信用评级公告

联合〔2021〕3867号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南方航空集团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，确定维持中国南方航空集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“19航集01”“19航集02”“19航集03”和“20航集01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十五日

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

中国南方航空集团有限公司
公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
19 航集 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 航集 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 航集 03	AAA	稳定	AAA	稳定
20 航集 01	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
19 航集 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/08/13
19 航集 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/08/20
19 航集 03	7.00 亿元	7.00 亿元	2022/08/27
20 航集 01	7.50 亿元	7.50 亿元	2023/03/05

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 6 月 15 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

评级观点

中国南方航空集团有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国有资产监督管理委员会直属的中国三大航空运输集团之一，继续保持突出的市场地位。跟踪期内，公司机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位，并继续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营业绩受新冠肺炎疫情冲击出现较大亏损，公司整体债务负担仍较重等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着“广州-北京”双枢纽建设的加快推进，公司航空战略布局更加完善，公司运输主业规模或将进一步扩大，公司发展前景良好。

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AAA，维持“19 航集 01”“19 航集 02”“19 航集 03”和“20 航集 01”债项的信用等级 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司继续保持突出的市场地位。**跟踪期内，公司继续保持突出的市场地位，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。
2. **公司继续获得有力的外部支持。**民航业是我国国民经济的重要基础产业，持续获得国家财政的支持。公司作为国内三大航空运输集团之一，跟踪期内继续在航线补贴方面获得有力的政府支持。
3. **公司双枢纽建设加快推进，航空战略布局更加完善。**公司加快推进“广州-北京”双枢纽建设；跟踪期内，公司完成全部在京航班转场大兴机场，获得 45%的时刻份额，成为大兴机场最大主基地公司。

关注

1. **新冠肺炎疫情冲击下，公司出现较大亏损。**跟踪期内，公司客运运输量大幅减少，经营业绩受到较大不利影响，出现较大亏损。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	盈利能力	5
			现金流量	2
			资产质量	3
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
项目投产				1
政府支持				4

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

分析师：

尹　丹　登记编号（R0040218110004）
徐汇丰　登记编号（R0040218010006）

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

2. **公司债务规模继续增长，债务负担仍较重。**跟踪期内，公司债务规模继续增长，债务负担仍较重。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 2047.78 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.70%和 66.81%。
3. **联合资信持续关注 737MAX 客机停飞事件给公司带来的影响。**2019 年 3 月 11 日，中国民用航空局官网发布通告，要求国内航空公司暂停波音 737MAX 飞机的商业运行，恢复飞行时间待定。联合资信将持续关注 737MAX 客机停飞事件的最新进展，并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

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）	69.72	206.15	303.00	286.08
资产总额（亿元）	2619.44	3497.85	3474.34	3471.65
所有者权益（亿元）	837.06	1151.68	1078.29	1017.14
短期债务（亿元）	517.55	561.20	649.41	697.25
长期债务（亿元）	823.04	1318.71	1326.97	1350.53
全部债务（亿元）	1340.59	1879.91	1976.38	2047.78
营业总收入（亿元）	1443.58	1550.02	930.51	213.97
利润总额（亿元）	65.84	72.89	-134.83	-47.04
EBITDA（亿元）	245.44	382.97	180.17	--
经营性净现金流（亿元）	170.09	385.16	72.73	13.59
营业利润率（%）	10.23	12.08	-2.59	-10.22
净资产收益率（%）	6.00	5.13	-9.59	--
资产负债率（%）	68.04	67.07	68.96	70.70
全部债务资本化比率（%）	61.56	62.01	64.70	66.81
流动比率（%）	29.18	48.81	45.49	42.53
经营现金流动负债比（%）	18.98	40.03	7.28	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.37	0.47	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	5.62	5.18	2.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.46	4.91	10.97	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	365.11	673.63	694.92	699.83
所有者权益（亿元）	224.21	529.74	556.81	529.13
全部债务（亿元）	119.04	123.87	118.86	107.54
营业收入（亿元）	1.86	2.66	2.91	0.66
利润总额（亿元）	19.52	10.61	40.69	4.79
资产负债率（%）	38.59	21.36	19.87	24.39

全部债务资本化比率（%）	34.68	18.95	17.59	16.89
流动比率（%）	63.03	368.12	212.43	214.04
经营现金流动负债比（%）	0.26	-3.11	-1.13	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务核算，将租赁负债计入长期债务核算；4. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

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
19 航集 01、19 航集 02、19 航集 03、20 航集 01	AAA	AAA	稳定	2020/6/15	徐 汇丰、张晶晶	航空运输企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 航集 01	AAA	AAA	稳定	2020/2/17	杨婷、张 晶晶	航空运输企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 航集 03	AAA	AAA	稳定	2019/8/16	尹丹、杨婷	航空运输企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 航集 02	AAA	AAA	稳定	2019/8/6	尹丹、杨婷	航空运输企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 航集 01	AAA	AAA	稳定	2019/7/30	尹丹、杨婷	航空运输企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国南方航空集团有限公司（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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国南方航空集团有限公司
公开发行公司债券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”）关于中国南方航空集团有限公司（以下简称“公司”或“南航集团”）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，公司注册资本和实收资本均未发生变动。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 177.68 亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）仍为公司的控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务范围、部门设置无重大变化。

截至 2021 年 3 月底，公司本部设 19 个职能部门（详见附件 1-2）；公司有纳入合并范围的二级子公司 13 家，其中中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）成立于 1995 年 3 月，是负责经营公司航空运输相关业务的 A 股、H 股和 N 股上市子公司（截至 2021 年 3 月底，公司直接和间接合计对其持股比例为 60.42%）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3474.34 亿元，所有者权益 1078.29 亿元（含少数股东权益 420.54 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 930.51 亿元，利润总额-134.83 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3471.65 亿元，所有者权益 1017.14 亿元（含少数股东权益 411.06 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 213.97 亿元，利润总额-47.04 亿元。

公司注册地址：广东省广州市白云机场；法定代表人：马须伦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，本次跟踪债券募集资金均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（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
19 航集 01	5.00	5.00	2019/08/13	3
19 航集 02	10.00	10.00	2019/08/20	3
19 航集 03	7.00	7.00	2019/08/27	3
20 航集 01	7.50	7.50	2020/03/05	3

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，

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

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 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。**

2 为剔除基数效应影响，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。

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 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 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 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（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较大负面影响，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。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。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，导致全球航空客运需求锐减。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，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	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，中国民用航空局（以下简称“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际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”，股票代码：601111.SH）、南方航空和中国东方航空股份有限公司（以下简称“中国东航”，股票代码 600115.SH）上述三家航空公司（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，三大航各自的控股股东中国航空集团有限公司（以下简称“国航集团”）、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 2 月、3 月、5 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，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，2019－2020 年，民航运输飞机平均日利用率大幅下降，分别为 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。

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、南方航空及中国东航分别为国航集团、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。此外，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	中国东航 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）	0.51	0.49	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. 中国东航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

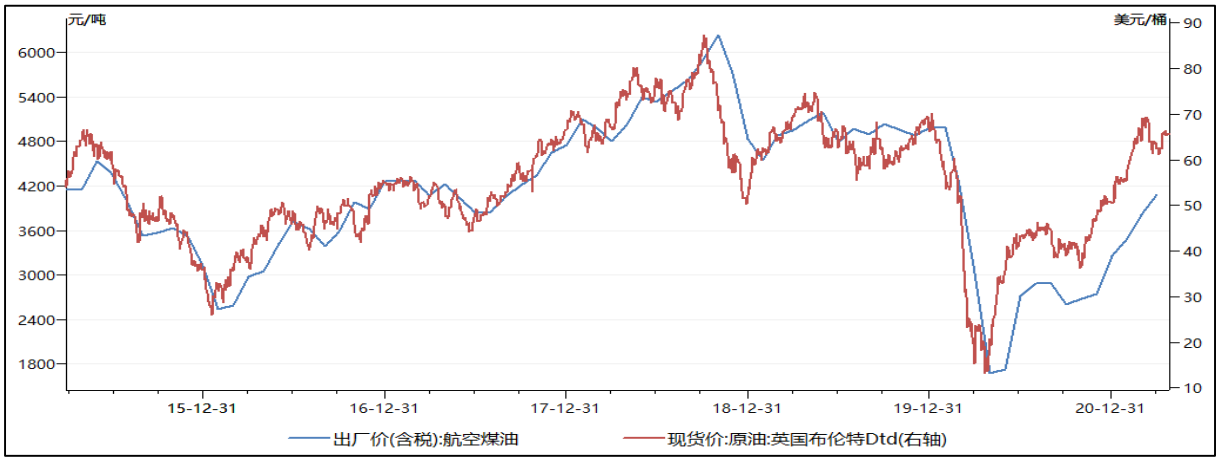
国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）等综合竞争实力较强的地方性航空公司。近年来，政策利好下，以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。但受到新冠肺炎疫情的影响，大部分航空公司在 2020 年均处于亏损状态，股东支持力度高、资本实力强的航空公司将获得更明显的竞争优势。

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

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。

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，国内航空公司普遍亏损，2020 年全年全球 34 家航空公司宣布破产。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。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。

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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 177.68 亿元，国务院国资委为公司的实际控制人。

2. 规模及竞争力

跟踪期内，公司继续保持突出的市场地位，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。

公司是国内运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。截至 2020 年底，公司运营包括波音、空客等客货运输飞机 867 架，公司机队规模仍位居全国首位。2020 年，公司共完成运输总周转量 208.05 亿吨公里，同比下降 36.23%；实现旅客运输量 0.97 亿人次，同比下降 36.12%，连续 42 年位居国内各航空公司之首，继续保持亚洲第一、世界前列。

近年来，公司着力建设“广州-北京”双枢纽，网络型航空公司形态逐步形成，航空战略布局更加完善。2020 年，公司持续强化粤港澳大湾区一体化建设，目前在广州市场份额已超过 50%。同时，公司完成全部在京航班转场大

兴机场，获得 45%的时刻份额，成为大兴机场最大主基地公司，公司发展潜力更加强劲。

3. 外部支持

公司作为国务院国资委直属的中国三大航空运输集团之一，在政府补助方面继续获得有力的政府支持。

公司长期获得国家及地方政府的财政补贴，包括航线补贴、其他航空事业发展补贴、飞机租赁项目补贴等。2019－2020 年，公司分别获得政府补助 42.93 亿元和 42.26 亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司履约情况良好。根据公司提供的《企业信用记录（授信机构版）》（机构查询代码：B20225810B0002），截至 2021 年 5 月 7 日，公司本部无未结清和已结清不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及主要管理制度未发生重大调整。自 2020 年 11 月 11 日起，马须伦先生任公司董事长、党组书记。

八、重大事项

南航股份资本扩充有助于其增强核心竞争力；联合资信将持续关注 737MAX 客机停飞事件的最新进展情况。

（1）子公司南航股份完成非公开发行 H 股股票

2020 年 4 月 15 日，南航股份完成向南龙控股发行 H 股普通股票 60869.57 万股，发行价格为每股 5.75 港元，共募集资金 35.00 亿港元。南航股份此次非公开发行 H 股股票的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充一般运营资金。

（2）子公司南航股份完成非公开发行 A 股股票

2020 年 6 月 17 日，南航股份完成向公司非公开发行 A 股普通股票，发行数量为 245343.45 万股，发行价格为 5.21 元/股，募集资金总额 127.82 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额 127.76 亿元，计入实收资本（股本）24.53 亿元，计入资本公积（股本溢价）103.23 亿元，南航股份资本实力进一步增强。此次非公开发行 A 股股票募集的资金扣除发行费用后将主要用于南航股份飞机引进。

（3）子公司南航股份完成发行 A 股可转换公司债券

2020 年 10 月 15 日，南航股份公开发行 A 股可转换公司债券 16000 万张，票面价值为 100 元/张，债券简称为“南航转债”，债券代码为“110075.SH”。其中公司认购了 101,027,580 张，持有比例为 63.14%。本次募集资金总额为 160.00 亿元，扣除发行费用后募集资金净额拟将 106.00 亿元用于飞机购置、航材购置及维修项目，6.00 亿元用于引进备用发动机，48.00 亿元用于补充流动资金。

（4）737MAX 客机停飞

2019 年 3 月 11 日，民航局官网发布通告，要求国内运输航空公司暂停波音 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 737MAX 飞机的商业运行。根据民航资源网数据显示，国内航司共运营 737MAX 飞机 96 架，其中公司共拥有 34 架（包括子公司厦门航空拥有的 10 架）。截至本报告出具日，公司已正式向波音公司提出索赔，目前仍在就赔偿细节与波音公司进行沟通。目前，国内 B737MAX 复飞时间仍存在不确定性。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经营及财务状况带来的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

受新冠肺炎疫情冲击，跟踪期内，公司客运运输量大幅减少，经营业绩受到较大不利影响，出现较大亏损。

2020年，公司实现营业总收入930.51亿元，较上年下降39.97%，主要系受新冠肺炎疫情影响，子公司南航股份营业收入下降所致。公司收入仍主要来自子公司南航股份的飞机运营服务收入，该类收入在营业总收入的占比仍超过97.00%。公司其他收入来源仍包括中国南航集团文化传媒股份有限公司的广告、策划收入，中国南航集团财务有限公司的利息收入、手续费及佣金收入及中国南航集团资本控股有限公司的租赁业务收入，该类收入在营业收入中的占比仍较小。

2020年，公司飞机运营服务收入较上年下降40.36%，主要系受疫情影响，公司客运运输量大幅减少所致。公司其他辅业收入较上年下降74.39%，主要系南航国际融资租赁有限公司（以下简称“南航租赁”）不再纳入合并范围所致。

2020年，公司主营业务成本较上年下降30.41%，主要系受疫情影响，公司航空运输量减少以及油价下降所致。同时，公司主营业务成本结构发生变动，主要系航空运输量减少带动公司航油成本、起降服务费、租赁费以及餐食机供品费用出现不同程度下滑，但折旧及摊销费用等固定成本相对刚性所致。受上述因素综合影响，2020年，公司主营业务毛利率下降至-3.09%。

2021年1－3月，公司实现营业总收入213.97亿元，较上年同期增长0.67%，实现利润总额-47.04亿元，仍呈亏损状态。

表5　2018－2020年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
飞机运营服务	1411.57	99.69	9.79	1514.29	99.57	11.79	903.05	99.81	-2.87
其他辅业收入	4.39	0.31	36.72	6.60	0.43	31.52	1.69	0.19	-121.41
合计	**1415.96**	**100.00**	**9.87**	**1520.89**	**100.00**	**11.88**	**904.74**	**100.00**	**-3.09**

资料来源：公司年报，联合资信整理

2. 业务经营分析

公司仍保持突出的市场地位，但2020年初爆发的新冠肺炎疫情对公司航空运输业务产生较大不利影响，公司2020年客运各项运营指标同比大幅下降。

公司航空运输业务的运营主体是南航股份，主要从事国内、地区和国际航空客、货、邮、行李运输服务。

（1）航线布局

近年来，公司着力建设“广州-北京”双枢纽，网络型航空公司形态逐步形成。

2020年，公司围绕广州-北京核心枢纽加密了北京大兴-重庆、北京大兴-成都、北京大兴-乌鲁木齐-喀什、北京大兴-厦门、广州-兰州-敦煌等航线，同时新开上海浦东-兰州、上海虹桥-南宁、福州-南京-大连、昆明-杭州、青岛-西安、南宁-太原等国内航线，持续完善航线网络。国际航线方面，受民航局“五个一”及“一国一策”政策影响，公司国际航班大幅取消、调减，后续视政策调整逐步恢复。2020年，公司国际航线新增深圳-内罗毕、武汉-伊斯兰堡、福州-札幌、福州-福冈等。

2021年，公司将加大国内市场运力投入，提升国际航线收益品质。国内航线计划增加北京大兴-无锡、北京大兴-赣州、广州-腾冲、广州-宜宾、广州-沙市、广州-长白山等，国际航线视政策调整情况，逐步推进复飞、加密和新开。

（2）机队规模

2020 年，公司引进飞机 32 架（包括经营租赁飞机 10 架、融资租赁飞机 13 架、自购飞机 9 架），退出飞机 27 架（包括 14 架 A320 系列飞机、11 架 EMB190 飞机和 2 架 A330 飞机）。截至 2020 年底，公司共拥有飞机 867 架（客机 851 架、货机 16 架），较上年底净增加 5 架。截至 2020 年底，公司机队规模仍位居全国首位。

表 6　2018－2020 年底公司机队规模（单位：架）

获取方式	2018 年底	2019 年底	2020 年底
客机：			
经营租赁	326	320	310
融资租赁	227	252	254
自购	273	276	287
小计	**826**	**848**	**851**
货机：			
经营租赁	0	0	0
融资租赁	5	5	7
自购	9	9	9
小计	**14**	**14**	**16**
合计	**840**	**862**	**867**

注：上表飞机数量为南方航空及其控股子公司拥有的飞机合计数
资料来源：南航股份年报，联合资信整理

从机队结构来看，公司主要为空客和波音系列飞机，少量支线使用安博威系列飞机。截至 2020 年底，公司机队中空客 A320 系列和波音 737 系列占比较大，分别为 37.49%和 46.25%。

表 7　截至 2020 年底公司机队构成（单位：架、年）

飞机制造商	飞机型号	飞机数量	平均机龄
客机	A380 系列	5	8.70
	A330 系列	45	7.60
	A320 系列	325	7.60
	A350 系列	8	0.90
	B787 系列	37	4.20
	B777 系列	15	4.20
	B737 系列	401	7.50
	EMB190	9	7.90
	ARJ21	6	--
货机	B777 系列	14	7.2
	B747 系列	2	18.4
合计		**867**	--

注：6 架 ARJ21 飞机运营时间较短，公司年报未披露其机龄
资料来源：南航股份年报

（3）运营情况

从运力投放来看，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。截至 2020 年底，公司可用吨公里为 338.92 亿吨公里，较上年下降 27.01%。

表 8　2018－2020 年底公司可用吨公里情况

（单位：亿吨公里）

地区	2018 年底	2019 年底	2020 年底
国内	245.50	268.04	221.83
港澳台	5.03	5.07	0.71
国际	176.75	191.23	116.39
合计	**427.28**	**464.34**	**338.92**

注：可用吨公里或“ATK”，指飞行公里数乘以可用载运吨位数
资料来源：南航股份年报，联合资信整理

从运输总量来看，受新冠肺炎疫情冲击，2020 年公司完成运输总周转量 208.05 亿吨公里，同比下降 36.23%，其中国际完成运输总周转量 70.54 亿吨公里，较上年下降 47.42%。2020 年，公司总体载运率平均为 61.39%，较上年下降 8.87 个百分点。

表 9　2018－2020 年公司载运量及载运率情况

（单位：亿吨公里、%）

项目	地区	2018 年	2019 年	2020 年
收费吨公里	国内	174.38	188.98	137.21
	港澳台	3.15	3.13	0.30
	国际	125.81	134.14	70.54
	合计	**303.34**	**326.25**	**208.05**
总体载运率（RTK/ATK）	国内	71.03	70.50	61.85
	港澳台	62.63	61.73	42.70
	国际	71.18	70.15	60.61
	平均	**70.99**	**70.26**	**61.39**

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：南航股份年报

从客运业务来看，2020 年，公司旅客运输量 9685.60 万人，同比下降 36.12%，旅客运输量仍居国内各航空公司之首。公司载客仍主要来自国内航线，达 9391.13 万人次，占 96.96%，国内旅客占比较上年提高 12.08 个百分点。旅客周转量方面，2020 年，公司收费客公里 1534.40 亿客公里，同比下降 46.15%，其中国际收费客公里下降 84.88%。2020 年，公司客座率为 71.46%，较上年下降 11.35 个百分点。

表 10　2018－2020 年公司客运情况

（单位：千人、亿客公里、%）

项目	地区	2018 年	2019 年	2020 年
载客人数	国内	119494.01	128706.50	93911.34
	港澳台	2527.08	2480.54	213.22
	国际	17863.96	20445.12	2731.48
	合计	**139885.04**	**151632.16**	**96856.04**
收费客公里	国内	1789.73	1952.39	1401.35
	港澳台	33.05	32.59	2.39
	国际	769.16	864.23	130.66
	合计	**2591.94**	**2849.21**	**1534.40**
客座率	国内	82.80	83.00	72.26
	港澳台	75.39	74.61	43.41
	国际	81.93	82.72	64.57
	平均	**82.44**	**82.81**	**71.46**

注：收费客公里或“RPK”，即旅客周转量，飞行公里数乘以所载运乘客数量

资料来源：南航股份年报，联合资信整理

从货邮运输业务来看，2020 年，公司货邮运输量为 1460.83 千吨，较上年下降 17.17%，实现货运及邮运收入 164.93 亿元，较上年增长 71.53%，主要系货运市场运价大幅上升所致。

表 11　2018－2020 年公司货邮运输情况

（单位：千吨）

地区	2018 年	2019 年	2020 年
国内	1043.91	1052.13	817.51
港澳台	21.85	23.27	9.12
国际	666.52	688.16	634.19
合计	**1732.28**	**1763.56**	**1460.83**

资料来源：南航股份年报，联合资信整理

3. 投资计划

跟踪期内，公司完成全部在京航班转场大兴机场，获得 45%的时刻份额，成为最大主基地公司，为枢纽打造提供了有利条件和资源。公司仍处于快速发展阶段，在飞机引进方面仍存在较大的资本支出压力。

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。公司将分期支付的购机款列入在建工程，截至 2020 年底，公司分期支付的购机款的账面余额为 293.72 亿元。2021－2023 年，公司计划分别引进 64 架、65 架和 57 架飞机[3]，退出 12 架、0 架和 0 架飞机，机队规模将保持增长态势，预测 2023 年底公司机队规模将达到 1041 架。2021－2022 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 565.47 亿元，其中 1 年以内（含 1 年）283.82 亿元、1~2 年（含 2 年）150.33 亿元，公司仍具有较大的飞机购买支出需求。

除飞机购买款外，公司其他主要在建工程为厦航大厦、南航广州碧花园综合培训中心等，上述项目计划总投资 59.31 亿元，截至 2020 年底已投资 24.81 亿元，尚需投资 34.50 亿元。

表 12　截至 2020 年底公司主要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预算总投资	已投资规模
厦航大厦	26.65	9.12

[3] 公司机队未来引进退出计划，以实际营运为准。

南航广州碧花园综合培训中心	9.80	5.02
厦航洪文飞行乘务出勤楼	6.80	3.09
南宁市区运营中心	2.98	2.03
深圳运行保障楼	3.60	1.72
贵州航空生产保障区一期项目	4.11	1.56
泉州基地(晋江飞行出勤楼)	2.44	1.19
西安分公司运营基地一期	2.93	1.08
合计	**59.31**	**24.81**

注：上表中为部分工程类在建项目，不包含分期支付飞机购买款
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

重要项目方面，公司作为北京新机场主基地航空公司，按照承担北京新机场航空旅客业务量 40%的目标进行基地建设。北京新机场南航基地项目（分为一期和二期工程）概算总投约 145.51 亿元，截至 2020 年底，一期工程已完工投运，累计完成投资 79.31 亿元，二期工程尚未动工。2020 年 10 月，公司提前完成全部在京航班转场大兴机场，获得 45%的时刻份额，成为最大主基地公司。

4. 未来发展

公司以建设世界一流航空运输企业的“三二四五三”战略框架为出发点和落脚点，围绕“十四五”发展目标和 2035 年远景目标，进一步聚焦质量效益，确定“坚持五大发展理念、实施五大战略、推进六大行动、实现六大转变”的高质量发展总体思路。

公司坚持安全、高质量、创新、合作和共享的“五大发展”理念，聚焦枢纽网络战略、生态圈战略、创新驱动战略、精益管控战略、品牌经营战略的“五大战略”，推进安全生产专项整治、抓好重大战略机遇、深化改革重点突破、对标一流管理提升、五大结构调整优化、服务品质攻坚提升的“六大行动”，力求实现由重速度向重质量转变，由全面拓展市场向重点突破转变，由相对单一产业向高相关多元化产业转变，由重计划管控向重市场运作转变，由传统商业模式向数字化、生态圈转变，由粗放型管理向精细化管理转变这“六大转变”。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度合并财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定，并基于审计报告中所述会计政策和估计编制财务报表。

合并范围方面，2020 年以及 2021 年 1－3 月，公司纳入合并范围内的二级子公司无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围拥有二级子公司 13 家。总体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模略有下降，以飞机为主的使用权资产和固定资产占比高，符合航空运输业特点。公司受限资产规模小，整体资产质量仍较高。

截至 2020 年底，公司合并资产总额较上年底下降 0.67%。公司资产结构以非流动资产为主，符合航空运输行业特点。

表 13　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**261.50**	**9.98**	**469.70**	**13.43**	**454.44**	**13.08**
货币资金	52.98	2.02	188.72	5.40	275.61	7.93
其他流动资产	56.76	2.17	155.13	4.43	61.89	1.78
非流动资产	**2357.94**	**90.02**	**3028.16**	**86.57**	**3019.90**	**86.92**
长期股权投资	125.47	4.79	151.32	4.33	153.78	4.43

固定资产	1730.18	66.05	869.82	24.87	877.67	25.26
在建工程	380.00	14.51	394.27	11.27	325.17	9.36
使用权资产	--	--	1496.42	42.78	1452.91	41.82
资产合计	**2619.44**	**100.00**	**3497.85**	**100.00**	**3474.34**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，流动资产较上年底下降 3.25%，主要系其他流动资产减少所致。公司流动资产主要由货币资金、其他流动资产构成。公司货币资金较上年底大幅增长 46.04%，主要系债务融资增长所致；货币资金中有 9.93 亿元受限（其中 8.70 亿元为存放于中央银行的法定准备金）。公司其他流动资产较上年底下降 60.10%，主要系公司 90.00 亿元理财产品于 2020 年底到期，以及公司对南航租赁 5.00 亿元委托贷款重分类至其他非流动资产所致。

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底下降 0.27%，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程及使用权资产构成。公司长期股权投资较上年底增长 1.63%，被投资企业主要涉及航空行业上下游及金融行业。公司固定资产较上年底增长 0.90%，较上年底变化不大，其中，自有飞机账面价值 547.78 亿元（占 62.44%）、房屋及建筑物账面价值 179.59 亿元（占 20.47%）、其他飞行设备（包括高价周转件）账面价值 107.16 亿元（占 12.22%）；累计计提折旧 818.89 亿元，固定资产成新率 34.55%。公司在建工程较上年底下降 17.53%，主要系在建项目完工转入固定资产所致。公司在建工程主要为分期支付购买飞机及飞行设备款 293.73 亿元，占在建工程账面价值的 90.33%。公司使用权资产较上年底下降 2.91%；主要由飞机及发动机（合计 1433.73 亿元，占 98.68%）构成。

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值合计为 9.93 亿元，全部为货币资金使用受限。公司资产受限比例很低。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3471.65 亿元，较上年底下降 0.08%。其中，流动资产占 12.68%，非流动资产占 87.32%。资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

由于亏损使得公司所有者权益有所下降，所有者权益中少数股东权益占比仍较高，权益稳定性仍一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益 1078.29 亿元，较上年底下降 6.37%，主要系亏损导致未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 61.00%，少数股东权益占比为 39.00%。在所有者权益中，实收资本占 16.48%，资本公积占 34.25%，其他综合收益占 0.06%，未分配利润占 6.61%。所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 1017.14 亿元，较上年底下降 5.67%，主要系未分配利润减少所致。公司所有者权益构成较上年底变化不大。公司未分配利润 51.84 亿元，较上年底下降 27.25%，主要系弥补当期亏损所致。

（2）负债

公司债务规模持续增长，债务负担仍较重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 2.13%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

表 14 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**896.15**	**50.28**	**962.28**	**41.02**	**999.04**	**41.70**

短期借款	220.21	12.35	75.39	3.21	239.34	9.99
应付账款	145.70	8.17	141.81	6.04	125.26	5.23
其他应付款	74.73	4.19	78.74	3.36	90.24	3.77
一年内到期的非流动负债	234.85	13.18	227.84	9.71	255.88	10.68
其他流动负债	61.00	3.42	257.96	11.00	151.99	6.34
非流动负债	**886.24**	**49.72**	**1383.89**	**58.98**	**1397.01**	**58.30**
长期借款	213.92	12.00	23.48	1.00	86.25	3.60
应付债券	102.04	5.72	157.76	6.72	238.66	9.96
长期应付款	507.08	28.45	0.00	0.00	2.91	0.12
租赁负债	0.00	0.00	1137.47	48.48	999.15	41.70
负债总额	**1782.39**	**100.00**	**2346.17**	**100.00**	**2396.05**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 3.82%，主要系短期借款增长所致。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及其他流动负债构成。公司短期借款较上年底增长 217.46%。公司应付账款较上年底下降 11.67%，主要系应付起降费和航油款减少所致。公司其他应付款（含应付利息 6.15 亿元）较上年底增长 14.60%，主要系应付购建固定资产款增加所致。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 12.31%，主要系一年内到期的应付债券增长所致；其中一年内到期的长期借款为 0.67 亿元，一年内到期的应付债券余额为 44.97 亿元，一年内到期的租赁负债为 209.29 亿元。其他流动负债较上年底下降 41.08%，主要系 2020 年公司偿还的短期融资券规模多于当年新发融资券规模所致。本报告将其他流动负债纳入短期债务核算。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 0.95%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和租赁负债构成。公司长期借款较上年底增长 267.33%，全部为信用借款。公司应付债券较上年底增长 51.28%，主要系子公司南航股份发行多期中期票据以及发行可转换公司债所致。2019 年公司执行新租赁准则，将应付融资租赁款及应付经营租赁款合并至租赁负债核算；2020 年底公司租赁负债较上年底下降 12.16%。本报告将租赁负债纳入长期债务核算。

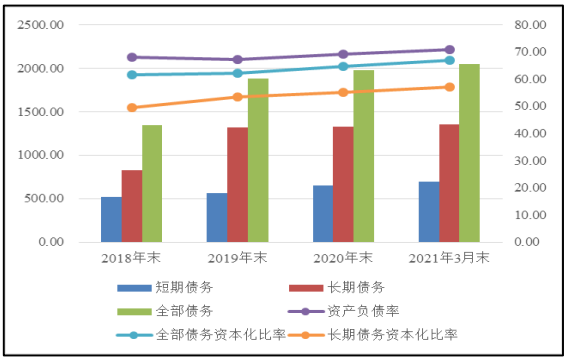
截至 2020 年底，公司全部债务 1976.38 亿元，较上年底增长 5.13%。债务结构方面，短期债务占 32.86%，长期债务占 67.14%，以长期债务为主。其中，短期债务 649.41 亿元，较上年底增长 15.72%，主要系短期借款增长所致；长期债务 1326.97 亿元，较上年底增长 0.63%。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.96%、64.70%和 55.17%，较上年底分别提高 1.89 个百分点、2.69 个百分点和 1.79 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 2454.51 亿元，较上年底增长 2.44%，负债结构较上年底变化不大。公司全部债务 2047.78 亿元，较上年底增长 3.61%。其中，短期债务 697.25 亿元，较上年底增长 7.37%，主要系其他流动负债增长所致；长期债务 1350.53 亿元，较上年底增长 1.78%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，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 70.70%、66.81%和 57.04%，较上年底分别提高 1.74 个百分点、2.11 个百分点和 1.87 个百分点。

公司于 2018 年 1 月先后发行两期可续期公司债券（“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”）合计 30.00 亿元，计入“所有者权益－其他权益工具”。“18 航集 Y1”和“18 航集 Y2”分别于 2021 年 1 月 18 日和 2021 年 1 月 25 日完成

到期兑付摘牌。整体看，公司债务负担仍较重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

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，受新冠肺炎疫情冲击，公司收入大幅下滑，出现较大亏损，公司盈利能力恶化。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司实现营业总收入较上年下降 39.97%。公司营业成本较上年下降 30.00%。公司营业利润-139.10 亿元（上年为 64.05 亿元），主要系受疫情影响公司营业收入下滑，同时公司为应对新冠肺炎疫情对全球航空业的冲击，子公司南航股份计划提前处置部分老旧、运营成本较高的飞机导致计提大规模资产减值综合所致。

表 15　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业总收入	1443.58	1550.02	930.51
营业成本	1292.22	1358.06	950.64
期间费用	164.28	197.96	122.40
投资收益	24.32	28.00	7.37
其他收益	44.42	42.53	41.95
资产减值损失	0.19	-0.66	-39.86
营业外收入	11.97	9.69	6.67
利润总额	65.84	72.89	-134.83
营业利润率	10.23	12.08	-2.59
总资本收益率	3.81	3.97	-1.18
净资产收益率	6.00	5.13	-9.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年，公司期间费用较上年下降 38.17%，主要系销售费用和财务费用大幅减少所致。从构成看，公司销售费用占 42.89%，管理费用占 31.92%，研发费用占 2.99%，财务费用占 22.19%。其中，销售费用较上年下降 33.44%，主要系受疫情影响，公司业务代理手续费和电脑订座费减少所致；财务费用同比下降 64.13%，主要系人民币升值产生净汇兑收益 34.85 亿元所致。2020 年，公司费用总额占营业收入的比重为 13.15%，较上年提高 0.38 个百分点，公司期间费用对利润总额的侵蚀作用仍较大。

2020 年，公司投资收益较上年下降 73.69%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致。2020 年，公司其他收益较上年下降 1.36%，主要为获得的航线补贴。2020 年，公司实现营业外收入 6.67 亿元，较上年下降 31.16%。2020 年，公司利润总额为-134.83 亿元，呈亏损状态。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年分别下降 5.15 个百分点和 14.72 个百分点。公司经营出现较大亏损，盈利能力恶化。

5. 现金流

受新冠肺炎疫情冲击，客货运量和营业收入下滑，2020 年，公司经营性现金净流入量较上年大幅减少，但公司业务获现能力仍很强；受减少飞机等固定资产引进影响，公司投资活动现金由净流出转为净流入；公司偿还到期债务规模较大，筹资活动现金流转为净流出。

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，公司经营活动现金净流入 72.73 亿元，较上年大幅下降 81.12%，主要系受疫情影响，公司业务收入下滑导致现金流入减少所致。2020 年，公司现金收入比为 103.11%，同比下降 9.13 个百分点，收入实现质量仍较高。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金由上年的净流出 309.78 亿元转为本年的净流入 23.17 亿元，主要系受疫情影响，公司飞机

等固定资产引进减少所致。

从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流入 64.19 亿元转为净流出 14.90 亿元，主要是本年度公司偿还债务支付的现金高于发行股票及可转债等项目所募集到的资金所致。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 13.59 亿元，投资活动现金净流出 57.60 亿元，筹资活动现金净流入 29.25 亿元。

表 16　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入	1651.47	1803.33	1019.85
经营活动现金流出	1481.38	1418.17	947.12
经营活动现金流量净额	**170.09**	**385.16**	**72.73**
投资活动现金流量净额	**-286.46**	**-309.78**	**23.17**
筹资活动现金流量净额	**105.01**	**64.19**	**-14.90**
现金收入比	110.95	112.24	103.11

资料来源：联合资信根据审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标有所下降。但考虑到公司市场地位突出，且其实际控制人为国务院国资委，股东实力雄厚，公司整体偿债能力极强。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 48.81%和 46.84%分别下降至 45.49%和 43.72%，现金短期债务比由上年底的 0.37 倍提高至 0.47 倍。公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 180.17 亿元，同比下降 52.95%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 49.88%）、摊销（占 87.60%）、计入财务费用的利息支出（占 37.36%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.18 倍下降至 2.54 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA 由上年的 4.91 倍提高至 10.97 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期债务偿债能力较上年有所下滑。

截至 2020 年底，公司已获得多家国内银行提供的 4443.00 亿元的银行授信额度，其中尚未使用为 3443.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。除此之外，子公司南航股份为上市公司，直接融资渠道畅通。

对外担保方面，下属子公司南航股份和孙公司厦门航空的部分飞行学员需要为个人承担的培训费和在校学习期间的学杂费申请个人贷款，并由南航股份及厦门航空分别对个人贷款提供连带责任担保。截至 2020 年底，由南航股份和厦门航空担保的贷款余额为 2.21 亿元，上述对外担保事项均有反担保措施，公司整体代偿风险较小。

重大未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月底，公司存在重大未决诉讼 1 项：中国南方航空股份有限公司海南分公司工会委员会诉中国南方航空集团海南有限公司借款合同纠纷案。案件涉及金额约为 7062.65 万元，该案目前处于一审待开庭阶段。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入仍主要来自于下属子公司，子公司独立性较强。母公司债务负担仍较轻。

公司航空运输业务主要由下属子公司南航股份负责，南航股份作为 A 股、H 股和 N 股上市公司，其独立性较强，截至 2021 年 3 月底，公司直接和间接合计对其持股比例为 60.42%。

截至 2020 年底，母公司资产总额 694.92 亿元，较上年底增长 3.16%，占合并口径的 20.00%。其中，流动资产 214.90 亿元（占 30.92%），非流动资产 480.03 亿元（占 69.08%）。截至 2020 年底，母公司货币资金 48.41 亿元（占合并口径的 17.56%）。

截至 2020 年底，母公司负债总额 138.11 亿元（占合并口径的 5.76%），较上年底下降 4.02%。母公司全部债务 118.86 亿元，占公司合并口径的 6.01%。其中，短期债务为 89.36 亿元（占 75.18%）。截至 2020 年底，母公司资产负债率 19.87%，全部债务资本化比率 17.59%。截至

2020 年底，母公司现金短期债务比为 0.54 倍。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 556.81 亿元（占合并口径的 51.64%），较上年底增长 5.11%。

2020 年，母公司营业总收入为 2.91 亿元（占合并口径的 0.31%），营业收入为 2.91 亿元，利润总额为 40.69 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 699.83 亿元，所有者权益为 529.13 亿元，负债总额 170.70 亿元，全部债务 107.54 亿元；母公司资产负债率 24.39%，全部债务资本化比率 16.89%，整体看，母公司债务负担较轻。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 0.66 亿元，利润总额 4.79 亿元。

十一、存续期内债券偿债能力

从资产情况来看，截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为 286.08 亿元，为“19 航集 01”“19 航集 02”“19 航集 03”和“20 航集 01”待偿本金合计（29.50 亿元）的 9.70 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高。

从盈利情况来看，2020 年，公司 EBITDA 为 180.17 亿元，为债券待偿本金合计的 6.11 倍，公司 EBITDA 对上述债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2020 年经营活动产生的现金流入 1019.85 亿元，为债券待偿本金合计的 34.57 倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司航空业务处于国内同行业领先水平，市场地位突出，且其实际控制人为国务院国资委，股东实力雄厚，联合资信认为，公司对上述跟踪债券的偿还能力极强，上述跟踪债券到期不能偿付的风险极低。

十二、结论

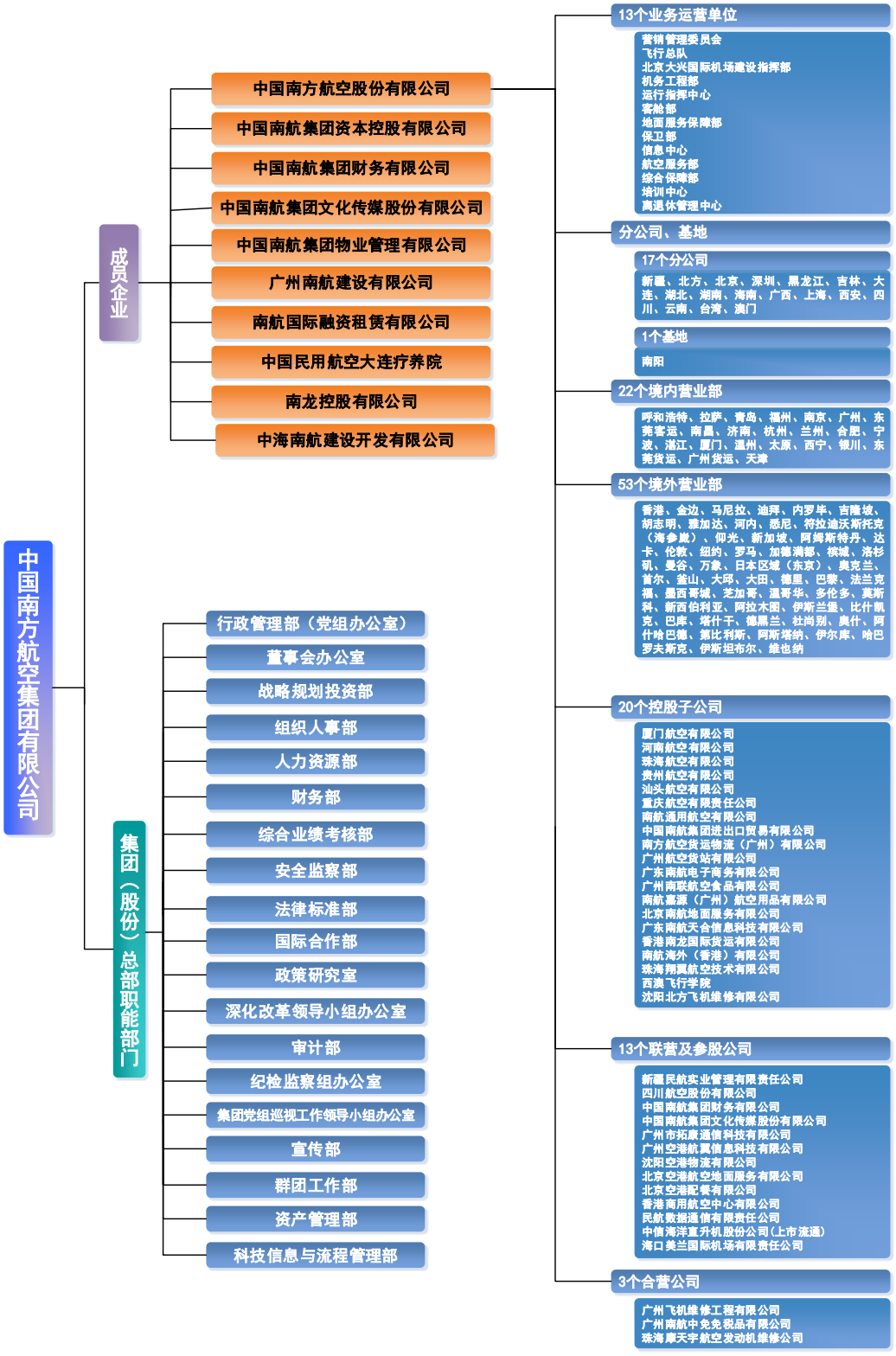
综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AAA，维持“19 航集 01”“19 航集 02”“19 航集 03”和“20 航集 01”债项的信用等级 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司合并范围内二级子公司情况

序号	公司名称	注册地	实收资本（亿元）	持股比例（%）	业务范围	取得方式
1	中国南方航空股份有限公司	广州	153.29	60.42	航空运输业务	投资设立
2	南龙控股有限公司	香港	46.92	100.00	投资控股	投资设立
3	中国南航集团财务有限公司	广州	13.78	100.00	吸收存款及发放贷款	投资设立
4	中国南航集团文化传媒股份有限公司	广州	2.00	100.00	文化广告服务业等	投资设立
5	中国南航集团资本控股有限公司	广州	55.00	100.00	租赁和商务服务业	投资设立
6	广州南航建设有限公司	广州	9.34	100.00	房地产项目投资	投资设立
7	中国南航集团地勤有限公司	深圳	0.14	100.00	航运代理	投资设立
8	中国南航集团物业管理有限公司	广州	0.10	100.00	为南航集团自有物业提供管理服务	投资设立
9	南航集团北京经济开发有限公司	北京	0.05	100.00	航空快件及代理业务等	投资设立
10	新疆航空有限公司	乌鲁木齐	7.82	100.00	航空运输业务	其他
11	中国北方航空有限公司	沈阳	4.99	100.00	航空运输业务	其他
12	中国南方航空集团深圳有限公司	深圳	0.82	100.00	进出口业务	其他
13	南航集团经济发展公司	汕头	0.12	61.00	制造业	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　公司执行新租赁准则的具体情况

2019 年起，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。

附件 3　公司主要财务指标（合并报表）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	69.72	206.15	303.00	286.08
资产总额（亿元）	2619.44	3497.85	3474.34	3471.65
所有者权益（亿元）	837.06	1151.68	1078.29	1017.14
短期债务（亿元）	517.55	561.20	649.41	697.25
长期债务（亿元）	823.04	1318.71	1326.97	1350.53
全部债务（亿元）	1340.59	1879.91	1976.38	2047.78
营业总收入（亿元）	1443.58	1550.02	930.51	213.97
利润总额（亿元）	65.84	72.89	-134.83	-47.04
EBITDA（亿元）	245.44	382.97	180.17	--
经营性净现金流（亿元）	170.09	385.16	72.73	13.59
销售债权周转次数（次）	50.06	49.86	32.01	--
存货周转次数（次）	77.19	75.34	51.90	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.51	0.27	--
现金收入比率（%）	110.95	112.24	103.11	102.84
营业利润率（%）	10.23	12.08	-2.59	-10.22
总资本收益率（%）	3.81	3.97	-1.18	--
净资产收益率（%）	6.00	5.13	-9.59	--
长期债务资本化比率（%）	49.58	53.38	55.17	57.04
全部债务资本化比率（%）	61.56	62.01	64.70	66.81
资产负债率（%）	68.04	67.07	68.96	70.70
流动比率（%）	29.18	48.81	45.49	42.53
速动比率（%）	27.28	46.84	43.72	40.76
经营现金流动负债比（%）	18.98	40.03	7.28	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.37	0.47	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	5.62	5.18	2.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.46	4.91	10.97	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务核算，将租赁负债计入长期债务核算；4. 2021 年一季度财务数据未经审计

附件 4　公司主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	1.90	163.74	48.41	179.30
资产总额（亿元）	365.11	673.63	694.92	699.83
所有者权益（亿元）	224.21	529.74	556.81	529.13
短期债务（亿元）	68.59	78.57	89.36	47.04
长期债务（亿元）	50.45	45.30	29.50	60.50
全部债务（亿元）	119.04	123.87	118.86	107.54
营业收入（亿元）	1.86	2.66	2.91	0.66
利润总额（亿元）	19.52	10.61	40.69	4.79
EBITDA（亿元）	23.18	14.92	42.09	--
经营性净现金流（亿元）	0.23	-3.04	-1.14	0.20
销售债权周转次数（次）	941.53	9134.40	9528.50	--
存货周转次数（次）	111.18	54.45	62.44	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.004	--
现金收入比率（%）	72.82	57.07	54.25	133.90
营业利润率（%）	77.27	82.46	86.61	89.72
总资本收益率（%）	5.49	2.25	4.99	--
净资产收益率（%）	6.93	2.03	5.87	--
长期债务资本化比率（%）	18.37	7.88	5.03	10.26
全部债务资本化比率（%）	34.68	18.95	17.59	16.89
资产负债率（%）	38.59	21.36	19.87	24.39
流动比率（%）	63.03	368.12	212.43	214.04
速动比率（%）	63.03	368.12	212.43	214.04
经营现金流动负债比（%）	0.26	-3.11	-1.13	--
现金短期债务比（倍）	0.03	2.08	0.54	3.81
EBITDA 利息倍数（倍）	7.00	3.78	41.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.14	8.30	2.82	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务核算，将租赁负债计入长期债务核算；3. 未获取母公司折旧、摊销数据，母公司 EBITDA 以利润总额和计入财务费用的利息支出近似匡算；4. 2021 年一季度财务数据未经审计

附件 5　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	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。