尚未结算形成的应付账款（较上年末增长 9.92%）增长所致。其他应付款 62.10 亿元，较上年末下降 12.70%，主要系预收职工售房款减少所致。一年内到期的非流动负债 156.57 亿元，较上年末增长 4.38%，主要系到期非流动负债转入所致。

截至 2018 年末，公司非流动负债 758.49 亿元，较上年末增长 6.04%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 7.05%）、应付债券（占 20.30%）和长期应付款（占 65.52%）、构成。公司长期借款 53.50 亿元，较上年末下降 34.48%。应付债券 154.00 亿元，较上年末下降 6.67%。长期应付款 496.98 亿元，较上年末增长 20.22%，主要系应付融资租赁款及应付经营租赁飞机及发动机大修理费增长所致。

截至 2018 年末，公司全部债务 1,070.73 亿元，较上年末增长 5.49%。其中，短期债务较上年末增长 4.37%至 408.25 亿元（占 38.13%）；长期债务较上年末增长 6.18%至 662.48 亿元（占 61.87%），债务结构仍以长期债务为主。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 58.21%、49.19%和 37.46%，较上年末分别下降 0.57 个百分点、下降 0.56 个百分点和下降 0.37 个百分点，债务负担略有下降。

总体看，跟踪期内，公司负债规模较为稳定，负债结构较为均衡，债务负担略有下降。

（2）所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益为 1,105.95 亿元，较上年末增长 7.89%，主要系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 51.14%，少数股东权益占比为 48.86%，较上年变化不大。归属于母公司所有者权益 565.62 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 27.48%、

12.33%和 61.46%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，但少数股东权益占比仍较大，且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

2018 年，受益于公司运力增加、航线网络拓展以及收益水平提升等因素综合作用，公司实现营业总收入 1,394.11 亿元，较上年增长 12.57%。营业成本为 1,166.81 亿元，较上年增长 14.63%，主要系燃油价格上升以及用油量增加所致。营业收入增幅慢于营业成本增幅。公司实现营业利润 103.61 亿元，较上年下降 14.95%。营业利润率[2]为 16.00%，较上年减少 1.47 个百分点。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 175.59 亿元，较上年增长 50.37%，主要系财务费用大幅增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 37.42%、31.10%、0.65%和 30.83%。其中销售费用为 65.71 亿元，较上年增长 3.60%，主要系广告费及职工薪酬增长所致。管理费用为 54.60 亿元，较上年增长 6.70%，主要系职工薪酬增长所致。财务费用为 54.14 亿元，较上年增加 51.97 亿元，主要系上年产生汇兑净收益 29.50 亿元转为本年汇兑净损失 24.17 亿元所致。2018 年，公司费用收入比为 12.51%，较上年增加 3.09 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 16.53 亿元，较上年增长 618.92%，主要系对联营企业国泰航空有限公司和中国民航信息网络股份有限公司投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 15.95%，较上年提升 14.05 个百分点，对营业利润有一定影响，但投资收益受联营企业经营影响，具有一定的不确定性。2018 年，公司实现其他收益 35.91 亿元，较上年增长 29.07%，主要系航线补贴以及专机补贴增加所致，其他收益占营业利润比重为 34.66%，较上年增加 11.28 个百分点，其他收益对营业利润影响进一步扩大。公司其他收益主要为航线补贴及专机补贴，仍保持较好的可持续性。综上，2018 年，公司实现利润总额 101.34 亿元，较上年下降 15.81%。

从盈利指标看，2018 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 5.33%、5.13%和 7.70%，较上年分别减少 0.81 个百分点、减少 1.17 个百分点和减少 1.84 个百分点。公司各盈利指标均有所下降。从同行业对比看，国航股份相关指标处于较好水平。

表 12　2018 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
中国国航	**15.82**	**5.30**	**8.18**
东方航空	10.90	3.22	4.98
南方航空	10.45	3.25	5.21

资料来源：Wind
注：1、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；2、上述比较为上市子公司

总体看，跟踪期内，公司收入规模仍保持较快增长，但受油价上涨、用油量增加以及大幅增长的汇兑净损失影响，公司利润规模有所下降。此外，公司利润实现对投资收益和其他收益依赖进一步加重。

4．现金流

[2] 此处营业利润率计算为营业总收入与营业成本口径

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 1,520.60 亿元，较上年增长 9.23%，主要为客运业务形成的现金流；经营活动现金流出 1,206.04 亿元，较上年增长 7.93%。2018 年，公司实现经营活动净流入 314.56 亿元，较上年增长 14.54%。2018 年，公司现金收入比为 104.53%，较上年减少 3.06 个百分点，收入实现质量较上年有所下降但仍好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 39.19 亿元，较上年下降 2.74%，较上年变化不大；投资活动现金流出 180.01 亿元，较上年下降 5.64%，主要为支付飞机的预付款。2018 年公司实现投资活动净流出 140.82 亿元，较上年减少 9.66 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 541.18 亿元，较上年增长 36.83%；筹资活动现金流出 707.26 亿元，较上年增长 31.20%，主要为偿还债务。2018 年公司实现筹资活动净流出 166.08 亿元，较上年增加 22.52 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净流入现金规模有所扩大，收入实现质量有所下降但仍好；筹资活动净流出规模进一步增长，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，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 0.30 倍和 0.28 倍分别下降至 0.29 倍和 0.27 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2018 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.21 倍提高至 0.22 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 282.29 亿元，较上年下降 3.83%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 51.65%）、计入财务费用的利息支出（占 10.79%）、利润总额（占 35.90%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 7.84 倍下降至 7.68 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.29 倍下降至 0.26 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力仍较强。

截至 2018 年末，公司对外担保金额为人民币 0.37 亿元，公司对外担保规模很小。

公司下属子公司深圳航空有限责任公司于 2011 年 5 月收到一份由广东省高级人民法院发出的传票，内容为深圳市汇润投资有限公司（以下简称“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。该诉讼二审程序仍在进行，深圳航空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。

截至 2018 年末，公司合并口径共获得银行授信 2,594.94 亿元，尚未使用额度 2,028.77 亿元，间接融资渠道畅通，同时公司下属子公司国航股份为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

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，航线网络丰富、机队规模大、运输能力强、品牌价值高，整体偿债能力极强。

6．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 299.84 亿元，所有者权益 206.93 亿元，负债 92.91 亿元，全部债务[3]78.00 亿元，其中应付债券 30.00 亿元，为“18 中航集”；母公司资产负债率 30.99%，全部债务资本化比率 27.38%。2018 年母公司实现营业收入 3.41 亿元，利润总额 7.33 亿元。

七、本次债券偿债能力分析

[3] 全部债务=短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券

从资产情况来看，截至 2018 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）为 88.70 亿元，为“16 中航 01”和“18 中航集”本金（余额 50.00 亿元）的 1.77 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度高；公司净资产为 1,105.95 亿元，为“16 中航 01”和“18 中航集”本金（余额 50.00 亿元）的 22.12 倍，公司大规模的净资产能够对“16 中航 01”和“18 中航集”的按期偿付起到好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 282.29 亿元，为“16 中航 01”和“18 中航集”本金（余额 50.00 亿元）的 5.65 倍，公司 EBITDA 对“16 中航 01”和“18 中航集”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 1,520.60 亿元，为“16 中航 01”和“18 中航集”本金（余额 50.00 亿元）的 30.41 倍，公司经营活动现金流入量对“16 中航 01”和“18 中航集”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”和“18 中航集”的偿还能力极强。

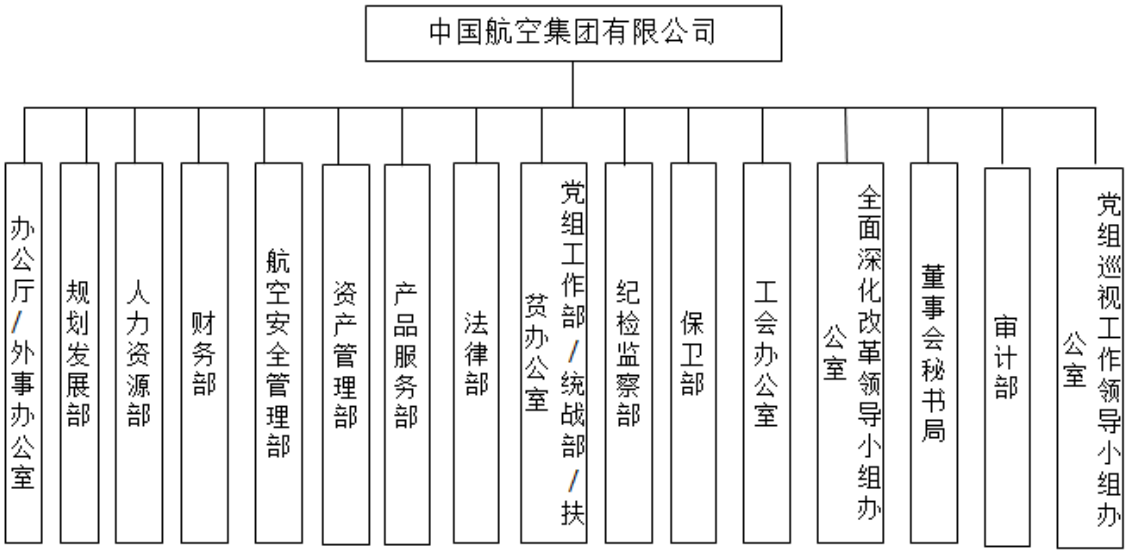
八、综合评价

跟踪期内，公司作为国航股份的控股股东，在资产规模、航线资源、机队规模、品牌影响力等方面继续保持显著优势。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，收入规模保持增长。同时，联合评级也关注到汇兑净损失增加使得公司盈利水平有所下降、国际油价上涨和汇率波动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”和“18 中航集”债项“AAA”的信用等级。

附件 1　中国航空集团有限公司
组织机构图



注：上图只列式公司管理支持部门

附件 2　中国航空集团有限公司
二级子公司

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例（%）	投资额（万元）
1	中国国际航空股份有限公司	北京市	航空运输	51.70	1,322,672.83
2	中国航空（集团）有限公司	香港	航空相关业务	100.00	403,264.28
3	中国航空资本控股有限责任公司	北京市	投资管理	100.00	127,793.62
4	中国航空集团建设开发有限公司	北京市	建设开发	100.00	239,348.39
5	中国航空传媒有限责任公司	北京市	传媒广告	100.00	20,994.74
6	北京凤凰航空实业有限公司	北京市	仓储物流	100.00	24,872.96
7	中国航空集团资产管理有限公司	北京市	资产管理	100.00	8,639.77
8	北京航空货运公司	北京市	航空货运	100.00	2,058.01

附件 3　中国航空集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,486.70	2,646.48
所有者权益（亿元）	1,025.11	1,105.95
短期债务（亿元）	391.15	408.25
长期债务（亿元）	623.90	662.48
全部债务（亿元）	1,015.05	1,070.73
营业总收入（亿元）	1,238.47	1,394.11
净利润（亿元）	90.55	82.03
EBITDA（亿元）	293.52	282.29
经营性净现金流（亿元）	274.63	314.56
应收账款周转次数(次)	31.36	33.42
存货周转次数（次）	45.30	48.49
总资产周转次数（次）	0.51	0.54
现金收入比率（%）	107.60	104.53
总资本收益率（%）	6.14	5.33
总资产报酬率（%）	6.30	5.13
净资产收益率（%）	9.53	7.70
营业利润率（%）	17.47	16.00
费用收入比（%）	9.43	12.51
资产负债率（%）	58.78	58.21
全部债务资本化比率（%）	49.75	49.19
长期债务资本化比率（%）	37.83	37.46
EBITDA 利息倍数（倍）	7.84	7.68
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.26
流动比率（倍）	0.30	0.29
速动比率（倍）	0.28	0.27
现金短期债务比（倍）	0.21	0.22
经营现金流动负债比率（%）	36.80	40.22
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.87	5.65

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、2017年财务数据采用2017年审计报告的期末数；4、本报告中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、一年内到期的预计负债和一年内到期的长期应付款；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；7、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 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。