跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1530 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持厦门航空有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16厦门航空MTN001”、“16厦门航空MTN002”、“16厦门航空MTN003”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十七日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http：//www.lhratings.com

厦门航空有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 厦门航空 MTN001	13 亿元	2016/08/17-2019/08/17	AAA	AAA
16 厦门航空 MTN002	16 亿元	2016/10/21-2021/10/21	AAA	AAA
16 厦门航空 MTN003	18 亿元	2016/11/22-2019/11/22	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.61	10.49	5.04	6.18
资产总额(亿元)	368.24	356.80	416.24	412.56
所有者权益(亿元)	104.87	119.36	140.08	147.22
短期债务(亿元)	38.23	77.05	29.13	46.96
长期债务(亿元)	107.88	22.52	53.19	53.60
全部债务(亿元)	146.10	99.57	82.32	100.56
调整后全部债务(亿元)	201.62	176.72	214.91	202.51
营业收入(亿元)	178.35	199.64	218.85	63.22
利润总额 (亿元)	11.81	16.69	21.13	9.32
EBITDA(亿元)	32.15	46.14	49.17	--
经营性净现金流(亿元)	28.41	46.47	45.10	17.71
营业利润率(%)	14.36	18.17	16.76	18.22
净资产收益率(%)	8.48	10.16	10.95	--
资产负债率(%)	71.52	66.55	66.36	64.32
全部债务资本化比率(%)	58.21	45.48	37.01	40.58
调整后全部债务资本化比率(%)	65.78	59.69	60.54	57.91
流动比率(%)	71.03	21.82	17.40	20.51
经营现金流动负债比(%)	29.76	35.32	31.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.54	2.16	1.67	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.27	3.83	4.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.50	5.87	7.74	--

注：1. 调整后的全部债务=全部债务+其他流动负债及长期应付款中的有息部分；
2. 2014~2015 年数据为追溯调整后数据；
3. 2017 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

厦门航空有限公司（以下简称“公司”）作为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，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。跟踪期内，公司所有者权益大幅增加，营业收入持续增长，主营业务盈利能力强，收入实现质量好。同时，联合资信也关注到，公司债务规模有所上升，有息债务中美元债务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。

公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期内债券单年最高偿还额度保障程度较高。综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 厦门航空 MTN001”、“16 厦门航空 MTN002”和“16 厦门航空 MTN003”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司股东对公司增资规模较大，公司所有者权益稳定性进一步加强。
2. 公司作为南航股份的重要子公司，在飞行员培训、业务拓展等方面持续获得母公司的大力支持。
3. 跟踪期内，公司航空运输主业保持良好发展态势，航线网络、运输量等多指标持续增长。
4. 跟踪期内，公司主业盈利能力强，收入实现质量好。
5. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券单年最高偿还额度保障程度高。

分析师
文 中　历 剑

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：www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内，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。
2. 公司有息债务中美元债务存在一定汇率波动风险。
3. 公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由厦门航空有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门航空有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门航空有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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；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%。

2016 年 5 月，南航股份、厦门建发和福建省投以享有盈余公积和未分配利润转增实收资本 30.00 亿元，此次变更后公司注册资本为 80.00 亿元，原股东的持股比例维持不变；公司控股股东和实际控制人仍为南航股份。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 80.00 亿元，控股股东和实际控制人均为南航股份。

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 2017 年 3 月底，公司本部下设飞行部、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，下辖福州、杭州、北京、天津、湖南、五个分公司，泉州运行基地（泉州基地目前已完成工商登记，变更为分公司，但民航局审批还未完成）。

截至 2016 年底，公司资产总额 416.24 亿元，所有者权益 140.08 亿元（含少数股东权益 4.96 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 218.85 亿元，利润总额 21.13 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 412.56 亿元，所有者权益 147.22 亿元（含少数股东权益 4.89 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 63.22 亿元，利润总额 9.32 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年8月17日发行“16厦门航空MTN001”，期限为3年，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面利率2.97%。

公司于2016年10月21日发行“16厦门航空MTN002”，期限为5年，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面利率3.11%。

公司于2016年11月22日发行“16厦门航空MTN003”，期限为3年，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面利率3.38%。

“16厦门航空MTN001”募集资金13亿元、“16厦门航空MTN002”募集资金16亿元、“16厦门航空MTN003”募集资金18亿元，全部用于补充公司营运资金；截至2016年底，公司所募集资金已全部使用完毕。上述三期债券均于2016年下半年发行，第一个付息日尚未到。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、

交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析及区域经济环境

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

根据民航局发布的《2016 年民航行业发展统计公报》，2016 年全行业完成运输总周转量 960.9 亿吨公里，同比增长 12.8%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量 8359.5 亿人公里，同比增长 14.8%；货邮周转量 221.1 亿吨公里，同比增长 6.3%。

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 2015 年底的 26500 架，截至 2016 年底，

民航全行业运输飞机期末在册架数 2950 架，比上年增加 300 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。

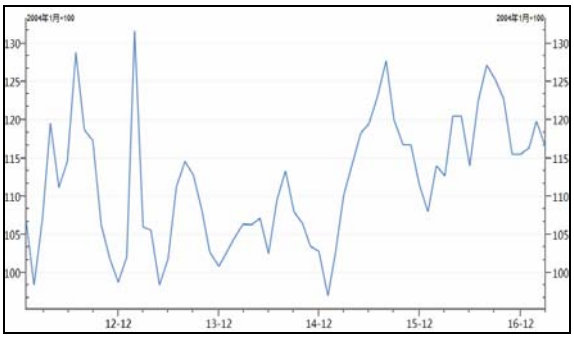
从飞机利用率看，自 2008 年金融危机之后，民航运输飞机平均日利用率在 2010 年出现了短暂的反弹，2011 年与 2012 年继续落回较低水平，2013 年略有好转。2014~2016 年延续下降趋势，分别为 9.51 小时、9.5 小时和 9.4 小时。按机型分类，2016 年，大中型飞机平均日利用率为 9.6 小时，小型飞机平均日利用率为 6.6 小时。

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，航空需求的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。2016 年，中国民航正班客座率为 82.7%，同比增加 0.6 个百分点，正班载运率为 72.8%，同比增加 0.6 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　近年民航票价指数（国内航线综合票价指数）



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（中国国航，SH.601111））、南航集团（下辖中国南方航空股份有限公司（南方航空，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（东方航空，SH.60015）），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　2016 年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航 601111.SH	东方航空 600115.SH	南方航空 600029.SH	海航控股 600221.SH
运营指标				
可用座公里（亿客公里）	2330.51	2062.49	2559.88	944.42
机队规模（架）	623	581	702	238
飞机日利用率（小时）	9.56	9.68	9.53	10.07
平均客座率（%）	80.70	81.22	80.51	87.83
平均载运率（%）	70.20	70.39	69.69	87.09
财务指标				
资产总额（亿元）	2241.28	2100.51	2004.61	1481.44
营业收入（亿元）	1139.64	985.60	1147.92	406.78
政府补助（亿元）	10.00	9.35	10.01	8.65
利润总额（亿元）	102.19	65.07	76.47	40.62
经营性净现金流（亿元）	307.24	248.93	263.88	122.87
主营业务毛利率（%）	23.33	15.96	15.65	19.82
资产负债率（%）	66.88	76.15	72.71	54.18

资料来源：上市公司年报

（2）行业关注

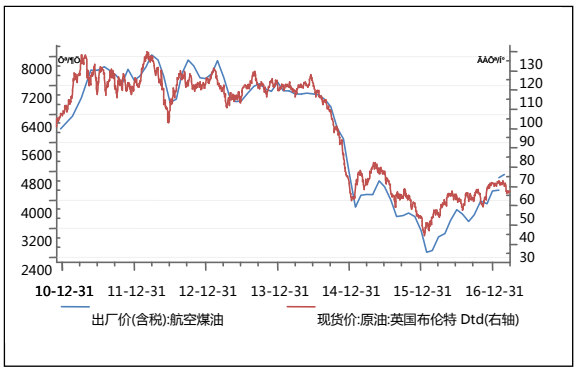
航油价格波动

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。

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。2015 年 2 月，航油价格小幅反弹，但自 2015 年 6 月开始重回下跌趋势；2016 年 2 月 1 日，航空煤油价格跌至 2543 元/吨，达近

年来最低水平，3 月开始，油价在波动中小幅上行，截至 2016 年底，航空煤油和布伦特原油价格分别为 4263 元/吨和 56.82 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。

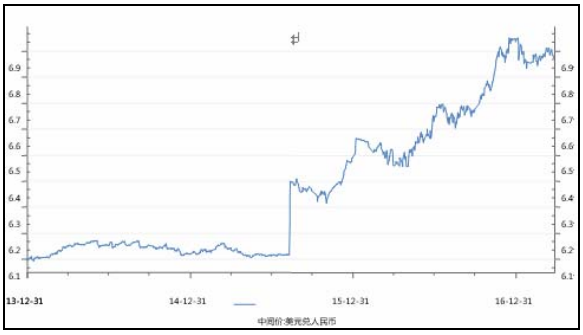
图 2　近年航油价格和原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

人民币汇率变化

图 3　近年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 12 月底，人民币对美元汇率为 6.94，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。

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在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%÷（1+11%）]，其他服务收入减少 5.7%[6%÷（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税项，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. 区域经济环境

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。2016 年福建省公路累计通车里程 106756.53 公里，比上年末增加 2171.27 公里。其中国道 10404.27 公里（其中高速公路 3417.98 公里）、省道 5195.73 公里（其中高速公路 1347.74 公里）、县道 14995.88 公里（其中高速公路 65.33 公里）、乡道 41134.08 公里、专用公路 118.01 公里、村道 34908.56 公里。全省公路密度 87.94 公里/百平方公里，增加 1.79 公里/百平方公里。全省港口拥有生产用码头泊位 578 个，比上年末增加 12 个；其中港口拥有万吨级及以上泊位 168 个，比上年末增加 6 个；全省共有颁证民用航空机场 6 个，与上年持平；铁路营业里程 3196.5 公里，与上年持平。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。

从表 2 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，2016 年航空货运量和货物周转量增速分别为 5.80%和 21.20%，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，2016 年旅客发送量和旅客周转量增速分别为 8.50%和 16.00%。

表2 2015~2016年福建省主要运输方式及运输概况

（单位：万吨、亿吨公里、万人、亿人公里、%）

指标	2015 年	2016 年	同比增长
货运量	126445.31	120379.05	8.40
铁路	2820.40	2918.01	3.50
公路	94232.18	85769.64	7.50
水运	29370.64	31668.01	11.40
民航	22.09	23.39	5.80
货物周转量	5566.52	6074.83	11.40
铁路	128.71	129.45	0.60
公路	1126.29	1094.70	7.30
水运	4308.03	4846.44	12.70
民航	3.48	4.24	21.20
旅客发送量	62686.20	54236.62	0.40
铁路	9255.93	10495.67	13.40
公路	49049.40	39137.19	-3.10
水运	1995.86	2016.40	1.00
民航	2385.01	2587.34	8.50
旅客周转量	983.10	987.52	7.90
铁路	305.34	338.61	10.90
公路	335.17	251.95	-5.70
水运	2.84	2.72	-4.40

民航	339.74	394.25	16.00

资料来源：福建省2015&2016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。2016 年福建省新设外商直接投资企业 2355 家，同比增长 39.4%；实际使用外资 81.95 亿美元，同比增长 6.7%

2016 年福建省地区生产总值 28519.15 亿元，同比增长 8.4%；人均地区生产总值 73951 元，同比增长 7.5%。2016 年全省一般预算收入 4295.22 亿元，可比增长 6.6%。全年进出口总额 10351.56 亿元，比上年下降 1.2%。其中，出口 6838.87 亿元，下降 2.2%；进口 3512.69 亿元，增长 0.7%。进出口顺差 3326.18 亿元。

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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 80.00 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 2017 年 3 月底，公司机队拥有飞机 144 架（不包含河北航空 18 架、江西航空 5 架）；开通 290 条航线，其中中国大陆航线 229 条、国际以及地区航线 61 条，每周执行航班 2887 班（按航班号计算）。截至 2017 年 3 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、北京、湖南、5 家分公司和泉州运行基地，以及 50 个驻境内外营业部、办事处。公司是中国民航唯一连续保持 30 年盈利的航空公司，2016 年公司实现利润总额 21.13 亿元，2017 年 1~3 月，公司实现利润总额 9.32 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司累计安全飞行 402.22 万小时。

2016 年，公司共完成运输总周转量 40.13 亿吨公里，同比增长 15.86%；旅客总周转量 405.63 万人公里，同比增长 15.30%；实现旅客运输量 2695.60 万人，同比增长 8.39%；实现货邮周转量 43363.78 万吨公里，同比增长 20.85%；客座率 76.32%，增长 0.58 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，公司持股 99.47%，截至 2017 年 3 月底，河北航空资产总额 42.18 亿元，所有者权益 14.92 亿元；2017 年 1~3 月实现营业收入 5.28 亿元，净利润 0.42 亿元，截至 2017 年 3 月底，拥有飞机 18 架，开通航线 38 条；江西航空于 2015 年 12 月纳入公司合并范围，公司持股 60%，截至 2017 年 3 月底，江西航空总资产 15.97 亿元，所有者权益 13.68 亿元，2017 年 1~3 月实现营业收入 1.16 亿元，净利润-0.37 亿元，拥有 5 架飞机，开通航线 13 条。

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. 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。2016 年 5 月，南航股份、厦门建发和福建省投以享有盈余公积和未分配利润转增实收资本 30 亿元，此次变更后公司注册资本为80.00 亿元，原股东的持股比例维持不变。截至2017 年 3 月底，公司注册和实收资本均为 80 亿元，其中南航股份持有公司 55%的股份，为公司控股股东及实际控制人。

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，2014~2016 年，公司获得各项补助总额分别为 4.33 亿元、6.98 亿元和8.88 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事均履新，高管变动属正常人事任免，对公司经营无重大影响。

罗来君先生，1971年出生，硕士研究生学历，现任公司董事、南航股份营销委党委委员、副书记、常务副主任。历任南航集团财务部科员，贵州航空有限公司财务部经理、财务总监，南航股份经营考核办公室主任、营销委副主任，南航股份货运部总经理、党委副书记，南航股份大连分公司党委委员、总经理、党委副书记。

吴榕新先生，1972年出生，硕士研究生学历，现任公司董事、南航集团规划投资部部长。历任南航集团机务处科员，南航股份机务工程部合同与成本经理，广州飞机维修工程有限公司财务总监、党委委员、副总经理、党委副书记，南航集团规划投资部部长。

陈国发先生，1960年出生，硕士研究生学历，现任公司监事会主席、福建省投董事、党委副书记、纪委书记。历任福建省邵武县朱坊公社农技站技术员，邵武市委办公室秘书科科员，武市洪墩乡（镇）党委书记，光泽县委副书记，南平市委农办副主任、南平市政府副秘书长，浦城县代县长、县长、县委书记。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、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。

2014~2016 年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长 11.61%，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 170.27 亿元、192.19 亿元和 212.11 亿元。2017年 1~3 月，公司实现主营业务收入 61.73 亿元，相当于 2016 年全年水平的 29.10%。

表 3　2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主营业务收入及成本情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年	占比	2015 年	占比	2016 年	占比	2017 年 1~3 月	占比
主营业务收入	**170.27**	--	**192.19**	--	**212.11**	--	**61.73**	--
客运	165.22	93.5	185.20	96.36	192.61	90.81	56.34	91.27
货运货邮	4.61	2.61	4.77	2.48	4.63	2.18	1.25	2.02
其他	6.88	3.89	2.23	1.16	14.87	7.01	4.14	6.71

主营业务成本	**146.06**	**--**	**155.86**	**--**	**175.57**	**--**	**50.24**	**--**
主营业务毛利润率	**14.22**	**--**	**18.91**	**--**	**17.22**	**--**	**18.61**	**--**

资料来源：公司提供

注：跟踪期内，公司追溯调整 2013~2015 年财务报表，主营业务成本及主营业务毛利率均为使用更新后的报表数。

从国内、国外收入占比来看，跟踪期内，公司国内航线收入占比持续上升，但上升幅度小，国际航线占比仍占相当比例，主要受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　近年公司航线收入构成情况（单位：%）

收入	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
国内	87.62	83.69	84.32	85.81
国际	12.38	16.31	15.68	14.19
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：数据口径为调整后公司本部，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，2014~2016 年，公司主营业务毛利率有所上升，三年分别为 14.22%、18.91%和 17.22%，在行业中稳定处于较高水平。2015 年公司主营业务毛利率同比增长较快，主要系当期油价下跌导致成本下降所致；2016 年公司主营业务毛利率略有下降，主要受民航局加强航空安全管理，公司飞机日利用率下降所致；2017 年 1~3 月，公司主营业务毛利率升至 18.61%。

表 5　2014~2016 年同行业公司毛利率情况（单位：%）

公司名称	2014年	2015年	2016年
中国国航	16.20	23.17	23.33
东方航空	11.26	17.79	15.96
南方航空	12.15	18.02	15.65
海航控股	23.14	26.88	19.82
厦门航空	**14.22**	**18.91**	**17.22**

资料来源：上市公司年报，联合资信整理

2．航空成本

2014~2016 年，公司主营业务成本逐年增长，年均复合增长 9.64%，三年分别为 146.06 亿元、155.86 亿元和 175.57 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，2016 年上述三项成本占公司本部主营业务成本比重分别为 25.13%、14.32%、14.74%。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 14.69%和 15.40%。2014~2016 年，公司本部燃油成本持续下降，主要是油价大幅下跌所致。2017 年 1~3 月，公司本部主营业务成本为 44.48 亿元，其中燃油成本 13.06 亿元，占公司本部主营业务成本的 29.36%。

2016 年，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	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	成本	占比	成本	占比	成本	占比	成本	占比
人力	17.09	11.72	18.73	13.16	22.48	14.32	5.98	13.43
燃油	59.97	41.11	42.55	29.89	39.45	25.13	13.06	29.36
维修	3.13	3.40	3.00	2.11	4.35	2.77	0.98	2.20
起降费	17.37	11.91	20.45	14.37	23.13	14.74	6.26	14.07
折旧	15.39	9.72	20.42	14.35	18.62	11.86	4.80	10.79
其他	32.90	22.13	37.18	26.12	48.94	31.18	13.41	30.14
合计	**145.86**	**100.00**	**142.33**	**100.00**	**156.96**	**100.00**	**44.48**	**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，为更新调整后数据。

3. 机队规模

近年来，公司机队规模快速增长，截至2017年3月底，公司机队拥有飞机144架(不含河北航空18架、江西航空5架)，全部为波音飞机，机队平均机龄5.17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2017年3月底公司机队构成（单位：架）

机型	飞机数量
B737-700	11
B737-800	121
B757-200	4
B787-8	6
B787-9	2
合计	**144**

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2017年3月底，公司本部所运营的144架飞机中，自购飞机54架，融资租赁25架，经营租赁65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、北京、湖南5家分公司和泉州运行基地。截至2017年3月底，公司开通290条航线，其中中国大陆航线229条、港澳台地区以及国际航线61条。公司航线覆盖国内所有省会、直辖城市以及港澳台、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2887班（按航班号计算）。跟踪期内，公司新开通了厦门-洛杉矶，厦门-纽约、厦门-西雅图三条洲际航线，作为公司将厦门作为中转枢纽战略的一部分，使公司航线直通北美洲。

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，2014~2016年，公司旅客和货物运输均持续增长，其中2016年，公司实现运输总周转量40.13亿吨公里，同比增长15.86%（同期中国民航运输总周转量同比增幅13.00%）；实现旅客运输量2695.60万人次，同比增长8.39%（同期中国民航旅客运输量同比增幅11.90%）；实现货邮运输量23.98万吨，同比增长5.08%（同期中国民航货邮运输量同比增幅6.20%）。

表8 公司主业运营指标情况

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
运输完成情况				
运输总周转量（万吨公里）	277282.85	346383.60	401316.43	115324.09
旅客总周转量（万人公里）	2781735.32	3518099.96	4056312.17	1172259.35
旅客运输量（万人）	2035.65	2486.93	2695.60	741.84
货邮周转量（万吨公里）	31528.71	35881.56	43363.78	12437.68
货邮运输量（万吨）	20.92	22.82	23.98	6.14
飞机效率				

日均飞行小时（大中型）（小时/日）	9.77	9.76	8.96	9.35
航班效率				
正班客座率(%)	74.45	75.74	76.32	79.83
正班运载率(%)	65.18	64.60	65.12	67.21

资料来源：公司提供

从飞机利用效率来看，2014~2016 年，公司飞机利用效率有所下降，2016 年公司飞机利用效率 8.96 小时/日（同期中国民航大型飞机利用效率 9.41 小时/日），公司飞机利用效率一般。

从航班效率来看，2014~2016 年，公司正班客座率和正班运载率有所波动；2016 年分别为 76.32%和 65.12%。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。

2017 年 1~3 月，公司运营保持增长态势，公司完成运输总周转量 11.53 亿吨公里，占 2016 全年运输总量的 28.73%；运输旅客 741.84 万人，为 2016 全年的 27.52%；运输货物 6.14 万吨，为 2016 年全年的 25.60%。

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，公司国际航线收入稳定在较高水平。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. 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，2017~2019 年，公司分别计划引进飞机 21 架、18 架和 21 架；2017 年公司在飞机采购方面计划（包括已签订订单的分期款、计划新增预付款）支出 26.70 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司在建工程项目合计总投资金额 67.54 亿元，已投资金额 21.45 亿元，尚需投资金额 46.06 亿元；拟建项目总投资金额 90.29 亿元，已投资金额 1.74 亿元。其中投资规模较大项目主要包括翔安新机场基地（60.00 亿元）、厦航总部大厦（28.53 亿元）、厦门高崎生产基地扩建（14.96 亿元）、福州林浦办公基地（11.30 亿元）。2018~2019 年，公司拟投资金额分别为 28.08 亿元和 22.80 亿元。

表 9　截至 2017 年 3 月底公司在建工程项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	竣工时间	工程进展	总投资	截至 2017 年 3 月底已投资金额	拟投资金额		
					2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
厦门高崎生产基地扩建	2018.9	幕墙施工	14.96	2.30	1.17	3.00	3.00
厦航总部大厦	2020.12	桩基施工	28.53	3.15	1.31	7.00	8.00
厦门源泉飞行乘务出勤基地	--	桩基施工	10.28	4.19	0.17	1.50	1.50
厦门县后飞行模拟机训练中心二期	2017.9	完成幕墙	1.84	0.70	0.60	0.54	--
福州长乐新机库（含配电房扩容）	2016.9	竣工验收	2.90	2.46	0.10	0.34	--
福州长乐新飞行出勤楼	2016.7	竣工验收	1.82	1.75	0.07	--	--
杭州基地 A 地块	2017.8	初步验收	4.50	4.20	0.30	--	--
天津基地	2017.6	工程竣工	2.71	2.70	0.01	--	--
合计			**67.54**	**21.45**	**3.73**	**12.38**	**12.50**

资料来源：公司提供

表 10　截至 2017 年 3 月底公司拟建工程计划投资情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年 3 月底已投资金额	拟投资金额		
			2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
翔安新机场基地	60.00	--	--	10.00	5.00
泉州基地扩建项目	1.67	0.10	0.10	0.80	0.30
福州林浦办公基地	11.30	0.10	--	0.80	0.80
长沙基地 B 地块	4.00	--	--	--	--
重庆基地	4.66	0.50	0.30	0.80	1.20
厦门翔安生活基地公建	0.97	0.80	--	0.20	0.00
福州长乐新住勤楼	1.37	0.10	0.10	0.50	0.50
福州新货运中心	1.33	0.02	0.05	0.60	0.50
福州长乐新配餐楼	1.26	0.02	0.05	0.50	0.50
杭州基地 B 地块	3.73	0.10	0.20	1.50	1.50
合计	**90.29**	**1.74**	**0.80**	**15.70**	**10.30**

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 116940.03 平方米，总建筑面积 22598.14 平方米；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，一期工程建设面积为 98165.73 平方米。项目总投资 14.96 亿元，资金来源企业自筹。目前，项目正在开展幕墙施工。截至 2017 年 3 月底，该项目已投入 2.30 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 平方米，总建筑面积约 173257 平方米；该项目由酒店和办公楼组成，其中酒店面积约 54000 平方米，办公楼面积约 66000 平方米。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，项目正在开展桩基施工。截至 2017 年 3 月末，该项目已投入 3.15 亿元。

翔安新机场基地项目是公司为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 万平方米（其中地上面积 122.24 万平方米，地下面积 11.62 万平方米），公司翔安新机场基地项目的总投资约为 60 亿元，预计 2018 年开工。

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

8. 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；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公司。

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。

九、财务分析

根据《厦门航空有限公司关于2013~2015年财务报表调整的公告》，考虑到公司控股股东为上市公司，为避免公众造成误解，公司将飞机预付款、非航空服务的收入成本费用等项目的会计政策与控股股东进行了趋同，并对2013~2015年度的账务处理进行了追溯调整；天健会计师事务所（特殊普通合伙）对更新后财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

公司提供了2016年度财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2017年一季度的财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2016年公司合并范围无变化，2017年一季度，公司新设成立厦门航空金融（香港）有限公司，目前尚未实际开展业务；总体看，公司合并范围变化对公司影响较小，公司财务数据可比性强。

截至2016年底，公司资产总额416.24亿元，所有者权益140.08亿元（含少数股东权益4.96亿元）。2016年，公司实现营业收入218.85亿元，利润总额21.13亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额412.56亿元，所有者权益147.22亿元（含少数股东权益4.89亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入63.22亿元，利润总额9.32亿元。

1. 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。截至2016年底，公司资产总额416.24亿元，其中流动资产占比5.96%，非流动资产占比94.04%。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产24.81亿元，同比下降13.58%，主要系货币资金减少所致；构成以货币资金（占20.29%）、应收账款（占13.66%）、预付款项（占20.44%）、其他应收款（占24.85%）和存货（占14.94%）为主。

截至2016年底，公司货币资金5.04亿元，同比下降52.01%，系公司为控制汇率波动风险，集中兑付美元债务所致；构成主要为银行存款（5.03亿元），其中人民币存款4.30亿元，美元存款0.73亿元，公司外币存款存在一定汇率波动风险。公司受限货币资金为0.38亿元。

截至2016年底，公司应收账款3.39亿元，同比增长6.09%；主要为境内外航空公司及行业协会的应收款项。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0.45%。

截至2016年底，公司预付账款为5.07亿元，同比增长1.52%；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66.51%，1~2年占33.40%，3年以上的占0.09%，公司预付款账龄短。

截至2016年底，公司其他应收款6.17亿元（计提坏账准备247.79万元），同比增长14.81%，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，构成主要为波音公司飞机设备款，占比53.25%。

截至2016年底，公司存货3.71亿元，同比增长7.56%，系公司机队规模扩大导致航材消耗件增加所致；2016年航材消耗件3.39亿元。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产为391.43亿元，同比增长19.30%，系可供出售金融资产和在建工程增加所致；主要由固定资产（占60.04%）和在建工程（占34.02%）构成。

截至2016年底，公司可供出售金融资产4.69亿元，同比大幅增长378.56%，主要系公司所持中航信股权评估增值3.77亿元所致。

截至2016年底，公司固定资产原值395.73亿元，其中自有飞机、发动机和发动机替换件224.57亿元，融资租入飞机、发动机和发动机替换件121.75亿元；公司累计计提折旧159.46亿元，固定资产净值236.27亿元（公司尚未取得产权证明固定资产净值10.48亿元），固定资产成新率为59.71%；公司向银行提供抵押担保导致7架自有飞机和发动机的所有权转让受到限制，账面净值14.39亿元，占比6.09%。

截至2016年底，公司在建工程133.16亿元，同比大幅增长74.03%，主要系新购买飞机及发动机所致；构成主要为波音公司未交付飞机、杭州基地、天津基地、厦门基地扩建等。截至2016年底，公司无形资产10.63亿元，同比增长4.81%，主要为土地使用权（占92.85%）。

截至2017年3月底，公司资产总额412.56亿元，较2016年底下降0.88%，其中流动资产占比6.45%，较2016年底变化不大。公司流动资产规模为26.60亿元，较2016年底增长7.20%，系货币资金和预付款项增长所致；公司非流动资产规模为385.97亿元，较2016年底下降1.40%，主要系投资性房地产减少所致。公司资产构成仍以非流动资产为主。

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，主要以飞机及配件为主，整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益140.08亿元，同比增长17.36%，系当期净利润、其他综合权益增加和少数股东增资所致；主要由实收资本（占57.11%）、资本公积（占7.57%）、未分配利润（占17.28%）、盈余公积（12.23%）构成。截至2017年3月底，公司所有者权益147.22亿元，较上年底增长5.09%，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

截至2016年底，公司负债总计276.16亿元，同比增长16.30%，主要系其他流动负债和应付债券大幅增长所致；其中流动负债占比51.62%，非流动负债占比48.38%。

截至2016年底，公司流动负债142.56元，同比增长8.35%，系其他流动负债大幅增加所致；主要由其他流动负债（占50.88%）、应付账款（占18.11%）和一年内到期的非流动负债（占13.49%）构成。

截至2016年底，公司短期借款5.90亿元，同比大幅下降86.83%，主要系公司调整债务结构，进一步兑付短期美元债务所致；公司短期借款全部为信用借款。

截至2016年底，公司应付账款25.82亿元，同比下降10.02%，主要构成为飞机发动机的设备购置及修理款项、起降服务费、油料款、航材款、电脑订座费。

截至2016年底，公司其他应付款9.18亿元，同比下降26.20%，主要系拆借款大幅下降

所致；构成以应付暂收款、代收民航机场管理建设费和押金保证金为主。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 19.23 亿元，同比下降 21.64%；主要为一年内到期的长期借款和长期应付款。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 72.53 亿元，同比大幅增长 620.02%，主要系公司新发十期超短期融资券所致；构成以短期应付债券为主，占比 82.70%，已全部计入短期债务。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 133.60 亿元，同比增长 26.18%，主要系应付债券大幅增长所致；构成主要为长期应付款（占 54.35%）和应付债券（占 35.10%）。

截至 2016 年底，公司长期借款 6.29 亿元，同比大幅下降 72.05%，主要系公司为控制汇率风险，进一步兑付美元债务所致。公司长期借款中抵押贷款为 4.40 亿元（抵押物为 7 架飞机及发动机）。

截至 2016 年底，公司新增应付债券 46.89 亿元，系公司新发“16 厦门航空 MTN001”、“16 厦门航空 MTN002”和“16 厦门航空 MTN003”所致。

截至 2016 年底，公司长期应付款 72.61 亿元，同比下降 5.89%；全部为飞机融资租赁款，已调整至长期债务。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司调整后全部债务[1]214.91 亿元，同比增长 21.61%，主要系新发超短期融资券和中票所致；其中调整后长期债务占比 58.54%，调整后短期债务占比 41.46%，公司债务以长期债务为主。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 66.36%、47.31%和 60.54%，较 2015 年底除资产负债率略有下降外均有所增长。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 265.35 亿元，较 2016 年底下降 3.91%，主要系公司大量超短期融资券所致到期兑付所致。负债结构方面，公司流动负债和非流动负债分别占比 48.87%和 51.13%，非流动负债占比较 2016 年底上升 2.75 个百分点。2017 年 3 月底，公司长期应付款 73.96 亿元，同比上升 1.86%，全部为飞机融资租赁款。

截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务为 202.51 亿元，较 2016 年底有所下降；其中调整后短期债务 75.95 亿元、调整后长期债务 127.56 亿元，分别占比 37.01%和 62.99%，公司有息债务以长期债务为主；截至 2017 年 3 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 64.32%、46.42%和 57.91%，公司债务负担较 2016 年底有所下降。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模有所增长；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。

3. 盈利能力

2016 年公司实现营业收入 218.85 亿元，同比增长 9.62%；其中主营业务实现收入 212.11 亿元，占比 96.92%，主营业务突出。同期，公司营业成本 181.54 亿元，同比增长 11.71%，高于营业收入增幅，故 2016 年公司营业利润率下降 1.41 个百分点至为 16.76%。

期间费用方面，2016 年公司期间费用 28.53 亿元，同比下降 6.19%，主要系公司进一步降低美元债务规模，汇兑净损失大幅下降致使财务费用降幅较大所致。受此影响，2016 公司期间费用率为 13.03%，较 2015 年下降 2.20 个百分点，公司期间费用管控能力有待进一步加强。

2016 年，公司营业外收入 13.76 亿元，同比增长 21.64%，主要系政府补助力度进一步加大及机位转让收入增加所致。政府补助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，2016 年为 8.88 亿元。2016 年营业外收入对当期利润总额的贡献率为 65.12%。总体看，公司营业外收入对利润总额贡献较大。

从盈利指标来看，受益于营业收入增加及当期股东增资影响，公司总资产规模增加；考

[1] 调整后全部债务=全部债务+其他流动负债及长期应付款中的有息部分

虑到期间费用对利润的较大侵蚀，公司总资本收益率和净资产收益率有所波动，2016 年分别为 5.46%和 10.95%。总体看，公司整体盈利能力较强。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 63.22 亿元，利润总额 9.32 亿元（营业外收入 4.46 亿元，主要为各类补助）；营业利润率为 18.22%，较 2016 年上升 1.46 百分点；同期期间费用 6.66 亿元，期间费用率 10.53%，较 2016 年底下降 2.50 个百分点，系财务费用（汇兑损失）减少所致。

总体看，跟踪期内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。

4. 现金流及保障

经营活动产生的现金流方面，2016 年，公司经营活动现金流入为 272.37 亿元，同比上升 9.64%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 245.18 亿元，主要为主营航空业务产生的现金流入；收到其他与经营活动有关的现金 27.19 亿元，主要为收到的政府补贴、基建代垫款等。经营活动现金流出为 227.28 亿元，同比增长 12.53%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 140.27 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 41.00 亿元，系新增飞机预付款和支付的基建代垫款、民航机场管理建设费、民航基础设施建设基金等。2016 年，公司经营活动产生现金净流入 45.10 亿元，当期现金收入比 112.03%，较上年下降 1.94 个百分点。

投资活动产生的现金流方面，2016 年，公司投资活动现金流入为 27.48 亿元，同比增长 5.74%，主要是出租固定资产和其他长期资产收回的现金 27.31 亿元；投资活动现金流出 105.23 亿元，同比增长 165.86%，主要是当期新购入飞机及发动机规模较大所致。公司投资活动产生的净现金流为-77.76 亿元。

筹资活动产生的现金流方面，2016 年公司筹资活动前现金流量净额为-32.66 亿元，公司经营活动产生的现金流不能满足投资活动支出，公司相应加大了筹资力度，当年筹资活动现金流入量为 189.34 亿元，同比增长 146.78%；其中发行债券收到的现金 145.79 亿元。筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主，2016 年为 147.38 亿元；当期筹资活动产生的现金净流量为 27.64 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 17.71 亿元，现金收入比 104.50%。2017 年 1~3 月公司投资活动现金净流入 6.18 亿元，系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。2017 年 1~3 月公司筹资活动现金流表现为净流出，净额为 -22.66 亿元，主要是取得借款收到现金以及偿还债务支付的现金。

总体看，跟踪期内，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有所增长，收入实现质量好；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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014~2016 年，公司流动比率及速动比率大幅下降，加权平均值分别为 29.45%和 26.70%；截至 2016 年底，上述两项指标分别为 17.40%和 14.80%，同比分别下降 4.42 和 4.40 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所致。近三年公司经营现金流动负债比分别为 29.76%、35.32%和 31.63%，经营性净现金流对公司短期债务保障能力一般。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 20.51%和 17.51%，较 2016 年底分别增长 3.11 个百分点和 2.71 个百分点；2017 年 3 月底公司现金类资产为 6.18 亿元，为同期短期债务 46.96 亿元的 0.13 倍。整体看，公司存在较大短期支付压力；考虑到跟踪期内

股东对公司的注册资本的增加及较宽裕的银行授信，均有助于缓解公司短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 32.15 亿元、46.14 亿元和 49.17 亿元；调整后全部债务/EBITDA 指标分别为 6.27 倍、3.83 倍和 4.37 倍；EBITDA 利息倍数分别为 6.50 倍、5.87 倍和 7.74 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 3 月底，公司获得授信总规模为 324.96 亿元，已使用额度 84.31 亿元，尚未使用额度 240.65 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额 0.40 亿元，担保比率 0.29%，为公司对其半自费飞行学员培训费助学贷款的担保，公司对外担保余额小，或有负债风险很低。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（编号：B20170608021760771），截至 2017 年 6 月 8 日，公司无关注类、不良/违约类信贷信息；存在 3 笔已结清欠息。

7. 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。

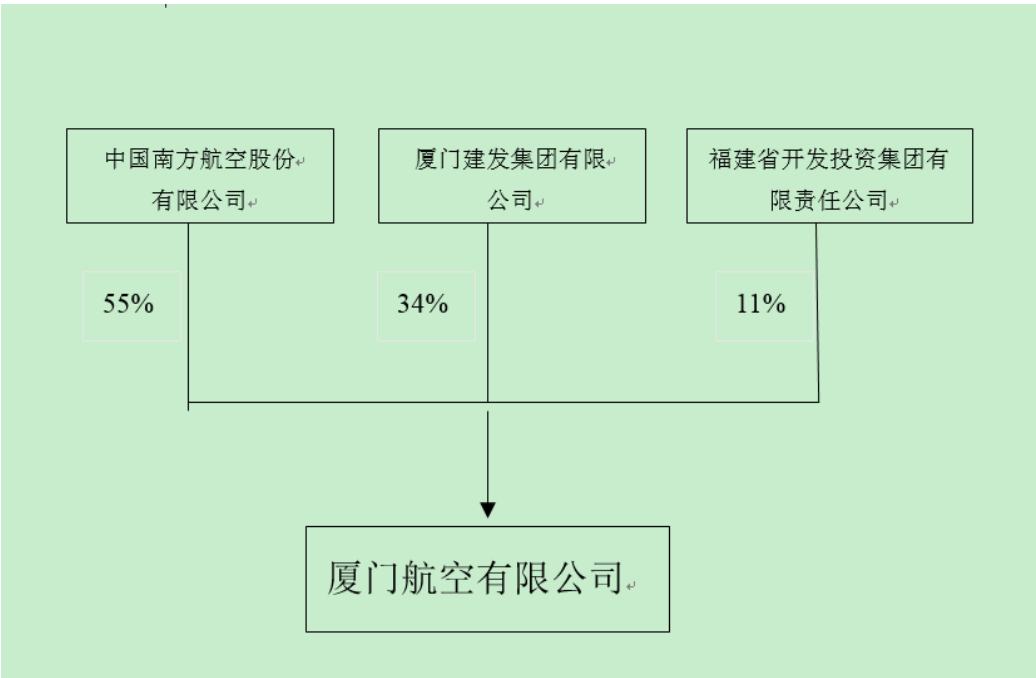
十、存续债券保障能力分析

公司存续期债券为“16 厦门航空 MTN001”、“16 厦门航空 MTN002”、“16 厦门航空 MTN003”，发行额度合计 47 亿元；其中“16 厦门航空 MTN001”和“16 厦门航空 MTN003”将于 2019 年到期，即公司单年最高偿还存续期债券额度 31 亿元。2016 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 49.17 亿元、272.37 亿元、45.10 亿元，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额度的覆盖倍数分别为 1.59 倍、8.79 倍、1.45 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额度保障程度较好。此外，考虑到未来随公司在建工程竣工并投入使用，客运量及货运量的持续增长，公司盈利能力及经营活动现金流入量规模将持续增长，对公司存续期债券保障能力不断提升。整体看，上述存续期债券到期按时偿还本息安全性高。

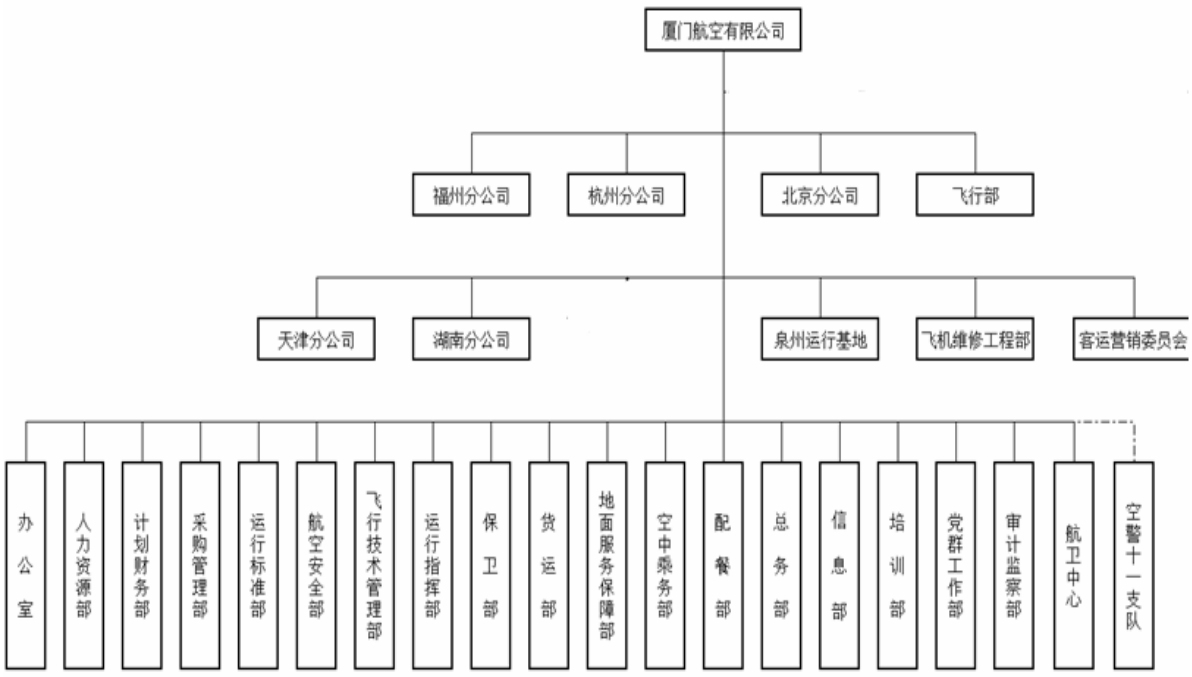
十一、结论

综合考虑，联合资信维持厦门航空有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 厦门航空 MTN001”、“16 厦门航空 MTN002”、“16 厦门航空 MTN003”AAA 的信用等级。

附件 1　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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.61	10.49	5.04	6.18
资产总额(亿元)	368.24	356.80	416.24	412.56
所有者权益(亿元)	104.87	119.36	140.08	147.22
短期债务(亿元)	38.23	77.05	29.13	46.96
长期债务(亿元)	107.88	22.52	53.19	53.60
调整后长期债务(亿元)	163.40	99.67	125.80	127.56
全部债务(亿元)	146.10	99.57	82.32	100.56
调整后全部债务(亿元)	201.62	176.72	214.91	202.51
营业收入(亿元)	178.35	199.64	218.85	63.22
利润总额(亿元)	11.81	16.69	21.13	9.32
EBITDA(亿元)	32.15	46.14	49.17	--
经营性净现金流(亿元)	28.41	46.47	45.10	17.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	55.27	57.53	66.50	--
存货周转次数(次)	52.28	49.06	50.75	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.55	0.57	--
现金收入比(%)	111.80	113.97	112.03	104.50
营业利润率(%)	14.36	18.17	16.76	18.22
总资本收益率(%)	3.79	5.60	5.46	--
净资产收益率(%)	8.48	10.16	10.95	--
长期债务资本化比率(%)	50.71	15.87	27.52	26.69
调整后长期债务资本化比率(%)	60.91	45.51	47.31	46.42
全部债务资本化比率(%)	58.21	45.48	37.01	40.58
调整后全部债务资本化比率(%)	65.78	59.69	60.54	57.91
资产负债率(%)	71.52	66.55	66.36	64.32
流动比率(%)	71.03	21.82	17.40	20.51
速动比率(%)	67.70	19.20	14.80	17.51
经营现金流动负债比(%)	29.76	35.32	31.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.54	2.16	1.67	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.27	3.83	4.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.50	5.87	7.74	--

注：1. 调整后的全部债务=全部债务+其他流动负债及长期应付款中的有息部分；2. 2014~2015 年数据为追溯调整后数据；3. 2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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%
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%
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+一年内到期的非流动负债+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。