信用评级公告

联合〔2021〕3635号

联合资信评估股份有限公司通过对山东航空股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调山东航空股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 山东航空 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年五月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东航空股份有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	上次评级展望
主体	AA	稳定	AAA	稳定
20山东航空MTN001	AA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20山东航空MTN001	10.00亿元	10.00亿元	2023/04/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年5月28日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
航空运输企业信用评级方法	V3.0.201907
航空运输企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F6	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		6
调整因素和理由				调整子级
政府支持				5
股东支持				2

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

山东航空股份有限公司（以下简称“公司”）作为山东航空集团有限公司（以下简称“山航集团”）下属唯一的航空运输业务运营主体，是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势，得到了有力的外部支持。跟踪期内，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司受疫情冲击经营大幅亏损、所有者权益大幅下降且债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着疫情的逐步控制和疫苗的推广，民航运输业呈逐步恢复趋势，公司经营状况有望改善。

综上，联合资信确定将公司主体长期信用等级下调为AA，“20山东航空MTN001”的信用等级下调为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司具有区域竞争优势。**公司作为山航集团下属唯一的航空运输业务运营主体，跟踪期内，机队规模有所扩大，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势。
2. **公司获得有力的外部支持。**公司在财政补贴、政策性贷款和费用减免方面得到了国家和地方政府的支持，在运营管理方面仍得到了股东中国国际航空股份有限公司的支持。

关注

1. **公司经营大幅亏损。**2020年以来的新冠肺炎疫情对航空运输业产生较大冲击，公司盈利指标严重恶化，经营大幅亏损。
2. **所有者权益大幅下降。**受经营大幅亏损及执行新租赁准则影响，跟踪期内，公司所有者权益规模大幅下降。
3. **债务负担重。**跟踪期内，由于公司加大融资力度、执行新租赁准则，有息债务规模大幅增长，公司债务负担明显加重。

分析师：霍正泽　郭雄飞
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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	8.41	5.99	53.06	54.76
资产总额（亿元）	165.64	173.93	224.04	348.30
所有者权益（亿元）	44.71	51.74	25.70	1.18
短期债务（亿元）	10.27	15.79	27.79	52.17
长期债务（亿元）	34.27	20.59	81.66	201.83
全部债务（亿元）	44.54	36.38	109.45	254.00
营业收入（亿元）	187.66	189.90	105.34	24.96
利润总额（亿元）	4.62	4.81	-31.46	-11.12
EBITDA（亿元）	15.01	16.28	-19.92	--
经营性净现金流（亿元）	24.50	26.30	-17.00	-0.13
营业利润率（%）	8.43	9.35	-19.28	-25.30
净资产收益率（%）	7.77	6.98	-92.68	--
资产负债率（%）	73.01	70.26	88.53	99.66
全部债务资本化比率（%）	49.90	41.28	80.98	99.54
流动比率（%）	37.77	28.60	93.15	70.05
经营现金流动负债比（%）	44.32	41.79	-24.63	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.38	1.91	1.05
EBITDA利息倍数（倍）	8.72	9.45	-8.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.97	2.23	-5.49	--
本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	165.62	173.94	224.38	348.64
所有者权益（亿元）	44.24	51.13	25.07	0.57
全部债务（亿元）	44.54	36.38	109.45	254.00
营业收入（亿元）	187.36	189.63	105.10	24.82
利润总额（亿元）	4.32	4.64	-31.50	-11.10
资产负债率（%）	73.29	70.60	88.83	99.84
全部债务资本化比率（%）	50.17	41.57	81.36	99.78
流动比率（%）	36.96	27.81	91.77	69.29
经营现金流动负债比（%）	43.49	41.37	-23.89	--

注：1. 本报告将长期应付款中的有息部分和租赁负债纳入长期债务计算，将一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期应付职工薪酬从短期债务中剔除，将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算；2. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司年报、季度报告及公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 山东航空 MTN 001	AAA	AAA	稳定	2020/05/29	郝一哲 夏妍妍	航空运输企业信用评级方法V3.0.201907 航空运输企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 山东航空 MTN 001	AAA	AAA	稳定	2020/03/18	郝一哲 张建飞 谢晨 胡元杰	航空运输企业信用评级方法V3.0.201907 航空运输企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东航空股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

山东航空股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东航空股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、组织结构、经营范围未发生变化。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 4.00 亿元，山东航空集团有限公司（以下简称“山航集团”）为公司控股股东和实际控制人，持股 42.00%，山航集团的实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”）直接和间接合计持有公司 43.55%的股份。

截至 2021 年 3 月末，公司本部的职能板块包括飞行运行板块、机务板块、商务板块、服务板块、管理支持板块和分公司、基地板块，各板块内包含具体职能部门；公司纳入合并报表的子公司共 4 家。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 224.04 亿元，所有者权益 25.70 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2020 年，公司实现营业收入 105.34 亿元，利润总额-31.46 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 348.30 亿元，所有者权益 1.18 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.96 亿元，利润总额-11.12 亿元。

公司注册地址：济南市遥墙国际机场；法定代表人：孙秀江。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 山东航空 MTN001	10.00	10.00	2020/04/24	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2] 为剔除技术效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速

（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

航空运输业凭借其高速、便捷等特点在交通运输体系中发挥重要作用。中国航空运输业垄断竞争特点明显，受益于政策利好，多元化竞争逐步增强。航油、汇率价格波动是影响航空运输企业盈利水平的重要因素，突发事件对航企持续经营影响重大。2020 年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对航空运输业产生负面影响，随着国内疫情的控制和疫苗的推广，2020 年下半年以来国内航空运输行业需求明显改善，

2021 年一季度以来国内航空运输业持续复苏，整体发展前景向好，但境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍在持续。考虑航空需求的持续性及宏观经济恢复向好趋势，预计航空运输业增长的长期趋势不变，航空运输业展望为稳定，维持航空运输行业评级为风险一般。

1. 行业概况

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色。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。疫情发生前，随着经济增长及居民收入水平提升，中国航空客货运输量逐年增加，航空运输业凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。但航空运输业受突发事件影响大，2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生了严重冲击。

2020 年 1 月起，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了出行限制措施，导致全球航空需求锐减。根据《中国民航 2020 年 12 月份主要生产指标统计》，2020 年 1－12 月，中国民航业累计完成运输总周转量 798.5 亿吨公里，同比下降 38.3%，增速较上年下降 45.5 个百分点。客运市场方面，完成旅客周转量 6311.2 亿人公里，同比下降 46.1%，增速较上年下降 55.4 个百分点；其中国内航线同比下降 31.1%，国际航线同比下降 86.1%；全年完成旅客运输量 4.2 亿人次，连续 15 年稳居世界第二。货运方面，2020 年全行业实现货邮周转量 240.2 亿吨公里，同比下降 8.7%，增速较上年下降 9.0 个百分点。

在国内新冠肺炎疫情逐步控制，经济生产生活逐步恢复的背景下，我国民航业自 2020 年 5 月开始逐步恢复，单月旅客周转量逐步回升，受冬季疫情反复影响，自 2020 年 11 月又有所回落。2021 年 1 月以来，随着疫情的防控、疫苗的推广以及复工复产的持续推进，国内航空客货运需求逐渐恢复。2021 年一季度，中国民航共完成运输总周转量 203.0 亿吨公里、旅客运输量 1.02 亿人次、货邮运输量 178.2 万吨，同比分别增长 22.8%、37.5%和 28.7%，分别恢复至 2019 年同期的 65.6%、63.4%和 106.2%。同期，航空运输业仍持续亏损，但亏损程度较上年同期有所收窄。2021 年一季度，航空运输业全行业累计实现营业收入 878.8 亿元，同比减少 1.1%，航空运输业全行业累计亏损达 300.5 亿元，同比减亏 45.8 亿元。由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策仍较严格，国际客运供应量预计仍将维持低位。

2. 行业政策

表 3 近年来航空运输行业主要政策梳理

发布日期	发布单位	政策或会议名称	政策要点
2017 年 1 月	中国民用航空局（以下简称“民航局”）	《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》	国航内线起降费整体提高 10%左右、安检费提高 40%至 50%、停场费提高 5%至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20%左右
2017 年 12 月	民航局、国家发改委	《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》	头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价；经济舱旅客运价根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价，货物运价实行市场调节价，并公布运价制定上限和基准价公式
2018 年 1 月	民航局、国家发改委	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2018 年 1 月	交通运输部	《国内投资民用航空业规定》	国有投资主体和非国有投资主体可以单独或者联合投资民用航空业，对国内投资需要特别管理的公共航空运输企业应当保持国有控股或者国有相对控股，其中，国有相对控股应当由单一国有投资主体及其控股企业相对控股
2019 年 5	民航局	《关于统筹推进民航降低成本工	将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调 50%；要降

月		作的实施意见》	低航空煤油销售价格；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮，下调货运航空公司机场收费标准
2020 年 2 月	财政部、国家发改委	《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》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020 年 3 月	财政部、民航局	《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》	疫情防控期间（2020 年 1 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日），中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持，共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴 0.0176 元，独飞航班每座公里 0.0528 元，执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补贴
2020 年 10 月	交通运输部	《国际航空运输价格管理规定》	国际航空运价按照我国政府与外国政府签订的航空运输协定、协议，分别实行核准管理或者备案管理；核准或者备案的范围分别为旅客公布运价中的旅客普通运价和货物公布运价中的普通货物运价。对于协定、协议未要求核准或备案的国际运价，交由航空运输企业自主决定
2020 年 11 月	民航局、国家发改委	《关于进一步深化民航国内航线运输价格有关问题的通知》	3 家以上（含 3 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2021 年 1 月	民航局	《<外商投资民用航空业规定>及其补充规定废止》	民航外资政策管理方式由正面清单模式转向负面清单模式
2021 年 3 月	国务院	《2021 年政府工作报告》	民航发展基金航空公司征收标准降低 20%
2021 年 3 月	财政部、海关总署	《关于 2021－2030 年支持民用航空维修用航空器材进口税收政策的通知》	自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对民用飞机整机设计制造企业、国内航空公司、维修单位、航空器材分销商进口国内不能生产或性能不能满足需求的维修用航空器材，免征进口关税

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2017 年 12 月、2018 年 1 月、2020 年 10 月和 11 月，民航局、国家发改委和交通运输部陆续下发文件，明确了国内和国际运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于三大航航线资源的比较优势，其运营效率未来有望提升。

成本方面，2017 年 1 月民航局发布了机场收费的调整方案，该方案自 2017 年 4 月起实施，起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15%左右，收费标准上调后，航空公司成本将有所增加，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。2019 年 5 月民航局统筹推进降低航空公司成本的工作，主要是减税降费、适度调减机场服务性收费等，有助于缓解航空公司成本负担和提升行业发展活力。2021 年 3 月财政部和海关总署下发文件，提出减免航空维修用航空器材进口关税，进一步缓解航空公司的成本负担。

所有制改革方面，2018 年 1 月，交通运输部发文提出放宽中国国航（股票代码：601111.SH）、中国南方航空股份有限公司（以下简称“南方航空”，股票代码：600029.SH）和中国东方航空股份有限公司（以下简称“东方航空”，股票代码 600115.SH）三家航空公司（简称“三大航”）的股权结构至国有相对控股，民航业混改拉开序幕。此次改革，在政策上为三大航进一步吸收包括社会资本在内的各类资本投资提供了一定的空间。2017 年，三大航控股股东中国航空集团有限公司（以下简称“国航集团”）、中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）、中国东方航空集团有限公司（以下简称“东航集团”）相继宣布完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。改制将有助于进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。

疫情防控方面，2020 年，财政部、民航局发文提出在疫情防控期间免征航空公司应缴纳的民航发展基金，对执飞重大运输飞行任务的

航空公司进行适度补贴。2021 年 3 月，政府工作报告中提出将民航发展基金航空公司征收标准降低 20%，对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

3. 行业发展

2020 年受新冠疫情影响，航空运输业飞行利用率和运营效率同比均有所下降。

从国内航空市场的飞机投放看，随着飞机购买订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从 2010 年的 1597 架增加到 2019 年底的 3818 架，但 2019 年飞机架数增速回落至 4.91%。根据各航空公司未来飞机购买计划，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定规模。

从飞机利用率看，2018－2020 年，民航运输飞机平均日利用率大幅下降，分别为 9.36 小时、9.33 小时和 6.5 小时。

从运营效率看，2020 年受新冠肺炎疫情管控影响，中国民航正班客座率和正班载运率较上年大幅下降，上述指标分别为 72.9%和 66.5%，较上年分别下降 10.2 个百分点和 5.1 个百分点。

4. 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一定垄断。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。根据民航局统计数据，截至 2019 年底，中国共有运输航空公司 62 家。其中，国有控股公司 48 家，民营和民营控股公司 14 家；全货运航空公司 9 家，中外合资航空公司 10 家，上市公司 8 家。

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。其中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，中国国航、南方航空及东方航空分别为国航集团、南航集团和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、债务负担重等负面因素。

表 4　2020 年国内三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
运营指标			
可用座公里（亿客公里）	1560.61	1520.66	2147.22
机队规模（架）	707	734	867
飞机日利用率（小时）	6.34	5.89	7.02
平均客座率（%）	70.38	70.54	71.46
平均载运率（%）	56.09	56.71	61.39
每客公里收益（元）	0.507	0.492	0.46
财务指标			
资产总额（亿元）	2840.71	2824.08	3261.15
营业收入（亿元）	695.04	586.39	925.61
政府补助（亿元）	40.76	53.48	41.79

利润总额（亿元）	-184.75	-164.81	-151.86
经营性净现金流（亿元）	14.08	12.11	90.49
主营业务毛利率（%）	-8.82	-20.74	-3.11
资产负债率（%）	70.50	79.85	73.98

注：1.东方航空在计算单位收益指标时相应收入包含合作航线收入和燃油附加费；2.上表中的政府补助来自于审计报告中的“其他收益”
资料来源：联合资信根据上市公司年报整理

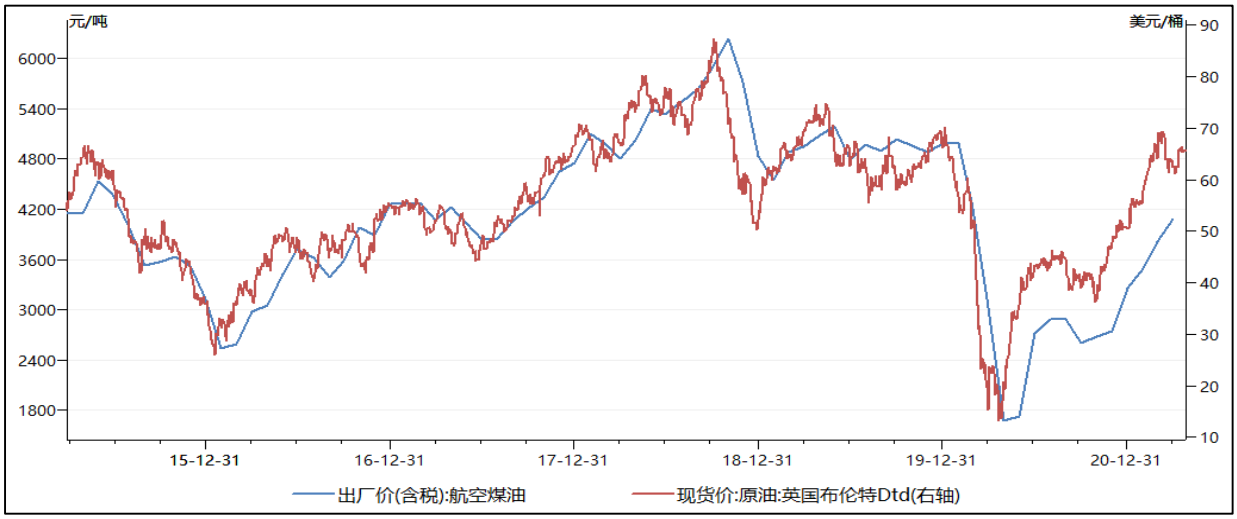
国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有厦门航空有限公司等综合竞争实力较强的地方性航空公司。近年来，政策利好下，以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到快速发展。但受到新冠肺炎疫情的影响，大部分航空公司在2020年均处于亏损状态，股东支持力度高、资本实力强的航空公司将获得更明显的竞争优势。

5. 主要供求因素

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20%~50%左右。国际原油价格波动以及发改委对国内航油价格的调整，都会对航空公司的盈利造成较大的影响。

图1 近年航油价格和原油价格走势



资料来源：Wind资讯

2016年2月航空煤油价格跌至2543元/吨的低点，之后油价整体呈波动上升态势，到2018年11月初达到阶段性高点。2018年四季度，国际油价出现暴跌趋势。随着2019年初OPEC推动新一轮减产，国际油价反弹且呈单边上涨走势，进入二季度以后，美国加征关税导致中美贸易关系紧张，全球经济数据不佳，石油需求增长减缓，美国页岩油行业扩大产量利空油价，国际原油价格快速回跌，三季度中东关系紧张石油设施屡次受袭，原油价格出现短暂反弹，四季度OPEC做出2020年深化减产决定，原油价格再次上涨，但受制于需求疲软和供给过剩担忧，上涨空间受限，2019年国际油价呈现宽幅震荡格局。2020年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，原油需求大幅压减，此外随着减产协议于3月到期，沙特扩大产量并压低油价，国际原油供求迅速失衡，导致价格暴跌。2020年下半年，随着新减产协议的达成，国际原油市场供应端逐步收紧，越来越多的国家在防控疫情的同时启动复工复产，原油需求回暖，国际油价逐步上涨。未来，在全球政治格局复杂多变、经济下行压力加大以及新冠肺炎疫情的影

响下，国际原油供给端和需求端存在不确定性，航空运输企业仍需面临油价波动的影响。

人民币汇率变化

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，以上支出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。

图 2　近年人民币兑美元汇率走势图



资料来源：联合资信根据公开数据整理

自 2015 年 8 月 11 日中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，人民币兑美元汇率出现大幅贬值，趋势持续至 2016 年 12 月底。2017 年，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元汇率中间价全年大幅升值 6.1%。2018 年呈波动下降走势。2019 年，中国仍然面临贸易局势不确定的影响，经济下行压力持续加大，人民币贬值压力加大，全年贬值 4.1%。2020 以来，受新冠肺炎疫情爆发影响，美联储实施不限量、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动，受益于国内经济逐步复苏，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率呈升值走势。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整、新冠疫情防控等多方面因素。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

随着中国高速铁路网的日臻完善，高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票价相对较低等特点，在 3 小时以内、800 公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。据民航局航空安全技术中心最新的统计，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。

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，中国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，对航空运输的冲击可控；且随着民航局 2016 年 11 月起放开 800 公里以下及 800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争

航线运输票价，航空公司与高铁在短距离运输上的价格差异有望收窄。但高速铁路网的形成仍将对国内航空市场带来较大冲击。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。

突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故、疫情等突发性事件及政治与外交关系的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。如2020年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生了严重冲击，国内航空公司大幅亏损，2020年全年全球34家航空公司宣布破产。此外，重大空难不仅使得行业景气度承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。另外，国际政局的动荡及国家间关系的亲疏变化对航企国际航线业务开展影响重大。随着各国对环境保护的日益重视，征收碳排放税等环保措施的执行也将对航空公司运营产生影响。

6. 未来发展

短期来看，随着国内疫情的控制和疫苗的推广，航空运输行业需求明显改善，2021年一季度，我国经济实现“开门红”，GDP较上年同期增长18.3%。一季度以来国内航空运输业持续复苏，整体发展前景向好，但境外疫情蔓延对国际航线负面影响仍持续。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴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，国家、金融机构的政策支持，航空运输业仍将保持一定的景气度。国内航空公司所处的大环境中存在机遇也面临挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展。整体看，航空运输业行业展望为稳定，维持航空运输行业评级为风险一般。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。山航集团为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司运输总周转量和旅客周转量有所下降。

公司作为山航集团下属唯一的航空运输业务运营主体，公司总部基地设在济南市，在青岛、烟台、厦门、重庆、北京和乌鲁木齐设有分公司或运营基地，并在多地设有飞行基地，构建起“区域占主导、国内有竞争力”的航线网络和“大三角”（济南、厦门、重庆）基地格局，在以山东省为核心的东部沿海及周边国际地区具有一定的竞争优势。

截至2021年3月末，公司拥有波音B737系列飞机131架，运营航线200多条。2020年，公司共完成运输总周转量25.52亿吨公里，同比下降29.66%；实现旅客周转量256.27亿人公里，同比下降31.94%，主要系新冠肺炎疫情影响所致。

3. 外部支持

跟踪期内，公司在财政补贴、政策性贷款和费用减免方面得到了国家和地方政府的有力支持，在运营管理方面仍得到了股东中国国航的支持。

（1）财政补贴

公司持续获得国家和地方政府的补贴，其中国家层面的补贴包括支线补贴、航线补贴等；地方政府补贴包括节能减排补贴、地方航线补贴等。2020年和2021年第一季度公司分别获得补贴收入0.98亿元和0.15亿元，公司将其计入“其他收益”。

（2）政策性贷款

2020年，公司获得国家开发银行提供的政策性应急贷款20.00亿元，贷款利率2.00%，用于支持公司应对疫情冲击。民航局、人民银行今年对于各航空公司、机场2020年应急贷款使用情况进行摸排调查，决定2021年继续提供应

急贷款，公司获得 26.00 亿元贷款额度。

（3）费用减免

2020 年，为支持民航企业渡过疫情，财政部和国家发改委决定免征航空公司应缴纳的民航发展基金，公司免缴民航发展基金 1.87 亿元。

民航局决定将一类、二类机场起降费收费标准基准价降低 10%，免收停场费；航路费（飞越飞行除外）收费标准降低 10%，以上费用减免降低公司成本 0.38 亿元。境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低 8%。公司航油成本节支超过 0.24 亿元。

2021 年 5 月 10 日，国家发改委、工业和信息化部、财政部、人民银行四部门决定 2021 年将民航发展基金航空公司征收标准降低 20%，延续机场收费、空管收费和航空煤油进销差价优惠政策暂定至 2021 年 6 月 30 日。

（4）运营管理

同时，公司在维修资源共享、时刻资源置换、地面服务协同等运营管理方面得到了股东中国国航的支持。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：3701010000555469），截至 2021 年 5 月 10 日，公司本部无未结清的不良类信贷信息记录；已结清信贷记录中有 3 笔垫款和 2 笔关注类贷款，根据公司提供的说明，上述事项均发生于 2014 年之前，具体原因已无法追溯。

截至 2021 年 5 月 27 日，联合资信未发现公司被列入被执行人或失信被执行人。

七、管理分析

跟踪期内，公司副总经理兼总飞行师张庆社先生因年龄原因辞职。此外，公司尚有 1 名董事和 1 名监事缺位。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受新冠肺炎疫情冲击，公司业务规模大幅缩减，2020 年及 2021 年 1－3 月，公司营业收入大幅下降，持续经营亏损。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，航空运输需求大幅下降，公司营业收入较上年下降 44.53%，公司营业收入仍以航空运输服务收入为主。公司物流货运服务、酒店餐饮服务和培训服务等其他业务规模均很小，对公司营业收入影响有限。毛利率方面，2020 年，航空运输需求疲弱，飞机利用率下降，供需失衡导致行业票价维持低位，但公司仍需支付日常维护等固定成本，出现经营亏损。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.96 亿元，较上年同期增长 9.86%；毛利率为-25.21%，主要系受冬季疫情反复及就地过年政策影响，经营持续亏损。

表 5　公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
航空运输服务	182.57	96.14	6.24	98.30	93.31	-27.00	23.38	93.65	-32.91
物流货运服务	0.27	0.14	-24.30	0.28	0.27	10.59	0.09	0.37	-9.12
酒店餐饮服务	0.32	0.17	21.44	0.27	0.25	6.20	0.07	0.28	8.23
培训服务	0.04	0.02	-307.24	0.04	0.04	-256.62	0.01	0.03	-36.53
其他	6.71	3.53	99.16	6.46	6.13	99.29	1.42	5.67	99.33
合计	**189.90**	**100.00**	**9.44**	**105.34**	**100.00**	**-19.18**	**24.96**	**100.00**	**-25.21**

注：公司其他业务主要包括退票收入、业务代理收入、机务租售收入等
资料来源：联合资信根据公司年报、季度报告及公司提供资料整理

2. 航空运输服务

跟踪期内，公司在山东省内基地市场占有率有所提高，机队规模持续扩张，经营租赁占比高，未来仍有较大的飞机及航材资本支出需

求。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司整体运营效率下降，但公司运力投放和运输周转量下降幅度低于行业整体水平。2021 年 1－3 月，公司经营情况有所恢复。转场至青岛胶东国际机场（以下简称“胶东机场”）将促进公司业务发展。

（1）航线布局

跟踪期内，公司航线网络变化不大。公司以济南、青岛、烟台、厦门、重庆为主基地进行运力分布，围绕山东、厦门、重庆构建大三角航线网络，已初步形成全国性的航线布局。2020 年，公司在济南、青岛、烟台三个省内基地市场占有率分别为 39.11%、33.40%和 27.93%，较上年分别提高 2.49 个百分点、4.71 个百分点和 5.15 个百分点，市场份额排名第一位。

（2）机队规模

跟踪期内，公司机队规模持续扩张，通过经营租赁的方式引进 7 架飞机。截至 2021 年 3 月末，公司机队规模 131 架，在公司所拥有飞机中，自购 25 架、经营租赁 100 架、融资租赁 6 架。

表 6　公司机队规模（单位：架）

获取方式	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
经营租赁	93	100	100
融资租赁	9	6	6
自购	22	25	25
合计	**124**	**131**	**131**

资料来源：公司提供

从机队结构看，公司飞机机型全部为波音 737 系列，具体型号分别为B737-700、B737-800和B737-8。单一的波音 737 机型可使航材及机组、维修队伍经验技术共享，各种资源得以机动调整调配，最大限度提高效率。2020 年，疫情催生防疫物资运输需求，航空货运需求旺盛，公司对 4 架飞机进行了“客改货”以开展货运业务，其余飞机仍为客机。公司飞机日利用率为 7.50 小时，较上年下降 2.58 小时，主要系受新冠肺炎疫情影响，运力投放减少所致。

表 7　截至 2021 年 3 月末公司机队构成

（单位：架、年）

飞机型号	飞机数量	平均机龄
B737-700	3	7.09
B737-800	121	
B737-8	7	
合计	**131**	--

资料来源：公司提供

2019 年 3 月 11 日，中国民航局官网发布通告，要求国内运输航空公司暂停波音 737-8 飞机的商业运行，民航局将联系美国联邦航空局和波音公司，在确认具备有效保障飞行安全的有关措施后，通知各运输航空公司恢复波音 737-8 飞机的商业运行。截至本报告出具日，公司 737-8 飞机仍处于停飞状态。

（3）运营情况

2020 年，受到新冠肺炎疫情的影响，航空运输需求下降，公司运力投放、运输总量和运载效率均较上年有所下降。其中，可供吨公里较上年下降 24.35%；运输总周转量较上年下降 29.66%，小于我国民航业整体运输总周转量的下降幅度（38.30%）；综合载运率较上年下降 5.31 个百分点。分区域看，因疫情较为严重且执行民航局疫情防控政策，地区和国际航线运力投放和运输总周转量下降幅度较大，国内疫情控制较好，运力投放和运输总周转量下降幅度相对较小。

2021 年 1－3 月，公司运力投放和运输总周转量分别较上年同期增长 35.92%和 46.27%，综合载运率较上年同期提高 5.07 个百分点。公司经营状况较疫情爆发初期有所恢复但仍受到冬季疫情反弹和就地过年政策的影响。

表 8　公司航空运输业务可供吨公里、运输总周转量和综合载运率情况

（单位：亿吨公里、%、个百分点）

项目	2019 年	2020 年	2020 年较上年增速/增减百分点	2021 年 1－3 月
可供吨公里（ATK）				
国内	44.02	35.26	-19.90	8.18
国际	3.23	1.00	-68.99	0.21
地区	0.76	0.06	-92.42	0.00

合计	**48.01**	**36.32**	**-24.35**	**8.40**
运输总周转量（RTK）				
国内	33.57	25.03	-25.42	5.80
国际	2.28	0.46	-79.65	0.08
地区	0.44	0.02	-95.01	0.00
合计	**36.28**	**25.52**	**-29.66**	**5.88**
综合载运率（RTK/ATK）				
国内	76.26	71.01	-5.25	70.87
国际	70.46	46.25	-24.22	37.26
地区	57.74	38.03	-19.71	--
综合	**75.58**	**70.27**	**-5.31**	**70.02**

注：1. 可供吨公里为每一段可提供运载与该航段距离的乘积之和，运输总周转量为实际每一航段载运吨数与该航段距离的乘积之和，综合运载率为运输总周转量与可供吨公里之比；2. 地区指中国香港、澳门及台湾；3. 受民航局及山东省政府疫情防控政策影响，公司 2020 年 4 月起停止地区航线运力投放
资料来源：公司年报及公司提供，联合资信整理

客运业务

客运业务方面，2020 年，公司客运收入 93.25 亿元，较上年下降 47.94%，公司客公里收入 0.36 元，较上年减少 0.12 元。2020 年，随着运力投放减少，公司可供座公里较上年下降 24.57%，旅客周转量较上年下降 31.94%，小于民航业整体旅客周转量下降幅度（46.10%）。地区和国际航线的可供座公里、旅客周转量下降幅度相对较大。公司全年客座率 75.82%，较上年下降 8.20 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司可供座公里和旅客周转量分别较上年同期增长 34.58%和 45.13%，客座率较上年同期提高 5.55 个百分点。

表 9　公司客运业务情况
（单位：亿人公里、%、个百分点）

项目	2019 年	2020 年	2020 年 较上年增速/ 增减百分点	2021 年 1－3 月
可供座公里（ASK）				
国内	409.71	333.22	-18.67	77.88
国际	31.31	4.24	-86.47	0.07
地区	7.10	0.54	-92.40	0.00
合计	**448.12**	**337.99**	**-24.57**	**77.95**
旅客周转量（RPK）				
国内	346.91	253.23	-27.00	59.42
国际	24.96	2.81	-88.76	0.04
地区	4.66	0.23	-95.00	0.00
合计	**376.54**	**256.27**	**-31.94**	**59.46**
客座率				
国内	84.67	76.00	-8.67	76.30
国际	79.74	66.24	-13.50	62.58
地区	65.67	43.21	-22.46	--
综合	**84.03**	**75.82**	**-8.20**	**76.29**

注：可供座公里为每一段可提供的最大座位数与该航段距离的乘积之和，旅客周转量为实际每一航段旅客运输量与该航段距离的乘积之和，客座率为旅客周转量与可供座公里之比
资料来源：公司年报及公司提供，联合资信整理

公司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、旗舰店、售票柜台直销和客服中心售票五种形式；分销渠道主要包括两种形式：一是通过网络销售平台售票，二是通过 TMC（差旅管理公司）销售。2020 年，公司客票直销占比较上年提高 3.34 个百分点。

表 10　公司客票销售情况（单位：亿元、%）

渠道	2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比
直销	87.45	50.10	46.91	53.44
分销	87.10	49.90	40.87	46.56
合计	**174.55**	**100.00**	**87.78**	**100.00**

注：客票销售收入不含客包机收入、行李收入、燃油附加费收入、超期票证收入等，与航空运输服务收入有所差异
资料来源：公司年报及公司提供，联合资信整理

货邮运业务

疫情前，公司无专门货机开展货邮业务，货邮业务为公司客运业务副产品。2020 年，疫情催生防疫物资运输需求，国际航空货运需求旺盛，公司采取客改货的方式开展货运业务。截至 2021 年 3 月末，公司共有 4 架客改货飞机和 11 条客改货定期航线，均为飞往日韩和印度的国际航线。2020 年，公司货邮运输收入 4.15 亿元，较上年增长 20.64%。同期，公司货邮周转量较上年下降 9.56%，但其中国际航线货邮周转量较上年增长 186.77%。2021 年 1－3 月，公司货邮业务收入 0.89 亿元。

表 11　公司货邮周转量情况（单位：万吨公里、%）

项目	2019 年	2020 年	2020 年 较上年增速	2021 年 1－3 月
国内	29878.91	25743.48	-13.84	5065.71
国际	769.61	2207.02	186.77	753.90
地区	272.69	16.14	-94.08	0.00
合计	**30921.21**	**27966.64**	**-9.56**	**5819.61**

注：货邮周转量为实际每一航段货邮载运吨数与该航段距离的乘积之和
资料来源：公司年报及公司提供，联合资信整理

（4）成本管控

2020 年，随着运力投放减少和运输规模下降，公司航空运输业务成本较上年下降 27.07%，公司的业务成本仍主要由航空油料消耗、机场起降服务费及职工薪酬等构成。受国际原油价格及运力投放下降影响，公司航空油料消耗成本较上年下降 52.26%，在业务成本构成中的降幅最大。

表 12　公司航空运输业务成本构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2020 年较上年增速
	金额	占比	金额	占比	
航空油料消耗	51.96	30.35	24.81	19.87	-52.26
机场起降服务费	25.36	14.81	17.64	14.13	-30.41
职工薪酬	22.23	12.99	19.48	15.61	-12.37
飞机及发动机折旧	8.53	4.99	7.36	5.89	-13.79
其他	63.09	36.86	55.55	44.50	-11.95
合计	**171.17**	**100.00**	**124.84**	**100.00**	**-27.07**

注：航空运输服务中其他成本主要包括飞机租赁费、维修费、民航发展基金、餐食供应费、驻纽费等
资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

（5）投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。2021 年 4－12 月及 2022 年，公司已授权并已签订合同的飞机、发动机及飞行设备的资本支出承诺分别为 13.48 亿元和 14.78 亿元，公司仍具有较大的飞机及航材资本支出需求。

截至 2021 年 3 月末，公司青岛胶东国际机场基地项目已完工。胶东机场为山东省首座 4F 级国际机场，已于 2021 年 1 月 27 日试飞成功，预计 2021 年青岛流亭国际机场（以下简称“流亭机场”）航班将全部转场至胶东机场。流亭机场 2019 年旅客吞吐量 2555.6 万人次，胶东机场一期可满足年旅客吞吐量 3500 万人次，旅客吞吐能力有大幅提高。预计公司转场至胶东机场后，业务规模将有所提升。

3. 未来发展

2021 年，公司将主要做好以下工作：1、抓好疫情防控和安全生产工作；2、提高运行管控品质，巩固提升航班正常性；3、挖掘公司潜力，提升公司效益；4、提高公司服务水平及综合治理管理水平。

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年度合并财务报表经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。会计政策和会计估计方面，2020 年 1 月 1 日起，公司开始执行《企业会计准则第 14 号－收入》（财会〔2017〕22 号），对公司负债和所有者权益规模产生一定影响。2020 年 1 月 1 日起，公司将发动机替换件折旧方法由年限平均法调整为工作量法；高价周转件折旧年限由原 15－18 年调整为 3－15 年，此项会计估计变更增加当期合并净利润 0.69 亿元。2021 年 1 月 1 日起，公司开始执行《企业会计准则第 21 号－租赁》（财会〔2018〕35 号），该会计政策变更对公司资产、负债和所有者权益规模影响较大。合并范围方面，2020 年及 2021 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司 4 家。总体看，会计政策和会计估计变更对公司财务数据影响较大，财务数据可比性一般。

2. 资产质量

公司资产总额持续增长，主要为货币资金增长以及公司执行新租赁准则使得经营租赁的飞机资产纳入合并报表范围所致。公司的资产构成仍以非流动资产为主，整体资产质量一般。

截至 2020 年末，公司资产总额较上年末增长 28.81%，主要系流动资产增长所致。

表 13　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**17.99**	**10.35**	**64.27**	**28.69**	**65.66**	**18.85**
货币资金	5.99	3.44	53.06	23.69	54.76	15.72

非流动资产	**155.94**	**89.65**	**159.77**	**71.31**	**282.65**	**81.15**
其他权益工具投资	8.75	5.03	5.42	2.42	5.37	1.54
固定资产	73.63	42.33	69.04	30.82	63.10	18.12
在建工程	54.79	31.50	57.71	25.76	48.63	13.96
使用权资产	--	--	--	--	126.57	36.34
递延所得税资产	11.05	6.36	19.99	8.92	28.14	8.08
资产总额	**173.93**	**100.00**	**224.04**	**100.00**	**348.30**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末增加 46.28 亿元，主要系货币资金增加所致。

截至 2020 年末，公司货币资金较上年末增加 47.08 亿元，主要系公司通过融资增加流动性储备所致。货币资金中无受限资金。

截至 2020 年末，公司非流动资产的规模及构成方面较上年末变化不大。

截至 2020 年末，公司其他权益工具投资较上年末下降 38.06%。其他权益工具投资为对中国民航信息网络公司、四川航空股份有限公司和济南国际机场股份有限公司的投资，以公允价值计量且其变动计入其他综合收益。民航业整体受疫情影响较大，公司其他权益工具投资公允价值下降。

截至 2020 年末，公司固定资产较上年末下降 6.23%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由飞机及发动机（占 87.39%）、房屋及建筑物（6.11%）和高价周转件（占 4.93%）构成，累计计提折旧 71.24 亿元，固定资产成新率 68.66%。

截至 2020 年末，公司在建工程较上年末增长 5.32%，主要系青岛新机场基地项目持续投入所致。在建工程以飞机资产引进（48.46 亿元）为主，未计提跌价准备。

截至 2020 年末，公司递延所得税资产较上年末增长 80.85%，主要系 2020 年未弥补亏损确认递延所得税资产增加所致。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 348.30 亿元，较上年末增长 55.47%，主要系公司执行新租赁准则，经营租赁的飞机资产纳入合并报表范围所致，体现在“使用权资产”科目。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产 29.76 亿元，为用于借款抵押的飞机及发动机 9.85 亿元和融资租赁的飞机及发动机 19.91 亿元。受限资产占总资产比重为 8.55%，受限比例一般。

3. 资本结构

（1）所有者权益

受亏损和执行新租赁准则影响，公司所有者权益规模大幅下降，所有者权益规模小，稳定性弱。

截至 2020 年末，公司所有者权益 25.70 亿元（全部为归属于母公司所有者权益），较上年末下降 50.32%，主要系公司当期亏损，未分配利润下降所致。公司所有者权益以实收资本（占 15.56%）、其他综合收益（占 12.55%）、盈余公积（占 20.96%）和未分配利润（占 47.99%）为主。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 1.18 亿元（全部为归属于母公司所有者权益），较上年末下降 95.42%，主要系公司当期亏损，同时执行新租赁准则，未分配利润大幅下降至-12.15 亿元。所有者权益稳定性弱。

（2）负债

跟踪期内，受公司加大融资规模及执行新租赁准则影响，公司债务规模大幅增长，公司整体债务负担持续大幅提升，债务负担明显加重。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 62.31%，主要系非流动负债增长所致。

表14 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**62.93**	**51.50**	**69.00**	**34.79**	**93.72**	**27.00**
短期借款	3.00	2.46	20.01	10.09	20.01	5.76
应付账款	24.82	20.31	25.43	12.82	24.61	7.09
其他应付款	5.86	4.80	6.36	3.21	6.78	1.95
一年内到期的非流动负债	8.85	7.25	3.22	1.62	30.27	8.72
非流动负债	**59.27**	**48.50**	**129.33**	**65.21**	**253.40**	**73.00**
长期借款	8.08	6.61	61.17	30.84	74.03	21.33
应付债券	0.00	0.00	10.00	5.04	10.00	2.88
长期应付款	46.24	37.84	53.03	26.74	46.65	13.44
租赁负债	0.00	0.00	0.00	0.00	107.66	31.01
负债总额	**122.19**	**100.00**	**198.33**	**100.00**	**347.13**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较上年末增长 9.65%，主要系短期借款增长所致。

截至 2020 年末，公司短期借款较上年末增长 566.31%，短期借款全部为信用借款。公司应付账款较上年末变化不大。应付账款以机务类价款、飞机资产维修费、起降地服款、电脑订座费以及航空油料款为主。公司其他应付款较上年末增长 8.48%，主要系应付工程款增长所致。一年内到期的非流动负债较上年末下降 63.68%，主要系偿还一年内到期的长期借款与长期应付款所致。

截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 118.22%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

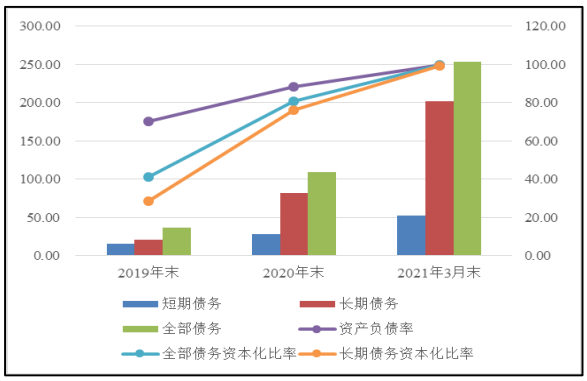
截至 2020 年末，公司长期借款较上年末增加 53.09 亿元，长期借款主要由抵押借款（占 7.47%）和信用借款（占 92.53%）构成，抵押借款的抵押物为飞机及发动机。公司应付债券 10.00 亿元，为“20 山东航空MTN001”。公司长期应付款较上年末增长 14.69%，主要系应付经营租赁飞机及发动机大修理费增长所致，长期应付款由应付融资租赁款（10.48 亿元）和应付经营租赁飞机及发动机大修理费（42.55 亿元）构成，本报告将应付融资租赁款纳入长期债务核算。

截至 2020 年末，公司全部债务 109.45 亿元，较上年末增长 200.88%。其中，短期债务 27.79 亿元（占 25.39%），较上年末增长 76.05%；长期债务 81.66 亿元（占 74.61%），较上年末增长 296.59%。从债务指标来看，截至 2020 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 88.53%、80.98%和 76.06%，较上年末分别提高 18.27 个百分点、39.70 个百分点和 47.59 个百分点。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 75.02%，主要系公司执行新租赁准则，一年内到期的非流动负债增长同时新增租赁负债所致。本报告将租赁负债纳入公司有息债务核算。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 254.00 亿元，较上年末增长 132.07%。其中，短期债务 52.17 亿元（占 20.54%），较上年末增长 87.72%。长期债务 201.83 亿元（占 79.46%），较上年末增长 147.17%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 99.66%、99.54%和 99.42%，较上年末分别提高 11.13 个百分点、18.56 个百分点和 23.36 个百分点。公司债务负担重。

图 3　公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

4.　盈利能力

跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入大幅下降，经营大幅亏损，盈利能力指标严重恶化。

2020 年，公司实现营业收入 105.34 亿元，较上年下降 44.53%；营业成本 125.55 亿元，较上年下降 27.00%，下降幅度小于营业收入下降幅度；营业利润率为-19.28%，较上年下降 28.63 个百分点。

表 15　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	189.90	105.34	24.96
营业成本	171.99	125.55	31.25
费用总额	15.05	12.68	5.14
其中：销售费用	8.52	6.14	1.48
管理费用	4.83	4.94	0.96
财务费用	1.48	1.37	2.64
其他收益	1.08	1.01	0.15
利润总额	4.81	-31.46	-11.12
营业利润率	9.35	-19.28	-25.30
总资本收益率	5.51	-15.92	--
净资产收益率	6.98	-92.68	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年，公司费用总额较上年下降 15.75%，主要系销售费用下降所致。公司期间费用以销售费用、管理费用和财务费用为主。2020 年，公司期间费用占营业收入的比重为 12.04%，较上年提高 4.11 个百分点。

2020 年，公司其他收益 1.01 亿元，主要为政府补助。2020 年，公司处于亏损状态，总资本收益率和净资产收益率均为负值，盈利能力指标严重恶化。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 24.96 亿元，较上年同期增长 9.86%，较 2019 年同期下降 46.14%。2021 年以来受到冬季疫情反复及就地过年政策影响，公司营业收入有所恢复，但仍较正常年份大幅下滑。

从同行业公司来看，2020 年及 2021 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，可比公司营业收入均大幅下滑并亏损。

表 16　可比公司营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）

公司简称	营业收入				利润总额			
	2020 年	2020 年同比增长率	2021 年 1—3 月	2021 年 1—3 月同比增长率	2020 年	2020 年同比增长率	2021 年 1—3 月	2021 年 1—3 月同比增长率
公司	**105.34**	**-44.53**	**24.96**	**9.86**	**-31.46**	--	**-11.12**	--
深圳航空有限责任公司	173.94	-45.44	40.69	3.87	-27.67	--	-14.62	--
厦门航空有限公司	206.75	-36.60	42.47	-8.01	-6.09	--	-8.44	--

资料来源：Wind，联合资信整理

5.　现金流分析

跟踪期内，受疫情影响，公司业务规模大幅缩减，公司经营活动现金流转为净流出，收现质量仍较高；投资活动现金流持续净流出；公司加大融资规模，筹资活动现金流转为净流入。

表 17　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	210.11	113.40	28.44
经营活动现金流出小计	183.81	130.40	28.57
经营活动现金流量净额	**26.30**	**-17.00**	**-0.13**
投资活动现金流入小计	0.12	0.09	*
投资活动现金流出小计	19.10	6.61	5.77

投资活动现金流量净额	**-18.97**	**-6.52**	**-5.77**
筹资活动现金流入小计	13.85	119.50	15.00
筹资活动现金流出小计	23.66	48.90	7.41
筹资活动现金流量净额	**-9.80**	**70.60**	**7.59**
现金收入比	**108.73**	**104.82**	**111.05**

注：2021 年 1－3 月公司投资活动现金流入量为 4.35 万元
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司的经营活动现金流主要体现为航空运输业务收入及成本支出。2020 年，受疫情影响，公司业务规模大幅缩减，经营活动现金流入规模和流出规模分别较上年下降 46.03%和 29.06%，公司经营活动现金流转为净流出，但收入实现质量仍保持较高水平。

2020 年，公司投资活动现金流入规模较小。同期，公司投资活动现金流出规模为 6.61 亿元，主要为购买飞机资产和青岛新机场基地项目支付的现金。公司投资活动现金流保持净流出。

2020 年，公司融资规模扩大，筹资活动现金流入量较上年增加 105.65 亿元。公司偿还债务规模相应扩大，筹资活动现金流出规模较上年增长 106.68%。公司筹资活动现金流转为净流入。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金持续净流出，投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金流持续净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强，长期偿债能力弱，考虑到公司是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，获得了有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年末大幅提升，经营活动现金净流出，对短期负债没有覆盖能力。截至 2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年末有所下降，公司短期偿债能力强。

2020 年，公司EBITDA和经营活动净现金流分别为-19.92 亿元和-17.00 亿元，对公司债务没有保障能力，公司长期偿债能力弱。

表 18 公司偿债能力指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	28.60	93.15	70.05
速动比率(%)	26.86	91.54	68.89
现金短期债务比（倍）	0.38	1.91	1.05
经营现金流动负债比（%）	41.79	-24.63	--
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数（倍）	9.45	-8.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.23	-5.49	--
全部债务/经营活动净现金流（倍）	1.38	-6.44	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 235 亿元，已使用授信额度 111 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

7. 母公司财务分析

截至 2021 年 3 月末，母公司资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 100.10%、100.27%和 48.60%，其构成与合并口径基本一致。母公司营业收入占合并口径的 99.45%，公司业务主要由母公司负责。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产为 54.76 亿元，为“20 山东航空MTN001”待偿本金余额（10.00 亿元）的 5.48 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高。

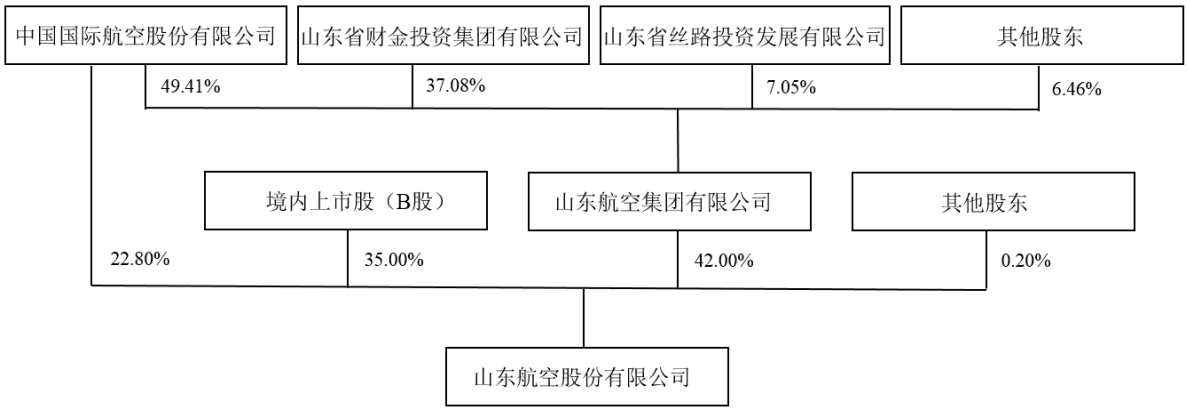
2020 年，公司EBITDA为负，对待偿本金的按期偿付无保障能力。公司 2020 年经营活动产生的现金流入量 113.40 亿元，为待偿本金余额的 11.34 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，获得了有力的外部支持，联合资信认为，公司对“20 山东航空MTN001”待偿本金的偿还能力很强。

十一、结论

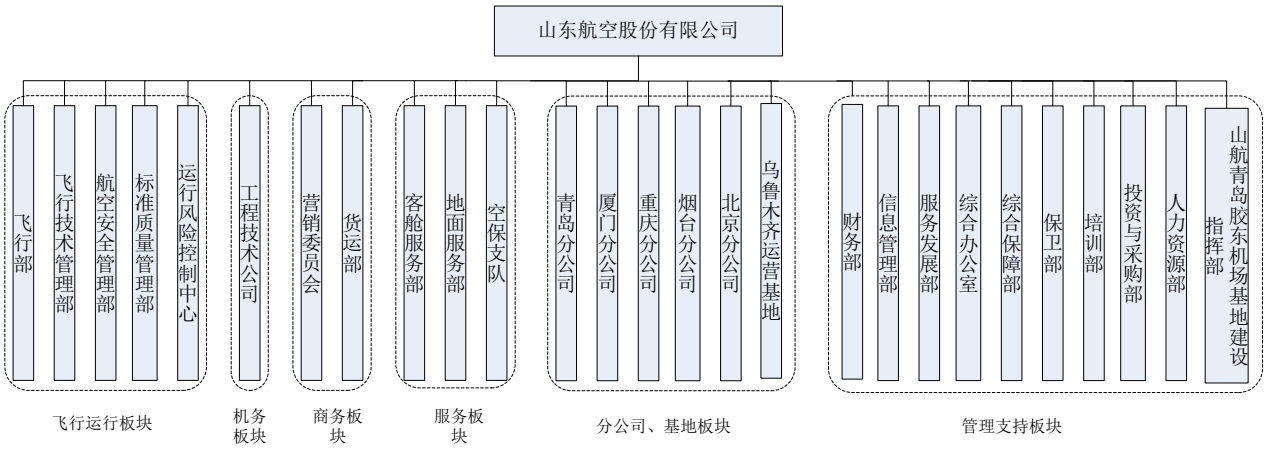
综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级下调为AA，“20 山东航空MTN001”的信用等级下调为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　山东航空股份有限公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2　山东航空股份有限公司组织架构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3　山东航空股份有限公司合并范围内子公司情况

（截至 2021 年 3 月末）

子公司名称	注册资本（万元）	注册地	主要经营地	业务性质	持股比例（%）
山东航空物流有限公司	3000.00	山东青岛	山东青岛	运输仓储业	100.00
青岛飞圣国际航空技术开发培训有限公司	5154.55	山东青岛	山东青岛	飞行员培训	100.00
山东金平航空食品有限公司	509.45	山东济南	山东济南	航空食品加工	100.00
山东航空青岛食品有限公司	338.00	山东青岛	山东青岛	航空食品加工	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.41	5.99	53.06	54.76
资产总额（亿元）	165.64	173.93	224.04	348.30
所有者权益（亿元）	44.71	51.74	25.70	1.18
短期债务（亿元）	10.27	15.79	27.79	52.17
长期债务（亿元）	34.27	20.59	81.66	201.83
全部债务（亿元）	44.54	36.38	109.45	254.00
营业收入（亿元）	187.66	189.90	105.34	24.96
利润总额（亿元）	4.62	4.81	-31.46	-11.12
EBITDA（亿元）	15.01	16.28	-19.92	--
经营性净现金流（亿元）	24.50	26.30	-17.00	-0.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	38.90	43.63	25.98	--
存货周转次数（次）	181.15	159.94	114.13	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.12	0.53	--
现金收入比（%）	110.88	108.73	104.82	111.05
营业利润率（%）	8.43	9.35	-19.28	-25.30
总资本收益率（%）	5.21	5.51	-15.92	--
净资产收益率（%）	7.77	6.98	-92.68	--
长期债务资本化比率（%）	43.39	28.47	76.06	99.42
全部债务资本化比率（%）	49.90	41.28	80.98	99.54
资产负债率（%）	73.01	70.26	88.53	99.66
流动比率（%）	37.77	28.60	93.15	70.05
速动比率（%）	35.86	26.86	91.54	68.89
经营现金流动负债比（%）	44.32	41.79	-24.63	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.38	1.91	1.05
EBITDA利息倍数（倍）	8.72	9.45	-8.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.97	2.23	-5.49	--

注：1. 本报告将长期应付款中的有息部分和租赁负债纳入长期债务计算，将一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期应付职工薪酬从短期债务中剔除，将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算；2. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.05	5.64	53.02	54.69
资产总额（亿元）	165.62	173.94	224.38	348.64
所有者权益（亿元）	44.24	51.13	25.07	0.57
短期债务（亿元）	10.27	15.79	27.79	52.17
长期债务（亿元）	34.27	20.59	81.66	201.83
全部债务（亿元）	44.54	36.38	109.45	254.00
营业收入（亿元）	187.36	189.63	105.10	24.82
利润总额（亿元）	4.32	4.64	-31.50	-11.10
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	24.25	26.29	-16.72	-0.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	39.02	43.63	26.04	--
存货周转次数（次）	184.17	162.03	115.88	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.12	0.53	--
现金收入比（%）	110.79	108.66	104.76	109.92
营业利润率（%）	8.18	9.16	-19.54	-25.49
总资本收益率（%）	3.67	3.97	-17.73	--
净资产收益率（%）	7.36	6.80	-95.13	--
长期债务资本化比率（%）	43.65	28.71	76.51	99.72
全部债务资本化比率（%）	50.17	41.57	81.36	99.78
资产负债率（%）	73.29	70.60	88.83	99.84
流动比率（%）	36.96	27.81	91.77	69.29
速动比率（%）	35.09	26.11	90.22	68.15
经营现金流动负债比（%）	43.49	41.37	-23.89	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.36	1.91	1.05
EBITDA利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告将长期应付款中的有息部分和租赁负债纳入长期债务计算，将一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期应付职工薪酬从短期债务中剔除，将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算；2. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司提供

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/营业收入×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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 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。

附件 4-3 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