

信用等级公告

联合[2018]1636 号

中国航空集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国航空集团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：

二零一八年九月十日



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

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 30 亿元（含）

债券期限：3 年期

评级时间：2018 年 9 月 10 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	2,254.34	2,369.54	2,486.70	2,587.69
所有者权益（亿元）	764.58	874.50	1,025.11	1,073.40
长期债务（亿元）	873.51	766.16	623.90	625.59
全部债务（亿元）	1,103.15	1,096.91	1,007.82	1,039.82
营业收入（亿元）	1,111.20	1,145.98	1,238.47	656.06
净利润（亿元）	74.44	80.24	90.55	42.44
EBITDA（亿元）	257.26	277.62	293.52	--
经营性净现金流（亿元）	306.38	303.92	274.63	145.16
营业利润率（%）	23.18	22.50	17.47	16.14
净资产收益率（%）	10.38	9.79	9.53	4.05
资产负债率（%）	66.08	63.09	58.78	58.52
全部债务资本化比率（%）	59.06	55.64	49.57	49.21
流动比率（倍）	0.41	0.34	0.30	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	7.73	7.82	7.84	--
EBITDA/全部债务（倍）	0.23	0.25	0.29	--
EBITDA/本期债额度（倍）	8.58	9.25	9.78	--

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、2015、2016 年财务数据分别采用 2016、2017 年审计报告的期初数；4、公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计；5、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和一年内到期的长期应付款-其他；6、本报告中长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务；7、本报告所用收入计算指标均指营业总收入。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国航空集团有限公司（以下简称“中航集团”或“公司”）的评级反映了其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、运营控制能力及政府支持等方面具备显著优势，公司机队规模、航线网络、年客运量等多项指标稳步增长。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，以及有一定的资本支出压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

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。此外，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而支撑其经营及信用水平。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. 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。

3. 公司其机队规模、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较明显的竞争优势。

4. 公司可获得国家各项政策性补贴等专项支持。

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. 公司系航空运输业，优化机队结构、引进飞机等需求强，随着未来公司购机计划的实施。

4. 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

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

张靖高

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。为了贯彻落实国务院《民航体制改革方案》的各项指标，2002年10月，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航集团。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。

截至2017年末，公司纳入合并范围的一级子公司9家，其中全资子公司7家，控股子公司2家。公司纳入合并范围的子公司中包含一家上市公司：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%）。国航股份系由中国航空集团公司、中国航空（集团）有限公司（中航集团的全资子公司）作为发起人于2004年9月30日成立，以并于2004年12月在香港和伦敦证券交易所成功挂牌上市，2006年8月在上海证券交易所上市。截至2017年末，国航股份股本为145.25亿元。

公司经营范围：经营集团公司及其投资企业中由国家投资形成的全部国有资产和国有股权；飞机租赁。航空器材及设备的维修。

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，公司合并口径在岗人数共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（含少数股东权益）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。

截至2018年6月末，公司合并资产总额2,587.69亿元，负债合计1,514.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,073.40亿元，其中归属于母公司所有者权益合计554.79亿元。2018年1~6月，公司实现营业总收入656.06亿元，净利润（含少数股东损益）42.44亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.29亿元；经营活动产生的现金流量净额为145.16亿元，现金及现金等价物净增加额41.47亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区霄云路36号国航大厦。公司法定代表人：蔡剑江。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2016年9月26日，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）“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（含）的公司债券。本次债券采取分期发行的方式，并已于2016年10月21日完成了第一期债券的发行，发行规模为20亿元。本期债券名称为“中国航空集团有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行总规模不超过人民币30亿元（含），期限为3年期。本期公司债券采用固定利率形式。本期债券票面金额为人民币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，逾期另计利息；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

本期债券募集资金拟用于公司本部及成员单位偿还债务、补充流动资金等。

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，同时还能能为政治和外交服务。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 年末的 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 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。

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。

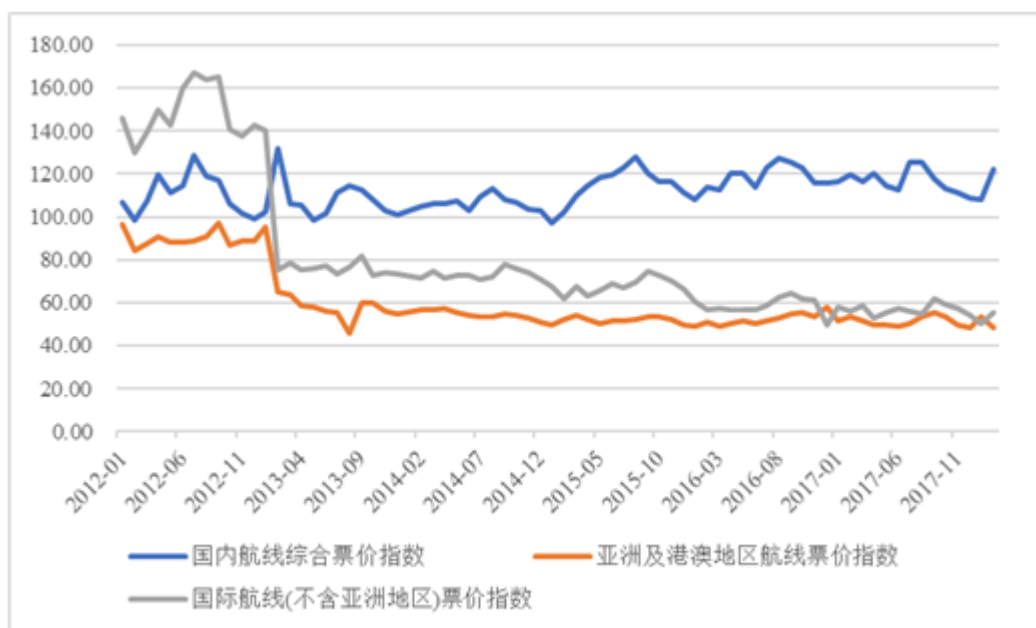
（3）营运效率

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趋势。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趋势。

图 1 2012~2018 年 2 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。代表企业为中航集团（下辖国航股份，601111.SH）、中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”，下辖中国南方航空股份有限公司（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。截至 2018 年 4 月，实行市场调节价的航线条数达到 1,030 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。

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 2 2014~2018 年 4 月原油现货价格走势（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%。预计 2018 年全球需求将逐步回升，国际油价稳中有升将是大概率事件。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。2017 年，人民币兑美元汇率全年收升，累计升值幅度达到 6%，创下 2008 年以来最大年度涨幅。

图 3 2007~2018 年 6 月美元兑人民币汇率走势



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. 规模与竞争力

公司主营业务以航空运输为主，其控股子公司国航股份，是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司。国航股份以北京首都国际机场为主基地，坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，目前形成了以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网络结构。国航股份机队结构与航线网络匹配，且定位于中高端公商务主流旅客市场，产品和服务认可度较高。

品牌影响力方面，国航股份拥有堪称世界一流的安全飞行记录和国内领先的综合实力，在消费者中有着广泛的品牌认知度和良好的品牌美誉度。国航股份是中国唯一的载国旗飞行的民用航空公司，长期为国家领导人、外交使团、文化体育代表团等提供专机和包机服务。

机队规模方面，截至 2017 年末，国航股份拥有各类先进运输飞机 655 架，机队规模位列国内第二，位居世界前十名。

航线网络方面，截至 2017 年末，国航股份经营的客运航线条数达到 420 条，是亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何一个大陆的航空公司。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。透过星空联盟，国航股份航线网络可覆盖 192 个国家的 1,330 个目的地。

客运量及货邮运方面，2017 年国航股份实现旅客运输量 10,157.67 万人次，同比增长 5.15%，货邮运输量 184.16 万吨，同比增长 4.10%。

企业荣誉方面，2007 年至 2017 年公司连续十一年荣列世界品牌实验室“世界品牌 500 强”，排名由 2007 年第 461 位上升至 2017 年第 290 位，以 1,285.36 亿元的品牌价值成为 2017 年入选该榜单的唯一中国航企。公司同时荣获“2017 中国品牌年度大奖 NO.1（航空）”和“2017 年航空公司五星钻石奖”，并获得一项特别奖——“2017 中国年度文化品牌大奖”。此外公司还成功入围 2017 年“BrandZ 中国出海品牌 30 强”、“BrandZ 最具价值中国品牌 100 强”等殊荣。公司连续第三年在国资委中央企业考核中被评为 A 级企业，公司品牌建设的优秀实践被国资委汇编入《论道：中央企业品牌建设专题》（该专题共汇编 8 家中央企业）。

总体看，公司主营业务品牌认可度高，规模实力强，航运网络发达，运营能力较强，在国内航空企业中具有明显的竞争优势。

2. 人员素质

公司现任高级管理人员包括总经理、副总经理、党组纪检组组长等共 8 人。

公司董事长蔡剑江先生，生于 1963 年，毕业于中国民航学院航行管制专业和中国民航学院英语专业。历任深圳航空公司总经理，中国国际航空公司上海营业部经理、总裁助理兼市场营销部经理等职务。2016 年 12 月任公司董事长、党组书记。

公司董事、总经理、党组副书记宋志勇先生，生于 1965 年，毕业于中国空军第二飞行学院飞行专业。历任国航股份飞行总队总队长、党委副书记、总裁助理、副总裁；2014 年 1 月至今任国航股份总裁、党委副书记，2016 年 12 月任公司董事、总经理、党组副书记。

截至 2017 年底，国航股份在职员工合计 83,506 人，从教育程度来看，硕士及以上人员占 3.60%，本科人员占 45.11%，专科人员占 33.57%，中专及以下人员占 17.72%。从专业构成来看，管理人员占 11.31%，营销人员占 6.06%，生产运行人员占 5.16%，地面服务人员占 14.50%，客舱服务人员占 23.56%，生产支持人员占 10.75%，飞行人员占 9.90%，工程机务人员占 13.94%，信息技术人员占 0.70%，其他人员占 4.14%。

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。

3. 外部支持

作为国资委直属企业，公司发展过程中受到政府及有关部门的大力支持。公司长期获得航线补贴、财政补贴、税费返还等，2015~2017 年，公司分别获得各项补助 11.96 亿元、26.46 亿元和 27.96 亿元。

总体看，公司作为国资委直属企业，其发展受到大力的外部支持。

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》和国有控股公司试点相关规定的要求，制订了《公司章程》等各项制度，不断改善公司治理水平。

公司系国务院国资委直属的中央企业，国务院国资委为公司出资人和实际控制人。公司不设股东会，由国资委依据国家法律法规的规定，代表国务院履行出资人职责。依照《中国航空集团有限公司章程》规定，公司在制定发展战略、调整结构、协调利益等方面发挥主导作用，是重大投资、经营活动的决策和管理中心。各所属企业是自主经营、独立核算、自负盈亏的法人实体，

对公司承担国有资产保值增值责任，并负有执行公司有关发展战略、结构调整、专业分工等重大决策的责任。公司依照法定程序检查、考核所属企业业务经营和国有资产保值增值状况，对公司所属全资企业、控股企业、以及分公司和代表处等分支机构的经营管理活动情况实施审计监督。公司建立了党组会、总经理办公会和领导例会制度，负责重要人事任免、生产经营的重大决策、重要项目安排和大额资金使用审批等事项。相关工作和议事规则明确规定了决策权限、程序、监控评价等事项，确保了决策的民主性和科学性。同时，公司成立了风险管理委员会、安全委员会，定期召开会议，研究布置风险管理、战略管控、安全生产等重大工作安排。

总体看，公司作为央企，拥有完善的法人治理结构，运行合理规范。

2. 管理体制

公司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、航空安全办公室、审计监察部等众多职能部门构成，分工细致，各部门职能明确。同时，公司还建立了涵盖资金使用、投资决策、人员管理、航空安全等较为完整的内部控制制度。

对下属子公司的管理方面，根据公司章程，公司总经理办公会议研究决定以下重要事项，其中包括：审批子公司章程和重大决策方案；审批子公司限额以上投资、借贷、对外担保；审定子公司注册资本的增减和股票、债券的发行方案。公司审批和监督全资子公司的重点投资项目；审核全资子公司的财务制度和财务预决算；审批全资子公司对外的重大投资、举债、抵押和担保。

财务预算管理方面，公司采用全面预算管理制度，公司制定了《中国航空集团有限公司国有资本经营预算管理制度》。《中国航空集团有限公司国有资本经营预算管理制度》规定：各子公司应当建立财务预算管理制度，组织开展内部预算编制、执行、监督和考核工作，完善财务预算工作体系，推进实施全面预算管理。公司依据本办法对各子公司财务预算编制、报告及执行工作进行监督管理，督促和引导各子公司切实建立以预算目标为中心的各级责任体系。

资金管理方面，公司制定了《中国航空集团有限公司资金管理办法（试行）》，为合理配置资金资源，加速资金营运，控制融资风险，保证资金安全提供了根本保障。实行收支两条线的资金管理模式，各（非上市）子公司应通过财务公司办理结算业务，公司本部统一安排外源融资和对外担保。财务部是公司资金管理的主要职能部门，负责公司资金管理规章制度的建立、完善和组织实施，负责制定资金规划、编制资金预算，负责监控各子公司资金流向，负责与金融机构的合作事宜。各子公司财务部是各自资金管理的主要职能部门，根据公司本部资金管理办法制定各自的资金管理制度。

投资管理方面，公司制定《中国航空集团有限公司投资管理规定》并严格执行。公司投资管理的原则是：符合国家发展规划和产业政策；符合本集团发展战略、规划和投资方向；重点突出主业，有利于提高集团核心竞争能力和抗风险能力；非主业投资符合本集团调整、改革方向，并有利于主业发展，形成良性互动，实现本集团全面、协调、可持续发展；投资规模应当与企业经营规模、资产负债水平、现金流和实际筹资能力相适应；应充分科学论证，预期投资收益应不低于同行业同期平均水平；严格执行国家和本集团投资决策程序和管理制度；重大项目实行集体民主决策，并严格落实执行责任追究制。

安全生产方面，公司制定了《中航集团航空安全生产监督管理暂行规定》。该规定明确了航空安全生产的责任主体，规定要按照“统一领导、落实责任、分级管理、分类指导、全员参与”的原则，逐级建立、健全航空安全生产责任制。明确了航空安全生产责任制应当覆盖各成员企业全

体职工和岗位，涉及全部航空安全生产经营和管理过程。

总体来看，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

公司主营业务包括航空运输及与航空相关的业务，以航空运输为主。公司本部主要行使管理职能，相关业务具体由下属子公司经营。其中，航空客运、航空货运及邮运业务主要由控股子公司国航股份运营；快递业务主要由民航快递有限责任公司（以下简称“民航快递”）运营；广告及服务业务主要由中国航空传媒有限责任公司（以下简称“中航传媒”）运营；酒店经营管理、物业管理主要由中国航空集团建设开发有限公司（以下简称“中航建发”）运营。

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长5.54%，占营业总收入的比重均在99.00%以上，公司主营业务突出。从收入构成来看，2015~2017年，公司航空运输业务收入年均复合增长5.46%，占营业收入比重均在97.00%以上，是公司营业收入的主要来源。其中，随着公司拓展航线网络、优化航班结构和提升营销能力等因素影响，公司航空客运业务收入规模逐年增加，占比维持在90%左右。航空货运及邮运业务收入有所波动，2017年该业务较上年增长21.73%，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。2015~2017年，公司与航空相关的业务收入年均复合增长8.91%，占营业收入比重2.00%左右，对公司经营影响较小，各项业务收入占比均有所波动但波动不大。

表 1 2015~2017 公司营业收入构成（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
航空运输业务	1,086.30	97.81	23.21	1,121.95	97.96	22.62	1,208.17	97.67	17.41
其中：航空客运	1,001.82	90.21	23.17	1,037.80	90.61	22.45	1,105.74	89.39	17.52
航空货运及邮运	84.47	7.61	23.76	84.14	7.35	24.73	102.43	8.28	16.21
与航空相关的业务	24.29	2.19	34.89	23.39	2.04	30.93	28.81	2.33	30.48
其中：航空食品及相关	7.40	0.67	21.36	7.73	0.67	19.33	8.59	0.69	20.17
快递物流业务	8.87	0.80	23.81	8.05	0.70	23.67	9.63	0.78	17.30
广告及服务收入	2.15	0.19	58.86	2.19	0.19	50.26	2.27	0.18	47.93
物业管理	2.09	0.19	22.69	2.01	0.18	17.31	3.06	0.25	12.83
酒店经营管理	2.87	0.26	78.28	2.59	0.23	68.64	2.61	0.21	71.83
其他	0.90	0.08	87.73	0.82	0.07	74.19	2.66	0.22	76.29
合计	1,110.58	100.00	23.47	1,145.33	100.00	22.79	1,236.97	100.00	17.71

资料来源：公司提供

注：2015~2016 年均为年初数，2017 年收入为年末数

毛利率方面，2015~2017年，公司综合毛利率持续下降，主要系收入占比较高的航空运输业务成本不断上涨所致。2015~2017年，公司航空运输业务毛利率持续下降，主要系航空油料价格上涨、飞机起降及停机费用增加、员工成本增长等因素影响所致。2015~2017年，公司与航空相关的业务毛利率基本维持在30%左右，基本保持稳定。

2018年1~6月，公司实现营业总收入656.06亿元，净利润42.44亿元。

总体看，公司主营业务以航空运输为主，近三年航空运输业务稳定发展，受益于航线网络拓

展、航班结构优化等影响，公司航空客运收入持续增长。受航空性业务成本不断上涨，公司毛利率持续下降。

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，主要由国航股份运营。2015~2017 年，国航股份分别实现营业收入 1,089.29 亿元、1,126.77 亿元和 1,213.63 亿元，保持稳定增长。

(1) 航线布局

国航股份长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，在多年的经营过程中形成了以持续打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构和广泛均衡的国内、国际航线网络，经过多年发展，公司在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势，也是亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何一个大陆的航空公司。截至 2017 年末，国航股份经营的客运航线条数为 420 条，其中国际航线 101 条，地区航线 16 条，国内航线 303 条。通航国家及地区 40 个，通航城市 185 个，其中国际 66 个，地区 3 个，国内 116 个。此外，公司还积极开展国际化合作，36 家合作伙伴为公司提供每周 14,467 班次代码共享航班，通过与星空联盟成员合作，将服务进一步拓展到全球 192 个国家的 1,330 个目的地。

航线开拓方面，国航股份结合“一带一路”倡议以及“京津冀”一体化等战略，2017 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。加速巩固以北京、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&D¹ 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。

总体看，国航股份航线布局国内国际均衡发展，近三年国际航线投入力度不断加大，国航股份已成为中国唯一航线覆盖六大洲、亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何地区的航空公司，国际枢纽优势地位更加凸显。

(2) 机队规模及优势

近年来，国航股份机队规模逐年扩大，2015~2017 年，国航股份分别新引进飞机 66 架、54 架和 56 架，呈波动下降趋势，退出老旧飞机 16 架、21 架和 24 架，截至 2017 年末，国航股份机队总规模达到 655 架，在国内民航业中排名第二，在世界航空企业中位居前十名。国航股份机队平均机龄 6.53 年。

表 2 国航股份机队结构及变化情况（单位：架，%）

型号	2015 年		2016 年		2017 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
客机	567	96.10	601	96.47	634	96.79
其中：空客系列	273	46.27	290	46.55	311	47.48
波音系列	294	49.83	311	49.92	323	49.31
货机	15	2.54	15	2.41	15	2.29
公务机	8	1.36	7	1.12	6	0.92
合计	590	100.00	623	100.00	655	100.00

资料来源：国航股份年度报告

机队结构方面，截至 2017 年末，国航股份现有客机包括 634 架客机、15 架货机和 6 架公务

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

机，其中客机类型包括空客系列（包括 A319、A320/A321 和 A330 等）和波音系列（包括 B737、B747、B777 和 B787），占比分别为 49.05% 和 50.95%，以 A320/A321 和 B737 两种机型为主，这两种机型在短途单通道飞机机型中拥有垄断地位，具有机型成熟、技术先进、运营成本低、燃油经济性好等优势，有利于国航股份短途航线运输业务的安全稳定性和经济性。

飞机购买计划方面，2018~2020 年，国航股份将分别引进 54 架、63 架和 53 架客机，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 3 2018~2020 年国航股份客机计划引进飞机情况（单位：架）

型号	2018 年	2019 年	2020 年
其中：空客系列	25	32	22
A319	0	0	3
A320/321	15	28	19
A330	4	0	0
A350	6	4	0
波音系列	29	31	31
B737	25	31	17
B777	2	0	0
B787	2	0	0
合计	54	63	53

资料来源：国航股份年度报告

总体看，国航股份机队规模较大，国航股份机队结构的配置、未来购机计划等均有利于提升机队的竞争力，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。

（3）运营情况

从运输量方面看，2015~2017 年，国航股份旅客运输量呈持续增长趋势，年均复合增长 6.35%。2017 年国航股份旅客运输量较上年增长 5.15%，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。2015~2017 年，国航股份货邮运输量年均复合增长 5.19%。2017 年国航股份货物及邮运量较上年增长 4.10%，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 4 近三年国航股份运输量情况（单位：千人次，吨，%）

地区	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比
国内	74,374.25	78,901.28	83,524.14	1.79
国际	11,028.76	13,250.22	13,487.46	5.86
地区	4,412.88	4,454.37	4,565.07	2.49
客运人数合计	89,815.89	96,605.87	101,576.66	5.15
货物及邮运	1,664,406.35	1,769,146.31	1,841,636.93	4.10

资料来源：国航股份年报

从载运能力来看，2015~2017 年，国航股份投入总可用吨公里持续增长，年复合增长率 6.65%，运力投入持续提升，有利于国航股份业务量的快速增长。截至 2017 年末，国航股份可用吨公里为 356.73 亿，较上年增长 5.61%，增速高于同期南方航空（9.58%）和东方航空（9.16%）水平。从客运运载能力来看，2015~2017 年，国航股份可用座位公里年均复合增长 7.40%，主要系国航股份不断加大航线投入所致。从货运运载能力来看，2015~2017 年，国航股份可用货运吨公里年均

复合增长 5.43%。

表 5 国航股份运输能力指标 (单位: 亿吨公里, %)

运输能力	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比增速
可用座位公里	2,148.29	2,332.18	2,478.15	6.26
国际	725.25	841.59	907.23	7.80
国内	1,325.33	1,397.20	1,479.39	5.88
港澳台地区	97.70	93.39	91.53	-1.99
可用货运吨公里	119.82	127.37	133.19	4.57
国际	83.53	88.45	88.71	0.30
国内	33.11	36.13	41.70	15.40
港澳台地区	3.18	2.79	2.78	-0.07
总可用吨公里	313.64	337.77	356.73	5.61

资料来源: 国航股份年度报告

实际载运量方面, 2015~2017 年, 国航股份收入吨公里保持增长趋势, 年均复合增长 7.89%, 主要来源于客运业务的增长。2015~2017 年, 国航股份收入客公里、收入货运吨公里年均复合增长率分别为 8.21%和 7.32%, 主要系近三年公司拓展航线网络、优化航班结构和提升营销能力等因素影响。

表 6 国航股份实际运输情况 (单位: 亿吨公里, %)

实际运输情况	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比增速
收入客公里	1,717.14	1,881.58	2,010.78	6.87
国际	561.47	654.45	710.39	8.55
国内	1,086.44	1,157.45	1,228.77	6.16
港澳台地区	69.23	69.68	71.62	2.79
收入货运吨公里	65.58	69.95	75.53	7.97
国际	49.21	52.39	57.92	10.56
国内	15.25	16.49	16.46	-0.18
港澳台地区	1.13	1.07	1.14	7.00
收入吨公里	218.07	236.98	253.85	7.12

资料来源: 国航股份提供

从实际载运效率来看, 2015~2017 年, 国航股份综合载运率不断提升, 主要系国航股份优化运力资源配置, 调整国内、国际运力投入结构充分利用时刻资源所致。

表 7 三大航空公司载运率比较 (单位: %)

指标	国航股份			南方航空			东方航空		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
客座率	79.93	80.68	81.14	80.50	80.51	82.20	80.50	81.23	81.06
货邮载运率	54.73	54.92	56.70	-	-	-	55.02	51.64	37.73
综合载运率	69.53	70.16	71.16	69.50	69.72	71.27	70.71	69.06	68.83

资料来源: 国航股份提供

从客运收入来看, 2015~2017 年, 受运力投入增加影响, 客运收入年均复合增长 4.87%, 其中仍以国内客运收入为主, 占比均在 65.00%以上, 占比相对较高且稳定。2017 年客运收入较上年增长 6.37%, 其中, 因运力投入增加而增加收入 62.82 亿元, 因收益水平降低而减少收入 4.97 亿元, 因客座率上升而增加收入 6.07 亿元。

表 8 近三年国航股份客运收入情况（单位：亿元，%）

地区	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年占比	2017 年同比
中国内地	640.56	668.79	722.38	67.68	8.01
国际	276.35	283.06	292.04	27.35	3.17
港澳台地区	53.77	51.67	53.02	4.97	2.61
客运收入	970.68	1,003.52	1,067.44	100.00	6.37

资料来源：国航股份年度报告

从货运及邮运收入来看，2015~2017 年，货运及邮运收入波动增长，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较上年大幅增长 23.48%。其中，因运力投入增加而增加收入 3.80 亿元，因载运率增加而增加收入 2.82 亿元，因收益水平增加而增加收入 12.88 亿元。

表 9 近三年国航股份货运及邮运收入情况（单位：亿元，%）

地区	2015 年		2016 年		2017 年		2017 年同比
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	
国内	19.81	23.44	19.21	23.14	19.26	18.78	0.28
国际	61.76	73.12	61.21	73.70	79.56	77.58	29.96
地区	2.90	3.44	2.63	3.16	3.73	3.64	42.01
货运及邮运	84.47	100.00	83.05	100.00	102.55	100.00	23.48

资料来源：国航股份年度报告

国航股份营业成本主要由航油成本、起降及停机费用、飞机折旧、员工薪酬成本、航食成本、飞机保修成本等构成，其中航油成本占比较大，2015、2017 年基本保持在 28%左右，2016 年受国际燃油价格下降所致，航油成本占比下降至 25.21%。2015~2017 年，起降及停机费用占比和飞机折旧占比基本保持稳定，2017 年员工薪酬成本较上年增加 17.74 亿元，主要是由于雇员数量增加和雇员薪酬标准调整的影响。随着机队规模的扩大，飞机保修成本占比有所增加。

表 10 国航股份营业成本构成（单位：亿元，%）

时间	航油成本		起降及停机费用		折旧		薪酬		航食		保修成本	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2015 年	240.43	28.73	116.43	13.91	124.10	14.83	135.76	16.22	30.32	3.62	40.15	4.80
2016 年	219.82	25.21	127.74	14.65	129.17	14.81	153.60	17.61	32.71	3.75	46.55	5.34
2017 年	284.09	28.33	138.63	13.82	129.72	12.93	171.34	17.09	34.62	3.45	62.13	6.19

资料来源：国航股份年度报告

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，代理手续费占营销收入的比例从 4.2%降低到 1.5%，成本竞争力持续提升。

整体看，国航股份作为全国三大航空公司之一，航线网络、机队规模等在同行业内位居同行业前列，在国际航运市场具有明显的竞争优势。近三年运营能力稳中有升，载运效率逐步提升；近三年随着机队规模的扩大以及航线布局进一步完善等因素影响，营业收入逐步增长。

3. 采购情况

（1）航油采购

国航股份每年的 10~12 月制定下年度的生产计划（包括航班计划、机队维护计划、客货销售

计划、机组排班计划、航班运营飞行计划等), 根据生产计划计算所需燃油量再上浮 5%~10%制定整体的航油采购计划。

国内前五大航油供应商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。结算方式为即买即付, 以人民币结算。

前五名国际航油供应商近三年对国航股份航油供应较为平均, 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, 国航股份采用询价方式确定最终航油供应商, 结算方式为即买即付, 国外购买国内人民币支付。2017 年国航股份从最大供货商的采购额为 161.15 亿元, 占国航股份总采购额的 17.52%, 从前五大供货商的采购额为 350.59 亿元, 占国航股份总采购额的 38.12%。

(2) 飞机采购及租赁

飞机采购是国航股份重大的采购支出, 主要向空客公司和波音公司两家飞机制造商采购, 根据不同的航线选择最能发挥经济性能的飞机机型。目前国航股份经营所用飞机主要通过自行购买、经营租赁和融资租赁三种方式获得。国航股份购买飞机时, 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; 若国航股份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 (特殊目的主体) 持有飞机, 并以其作为出租主体与国航股份开展融资租赁。经营租赁优势在于租赁飞机不进资产负债表, 能够有效降低国航股份资产负债率, 另外, 国航股份不用考虑飞机的残值处理。

国航股份制定 5 年机队规划, 报送民航总局审批, 并最后由发改委进行批复后执行。国航股份飞机采购计划需基于其五年机队规划, 并提前 3~5 年进行订购, 协议签署后至飞机交付前, 共支付飞机目录价格 30%作为飞机预付款。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预付款, 飞机交付时支付尾款。

近三年随着航线运力开拓力度的加大, 国航股份对飞机需求量增大, 飞机数量逐年增长。截至 2017 年末, 国航股份共有飞机 655 架, 较 2016 年末增加 32 架; 其中自购 276 架, 占 42.14%, 经营租赁 203 架, 占 30.99%, 融资租赁 176 架, 占 26.87%。为不断淘汰落后科技, 飞机需要不断的更新换代, 对老旧飞机进行处置时需提取减值准备, 故飞机存在一定的减值风险。

总体看, 国航股份航油采购渠道稳定可靠, 飞机采购方式灵活, 采购流程合理。

4. 销售情况

(1) 销售模式

国航股份机票销售采用直销渠道和分销渠道相结合的销售方式。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; 分销渠道主要包括四种形式: 一是通过TMC (差旅管理公司) 销售, 二是通过OTA (在线旅行社) 销售, 三是通过一般代理人销售, 四是通过批发商销售。

对于分销渠道的管理, 机票代理公司首先需申请并通过中国航协和国际航协审批, 获得中国航协及国际航协颁发的机票代理人资格证书, 其后机票代理公司需与国航股份签订机票代理销售协议, 通过国航股份授权销售国航机票。机票代理公司需遵守机票销售行为规范, 国航股份主要从销售能力、服务品质和行为合规等方面对代理人进行考核。

售票系统和账期方面, 机票销售根据计算机定座系统的不同分为航空公司订座系统 (ICS) 填

开的航空公司本票电子客票和代理人订座系统（CRS/GDS）填开的中性电子客票（简称BSP电子票），BSP是国际航空运输协会（IATA）设计用于方便和简化国际航协认可的客运销售代理人与航空公司之间进行销售、结算和汇款的系统。BSP电子票票款由国际航协统一收取，分账完成后清算给各航空公司。航空公司也可通过自己的网站、APP、电话中心、售票处直接销售，主要接受刷卡、现金和支票等支付方式，票款可以直接入账。

（2）定价模式

国航股份机票定价策略基于与其他航空公司的竞争关系、历史航班信息、消费者消费习惯及需求、天气状况、节假日等影响因素，以收益管理系统来实现科学合理的定价。

机票价格制定方面，对于国内航线票价，国内航线票价政策由国家发改委与民航总局共同制订，由两部门规定国内航线经济舱基准票价，准许实际票价在一定价格范围内浮动。目前国内各航空公司公布或收取的大多数国内航线的经济舱实际票价不得比基准票价高出25%以上。对于国际航线/地区航线票价，以市场竞争定价为主，少数国际和地区航线的最高票价须经相关政府部门批准。

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。2014年以来，客运直销比例从26%提高到50.9%，代理手续费占营销收入的比例从4.2%降低到1.5%，成本竞争力持续得到提升。

总体看，国航股份销售渠道多样化，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. 经营效率

2015~2017年，公司应收账款周转次数分别为30.01次、29.78次和31.36次，近三年有所波动。2015~2017年，公司总资产周转次数分别为0.50次、0.50次和0.51次，保持稳定。

表 11 2017 年我国主要航空公司经营效率情况

指标名称	国航股份	南方航空	东方航空
应收账款周转率(次)	34.05	43.03	42.84
总资产周转率(次)	0.53	0.61	0.47

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，本表数引自 Wind，应收账款计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异

总的看，公司各项经营效率指标处于良好水平。

6. 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月的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。

7. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年、2016 年度合并财务报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司 2017 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。

会计政策变更方面，2016 年无会计政策变更事项。2017 年，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〉的通知》（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，不对前期进行追溯调整。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。

从合并范围来看，2015 年公司将北京飞机维修工程有限公司、中国航空租赁有限公司和中航（北京）融资租赁有限公司共 3 家公司纳入财务报表合并范围，由于深圳市深航客货运输服务有

限公司破产清算，不再纳入财务报表合并范围。2016 年，公司将上海机场国际航空食品有限公司等 3 家公司纳入合并范围，Prosperoad Property Crop 等 7 家主体不再纳入合并范围。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，但公司涉及变动子公司规模有限，财务数据可比性强。

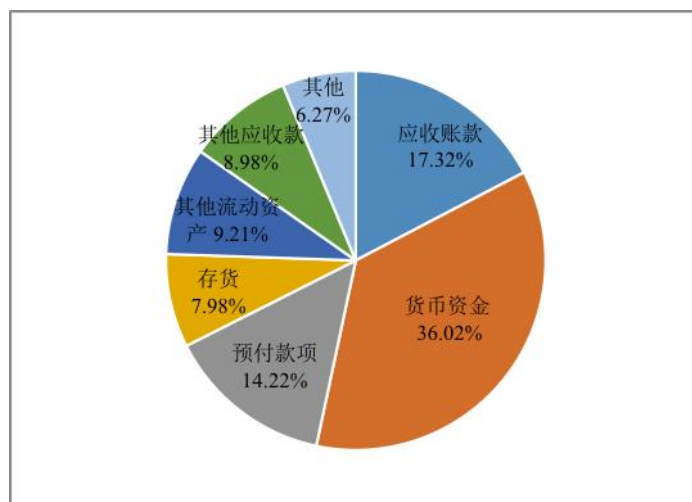
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 5.03%，主要系非流动资产增长所致。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%。资产构成中，非流动资产占比高（占 91.03%），符合航空运输行业重资产的特点。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 2.30%。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、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 4 截至 2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金呈逐年下降趋势，年均复合下降 11.42%。截至 2017 年末，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%）。截至 2017 年末，受限货币资金合计 14.47 亿元，受限比例为 18.01%。

2015~2017 年，公司应收账款呈波动增长趋势，年均复合增长率为 2.28%。截至 2017 年末，公司应收账款 38.64 亿元，主要为客票销售款，计提坏账准备 2.30 亿元，计提比例 5.61%；应收前五单位合计占比为 25.82%，应收账款对象集中度一般。

2015~2017 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 69.91%。截至 2017 年末，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。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 2.35%，基本保持稳定。截至 2017 年末，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%。

表 12 截至 2017 年末公司其他应收款前五名欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	占比	账龄分布
深圳市汇润投资有限公司	往来款	10.75	22.62	5 年以上
空客 AIRBUS S.A.S	记账回扣	5.35	11.25	5 年以内
深圳市深航房地产开发有限公司	购房款	4.69	9.86	5 年以上
河南航空有限公司	其他	3.41	7.17	5 年以上
翡翠国际货运航空有限责任公司	往来款	2.04	4.28	5 年以上
合计	--	26.23	55.18	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货逐年下降，年均复合下降 6.02%。截至 2017 年末，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%）。

2015~2017 年，公司其他流动资产有所波动，年均复合增长 10.83%。截至 2017 年末，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%）。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 5.31%。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；公司非流动资产以长期股权投资、固定资产、在建工程为主。

图 5 截至 2017 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 10.94%。截至 2017 年末，公司长期股权投资 196.14 亿元，较年初增长 2.13%，主要系对合联营企业确认投资收益及其他权益变动所致。

2015~2017 年，公司固定资产呈波动增长趋势，年均复合增长 2.95%。截至 2017 年末，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 64.46%。

2015~2017 年，公司在建工程规模逐年增长，年均复合增长 18.07%。截至 2017 年末，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，公司在建工程以飞机预付款（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。

截至 2018 年 6 月末，公司资产总额达到 2,587.69 亿元，较年初增长 4.06%。资产构成中，非流动资产占比高（占 89.68%），资产构成结构保持稳定。

总体看，公司资产规模稳定增长，流动资产中货币资金占比高，非流动资产以固定资产及在建工程为主，且公司资产抵押比率较低，公司对回收风险较大的其他应收款款项已全额计提坏账准备，公司资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

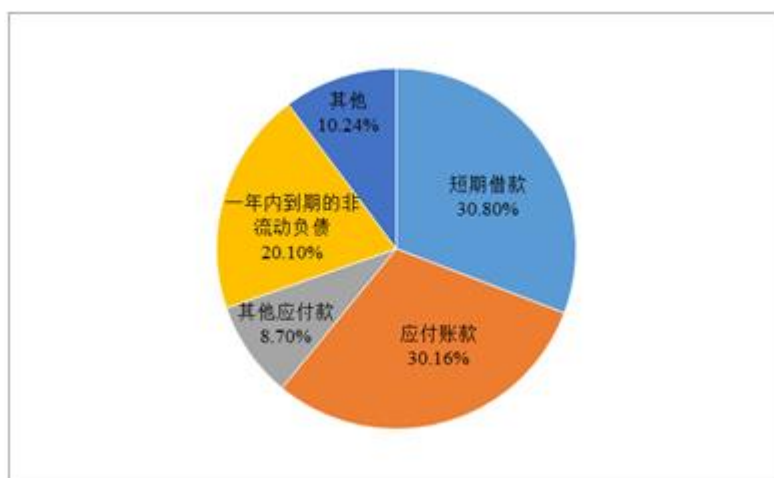
负债

2015~2017 年，公司负债总额整体保持稳定，年均复合减少 0.95%。截至 2017 年末，公司负债 1,461.58 亿元，较年初下降 2.24%。负债构成中，流动负债占 51.06%，非流动负债占 48.94%，公司负债结构较为均衡。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 20.52%。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、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

图 6 截至 2017 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 174.26%。截至 2017 年末，公司短期借款 229.84 亿元，较年初大幅增长 58.63%，主要以信用借款为主（占 99.98%）。

2015~2017 年，公司应付账款规模逐年增长，年均复合增长 12.03%。截至 2017 年末，公司应付账款 225.06 亿元，较年初增长 21.16%，主要由应付航材及维修款、应付起降地服款、应付油料等构成。

2015~2017 年，公司其他应付款规模逐年增长，年均复合增长 11.18%。截至 2017 年末，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。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 9.99%。截至 2017 年

末，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。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债逐年下降，年均复合下降 14.39%。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。

2015~2017 年，公司长期借款逐年下降，年均复合下降 48.97%。截至 2017 年末，公司长期借款 81.66 亿元，较年初下降 39.22%，由抵押借款（占 31.38%）、保证借款（19.11%）和信用借款（占 49.51%）构成。

2015~2017 年，公司应付债券呈波动下降趋势，年均复合下降 4.77%。截至 2017 年末，公司应付债券 165.00 亿元，较年初下降 38.88%，主要系公司 2017 年本年偿还债券以及一年内到期的债券转出至流动负债所致。

2015~2017 年，公司长期应付款呈波动增长趋势，年均复合增长 0.51%。截至 2017 年末，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。

债务方面，2015~2017 年，公司全部债务规模逐年下降，年均复合下降 4.41%。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。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。

截至 2018 年 6 月末，公司负债总额为 1,514.29 亿元，较年初增长 3.61%，其中流动负债占 52.30%，非流动负债占 47.70%，负债结构较年初变化不大。截至 2018 年 6 月末，公司全部债务为 1,039.82 亿元，较年初变化不大；其中短期债务占 39.84%，长期债务占 60.16%。债务指标方面，截至 2018 年 6 月末，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 58.52%、49.21%和 36.82%，分别较年初下降 0.26 个百分点、0.37 个百分点以及 1.01 个百分点，债务负担有所减轻。

总体看，近年来，公司债务规模逐年下降，构成以长期债务为主，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

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 15.79%，主要来自利润积累。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%。

截至2018年6月末，公司所有者权益1,073.40亿元，较2017年底增长4.71%，权益构成变化不大。

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较大，公司权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 5.57%。2017 年，公司实现营业收入 1,238.47 亿元，较上年增长 8.07%，营业成本为 1,017.85 亿元，较上年增长 15.10%，主要系受油量增加及航油价格上涨的影响所致；实现利润总额 120.36 亿元，较上年增长 13.68%；实现净利润 90.55 亿元，较上年增长 12.85%。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司期间费用总额逐年下降，年均复合下降 22.06%，主要系公司财务费用逐年下降所致。2017 年，公司期间费用总额为 116.77 亿元，较上年下降 35.45%。公司销售费用较上年增长 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；管理费用较上年增长 8.54%至 51.18 亿元；财务费用较上年大幅下降 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%）。近三年，公司费用收入比分别为 17.30%、15.79%和 9.43%，费用控制能力有所提升。

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。公司政府补助 27.82 亿元（上年政府补助为 27.98 元）；2017 年政府补助占利润总额的比重为 23.12%，较上年政府补助占利润总额的比重下降 0.02 个百分点。资产减值损失较上年增长 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。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司总资产收益率和总资产报酬率逐年增长，2017 年分别为 6.16%和 6.30%，分别较上年上升 0.25 个百分点和上升 0.29 个百分点；公司净资产收益率逐年下降，2017 年为 9.53%，较上年下降 0.26 个百分点，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 13 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

2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 656.06 亿元，实现净利润 42.44 亿元。

整体来看，公司近年来收入规模稳定增长，费用控制能力有所提升，公司利润规模有所增长，但航油价格上涨等因素对利润总额有一定的负面影响，盈利能力处于较好水平。

4. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 6.69%。2017 年，公司经营活动现金流入 1,392.10 亿元，较上年增长 9.45%，主要系业务扩张所致；公司收到其他与经营活动有关的现金逐年增长，年均复合增长 12.09%。

2015~2017 年，经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 10.71%。2017 年，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；近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 306.38 亿元、303.92 亿元和 274.63 亿元。从收入实现质量看，2015~2017

年，公司现金收入比分别为 105.34%、106.23%和 107.60%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2015~2017 年公司投资活动现金流入分别为 22.83 亿元、23.68 亿元和 40.29 亿元，逐年增长。2015~2017 年公司投资活动现金流出分别为 97.54 亿元、210.05 亿元和 190.77 亿元，呈波动增长趋势；2017 年，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减少等。2015~2017 年，公司投资活动均为净流出状态，现金流量净额分别为-74.71 亿元、-186.37 亿元和-150.48 亿元，净流出规模波动增长。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 275.61 亿元、482.25 亿元和 395.52 亿元；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。筹资活动现金流出分别为 522.02 亿元、601.88 亿元和 539.08 亿元，以偿还债务支付的现金为主。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-246.41 亿元、-119.62 亿元和 143.56 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营经营净现金流入 145.16 亿元，投资活动净现金流出 89.77 亿元，筹资活动净现金流出 14.25 亿元。

总体看，公司经营现金流入量规模大且持续增长，收入实现质量较好；目前公司筹资活动以偿还债务为主；公司资本性支出需求主要为支付飞机预付款等，考虑到公司投资规模较大，公司仍存在一定的资本支出压力及融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于短期债务增加，2015~2017 年，流动比率分别为 0.41 倍、0.34 倍和 0.30 倍，速动比率分别为 0.38 倍、0.31 倍和 0.28 倍，均呈逐年下降趋势；公司现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.30 倍和 0.21 倍。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 257.26 亿元、277.62 亿元和 293.52 亿元，主要系利润总额逐年增长所致。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%。2015~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 7.73 倍、7.82 倍和 7.84 倍，EBITDA 对利息的保障能力逐年增强；2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.23 倍、0.25 倍和 0.29 倍，EBITDA 对债务的保障能力逐年提升。整体看，公司长期偿债能力强。

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。

截至 2017 年末，公司对外担保金额为 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。

总体看，公司目前债务负担一般，间接融资渠道通畅，EBITDA 对公司债务的保障能力较强；公司经营活动净现金流规模较大且快速增长，公司作为国务院国资委直属企业，资本实力雄厚，整体偿债能力极强。

八、公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年 6 月末，公司全部债务为 1,039.82 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元），对公司现有债务规模影响不大。

截至 2018 年 6 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为 58.52%、49.21%和 36.82%。以公司 2018 年 6 月末报表财务数据为基础，预计本期公司债发行后，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将分别上升至 58.99%、49.92%和 37.92%，公司债务负担略有加重，但仍处于合理水平。考虑到本期公司债募集资金拟用于公司本部及成员单位偿还债务、补充流动资金等，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 293.52 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 9.78 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力很高。2017 年经营活动产生的现金流入额为 1392.10 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 46.40 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。2017 年经营活动现金流量净额为 274.63 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 9.15 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。

未来，随着销售网络的不断拓展，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司资产规模较大、综合实力强、发展前景良好等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

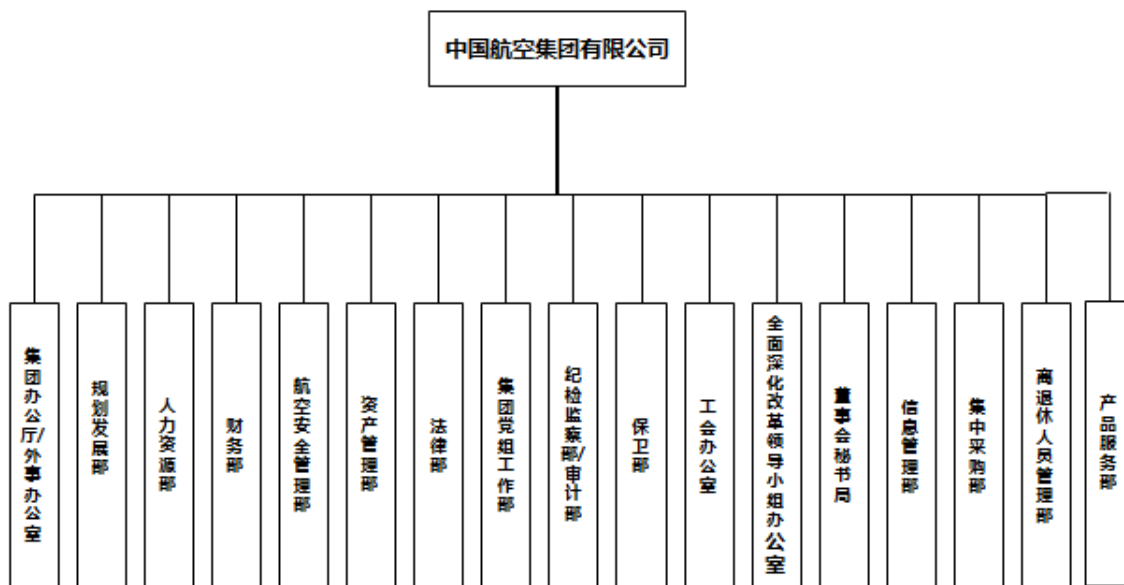
九、综合评价

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、运营控制能力及政府支持等方面具备显著优势，公司机队规模、航线网络、年客运量等多项指标稳步增长。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，以及有一定的资本支出压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

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。此外，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而支撑其经营及信用水平。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 中国航空集团有限公司 组织结构图



附件 2 中国航空集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	2,254.34	2,369.54	2,486.70	2,587.69
所有者权益（亿元）	764.58	874.50	1,025.11	1,073.40
短期债务（亿元）	229.64	330.75	383.92	414.22
长期债务（亿元）	873.51	766.16	623.90	625.59
全部债务（亿元）	1,103.15	1,096.91	1,007.82	1,039.82
营业收入（亿元）	1,111.20	1,145.98	1,238.47	656.06
净利润（亿元）	74.44	80.24	90.55	42.44
EBITDA（亿元）	257.26	277.62	293.52	--
经营性净现金流（亿元）	306.38	303.92	274.63	145.16
应收账款周转次数（次）	30.01	29.78	31.36	--
存货周转次数（次）	45.41	40.47	45.30	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.50	0.51	--
现金收入比率（%）	105.34	106.23	107.60	105.63
总资本收益率（%）	5.60	5.91	6.16	--
总资产报酬率（%）	5.50	6.02	6.30	--
净资产收益率（%）	10.38	9.79	9.53	--
营业利润率（%）	23.18	22.50	17.47	16.14
费用收入比（%）	17.30	15.79	9.43	11.77
资产负债率（%）	66.08	63.09	58.78	58.52
全部债务资本化比率（%）	59.06	55.64	49.57	49.21
长期债务资本化比率（%）	53.33	46.70	37.83	36.82
EBITDA 利息倍数（倍）	7.73	7.82	7.84	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.25	0.29	--
流动比率（倍）	0.41	0.34	0.30	0.34
速动比率（倍）	0.38	0.31	0.28	0.31
现金短期债务比（倍）	0.45	0.30	0.21	0.30
经营现金流动负债比率（%）	59.63	48.18	36.80	18.33
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.58	9.25	9.78	--

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、2015、2016 年财务数据分别采用 2016、2017 年审计报告的首期数；4、公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计；5、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和一年内到期的长期应付款-其他；6、本报告中长期应付款中应付融资租赁款已计入长期债务；7、本报告所用收入计算指标均指营业总收入。

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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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 / 本期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 / 本期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 / 本期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+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。

联合信用评级有限公司关于 中国航空集团有限公司 公开发行 2018 年公司债券（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，在每年中国航空集团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。

中国航空集团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。中国航空集团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航空集团有限公司的相关状况，如发现中国航空集团有限公司或本次（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。

如中国航空集团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，直至中国航空集团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航空集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年九月十日