

信用等级公告

联合〔2020〕892号

中国国际航空股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国国际航空股份有限公司主体长期信用状况和 2020 年拟公开发行的公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

中国国际航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国国际航空股份有限公司 2020 年拟公开发行的公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十四日

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

中国国际航空股份有限公司

2020 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元（含）

债券期限：3 年

评级时间：2020 年 5 月 14 日

主要财务数据：

合并口径

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,357.18	2,437.16	2,942.54
所有者权益（亿元）	949.32	1,005.57	1,013.77
长期债务（亿元）	599.07	614.34	1,031.85
全部债务（亿元）	954.06	957.54	1,397.76
营业收入（亿元）	1,213.63	1,367.74	1,361.81
净利润（亿元）	86.37	82.01	72.52
EBITDA（亿元）	283.16	275.48	356.21
经营性净现金流（亿元）	263.89	314.19	383.40
营业利润率（%）	17.13	15.63	16.64
净资产收益率（%）	10.08	8.39	7.18
资产负债率（%）	59.73	58.74	65.55
全部债务资本化比率（%）	50.12	48.78	57.96
流动比率（倍）	0.29	0.33	0.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.29	0.25
EBITDA 利息倍数（倍）	8.02	7.75	6.49
EBITDA/本期发债额度（倍）	9.44	9.18	11.87

公司本部（母公司）

资产总额（亿元）	1,742.65	1,823.19	2,175.59
所有者权益（亿元）	802.66	842.95	837.64
全部债务（亿元）	603.08	611.03	914.27
营业收入（亿元）	830.07	929.56	946.69
净利润（亿元）	69.58	53.58	53.77
资产负债率（%）	53.94	53.76	61.50
全部债务资本化比率（%）	42.90	42.02	52.19
流动比率（倍）	0.26	0.32	0.29

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. 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数；3. 本报告将应付短期债券计入短期债务核算，将应付融资租赁款/租赁负债计入长期债务核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国国际航空股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内三大航空运输公司之一，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，公司机队规模、航线网络、年客运量等多项指标稳步增长。同时，联合评级也关注到公司盈利水平受航油价格和汇率波动影响大、债务规模快速增长、未来面临一定资本支出压力、受新型冠状病毒肺炎疫情不利影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司仍将坚持以北京为超级枢纽、成都为国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构的战略布局，并优化网络布局，在强化航空运输业的同时，沿航空产业链积极探索相关产业的发展。此外，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**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，公司外部发展环境良好。

2. **公司航线网络结构合理。**公司已形成了北京为超级枢纽，以成都为国际枢纽，以上海和深圳门户为核心的四角菱形航线网络结构。同时，公司继续完善国内外航线布局，收入及利润规模保持增长。

3. **公司竞争优势显著。**公司作为中国三大航空运输公司之一，综合管理和运营能力在行业中处于领先水平，其机队规模、航线网络、

年客运量等多项指标居国内同行业前列，在国内航运市场上具有明显的竞争优势。

4. **外部支持力度大。**公司可获得国家各项政策性补贴等专项支持，外部支持力度大。

关注

1. **公司盈利水平易受航油价格等因素影响。**公司盈利水平受航油价格、汇率波动、投资收益等非经常性损益综合影响大。

2. **公司面临一定资本支出压力。**公司在优化机队结构、引进飞机等方面投资规模大，随着未来公司购机计划的实施，将面临一定资本支出压力。

3. **公司债务规模快速增长。**受执行新租赁准则的影响，公司债务规模快速增长。

4. **新型冠状病毒肺炎疫情对航空运输业产生较大不利影响。**新型冠状病毒肺炎疫情对航空运输业产生较大不利影响，短期内公司客货运输量及相关收入受此影响均有所下滑。

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

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

徐纪丰

一、主体概况

中国国际航空股份有限公司（以下简称“公司”或“国航股份”）前身为中国国际航空公司，系经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）于 2004 年 9 月以国资改革（2004）872 号文件批复同意设立并于 2004 年 9 月 30 日注册成立的股份有限公司。2004 年 12 月，公司股票在香港和伦敦证券交易所成功挂牌上市（股票简称“中国国航”，股票代码 0753.HK）。2006 年 8 月，公司股票在上海证券交易所上市（股票简称“中国国航”，股票代码 601111.SH）。截至 2019 年末，公司总股本 145.25 亿元，中国航空集团有限公司（以下简称“中航集团”）直接和通过全资子公司中国航空（集团）有限公司（以下简称“中航有限”）合计持股 51.70%（详见附件 1），为公司的控股股东，公司实际控制人为国资委。

公司经营范围：国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务；国内、国际公务飞行业务；飞机执管业务；航空器维修；航空公司间业务代理。与主营业务有关的地面服务和航空快递（信件和信件性质的物品除外）；机上免税品；机上商品零售业务；航空意外保险销售代理；进出口业务；酒店管理；承办展览展示；会议服务；物业管理；设计、制作、代理、发布广告；技术培训；自有房屋出租；机械设备租赁；销售日用品、工艺品、纪念品、针纺织品、文化用品、体育用品、机械设备、五金交电、电子产品、服装、汽车、摩托车、汽车配件、摩托车配件、家用电器；住宿；餐饮服务；销售食品。（销售食品、餐饮服务、住宿以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动）

截至 2019 年末，公司本部设总裁办公室、规划发展部、人力资源部、财务部、飞行技术管理部、审计部等共计 14 个职能部门（详见附件 2），合并范围一级子公司 15 家，合并口径在岗员工共 89,824 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,942.54 亿元，负债合计 1,928.77 亿元，所有者权益 1,013.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 935.06 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,361.81 亿元，净利润 72.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 64.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 383.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 21.72 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区空港工业区天柱路 28 号蓝天大厦；法定代表人：蔡剑江。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2020 年 1 月 8 日，经中国证监会出具的证监许可（2020）60 号文批准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 160 亿元的公司债券，可分期发行。第一期已于 2020 年 4 月 17 日发行，发行规模 15.00 亿元。本期为第二期，本期债券名称为“中国国际航空股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）”，发行规模不超过人民币 30.00 亿元（含），期限 3 年。本期债券票面金额为人民币 100 元，按面值平价发行。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，逾期另计利息；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息负债和补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 行业概况

国内航空运输业受宏观经济影响较大，但随着出境游市场快速发展等机遇，各项指标保持高速增长，行业整体经营效率较高。

航空业作为交通运输基础产业，具有高投入、高产出、高效率等基础性设施产业的基本特征。对于中国航空业，上游产业主要为航油供应商、飞机制造商与机场，下游为旅客和需要进行航空货物运输的企业或个人。

航空业的上游产业享有较强的资源优势，具有较大的定价权。航空公司的成本结构中，航油成本、飞机发动机租赁费和折旧、机场起降及导航费用总计约占航空公司主营成本的 70%，其中机场起降及导航费用较为稳定，而国际航油价格与人民币外汇汇率波动对航空公司成本的影响较大。

航空业的下游需求主要受到宏观经济与竞争的影响。航空业为周期性行业，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 1.5~2.0 倍，且行业成长期长达 30~40 年。从 2017 至 2019 年，我国 GDP 增速分别为 6.9%、6.7%和 6.1%，2019 年民航旅客周转量和货邮周转量增长率分别达到了 9.3%和 0.3%。

（1）行业供给

航油供应

我国的航油供给是由中国航空油料集团公司（以下简称“中航油”）独家经营。目前，在中国航油市场上，中航油掌握着 75%的市场供应，并同时掌握着 100%的进口航油供应。因此，中航油垄断油源和全国机场的储供油设施，但中航油并不能自行随意定价，航油的定价受中国民航局的干预。

航空器材供应

国内航空公司购买飞机必须经过中国航空器材总公司（以下简称“中航材”）。中航材隶属中国民航局，全权代表中国各航空公司对外采购飞机，采用这种方式的主要原因为集中采购能降低采购价格，同时还能能为政治和外交服务。中航材实际上扮演垄断性中间商的角色，国内航空公司无法绕开它直接向飞机制造公司订货。

飞机及运力投放

从国际航空公司在国内的飞机投放看，受国内航权尚未完全放开影响，国际航空公司目前只能参与本国和中国间的国际航线业务，对国内运力规模影响较小。

从国内航空市场的飞机投放看，2012 年以来，随着先前订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从 2008 年末的 1,259 架增加到 2018 年末的 3,639 架，2018 年全年共增加飞机 343 架。根据目前各航空公司购买飞机的计划来看，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定增速，运力投放将有所增加。

（2）行业需求

2019 年，中国民航共完成运输总周转量 1,293.2 亿吨公里，同比增长 7.2%；旅客运输量 6.6 亿人次，同比增长 7.9%；货邮运输量 753.2 万吨，同比增长 2.0%，其中国际航线货邮运输量同比增长 12.8%。中国民航运输总周转量连续 14 年位居世界第二，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的比重达 31%，同比提升 1.9 个百分点。截至 2018 年末，我国航空运输企业达到 60 家，通用航空企业共计 423 家；航线总数 4,206 条，其中国内航线 3,420 条、国际航线 786 条。

（3）营运效率

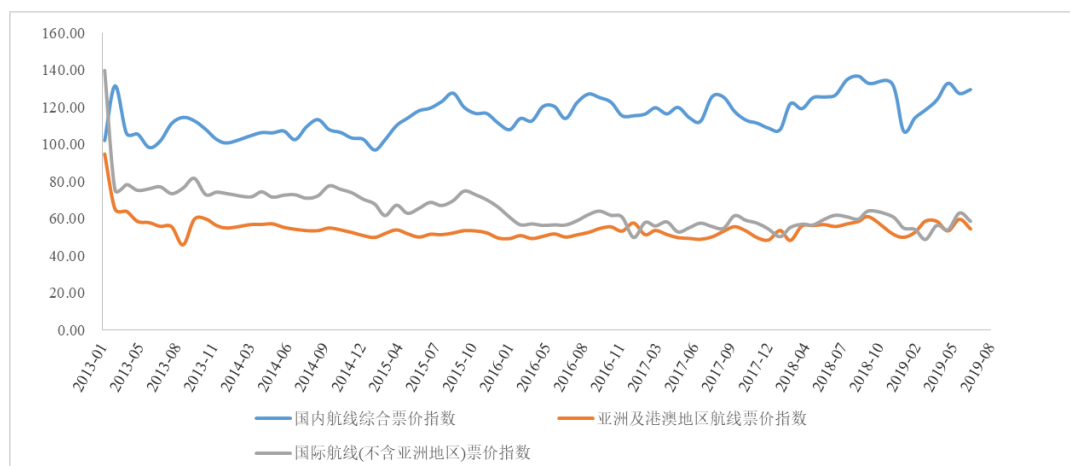
从营运效率看，2018 年，在空域资源紧张、运行环境复杂、极端天气频发的情况下，全行业航

班正常率达 80.13%，同比提高 8.46 个百分点，是 2010 年以来历史新高。2019 年，中国民航正班客座率为 83.2%，较上年无变化，正班载运率为 71.6%，同比下降 1.6 个百分点。

从飞机利用率看，2018 年我国全行业在册飞机平均日利用率 9.36 小时，较上年减少 0.13 小时。其中，大中型飞机平均日利用率为 9.48 小时，较上年减少 0.15 小时，小型飞机平均日利用率为 6.91 小时，较上年减少 0.13 小时。2019 年我国全行业在册飞机平均日利用率 9.3 小时，较上年减少 0.06 小时。

从票价水平看，2013 年机票价格延续了 2012 年末的跌势，在春节期间出现了“跳水”，加之限制“三公消费”等政策的出台，头等舱及商务舱票价下滑严重。2014 年票价指数总体低于 2013 年同期水平，航空公司采取弃价保量策略以保证客座率，与此同时七月末到八月中旬的航空管制也给航空业造成了一定的负面影响。2015 年国内航线随着需求的持续增长，国内航线票价指数有所回升；国际及港澳台地区航线方面，由于目前仍处航空公司战略投入期，仍保持供给偏大的局面，2015 年国际及港澳台航线票价仍处下降趋势。2016 年，国内航线客座率增长明显，票价呈波动上升趋势；国际航线由于运力投放速度过快，票价下行压力较大，港澳台航线票价处于波动态势。2017 年，国内航线客座率同比提高 1.00 个百分点，票价较上年稳中微涨；国际航线客座率同比下降 0.50 个百分点，票价趋于稳定，同比持平；港澳台航线票价呈波动下降态势。2018 年以来，票价指数总体高于 2017 年同期水平。

图 1 2012—2018 年及 2019 年 1—8 月民航票价指数情况（单位：%）



资料来源：Wind

2. 竞争格局

民航业存在着诸多进入壁垒，目前形成以国航股份、南航股份和东航股份三家为主的竞争格局。

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成自然垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。按照控股股东背景区分，国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。

中央控股公司实力最为雄厚，机组规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为中航集团（下辖国航股份）、中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”，下辖中国南方航空股份有限公司（南航股份，600029.SH）和中国东方航空集团公司（以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东航股份，600015.SH）），简称为“三大航”。

在航线资源分布上，公司航线网络以北京为枢纽，以长江三角洲、珠江三角洲、成渝经济带为依托，连接国内干线、支线，对国际航线形成全面支持。通过加入星空联盟，截至 2019 年末，公司航线网络可覆盖 195 个国家的 1,317 个目的地，所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）。南航集团以南航股份为主体，航线网络以广州、北京、乌鲁木齐、重庆枢纽航线为核心，其中国内航线占其航线的 69.05%；广州白云机场为其重要的运营基地。东航集团以东航股份为主体，航线网络以上海为核心，以西安、昆明为两翼，在上海、昆明、西安等核心市场具有较强的影响力，大兴机场通航后，公司在北京市场的竞争力也不断增强。总体看，三大航在机队规模及航线资源拥有方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。

3. 行业政策

随着国内航线市场定价逐步开放，加大了航司自主定价的范围，有利于更好发挥市场在配置资源的决定性作用，燃油附加费征收政策随着油价波动而变化，有利于航空公司转嫁成本。受新冠肺炎疫情的影响，国家发改委和财政部出台政策免征疫情期间航空公司应缴纳的民航发展基金，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

2017 年 3 月，上海机场、深圳机场发布公告，收到民航局下发的《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航发〔2017〕18 号），新收费标准自 4 月 1 日开始实行。起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过 10%，具体由机场管理机构与航空公司协商确定，并通过航空价格信息系统备案。

2017 年 3 月，根据国家发展改革委、民航局联合印发的《全国民用运输机场布局规划》，到 2020 年，运输机场数量将达 260 个左右，北京新机场、成都新机场等一批重大项目将建成投产，枢纽机场设施能力进一步提升，一批支线机场投入使用。2025 年，建成覆盖广泛、分布合理、功能完善、集约环保的现代化机场体系，形成 3 大世界级机场群、10 个国际枢纽、29 个区域枢纽。届时航空运输服务覆盖面进一步扩大。

2017 年 9 月，国家民航总局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，提出从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整，旨在进一步提升民航航班正点率。

2018 年 4 月，中华人民共和国商务部发布《关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》，将对空载重量超过 15,000 公斤，但不超过 45,000 公斤的飞机及其他航空器采取加征关税措施，税率为 25%，最终措施及生效时间将另行公告。

2018 年 6 月，国内航线的燃油附加费再次恢复征收，国内航线燃油附加费征收标准进行调整：自 2018 年 6 月 5 日（出票日期）起，调整国内航线燃油附加费征收标准，销售国内航段（包括国际航线国内段），800 公里（含）以下航段每位旅客征收 30 元，800 公里以上航段每位旅客征收 10 元。此次燃油附加费恢复征收是基于油价高企后对成本的一种补偿性措施，但 2019 年 1 月 5 日再次取消。

国务院常务会议于 2019 年 4 月 3 日确定今年将降低政府性收费和经营性服务费收入，进一步为企业和群众减负。会议决定，从今年 7 月 1 日起，将民航发展基金征收标准减半，对于航空运输企业而言将直接受益。

2020 年 2 月 6 日，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），

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 日起，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。2020 年 3 月 4 日，财政部和民航局联合下发《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》（财建〔2020〕30 号），对疫情期间不停航和复航的国际航班给予奖励，并向独飞航班进行倾斜；奖励标准按共飞航班每座公里 0.0176 元和独飞航班每座公里 0.0528 元执行，奖励金额按照疫情防控期间航空公司实际执行航班可供座公里和本通知相关标准进行核定。对于重大运输飞行任务采用据实结算方式，即在疫情结束后，根据民航局委托的中介机构审计确认的执行重大任务实际运输成本给予适当补助。港澳台地区航线航班参照执行；政策执行期限为 2020 年 1 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日。

4. 行业关注

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的增加，以及航空安全事件频发、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。2020 年以来，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，国内国际航空运输市场需求锐减，且疫情防控期间实行免手续费退票，短期内对行业客运量及客票收入均产生较大影响。

（1）航油价格波动

油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素，航油也是航空公司的最大成本，约占运营总成本的 30~50%左右。

图 2 2014—2020 年 1 月布伦特原油期货结算价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

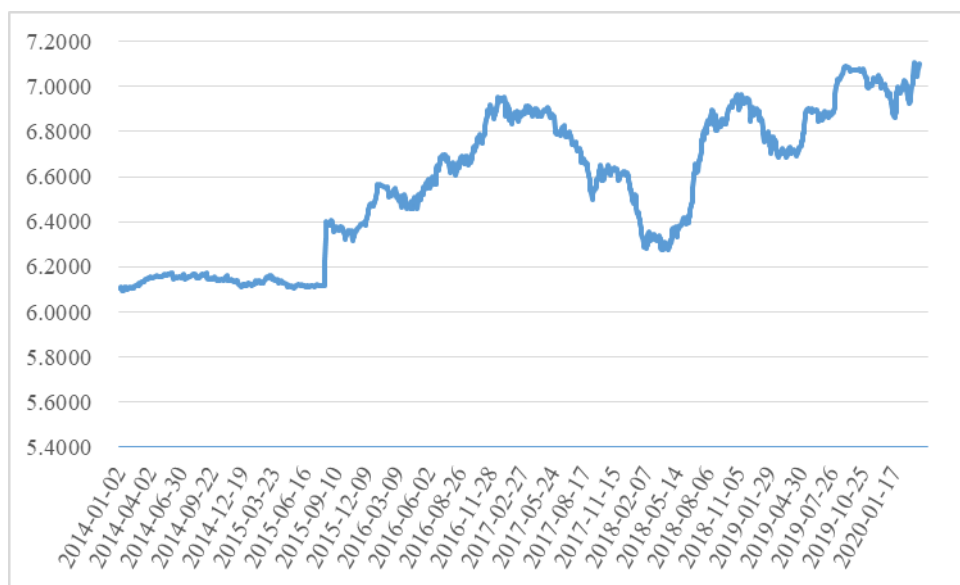
2014 年下半年以来，随着美国宽松量化政策缩减以及全球经济减速导致对化石能源需求量不高，以及石油供给增加等多方面因素影响，国际原油价格出现急剧下降的趋势，原油价格的下滑导致航油价格相应下降，在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。2017 年，受 OPEC 减产、需求回升及库存下滑等影响，原油供给过剩缓和，国际油价温和上涨。由于国际原油需求增长及 OPEC 与非 OPEC 国家减产执行率的提升，2018 年国际油价震荡上行。因航油价格上涨，2018 年 6 月 5 日至 2019 年 1 月 5 日，航空公司启征燃油附加费，在一定程度上缓解航油成本压力。2019 年初至今，国际油价保持上升态势，在国际油价上涨的趋势下，航空公司将继续承担一定的成本上升压力。

（2）受人民币利率和汇率波动的影响

航空业属于资金密集型行业，因此航空公司的资产负债率一般较高，其融资成本很大程度受到利率水平的影响。

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外汇结算，这些支出会直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。2018 年以来，人民币兑美元呈波动贬值态势，人民币短期仍有较大贬值压力，但在当前中国货币政策转向结构性宽松，去杠杆暂缓，国内经济形势平稳，贸易战情绪性影响边际减弱的情况下，人民币下跌空间有限。

图 3 2014—2020 年 1 月美元兑人民币（中间价）走势（单位：元）



资料来源：Wind

（3）高速铁路网建设的替代影响

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。截至 2019 年末，中国高铁通车里程已达 2.9 万公里，高铁对航空市场的冲击逐年加大。预计到 2025 年，中国铁路里程将达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里左右。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以及“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的高速铁路网的建成，航空业在短途市场将面临分流的风险。因此，从长期发展潜力来看，航线网络相对均衡的航空公司更具竞争优势。

（4）突发性事件以及安全意外事故影响

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。部分涉事航空公司业务及航权受到较大影响。飞行安全是航空公司正常运营的前提和基础，一旦发生飞行安全意外事故，将对航空公司正常的生产运营及声誉带来不利影响。2020 年以来，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，国内国际航空运输市场需求锐减，且疫情防

控期间实行免手续费退票，短期内对行业客运量及客票收入均产生较大影响。

（5）来自国际航空公司的竞争

随着民航业逐渐对外开放航权，国际知名的外国航空公司纷纷进入涉及中国市场的客运、货运与维修等多种业务领域，其丰富的运营经验、雄厚的资金实力与优质的服务将对国内航空公司的国际业务提出较大的挑战。

5. 未来发展

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，航空运输业仍将保持较高的景气度，国内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。

航空业的需求增速与总体经济增速高度相关。2001 年至今，中国国内生产总值保持了平均 7% 以上的增长速度。同时，中国经济的持续增长推动了人均国内生产总值水平的不断提高，促进了消费结构的升级——由满足温饱需求的“吃、穿、用”支出为主阶段向满足小康需求的“住、行”支出为主阶段升级，未来将有越来越多的居民选择以航空作为自费旅游和探亲出行的首选交通工具，航空出行将日趋大众化。

尽管中国经济经历了快速的增长，人均国内生产总值也获得了大幅的提高，但相比其他国家，中国民航的市场渗透率不仅距离发达国家存在较大差距，以人均乘机次数作为衡量指标，相比人均国内生产总值水平相当的部分东南亚国家，仍然存在一定差距，这意味着中国航空业仍然具有较大的发展潜力。为使社会大众享受到安全、便捷、经济的航空客货运服务，国家将加快基础设施建设，优化空域结构，从而进一步提高民航服务的覆盖能力。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主营业务品牌认可度高，机队规模大，航运网络发达，运营能力强，在国内航空企业中具有显著优势。

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、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网络结构。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 2019 年末，公司拥有各类先进运输飞机 699 架，机队规模位列国内第三，位居世界前十名。

航运网络方面，截至 2019 年末，公司经营的客运航线条数达到 770 条，是亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何一个大陆的航空公司。其中，国内航线 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，公司航线网络可覆盖 195 个国家的 1,317 个目的地。

客运量及货邮运方面，2019 年公司实现旅客运输量 11,500.61 万人次，同比增长 4.81%，货邮运输量 143.42 万吨。

企业荣誉方面，2007年至2019年，公司连续十二年荣列世界品牌实验室“世界品牌500强”，排名由2007年第461位上升至2019年的281位，以1,678.76亿元的品牌价值成为2019年入选该榜单的唯一中国航企。公司荣获“2019中国品牌年度大奖 NO.1（航空）”“2019年航空五星钻石奖”和一项特别奖——“2019中国年度文化品牌大奖”。此外公司还成功入围“中国出海50强领先品牌榜首”“BrandZ2019最具价值中国品牌100强”等殊荣。2019年1月，公司在国内最具权威公司治理学术和评价机构《董事会》发起主办的“金圆桌奖”中荣获“最佳董事会”奖项。

2. 人员素质

公司高管具备丰富的管理经验，员工专业构成符合行业特点。

公司现任高级管理人员包括董事长、总裁等共18人。

蔡剑江先生，生于1963年，毕业于中国民航学院航行管制专业和中国民航学院英语专业；历任深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”）总经理，中国国际航空公司上海营业部经理、总裁助理兼市场营销部经理等职务；2017年5月起任公司董事长、党组书记。

宋志勇先生，生于1965年，毕业于中国空军第二飞行学院飞行专业；历任公司飞行总队总队长、党委副书记、总裁助理、副总裁；2014年1月至今任公司总裁、党委副书记，2016年6月起任公司副董事长、执行董事、总裁、党委副书记。

截至2019年末，公司合并口径在职员工合计89,824人。从教育程度来看，硕士及以上人员占4.11%、本科人员占50.96%、专科人员占30.88%、中专及以下人员占14.05%。从岗位设置来看，管理人员占11.73%、营销人员占7.47%、生产运行人员占5.24%、地面服务人员占12.41%、客舱服务人员占26.16%、生产支持人员占9.27%、飞行人员占9.91%、工程机务人员占15.28%、信息技术人员占0.81%、其他人员占1.71%。

3. 外部支持

公司作为三大航空公司之一，其发展受到强有力的外部支持。

作为三大航空公司之一，公司发展过程中受到政府及有关部门的大力支持。公司长期获得航线补贴、政府专项补贴等，2017—2019年，公司分别获得各项补助24.79亿元、31.34亿元和36.43亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司作为上市公司，拥有完善的法人治理结构。

公司严格按照《中华人民共和国公司法》《证券法》《上市公司治理准则》和其他相关的法律、法规及条例的要求，规范运作，不断完善现代企业制度，提升公司治理水平。

公司设股东会、董事会和监事会。公司股东大会严格按照《公司章程》和《股东大会议事规则》规定的程序进行。公司董事会共有董事7人，其中4名独立非执行董事、1名董事长、1名副董事长、1名职工董事，职工董事由职工代表大会选举产生，公司董事会的组织架构和人员符合相关法律法规和《公司章程》的规定。公司监事会共有监事4人，其中2名职工监事、1名监事会主席，职工监事通过职工代表大会选举产生，监事会人数和人员构成符合相关法律法规和《公司章程》的要求，监事会职能包括但不限于审查由董事会审议及拟提交股东大会的财务报表和其他资料等。

2. 管理水平

公司内部管理制度健全。

公司建立了与其业务性质和规模相适应的内部管理机构，整体管理框架由总裁办公室、规划发展部、人力资源部、财务部、飞行技术管理部、审计部等众多职能部门构成，各部门职能明确。同时，公司还建立了涵盖资金使用、投资决策、人员管理、航空安全等较为完整的内部控制制度。

对规范公司融资行为，完善财务内控制度，公司制定了《中国国际航空股份有限公司融资管理规定》。具体而言，公司融资管理基本原则为：满足经营需求、关注长期风险、控制融资成本。公司对融资和授信业务实行集中管理，未经公司特别书面批准，下属各分公司、全资子公司不得进行融资和办理银行授信业务。

采购方面，公司制定了《中国国际航空股份有限公司采购管理规定》，保障公司安全、生产、运行、服务、经营等活动。公司采购业务实行统一管理，集中与分散采购实施相结合的管控模式。集中采购部履行全公司采购业务管理职能；分公司、事业管理单位履行职责范围内的采购实施与管理职责。集中采购部按照公司年度采购计划跟踪、检查执行情况，分公司、事业管理单位、管理支持部门按期上报计划执行情况，对计划完成、变更、新增、调整等情况实施月、季、年度动态管理。

对外担保方面，公司对外担保事项实行统一管理，分支机构不得对外提供担保。子公司对外担保、互相提供担保及请外单位为其提供担保，须经该公司董事会、股东大会审批。公司对被担保对象有严格审核条件，不得对担保项目不符合相关政策法规、财务状况恶化、资不抵债、经营风险较大、存在较大经济纠纷等不良情况的企业提供担保。

六、经营分析

1. 经营概况

航空客运收入为公司最主要收入来源，受益于运力增加、航线网络拓展等影响，公司航空客运收入持续增长，但受航空性业务营运成本波动上涨的影响，公司综合毛利率波动下降。

公司主营业务包括航空客运、货运及邮运等。2017—2019年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长6.04%，占营业收入的比重均在97.00%以上，公司主业突出。

从收入构成来看，受公司运力增加、航线网络拓展等因素影响，2017—2019年，公司航空客运收入逐年增长，年均复合增长8.01%。航空货运及邮运收入波动下降，2019年该业务较上年下降49.74%，主要系公司合并范围变化所致。其他收入占比较小，对公司整体收入规模影响不大。

表1 2017—2019年公司主营业务收入及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航空客运	1,067.44	90.25	--	1,204.30	90.29	--	1,245.25	93.63	--
航空货运及邮运	102.55	8.67	--	114.06	8.55	--	57.32	4.31	--
其他	12.81	1.08	--	15.50	1.16	--	27.34	2.06	--
合计	1,182.79	100.00	17.12	1,333.86	100.00	15.43	1,329.91	100.00	16.06

注：2017—2018年航空货运及邮运收入未剔除国货航所产生的货运收入
资料来源：公司年报

毛利率方面，2017—2019年，公司综合毛利率波动下降，主要系近年来航空运输业营运成本波动增长所致。

2. 航空运输业务

(1) 航线布局

公司国内国际航线布局均衡发展，国际航线投入力度不断加大，公司已成为中国唯一航线覆盖六大洲、亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何地区的航空公司，国际优势地位更加凸显。

公司长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，在多年的经营过程中形成了以持续打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构和广泛均衡的国内、国际航线网络。经过多年发展，公司在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势，也是亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何一个大陆的航空公司。截至 2019 年末，公司经营的客运航线条数达到 770 条，是亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何一个大陆的航空公司。其中，国内航线 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，公司航线网络可覆盖 195 个国家的 1,317 个目的地。

航线开拓方面，公司结合京津冀一体化、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 O&D¹ 数量由上年的 6,320 个增至 6,332 个。

(2) 机队规模及优势

公司机队规模大，机队结构的完善有利于提升机队的整体竞争力，但随着公司购机计划的实施，未来公司存在一定的资本支出压力。

近年来，公司机队规模逐年扩大，2017—2019 年，公司分别新引进飞机 56 架、50 架和 48 架，呈下降趋势，退出老旧飞机 24 架、21 架和 18 架。截至 2019 年末，公司机队总规模达到 699 架，在国内民航业中排名第三，在世界航空企业中位居前十名。公司机队平均机龄 6.96 年。

表 2 2017—2019 年公司机队结构情况（单位：架、%）

型号	2017 年		2018 年		2019 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
客机	634	96.79	664	97.08	694	99.28
其中：空客系列	311	47.48	329	48.10	365	52.22
波音系列	323	49.31	335	48.98	329	47.06
货机	15	2.29	15	2.19	0	0.00
公务机	6	0.92	5	0.73	5	0.72
合计	655	100.00	684	100.00	699	100.00

注：自 2018 年 12 月 28 日起，公司不再持有中国国际货运航空有限公司（以下简称“国货航”）51%股权，故 2019 年公司不再持有列表中 15 架货机
资料来源：公司年报

机队结构方面，截至 2019 年末，公司现有客机包括 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 52.59%和 47.41%，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，有利于公司短途航线运输业务的安全稳定性和经济性。

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

飞机购买计划方面，2020—2022 年，公司将分别引进 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 3 2020—2022 年公司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：公司年报

（3）运营情况

公司运营能力稳中有升，综合载运率稳定，随着机队规模的扩大以及航线布局进一步完善等因素影响，营业收入有所提升。但新型冠状病毒肺炎疫情对航空运输业产生较大不利影响，短期内公司客货运输量及相关收入受此影响均有所下滑。

从运输量方面看，2017—2019 年，公司旅客运输量呈持续增长趋势，年均复合增长 6.41%。2019 年，公司旅客运输量较上年增长 4.81%，主要系公司运力投入增加所致。考虑到国货航于 2018 年末划出公司，本报告并未将 2017—2018 年货运及邮运运输量调整为剔除国货航的数据。

表 4 2017—2019 年公司运输量情况（单位：千人次、吨、%）

区域	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年同比增速
国内	83,524.14	89,257.14	92,550.97	3.69
国际	13,487.46	15,365.15	17,096.11	11.27
地区	4,565.07	5,104.30	5,359.05	4.99
客运人数合计	101,576.66	109,726.59	115,006.12	4.81
货物及邮运	1,841,636.93	1,908,369.07	1,434,203.10	--

注：2017—2018 年货物及邮运运输量未剔除国货航全货机货运数据

资料来源：公司年报

从载运能力来看，2017—2019 年，公司投入总可用吨公里波动增长，年均复合增长 1.73%，运力投入的提升，有利于公司业务量的增长。从客运运载能力来看，2017—2019 年，公司可用座位公里年均复合增长 7.76%，主要系运力投入增加所致。从货运运载能力来看，2017—2019 年，公司可用货运吨公里年均复合下降 9.32%。

表 5 2017—2019 年公司运输能力指标（单位：亿吨公里）

运输能力	2017 年	2018 年	2019 年
可用座位公里（亿公里）	2,478.15	2,736.00	2,877.88
国际	907.23	1,034.76	1,093.37
国内	1,479.39	1,601.35	1,676.62
港澳台地区	91.53	99.90	107.89

可用货运吨公里	133.19	142.40	109.52
国际	88.71	96.11	64.72
国内	41.70	43.47	42.23
港澳台地区	2.78	2.83	2.57
总可用吨公里	356.73	389.20	369.18

注：2017—2018 年货运运输能力指标未剔除国货航全货机数据

资料来源：公司年报

实际运输量方面，2017—2019 年，公司收入吨公里波动下降，年均复合下降 0.04%。2017—2019 年，公司收入客公里年均复合增长率为 7.69%，主要系近年来公司拓展航线网络、运力投放增加等因素影响所致；收入货运吨公里年均复合增长率为-20.46%，主要系国货航划出等影响所致。

受新型冠状病毒肺炎疫情影响，国内国际航空运输市场需求锐减。2020 年 1—3 月，客运方面，客运运力投入（按可用座位公里计）同比下降 42.2%；旅客周转量同比下降 51.8%。其中，国内客运运力投入同比下降 39.4%，旅客周转量同比下降 49.7%；国际客运运力投入同比下降 44.7%，旅客周转量同比下降 53.3%；地区运力投入同比下降 59.8%，旅客周转量同比下降 70.0%。平均客座率为 67.8%，同比下降 13.6 个百分点。其中，国内航线同比下降 14.1 个百分点，国际航线同比下降 12.4 个百分点，地区航线同比下降 20.8 个百分点。本次疫情对公司短期的收入和盈利能力产生较大不利影响，长期影响程度取决于疫情持续时间、后续相关支持政策等。

表 6 2017—2019 年公司实际运输情况

实际运输情况	2017 年	2018 年	2019 年
收入客公里（亿客公里）	2,010.78	2,205.28	2,331.76
国际	710.39	803.91	866.18
国内	1,228.77	1,321.03	1,381.94
港澳台地区	71.62	80.35	83.64
收入货运吨公里（亿吨公里）	75.53	79.70	47.79
国际	57.92	62.08	31.51
国内	16.46	16.49	15.56
港澳台地区	1.14	1.13	0.73
收入吨公里（亿吨公里）	253.85	275.18	253.64

注：2017—2018 年货运实际运输情况指标未剔除国货航全货机数据

资料来源：公司年报

从实际载运效率来看，2017—2019 年，公司客座利用率及综合载运率较为稳定，货邮载运率受国货航划出的影响有所下滑，公司运力资源配置较为合理。

表 7 三大航空公司载运率比较（单位：%）

指标	公司			南方航空			东方航空		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
客座率	81.14	80.60	81.02	82.20	82.44	82.81	81.06	82.29	82.06
货邮载运率	56.70	55.96	43.63	--	--	--	37.73	32.76	32.54
综合载运率	71.16	70.70	68.70	71.27	70.99	70.26	68.83	68.01	67.31

注：2017—2018 年公司货邮载运率和综合载运率指标未剔除国货航全货机数据

资料来源：公司、南航股份、东航股份年报

从客运收入来看，2017—2019 年，受运力投入及客座率水平提升等影响，客运收入年均复合增长 8.01%，其中国内客运收入占比始终在 65.00%以上，占比相对较高且稳定。2019 年，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。

表 8 2017—2019 年公司客运收入情况（单位：亿元、%）

地区	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年占比	2019 年同比增速
中国内地	722.38	796.27	815.55	65.49	2.42
国际	292.04	351.81	372.72	29.93	5.94
港澳台地区	53.02	56.22	56.98	4.58	1.35
客运收入	1,067.44	1,204.30	1,245.25	100.00	3.40

资料来源：公司年报

从货运及邮运收入来看，2017—2019 年，受国货航划出的影响，货运及邮运收入波动下降，主要表现为运力投入增加、载运率下降及收益水平下降（2017—2019 年每货运吨公里收益分别为 1.36 元、1.43 元和 1.20 元）等因素综合作用。2019 年，公司实现货邮运收入 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。

表 9 2017—2019 年公司货运及邮运收入情况（单位：亿元、%）

地区	2017 年		2018 年		2019 年		2019 年同比增速
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	
中国内地	19.26	18.78	19.55	17.14	15.21	26.53	-22.19
国际	79.56	77.58	90.44	79.29	39.98	69.75	-55.79
香港、澳门及台湾	3.73	3.64	4.07	3.57	2.13	3.72	-47.59
货运及邮运	102.55	100.00	114.06	100.00	57.32	100.00	-49.74

注：2017—2018 年货运及邮运收入数据未剔除国货航全货机数据

资料来源：公司年报

公司主营业务成本主要由航油成本、起降及停机费用、飞机折旧、员工薪酬成本、航食成本、飞机保养维修及大修等成本构成，其中航油成本占比较大，2017—2019 年分别为 28.33%、34.11% 和 31.76%，占比波动上升，主要系近年来用油量及航油价格波动所致。2017—2019 年，起降及停机费用占比保持稳定，飞机折旧占比大幅提升主要系新租赁准则、自有及租赁飞机数量增加综合影响所致，2019 年员工薪酬成本较上年增加 10.36 亿元，主要是受生产规模扩大及雇员数量增加的影响。随着飞机起降架次增加、机队规模扩大等因素，起降及停机费用、折旧、保养成本等均呈增长态势。

表 10 2017—2019 年公司主营业务成本构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年占营业成本的比重	2019 年同比增速
航空油料成本	284.09	384.81	359.65	31.76	-6.54
起降及停机费用	138.63	153.55	164.40	14.52	7.07
折旧	129.69	138.96	212.04	18.72	*
飞机保养、维修和大修成本	62.09	66.13	61.20	5.40	-7.46
员工薪酬成本	171.18	187.01	197.37	17.43	5.54
航空餐饮费用	34.62	37.87	40.26	3.56	6.31
其他	160.02	159.69	63.18	5.58	*
合计	980.33	1,128.01	1,116.27	98.58	*

注：1. 2017—2018 年货运及邮运收入数据未剔除国货航全货机数据；2. 2019 年同比数据中，因国货航划出原因而不具有可比性的数据以“*”表示

资料来源：公司年报

3. 销售情况

公司销售渠道结构不断完善，销售渠道开拓及管理对销售收入的增长提供较大支持。

(1) 销售模式

国航股份机票销售采用直销渠道和分销渠道相结合的销售方式。直销渠道主要包括官网销售、移动客户端销售、柜台直销和呼叫中心售票四种形式。分销渠道主要包括四种形式：一是通过 TMC（差旅管理公司）销售，二是通过 OTA（在线旅行社）销售，三是通过一般代理人销售，四是通过批发商销售。

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

(2) 定价模式

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

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

销售及市场营销方面，公司定位于中高端公商务主流旅客市场，截至 2019 年末，“凤凰知音”会员总数超过 6,359.53 万人，较上年末增长 16.78%，贡献收入占 46.50%，同比提高 5 个百分点。2019 年，国航股份新开发大客户 435 家，贡献收入较上年增长 8%。国航股份通过重构常旅客积分平台业务流程和模式、优化移动平台功能等手段，增强常旅客满意度、忠诚度和消费黏性。

4. 未来发展

公司未来发展目标明确，规划合理，切实可行。

公司将围绕安全发展原则、协调共享原则、提质增效原则、融合发展原则和绿色发展原则实施公司战略。安全发展方面，公司将继续遵循以航空安全为核心的安全运行体系，在日常运营当中保持强化遵章守纪的安全传统；协调共享方面，规模与速度服从于质量与效率，公司将进一步整合资源，充分发挥各子企业的比较优势和战略定位；提质增效方面，公司要求各二级企业要对标本专业领先公司，战略取向专业化高标准；融合发展方面，公司将继续探索和实践跨产品、跨业务、跨领域、跨行业的资产增效方向；绿色发展方面，公司以节约能源和减少排放为重点。

七、财务分析

1. 财务概况

德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)对公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表均已审计，并出具了标准无保留审计结论。

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 5。本报告 2018—2019 年财务数据采用当年年报期末数据，2017 年采用 2018 年年报期初数据。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，2018 年 12 月 28 日，公司向中航集团子公司中国航空资本控股有限责任公司转让子公司国货航 51% 股权，转让对价 24.39 亿元；2019 年公司合并范围未发生变化。截至 2019 年末，公司合并范围一级子公司 15 家，考虑到涉及转让及新增的子公司规模较小，对公司合并范围整体影响不大。

2. 资产质量

公司资产规模逐年增长，非流动资产占比高，符合航空运输业特点，非流动资产以飞机及相关资产为主，公司资产质量高。

2017—2019 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 11.73%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,942.54 亿元，较年初增长 20.74%，主要系非流动资产增长所致。公司资产以非流动资产为主，资产结构变化不大。

表 11 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产合计	207.59	8.81	237.26	9.74	248.17	8.43	9.34
货币资金	62.60	2.66	78.08	3.20	96.64	3.28	24.25
应收账款	34.91	1.48	53.74	2.21	59.98	2.04	31.08
其他应收款	20.09	0.85	30.31	1.24	32.45	1.10	27.09
存货	15.36	0.65	18.77	0.77	20.99	0.71	16.90
其他流动资产	40.37	1.71	44.47	1.82	33.32	1.13	-9.15
非流动资产合计	2,149.58	91.19	2,199.90	90.26	2,694.37	91.57	11.96
长期股权投资	152.99	6.49	165.41	6.79	160.51	5.45	2.43
固定资产	1,582.74	67.15	1,604.03	65.82	888.90	30.21	-25.06
在建工程	303.41	12.87	321.80	13.20	352.76	11.99	7.83
使用权资产	--	--	--	--	1,168.27	39.70	--
资产总计	2,357.18	100.00	2,437.16	100.00	2,942.54	100.00	11.73

资料来源：公司年报，联合评级整理

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 9.34%。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 4.60%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

2017—2019 年，公司货币资金连续增长，年均复合增长 24.25%。截至 2019 年末，公司货币资金 96.64 亿元，较年初增长 23.77%，以银行存款为主（占 99.28%）。截至 2019 年末，受限货币资金 7.28 亿元，主要为银行准备金和保证金，受限比例 7.53%。

2017—2019 年，公司应收账款连续增长，年均复合增长 31.08%。截至 2019 年末，公司应收账款 59.98 亿元，较年初增长 11.60%，主要为客票销售款，累计计提坏账准备 2.45 亿元，计提比例 3.93%。从账龄看，应收账款以 1 年以内（占 96.78%）为主；应收前五名单位合计占比为 66%，集中度高。

2017—2019 年，公司其他应收款连续增长，年均复合增长 27.09%。截至 2019 年末，公司其他应收款 32.45 亿元，较年初增长 7.07%；累计计提坏账准备 8.39 亿元，其中深圳市深航房地产开发有限责任公司及其下属子公司对外支出的往来款合计 4.69 亿元，由于欠款方已破产，已全额计提坏账准备；其他应收款前五名欠款单位合计占比为 43%。

2017—2019 年，公司存货连续增长，年均复合增长 16.90%。截至 2019 年末，公司存货账面价值 20.99 亿元，较年初增长 11.78%，以航材消耗件（占 56.93%）为主，其余主要为库存商品（产成品）、机上供应品等；累计计提跌价准备 2.20 亿元，主要集中在航材消耗件（占 99.09%）。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 9.15%。截至 2019 年末，公司其他流动资产 33.32 亿元，较年初下降 25.07%，主要为待抵扣进项税额（占 62.03%）和子公司中国航空集团财务有限责任公司对关联方发放的贷款（占 16.68%）。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 11.96%。截至 2019 年末，公司非流动资产 2,694.37 亿元，较年初增长 22.48%，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和使用权资产构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 2.43%。截至 2019 年末，公司长期股权投资 160.51 亿元，较年初下降 2.96%，主要为对联营企业的股权投资。

2018 年，公司将原计入可供出售金融资产科目的债务工具投资计入“其他债权投资”、将原计入可供出售金融资产科目的按公允价值计量的权益类投资计入“其他权益工具投资”。截至 2019 年末，公司其他债权投资 16.88 亿元，较年初增长 62.29%。

2017—2019 年，公司固定资产波动下降，年均复合下降 25.06%。截至 2019 年末，公司固定资产账面价值为 888.90 亿元，较年初下降 44.58%，主要系公司累计计提折旧增加所致。公司固定资产以飞机及发动机（占 83.32%）为主；累计计提折旧 816.09 亿元，固定资产成新率 52.30%。

根据新租赁准则，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。2019 年，公司新增使用权资产 1,168.27 亿元，为公司租赁的飞机及发动机。公司使用权资产累计计提折旧 514.76 亿元，成新率 69.41%。

2017—2019 年，公司在建工程连续增长，年均复合增长 7.83%。截至 2019 年末，公司在建工程 352.76 亿元，较年初增长 9.62%，主要系预付飞机款增加所致，公司在建工程以飞机预付款（占 63.54%）和发动机替换件（占 23.55%）为主，在建工程不存在减值迹象，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司所有权和使用权受限的资产合计 824.82 亿元，占资产总额的 28.03%，主要为用于融资租赁和银行借款抵押的固定资产 817.27 亿元、用于准备金和抵质押借款的货币资金 7.28 亿元和无形资产 0.27 亿元。

3. 负债和所有者权益

（1）负债

受公司发展需要融资租入飞机增加及新租赁准则的影响，公司债务规模快速增长，构成以长期债务为主，债务负担有所加重。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 17.05%。截至 2019 年末，公司负债总额 1,928.77 亿元，较年初增长 34.73%，主要系非流动负债增长所致，且非流动负债占比上升较快。

表 12 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债合计	717.55	50.97	722.31	50.46	776.30	40.25	4.01
短期借款	195.06	13.85	175.62	12.27	135.66	7.03	-16.60
应付账款	146.72	10.42	161.74	11.30	173.08	8.97	8.61

其他应付款	79.83	5.67	71.63	5.00	90.32	4.68	6.37
一年内到期的非流动负债	155.61	11.05	134.41	9.39	148.73	7.71	-2.23
应付短期债券	12.15	0.86	34.67	2.42	73.82	3.83	146.49
非流动负债合计	690.31	49.03	709.28	49.54	1,152.47	59.75	29.21
长期借款	76.08	5.40	31.85	2.23	12.00	0.62	-60.28
应付债券	145.00	10.30	124.00	8.66	153.99	7.98	3.05
应付融资租赁款	377.99	26.85	458.48	32.03	865.86	44.89	51.35
负债合计	1,407.86	100.00	1,431.59	100.00	1,928.77	100.00	17.05

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 4.01%。截至 2019 年末，公司流动负债 776.30 亿元，较年初增长 7.47%，主要系应付短期债券增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付短期债券构成。

2017—2019 年，公司短期借款连续下降，年均复合下降 16.60%。截至 2019 年末，公司短期借款 135.66 亿元，较年初下降 22.75%，以信用借款（占 98.50%）为主。

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 8.61%。截至 2019 年末，公司应付账款 173.08 亿元，较年初增长 7.01%，主要由应付航材及维修款、应付起降地服款、应付油料、应付电脑订座费等构成。

2017—2019 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 6.37%。截至 2019 年末，公司其他应付款 90.32 亿元，较年初增长 26.09%，主要系应付关联公司往来款、代理商押金增加所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 2.23%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 148.73 亿元，较年初增长 10.65%，主要系一年内到期的应付融资租赁款增加所致。

2017—2019 年，公司应付短期债券连续增长，年均复合增长 146.49%。截至 2019 年末，公司应付短期债券 73.82 亿元，较年初增长 112.92%，主要系子公司深圳航空发行多期短期融资券所致，本报告已将短期融资券纳入短期债务核算。

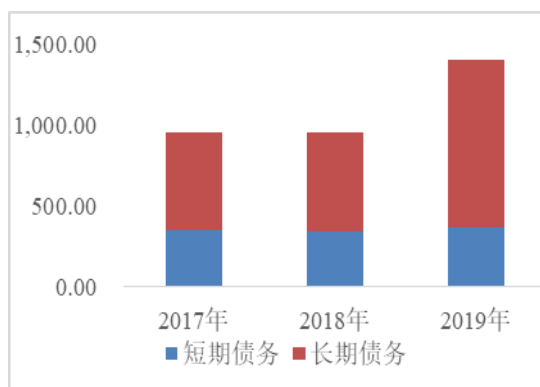
2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 29.21%。截至 2019 年末，公司非流动负债 1,152.47 亿元，较年初增长 62.48%，主要系应付债券及应付融资租赁款增长所致。公司非流动负债主要由应付债券和应付融资租赁款构成。

2017—2019 年，公司长期借款连续下降，年均复合下降 60.28%。截至 2019 年末，公司长期借款 12.00 亿元，较年初下降 62.32%，主要由抵押借款（占 81.40%）构成。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 3.05%。截至 2019 年末，公司应付债券 153.99 亿元，较年初增长 24.18%，主要系子公司深圳航空发行“19 深航空 MTN001”“19 深航空 MTN002”“19 深航 01”所致。

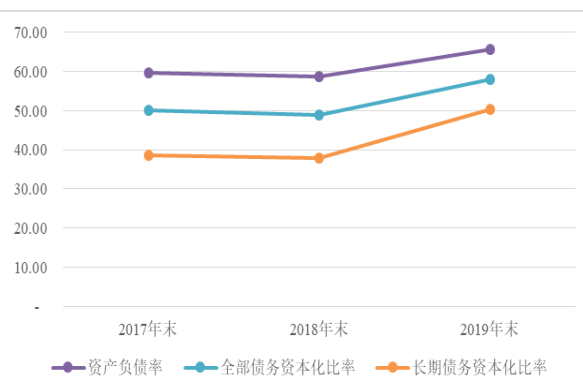
2017—2019 年，公司应付融资租赁款逐年增长，年均复合增长 51.35%。截至 2019 年末，公司应付融资租赁款 865.86 亿元，较年初增长 88.85%，主要为融资租赁飞机所产生的应付款项，已计入长期债务核算。

图 4 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

图 5 公司负债与债务指标（单位：%）



资料来源：公司提供，联合评级整理

债务方面，2017—2019 年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长 21.04%。截至 2019 年末，公司全部债务 1,397.76 亿元，较年初增长 45.98%，主要系受执行新租赁准则的影响导致长期债务增长所致。其中，短期债务占 26.18%，长期债务占 73.82%，以长期债务为主。短期债务 365.91 亿元，较年初增长 6.62%，主要系应付短期债券增长所致。长期债务 1,031.85 亿元，较年初增长 67.96%，主要系新租赁准则下应付融资租赁款增长所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.55%、57.96%和 50.44%，较年初分别提高 6.81 个百分点、9.19 个百分点和 12.52 个百分点，公司债务负担有所加重。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，未分配利润占比高，公司权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 3.34%。截至 2019 年末，公司所有者权益为 1,013.77 亿元，较年初增长 0.82%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.24%，少数股东权益占比为 7.76%。归属于母公司所有者权益 935.06 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 15.53%、28.10%和 44.48%。所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司实收资本和资本公积始终未发生变化，截至 2019 年末分别为 145.25 亿元和 262.71 亿元。

4. 盈利能力

公司收入规模波动增长，但受航油价格、折旧、人工等成本波动上涨的影响，公司营业利润率波动下滑，政府补助对公司利润总额贡献较大，汇兑损益等对公司盈利能力产生一定影响。

2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 5.93%。2019 年，公司实现营业收入 1,361.81 亿元，较上年下降 0.43%；营业成本 1,132.46 亿元，较上年下降 1.64%，营业收入与成本变化幅度基本一致；实现利润总额 91.05 亿元，较上年下降 8.57%。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
营业收入	1,213.63	1,367.74	1,361.81	5.93
营业成本	1,002.74	1,151.32	1,132.46	6.27
费用总额	105.64	164.07	177.43	29.60
其中：销售费用	61.07	63.48	66.37	4.25
管理费用	43.09	46.76	44.45	1.57

研发费用	0.95	1.07	4.91	128.02
财务费用	0.53	52.76	61.69	977.06
投资收益	-3.08	13.68	5.38	--
利润总额	114.81	99.58	91.05	-10.95
营业利润率	17.13	15.63	16.64	--
总资本收益率	6.27	5.75	5.58	--
净资产收益率	10.08	8.39	7.18	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用总额连续增长，年均复合增长 29.60%。2018 年，期间费用较上年增长 8.14%，主要系财务费用增长所致。其中，2019 年，公司销售费用较上年增长 4.55%，主要系代理业务手续费、电脑订座费增加所致。管理费用较上年下降 4.93%，主要系合并范围变化所致。财务费用方面，2018 年较上年增加 52.23 亿元，主要系汇兑表现由上年的净收益 29.38 亿元转为净损失 23.77 亿元所致，汇兑损益对公司利润影响较大；财务费用 2019 年较上年增长 16.92%，主要系执行新租赁准则导致利息支出增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 8.70%、12.00%和 13.03%。

2017—2019 年，公司投资收益分别为-3.08 亿元、13.68 亿元和 5.38 亿元。其中，2018 年公司投资收益，由上年的净损失转为净收益，主要系联营企业国泰航空有限公司 2018 年盈利导致公司权益法核算的长期股权投资收益增加所致。

2017—2019 年，公司营业外收入波动增长，分别为 1.45 亿元、2.58 亿元和 2.37 亿元。2017—2019 年，公司分别实现其他收益 24.79 亿元、31.34 亿元和 36.43 亿元，主要为航线补贴以及专机补贴，其他收益占营业利润比重分别为 21.32%、31.89%和 39.69%。2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 5.96 亿元、0.13 亿元和-0.03 亿元，由净损失转为净收益，主要系计提的存货跌价损失以及坏账损失减少所致。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 6.27%、5.75%和 5.58%，连续下降。公司总资产报酬率分别为 6.32%、5.37%和 5.22%，连续下降。公司净资产收益率分别为 10.08%、8.39%和 7.18%，连续下降。

受疫情对民航运输业的严重冲击影响，2020 年 1—3 月，公司营业收入为 172.56 亿元，较上年同期下降 46.99%；营业利润亏损 67.89 亿元，其中，归属于母公司股东的净亏损为 48.05 亿元。

5. 现金流

公司经营性现金流入量规模大且波动增长，收入实现质量高，投资活动现金净流出规模波动下降，公司再融资实力强，整体现金流情况良好。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
销售商品、提供劳务收到的现金	1,298.81	1,456.52	1,418.59	4.51
购买商品、接受劳务支付的现金	720.25	826.15	738.84	1.28
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	176.43	123.08	131.09	-13.80
发行债券收到的现金	12.00	61.00	155.00	259.40
取得借款收到的现金	276.45	363.93	219.18	-10.96
偿还债务支付的现金	414.23	507.72	408.74	-0.67

融资租赁支付的现金	61.78	84.95	147.55	54.54
经营活动产生的现金流量净额	263.89	314.19	383.40	20.53
投资活动产生的现金流量净额	-146.53	-89.50	-119.67	-9.63
筹资活动产生的现金流量净额	-128.54	-213.83	-242.51	37.36

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从经营活动看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为 1,354.14 亿元、1,527.72 亿元和 1,497.01 亿元，主要为航空客运业务形成的现金流入。2017—2019 年，经营活动现金流出波动增长，分别为 1,090.25 亿元、1,213.53 亿元和 1,113.61 亿元，主要为航油、员工薪酬等成本支付形成的现金流出。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净流入连续增长，年均复合增长 20.53%。从收入实现质量看，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 107.02%、106.49%和 104.17%，收入实现质量高。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动下降，分别为 30.82 亿元、35.67 亿元和 17.58 亿元。2019 年，投资活动现金流入规模较上年下降 50.72%，主要系 2018 年取得处置子公司收到的投资回报导致当年投资活动现金流入增长所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出波动下降，分别为 177.35 亿元、125.17 亿元和 137.24 亿元。其中，2018 年投资活动现金流出规模较上年下降 29.42%，主要系支付飞机预付款减少所致。2017—2019 年，公司投资活动均为净流出状态，净流出规模波动下降，年均复合下降 9.63%。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动下降，分别为 400.47 亿元、424.93 亿元和 378.18 亿元，年均复合下降 2.82%。筹资活动现金流出波动增长，分别为 529.01 亿元、638.76 亿元和 620.70 亿元，年均复合增长 8.32%，以偿还债务支付的现金为主；其中，融资租赁支付的现金连续增长，主要系执行新租赁准则所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金持续净流出，净流出规模连续增长，年均复合增长 37.36%。

6. 偿债能力

公司融资渠道通畅，资本实力雄厚，考虑到主营业务品牌认可度高、机队规模大、航运网络发达、运营能力强，在国内航空企业中具有显著优势，公司整体偿债能力极强。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标			
流动比率	0.29	0.33	0.32
速动比率	0.27	0.30	0.29
现金短期债务比	0.18	0.23	0.26
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	8.02	7.75	6.49
EBITDA 全部债务比	0.30	0.29	0.25

资料来源：公司审计报告及公司提供，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 0.29 倍、0.33 倍和 0.32 倍，波动增长，速动比率分别为 0.27 倍、0.30 倍和 0.29 倍，波动增长。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.18 倍、0.23 倍和 0.26 倍，连续增长。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 283.16 亿元、275.48 亿元和 241.40

亿元，连续下降。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 8.02 倍、7.75 倍和 6.49 倍，连续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度高。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.30 倍、0.29 倍和 0.25 倍，连续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2019 年末，公司合并口径共获得银行授信 1,371.48 亿元，尚未使用额度 1,094.37 亿元，间接融资渠道畅通。同时，公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年末，公司对外担保金额为 132.80 万元，为公司对子公司深圳航空房屋按揭银行借款向有关银行作出的担保。公司对外担保规模很小。

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，内容为汇润投资向一家第三方单位借入 3.90 亿元的未偿还贷款。深圳航空被指与汇润投资及该第三方签订过担保协议，作为汇润投资借款的担保人。该诉讼目前正在进行中，公司管理层已就该事项可能最终导致深圳航空发生的重大损失（包括相关费用支出）的金额做出了估计，并已于 2011 年予以拨备 1.30 亿元，同时计入当年营业外支出。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司债务负担较重。

公司业务包括航空客运、货运及邮运等，主要由母公司进行运营。

2017—2019 年，母公司资产总额连续增长，年均复合增长 11.73%。截至 2019 年末，母公司资产总额 2,175.59 亿元（占合并范围的 73.94%），较年初增长 19.33%，主要系非流动资产增长所致。2017—2019 年，母公司所有者权益连续增长，年均复合增长 2.16%。截至 2019 年末，母公司所有者权益为 837.64 亿元，较年初下降 0.63%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 17.34%、36.55%和 32.56%。

2017—2019 年，母公司负债总额连续增长，年均复合增长 19.30%。截至 2019 年末，母公司负债总额 1,337.95 亿元（占合并范围的 69.37%），较年初增长 36.49%。其中，流动负债 560.78 亿元（占比 41.91%），非流动负债 777.17 亿元（占比 58.09%）。截至 2019 年末，母公司全部债务 914.27 亿元（占合并范围的 65.41%），较年初增长 49.63%；母公司 2019 年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.50%、52.19%和 45.73%，较年初分别提高 7.73 个百分点、10.16 个百分点和 12.18 个百分点，母公司债务负担较重。

2019 年，母公司营业收入为 946.69 亿元，净利润为 53.77 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2019 年末，公司全部债务为 1,397.76 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 30.00 亿元（含），对公司债务规模影响不大。

截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.55%、57.96%和 50.44%。以公司 2019 年末报表财务数据为基础，预计本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 65.90%、58.48%和 51.16%，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 356.21 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 11.87 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力高；经营活动产生的现金流入额为 1,497.01 亿元，为本期债券发行额度的 49.90 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高；经营活动现金流量净额为 383.40 亿元，为本期债券发行额度的 12.78 倍，公司经营活动现金净流量对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司主营业务品牌认可度高、机队规模大、航运网络发达、运营能力强，在国内航空企业中具有显著优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

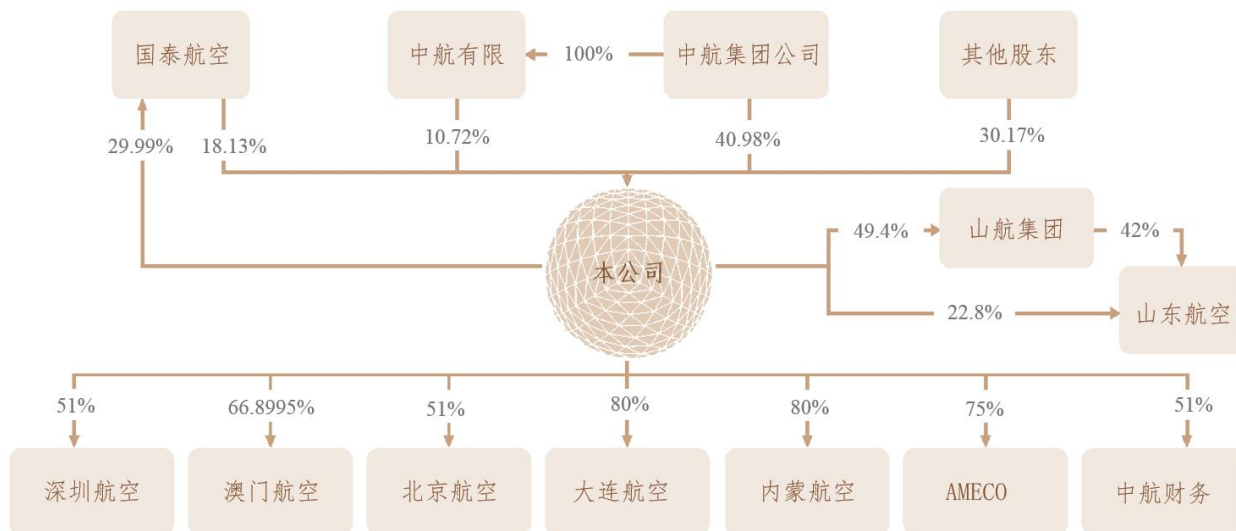
九、综合评价

公司作为国内三大航空运输公司之一，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，公司机队规模、航线网络、年客运量等多项指标稳步增长。同时，联合评级也关注到公司盈利水平受航油价格和汇率波动影响大、债务规模快速增长、未来面临一定资本支出压力、受新型冠状病毒肺炎疫情不利影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司仍将坚持以北京为超级枢纽、成都为国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构的战略布局，并优化网络布局，在强化航空运输业的同时，沿航空产业链积极探索相关产业的发展。此外，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

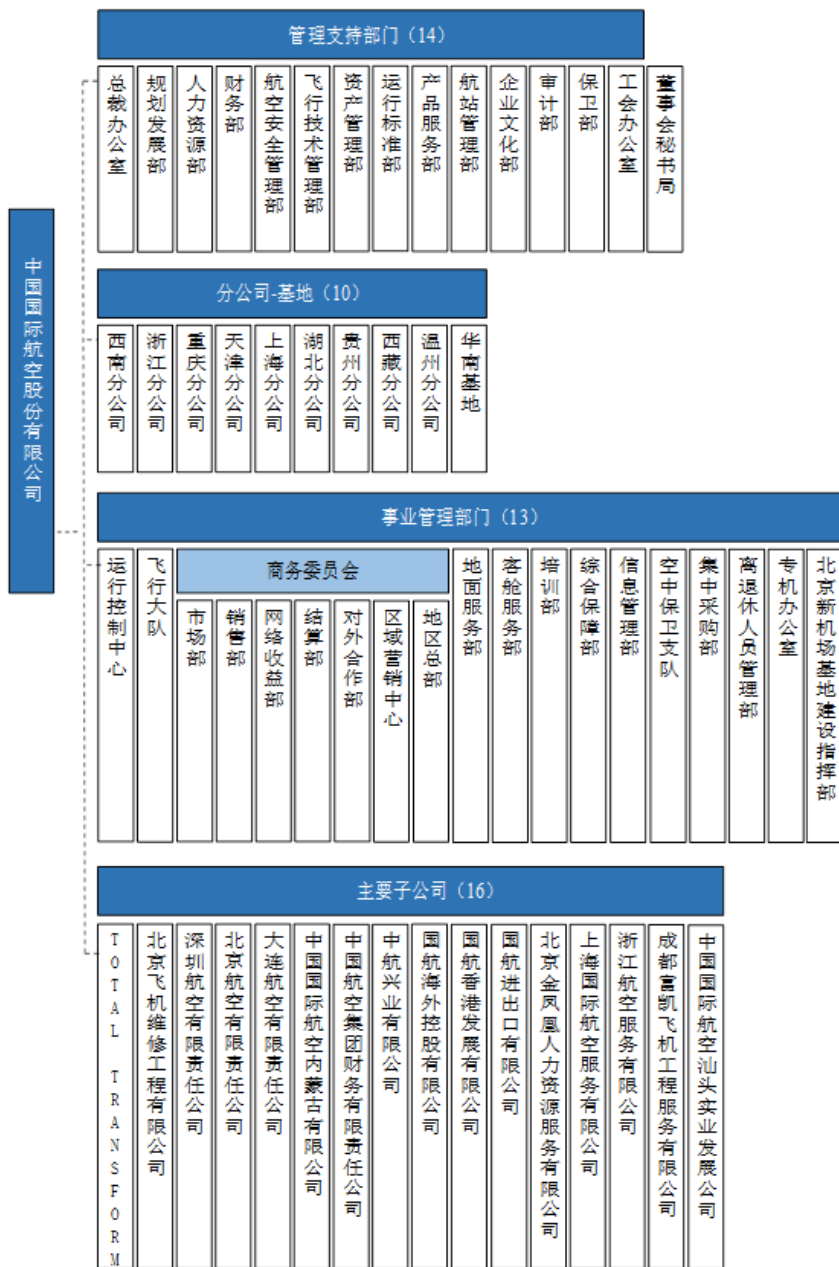
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国国际航空股份有限公司 股权结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附件 2 中国国际航空股份有限公司 组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附件 3-1 中国国际航空股份有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,357.18	2,437.16	2,942.54
所有者权益（亿元）	949.32	1,005.57	1,013.77
短期债务（亿元）	354.91	343.20	365.91
长期债务（亿元）	599.07	614.34	1,031.85
全部债务（亿元）	954.60	957.54	1,397.76
营业收入（亿元）	1,213.63	1,367.74	1,361.81
净利润（亿元）	86.37	82.01	72.52
EBITDA（亿元）	283.16	275.66	356.21
经营性净现金流（亿元）	263.89	314.19	383.40
应收账款周转次数（次）	35.82	30.86	45.41
存货周转次数（次）	62.35	67.46	56.96
总资产周转次数（次）	0.53	0.57	0.51
现金收入比率（%）	107.02	106.49	104.17
总资本收益率（%）	6.27	5.75	5.58
净资产收益率（%）	10.08	8.39	7.18
营业利润率（%）	17.13	15.63	16.64
费用收入比（%）	8.70	12.00	12.67
资产负债率（%）	59.73	58.74	65.55
全部债务资本化比率（%）	50.12	48.78	57.96
长期债务资本化比率（%）	38.69	37.92	50.44
EBITDA 利息倍数（倍）	8.02	7.75	6.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.29	0.25
流动比率（倍）	0.29	0.33	0.32
速动比率（倍）	0.27	0.30	0.29
现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.26
经营现金流动负债比率（%）	36.78	43.50	49.39
EBITDA/本期发债额度(倍)	9.44	9.18	11.87

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. 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数；3. 本报告将应付短期债券计入短期债务核算，将应付融资租赁款/租赁负债计入长期债务核算

附件 3-2 中国国际航空股份有限公司 主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,742.65	1,823.19	2,175.59
所有者权益（亿元）	802.66	842.95	837.64
短期债务（亿元）	202.94	183.51	208.32
长期债务（亿元）	400.15	427.53	705.95
全部债务（亿元）	603.08	611.03	914.27
营业收入（亿元）	830.07	929.56	946.69
净利润（亿元）	69.58	53.58	53.77
EBITDA（亿元）	110.43	87.34	104.62
经营性净现金流（亿元）	191.39	228.57	256.88
应收账款周转次数（次）	25.29	23.43	20.70
存货周转次数（次）	604.63	832.74	931.30
总资产周转次数（次）	0.49	0.52	0.47
现金收入比率（%）	104.86	103.77	102.11
总资本收益率（%）	7.23	5.08	5.55
净资产收益率（%）	9.67	6.51	6.40
营业利润率（%）	16.51	15.57	16.29
费用收入比（%）	8.42	10.84	11.91
资产负债率（%）	53.94	53.76	61.50
全部债务资本化比率（%）	42.90	42.02	52.19
长期债务资本化比率（%）	33.27	33.65	45.73
EBITDA 利息倍数（倍）	4.66	4.01	2.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14	0.11
流动比率（倍）	0.26	0.32	0.29
速动比率（倍）	0.26	0.32	0.29
现金短期债务比（倍）	0.16	0.39	0.33
经营现金流动负债比率（%）	39.09	45.73	45.81

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. 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数；3. 本报告将应付短期债券计入短期债务核算，将应付融资租赁款/租赁负债计入长期债务核算

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 (付息部分)

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 + 折旧 (含使用权资产折旧) + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司及国货航执行新会计准则的具体情况

1. 公司自 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、计量和报告公司的金融工具。因公司 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，公司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，公司不进行调整。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。

2. 2018 年起，公司自 2018 年 1 月 1 日起执行新收入准则。公司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。公司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）。公司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，公司执行新租赁准则。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，公司执行新租赁准则，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、新收入准则的公司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 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。

联合信用评级有限公司关于 中国国际航空股份有限公司 2020年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国国际航空股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国国际航空股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国国际航空股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国国际航空股份有限公司的相关状况，如发现中国国际航空股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国国际航空股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中国国际航空股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国国际航空股份有限公司、监管部门等。

