跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1714 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“18 中航集”“19 中航 04”“19 中航 05”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：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

中国航空集团有限公司
公司债券 2020 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	债项余额	债项期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 中航集	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/05/31
19 中航 04	10 亿元	2 年（1+1）	AAA	AAA	2019/09/18
19 中航 05	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/09/18

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

分析师

杨廷芳　登记编号（R0040219010001）

徐汇丰　登记编号（R0040218010006）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

跟踪期内，中国航空集团有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国资委直属国内三大航空运输集团之一，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保持显著优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到中国民航行业内外部竞争激烈，公司整体盈利水平易受国际油价、汇率波动及政府补贴影响，以及新冠肺炎疫情等突发事件等因素对公司信用水平带来的不利影响。

居民收入的持续增加、国家相关行业支持政策为中国民航运输业的发展提供了保障，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基本面。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“18 中航集”“19 中航 04”“19 中航 05”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**民航运输业长期发展向好。**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，居民消费水平逐步提升，有利于民航运输业的长期发展。

2．**公司优势显著。**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，其在资产规模、航线资源、品牌影响力、运营控制能力及政府支持等方面保持显著优势。

3．**公司具有较明显的竞争优势。**公司机队规模、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。

关注

1．**公司外部竞争压力增大。**随着中国航空市场的逐步开放，外资和民营航空公司对民

航业投资的增加，低成本航空的快速发展以及运力投放过快、高铁替代效应等因素导致中国民航行业内、外部竞争压力增大

2．**公司受燃油价格及汇率波动影响大。**公司盈利水平易受燃油价格及汇率波动影响。

3．**公司债务快速增长。**公司 2019 年起执行新租赁准则，债务规模快速增长。

4．**公司经营受新冠疫情影响大。**受新冠疫情影响，2020 年一季度公司收入规模大幅下降，出现亏损，经营活动现金流量呈净流出态势，联合评级将持续关注疫情对公司经营的持续影响。

主要财务数据：

合并口径

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,646.48	3,157.87	3,156.60
所有者权益（亿元）	1,105.95	1,127.07	1,076.25
长期债务（亿元）	662.48	1,111.67	1,115.28
全部债务（亿元）	1,070.73	1,513.44	1,678.85
营业总收入（亿元）	1,394.11	1,431.10	193.46
利润总额（亿元）	101.34	102.53	-65.38
EBITDA（亿元）	282.29	382.81	-
经营性净现金流（亿元）	314.56	378.07	-84.25
营业利润率（%）	16.00	17.09	-8.66
净资产收益率（%）	7.70	7.38	--
资产负债率（%）	58.21	64.31	65.90
全部债务资本化比率（%）	49.19	57.32	60.94
流动比率（倍）	0.29	0.30	0.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.68	6.50	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.70	6.38	--

公司本部（母公司）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	299.84	342.88
所有者权益（亿元）	206.93	212.20
全部债务（亿元）	78.00	116.00
营业收入（亿元）	3.41	3.28
利润总额（亿元）	7.33	10.24
资产负债率（%）	30.99	38.11
全部债务资本化比率（%）	27.38	35.34

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．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-其他；长期应付款中应付融资租赁款/租赁负债均已计入长期债务；3．本报告计算相关指标所用收入计算指标均指营业总收入；4．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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他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

跟踪期内，中国航空集团有限公司（以下简称“公司”）注册资本及实收资本均未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 150.00 亿元，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，直属国务院国资委领导。

跟踪期内，公司经营范围、管理组织架构未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司 8 家，其中全资子公司 7 家，控股子公司 1 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%，通过全资子公司间接持有 10.72%的股权，合计持股 51.70%）。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 3,157.87 亿元，负债合计 2,030.80 亿元，所有者权益 1,127.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 576.92 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,431.10 亿元，净利润 82.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 40.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 378.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.49 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3,156.60 亿元，负债合计 2,080.35 亿元，所有者权益 1,076.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 554.56 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 193.46 亿元，净利润-55.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-24.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额-84.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.42 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区天柱路 30 号院 1 号楼-1 至 9 层 101-C709；法定代表人：蔡剑江。

二、债券发行及募集资金使用情况

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。2018 年 9 月 21 日，公司发行“中国航空集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”。经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕2474 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 160 亿元的公司债券，分期发行。2019 年 12 月 10 日，公司发行“中国航空集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”。

表 1　截至 2020 年 3 月底公司债券发行相关情况（单位：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
中国航空集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）品种一	19 中航 04	163068.SH	10	2（1+1）	2019/12/12	2021/12/12
中国航空集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）品种二	19 中航 05	163069.SH	20	3	2019/12/12	2022/12/12

资料来源：Wind，联合评级整理

“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，公司已支付 2018 年 9 月 21 日至 2019 年 9 月 20 日期间的利息。“19 中航 04”“19 中航 05”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，公司上述两支债券尚未到付息日。

三、行业分析

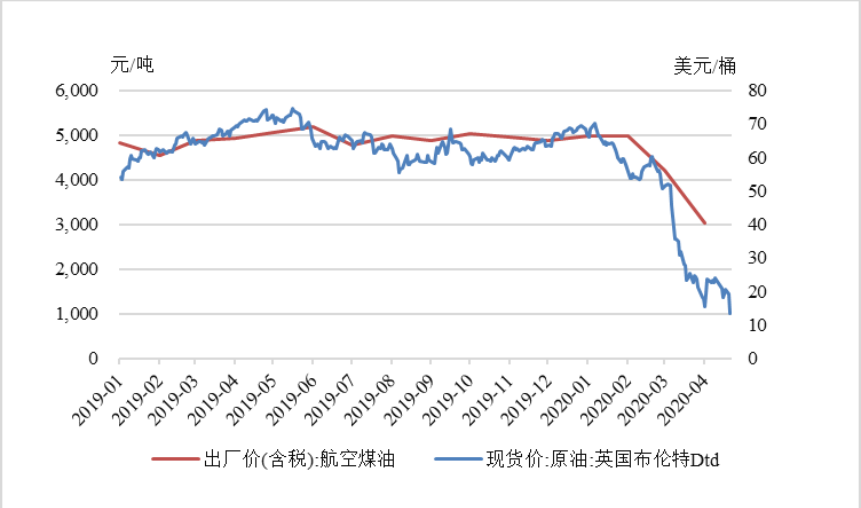
2019 年，航空客运运输行业保持平稳增长态势，增速较上年有所放缓，航空货运需求有所下降。2020 年以来的新冠肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大冲击，国家相关部委正积极采取应对措施减少新冠肺炎疫情对航空运输业造成的损失。

国际航空运输协会（IATA）公布的数据显示，2019 年航空客运增速较上年有所放缓，全球航空客运需求（按照收入客公里计算）同比增长 4.2%，载客率达 82.6%，较上年增加 0.7 个百分点。全球航空货运需求（按照货运吨公里计算）较上年下降 3.3%，自 2012 年以来首次出现下降。受新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎疫情”）影响，IATA 预计：2020 年全球航空客运需求或将同比下降 38%，其中亚太地区全年客运需求同比下降 37%，北美地区全年客运需求同比下降 27%，欧洲地区全年客运需求同比下降 46%；2020 年全球航空客运业务收入损失或将达 2,520 亿美元，同比下降 44%。

根据中国民用航空局（以下简称“民航局”）公布的数据，截至 2018 年底，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。生产运营方面，2019 年，中国民航共完成运输总周转量 1,292.7 亿吨公里、旅客运输量 6.6 亿人次、货邮运输量 752.6 万吨，同比分别增长 7.1%、7.9%、1.9%。中国民航旅客周转量在综合交通运输体系中的比重达 32.8%，同比增加 1.5 个百分点。运行服务方面，2019 年，中国民航航班平均正常率 81.65%，同比增加 1.52 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。随着 2019 年 OPEC 推动新一轮减产，美国页岩行业扩大产量利空油价，国际原油价格呈现宽幅震荡格局。2020 年以来，随着新冠肺炎疫情在全球蔓延，沙特阿美扩大产量压低油价，国际原油价格持续下跌并剧烈波动，截至 2020 年 4 月 21 日，布伦特原油现货价格为 13 美元/桶，较年初跌幅约 79.88%，原油价格的下跌在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。未来，在全球政治格局复杂多变及经济下行压力加大的背景下，国际原油供给端和需求端均存在不确定性。

图 1　2019 年 1 月－2020 年 4 月航油价格和原油价格走势



资料来源：Wind

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。2019 年，中国经济仍然面临贸易局势不确定的影响，经济下行压力持续加大，人民币兑美元呈波动贬值态势，全年贬值 4.1%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情爆发影响，美联储实施不限量、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动，但受益于国内经济回暖明显，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率保持在合理区间双向波动，市场预期稳定。未来长期汇率走势仍取决于美联储的货币政策、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。

图 2　2019 年 1 月—2020 年 4 月美元兑人民币（中间价）走势（单位：元）



资料来源：Wind

自 2020 年 1 月下旬以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，亚洲、欧洲、美洲等多国为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了旅行限制措施，导致全球航空需求锐减。2020 年 2 月，中国民航共完成运输总周转量 25.2 亿吨公里、旅客运输量 834 万人次、货邮运输量 29.7 万吨，同比分别下降 73.9%、84.5%、21.0%。截至 2020 年 3 月底，我国整体疫情控制情况出现向好趋势，国内多个省市采取差异化复产复工政策，境内的航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策趋严，民航局近期发布疫情防控期间调减国际客运航班量的通知，国际客运供应量预计将进一步减少。新冠肺炎疫情的爆发短期内对航空运输业产生较大冲击。

政策方面，2019 年 5 月初，民航局出台《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》。意见内容明确：将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调 50.00%；要降低航空煤油销售价格；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮，下调货运航空公司机场收费标准。2020 年 2 月初，国家发改委和财政部联合下发《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》（财政部、国家发展改革委公告 2020 年第 11 号），公告内容包括免征航空公司应缴纳的民航发展基金，免征期限自 2020 年 1 月 1 日期，截止日期将视疫情情况另行公告，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

四、基础素质分析

1．规模与竞争力

公司是国务院国资委直属的三大航空集团之一，在机队规模、品牌影响力、航线资源、综合管理等方面保持突出优势。

公司是国务院国资委直属的三大航空集团之一，航空主业由子公司国航股份负责运营，公司合计持有国航股份 51.70%股份。

公司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。公司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，公司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。公司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 2020 年 3 月底，国航股份拥有各类飞机 699 架，其中自有飞机 286 架，融资租赁飞机 207 架，经营租赁 206 架，机队规模位列国内前三、世界前十名；公司控股三级子公司中国国际货运航空有限公司（以下简称“国货航”）拥有 15 架货机。航运网络方面，截至 2019 年底，国航股份经营的客运航线条数达到 770 条，航线覆盖全球六大洲；通航国家（地区）43 个，通航城市 187 个，通过星空联盟，航线网络可覆盖 195 个国家（地区）的 1,317 个目的地；国货航经营货运航线 20 条。

2．外部支持

作为国资委直属企业，公司持续获得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，2018－2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别获得各项资金 35.91 亿元、42.27 亿元及 10.49 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

五、公司管理

跟踪期内，公司高级管理人员未发生变动，核心技术人员稳定，主要管理制度规范且连续，管理运作正常。

六、经营分析

1．经营概况

随着公司运力增加、航线网络拓展、收益水平上升等因素影响，公司航空客运收入有所增长，航油价格的下降使得该业务毛利率有所提升。受新型冠状病毒肺炎疫情影响，2020 年一季度公司营业收入较上年同期大幅下降，毛利润降至亏损。

2019 年，公司营业收入继续增长，较上年增长 2.66%，占营业总收入的比重超过 97.00%。从收入构成来看，公司航空运输业务收入较上年增长 2.69%。其中，随着公司运力增加、航线网络拓展、收益水平上升等因素影响，公司航空客运业务收入较上年增长 3.53%；受行业竞争加剧等因素影响，公司航空货运及邮运收入较上年小幅下滑。公司与航空相关的业务收入较上年变化不

大。

表 2　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司营业收入及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、航空运输业务	**1,362.99**	**97.87**	**15.98**	**1,399.72**	**97.90**	**17.09**	**187.34**	**96.84**	**-9.00**
航空客运	1,248.04	89.61	15.98	1,292.14	90.37	17.15	--	--	--
航空货运及邮运	114.94	8.25	15.97	107.58	7.52	16.39	--	--	--
二、与航空相关的业务	**29.73**	**2.13**	**27.07**	**30.07**	**2.10**	**28.17**	**6.12**	**3.16**	**12.48**
航空食品及相关	9.02	0.65	22.64	9.78	0.68	24.26	--	--	--
快递物流业务	10.67	0.77	15.39	10.40	0.73	16.27	--	--	--
广告及服务业务	2.30	0.17	42.11	2.38	0.17	43.44	--	--	--
物业管理	4.47	0.32	14.56	4.34	0.30	16.24	--	--	--
酒店经营管理	2.75	0.20	87.55	2.63	0.18	87.81	--	--	--
其他	0.51	0.04	64.96	0.53	0.04	66.28	--	--	--
合计	**1,392.72**	**100.00**	**16.22**	**1,429.79**	**100.00**	**17.33**	**193.46**	**100.00**	**-8.32**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，受航油价格下降影响，公司航空运输业务毛利率有所提升。公司与航空相关的业务毛利率维持在 30%左右，基本保持稳定。受占比高的航空运输业务毛利率提升的影响，公司综合毛利率小幅提升。

2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 193.46 亿元，较上年同期大幅下降 43.67%，毛利率较上年同期下降至-8.32%。其中，航空运输业务收入 187.34 亿元，毛利率下降至-9.00%。

2. 航空运输业务

国航股份的机队规模、航线网络、品牌声誉等多项指标居国内同行业前列，竞争优势明显。但联合评级也关注到，航油成本对其盈利影响大，同时受新冠疫情影响，2020 年一季度，国航股份的载运能力、实际运输量和载运效率等指标均大幅下降，对其整体经营产生较大负面影响。

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。2018－2019 年，国航股份分别实现航空运输收入 1,318.36 亿元和 1,302.57 亿元，2019 年收入略有下降主要系国货航于 2018 年底划出国航股份合并范围，国航股份 2019 年航空货运及邮运收入大幅下降。

（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，国航股份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 2019 年底，国航股份经营的客运航线条数达到 770 条，航线覆盖全球六大洲。其中，国内航线 606 条，国际航线 137 条，地区航线 27 条，通航国家（地区）43 个，通航城市 187 个（其中国内 119 个、国际 65 个、地区 3 个）。通过星空联盟，国航股份航线网络可覆盖 195 个国

家（地区）的 1,317 个目的地。

航线开拓方面，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发展战略，2019 年全年北京枢纽新开北京—金边、北京—尼斯等国际航线，北京—喀什、北京—长治等国内航线，加密北京—旧金山、休斯顿、伦敦及北京—上海、北京—广州等航线的频次，北京枢纽可衔接出发地和目的地数量由上年的 6,320 个增至 6,332 个。

（2）机队规模及优势

2019 年，国航股份机队规模进一步扩大，新引进飞机 48 架、退出老旧飞机 18 架。截至 2020 年 3 月底，国航股份机队总规模达到 699 架，在国内民航业中排名前三，在世界航空企业中位居前十名；机队平均机龄 6.96 年。

表 3　国航股份机队结构情况（单位：架、%）

型号	2018 年底		2019 年底		2020 年 3 月底	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
客机	664	97.08	694	99.28	694	99.28
其中：空客系列	329	48.10	365	52.22	366	52.36
波音系列	335	48.98	329	47.06	328	46.92
货机	15	2.19	0	0.00	0	0.00
公务机	5	0.73	5	0.72	5	0.72
合计	**684**	**100.00**	**699**	**100.00**	**699**	**100.00**

注：自 2018 年 12 月 28 日起，国航股份不再持有国货航 51%股权，故不再持有列表中 15 架货机
资料来源：国航股份年报及公司提供

机队结构方面，截至 2020 年 3 月底，国航股份现有客机包括 694 架客机和 5 架公务机，其中客机类型包括空客系列（包括 A319、A320/A321、A330 和 A350 等）和波音系列（包括 B737、B747、B777 和 B787），占比分别为 52.74%和 47.26%，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，2020－2022 年，国航股份将分别引进 37 架、47 架和 16 架客机，引进机型仍以 A320/A321 为主，具体见下表。

表 4　2020－2022 年国航股份客机计划引进飞机情况（单位：架）

型号	2020 年	2021 年	2022 年
空客系列	**34**	**41**	**8**
A319	--	--	--
A320/321	29	34	--
A350	5	7	8
波音系列	--	--	--
B737	--	--	--
商飞系列	**3**	**6**	**8**
ARJ21	3	6	8
合计	**37**	**47**	**16**

资料来源：国航股份年报

2019 年 3 月 11 日，中国民用航空局（以下简称“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（即 737MAX8）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 型飞机的商业运行。截至 2020 年 3 月底，国航股份拥有该型号飞机合计 23 架，其中本部 16 架，子公司深圳航空股份有限公司（以下简称“深圳航空”）和昆明航空有限公司分别拥有 5 架和 2 架；目前国航股份已向波音公司提出赔偿，联合评级将持续关注最新进展并分析其对国航股份带来的影响。

（3）运营情况

从运输量方面看，随着国航股份运力投入的增加，国航股份旅客呈增长态势，2019 年国航股份的货物及邮运运输量较上年下降 24.85%，主要系国货航划出国航股份合并范围所致。受新冠疫情影响，2020 年 1－3 月，国航股份的客货运输量较上年同期大幅下降，其中客运人数较上年同期下降 51.80%，货物及邮运运输量较上年同期下降 35.90%。

表 5　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月国航股份运输量情况（单位：千人次、吨）

地区	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
国内	89,257.14	92,550.97	11,355.00
国际	15,365.15	17,096.11	1,927.20
地区	5,104.30	5,359.05	431.40
客运人数合计	**109,726.59**	**115,006.12**	**13,713.60**
货物及邮运	**1,908,369.07**	**1,434,203.10**	**213,396.50**

资料来源：国航股份年报及 2020 年 3 月主要运营数据公告

从载运能力来看，2019 年，国航股份投入总可用吨公里有所下滑。从客运运载能力来看，2019 年，国航股份可用座位公里持续增长。从货运运载能力来看，2019 年，国航股份可用货运吨公里有所下降。受新冠疫情影响，2020 年 1－3 月，国航股份运输能力指标大幅下滑，其中投入总可用吨公里较上年同期下降 42.80%，可用座位公里较上年同期下降 42.20%，可用货运吨公里较上年同期下降 44.10%。

表 6　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月国航股份运输能力指标（单位：亿吨公里）

运输能力	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
可用座位公里	**2,736.00**	**2,877.88**	**406.69**
国际	1,034.76	1,093.37	145.09
国内	1,601.35	1,676.62	250.60
港澳台地区	99.90	107.89	10.99
可用货运吨公里	**142.40**	**109.52**	**16.00**
国际	96.11	64.72	9.39
国内	43.47	42.23	6.35
港澳台地区	2.83	2.57	0.27
总可用吨公里	**389.20**	**369.18**	**52.69**

资料来源：国航股份年报及 2020 年 3 月主要运营数据公告

实际运输量方面，2019 年，国航股份收入吨公里有所下降，国航股份收入客公里有所增长，主要系近年来国航股份拓展航线网络、运力投放增加等因素影响所致；收入货运吨公里大幅下滑，主要系国货航划出等影响所致。受新冠疫情影响，2020 年 1－3 月，国航股份实际运输量指标大幅下降，其中收入吨公里较上年同期下降 49.90%，收入客公里较上年同期下降 51.80%，收入货运吨公里较上年同期下降 40.20%。

表 7　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月国航股份实际运输情况

实际运输情况	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
收入客公里（亿公里）	**2,205.28**	**2,331.76**	**275.93**
国际	803.91	866.18	97.85
国内	1,321.03	1,381.94	171.36
港澳台地区	80.35	83.64	6.72
收入货运吨公里(亿吨公里)	**79.70**	**47.79**	**6.56**
国际	62.08	31.51	4.13
国内	16.49	15.56	2.37
港澳台地区	1.13	0.73	0.06
收入吨公里（亿吨公里）	**275.18**	**253.64**	**30.69**

资料来源：国航股份年报及 2020 年 3 月主要运营数据公告

从实际载运效率来看，2019 年，国航股份客座利用率较为稳定，货邮运载率及综合载运率有所下滑，国航股份运力资源配置合理。2020 年 1－3 月，受新冠疫情影响，国航股份载运效率大幅下降，客座率、货邮载运率和综合载运率分别降至 67.80%、41.00%和 58.30%。

表 8　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			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
客座率	81.14	80.60	81.02	67.80	82.20	82.44	82.81	67.93	81.06	82.29	82.06	67.77
货邮载运率	56.70	55.96	43.63	41.00	--	--	--	53.28	37.73	32.76	32.54	32.99
综合载运率	71.16	70.70	68.70	58.30	71.27	70.99	70.26	60.77	68.83	68.01	67.3	56.34

资料来源：国航股份、南方航空和东方航空年度报告及 2020 年一季度运营数据公告

从客运收入来看，2019 年，国航股份客运收入较上年增长 3.40%，其中，因运力投入增加而增加收入 62.45 亿元，因客座率上升而增加收入 6.62 亿元，因收益水平下降而减少收入 28.12 亿元。受新冠疫情影响，国航股份客运收入大幅下降，2020 年 1－3 月实现客运收入 150.87 亿元，占 2019 年全年收入的 12.12%。

表 9　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月国航股份客运收入情况（单位：亿元）

地区	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
中国内地	796.27	815.55	--
国际	351.81	372.72	--
港澳台地区	56.22	56.98	--
客运收入	**1,204.30**	**1245.25**	**150.87**

资料来源：公司提供

从货运及邮运收入来看，2019 年，国航股份实现货邮运收入 57.32 亿元，剔除国货航不再纳入合并范围的影响后，货邮运输收入同比减少 6.23 亿元。其中，因运力投入增长而增加收入 1.43 亿元，因载运率下降而减少收入 3.73 亿元，因收益水平下降而减少收入 3.93 亿元。受新冠疫情影响，2020 年 1－3 月，国航股份的货运及邮运收入大幅下降至 11.43 亿元，占 2019 年全年收入的 19.94%。

表 10　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月国航股份货运及邮运收入情况（单位：亿元）

地区	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
中国内地	19.26	19.55	15.21	--
国际	79.56	90.44	39.98	--
港澳台地区	3.73	4.07	2.13	--
货运及邮运	**102.55**	**114.06**	**57.32**	**11.43**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

短期来看，新冠肺炎疫情对公司经营产生很大影响，国航股份各项经营与财务指标均出现一定程度下滑，短期航空业整体需求恢复乏力，原油价格下降有助于缓解公司成本端压力，但行业盈利能力仍有待长期修复。国航股份将继续坚持边际贡献最大化原则，加强国航系成员企业协同力度，提高经营效率，严控成本，以应对新冠肺炎疫情对其业务造成的冲击。

中长期来看，公司将以世界一流航空运输产业集团为核心目标，以安全发展为基础，以高品质服务为追求，实现效益领先与效率争先，谋求集团共同发展。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 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，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更方面，公司按照财政部规定执行新会计准则，具体情况详见附件 4。整体看，2019 年起，公司执行新租赁准则，对公司报表可比性产生一定影响。

从合并范围来看，截至 2019 年底，公司合并范围内拥有二级子公司 8 家，较上年底无变化。2020 年一季度公司合并范围未发生变动，财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，以使用权资产和固定资产为主的非流动资产占比高，符合航空运输行业特点；公司整体资产质量较好，但飞机资产抵押比率较高。

截至 2019 年底，公司资产总额较上年底增长 19.32%，主要来自非流动资产的增长。资产构成中，非流动资产占比高，符合航空运输行业特点。

表 11　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		增长率	2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**227.36**	**8.59**	**237.60**	**7.52**	**4.50**	**258.96**	**8.20**
货币资金	87.10	3.29	106.31	3.37	22.06	125.13	3.96
应收账款	39.79	1.50	42.87	1.36	7.75	34.09	1.08
其他应收款（合计）	29.61	1.12	28.78	0.91	-2.81	29.32	0.93
存货	19.59	0.74	20.91	0.66	6.75	27.97	0.89
其他流动资产	29.12	1.10	26.71	0.85	-8.28	33.91	1.07
非流动资产	**2,419.12**	**91.41**	**2,920.27**	**92.48**	**20.72**	**2,897.65**	**91.80**
长期股权投资	214.37	8.10	213.31	6.76	-0.49	204.83	6.49

固定资产（合计）	1,724.99	65.18	1,136.36	35.99	-34.12	1,121.80	35.54
在建工程	326.37	12.33	360.32	11.41	10.40	374.70	11.87
使用权资产	0.00	0.00	1,035.17	32.78	--	1,018.48	32.27
资产总计	**2,646.48**	**100.00**	**3,157.87**	**100.00**	**19.32**	**3,156.60**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动资产较上年底增长 4.50%。公司货币资金较上年底增长 22.06%，主要是因为公司经营活动产生的现金净流入较为充沛；货币资金主要由银行存款（占 99.30%）构成，受限货币资金 11.18 亿元，受限比例 10.51%，主要为存放于央行的存款准备金和三个月以上的定期存款等。公司应收账款较上年底增长 7.75%，主要为应收客票销售款，应收前五名单位合计占比为 25.08%，集中度低；公司累计计提坏账准备 2.98 亿元，计提比例为 6.51%。公司其他应收款（合计）主要由往来款、飞机设备制造商回扣款、购房款和出口退税款等款项构成；其他应收款（合计）账面余额较上年底小幅下降，累计计提坏账准备 11.96 亿元，计提比例为 29.46%，主要系往来企业破产形成；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 2.55 亿元，累计计提坏账准备 2.38 亿元；公司其他应收款前五名欠款单位合计占比 37.96%，集中度较低。公司存货较上年底增长 6.75%，主要为航材消耗件（占 57.41%）；公司存货累计计提跌价准备 2.20 亿元，其中航材消耗件计提跌价准备 2.18 亿元。公司其他流动资产较上年底下降 8.28%，主要是因为待抵扣的增值税进项税额波动；主要由待抵扣进项税额（占 84.58%）、银行理财产品（占 6.63%）和预缴税金（占 6.42%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动资产较上年底增长 20.72%，主要是因为公司执行新租赁准则，新增使用权资产。公司长期股权投资较上年底变化很小，主要为对航空企业及航空相关行业企业的股权投资。公司固定资产较上年底下降 34.12%，主要系新租赁准则实行后，公司将其中的融资租赁资产计入了使用权资产所致；公司固定资产累计折旧 904.32 亿元，计提减值准备 9.74 亿元；主要由飞机及发动机（占 84.57%）及房屋建筑物（占 7.99%）构成。公司在建工程较上年底增长 10.40%，主要源自飞机预付款、发动机替换件等的增长；主要包括飞机预付款（占 62.28%）、发动机替换件（占 23.30%）、飞机改造工程（占 4.40%）等。公司新增使用权资产，主要系新租赁准则实行后，公司将融资租赁资产与经营租赁资产合并计入使用权资产。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 869.00 亿元，占资产总额的 27.52%。其中，受限货币资金 11.18 亿元，主要为存放于央行的存款准备金和三个月以上的定期存款等；应收账款质押 1.50 亿元，系国航股份子公司为取得借款以国际航空协会组织的“开账与结算计划”收款权进行质押；使用权资产中受限资产 657.47 亿元，系用于抵押的融资租赁资产受限；固定资产和无形资产中受限资产分别为 198.58 亿元和 0.27 亿元，均因抵押借款或抵押融资租赁资产而受限。整体看，公司资产受限规模较大。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 0.04%。公司货币资金较上年底增长 17.70%，主要系公司 2020 年一季度扩大债务融资规模；长期股权投资较上年底下降 3.98%，主要系所投资的合联营公司 2020 年一季度亏损所致；固定资产和使用权资产较上年底略有下降，主要系资产计提折旧所致。

3. 负债和所有者权益

随着新租赁准则的实施和应对疫情需要，公司加大融资力度，债务负担有所加重，以长期债务为主。

截至 2019 年底，公司负债总额较上年底增长 31.82%，主要系新增租赁负债所致，负债构成仍以非流动负债为主，较上年底变化不大。

表 12　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

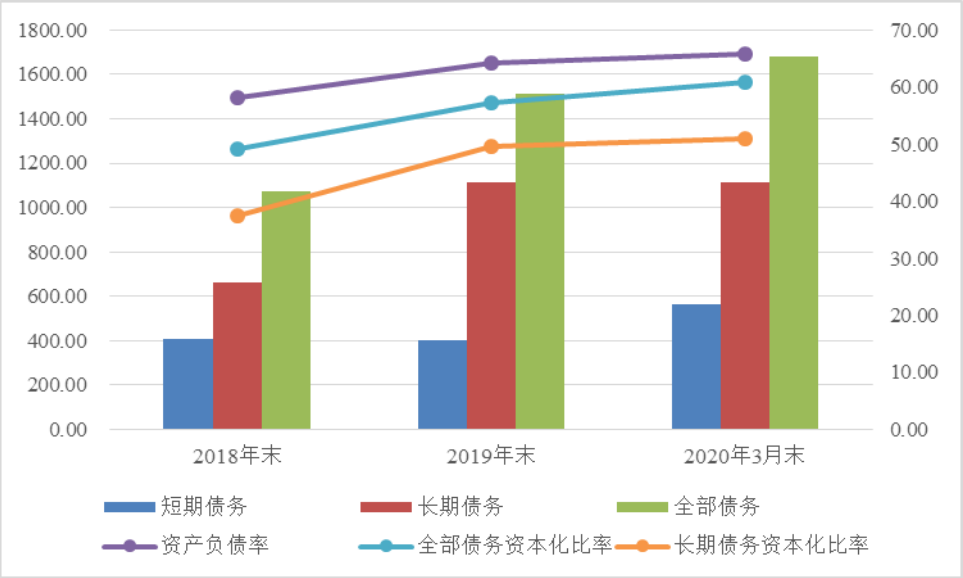
科目	2018 年底		2019 年底		增长率	2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**782.04**	**50.76**	**797.81**	**39.29**	**2.02**	**842.85**	**40.51**
短期借款	218.51	14.18	178.90	8.81	-18.13	310.25	14.91
应付账款	247.38	16.06	260.62	12.83	5.35	161.16	7.75
其他应付款（合计）	62.10	4.03	69.61	3.43	12.09	66.91	3.22
一年内到期的非流动负债	156.57	10.16	151.12	7.44	-3.48	149.32	7.18
其他流动负债	34.72	2.25	73.88	3.64	112.81	100.48	4.83
非流动负债	**758.49**	**49.24**	**1,232.99**	**60.71**	**62.56**	**1,237.50**	**59.49**
长期借款	53.50	3.47	94.18	4.64	76.03	94.63	4.55
应付债券	154.00	10.00	213.99	10.54	38.95	218.98	10.53
长期应付款	496.98	32.26	76.83	3.78	-84.54	77.66	3.73
租赁负债	0.00	0.00	775.76	38.20	--	774.49	37.23
负债合计	**1,540.53**	**100.00**	**2,030.80**	**100.00**	**31.82**	**2,080.35**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动负债较上年底变化不大。公司短期借款较上年底下降 18.13%，主要为信用借款（占 98.86%）。公司应付账款较上年底增长 5.35%；从账龄看，主要集中在 1 年以内（占 91.71%）。公司其他应付款（合计）较上年底增长 12.09%，主要系代理商押金等增加所致。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的租赁负债/应付融资租赁款（占 84.22%）和一年内到期的长期借款（占 8.81%）构成，本报告已将一年内到期的无息债务从短期债务中剔除。公司其他流动负债较上年底增长 112.81%，主要系深圳航空新发行 24 期超短期融资券；公司其他流动负债主要为短期应付债券，有息部分已调至短期债务核算。

截至 2019 年底，公司非流动负债较上年底增长 62.56%，主要系新增租赁负债所致。公司长期借款较上年底增长 76.03%，包括抵押借款（占 91.25%，利率区间为 3.14%~4.90%）、信用借款（占 7.16%，利率区间为 4.28%~4.75%）和质押借款（占 1.59%，利率为 4.28%）。公司应付债券较上年底增长 38.95%，主要系公司本部发行规模合计 30 亿元的公司债券以及子公司深圳航空发行规模合计 30 亿元的中期票据及公司债券所致。公司长期应付款较上年底下降 84.54%，主要系公司将大部分应付融资租赁款合并至租赁负债；主要包括应付融资租赁款（27.74 亿元）及飞机退租大修准备（48.99 亿元）；本报告已将长期应付款中应付融资租赁款调至长期债务。受执行新租赁准则影响，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；截至 2019 年底，公司新增租赁负债 775.76 亿元，本报告已将租赁负债中有息部分调至长期债务。

图 3　公司债务及资本结构情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年底，公司全部债务 1,513.44 亿元，较年初增长 41.35%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务占 26.55%，长期债务占 73.45%，以长期债务为主。短期债务 401.78 亿元，较年初下降 1.59%，较年初变化不大。长期债务 1,111.67 亿元，较年初增长 67.80%，主要系执行新租赁准则所致。截至 2019 年底，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 64.31%、57.32%和 49.66%，较年初分别上升 6.10 个百分点、8.13 个百分点和 12.19 个百分点。公司债务负担有所加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.44%，主要为应对疫情公司扩大债务融资规模，短期借款和其他流动负债中的应付短期债券有所增加；构成较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 1,678.85 亿元，较年初增长 10.93%。其中，短期债务 563.57 亿元（占 33.57%），较年初增长 40.27%，主要系新发行短期债券所致。长期债务 1,115.28 亿元（占 66.43%），较年初增长 0.32%。截至 2020 年 3 月底，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 65.90%、60.94%和 50.89%，较年初分别上升 1.60 个百分点、3.62 个百分点和 1.23 个百分点。

公司所有者权益稳定增长，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司出现严重亏损，所有者权益规模有所下降。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 1,127.07 亿元，较年初增长 1.91%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 51.19%，少数股东权益占比为 48.81%。归属于母公司所有者权益 576.92 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 26.94%、11.84%、-0.66%和 61.14%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 1,076.25 亿元，较年初下降 4.51%，主要系公司 2020 年一季度亏损导致未分配利润及少数股东权益下降所致。权益结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2019 年公司收入规模持续增长，整体盈利受航油价格、利息支出及汇率波动影响大。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司营业收入大幅下降，出现亏损。

表 13　公司盈利情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1－3 月
营业总收入	1,394.11	1,431.10	2.65	193.46
营业成本	1,166.81	1,182.04	1.31	209.56
费用总额	175.59	196.06	11.65	46.73
其中：销售费用	65.71	70.75	7.68	10.66
管理费用	54.60	54.07	-0.98	12.23
财务费用	54.14	66.24	22.34	23.83
其他收益	35.91	42.27	17.72	10.49
投资收益	16.53	11.05	-33.18	-12.44
利润总额	101.34	102.53	1.18	-65.38
营业利润率	16.00	17.09	1.09	-8.66
总资本收益率	5.33	5.64	0.31	-8.16
净资产收益率	7.70	7.38	-0.32	-19.99

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

2019 年，公司营业总收入及营业成本较上年变化不大，利润总额及净利润基本维持稳定。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 11.65%，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、研发费用和财务费用占比分别为 36.09%、27.58%、2.55%和 33.79%。其中，财务费用较上年增长 22.34%，主要系受汇兑损失影响。2019 年，公司费用收入比为 13.70%，较上年增加 1.10 个百分点，期间费用对利润形成一定侵蚀。

2019 年，公司投资收益有所下滑，主要系权益法核算的长期股权投资收益有所下滑。2019 年，公司投资收益中权益法核算的长期股权投资收益 9.12 亿元，剩余主要为可供出售金融资产持有或处置、其他债权投资持有取得的投资收益。

2019 年，公司其他收益较上年增长 17.72%，主要为合作航线收入（系公司为支持地方经济发展，加强和地方政府合作，根据双方协议约定开辟的合作航线，并依据协议所获得的收益）、航线补贴、政府专项补贴或奖励、专机补贴等，占利润总额的 41.22%，其他收益对利润总额的贡献程度较高。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率较上年增加 1.09 个百分点，总资本收益率较上年增加 0.31 个百分点，净资产收益率较上年减少 0.32 个百分点。

2020 年 1－3 月，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，公司营业收入较上年同期大幅下降 43.67%至 193.46 亿元，同期，公司营业利润率降至-8.66%，利润总额-65.38 亿元，较上年同期下降 109.36 亿元，新型冠状病毒肺炎疫情对公司盈利影响很大。

5. 现金流

公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，经营获现能力很强；资本性支出需求主要为购买飞机支出，公司投资活动持续净流出；由于偿还债务本息规模较大，公司筹资活动现金净流出规模持续增长。2020 年一季度，公司经营活动现金大幅净流出，公司大幅增加债务融资规模用以弥补经营活动及投资活动产生的现金流量缺口，未来随着新冠疫情逐步得到控制，公司经营活动现金流或将逐步改善。

表 14　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	1,457.31	1,486.15	1.98	133.61
购买商品、接受劳务支付的现金	798.16	774.31	-2.99	136.28
支付给职工以及为职工支付的现金	253.00	280.18	10.74	77.15
取得投资收益收到的现金	5.92	8.93	50.68	0.47
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	163.65	173.49	6.02	29.81
吸收投资收到的现金	0.00	4.72	--	0.00
取得借款收到的现金	541.18	536.30	-0.90	243.22
偿还债务支付的现金	574.88	534.86	-6.96	76.30
支付其他与筹资活动有关的现金	84.95	120.98	42.41	24.19
经营活动产生的现金流量净额	**314.56**	**378.07**	**20.19**	**-84.25**
投资活动产生的现金流量净额	**-140.82**	**-175.78**	**24.83**	**-23.75**
筹资活动产生的现金流量净额	**-166.08**	**-183.78**	**10.66**	**127.07**
现金及现金等价物净增加额	**9.76**	**19.49**	**99.57**	**19.42**
现金收入比	104.53	103.85	--	69.06

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 1,559.46 亿元，较上年增长 2.56%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成；收到其他与经营活动有关的现金较上年增长 14.68%，主要为政府补贴收入等。2019 年，经营活动现金流出 1,181.39 亿元，较上年下降 2.04%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金构成。2019 年，公司经营活动现金持续净流入，且净流入规模进一步扩大。2019 年，公司现金收入比为 103.85%，较上年下降 0.69 个百分点，收入实现质量好。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入量较上年下降 34.93%，主要来自处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金以及收回投资收到的现金等。同期，公司投资活动现金流出为 201.28 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（以购买飞机资产支付的现金为主）。2019 年，公司投资活动现金持续净流出，且净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量较上年变化不大，主要为取得借款收到的现金；公司吸收投资收到的现金为子公司吸收少数股东投资收到的现金。2019 年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息及融资租赁支付的现金。公司筹资活动现金持续净流出。

2020 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-84.25 亿元、-23.75 亿元及 127.07 亿元，受新冠疫情影响，公司大幅增加债务融资规模用以弥补经营活动及投资活动产生的资金缺口。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力很强，考虑到公司是国内三大航空运输集团之一，行业地位突出，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

表 15　公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	0.29	0.30	0.31
速动比率	0.27	0.27	0.27

现金短期债务比	0.22	0.27	0.23
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	7.68	6.50	--
EBITDA 全部债务比	0.26	0.25	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率及现金短期债务比较上年底均有所提升，速动比率较上年底持平，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率较上年底小幅提升，速动比率持平，现金短期债务比有所下降。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 382.81 亿元，较上年增长 35.61%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 57.77%）、计入财务费用的利息支出（占 13.98%）和利润总额（占 26.78%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 7.68 倍下降至 6.50 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.26 倍下降至 0.25 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信总额 2,671.12 亿元，其中已使用授信额度为 541.29 亿元，尚未使用额度 2,129.83 亿元，间接融资渠道畅通。子公司国航股份为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对外担保金额为 1.16 亿元，对外担保规模很小。

对外诉讼方面，公司下属子公司深圳航空于 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。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于子公司国航股份，母公司所有者权益稳定性强，债务负担较轻。

截至 2019 年底，母公司资产总额 342.88 亿元，较上年底增长 14.35%，增长主要来自长期股权投资。其中，流动资产 18.53 亿元，主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成。非流动资产 324.35 亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 130.68 亿元，较上年底增长 40.65%，主要来自短期借款和应付债券的增长。其中，流动负债 70.68 亿元，主要由短期借款和其他应付款构成。非流动负债 60.00 元，主要由应付债券构成。母公司资产负债率 38.11%，较上年底上升 7.13 个百分点。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 212.20 亿元，较上年底小幅增长 2.55%。其中，实收资本和资本公积合计占 90.38%。母公司所有者权益稳定性强。

截至 2019 年，母公司实现营业收入 3.28 亿元，营业成本为 5.46 亿元，利润总额为 10.24 亿元，主要来自投资收益和其他收益。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 337.53 亿元，较上年底下降 1.56%，资产构成较上年底变化不大，仍以非流动资产为主。母公司所有者权益 211.19 亿元，较上年底下降 0.48%。母公司负债合计 126.34 亿元，较上年底下降 3.32%。母公司资产负债率较上年底下降至 37.43%。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 0.53 亿元，营业成本为 0.40 亿元，利润总额及净利润均为-1.01

亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产为 107.99 亿元，为“18 中航集”“19 中航 04”“19 中航 05”待偿本金（余额 60.00 亿元，以下简称“跟踪债券待偿本金”）的 0.55 倍；公司净资产为 1,127.07 亿元，为跟踪债券待偿本金的 18.78 倍，公司现金类资产和净资产对待偿本金按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 382.81 亿元，为跟踪债券待偿本金的 6.38 倍，公司 EBITDA 对跟踪债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 1,559.46 亿元，为跟踪债券待偿本金的 25.99 倍，公司经营活动产生的现金流入对跟踪债券待偿本金的覆盖程度很高。

总体看，公司间接融资渠道通畅，资本实力雄厚，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，公司整体偿债能力极强。

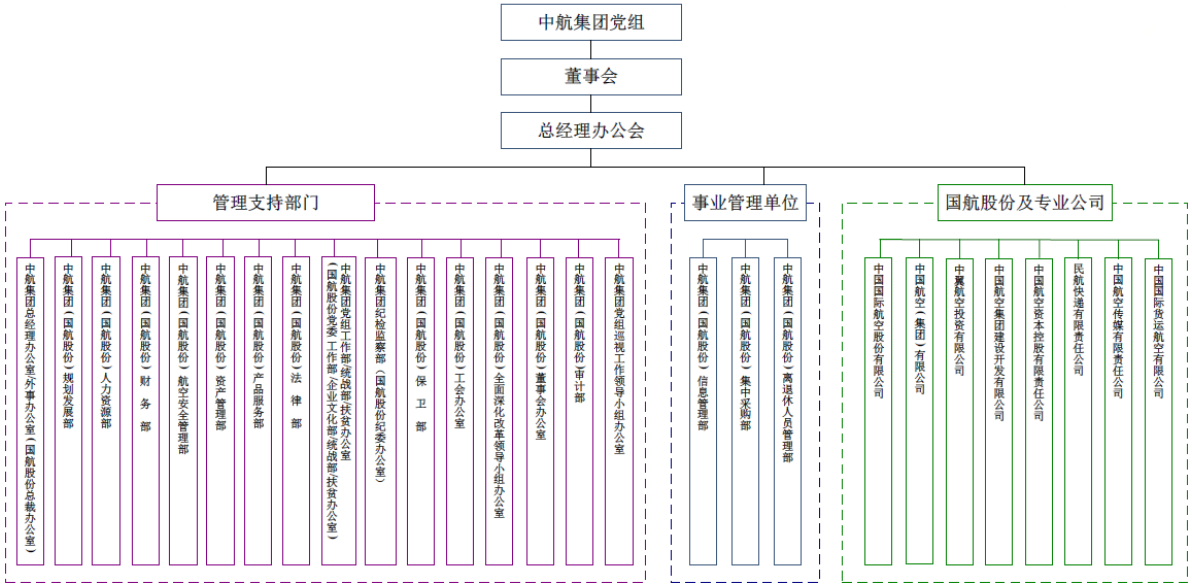
九、综合评价

跟踪期内，公司作为国务院国资委直属国内三大航空运输集团之一，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。同时，联合评级也关注到中国民航行业内外部竞争激烈，公司整体盈利水平易受国际油价、汇率波动及政府补贴影响，以及新冠肺炎疫情等突发事件等因素对公司信用水平带来的不利影响。

居民收入的持续增加、国家相关行业支持政策为中国民航运输业的发展提供了保障，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基本面。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“18 中航集”“19 中航 04”“19 中航 05”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　中国航空集团有限公司
组织结构图（截至 2020 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 2　中国航空集团有限公司
二级子公司情况（截至 2020 年 3 月底）

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

资料来源：公司提供

附件 3-1 中国航空集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,646.48	3,157.87	3,156.60
所有者权益（亿元）	1,105.95	1,127.07	1,076.25
短期债务（亿元）	408.25	401.78	563.57
长期债务（亿元）	662.48	1,111.67	1,115.28
全部债务（亿元）	1,070.73	1,513.44	1,678.85
营业总收入（亿元）	1,394.11	1,431.10	193.46
净利润（亿元）	82.03	82.40	-55.05
EBITDA（亿元）	282.29	382.81	--
经营性净现金流（亿元）	314.56	378.07	-84.25
应收账款周转次数（次）	35.55	34.63	--
存货周转次数（次）	62.42	58.38	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.49	--
现金收入比率（%）	104.53	103.85	69.06
总资本收益率（%）	5.33	5.64	--
净资产收益率（%）	7.70	7.38	--
营业利润率（%）	16.00	17.09	-8.66
费用收入比（%）	12.60	13.70	24.15
资产负债率（%）	58.21	64.31	65.90
全部债务资本化比率（%）	49.19	57.32	60.94
长期债务资本化比率（%）	37.46	49.66	50.89
EBITDA 利息倍数（倍）	7.68	6.50	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.25	--
流动比率（倍）	0.29	0.30	0.31
速动比率（倍）	0.27	0.27	0.27
现金短期债务比（倍）	0.22	0.27	0.23
经营现金流动负债比率（%）	40.22	47.39	-10.00
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.70	6.38	--

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. 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-其他；长期应付款中应付融资租赁款/租赁负债均已计入长期债务；3. 本报告计算相关指标所用收入均指营业总收入；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3-2 中国航空集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	299.84	342.88
所有者权益（亿元）	206.93	212.20
短期债务（亿元）	48.00	56.00
长期债务（亿元）	30.00	60.00
全部债务（亿元）	78.00	116.00
营业总收入（亿元）	3.41	3.28
净利润（亿元）	7.33	10.24
EBITDA（亿元）	/	/
经营性净现金流（亿元）	0.47	0.76
应收账款周转次数（次）	/	/
存货周转次数（次）	/	/
总资产周转次数（次）	/	/
现金收入比率（%）	101.66	88.68
总资本收益率（%）	/	/
净资产收益率（%）	/	/
营业利润率（%）	-88.35	-74.17
费用收入比（%）	101.70	124.52
资产负债率（%）	30.99	38.11
全部债务资本化比率（%）	27.38	35.34
长期债务资本化比率（%）	12.66	22.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/
流动比率（倍）	0.46	0.26
速动比率（倍）	0.46	0.26
现金短期债务比（倍）	0.09	0.13
经营现金流动负债比率（%）	0.74	1.08

注：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

附件 4　公司子公司国航股份和三级子公司国货航执行新会计准则的具体情况

1. 国航股份、国货航自 2018 年 1 月 1 日起施行新金融工具准则，并自该日起按照新金融工具准则的规定确认、计量和报告国航股份、国货航的金融工具。因国航股份、国货航 2018 年 1 月 1 日之前的金融工具确认和计量与新金融工具准则要求不一致的，国航股份、国货航按照新金融工具准则的要求进行衔接调整。涉及前期比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，国航股份及国货航不进行调整。金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入 2018 年 1 月 1 日的留存收益或其他综合收益。国货航采用新金融工具准则对公司 2018 年 1 月 1 日合并报表项目无影响，国航股份采用新金融工具准则对公司 2018 年 1 月 1 日合并财务报表项目的影响较小。

2．2018 年起，国航股份、国货航自 2018 年 1 月 1 日起执行新收入准则。国货航首次执行新收入准则不存在对年初留存收益及财务报表相关项目的调整。国航股份根据首次执行本准则的累计影响数，调整 2018 年 1 月 1 日的留存收益及财务报表相关项目金额。国航股份将预收款项转入合同负债，同时也将常旅客积分奖励计划下形成的递延收益余额重分类为合同负债(其中合同义务在一年之后到期的列示为其他非流动负债)。国航股份调整了超期票证计入收入的计量。新收入准则调整对公司 2018 年报表影响可控。

3．2019 年 1 月 1 日起，国航股份执行新租赁准则。不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模型，对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。在资产负债表中单独列示使用权资产和租赁负债。在利润表中，分别列示租赁负债的利息费用与使用权资产的折旧费用；租赁负债的利息费用在财务费用项目列示。在现金流量表中，偿还租赁负债本金和利息所支付的现金计入筹资活动现金流出，支付的简化处理的短期租赁付款额和低价值资产租赁付款额以及未纳入租赁负债计量的可变租赁付款额计入经营活动现金流出。

整体看，2019 年起，国航股份执行新租赁准则，对公司报表可比性产生一定影响。因其他子公司尚未执行新收入准则等，合并报表编制上，公司未对合并范围内已执行新金融工具准则、新收入准则的国航股份、国货航财务报表按照母公司会计政策进行调整。在进行会计政策和会计估计描述时，公司对相关内容区别“已执行新金融工具准则的公司”和“尚未执行新金融工具准则的公司”，“已执行新收入准则的公司”和“尚未执行新收入准则的公司”分别描述。

附件 5　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	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业总收入×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）
公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/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/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/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+应付融资租赁款/租赁负债

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+一年到期的非流动负债（付息项）

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 6　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。