信用等级公告

联合〔2020〕1128 号

联合资信评估有限公司通过对山东航空股份有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 山东航空 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年五月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山东航空股份有限公司2020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	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
20 山东航空 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

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	2023/4/24

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：2020 年 5 月 29 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	aa^+		评级结果	AAA
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	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，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“山航股份”或“公司”）是山东航空集团有限公司下属航空运输业务的唯一运营主体，是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司。跟踪期内，公司继续保持在以山东省为核心的东部沿海及周边国际区域的竞争优势，机队规模不断扩大，在航线补贴方面持续得到各级政府的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体盈利水平易受国际油价、汇率波动及政府补贴影响，债务负担较重，短期偿付压力加大，以及波音 737max8 客车停飞和新冠肺炎疫情等突发事件可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着国民经济持续发展和居民收入水平的提高，航空运输业将保持良好的发展势头，公司有望保持在区域内的优势地位，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AAA，“20 山东航空 MTN001”的信用等级 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司机队规模不断扩大，运输总周转量持续增长，继续保持在以山东省为核心的东部沿海及周边国际区域的竞争优势。
2. 公司作为山东航空集团有限公司下属航空运输业务的唯一运营主体，跟踪期内在航线补贴、航空事业补贴等方面持续获得政府支持。
3. 公司使用单一波音机型且机龄适中，在购机议价、航材及机组、维修成本控制、资源调配等方面优势明显。

分析师：郝一哲 夏妍妍
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，公司短期债务规模上升较快，短期偿付压力加大；机队中经营租赁比例大，实际债务负担较重，且存在一定规模的外币债务，其融资成本会受到汇率波动影响；公司待支付的飞机租赁款项规模较大，未来存在较大的资本支出压力。
2. 2021 年起，公司将执行新租赁准则，整体负债水平将有所上升，联合资信将持续关注新租赁准则实行后对公司生产经营及财务水平等方面的影响。
3. 2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大冲击，公司客货运输量及相关收入短期内快速下降，联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对公司客货运输业务的影响及客货运输需求恢复情况。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.44	8.41	5.99	7.14
资产总额(亿元)	133.51	165.64	173.93	175.56
所有者权益(亿元)	42.53	44.71	51.74	45.35
短期债务(亿元)	6.18	10.27	15.79	30.61
长期债务(亿元)	21.02	34.27	20.59	22.09
全部债务(亿元)	27.20	44.54	36.38	52.70
营业收入(亿元)	164.85	187.66	189.90	22.72
利润总额(亿元)	6.51	4.62	4.81	-7.92
EBITDA(亿元)	16.86	15.01	16.28	--
经营性净现金流(亿元)	18.54	24.50	26.30	-12.93
现金收入比（%）	108.17	110.88	108.73	88.27
营业利润率(%)	10.12	8.43	9.35	-25.81
净资产收益率(%)	11.53	7.77	6.98	--
资产负债率(%)	68.14	73.01	70.26	74.17
全部债务资本化比率(%)	39.01	49.90	41.28	53.75
流动比率(%)	44.86	37.77	28.60	25.65
速动比率(%)	42.91	35.86	26.86	23.96
经营现金流动负债比(%)	42.96	44.32	41.79	--
现金短期债务比(倍)	0.88	0.82	0.38	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	15.03	8.72	9.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.61	2.97	2.23	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	133.95	165.62	173.94	175.81
所有者权益(亿元)	42.28	44.24	51.13	44.78
全部债务(亿元)	27.20	44.54	36.38	52.70
营业收入(亿元)	164.59	187.36	189.63	22.68
利润总额(亿元)	6.37	4.32	4.64	-7.87
资产负债率(%)	68.44	73.29	70.60	74.53
全部债务资本化比率(%)	39.15	50.17	41.57	54.06
流动比率(%)	44.53	36.96	27.81	25.23
经营现金流动负债比(%)	42.56	43.49	41.37	--

注：1. 公司应付融资租赁款已纳入有息债务以及相关指标计算；2. 一年内到期的长期应付职工薪酬已调出短期债务及相关指标计算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

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 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020-3-18	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2020年跟踪评级报告

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”）关于山东航空股份有限公司（以下简称“公司”或“山航股份”）及其存续期内“20山东航空MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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2020年3月底，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直接持有公司股份22.80%。

截至2020年3月底，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，各版块内包含具体职能部门。公司纳入合并报表子公司共4家。

截至2019年底，公司资产总额173.93亿元，所有者权益51.74亿元；2019年，公司实现营业收入189.90亿元，利润总额4.81亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额175.56亿元，所有者权益45.35亿元；2020年1－3月，公司实现营业收入22.72亿元，利润总额-7.92亿元。

公司注册地址：济南市遥墙国际机场；法定代表人：孙秀江。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“20山东航空MTN001”，债券余额为10.00亿元，详情见表1。跟踪期内，“20山东航空MTN001”尚未到付息日。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
20山东航空MTN001	10.00	2020/4/24	3	2.99

资料来源：联合资信整理

“20山东航空MTN001”募集资金用于补充营运资金，截至2020年5月18日，6.00亿元已用于补充营运资金。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4

固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年

一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 航空运输行业

国民经济的持续发展及居民人均可支配收入的增加带动中国航空客货运输量稳步提升，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短期内对航空运输业产生较大负面影响，行业展望为负面，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，联合资信维持航空运输行业评级为风险一般。

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。

近年来，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。根据中国民用航空局数据（快报数据），2019 年中国民航业完成运输总周转量 1293.2 亿吨公里，同比增长 7.2%，增速较上年下降 4.2 个百分点。客运市场方面，全行业完成旅客周转量 11705.1 亿人公里，同比增长 9.3%，增速较上年下降 3.3 个百分点；其中国内航线同比增长 6.9%，国际航线同比增长 16.6%。货运方面，2019 年全行业实现货邮周转量 236.2 亿吨公里，同比增长 0.3%，增速较上年下降 7.4 个百分点。2019 年，中国民航运输总周转量稳居世界第二，民航旅客周转量在综合交通运输体系中占比达 32.8%，同比提升 1.5 个百分点。从盈利情况来看，2019 年民航全行业营业收入 1.06 万亿元，比上年增长 5.4%。

自 2020 年 1 月下旬以来，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，并在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。2020 年一季度，中国民航共完成运输总周转量 165.2 亿吨公里、旅客运输量 7407.8 万人次，同比分别下降 46.6%和 53.9%。同期，中国航空运输业全行业亏损达 398.2 亿元，其中航空公司亏损 336.2 亿元，三大航利润总额合计亏损 200.3 亿元。

2020 年 3 月底，我国整体疫情控制情况出现向好趋势，国内多个省市采取差异化复产复工政策，4 月运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比分别下降 62.4%、68.5%和 19.4%，降幅较上月分别收窄 1.0 个、3.2 个和 3.9 个百分点，降幅均较上月有所缩窄，国内疫情防控从应急状态转入常态化，境内航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策趋严，民航局近期发布疫情防控期间调减国际客运航班量的通知，国际客运供应量预计将进一步减少。新冠肺炎疫情的爆发对航空运输业产生较大冲击。

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
2016 年 9 月	民航局、国家发改委	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定
2017 年 1 月	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 月	民航局	《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》	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	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

		知》	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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2016 年 10 月、2017 年 12 月和 2018 年 1 月，民航局和国家发改委陆续下发文件，明确了国内运价管理方式，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。

所有制改革方面，2018 年 1 月，交通运输部发文提出放宽国航股份、南航股份、东航股份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。同时 2017 年，三大航母公司中航集团、南航集团、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 2 月、3 月财政部、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，并对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

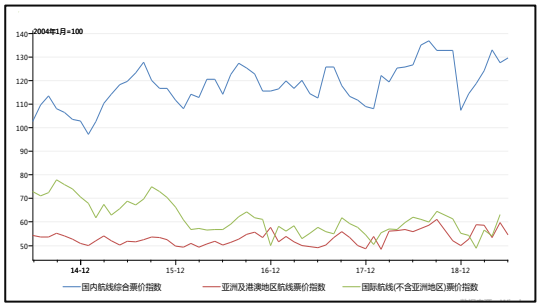
行业发展

从国内航空市场的飞机投放看，随着订单的逐步到位，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增速，运力投放将有所增加。

从飞机利用率看，2017－2019 年，民航运输飞机平均日利用率逐年下降，分别为 9.49 小时、9.36 小时和 9.3 小时。按机型分类，2018 年，大中型飞机平均日利用率为 9.48 小时，比上年减少 0.15 小时，小型飞机平均日利用率为 6.91 小时，比上年减少 0.13 小时。

从运营效率看，近年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力扩张计划，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。近年来，中国民航正班客座率和正班载运率呈上升趋势，2019 年分别为 83.2%、71.6%。

图 1　近年民航票价指数



资料来源：Wind 资讯

从票价水平看，近年来国内航线票价指数呈波动态势，均呈现上半年回升，7、8 月份达

到峰值，下半年下降的趋势，受到国内航线票价改革及控制航线供给的政策影响，2018 年以来，国内航线综合票价指数水平有所提升。受国际航线运力投放较快影响，国际航线票价指数整体呈下滑趋势。

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。根据民航局最新统计数据，截至 2018 年底，中国共有运输航空公司 60 家。其中，国有控股公司 45 家，民营和民营控股公司 15 家；全货运航空公司 9 家，中外合资航空公司 10 家，上市公司 7 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。

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有限公司[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）]、中国南方航空集团有限公司[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有限公司[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.600115）]，以下简称为“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。

表 4　2019 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）	2877.88	2702.54	3440.62	1743.45
机队规模（架）	699	734	862	361
飞机日利用率（小时）	9.72	9.55	9.9	8.76
平均客座率（%）	81.02	82.06	82.81	83.38
平均载运率（%）	68.70	67.31	70.26	77.43
每客公里收益（元）	0.534	0.522	0.49	0.443
财务指标				
资产总额（亿元）	2942.54	2829.36	3066.46	1965.35
营业收入（亿元）	1361.81	1208.60	1543.22	723.89
政府补助（亿元）	36.43	63.24	41.52	21.45
利润总额（亿元）	91.05	43.02	40.70	10.70
经营性净现金流（亿元）	383.40	289.72	381.22	137.33
主营业务毛利率（%）	16.06	11.30	11.69	3.66
资产负债率（%）	65.55	75.12	74.87	68.40

注：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

资料来源：上市公司年报

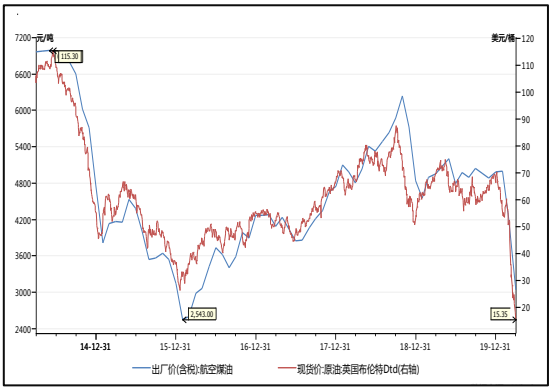
国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有海航集团等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。近年来，政策利好下，以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。地方性航空公司的开航加剧了民航市场的竞争。此外，随着低成本运营模式的推广，独立成立及由传统全服务航空公司转型的低成本航空公司市场份额快速扩大，民航竞争格局将更加多元化。

主要供求因素

（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 2　近年航油价格和原油价格走势



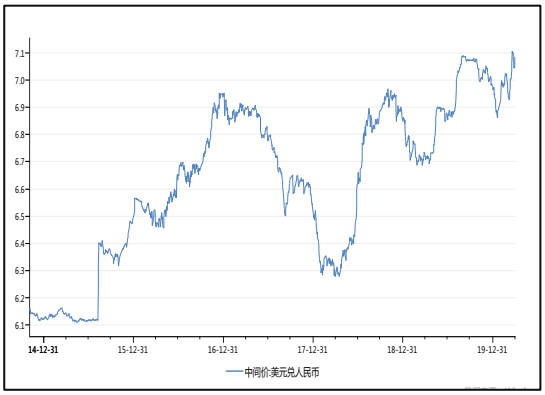
资料来源：Wind 资讯

自 2016 年 2 月航空煤油价格跌至 2543 元/吨的低点以来，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大幅压减原油需求，减产协议将于 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，截至 2020 年 4 月 21 日，布伦特原油现货价格为 13 美元/桶，较年初跌幅约 79.88%，原油价格的下跌在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。未来，在全球政治格局复杂多变、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均存在不确定性。

（2）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，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。

图 3　近年美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

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，人民币兑美元汇率达到 6.94。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，人民币兑贬值压力加大，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，但受益于国内经济回暖明显，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率保持在合理区间双向波动，市场预期稳定。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、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。

（3）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，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。

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。

（4）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。重大空难不仅使得行业景气承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。与此同时，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。此外，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。

未来发展

2020 年是《中国民航“十三五”发展规划》实施的冲刺阶段，在 2020 年全国民航工作会议上，民航局分八项介绍了 2020 年的工作重点，提出了 2020 年运输总周转量预期增长 7.5%，全行业全力防控安全风险，缩小管制运行间隔，实行差异化航班时刻供给与配置措施，探索实施客货分类管理，放宽国际货运航权管理等要求，未来将立足于“十三五”规划完成的基础上，进入推动交通强国建设的“十四五”规划阶段，推动行业高质量发展。

短期来看，航空运输行业发展的外部扰动因素较多，新冠肺炎疫情对行业运行产生很大负面影响，短期需求恢复乏力，原油价格下降有助于缓解行业成本端压力，但行业盈利能力仍有待长期修复，行业展望为负面。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，联合资信维持航空运输行业评级为风险一般。

2. 区域经济环境

公司总部位于山东省济南市，其经营发展受济南市经济水平、人均收入、交通运输情况等区域环境因素影响大。跟踪期内，济南市经济保持平稳发展，人均收入水平不断提升。2020

年一季度，受新冠肺炎疫情冲击，济南市经济呈现负增长。

根据 2019 年《济南市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，济南市实现地区生产总值 9443.37 亿元，按可比价格计算，较上年增长 7.0%。2019 年，济南市第一产业增加值 343.06 亿元，较上年增长 1.3%；第二产业增加值 3265.22 亿元，较上年增长 7.8%；第三产业增加值 5835.09 亿元，较上年增长 7.0%；三次产业结构为 3.6:34.6:61.8。2019 年，济南市人均地区生产总值达到 106416 元，较上年增长 5.7%，按 2019 年年均汇率折算为 15430 美元。2019 年，济南市城镇居民人均可支配收入 51913 元，较上年增长 7.3%；农村常住居民人均可支配收入 19454 元，较上年增长 9.1%。

从固定资产投资情况来看，2019 年，济南市固定资产投资比上年增长 12.6%。其中，民间投资下降 10.9%，基础设施投资增长 23.3%，房地产开发投资增长 9.7%，服务业投资增长 22.6%。

交通运输领域，民航方面，根据《2019 年民航机场生产统计公报》，2019 年，济南机场累计保障起降 13.00 万架次，较 2018 年增长 2.5%；完成旅客吞吐量 1756.05 万人，较 2018 年增长 5.7%，在全国 239 个民用机场中排名第 25 位；货邮吞吐量 13.53 万吨，较 2018 年增长 19.0%。旅游领域，2019 年，济南市接待游客 10026.0 万人次，比上年增长 8.5%，其中，接待国内游客 9980.3 万人次，比上年增长 8.5%；接待入境游客 45.7 万人次，比上年增长 12.2%。全年实现旅游消费总额 1285.9 亿元，比上年增长 12.7%。高速铁路方面，济南市是山东省高速铁路网络的枢纽城市，京沪高铁、石济高铁和济青高铁在此交汇，2018 年底，济南市境域内高速铁路长度达到 283.61 公里。未来，随着郑济高铁、济滨城际铁路、济莱城际铁路、济济高铁逐步建成通车，济南市将形成“米”字型高铁网络布局，随着高速铁路网络不断完善，辐射范围内中短程民航线路将受到一定冲击。

2020 年 1－3 月，济南市实现地区生产总值 2027.00 亿元，按可比价格计算，同比下降 4.4%。其中，第一产业增加值 36.45 亿元，同比下降 0.4%；第二产业增加值 640.85 亿元，同比下降 2.8%；第三产业增加值 1349.70 亿元，同比下降 5.5%。2020 年 1－3 月，济南市固定资产投资同比减少 9.8%。其中，房地产开发投资同比减少 6.8%。2020 年一季度济南市经济和固定资产投资的负增长主要系受到新冠肺炎疫情的不利影响所致。

六、基础素质分析

公司是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，跟踪期内，公司运输总周转量继续增长，且持续得到国家和地方政府的补贴支持。

公司是国内综合竞争实力较强的地方性航空公司，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。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有波音 B737 系列飞机 124 架。2019 年，公司共完成运输总周转量 36.28 亿吨公里，同比增长 2.53%；实现旅客运输量 2583.76 万人次，同比增长 1.48%。

公司长期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。2019 年公司获得补贴收入 1.00 亿元，2020 年一季度获得补贴收入 0.35 亿元，公司将其计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：91370000720721201F），截至 2020 年 5 月 13 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 笔垫资和 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事以及高级管理人员有所变动，但属于正常人事变动，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生重大不利影响。

跟踪期内，公司原副总经理周立鑫因工作需要辞去公司副总经理职务；原董事王洁明任期满离任，选举王志福为新任董事；原董事姜成达离任；原监事薛瑞涛离任。截至报告出具日，公司 1 名副总经理、1 名董事、1 名监事职位暂时空缺，联合资信将持续关注上述岗位补充到位情况。

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

2019 年，公司营业收入略有增长，受航油价格有所下降影响，毛利率较上年小幅提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司收入大幅下降，呈亏损状态。

2019 年公司营业收入 189.90 亿元，同比增长 1.20%。其中航空运输服务收入 182.57 亿元，在营业收入中占比超过 95%，收入同比略有增长。公司其他业务收入主要包括物流货运服务、酒店餐饮服务、培训服务等，整体规模很小，对公司营业收入影响有限。

2019 年公司营业成本 171.99 亿元，同比变动不大，其中航空运输服务业务成本在公司营业成本中占比超过 99%。2019 年，公司航空运输成本 171.17 亿元，同比增长 0.10%；其构成主要为航空油料消耗、机场起降服务费、职工薪酬、飞机及发动机折旧，上述四项成本占航空运输服务营业成本的比重分别为 30.35%、14.81%、12.99%和 4.99%。受国际原油价格有所下降影响，公司航油成本同比下降 5.67%，在营业成本中占比下降至 30.35%。2019 年公司综合毛利率为 9.43%，较上年增长 0.92 个百分点，主要系油价下行所致。

表 5　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航空运输服务	180.61	96.24	182.57	96.14	21.12	92.97
物流货运服务	0.33	0.18	0.27	0.14	0.04	0.17
酒店餐饮服务	0.28	0.15	0.32	0.17	0.05	0.22
培训服务	0.11	0.06	0.04	0.02	0.01	0.05
其他	6.32	3.37	6.71	3.53	1.50	6.59
合计	**187.66**	**100.00**	**189.90**	**100.00**	**22.72**	**100.00**

注：1.合计数不等于分项之和系四舍五入所致；2.其他业务收入主要包括退票收入、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度报告、季度报告及公司提供资料整理

表 6　公司营业成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航空运输服务	171.00	99.60	171.17	99.53	28.38	99.39
物流货运服务	0.26	0.15	0.33	0.19	0.08	0.27
酒店餐饮服务	0.21	0.12	0.25	0.14	0.06	0.20
培训服务	0.19	0.11	0.17	0.10	0.03	0.11
其他	0.04	0.02	0.06	0.03	0.01	0.03
合计	**171.69**	**100.00**	**171.99**	**100.00**	**28.56**	**100.00**

注：合计数不等于分项之和系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年度报告、季度报告及公司提供资料整理

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 22.72 亿元，同比下降 50.97%；业务综合毛利率为 -25.70%，主要系受新冠肺炎疫情影响，航空运输需求锐减带动收入大幅下滑，而折旧、租金等成本支出刚性所致。

2．业务经营分析

公司仍保持区域竞争优势，跟踪期内，公司持续优化航线布局网络，2019 年机队规模、运输量等主要运营指标均平稳增长，发展向好。2020 年初爆发的新冠肺炎疫情短期内对公司客运量及经营收入产生了较大不利影响。

航线布局

经过多年的发展，公司目前已形成“区域占主导、国内有竞争力”的航线布局网络。航线网络覆盖方面，公司以青岛、济南、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基地布局。2019 年，公司在济南、烟台、青岛三个省内基地市场占有率分别为 36.62%、22.78%和 28.69%，同比保持稳定，市场份额排名位列第一位。截至 2020 年 3 月底，公司以济南为总部基地，在青岛、烟台、厦门、重庆、北京、乌鲁木齐、贵阳、昆明和哈尔滨等地设立分公司和飞行基地。经营国内、国际、地区航线共 308 条，其中国内航线 283 条，每周 3700 多个航班飞往全国 80 多个大中城市；并开通以台湾地区为主的地区航线 7 条，以韩国、日本、泰国、柬埔寨、印度等为主的国际航线 18 条，形成国内与周边国际相互衔接的复合型网络。目前公司在山东为核心的东部沿海及周边国际地区仍具有一定的竞争优势。未来公司将研究论证山东直飞欧洲、北美和澳洲洲际航线的可行性并积极推进，探索有效的合作经营模式。

机队规模

为应对市场需求，跟踪期内公司机队规模小幅扩张，引进方式以经营租赁为主。2019 年，公司新引进飞机 2 架，公司机队规模达到 124 架。在所拥有飞机中，自购 22 架（占 17.74%）、经营租赁 93 架（占 75.00%）、融资租赁 9 架（占 7.26%）。

表 7　2018－2020 年 3 月底公司机队规模

（单位：架）

获取方式	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
经营租赁	91	93	93
融资租赁	9	9	9
自购	22	22	22
合计	**122**	**124**	**124**

资料来源：公司提供

从机队结构看，公司机队全部为客机，机型全部为波音系列，具体型号分别为 B737-700 、B737-800 和 B737-MAX。2020 年 3 月底，上述三个系列客机分别占 2.42%、91.94%和 5.65%。单一的波音机型可提升公司在购机时的议价能力，还可使航材及机组、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。2019 年，公司飞机日利用率为 10.08 小时，比上年下降 0.13 小时，但仍高于行业平均水平 0.78 个小时。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司机队构成

（单位：架、年）

飞机型号	飞机数量	平均机龄
B737-700	3	6.21
B737-800	114	
B737-MAX	7	0.89
合计	**124**	--

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（即 737MAX）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。根据民航资源网数据显示，目前国内航司共运营 737MAX 飞机 96 架，其中公司拥有 7 架。联合资信将持续关注 737MAX 客机停飞事件的最新进展并分析其对公司运营带来的影响。

业务运营

从运力投放来看，2019 年，公司可用吨公里保持增长态势。截至 2019 年底，公司可用吨公里为 48.01 亿吨公里，较上年增长 2.98%，国内可用吨公里较上年基本保持稳定，国际和地区航线载运能力提升较快。2020 年 1－3 月，公司可用吨公里为 6.18 亿吨公里，同比下降 48.96%。其中，国内可用吨公里为 5.71 亿吨公里，同比下降 48.73%；国际可用吨公里为 0.42 亿吨公里，同比下降 47.75%。2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，导致航空需求锐减，公司运力投放相应缩减。

表 9　公司近年可用吨公里（ATK）

（单位：亿吨公里、%）

项目	2018 年	2019 年	2019 年同比	2020 年 1－3 月
国内	43.17	44.02	1.97	5.71
国际	2.80	3.23	15.36	0.42
地区	0.65	0.76	16.92	0.06
合计	**46.62**	**48.01**	**2.98**	**6.18**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

从运输总量来看，2019 年，公司运输量继续提升，共完成运输总周转量 36.28 亿吨公里，同比增长 2.54%。国际和地区航线运输总周转量提升较快，国内航线运输总周转量略有增长。2019 年，公司总体载运率为 75.58%，较上年基本保持稳定。2020 年 1－3 月，公司完成运输总周转量 4.02 亿吨公里，同比下降 55.59%。其中，国内完成运输总周转量 3.75 亿吨公里，同比下降 54.95%；国际完成运输总周转量 0.24 亿吨公里，同比下降 59.27%；公司总体载运率为 64.95%，同比减少 9.67 个百分点。受新冠肺炎疫情冲击，2020 年一季度，公司运输总量同比大幅下降。2019 年，公司客公里收入为 0.48 元，同比变化不大；每可用吨公里营业成本为 3.58 元，同比略有减少。

表 10　公司近年载运量及载运率情况

（单位：亿吨公里、%、个百分点）

项目	地区	2018 年	2019 年	2019 年同比	2020 年 1－3 月
收费吨公里	国内	32.93	33.57	1.94	3.75
	国际	2.05	2.28	11.22	0.24
	地区	0.40	0.44	10.00	0.02
	合计	**35.38**	**36.28**	**2.54**	**4.02**
总体载运率（RTK/ATK）	国内	76.26	76.26	0.00	65.70
	国际	73.35	70.46	-2.89	58.33
	地区	62.39	57.74	-4.65	38.03
	综合	**75.90**	**75.58**	**-0.32**	**64.95**

注：收费吨公里（或 RTK），即运输总周转量，飞行公里数乘以运载（乘客及货邮）吨位量；总体载运率是指以收费吨公里除以可用吨公里所得的百分比

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

（1）客运业务

从客运业务来看，2019 年，公司旅客运输量 2583.76 万人，同比增长 1.48%。仍主要来自国内航线，达 2390.88 万人次，占 92.53%；受益于出境游市场需求旺盛以及公司拓展地区国际航线网络、增加运力投放，2019 年公司国际、地区航线载客人次分别增长 15.83%和 9.96%。旅客周转量方面，2019 年公司旅客周转量为 376.54 亿人公里，同比增长 2.17%，其中国际和地区航线增速较快，国内保持相对稳定。2019 年公司客座率 84.03%，较上年增加 0.13 个百分点。2020 年 1－3 月，公司旅客运输量 269.35 万人，同比下降 56.87%，载客主要来自国内航线，为 251.12 万人次，占 93.23%；国际航线载客人数 16.91 万人，同比下降 57.14%。受新冠肺炎疫情冲击，2020 年一季度，公司旅客运输量锐减，客座率下降至 70.74%。

表 11　公司近年旅客运输量（单位：万人次、%）

项目	2018 年	2019 年	2019 年同比	2020 年 1－3 月
国内	2378.42	2390.88	0.52	251.12
国际	142.98	165.61	15.83	16.91
地区	24.80	27.27	9.96	1.33
合计	**2546.20**	**2583.76**	**1.48**	**269.35**

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

表 12　公司近年旅客周转量（单位：亿人公里、%）

项目	2018 年	2019 年	2019 年同比	2020 年 1－3 月
国内	341.71	346.91	1.52	38.04
国际	22.56	24.96	10.64	2.70
地区	4.27	4.66	9.13	0.23
合计	**368.53**	**376.54**	**2.17**	**40.97**

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

表 13　公司近年客座率情况（单位：%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	2019 年同比	2020 年 1－3 月
国内	84.27	84.67	0.40	71.34
国际	81.58	79.74	-1.84	66.64
地区	70.02	65.67	-4.35	43.21
平均	**83.90**	**84.03**	**0.13**	**70.74**

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

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。2019 年，公司直销比重上升至 50.10%，同比提升 7.3 个百分点。

表 14　近两年公司客票销售情况(单位:亿元、%)

渠道	2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
直销	73.22	42.80	87.45	50.10
分销	97.86	57.20	87.10	49.90
合计	**171.08**	**100.00**	**174.55**	**100.00**

注：客票销售收入不包含航空运输服务中的客包机收入、行李收入、燃油附加费收入、客运联营收入、航线补贴收入、超期票证收入等
资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

（2）货邮运业务

从货邮运输业务来看，2019 年，公司货邮运输量为 18.22 万吨，较上年增长 7.11%。其中，国内货邮量 17.56 万吨，同比增长 6.68%；国际货邮量 0.49 万吨，同比增长 188.24%；地区货邮量 0.16 万吨，同比下降 57.89%。2020 年 1－3 月，公司货邮量 2.66 万吨，同比下降 33.85%。其中，国内货邮量 2.58 万吨，同比下降 33.85%；国际货邮量 0.07 万吨，同比下降 27.59%；地区货邮量 0.01 万吨，同比下降 76.40%。2020 年一季度，公司货邮运输业务受到新冠肺炎疫情的较大冲击，货邮运输量同比有所下降，降幅低于客运。

表 15　公司近年运输货邮量情况（单位：万吨、%）

项目	2018 年	2019 年	2019 年同比	2020 年 1－3 月
国内	16.46	17.56	6.68	2.58
地区	0.38	0.16	-57.89	0.01
国际	0.17	0.49	188.24	0.07
合计	**17.01**	**18.22**	**7.11**	**2.66**

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

3．投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。2020－2022 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为 25.77 亿元，全部为 1 年以内（含 1 年），公司仍具有较大飞机及航材资本支出需求。

除飞机购买款外，公司在建工程主要为胶东机场机务维修区等项目，系为公司在青岛新机场基地项目的收尾工程，上述项目计划总投资 9.24 亿元，截至 2020 年 3 月底在建工程已投资金额为 7.91 亿元。

表 16　截至 2020 年 3 月底公司在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2020 年 3 月底已投资
胶东机场航食区	0.84	0.82
胶东机场货运区	1.45	0.91
胶东机场机务维修区	3.62	2.52
胶东机场辅助生产办公区	3.33	3.67
合计	**9.24**	**7.91**

注：胶东机场辅助生产办公区已投资金额超过期初预算总投资主要由于公司为有效利用地下空间，避免未来重复建设，实际建设过程中增加了辅助生产办公区地下建筑面积。
资料来源：公司提供

4．未来发展

公司远期战略目标为：成为区域占主导、国内有竞争力、世界有影响力的航空产业集团。2020 年，公司将具体要做好以下工作：系统管控、重点攻坚，确保持续安全；强化组织协同

和效率管控，巩固航班正常性水平；加大资源获取和配置力度，深化增收节支工作成效；强化对标改进和创新升级，持续创树服务品牌；加大改革创新力度，提高综合管理水平。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更方面，根据财政部相关规定，公司于 2019 年开始执行新金融工具准则。公司追溯应用新金融工具准则，对于首次执行该准则的累积影响数，调整 2019 年年初留存收益或其他综合收益以及财务报表其他相关项目金额，对部分科目的可比性产生一定影响。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司 4 家（附件 1-3）；跟踪期内公司合并范围无变化。

截至 2019 年底，公司资产总额 173.93 亿元，所有者权益 51.74 亿元；2019 年公司实现营业收入 189.90 亿元，利润总额 4.81 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 175.56 亿元，所有者权益 45.35 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 22.72 亿元，利润总额 -7.92 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产中固定资产和在建工程占比高，公司资产流动性偏弱，但符合行业特点。

2019 年底，公司资产总额 173.93 亿元，较 2018 年底增长 5.00%，主要系在建工程增长所致；其中非流动资产占 89.65%（详见下表）。

表 17　2018－2019 年及 2020 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**20.88**	**12.61**	**17.99**	**10.35**	**17.52**	**9.98**
货币资金	8.41	5.08	5.99	3.44	7.14	4.07
应收账款	4.14	2.50	4.57	2.63	2.75	1.57
非流动资产	**144.76**	**87.39**	**155.94**	**89.65**	**158.04**	**90.02**
固定资产	77.71	46.91	73.63	42.33	72.82	41.48
在建工程	47.90	28.92	54.79	31.50	56.51	32.19
其他权益工具投资	--	--	8.75	5.03	8.16	4.65
资产合计	**165.64**	**100.00**	**173.93**	**100.00**	**175.56**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 17.99 亿元，较 2018 年底下降 13.83%，主要系货币资金下降所致。

2019 年底，公司货币资金为 5.99 亿元，较 2018 年底下降 28.78%，主要系在建项目投入所致，公司受限货币资金 10.00 万元，为保函保证金；公司应收账款 4.57 亿元，较 2018 年底增长 10.40%，1 年以内款项占比 90.42%，账龄短，同期公司累计计提坏账准备 0.27 亿元，计提比例为 5.66%；公司预付款项 2.32 亿元，较 2018 年底下降 12.74%，主要系预付的飞机租金减少所致。

2019 年底，公司其他应收款 2.32 亿元，较 2018 年底增长 3.05%，累计计提坏账准备 1.08 亿元。从账龄看，1 年以内其他应收款占比 60.47%，5 年以上的占比 32.58%，公司其他应收款账龄偏长。2019 年底，公司其他应收款前五名欠款单位占比 71.02%，集中度较高，其中公司应收关联方山东航空彩虹公务机有限公司的 1.02 亿元全部计提坏账准备。

2019 年底，公司非流动资产 155.94 亿元，较 2018 年底增长 7.72%，主要系在建工程增加所致。

2019 年底，公司固定资产账面余额 73.63 亿元，其中飞机及发动机占 88.33%（其中通过融资租赁租入的飞机及发动机账面价值为 21.61 亿元），高价周转件占 5.26%，房屋及建筑物占 4.12%；公司累计计提折旧 65.10 亿元，计提减值准备 0.02 亿元；公司尚有账面价值约 0.23 亿元固定资产尚未办妥产权证书。

2019 年底，公司在建工程 54.79 亿元，较 2018 年底增长 14.38%，主要系胶州机场在建项目增加及飞机资产引进所致；在建工程主要为飞机资产引进工程 48.29 亿元（占 88.13%）。

2019 年底，公司新增非交易性权益工具投资 8.75 亿元，主要是对中国民航信息网络股份有限公司、四川航空股份有限公司以及济南国际机场股份有限公司的投资。

2020 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 0.94%至 175.56 亿元，其中，非流动资产比重进一步上升至 90.02%。2020 年 3 月底，公司应收账款较上年底下降 39.74%，主要系部分销售回款及受疫情影响销售客票减少所致。

2020 年 3 月底，公司受限资产总额 34.39 亿元，主要为用于借款抵押、融资租入和保函保证金的飞机资产和少量货币资金，受限比例为 19.59%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，其中未分配利润规模较大；公司有息债务规模波动增长，短期债务占比继续上升，考虑到公司存在大量的经营租赁合约，实际债务负担较重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 51.74 亿元，较 2018 年底增长 15.70%，主要来自其他综合收益和未分配利润的增加，其他综合收益的增加主要系会计政策变更所致。其中，实收资本占 7.73%，资本公积占 1.46%，盈余公积占 10.41%，其他综合收益占 11.03%，未分配利润占 69.37%。2020 年 3 月底，公司所有者权益 45.35 亿元，较上年底下降 12.34%，主要系公司一季度亏损导致未分配利润减少，构成较上年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 122.19 亿元，较 2018 年底增长 1.05%，主要系应付票据、一年内到期的非流动负债、长期应付款等增加所致。其中流动负债占 51.50%，较 2018 年底提升 5.78 个百分点，非流动负债占 48.50%。

2019 年底，公司流动负债 62.93 亿元，较 2018 年底增长 13.82%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。其中，公司短期借款 3.00 亿元，较 2018 年底减少 48.22%，全部为信用借款；应付票据 4.03 亿元，全部为 2019 年新增，包括银行承兑汇票 0.09 亿元以及商业承兑汇票 3.94 亿元；应付账款 24.82 亿元，较 2018 年底增长 9.17%，主要构成为飞机资产维修费（占 27.79%）、机务类价款（占 20.31%）、起降地服款（占 18.75%）、电脑订座费（占 10.55%）以及航空油料款（占 10.23%）；预收款项 9.37 亿元，较 2018 年底增长 18.99%，主要来自票证结算的增长，构成以票证结算为主（9.18 亿元）；其他应付款 5.86 亿元，较 2018 年底减少 6.23%，主要系应付工程款减少所致，构成主要为应付工程款（1.72 亿元）、押金（1.46 亿元）和应付代收的税费（1.22 亿元）；一年内到期的非流动负债为 8.85 亿元，较 2018 年底大幅增加 94.21%，构成为即将到期的长期借款（5.67 亿元）、应付融资租赁款（3.08 亿元）和长期应付职工薪酬（0.10 亿元），本报告已将非付息负债一年内到期的长期应付职工薪酬调出有息债务及相关指标的核算。

2019 年底，公司非流动负债 59.27 亿元，较 2018 年底下降 9.71%，主要系长期借款减少所致。2019 年底，公司长期借款由抵押借款（59.00%）和信用借款（41.00%）构成，利率

区间为 2.62%至 4.41%；外币借款 1.27 亿美元（折合人民币 8.87 亿元），外币借款占比高，易受汇率波动影响。同期，公司长期应付款 46.24 亿元，较 2018 年底增长 5.85%，主要系应付经营租赁飞机及发动机大修理费增加所致，公司长期应付款中应付融资租赁款已纳入长期债务核算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 130.21 亿元，较上年底增长 6.56%，主要系短期借款大幅增加所致；负债结构较上年底变化不大，流动负债占比 52.47%。

从有息债务看，2019 年底，公司全部债务为 36.38 亿元，较 2018 年底下降 18.32%，其中短期债务占全部债务的 43.40%，较 2018 年底提升 20.35 个百分点，长期债务占 56.60%。2020 年 3 月底，公司全部债务为 52.70 亿元，较上年底增长 44.89%，主要系新增银行短期借款所致。其中短期债务占全部债务的 58.09%，较上年底继续提升 14.69 个百分点，长期债务占 41.91%。从有息债务到期分布看，2020 年 4－12 月、2021 年、2022 年和 2023 年，公司到期有息债务规模分别为 10.38 亿元、21.99 亿元、7.43 亿元和 5.16 亿元。

从债务指标看，2019 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较 2018 年底均有所下降，分别为 70.26%、28.27%和 41.28%。2020 年 3 月底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 74.17%、32.75%和 53.75%，较上年底分别增加 3.91 个、4.28 个和 12.47 个百分点，公司债务负担有所上升。截至 2019 年底，公司对外签订的不可撤销的经营租赁合约最低付款额共计 184.05 亿元，考虑到公司表外的经营租赁飞机的负债规模，自 2021 年起执行新租赁准则后，公司整体债务指标将进一步上升，联合资信将持续关注新租赁准则实行后对公司负债水平方面的影响。

表 18 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	10.27	15.79	30.61
长期债务	34.27	20.59	22.09
全部债务	44.54	36.38	52.70
资产负债率	73.01	70.26	74.17
长期债务资本化比率	43.39	28.47	32.75
全部债务资本化比率	49.90	41.28	53.75

注：1.公司应付融资租赁款已纳入长期债务以及相关指标计算；
2.一年内到期的长期应付职工薪酬已调出短期债务及相关指标计算
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入稳步增长，盈利指标保持相对稳定；新冠肺炎疫情对公司正常经营产生不利影响，公司 2020 年一季度收入规模大幅下降，且发生较大亏损。

2019 年，公司营业收入 189.90 亿元，同比增长 1.20%，主要系航空运输服务收入增长所致；营业成本 171.99 亿元，同比增长 0.17%；公司营业利润率为 9.35%，同比增长 0.92 个百分点。

从期间费用看，公司期间费用以销售费用为主。2019 年，公司期间费用合计 15.05 亿元，同比增长 5.96%，主要系管理费用中职工薪酬增加所致。同期，公司的期间费用占营业收入比重为 7.92%，同比提升 0.35 个百分点。2019 年公司其他收益 1.08 亿元，同比减少 51.47%，主要系收到的航线补贴款项减少所致；投资收益 0.06 亿元，主要是其他权益工具投资持有期间取得的股利收入；资产处置收益 11.66 万元；营业外收入 1.06 亿元，主要是飞行员转让收入。

表 19 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
营业收入	187.66	189.90	22.72
其他收益	2.22	1.08	0.35
营业利润	4.27	3.78	-7.97
营业外收入	0.38	1.06	0.05

利润总额	4.62	4.81	-7.92
营业利润率	8.43	9.35	-25.81
总资本收益率	5.21	5.51	--
净资产收益率	7.77	6.98	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2019年公司总资本收益率为5.51%，较上年有所上升；净资产收益率为6.98%，较上年有所下降。

2020年1－3月，公司营业收入22.72亿元，其他收益0.35亿元，净利润-5.94亿元，亏损金额为净资产的13.10%；营业利润率为-25.81%。产生亏损的主要原因是新冠肺炎疫情导致市场需求明显下降，营业收入同比大幅减少50.97%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流入量相对稳定，收入实现质量整体好，但新冠肺炎疫情导致 2020 年一季度经营获现规模同比明显下降，经营性净现金流由正转负；投资活动现金流受飞机资产购置和在建项目投入影响持续呈现净流出状态；公司 2019 年偿还一定规模债务，但为应对疫情影响，2020 年一季度筹资力度明显加大。

经营活动方面，2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 206.48 亿元，同比下降 0.77%；公司收到其他与经营活动有关的现金 2.27 亿元，同比下降 49.75%，系收到的航线补贴款减少所致。公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金构成，2019 年分别为 139.75 亿元和 32.15 亿元。受购买商品、接受劳务支付的现金减少影响，当期公司经营活动净现金流 26.30 亿元，同比增长 7.34%；当期现金收入比 108.73%，较上年略有下降，整体收入质量仍好。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 0.12 亿元，同比下降 83.99%，主要系 2018 年公司处置两架 CRJ-700 飞机资产所致；公司投资活动现金流出 19.10 亿元，同比下降 54.49%，主要系支付购买飞机进度款较上年减少所致；公司投资活动产生的现金流量净额为 -18.97 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 13.85 亿元，同比下降 58.37%，主要系筹资活动取得的借款减少以及收到售后回租飞机转让价款较上年减少所致；公司筹资活动现金流出 23.66 亿元，同比增长 67.71%，主要系偿还借款较上年增加所致；公司筹资活动现金流净额由正转负，为-9.80 亿元。

表 20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入	214.19	210.11	20.84
经营活动现金流出	189.69	183.81	33.78
经营活动现金流量净额	24.50	26.30	-12.93
投资活动现金流量净额	-41.19	-18.97	-0.32
筹资活动现金流量净额	19.17	-9.80	14.41
现金收入比	110.88	108.73	88.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1－3 月，公司经营活动净现金流 -12.93 亿元，现金收入比 88.27%；投资活动净现金流-0.32 亿元；筹资活动净现金流 14.41 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标偏弱，长期偿债能力指标较好，公司融资渠道畅通，且能持续获得外部支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比分别为 28.60%、26.86%和 41.79%，较 2018 年底均有所下降。2020 年 3 月底公司流动比率和速动比率分别为 25.65%和 23.96%，较上年底继续下降；2019 年及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.38 倍和 0.23 倍。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司

EBITDA 为 16.28 亿元，同比增长 8.44%；同期，全部债务/EBITDA 为 2.23 倍，EBITDA 利息倍数为 9.45 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较好。

截至2020年3月底，公司共获得各家银行授信260.00亿元，已使用额度52.30亿元，尚未使用额度207.70亿元。公司间接融资渠道较通畅；公司为境内上市公司，具备直接融资渠道。

截至2020年3月底，公司无对外担保事项。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性尚可，实际债务负担较重。

2019 年底，母公司资产总额 173.94 亿元，较 2018 年底增长 5.02%。其中，流动资产 17.68 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款构成；非流动资产 156.27 亿元，主要由固定资产和在建工程构成。

2019 年底，母公司负债总额为 122.81 亿元，较 2018 年底增长 1.18%。其中，流动负债 63.55 亿元，主要由应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债构成；非流动负债 59.26 亿元，主要由长期应付款和长期借款构成。母公司 2019 年底资产负债率 70.60%，较 2018 年底下降 2.69 个百分点。

2019 年底，母公司所有者权益 51.13 亿元，较 2018 年底增长 15.57%。其中，未分配利润占 68.80%，盈余公积占 10.52%，实收资本和资本公积合计占 9.52%。母公司所有者权益稳定性一般。

2019 年，母公司实现营业收入 189.63 亿元，营业成本为 172.11 亿元，利润总额为 4.64 亿元，净利润为 3.48 亿元。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 175.81 亿元，较上年底增长 1.07%，资产构成较上年底变化不大，仍以非流动资产为主。母公司所有者权益 44.78 亿元，较上年底减少 12.42%，主要系未分配利润减少所致。母公司负债合计 131.03 亿元，较上年底增长 6.69%，主要系短期借款增加所致。母公司资产负债率较上年底上升至 74.53%。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 22.68 亿元，营业成本为 28.52 亿元，利润总额为-7.87 亿元亿元，净利润为-5.91 亿元。

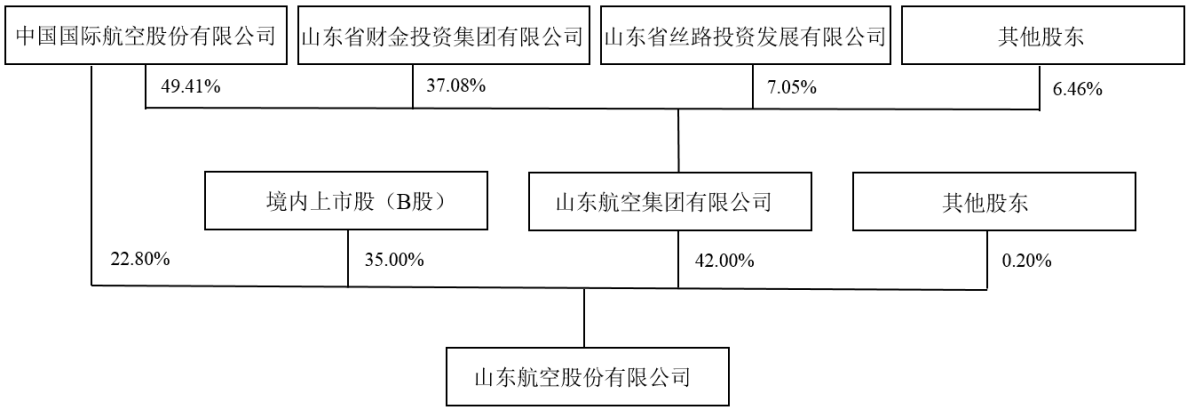
十、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券“20 山东航空 MTN001”余额为 10 亿元。2019 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对“20 山东航空 MTN001”余额的覆盖倍数分别为 1.63 倍、21.01 倍、2.63 倍，经营活动现金流入量对“20 山东航空 MTN001”的保障能力很强，EBITDA 和经营活动现金流净额对“20 山东航空 MTN001”的保障能力强。

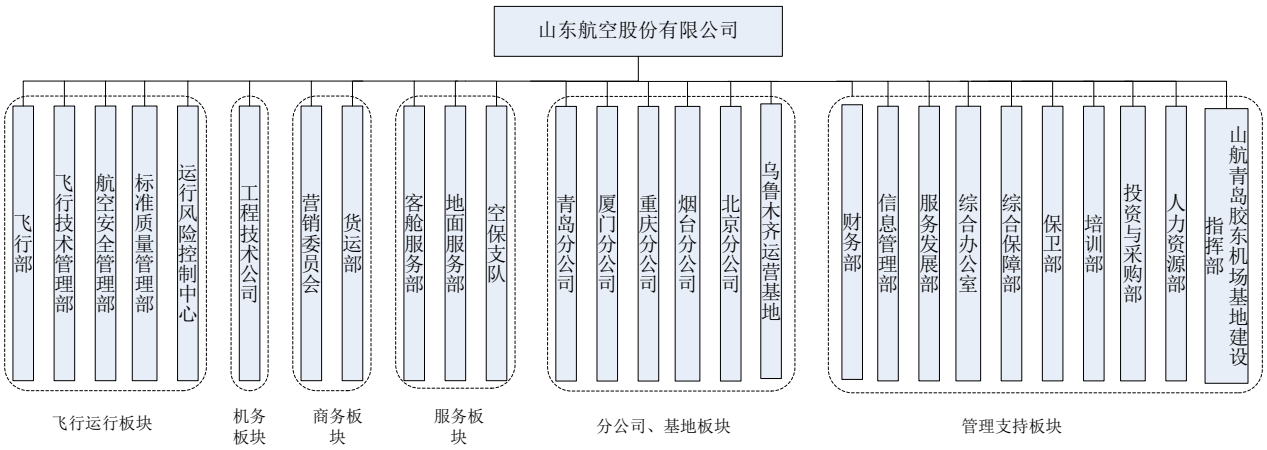
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“20山东航空MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司纳入合并范围的主要子公司情况

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　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.44	8.41	5.99	7.14
资产总额(亿元)	133.51	165.64	173.93	175.56
所有者权益(亿元)	42.53	44.71	51.74	45.35
短期债务(亿元)	6.18	10.27	15.79	30.61
长期债务(亿元)	21.02	34.27	20.59	22.09
全部债务(亿元)	27.20	44.54	36.38	52.70
营业收入(亿元)	164.85	187.66	189.90	22.72
利润总额(亿元)	6.51	4.62	4.81	-7.92
EBITDA(亿元)	16.86	15.01	16.28	--
经营性净现金流(亿元)	18.54	24.50	26.30	-12.93
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-4.07	-16.69	7.32	-13.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.73	38.90	43.63	--
存货周转次数(次)	144.31	181.15	159.94	--
总资产周转次数(次)	1.26	1.25	1.12	--
现金收入比(%)	108.17	110.88	108.73	88.27
营业利润率(%)	10.12	8.43	9.35	-25.81
总资本收益率(%)	8.67	5.21	5.51	--
净资产收益率(%)	11.53	7.77	6.98	--
长期债务资本化比率(%)	33.08	43.39	28.47	32.75
全部债务资本化比率(%)	39.01	49.90	41.28	53.57
资产负债率(%)	68.14	73.01	70.26	74.17
流动比率(%)	44.86	37.77	28.60	25.65
速动比率(%)	42.91	35.86	26.86	23.96
经营现金流动负债比(%)	42.96	44.32	41.79	--
现金短期债务比(倍)	0.88	0.82	0.38	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	15.03	8.72	9.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.61	2.97	2.23	--
全部债务/经营活动现金流量净额（倍）	1.47	1.82	1.38	--

注：1. 公司应付融资租赁款已纳入有息债务以及相关指标计算；2. 一年内到期的长期应付职工薪酬已调出短期债务及相关指标计算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.16	8.05	5.64	7.08
资产总额(亿元)	133.95	165.62	173.94	175.81
所有者权益(亿元)	42.28	44.24	51.13	44.78
短期债务(亿元)	6.18	10.27	15.79	30.61
长期债务(亿元)	21.02	34.27	20.59	22.09
全部债务(亿元)	27.20	44.54	36.38	52.70
营业收入(亿元)	164.59	187.36	189.63	22.68
利润总额(亿元)	6.37	4.32	4.64	-7.87
EBITDA(亿元)	66.85	69.79	78.24	--
经营性净现金流(亿元)	18.67	24.25	26.29	-12.65
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-4.05	-16.78	7.33	-12.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.81	39.02	43.63	--
存货周转次数(次)	145.55	184.17	162.03	--
总资产周转次数(次)	1.26	1.25	1.12	--
现金收入比(%)	108.03	110.79	108.66	88.30
营业利润率(%)	9.97	8.18	9.16	-25.85
总资本收益率(%)	8.55	4.99	5.40	--
净资产收益率(%)	11.36	7.36	6.80	--
长期债务资本化比率(%)	33.21	43.65	28.71	33.03
全部债务资本化比率(%)	39.15	50.17	41.57	54.06
资产负债率(%)	68.44	73.29	70.60	74.53
流动比率(%)	44.53	36.96	27.81	25.23
速动比率(%)	42.66	35.09	26.11	23.57
经营现金流动负债比(%)	42.56	43.49	41.37	--
现金短期债务比(倍)	0.84	0.78	0.36	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	59.62	34.57	45.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.41	0.64	0.46	--
全部债务/经营活动现金流量净额（倍）	1.46	1.84	1.38	--

注：1. 公司应付融资租赁款已纳入有息债务以及相关指标计算；2. 一年内到期的长期应付职工薪酬已调出短期债务及相关指标计算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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/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+衍生金融负债

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 5-1　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 5-2　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 5-3　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