

信用等级公告

联合[2016] 2399 号

联合资信评估有限公司通过对厦门航空有限公司及其拟发行的
2016 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

厦门航空有限公司
主体长期信用等级为

AAA

厦门航空有限公司
2016 年度第二期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。



厦门航空有限公司

2016 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 16 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 补充营运资金

评级时间: 2016 年 10 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
现金类资产(亿元)	41.59	46.61	10.49	10.12
资产总额(亿元)	265.28	368.24	356.80	357.96
所有者权益(亿元)	95.38	104.87	119.33	128.64
短期债务(亿元)	36.99	38.23	77.05	26.14
长期债务(亿元)	75.56	107.88	22.52	9.03
全部债务(亿元)	112.55	146.10	99.57	35.17
调整后全部债务(亿元)	121.46	201.62	176.72	169.08
营业收入(亿元)	166.49	178.35	199.64	102.29
利润总额(亿元)	15.09	12.26	16.51	11.48
EBITDA(亿元)	36.01	32.60	43.63	--
经营性净现金流(亿元)	24.12	27.89	45.62	23.43
营业利润率(%)	15.85	15.28	18.17	17.64
净资产收益率(%)	11.93	8.90	10.02	--
资产负债率(%)	64.04	71.52	66.56	64.06
全部债务资本化比率(%)	54.13	58.21	45.49	21.47
调整后全部债务资本化比率(%)	56.01	65.78	59.69	56.79
流动比率(%)	125.20	137.14	21.82	19.05
全部债务/EBITDA(倍)	3.13	4.48	2.28	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.37	6.18	4.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.13	6.59	9.21	--

注: 1.2016 年上半年财务数据未经审计; 2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息部分+其他流动负债中的有息部分。

分析师

厉剑 贺苏凝 陈婷

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)网址: [Http://www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

评级观点

厦门航空有限公司(以下简称“公司”)是中国南方航空股份有限公司(以下简称“南航股份”)下属的重要航空运输企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在航线资源、运营能力及政府和股东支持等方面具备的显著优势。同时,联合资信也关注到,公司有息债务中美元债务占比高,受汇率波动影响较大、高铁分流、航空业内部竞争加剧以及未来资本支出压力大等因素对公司经营带来的不利影响。

国民经济发展和居民收入增加,国家各项政策性补贴等专项支持,为中国民航运输业发展提供了有力保障。随着运力投放、航线网络的拓展,公司有望逐步提升其在中国民航系统内的竞争实力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为南航股份的重要子公司,在飞行员培训、业务拓展等方面获得母公司的大力支持。
2. 近年来,公司航空运输主业保持良好发展态势,其机队规模、航线网络、年运输总量等多项指标保持较快增长。
3. 公司主业盈利能力强,收入实现质量好。
4. 公司经营活动现金流量以及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 随着中国航空市场逐步开放,外资和民营航空公司对民航业投资增加,运力较快投放,高铁分流效应等,导致中国民航行业内、外部竞争压力增大。
2. 近年来,随着经营不断扩张,公司整体债务水平有所增长;未来,公司飞机引进以

及基建工程方面投资规模较大，公司对外融资需求可能进一步上升。

3. 公司有息债务中美元债务占比高，公司面临的汇率波动风险较大。
4. 公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与厦门航空有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门航空有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因厦门航空有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由厦门航空有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、厦门航空有限公司 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门航空有限公司

2016 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门航空有限公司（以下简称“公司”）成立于 1984 年 8 月，由民航上海管理局代表民航方，福建投资企业公司和厦门经济特区建设发展公司代表福建方，各出资 50% 共同合资成立，初始投资 2000 万元。后经多次股权变更，截至 2004 年底，中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）和厦门建发集团有限公司（以下简称“厦门建发”）分别持有公司 60.00% 和 40.00% 股权，注册资本 7.00 亿元。2008 年，南航股份和厦门建发以享有盈余公积转增实收资本，此次变更后公司注册资本为 12.00 亿元，南航股份、厦门建发持股比例不变。2011 年，南航股份、厦门建发以享有盈余公积和未分配利润转增实收资本 13.50 亿元，河北航空投资集团有限公司（以下简称“河北航投”）以货币对公司增资 4.50 亿元，增资后公司注册资本变更为 30.00 亿元，南航股份、厦门建发和河北航投持股比例分别为 51.00%、34.00%、15.00%。2012 年南航股份、厦门建发和河北航投对公司增资 20.00 亿元，其中南航股份、厦门建发和河北航投以享有盈余公积和未分配利润转增实收资本 18.60 亿元，河北航投以货币出资 1.40 亿元，增资后公司注册资本变更为 50.00 亿元，股东持股比例不变。2012 年 12 月，河北航投将持有的公司 15.00% 股权转让给冀中能源股份有限公司（以下简称“冀中能源”），该股东变更事项于 2013 年 1 月完成工商备案。变更后，公司注册资本和实收资本为 50.00 亿元，南航股份、厦门建发和冀中能源持股比例分别为 51.00%、34.00%、15.00%。

2015 年 12 月冀中能源将其持有公司的全部股份转让给厦门建发，厦门建发将其持有公司 15% 的股份转让给南航股份和福建省开发投资集团有限责任公司（以下简称“福建省

投”），公司已于 2015 年 12 月完成股权变更和工商变更登记。截至 2016 年 6 月底，公司实收资本 50.00 亿元，南航股份、厦门建发和福建省投持股比例分别为 55.00%、34.00%、11.00%。公司控股股东和实际控制人为南航股份。

公司经营范围：航空旅客运输；航空货物运输；糕点、面包零售；预包装食品零售；糕点、面包制造；饼干及其他烘焙食品制造；米、面制品制造；其他调味品、发酵制品制造；其他未列明食品制造；报纸出版；期刊出版；航空航天器修理；机动车维修；其他航空运输辅助活动；房地产开发经营；物业管理；自有房地产经营活动；广告的设计、制作、代理、发布；教育辅助服务（不含教育培训及出国留学中介、咨询等需许可审批的项目）；其他机械设备及电子产品批发；其他未列明零售业（不含需特许审批的项目）；其他运输设备修理；经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；保险经纪与代理服务（与主营业务直接相关的人身意外伤害保险、家财险、企财险、责任保险、货运险）。

公司采用扁平化的组织架构，截至 2016 年 6 月底，公司下设飞行部、飞机维修工程部、客运营销委员会、运行指挥部、空中乘务部、配餐部、货运部等 23 个职能部门，设有福州、杭州、北京、天津、南昌、湖南六个分公司，泉州 1 个运行基地。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 356.80 亿元，所有者权益合计为 119.33 亿元（含少数股东权益 2.71 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 199.64 亿元，利润总额 16.51 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 357.96 亿元，所有者权益合计为 128.64

亿元;2016年1~6月,公司实现营业收入102.29亿元,利润总额11.48亿元。

公司注册地址:厦门市湖里区埭辽路22号;法定代表人:车尚轮。

二、本期中期票据情况

公司已注册中期票据额度47亿元,2016年第一期中票已于8月发行,金额13亿元,期限3年。本次2016年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”)拟发行额度为16亿元,期限为5年,偿还方式为每年付息一次,到期一次还本。本次中期票据募集资金用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP同比实际增长6.9%,增速创25年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015年,中国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,中国就业形势总体稳定。

2015年,中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元,比上年增长8.4%,增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元,比上年增长15.8%,同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元,赤字率上升至3.5%,显著高于2.3%的预算赤字率。2015年,央行继续实施稳健的货币政策,灵活运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和

五次降准,降息和降准幅度分别达到125BP和300BP,资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下,2016年上半年,中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上,中国着力推进供给侧改革,通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上,继续加强金融对实体经济的支持力度,完善宏观审慎管理框架,更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下,中国经济保持稳定增长。2016年1~6月份,中国国内生产总值(GDP)34.1万亿元,同比实际增长6.7%,经济增速保持在2009年以来的较低水平,但经济结构有所优化。具体来看,民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓,但消费需求保持平稳增长,进出口略显回稳向好趋势。同时,全国居民消费价格(CPI)指数在2%左右小幅波动,工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄,制造业采购经理指数(PMI)自3月份以来回升至荣枯线上方,就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进,第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1~6月,中国第一产业发展稳定;第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力,但出现企稳迹象;第三产业同比增速有所放缓,但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低,拖累经济增速的提升。2016年1~6月份,中国固定资产投资(不含农户)25.8万亿元,同比增长9.0%,增速继续放缓且再创新低,主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后,投资增速出现回落,其稳定经济增长的作用有所下降;制造业投资继续回落,主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致,但高端装备制造业投资保持较高增速,促进了工业结构的优化;

基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016 年 1~6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1~6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1~6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%~7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内

流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 航空运输业

(1) 行业现状

行业与 GDP 的关系

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。

行业概况

2015 年，全行业完成运输总周转量 851.65 亿吨公里，同比增长 13.8%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量 7282.55 万人公里，同比增长 15.0%；货邮周转量 208.07 亿吨公里，同比增长 10.8%。

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 年的 1259 架增加到 2014 年底的 2370 架，截至 2015 年底，民航全行业运输飞机期末在册架数 2650 架，比上年增加 280 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。

从飞机利用率看，自 2008 年金融危机之后，民航运输飞机平均日利用率在 2010 年出现了短暂的反弹，2011 年与 2012 年继续落回较低水平，2013 年略有好转。2014 年为 9.51 小时，同比下降 0.02 小时；其中，大中型飞机平均日利用率为 9.74 小时，小型飞机平均日利用率为 6.36 小时。2015 年，大中型飞机平均日利用率为 9.66 小时，小型飞机平均日利用率为 6.58 小时。

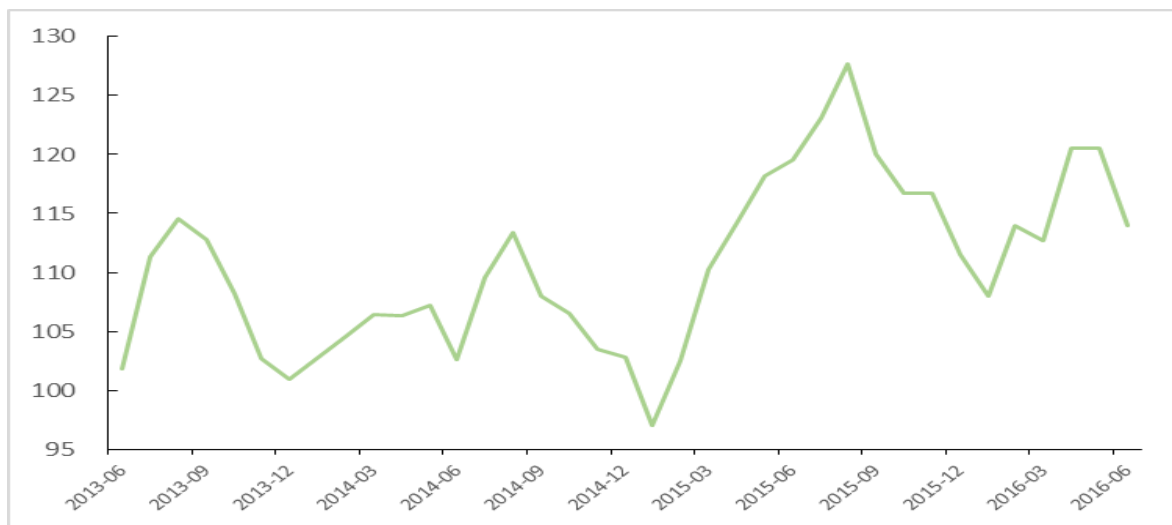
行业经济效益

从运营效率看，2011 年以来，行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载客量较一、二、四季度高；货运方面，每年 1、2 月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运能扩张计划，航空需求季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。

2015 年，中国民航正班客座率为 82.1%，同比增加 0.7 个百分点，正班载运率为 72.2%，同比增加 0.3 个百分点。

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 年上半年民航票价指数有所回升，当年七月末达到近年来峰值后再次大幅下滑。2016 年票价先升后降，目前仍维持在较高水平。

图 1 2013~2016 年上半年民航票价指数情况



资料来源：Wind 资讯

行业竞争

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，机队规模大，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。代表企业为中国航空集团公司（以下简称“国航集团”）；下辖中国国际航空股份有限公司（国航

股份, SH.601111))、南航集团(下辖中国南方航空股份有限公司(南航股份, SH.600029))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, SH.600151)), 简称为“三大航”。

从三大航数据比较看, 三大航在营业收入、利润总额及机队规模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。

从财务及经营指标看, 国航股份、南航股份及东航股份分别为国航集团、南航集团及东航集团的核心子公司, 在收入、机队规模、运力、运营效率等方面差距较小, 稳居国内航空公司第一梯队, 是国内民航市场的主要参与者。三家企业总部分别设立在北京、广州及上海, 业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长三角经济圈, 客货流需求稳定。良好的区位设置及政府的持续政策支持, 是三大航逐步形成垄断优势的重要原因。另一方面, 三大航也都存在单机运营效率偏低, 盈利能力偏弱、债务负担重等负面因素。

相对而言, 国航股份立足首都北京, 承担的中外交流任务最为频繁, 其开通的国际航线居于三大航之首, 国际航线是国航股份未来发

展的关键。国际航线中两舱及高端旅客的单位收入贡献大, 是盈利的主要来源, 在国际航线高端旅客客源的争夺中, 国航股份面临世界主要大型航空公司的直接竞争, 拓展国际航线并形成规模效益的难度相对较大。同时, 国际航线受世界经济波动影响较大。

南航股份作为目前国内机队规模最大的航空公司, 在绝对运输能力及运力结构优化方面具备相对优势, 但运力快速增长与航权航线布局匹配矛盾问题日益突出, 在国际航权短期内无法快速扩张的前提下, 国内市场成为南航股份发展的重要侧重点。依托中西部地区经济增长及千万级机场建设, 东西走向航空客流将成为化解南航股份新增运力的重要途径。

东航股份相对国航股份及南航股份而言, 在航权航线资源及运营机队方面均相对弱势。随着上海自贸区的建立, 上海市对外开放程度升级, 由此带来的国内外客货流将成为东航股份未来收入及利润增长的重要支撑。

国内航空公司中, 除三大航以外, 作为第二梯队有海航集团等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看, 国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。

表 1 2015 年国内四大航空公司运营及财务指标(上市公司)

项目	南航股份	国航股份	东航股份	海南航空
运营指标				
可用座公里(亿客公里)	1721.05	2148.1	1817.9	752.0
机队规模(架)	667	590	535	202
飞机日利用率(小时)	9.63	9.52	10.03	9.67
平均客座率(%)	80.5	79.9	80.5	88.19
平均载运率(%)	69.5	54.73	70.71	87.54
财务指标				
资产总额(亿元)	1862.50	2137.04	1987.09	998.98
营业收入(亿元)	1114.67	1063.93	938.44	352.25
政府补助(亿元)	23.65	9.39	-	7.56
利润总额(亿元)	63.41	90.43	56.71	39.14
经营性净现金流(亿元)	257.13	317.53	243.25	125.36
主营业务毛利率(%)	17.63	23.04	17.99	24.27
资产负债率(%)	73.38	68.84	80.76	69.24

资料来源: 上市公司年报

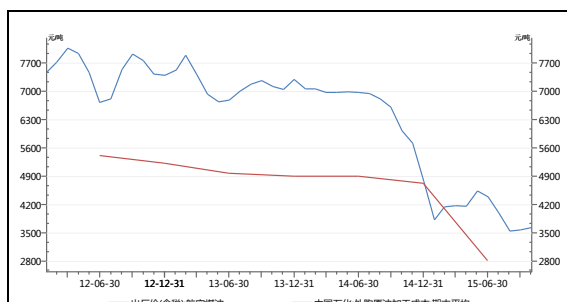
(2) 行业关注

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 航油价格和原油价格走势

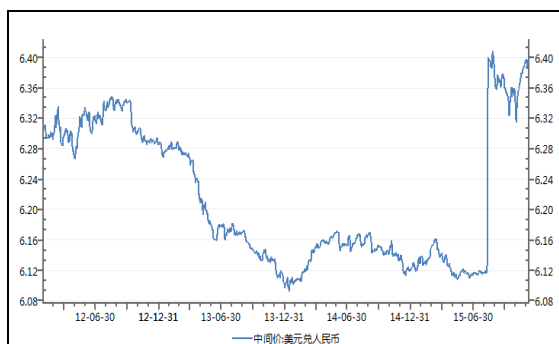


资料来源：Wind 资讯

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，随着美国退出宽松量化政策，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。截至2016年6月底，航空煤油和布伦特原油价格分别为2822.26元/吨和48.48美元/桶。但同时，国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性，国内大型航空公司的航油均从国内采购商采购，因此航油成本下滑程度尚不能与国际原油价格的表现同步。

人民币汇率变化

图3 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

航空运输业的资产主要为外汇负债资产，因此人民币升值将带来运输资产的增值。2014年上半年，人民币兑美元出现贬值潮，截至2014年6月30日人民币兑美元价格报收6.1528元/美元，较年初贬值538个基点。其中，6月3日一度贬值到6.171元/美元。从2014年下半年以来，人民币兑美元汇率开始震荡下行。截至

2014年最后一个交易日，2014年人民币中间价累计下跌0.36%，人民币即期汇率累计下跌2.42%。这也是2005年7月21日人民币汇率改革以来人民币中间价和即期汇率首次出现年度贬值。2015年年初至3月上旬，人民币即期汇率呈现明显的贬值趋势。1月14日至2月2日13个交易日，人民币即期汇率以日均13个基点的速度连续下跌，相对中间价的偏离幅度由745个基点拉升至1200个基点。市场贬值预期逐渐发酵。2015年3月中旬至4月下旬，人民币震荡升值。3月16日至20日，人民币对美元中间价大幅上调，即期汇率跟随升值，市场贬值预期随之淡化。即期汇率价格在6.12至6.18之间反复震荡。2015年4月下旬至7月中旬，人民币汇率波动趋于稳定。中间价和即期汇率分别围绕6.12和6.20附近窄幅波动。自2015年8月11日，自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，人民币对美元汇率出现大幅贬值，截至2016年6月底，人民币对美元汇率为6.61，在美联储停止QE以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

按照铁道部2008年底调整的《中长期铁路网规划》，铁道部将铺设一个巨大的四纵四横、时速在200公里以上的客运专线网络，里程增至1.6万公里。据民航局航空安全技术中心最新的统计，目前中国年旅客运输量50万以上的航线主要分布在东中部地区，网络密度由东向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区，这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

目前已经进入运营的250公里时速的动车组已经对航空运营带来了一定的冲击。如上海至武汉（2009年开通）、成渝线（2009年开通）、武广高铁（2009年开通）、京石高铁（2012年开通）、京广高铁（2012年开通）以及石武高

铁（2012 年开通）的动车组开通后，航空公司在票价以及运力投放上都进行了下调，成渝空中快线也被迫停航。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。联合资信认为，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“四纵四横”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。

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：包括“轻车简从”，“不安排群众迎送”，“不铺设迎宾地毯”，“不出席各类剪彩、奠基活动”，“严格控制出访随行人员”，“首先要从中央政治局做起”，“要求别人做到的自己先要做到”等。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。根据东航方面公布的数据显示，2013 年全年其国内高端旅客减少 102.2 万人，减收 10.9 亿元。

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。

（3）行业政策

民航局继 2008 年 12 月出台十项措施以促进国内民航业平稳较快发展后，2009 年以来，又先后出台和落实多项细则，包括落实支线航空补贴政策、调整航空公司新开独飞航线的保护期、两仓票价自主定价、国际运输免征营业税等。这些行业政策对国内运输的快速增长、国际运输的止跌回升发挥了重要作用。同时，民航局还通过向航空公司返还民航基础设施建设基金、免征燃油附加营业税、返还国际及港澳航班使用国产燃油增值税等，为航空公司增收节支。另外，政府还为国有航空公司输血，南航和东航分别获得国家注资 45 亿元和 70 亿元，国家注资并不能从根本上提升航空企业的盈利能力，但能够在一定程度上改善企业的资本结构，有助于降低企业的财务风险。

2011 年 11 月 1 日，发改委下发了《关于完善民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》，要求国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元时，燃油附加最高标准方可按联动机制有关规定进行调整。2012 年，国家发改委、民航局对国内航线旅客运输燃油附加单位收取率做出了明确规定，国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元，燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002541 元。航油是航空公司最大的成本消耗，占运营总成本的

30%-50%左右，燃油费的收取在一定程度上可以缓解油价上涨带来的成本压力。

2013年5月17日，自2007年执行的“暂停受理新设立航空公司申请”禁令被废除，民航局开始对新建航空公司进行审批，截至2014年1月24日，中国民航局已相继初审同意了5家航空公司，分别是福州航空、九元航空、瑞丽航空、青岛航空以及乌鲁木齐航空，民航局审批政策的宽松对于中国民航业的发展尤其是民营航空的成长具有十分重要的意义。

2013年11月6日，中国民用航空局和国家发展和改革委员会联合公开《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》(下称“《通知》”)，《通知》指出“对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过25%，下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平”。以前国内经济舱和两舱票价采用两套定价体系，前者为公有运价，基于政府指导价；后者为私有运价，完全自主制定。2010年6月起，两舱票价已经与国际机票定价体系同步，采用私有运价体系，完全市场化自主定价，而放开前头等舱价格为经济舱基价150%，公务舱为经济舱基价130%。2015年1月，国家发改委宣布放开24项商品和服务价格，下放1项定价权限，其中包括铁路和航空客货运价格。发改委相关通知指出：全面放开国内航线货物运价，由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体运价水平；改进基准票价定价办法，由政府审批航线基准票价改为政府制定定价规则，由航空公司按规则自行制定、调整基准票价，变事前审批为事中、事后监管。同时进一步放开101条相邻省份之间、与地面主要运输方式形成竞争的600公里以下短途航线旅客票价。一方面，放开价格管制给航空公司不同时间段和淡旺季更多自主定价权，使得航空公司可以提高上座率、充分利用资源；另一方面，在国内整体上运力过剩仍将持续，未来数年时间还将成立一批地方航

空公司的背景下，放开票价管制后价格竞争将日趋激烈。

2013年11月18日，中国人民解放军总参谋部和中国民用航空局联合发布了《通用航空飞行任务审批与管理规定》(下称“《规定》”)，《规定》的第五条细则提到“除以下九种情况外，通用航空飞行任务不需要办理任务申请和审批手续，但在飞行实施前，须按照国家飞行管制规定提出飞行计划申请，并说明任务性质”，这就意味着普通的通航飞行任务（只要不涉及军事、国防、领土边界）不再需要通过军方来办理任务申请和审批手续，而只需提前向民航局提出飞行计划申请即可，虽然不是低空的完全开放，但在一定程度上简化了通航飞行的流程，有利于航空业的发展。

2011年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。从2012年1月1日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点。至此，货物劳务税收制度的改革拉开序幕。截至目前，“营改增”范围已推广到全国试行。增值税是以不含税营业收入为计税依据的价外税，通过价格将税转嫁给消费者。虽然短期内相关企业的利润不会有明显的变化，但是改制后，不含税价格的收入比含税价格的收入会有所下降，至于下降的比例要根据增值税税率的大小而定。航空公司的收入包括国际运输收入和国内运输收入，其他还有地面服务、旅游收入等。国内运输收入营业税的税率为3%，其余的营业税税率为5%，国际运输业务税率为零。《实施办法》中规定“营改增”以后。国内运输增值税税率变为11%，国际运输业务税率仍然为零，而其他的辅助服务适用税率则为6%。营改增后的国内运输收入减少了 $10\%[11\% \div (1+11\%)]$ ，其他服务收入减少 $5.7\%[6\% \div (1+6\%)]$ 。相关企业的税后利润，主要取决于运营收入、成本的降低比例以及税务附加值的减少程度。“营改增”税制改革，使航空运输业也享受到进项税的抵扣优惠，航空运输公司的成本中纳入税改应税

服务的有飞机起降费、飞机经营性租赁费、销售代理手续费、运输服务费以及系统服务费。这些项目的费用属于可以抵扣的进项税，在“营改增”后都可以开具增值税专用发票。属于物流辅助服务的飞机起降费税率为 6%，属于有形动产租赁的飞机起降费适用税率为 17%，属于物流辅助服务的销售代理手续费适用税率为 6%，属于信息技术服务的系统服务费适用税率为 6%，属于交通运输服务的运输服务费适用税率为 11%。“营改增”后，公司在这方面的税务将相应减轻。

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。

(4) 未来发展

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。

2. 区域经济

福建省地处东海之滨，面对台湾、毗邻港澳，地处长江三角洲和珠江三角洲之间，上述发达地区的强势经济牵动着福建经济的快速发展。

(1) 区域交通

目前，随着福温、福厦、厦深等高速铁路的建成通车以及四通八达的高速公路网，福建的海、陆、空立体化交通网络已基本形成。2015 年福建省公路累计通车里程 104585.27 公里，比上年增长 3.4%。其中高速公路 5002 公里，增长 19.8%；铁路营业里程 3196.53 公里，增长 16%；沿海港口完成货物吞吐量 5.03 亿吨，比上年增长 2.3%。优越的立体交通运输网络，为企业产品、原材料的运送以及人员的交流提供了便利的条件。

从下表可以看出，福建省旅客和货物的主要运输方式为公路运输。货物方面，2015 年航空货运量和货物周转量增速分别为 5.30%和 10.00%，落后于公路及水运方式；客运方面，民航运输增速领先于其他运输方式，2015 年旅客发送量和旅客周转量增速分别为 16.60%和 21.50%。

表2 2015年福建省主要运输方式及运输量和周转量情况

指标	单位	2015 年	同比增长(%)
货运量	万吨	126445.31	13.10
铁路	万吨	2820.40	-17.10
公路	万吨	94232.18	14.10
水运	万吨	29370.64	13.90
民航	万吨	22.09	5.30
货物周转量	亿吨公里	5566.52	16.40
铁路	亿吨公里	128.71	-14.10
公路	亿吨公里	1126.29	15.50
水运	亿吨公里	4308.03	17.80
民航	亿吨公里	3.48	10.00
旅客发送量	万人	62686.20	3.50
铁路	万人	9255.93	13.30
公路	万人	49049.40	1.00
水运	万人	1995.86	11.20
民航	万人	2385.01	16.60
旅客周转量	亿人公里	983.10	10.10
铁路	亿人公里	305.34	10.90
公路	亿人公里	335.17	0.10
水运	亿人公里	2.84	-1.00
民航	亿人公里	339.74	21.50

资料来源：福建省2015年国民经济和社会发展统计公报

（2）区域经济环境

随着福建投资环境的不断改善，海峡两岸的合作交往日益密切，福建省吸收外商投资规模不断扩大。福建新批外商投资项目 1689 项，同比增长 61.8%；合同外资金额 144.6 亿美元，同比增长 70.3%；实际使用外资 76.8 亿美元，同比增长 8%

2015 年福建省地区生产总值 25979.82 亿元，同比增长 9.0%；人均地区生产总值 67966 元，同比增长 8.0%。2015 年全省一般预算收入 4143.71 亿元，比上年增长 8.2%。全年进出口总额 10511.00 亿元人民币，比上年下降 3.5%；以美元计价为 1693.60 亿美元，比上年下降 4.5%。其中，出口 7013.24 亿元人民币，增长 0.6%，以美元计价为 1130.16 亿美元，下降 0.4%；进口 3497.76 亿元人民币，下降 11.0%，以美元计价为 563.44 亿美元，下降 11.9%。进出口顺差 3515.48 亿元人民币，以美元计价为 566.72 亿美元，比上年增加 71.76 亿美元。

总体看，民航业增长趋势与 GDP 增长趋势呈较强正相关性，近几年福建省较高的经济增长速度、海峡西岸经济区的开发建设以及外商投资规模的不断增加带动了福建省航空运输行业的快速发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 6 月底，公司实收资本 50.00 亿元，南航股份、厦门建发和福建省投持股比例分别为 55.00%、34.00%、11.00%。公司控股股东和实际控制人为南航股份。

2. 企业规模

公司成立于1984年，最初是由民航局与福建省合作创办的中国首家按现代企业制度运营的航空公司，总部设在厦门，是福建主要航空运输企业，市场占有率在福建排名第一。公司自成立以来，构建了以厦门、福州、杭州为核

心，覆盖全国、辐射东南亚以及东北亚、连接港澳台地区、通达欧洲的阿姆斯特丹和大洋洲悉尼的航线网络。

截至2016年6月底，公司机队拥有飞机141架（不含河北航空、江西航空），开通185条航线，其中中国大陆航线138条、国际以及地区航线47条，每周执行航班2729班（按航班号计算）。截至2016年6月底，公司拥有河北航空和江西航空两家航空运输主业子公司，设有福州、杭州、天津、南昌、北京、湖南6家分公司和泉州运行基地，以及48个驻境内外营业部、办事处。公司是中国民航唯一连续保持29年盈利的航空公司，2015年公司实现利润总额16.51亿元，2016年1~6月，公司实现利润总额11.48亿元。截至2016年6月底，公司累计安全飞行366.94万小时。

2015 年，公司共完成运输总周转量 34.64 亿吨公里，同比增长 24.92%；实现旅客运输量 2486.93 万人次，同比增长 22.17%；实现货邮周转量 35881.56 万吨公里，同比增长 9.08%；平均客座率为 75.74%，同比上升 1.29 个百分点。

公司航空运输主业子公司包括河北航空和江西航空。河北航空于 2014 年 12 月纳入公司合并范围，截至 2016 年 6 月底，河北航空资产总额 48.10 亿元，所有者权益 19.16 亿元；2016 年 1~6 月实现营业收入 7.83 亿元，净利润 0.84 亿元，截至 2016 年 6 月底，拥有飞机 12 架，开通航线数量 49 条；江西航空于 2015 年 12 月纳入公司合并范围，截至 2016 年 6 月底，总资产 8.98 亿元，所有者权益 7.73 亿元，2016 年 1~6 月实现营业收入 1.22 亿元，净利润-0.77 亿元，拥有 3 架飞机。

总体看，公司主业规模实力较强，运输飞机数量、航运网络发达程度、年客运量等指标位居国内前列，在福建、港澳台、东南亚等地区具有明显的竞争优势。

3. 人员素质

截至 2016 年 6 月底，公司共有高级管理人

11 人，包括董事长兼总经理 1 人，总会计师 1 人。

公司董事长兼总经理车尚轮先生，57 岁，历任南航股份深圳分公司副总经理，南航股份深圳分公司总经理、党委副书记，南航股份北京分公司总经理、党委副书记，南航股份党委常委，南航股份北京分公司总经理、党委副书记，现任公司总经理、党委副书记、法定代表人。

公司党委委员、副总经理、总会计师黄火灶先生，52 岁，研究生学历，历任厦航计划财务部总经理、党支部书记，厦门航空副总会计师，厦航酒店管理公司董事长，2012 年 7 月至今任公司党委委员、副总经理、总会计师。

截至 2016 年 6 月底，公司在职员工 14254 人，从专业构成来看，飞行员占 11.01%，乘务员占 18.68%、机务人员占 16.71%、航务人员占 2.20%、其他行政占 51.40%。

总体看，公司高管具备多年相关行业从业经历和丰富的管理经验，现有人员构成可以满足公司日常经营管理的需要。

4. 股东及政府支持

股东支持

公司作为南航股份的重要子公司，在飞行员培训、业务拓展等方面获得母公司的大力支持。

南航股份在华东地区只设立了公司一家分、子公司，留足空间支持公司拓展华东地区业务，并利用自身优势对公司在湖南、重庆、新疆等新市场的拓展给予充分支持；南航股份派出机长直接参与公司运行，并接收公司副驾驶到南航股份积累飞行经验，帮助公司有效缓解飞行驾驶人员紧张的局面；南航股份分别于 2008 年、2011 年和 2012 年多次以享有公司的盈余公积和未分配利润转增公司实收资本，2015 年 12 月 18 日，冀中能源将持有的公司 15% 股权全部转让给厦门建发，2015 年 12 月 28 日，厦门建发将代持公司的 15% 股权转让给南航股份和

福建省投，南航股份对公司持股比例进一步上升。截至 2016 年 6 月底，公司注册和实收资本均为 50 亿元，其中南航股份持有公司 55% 的股份，为公司控股股东。

政府补贴

公司长期获得国家及地方政府的财政补助，主要包括支线航空补贴、国际航空补贴、节能减排补贴、客货运航线新开补贴、安全建设补贴等。受航线增加影响，近年来公司获得政府补助持续增长，2013~2015 年，公司获得各项补助总额分别为 2.58 亿元、4.33 亿元、6.98 亿元，主要为航线补贴和民航局补贴，公司将政府补贴计入“营业外收入”科目。

税收返还

公司自成立以来获得其基地所在地政府的大力支持。2012~2015 年，厦门市财政局累计返还公司缴纳的税金 0.36 亿元；福州市政府从 2011 年起，以公司 2010 年在福州缴纳各项税费地方留成部分为基数，每年对公司纳税超过基数部分的 70% 给予奖励返还；公司下属的杭州分公司、南昌分公司、天津分公司，以及子公司河北航空，自 2011 年初至 2015 年底，共获当地政府税收返还 1.76 亿元。公司将税收返还计入“营业外收入”科目。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司最高权力机构。公司设董事会，对股东会负责。董事会由 11 人组成，其中南航股份推荐 6 名董事，厦门建发推荐 4 名董事，福建省投推荐 1 名董事，董事由股东会选举产生。董事每届任期 3 年，可连选连任。公司设监事会，对董事会及其成员和总经理等管理人员行使监督职能。监事会由 5 人组成，其中 3 名监事分别由南航股份、厦门建发、福建省投推荐，2 名由

职工代表担任，任期三年，监事会主席由福建省投推荐的监事担任。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由南航股份推荐的董事担任，负责组织领导公司的日常经营管理工作，对董事会负责。副总经理协助总经理工作，处理日常事务。

2. 管理水平

安全管理方面，公司在决策过程中首先考虑安全因素，把保证安全融入到生产经营的每个环节。公司制定了大量与安全相关的制度和手册，包括《航空安全管理手册》、《安全目标管理》、《空防安全管理》、《消防安全管理》、《信息安全管理细则》、《财务信息安全管理》、《食品安全管理》等，从政策、风险管理、安全保障、安全促进四个方面对公司安全管理体系及相应的职责进行了规范。

资金管理方面，公司制定了《货币资金管理》、《现金预算管理》及《资金集中管理》等手册，持续打造“精细化财务管理”核心竞争力，不断提高资金管理水平，建立“资金独立运营为保证，资金集中管理为原则，资金统一调度为核心”的资金管理体系。

融资管理方面，公司制定了《筹资管理》手册。手册将公司融资分为日常融资和专项融资，明确计划财务部是公司筹资管理机构，计划财务部资金处是公司筹资管理的具体执行机

构，并对筹资形式、筹资原则、筹资预算及董事会审批、筹资工作开展及风险规避等方面做出了具体规定。

对子公司管理方面，公司制定了《股权投资管理》、《公司派出董事、监事、高管和股东代表管理办法》、《下属企业董事会事务管理办法》、《下属企业财务直管办法》及《对外投资企业日常管理工作规范》等规定，对子公司的管理层构成、董事会事务、财务管理及日常管理进行了明确和规范。

总体看，公司已建立较为健全的法人治理结构及整套管理制度，并不断完善内部管理系统，公司综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营航空客货运输，其中客运业务收入占主营业务收入的90%以上，其余主要为货运货邮运输收入。

2013~2015 年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长 7.93%，主要受益于运力投放增加驱动客、货及邮运收入增长，三年分别为 164.98 亿元、176.71 亿元和 192.19 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 99.07 亿元，相当于 2015 年全年水平的 51.55%，同比增长 15.44%。

表 3 近三年及一期公司主营业务收入及成本情况（单位：亿元、%）

板块	2013 年	占比	2014 年	占比	2015 年	占比	2016 年 1-6 月	占比
主营业务收入	164.98	--	176.71	--	192.19	--	99.07	--
客运	153.65	93.13	165.22	93.5	185.20	96.36	94.74	95.63
货运货邮	4.37	2.65	4.61	2.61	4.77	2.48	2.42	2.45
其他	6.96	4.22	6.88	3.89	2.23	1.16	1.91	1.92
主营业务成本	139.13	--	150.53	--	156.67	--	81.04	--
主营业务毛利润率	15.67	--	14.82	--	18.48	--	18.19	--

资料来源：公司提供

从国内、国外收入占比来看，公司国际航线收入占比持续上升，主要得益于东南亚与东北亚短途国际航线贡献，与公司建设区域大通道、打造厦门为连接国内与东南亚、东北亚桥梁枢纽战略相吻合。

表 4 公司国内、国际航线收入构成（单位：%）

收入	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
国内	90.95	87.62	83.69	81.25
国际	9.05	12.38	16.31	18.75
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

注：数据口径为公司本部，国内国际航线收入合计为客运收入和货运货邮收入之和。

从毛利率来看, 2013~2015 年, 公司主营业务毛利率波动上升, 三年分别为 15.67%、14.82%和 18.48%, 在行业中稳定处于较高水平。2014 年公司毛利率同比下降, 主要受民航局放松航空分子公司设立条件, 导致民航业内部竞争加剧, 公司毛利率较高的头等舱、经济舱收入下降以及高铁分流和市场需求回落影响; 2015 年以来公司毛利率提高较快, 主要受益于油价下跌导致成本下降; 2016 年 1~6 月公司主营业务毛利率下降至 18.19%。

表 5 2013~2015 年同行业公司毛利率情况 (单位: %)

公司名称	2013年	2014年	2015年
国航股份	15.35	16.20	23.17
东航股份	8.72	11.26	17.79
南航股份	11.28	12.15	18.02
春秋航空	12.97	14.78	20.11
海南航空	22.26	23.14	26.88
厦门航空	15.67	14.82	18.48

资料来源: 联合资信整理

2. 航空成本

2013~2015 年, 公司主营业务成本逐年增长, 年均复合增长 6.12%, 三年分别为 139.13 亿元、150.53 亿元和 156.67 亿元。主营业务成

本构成主要为燃油成本、人力成本及起降费, 2015 年上述三项成本占公司本部主营业务成本比重分别为 29.89%、13.16%、14.37%。近三年, 随着运力提升带动运量规模不断增长, 公司本部人力成本及起降费用年均复合增长率分别为 11.86%和 18.11%。2013~2015 年, 公司本部燃油成本呈波动下降态势, 2014 年增长主要系公司运力提升影响, 2015 年以来下降主要系油价大幅下跌影响。2016 年 1~6 月, 公司本部主营业务成本为 72.69 亿元, 其中燃油成本 17.05 亿元, 占公司本部主营业务成本的 23.46%, 占比较 2015 年进一步下降。

2015 公司前五大供应商分别为: 中国航空油料有限责任公司华东分公司、华南蓝天航空油料有限公司、泉州晋江机场油料有限公司、中国航空油料有限责任公司北京分公司、南京空港油料有限公司, 上述供应商采购额占总采购额的 91.05%。航油成本的波动对公司的经营业绩及盈利能力构成一定影响, 公司已经采取多种措施应对航油价格的波动, 目前公司尚未开展油料套保业务。

表 6 公司本部主营业务成本主要构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2013 年	占比	2014 年	占比	2015 年	占比	2016 年 1-6 月	占比
人力	14.97	11.09	17.09	11.72	18.73	13.16	10.55	14.51
燃油	55.55	41.13	59.97	41.11	42.55	29.89	17.05	23.46
维修	6.21	4.60	4.96	3.40	4.88	3.43	2.84	3.90
起降费	14.66	10.86	17.37	11.91	20.45	14.37	11.28	15.51
折旧	14.95	11.07	14.18	9.72	19.14	13.45	9.04	12.44
其他	28.70	21.25	32.28	22.13	36.59	25.71	21.93	30.18
合计	135.05	100.00	145.86	100.00	142.33	100.00	72.69	100.00

资料来源: 公司提供

注: 公司本部主营业务成本, 其他成本包括高价件折旧、经营租赁费、保险费、餐食等机供品、航班延误费等。

3. 机队规模

近年来, 公司机队规模快速增长, 截至 2016 年 6 月底, 公司机队拥有飞机 141 架(不含河北航空 12 架、江西航空 3 架), 全部为波音飞机, 机队平均机龄 5.27 年, 处于行业较好水平, 相对统一的机型有助于成本控制。

表 7 截至 2016 年 6 月底公司机队构成 (单位: 架)

机型	飞机数量
B737-700	17
B737-800	114
B757-200	4
B787-8	6
合计	141

资料来源: 公司提供

注: 统计不含河北航空、江西航空。

公司飞机持有形式包括自购、融资租赁和经营租赁三种。截至 2016 年 6 月底，公司所运营的 141 架飞机中，自购飞机 59 架，融资租赁 24 架，经营租赁 58 架。其中，公司融资租赁的飞机主要来自招银金融租赁有限公司、建信金融租赁有限公司、农银金融租赁有限公司、工银金融租赁有限公司等。

4. 航线布局

航线网络覆盖方面，公司已构建了以厦门、福州、杭州为核心，覆盖全国、辐射东南亚东北亚、连接港澳台地区、通达欧洲、大洋洲的航线网络，目前公司拥有河北航空和江西航空两家主业子公司，设有福州、杭州、天津、南昌、北京、湖南 6 家分公司和泉州运行基地。截至 2016 年 6 月底，公司开通 185 条航线，其中中国大陆航线 138 条、港澳台地区以及国际航线 47 条。公司航线覆盖国内所有省会、直辖市以及港澳台、东南亚、东北亚主要城市，通达欧洲阿姆斯特丹和大洋洲悉尼，每周执飞航班 2940 班（按航班号计算）。公司于 2015 年开通了厦门-阿姆斯特丹，厦门-悉尼、福州-悉尼航线两条洲际航线，作为公司将厦门作为中转枢纽战略的一部分，使公司航线实现通达欧洲、大洋洲。

航线布局战略方面，公司以华东、华北、西南三角布局为基础，区域桥梁枢纽为中枢，

再通过洲际精品航线飞向海外实现网络延伸：一是完善国内三角布局，构建核心网络，进一步优化“做足华东，做强华北，站稳西南”三角基地布局，努力拉长平均航距、减少经停比例、提高运行效率，构建国内三角核心网络；二是打造区域桥梁枢纽，促进内外衔接，围绕厦门建立以“宽覆盖、高频率、低成本”为核心竞争优势的桥梁中转模式，建设区域大通道，优先把厦门打造为连接国内与东南亚、东北亚的桥梁枢纽；三是打造少而优的洲际精品航线。

5. 主业运营

近年来，随着主业运营较快增长，公司运输完成量保持较快增长态势；飞机利用效率、航班效率基本保持稳定。

从运输完成情况来看，受益于公司航线布局的日趋完善以及运力的稳定提升，2013~2015 年，公司旅客和货物运输均保持稳定增长，其中 2015 年，公司实现运输总周转量 34.64 亿吨公里，同比增长 24.92%（同期中国民航运输总周转量同比增幅 14.80%）；实现旅客运输量 2486.93 万人次，同比增长 22.17%（同期中国民航旅客运输量同比增幅 9.08%）；实现货邮运输量 22.82 万吨，同比增长 9.07%（同期中国民航货邮运输量同比增幅 5.20%）。

表 8 公司主业运营指标情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
运输完成情况				
运输总周转量（万吨公里）	242537.90	277282.85	346383.60	186465.44
旅客总周转量（万人公里）	2423093.81	2781735.32	3518099.96	1897012.26
旅客运输量（万人）	1857.22	2035.65	2486.93	1271.32
货邮周转量（万吨公里）	28087.09	31528.71	35881.56	18820.10
货邮运输量（万吨）	19.18	20.92	22.82	11.09
飞机效率				
日均飞行小时（大中型）（小时/日）	9.68	9.77	9.76	9.07
航班效率				
正班客座率%	74.9	74.45	75.74	75.21
正班满载率%	65.74	65.18	64.60	63.74

资料来源：公司提供

从飞机利用效率来看，2013~2015 年，公司飞机利用效率有所波动，2015 年公司飞机利用效率 9.76 小时/日（同期中国民航大型飞机利

用效率 9.66 小时/日），公司飞机利用效率较高。

从航班效率来看，2013~2015 年，公司正班客座率和正班满载率有所波动；2015 年分别为

75.74%和 64.60%。通过与表 1 对比，可以看出公司航班效率指标低于中国国航、南方航空、东方航空和海南航空，主要因公司定位中高端旅客，且大部分航线为国内航线，受近年来国内航线竞争激烈及高铁分流的影响，公司的整体航班效率有所降低。

2016 年 1~6 月，公司运营保持增长态势，公司完成运输总周转量 18.65 亿吨公里，相当于 2015 全年运输总量的 27.05%；运输旅客 639.43 万人，为 2015 全年的 53.83%；运输货物 11.09 万吨，相当于 2015 年全年的 48.60%。

总体看，公司盈利能力和运营能力在行业中处于较高水平，其机队规模、航线网络布局、年客运量等多项指标居国内同行业前列，在国内航空运输以及区域市场上具有明显的竞争优势。近年来，公司运力持续提升带动运量逐年增长；受益于公司国际航线网络的拓展、运力投放增加，公司国际航线收入得以较快增长。但联合资信也关注到，国内民航运输业市场的逐步开放导致竞争日趋激烈以及高铁对航空业客源的分流，给公司经营带来一定挑战。

6. 其他业务

飞机维修方面，公司建立了以厦门、福州为中心的深度维修基地，在天津、长沙、北京、杭州、南昌和晋江设分支维修机构，具有较强的波音机身定检维修能力，主要承担公司执管机队的维修工程管理和自主维修工作，并承接国内部分航空公司飞机航线、A 检和 C 检业务。公司飞机维修工程部的附件维修在具有航空公司背景的中国民航部附件维修企业中处于较高水平。

旅游产业方面，公司依托航空主业，打造富有航空特色的旅游产业。子公司厦门航空酒

店管理有限公司做为公司中高档商务型连锁酒店管理运营平台，目前管理着厦门航空金雁酒店、厦门航空宾馆、泉州航空酒店、金门湾大酒店；香港厦航假期有限公司，主要经营机票代理、包团、酒店订房等旅游销售业务，兼有公司办事处的职能，在早期厦航无法直接在香港设立分支机构的情况下，作为公司在香港唯一窗口平台；厦门航空国际旅行社有限公司为商旅、团体客提供优质的食、住、行、游、购、娱等具有航空特色的一站式服务，在公司全国各地的营业部和福建省内的自营售票处均可索取和咨询其相关旅游信息。

7. 经营效率

近年来，受债务和资产规模快速增长影响，公司经营效率指标呈下降趋势，但仍保持较高水平。2013~2015 年，公司销售债权周转次数分别为 63.44 次、53.95 次和 56.25 次；总资产周转次数分别为 0.67 次、0.56 次和 0.55 次。总体看，公司经营效率较高。

8. 投资计划

公司固定资产支出主要为飞机引进和基建工程支出。

飞机引进方面，2016~2018 年，公司分别计划引进飞机 14 架、16 架和 13 架；2016~2018 年，公司在飞机采购方面分别计划（包括已签订订单的分期付款、计划新增预付款）支出约为 31 亿元、27 亿元和 22.5 亿元。

基建工程方面，2016~2018 年，公司在建项目分别计划支出 11.86 亿元、16.78 亿元和 11.15 亿元；同期，拟建工程分别计划支出 4.90 亿元、4.12 亿元和 3.00 亿元。

表 9 截至 2016 年 6 月底公司在建工程计划投资情况（单位：亿元）

编号	项目名称	预计竣工时间	预计总投资	已投资	2016 年	2017 年	2018 年
1	厦门高崎生产基地扩建	2018 年 9 月	14.96	1.53	3.10	8.00	2.50
2	厦航总部大厦	2020 年 12 月	28.53	2.66	2.66	6.00	7.00
3	厦门源泉飞行乘务出勤基地	-	10.28	4.12	0.83	2.00	1.55

4	厦门县后飞行模拟机训练中心二期	2017 年 9 月	1.84	0.44	1.22	0.31	0.00
5	福州长乐新机库（含配电房扩容）	2016 年 9 月	2.90	2.69	0.89	0.20	0.00
6	福州长乐新飞行出勤楼	2016 年 7 月	1.82	1.51	0.65	0.07	0.00
7	杭州基地 A 地块	2016 年 12 月	3.97	3.04	1.21	0.00	0.00
8	天津基地	2017 年 6 月	2.71	2.11	1.30	0.20	0.10
合计			67.00	18.11	11.86	16.78	11.15

资料来源：公司提供

表 10 截至 2016 年 6 月底公司拟建工程计划投资情况（单位：亿元）

编号	项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	2016 年	2017 年	2018 年
1	翔安新机场基地	2017 年 7 月	待定	60.00	0.15	0.00	0.00
2	泉州基地扩建项目	2017 年 3 月	待定	1.67	0.88	0.40	0.30
3	福州林浦办公基地	待定	待定	11.30	0.15	0.20	0.80
4	长沙基地 B 地块	待定	待定	4.00	0.41	0.00	0.00
5	重庆基地	待定	待定	4.66	0.55	0.20	0.80
6	厦门翔安生活基地公建	待定	待定	0.97	0.12	0.30	0.18
7	福州长乐新住勤楼	待定	2017 年 3 月	1.37	0.55	0.40	0.12
8	福州新货运中心	待定	2017 年 8 月	1.33	0.47	0.42	0.30
9	福州长乐新配餐楼	待定	2017 年 6 月	1.26	0.38	0.60	0.10
10	杭州基地 B 地块	待定	2017 年 5 月	3.73	1.25	1.60	0.40
合计				90.29	4.90	4.12	3.00

资料来源：公司提供

厦航高崎生产基地扩建项目位于湖里区环岛干道与枋钟路交叉口东北侧，项目总用地面积 116940.03M²，总建筑面积 22598.14M²；主要建设内容为附件维修车间、机务工程大楼、信息技术中心、员工餐厅及污水处理房、门卫、整修车间、物料库等生产性配套用房。项目分二期建设，本次建设的为一期工程，一期工程建筑面积为 98165.73 M²。项目总投资 14.96 亿元，资金来源企业自筹。目前，项目正在开展桩基工程施工。截至 2016 年 6 月末，该项目已投入 1.53 亿元。

厦航总部大厦位于厦门市湖里区金融中心，项目总用地面积 21943.45 m²，总建筑面积约 173257 m²，；该项目由酒店和办公楼组成，其中酒店面积约 54000 m²，办公楼面积约 66000 m²。建设工期约 5 年，2015 年 5 月开工，预计 2020 年 12 月竣工。项目总投资约 28.53 亿元，资金来源为企业自筹。目前，项目正在开展土方开挖及基坑支护工程施工。截至 2016 年 6 月末，该项目已投入 2.66 亿元。

翔安新机场基地项目是公司配合厦门机场迁建战略，在厦门翔安国际机场投入运力建设厦航新基地，该项目总建筑面积约 133.9 万 m²（其中地上面积 122.24 万 m²，地下面积 11.62 万 m²），公司翔安新机场基地项目的总投资约为 60 亿元，预计 2017 年 7 月开工。

总体看，公司未来三年采购飞机较多，在建工程规模较大，存在较大的资本支出压力。

9. 未来发展

“十三五”期间，公司拟进一步推进深化改革、创新发展，继续坚持“高效精飞、质量并举、精细创新、规范管理”的内涵式发展道路，加快实施战略转型；公司计划在“十三五”末，实现机队规模、运输规模、资产规模和营业收入比“十二五”末翻一倍：即到 2020 年，公司力争机队规模达 280 架，年旅客运输量超 5000 万人次，资产规模达 1000 亿元，年营业收入达 600 亿元，力争成为国内前五大航空。

在国际化进程方面，公司提出立足福建作为“海上丝绸之路”核心区以及东南亚侨乡的

区域优势，在完善国内航线网络的基础上，着力将福建打造成为国内中转至东南亚/东北亚的区域门户枢纽、东南亚往返东北亚的桥梁枢纽，开通福建至巴黎、温哥华、纽约、洛杉矶、悉尼等洲际航线，实现福建与东南亚/东北亚以及欧美澳国家的互联互通，全力支持“一带一路”和民航强国建设。预计到2020年可为福建地区增加中转客源300万人次/年，有效提升福建的世界知名度。

八、重大事项

2014年4月起，公司与河北航空启动正式谈判，股权收购方案：截至2014年4月30日评估基准日，河北航空账面总资产43.21亿元（人民币，下同），净资产12.35亿元，经评估河北航空整体价值8.31亿元。公司出资7.49亿元收购河北航空99.23%的股权，其中6.80亿元收购河北航投持有的95.40%的股权（含原股东独享的8.20亿元资本公积），0.69亿元按川航原始出资收购其持有3.83%股权。持股0.77%的沈阳中瑞不同意退出，但同意放弃优先认购权，并表示不会介入河北航空经营、不推荐董事和管理者。河北航空原注册资本18亿元，公司分三次对河北航空进行增资，增资后，公司对河北航空的持股比例由99.23%变更为99.47%，剩余股份由原小股东沈阳中瑞公司持有。2015年公司对河北航空两次增资，金额分别为3亿元、2.5亿元。截至2016年6月底，河北航空总资产为48.10亿元，所有者权益19.16亿元。2016年1~6月实现营业收入7.83亿元，净利润0.84亿元。

江西航空有限公司成立于2015年，注册资金20亿元，公司持股比例为60.00%，另一股东是江西航空投资有限公司。截至2016年6月底，公司的投资款已到位5.1亿元，尚需投资6.9亿元。截至2016年6月底，江西航空拥有3架飞机，2016年底预计机队规模达5架；总资产为8.98亿元，所有者权益7.73亿

元；2016年1~6月实现营业收入1.22亿元，净利润-0.77亿元。

收购河北航空以及成立江西航空，有利于完善公司航线布局，但也将一定程度上增加公司资金支出压力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2013~2015年财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年二季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2013年，公司合并范围减少厦门白鹭园旅游休闲有限公司；2014年，公司合并范围增加河北航空有限公司；2015年公司合并范围增加江西航空有限公司。总体看，合并报表范围变化对财务数据可比性存在一定影响。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为356.80亿元，所有者权益合计为119.33亿元（含少数股东权益2.71亿元）。2015年，公司实现营业收入199.64亿元，利润总额16.51亿元。

截至2016年6月底，公司（合并）资产总额为357.96亿元，所有者权益合计为128.64亿元；2016年1~6月，公司实现营业收入102.29亿元，利润总额11.48亿元。

2. 资产质量

公司所属的航空运输业属于资本密集型行业，飞机是公司经营所需的主要设备，因此公司固定资产占资产总额的比重较大，资产结构总体呈现出非流动资产占比高的特点。2013~2015年，公司资产（合并）规模波动增长，年复合增长15.97%，非流动资产占比逐年增高；截至2015年底，公司资产总额356.80亿元，其中流动资产占比8.04%，非流动资产占比91.96%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产规模波动下降，年均复合变动-46.92%，主要系货币资金和预付账款大幅下降所致；截至 2015 年底，公司流动资产 28.70 亿元，构成以货币资金（占 36.55%）、存货（占 12.01%）、应收账款（占 11.13%）和预付款项（占 17.39%）为主。

2013~2015 年，公司货币资金波动下降，年均复合变动-49.77%，主要系 2015 年三季度以来，公司为控制汇率波动风险，集中兑付了大量美元债务所致。截至 2015 年底，公司货币资金 10.49 亿元（包括受限货币资金 0.21 亿元），构成主要为银行存款（10.33 亿元），其中人民币存款 9.15 亿元，美元存款 1.01 亿元，其他货币存款 0.17 亿元，公司外币存款存在一定汇率波动风险。

2013~2015 年，公司应收账款年均复合增长 8.62%，主要系合并子公司河北航空所致；截至 2015 年底应收账款为 3.19 亿元，主要为境内外航空公司的应收款项。从账龄来看，1 年以内款项占比 92.27%，1~2 年占 3.82%，2~3 年占 3.91%，公司应收账款账龄短。公司应收账款回收风险较低，计提坏账准备比例 0.48%。

2013~2015 年，公司预付款项波动下降，年复合变动-68.11%。截至 2015 年底，公司预付账款为 4.99 亿元，同比下降 92.51%（该科目 2014 年底为 66.59 亿元），主要系 2015 年开始公司将飞机预付款移至在建工程科目列示所致。从构成来看，主要为预付土地款、基建款、预付国际订座运营费。从账龄来看，1 年以内款项占比 86.82%，1~2 年占 11.75%，2~3 年占 0.40%，3 年以上的占 1.03%，公司预付款账龄短。

2013~2015 年，公司其他应收款波动增长，年复合增长 4.41%，截至 2015 年底，公司其他应收款为 5.37 亿元（计提坏账准备 103.33 万元），同比下降 34.44%，主要是公司根据飞机建造进度，将飞机合同押金抵作价款所致，构成主要为由杭州白鹭房地产开发有限公司基建

款和波音公司飞机设备款。

2013~2015 年，公司存货年均复合增长 13.95%，主要系公司机队规模扩大导致航材消耗件增加所致；截至 2015 年底为 3.45 亿元，其中航材消耗件 3.16 亿元。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 41.71%，主要系在建工程和固定资产增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产为 328.09 亿元，主要由固定资产（占 70.74%）和在建工程（占 23.32%）构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资年均复合增长 5.75%，截至 2015 年底为 1.71 亿元，主要为对联营企业厦门航空文化传媒有限公司（0.43 亿元）、厦门航空工业有限公司（0.48 亿元）和南航集团财务有限公司（0.48 亿元）的投资。

2013~2015 年，公司投资性房地产年复合增长 8.28%，截至 2015 年底净值为 2.47 亿元，其中房屋和建筑物 1.72 亿元、土地使用权 0.75 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 25.07%，主要系公司运力扩张所致；截至 2015 年底，公司固定资产原值 371.56 亿元，其中自有飞机、发动机和发动机替换件 216.32 亿元，融资租入飞机、发动机和发动机替换件 113.08 亿元；公司累计计提折旧 138.93 亿元，固定资产净值 232.08 亿元（公司尚未取得产权证明固定资产原价 6.47 元，净值 6.09 元），固定资产成新率为 62.46%；公司向银行提供抵押担保导致所有权受到限制的飞机 23 架，账面净值 45.61 亿元，占固定资产比 19.65%，飞机抵押融资符合行业特点。

2013~2015 年，公司在建工程大幅增长，年均复合增长率 460.44%，主要系 2015 年开始，公司将预付账款科目中的飞机预付款移至在建工程科目列示，导致在建工程大幅增长；截至 2015 年底为 76.52 亿元，主要为波音公司未交付飞机、杭州基地、福州长乐机场机库用地项目、福州飞行出勤楼等。

近三年，公司无形资产年均复合增长率 27.87%，截至 2015 年底为 10.15 亿元，主要为土地使用权。

截至 2015 年底，公司长期待摊费用 2.85 亿元，主要为待摊飞行员引进费（2.32 亿元）。

截至 2016 年 6 月底，公司资产为 357.96 亿元，较 2015 年底增长 0.33%，其中流动资产占比 7.66%，较 2015 年底下降 0.38 个百分点。公司流动资产规模为 27.43 亿元，较 2015 年底下降 4.44%，主要系货币资金和其他应收款下降所致。公司非流动资产规模为 330.53 亿元，较 2015 年底变化不大。公司资产仍以非流动资产为主，且占比进一步上升。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点；非流动资产中固定资产占比高，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长 11.85%。截至 2015 年底，公司所有者权益 119.33 亿元（包括少数股东权益 2.71 亿元），主要由股本（占 41.90%）、资本公积（占 8.91%）、未分配利润（占 23.78%）、盈余公积（22.84%）构成。截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益为 128.64 亿元，较上年底增长 7.80%，主要系未分配利润增长所致。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益整体稳定性较好。

负债

2013~2015 年，公司负债波动增长，年均复合增长 18.23%；截至 2015 年底，公司负债总计 237.47 亿元，其中流动负债占比 55.40%，非流动负债占比 44.60%，公司负债结构较为合理。

2013~2015 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长率为 27.15%。截至 2015 年底，公司流动负债 131.57 元，主要由一年内到期的非流动负债（占 18.65%）、应付账款（占 21.81%）

和短期借款（占 34.05%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款波动上升，截至 2015 年底，公司短期借款 44.80 亿元，同比大幅上升 258.31%，主要系公司主动调整债务结构，置换长期美元债务所致。公司短期借款全部为信用借款。

2013~2015 年，公司应付账款大幅上升，年均复合增长 47.95%，截至 2015 年底，为 28.70 亿元，主要构成为起降服务费、油料款、航材款、电脑订座费。

2013~2015 年，公司其他应付款波动下降，年复合变动率-22.12%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 10.63 亿元，主要与河北航投往来款（6.58 亿元）以及押金保证金。

截至 2015 年底，公司应付票据 7.71 亿元，同比增加 7.60 亿元，主要系 2015 年下半年以来人民币大幅贬值，为对冲汇率波动风险，公司大幅增加人民币商业承兑汇票和信用证用于采购相关航空材料。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 24.54 亿元，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款。

2013~2015 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长 23.27%，主要系公司运力提升影响。截至 2015 年底，其他流动负债为 10.07 亿元，全部为国际、国内票证结算。

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 9.38%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 105.90 亿元，同比下降 36.93%，主要系长期借款的大幅下降所致，构成主要为长期借款（占 21.26%）和长期应付款（占 72.85%）。

2013~2015 年，公司长期借款波动下降，年复合变动率-45.41%，截至 2015 年底为 22.52 亿元，同比下降 79.12%，主要系 2015 年下半年以来，公司为控制汇率风险，集中兑付大量美元债务所致。公司长期借款中抵押贷款为 16.09 亿元（抵押物为 23 架飞机及发动机）。

2013~2015 年，公司长期应付款大幅增长，年均复合增长 194.22%，主要因为 2014 年境内

保税融资租赁项目报价普遍优于其他飞机融资形式，公司完成了较大量的飞机融资租赁项目。截至 2015 年底，公司长期应付款余额 77.15 亿元，全部为飞机融资租赁款。

2013~2015 年，公司递延收益年均复合增长 22.61%，截至 2015 年底为 6.01 亿元，主要是尚未转入损益的政府补助、待偿还的常客飞行奖励

有息债务方面，随着机队及运力规模扩张，公司全部债务规模波动增长，2013~2015 年，公司调整后全部债务年均复合增长 20.62%。截至 2015 年底，公司调整后全部债务 176.72 亿元，其中调整后长期债务占比 56.40%，短期债务占比 43.60%，公司债务以长期债务为主。2015 年公司调整后长期债务、短期债务分别同比下降 39.00%和增长 101.57%，主要系 2015 年下半年以来，公司为控制汇率风险，进行了债务结构调整，置换了大量美元长期债务，导致长期借款大幅减少，短期借款大幅增加。债务指标方面，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率有所波动，三年加权平均值分别为 67.54%、50.42%和 60.78%，截至 2015 年底，上述三项指标分别为 66.56%、45.51%和 59.69%。

截至 2016 年 6 月底，公司负债总额 229.32 亿元，较 2015 年底下降 3.43%，主要系公司提前兑付部分美元债务导致公司长期借款下降所致。负债结构方面，公司流动负债和非流动负债分别占比 62.77%和 37.23%，流动负债占比较 2015 年底略有上升。2016 年 1~6 月公司其他流动负债 64.25 亿元，同比上升 538.03%，主要系公司 2016 年开始定期发行的超短期融资券计入其他流动负债科目。

截至 2016 年 6 月底，公司调整后全部债务为 169.08 亿元（包括美元债务 9.19 亿美元，主要为长期应付款 8.79 亿美元，长期借款 0.4 亿美元），较 2015 年底下降 4.32%，其中调整后的短期债务 90.40 亿元（同比增长 17.32%），调整后长期债务 78.69 亿元（同比下降

21.05%），分别占调整后全部债务的 53.46%和 46.54%，因公司 2016 年二季度超短期融资券发行规模较大（64.00 亿元），公司有息债务占比变为以短期债务为主；截至 2016 年 6 月底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 64.06%、37.95%和 56.79%，债务负担较 2015 年底变化不大。

公司于 2016 年 4 月注册超短期融资券 100 亿元，并于下半年发行“16 厦门航空 SCP007”、“16 厦门航空 SCP008”、“16 厦门航空 SCP009”、“16 厦门航空 SCP010”四期超短期融资券，8 月获准注册并发行 2016 年第一期中期票据“16 厦门航空 MTN001”共计 48 亿元。如果考虑上述债务，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 68.31%、41.62%和 54.30%（以 2016 年 6 月财务数据为基础），但上述债务部分用于偿还银行借款，故债务指标将低于模拟值。公司后期债券的发行或对公司债务规模和结构存在一定影响。

表 11 公司 2016 年下半年债券发行情况（单位：亿元）

债券名称	发行规模	期限	起息日期	到期日期
16 厦门航空 SCP007	7	270 天	2016-07-21	2017-04-17
16 厦门航空 SCP008	7	240 天	2016-07-26	2017-03-23
16 厦门航空 SCP009	6	255 天	2016-09-12	2017-05-25
16 厦门航空 SCP010	15	270 天	2016-09-22	2017-06-19
16 厦门航空 MTN001	13	3 年	2016-08-17	2019-08-17

资料来源：中国货币网

总体看，近三年公司有息债务规模波动增长；债务结构变化较大，公司长期债务占比下降幅度较大；公司整体债务负担尚可。同时，联合资信也关注到公司美元债务占比较高，人民币对美元贬值趋势将对公司财务带来一定负面影响。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 9.51%，2015 年公司实现营业收入 199.64 亿元；同期，公司营业成本年均复合增长 7.96%，低于营业收入增长速度，故近三年公司营业利润率有所上升，三年加权平均值为 16.84%，2015 年为 18.17%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 35.75%，主要系汇率波动导致公司财务费用大幅增加所致。财务费用中，2013~2015 年，汇兑损益分别为 2.26 亿元和 -0.11 亿元和 -8.57 亿元，2014 年下半年以来，人民币兑美元汇率开始震荡下行，导致汇兑损失对公司利润形成侵蚀。2013~2015 年，公司期间费用占营业收入比重分别 9.91%、11.85% 和 15.23%。总体看，近年来财务费用的大幅增长，对公司利润形成较大侵蚀。

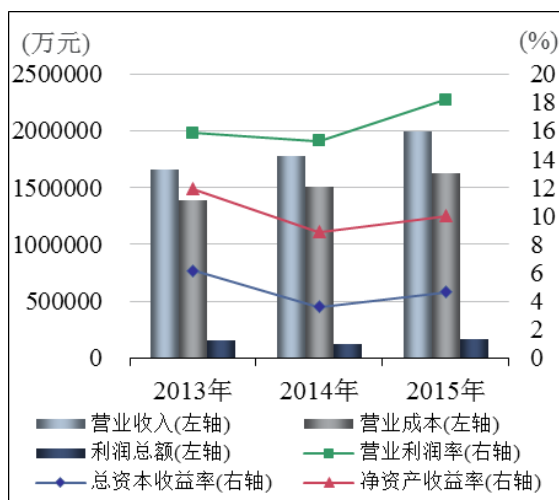
2013~2015 年，公司营业外收入快速增长，分别为 4.99 亿元、5.51 亿元和 11.25 亿元，其中政府补助分别为 2.58 亿元、4.33 亿元和 6.98 亿元，主要为各地政府给予的若干航线补贴及其他航空业发展补贴，2015 年营业外收入中处置固定资产利得 3.22 亿元，主要为飞机购买权转让收入。2013~2015 年，营业外收入对当期利润总额的贡献率分别为 33.05%、44.99% 和 68.14%。总体看，公司营业外收入对利润总额贡献较大。

2013~2015 年，公司利润总额波动增长，年均复合变动 4.62%，三年分别为 15.09 亿元、12.26 亿元和 16.51 亿元；2014 年利润总额下降主要系民航内部竞争加剧、市场需求逐步回落以及汇兑收益减少的影响，2015 年上升主要系航油价格大幅下跌导致成本下降以及营业外收入增加影响。

从盈利指标来看，2013~2015 年，受公司资产规模快速扩张影响，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势，加权平均值分别为 5.03% 和 10.06%，2015 年分别为 5.12% 和 10.02%。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 102.29 亿元，利润总额 11.48 亿元（营业外收入 5.88 亿元）；营业利润率为 17.64%，较 2015 年下降 0.53 个百分点，主要由于公司 2016 年改变飞机引进方式，使得营业成本中其他成本（经营租赁租金支出）大幅增加；同期期间费用 12.59 亿元，期间费用占营业收入 12.31%，占比较 2015 年有所下降。

图 4 2013~2015 年公司盈利能力情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，近年来公司航空运输主业呈良好发展态势，保持较高盈利水平；汇率波动对公司利润有较大影响，且营业外收入对公司利润贡献较大。

5. 现金流分析

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量年均复合增长 11.25%，2015 年为 248.27 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期公司经营活动现金流出年均复合增长 7.16%，2015 年为 202.65 亿元；2015 年公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 20.09 亿元和 28.61 亿元，主要为收到的政府补贴、基建代垫款以及支付的基建代垫款、民航机场管理建设费、民航基础设施建设基金。2013~2015 年，公司经营活动保持现金净流入，三年分别为 24.12 亿元、27.89 亿元和 45.62 亿元。从现金收入质量看，公司近三年现金收入

比分别为 109.22%、111.80%和 113.97%，公司收入实现质量好。

投资活动方面，2013~2015 年公司投资活动现金流入分别为 85.29 亿元、0.17 亿元和 25.98 亿元，其中 2013 年的流入主要为收回国债、央票产品的投资，2015 年的流入主要为处置固定资产和其他长期资产收回的现金（主要为飞机购买权转让收入）；同期，公司投资活动现金流出分别为 124.07 亿元、36.20 亿元和 38.89 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，其中 2013 年公司投资支付的现金规模较大（79.92 亿元），主要是国债、央票产品的投资。2013~2015 年，公司投资活动净现金流分别为 -38.78 亿元、-36.03 亿元和 -12.91 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -14.65 亿元、-8.14 亿元和 32.71 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动主要表现为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额分别为 16.54 亿元、14.73 亿元和 -65.88 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流出规模较大，主要系提前兑付了大量美元债务所致；同期，公司收到和支付的其他与筹资活动有关的现金分别为 3.40 亿元和 8.64 亿元，分别主要为收回用于质押的银行存款和支付融资租赁租金。

2016 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 23.43 亿元，现金收入比 108.30%。2016 年 1~6 月公司投资活动现金净流出 13.20 亿元，主要是处置固定资产和其他长期资产的流入和购建固定资产、无形资产等支付的流出。2016 年 1~6 月公司筹资活动现金流表现为净流出，净额为 -10.32 亿元，主要是偿还债务支付的现金。

总体看，受益于经营规模的不断扩张以及油价下跌带动成本增速放缓，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净额均有所增长，收入实现质量好；近年来公司投资支出和资金需求始终保持较大规模，同时考虑未来三年公司采购飞机较多，在建工程规模较大，公司存在

较大的资本支出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率及速动比率波动下降，加权平均值分别为 77.09%和 74.13%；截至 2015 年底，上述两项指标分别为 21.82%和 19.20%，分别同比下降 115.32 和 114.62 个百分点，主要系公司动用货币资金提前偿还美元长期债务以及将预付账款中预付飞机款项调至在建工程，导致流动资产大幅下降所致。近三年公司经营现金流动负债比分别为 29.64%、29.21%和 34.67%，经营性净现金流对公司短期债务保障能力较好。截至 2016 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 19.05%和 16.54%，较 2015 年底分别下降 2.76 个百分点和 2.66 个百分点。总体看，公司面临一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 36.01 亿元、32.60 亿元和 43.63 亿元；调整后全部债务/EBITDA 指标分别为 3.37 倍、6.18 倍和 4.05 倍；EBITDA 利息倍数分别为 12.13 倍、6.59 倍和 9.21 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 6 月底，公司获得授信总规模为 320.32 亿元，目前尚未使用授信额度 257.76 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2016 年 6 月底，公司对外担保余额 0.41 亿元，担保比率 0.34%，为公司对其半自费飞行学员培训费助学贷款担保，公司对外担保余额小，或有负债风险很低。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告（银行版）》（机构信用代码：G1035020600024830A），截至 2016 年 10 月 10 日，公司无未结清、已结清关注类或不良类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是南航股份下属的航空运输企业，在

股东支持、区域环境、运营水平等方面具备一定竞争优势。基于对公司整体经营及财务风险的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2016年6月底，公司调整后长期债务和调整后全部债务分别为78.69亿元和169.08亿元，本期拟发行中期票据额度分别相当于公司调整后长期债务和调整后全部债务的20.33%和9.46%，对公司现有债务规模存在一定影响。截至2016年6月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为64.06%、56.79%和37.95%，以该期财务数据为基础，若将公司下半年已发行四期超短期融资券及2016年第一期中票（共计48亿元）计入考虑，本期中期票据发行后上述三项指标分别上升至71.85%、67.58%和52.59%，公司债务负担将有所上升，但考虑到公司超短期融资券募集资金部分用于偿还有息债务，实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量分别为200.60亿元、209.84亿元和248.27亿元，分别为本期中期票据发行额度的12.54倍、13.12倍和15.52倍；公司经营活动净现金流分别为24.12亿元、27.89亿元和45.62亿元，分别为本期中期票据发行额度的1.51倍、1.74倍和2.85倍。同期，公司EBITDA分别为36.01亿元、32.60亿元和43.63亿元，分别为本期中期票据发行额度的2.25倍、2.04倍和2.73倍。公司经营活动现金流量以及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

综合以上分析，联合资信认为公司对于本期中期票据偿还能力强。

十一、结论

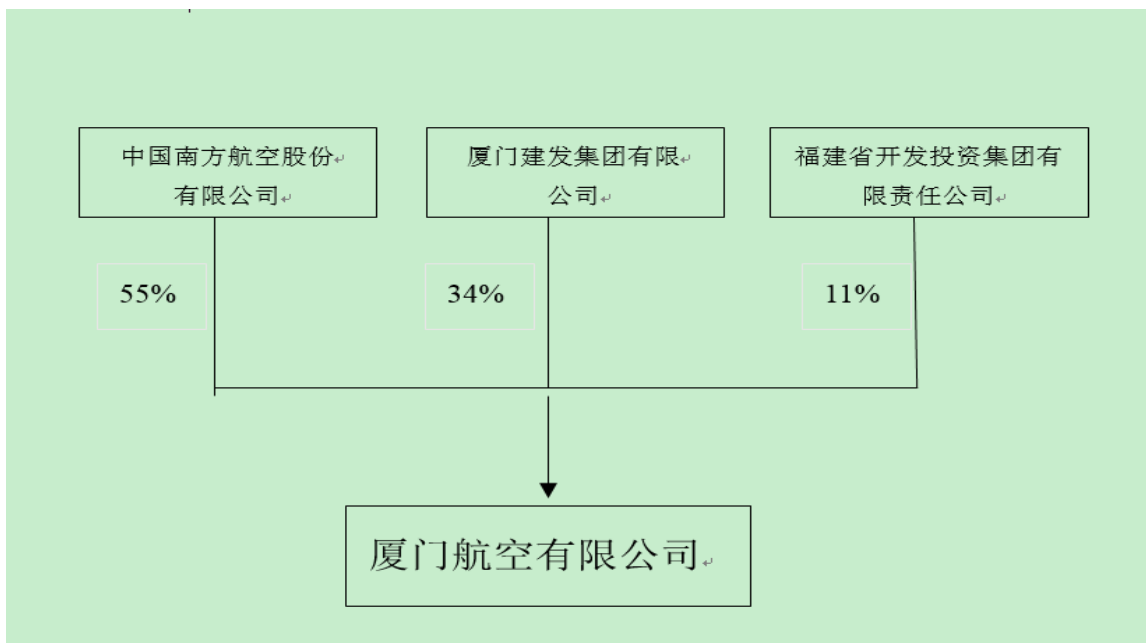
航空运输是交通运输系统的重要组成部分，未来随着中国经济的增长和消费升级带来的市场成长空间，航空运输业仍将保持较高的景气度。公司近三年航空运输业务保持良好发展态势，在机队规模、航线网络、年运输总量等多项指标保持逐年较快增长。

公司资产构成以非流动资产为主，整体资产质量较好，所有者权益稳定性较好，整体债务负担尚可；近三年公司经营活动现金流量保持较大规模，收入实现质量良好；公司主业盈利能力较强；公司经营活动现金流量以及EBITDA对本期中期票据保障能力强。但联合资信也关注到，公司债务中美元债务规模占比较高，受人民币汇率波动影响较大。

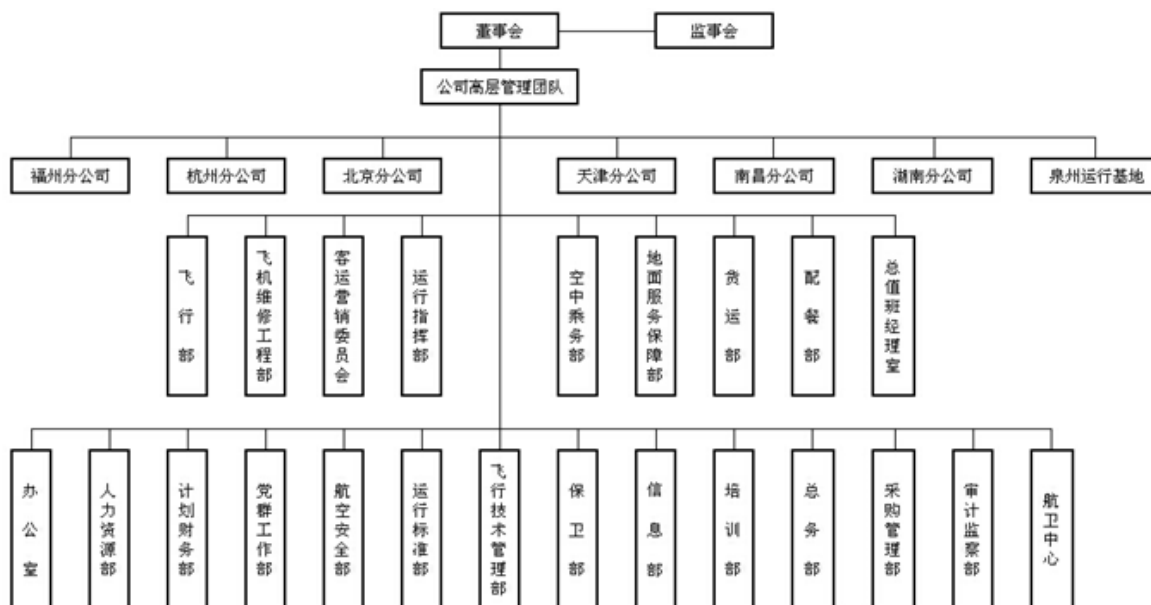
未来，随着运力投放、航线网络拓展方面的发展，公司有望逐步提升其在民航系统内的竞争实力。

综合考虑公司行业地位、股东支持、自身运营能力以及未来发展等方面的优势，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险低，安全性高。

附件 1-1 截至 2015 年底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	41.59	46.61	10.49	10.12
资产总额(亿元)	265.28	368.24	356.80	357.96
所有者权益(亿元)	95.38	104.87	119.33	128.64
短期债务(亿元)	36.99	38.23	77.05	26.14
长期债务(亿元)	75.56	107.88	22.52	9.03
全部债务(亿元)	112.55	146.10	99.57	35.17
调整后的全部债务(亿元)	121.46	201.62	176.72	169.08
营业收入(亿元)	166.49	178.35	199.64	102.29
利润总额(亿元)	15.09	12.26	16.51	11.48
EBITDA(亿元)	36.01	32.60	43.63	--
经营性净现金流(亿元)	24.12	27.89	45.62	23.43
财务指标				
存货周转次数(次)	52.45	51.72	49.06	--
销售债权周转次数(次)	63.44	53.95	56.25	--
总资产周转次数(次)	0.67	0.56	0.55	--
现金收入比(%)	109.22	111.80	113.97	108.30
营业利润率(%)	15.85	15.28	18.17	17.64
总资本收益率(%)	6.41	3.94	5.12	--
净资产收益率(%)	11.93	8.90	10.02	--
长期债务资本化比率(%)	44.20	50.71	15.88	6.56
全部债务资本化比率(%)	54.13	58.21	45.49	21.47
调整后的全部债务资本化比率(%)	56.01	65.78	59.69	56.79
资产负债率(%)	64.04	71.52	66.56	64.06
流动比率(%)	125.20	137.14	21.82	19.05
速动比率(%)	121.94	133.81	19.20	16.54
经营现金流动负债比(%)	29.64	29.21	34.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.13	6.59	9.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.13	4.48	2.28	--

注：1.2016 年上半年财务数据未经审计；2.调整后的全部债务=全部债务+长期应付款中的有息部分+其他流动负债中的有息部分。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额 ×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于

厦门航空有限公司

2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

厦门航空有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。厦门航空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，厦门航空有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注厦门航空有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现厦门航空有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如厦门航空有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送厦门航空有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年十月十七日

