跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1644 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国南方航空集团公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11南航集MTN1”、“13南航集MTN001”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 （100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国南方航空集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 南航集 MTN1	10 亿元	2011/08/11-2016/08/11	AAA	AAA
13 南航集 MTN001	10 亿元	2013/7/5-2018/7/5	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	112.81	157.23	191.10	154.49
资产总额(亿元)	1493.69	1742.27	1967.52	1955.58
所有者权益(亿元)	373.36	424.27	451.86	486.03
长期债务(亿元)	515.71	701.27	879.69	864.40
全部债务(亿元)	808.89	988.03	1192.26	1158.44
营业收入(亿元)	1025.10	994.11	1091.80	279.76
利润总额(亿元)	45.14	36.71	38.53	29.47
EBITDA(亿元)	147.86	152.58	174.09	--
经营性净现金流(亿元)	132.81	115.29	137.52	52.12
营业利润率(%)	13.25	11.60	12.71	22.13
净资产收益率(%)	9.41	6.77	6.82	--
资产负债率(%)	75.00	75.65	77.03	75.15
全部债务资本化比率(%)	68.42	69.96	72.52	70.44
流动比率(%)	36.78	45.57	53.22	50.06
全部债务/EBITDA(倍)	5.47	6.48	6.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.87	6.72	6.14	--
经营现金流动负债比(%)	24.43	20.49	23.74	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；长期融资租赁款计入长期债务指标。

分析师

刘晓濛 李海宸
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，中国南方航空集团公司（以下简称“南航集团”或“公司”）保持其大型航空运输集团的规模优势，机队及客运规模等保持行业领先水平，运输能力及运输量等运营指标实现稳定增长，多种航空辅业协调稳步发展。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，中国民航行业竞争激烈、限制“三公消费”政策实施及人民币汇率波动导致公司收入及盈利规模均受到一定影响。

居民收入的增加、国家政策的支持为中国民航运输业的发展提供了有利保障，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而在长期支撑其信用基本面。

综合考虑，联合资信维持中国南方航空集团公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11南航集MTN1”、“13南航集MTN001”的信用等级为AAA。

优势

1. 公司机队规模、航线网络、年客运量等多项指标居国内同行业领先水平，在国内航运市场上具有明显的竞争优势。
2. 公司机队新增波音 787 客机，其与空客 A380 两种当今世界最先进客机投入运营为公司扩大品牌影响力、运力扩张以及国际航线拓展提供有力保证。
3. 跟踪期内，公司积极拓展航线网络，未来国际航线开拓及运力投放有望成为新的业务增长点。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期内债券的保护能力很强。

关注

1. 运力投放过快、高铁替代效应等因素导致中国民航行业内、外部竞争压力增大。
2. 中央限制“三公消费”政策的出台对民航商

务舱及头等舱业务产生影响，“两舱”对民航收入及利润贡献有所降低。

3. 投资收益和营业外收入占利润总额比重较高，人民币汇率波动对公司盈利水平影响大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国南方航空集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国南方航空集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国南方航空集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国南方航空集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于中国南方航空集团公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国南方航空集团公司（“南航集团”或“公司”）的前身是于 1991 年成立的中国南方航空公司。1993 年 1 月，更名为中国南方航空（集团）公司。1993 年 10 月，中国南方航空集团成立，为国务院首批五十五家试点企业集团之一。1995 年 3 月，南航集团下属全资子公司中国南方股份有限公司成立（以下简称“南航股份”，证券代码 600029），并于 1997 年 7 月在香港和纽约同步上市。2002 年 10 月，以中国南方航空（集团）公司为主体，联合中国北方航空公司（以下简称“北方航空”）及新疆航空公司（以下简称“新疆航空”）组建中国南方航空集团公司。2003 年 7 月，南航股份于上海证券交易所上市。2009 年 5 月 31 日，经中国证监会批准，南航股份向公司全资子公司南龙控股有限公司（以下简称“南龙控股”）非公开发行 721150000 股 H 股；2009 年 6 月 18 日，经中国证监会批准，南航股份非公开发行 721150000 股 A 股。经历次股本变更，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 111.96 亿元，由国务院国有资产监督管理委员会 100%持股。

公司主营业务范围：（一）集团公司营业执照营业范围内容为：经营集团公司及其投资企业中由国家投资形成的全部国有资产和国有股权。（二）集团公司及所属分、子公司业务范围为：1、主营：国际、地区、国内定期、不定期航空客、货、邮和行李运输；通用航空业务；航空速递业务；飞机、发动机和航材及相关设备的维修；航空客、货销售和地面服务代理。2、兼营：航空地面设备制造和维修；航空食品、纪念品、机上用品、免税品及商品生产、零售、批发；航空培训与咨询；飞机租赁；航空油料；航空运输及相关业务的国际合作；进出口业务；信息技术；金融产业；国际、国内广告业务；房地产开发经营，物业管理，工程监理；旅游业；酒店业、饮食业；机场与机场设施经营管理；公路、水路联运及速递派送；招标投标、劳务输出；仓储及物流相关设备；出版业。截至 2015 年 3 月底，公司下设办公厅、规划投资部等 15 个职能部门。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 1967.52 亿元，所有者权益合计 451.86 亿元（其中少数股东权益 245.85 亿元）。2014 年公司实现营业收入 1091.80 亿元，利润总额 38.53 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产（合并）总计 1955.58 亿元，所有者权益合计 486.03 亿元（其中少数股东权益 268.86 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 279.76 亿元，利润总额 29.47 亿元。

公司注册地址：广东省广州市白云机场；法定代表人：司献民。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人

均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

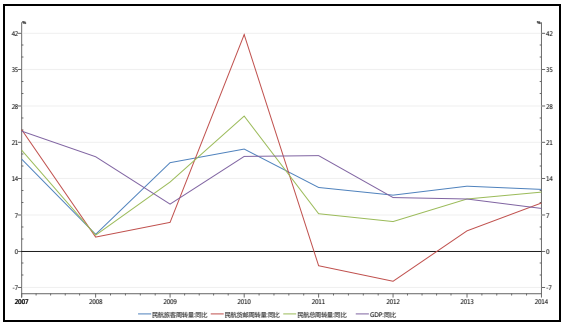
1. 航空运输行业

（1）行业现状

行业与 GDP 的关系

航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性。根据发达国家经验，在居民收入突破一定水平后，航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5～2 倍，且行业成长期长达 30～40 年。从图 1 可以看到，2007～2014 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 13.17%和 9.77%，约为 GDP 增速（14.47%）的 0.91 倍和 0.68 倍。

图 1　中国民航运输业增长率和 GDP 增长率比较



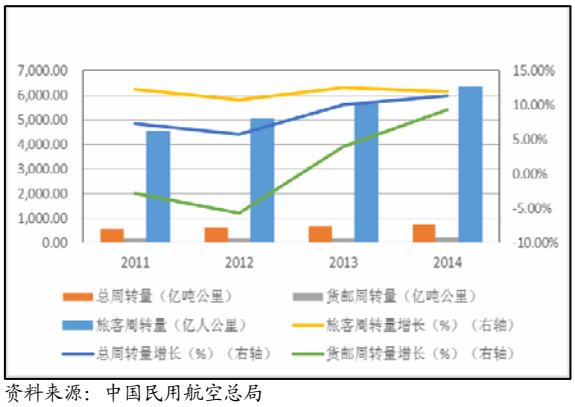
资料来源：中国民用航空总局

行业需求

从需求上来看，2012 年，中国民航完成运输总周转量 610.32 亿吨公里，同比增长 5.7%，增速较 2011 年下降 0.80 个百分点。2013 年，航空运输市场进入缓慢复苏阶段，据民航局官

方公布，2013 年，全行业完成运输总周转量 671.72 亿吨公里，同比增长 10.1%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量 501.43 亿人公里，同比增长 12.3%；货运市场扭转了负增长趋势，货邮周转量 170.29 亿吨公里，同比增长 3.9%。从国内、国际航线看，2013 年，国内航线完成运输周转量 461.05 亿吨公里，同比增长 10.9%，其中港澳台航线完成 14.23 亿吨公里，同比增长 4.1%；国际航线完成运输周转量 210.68 亿吨公里，同比增长 8.3%。总体来看，2013 年航空运输业增长较 2012 年有所提升。2014 年，中国民航完成运输总周转量 748.12 亿吨公里，同比增长 11.37%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量 560.34 亿人公里，同比增长 11.7%；货邮周转量 187.77 亿吨公里，同比增长 10.3%。从国内、国际航线看，2014 年，国内航线完成运输周转量 508.00 亿吨公里，同比增长 10.2%；国际航线完成运输周转量 240.11 亿吨公里，同比增长 14.0%。总体来看，2014 年，航空运输业增长较 2013 年有所提升。

图 2　近年中国民航运输情况



资料来源：中国民用航空总局

行业供给

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

从国内航空市场的飞机投放看，2011 年以来，随着先前订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从 2008 年的 1259 架增加到 2014 年底的 2370 架，2014 年全年共新增飞机 225 架。根据目前各航空公司购买飞机的计划来看，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定增速，运力投放将有所增加。

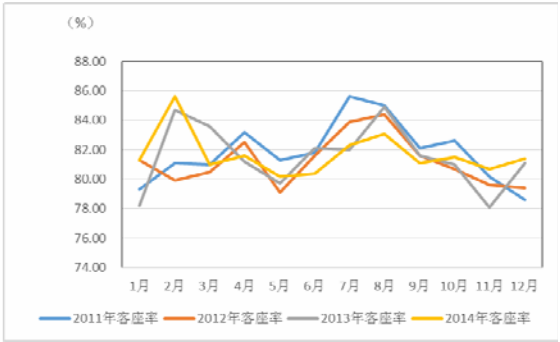
图 3　2010～2014 年飞机日利用小时情况

资料来源：中国民用航空总局

从飞机利用率看，自 2008 年金融危机之后，民航运输飞机平均日利用率在 2010 年出现了短暂的反弹，2011 年与 2012 年继续落回较低水平，2013 年略有好转。2014 年为 9.51 小时，同比下降 0.02 小时；其中，大中型飞机平均日利用率为 9.74 小时，同比下降 0.02 小时，小型飞机平均日利用率为 6.36 小时，同比下降 0.24 小时。

行业经济效益

图 4　中国民航客座率情况



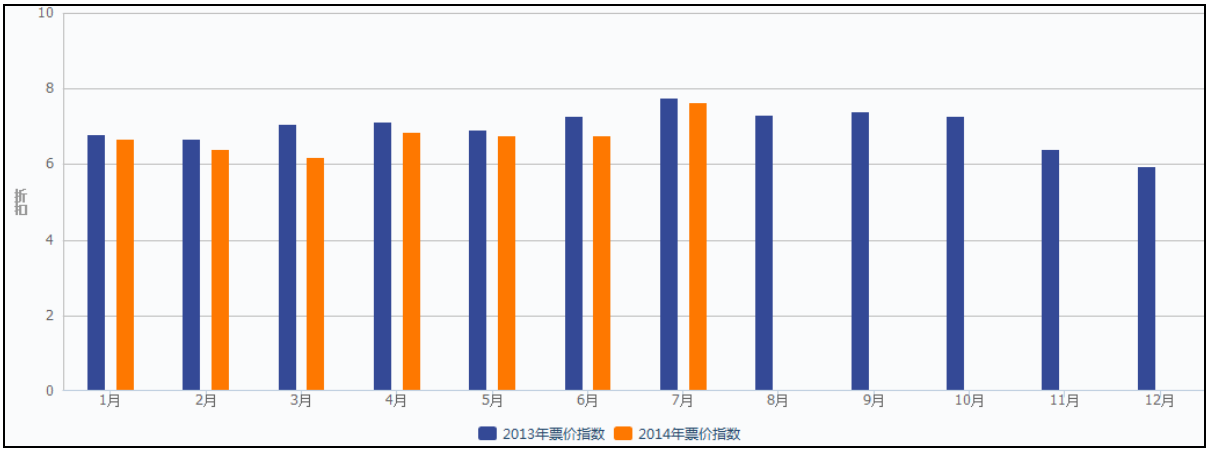
资料来源：中国民用航空总局

从运营效率看，2011 年以来，行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载客量较 1、2、4 季度高；货运方面，每年 1、2

月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运能扩张计划，航空需求的季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。2014 年，中国民航正班客座率为 81.4%，同比增加 0.3 个百分点；正班载运率为 71.9%，同比降低 0.3 个百分点。

从票价水平看，2012 年，国内航线“控量保价”的情况非常显著，年初客座率出现同比下滑而票价维持在较高水平，然而第四季度国内综合票价指数下降 15%，价格基本与年初持平。2013 年机票价格延续了 2012 年年末的跌势，在春节期间出现了“跳水”，加之限制“三公消费”等政策的出台，头等舱及商务舱票价下滑严重。2014 年票价指数继续低于 2013 年同期水平。航空公司为了航线客座率调低了票价，七月末到八月中旬的航空管制也给航空业造成了一定的负面影响。

图 5　2013~2014 年民航票价指数情况



资料来源：Wind 资讯

行业竞争

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成自然垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。

按照控股股东背景区分，国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。

中央控股公司实力最为雄厚，机组规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为中国航空集团公司（以下简称“国航集团”；下辖中国国际航空股份有限公司（国航股份，SH.601111））、南航集团（下辖中国南方航空股份有限公司（南航股份，SH.600029））和中国东方航空集团公司（以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东航股份，SH.60015）），简称为“三大航”。

地方航空公司获得地方政府支持力度较大，整体运营实力居于行业中游，包括海航集团等

表 1　截至 2014 年底国内部分航空公司数据比较

	南航股份	国航股份	东航股份	三大航合计
机队规模（架）	612.00	497.00	478.00	1587.00
单机年收入（亿元/架）	2.01	2.11	1.88	6.00
单机年利润总额（亿元/架）	0.06	0.10	0.09	0.25

资料来源：各公司审计报告，联合资信整理

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、机组规模、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。2014 年，国航股份及东航股份整体盈利情况均较上年有不同程度提升，其中东航股份利润来源主要为补贴收入。

相对而言，国航股份立足首都北京，承担的中外交流任务最为频繁，其开通的国际航线居于三大航之首，国际航线是国航股份未来发展的关键。国际航线中两舱及高端旅客的单位收入贡献大，是盈利的主要来源，在国际航线高端旅客客源的争夺中，国航股份面临世界主要大型航空公司的直接竞争，拓展国际航线并形成规模效益的难度相对较大。同时，国际航线受世界经济波动影响较大。

南航股份作为目前国内机队规模最大的航空公司，在绝对运输能力及运力结构优化方面具备相对优势，但运力快速增长与航权航线布局匹配矛盾问题日益突出，在国际航权短期内无法快速扩张的前提下，国内市场成为南航股份发展的重要侧重点。依托中西部地区经济增长及千万级机场建设，东西走向航空客流将成为化解南航股份新增运力的重要途径。

东航股份相对国航股份及南航股份而言，在航权航线资源及运营机组方面均相对弱势，导致其 2014 年收入及营业利润率较国航股份和南航股份更低。随着上海自贸区的建立，上海市对外开放程度升级，由此带来的国内外客货流将成为东航股份未来收入及利润增长的重要支撑。

国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有海航集团等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。

表 2　2014 年国内四大航空公司运营及财务指标(上市公司)

项 目	南航股份		国航股份		东航股份		海航股份	
运营指标								
	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅
可用座公里（ASK，亿客公里）	2098.07	12.32%	1936.31	10.22%	1605.85	5.60%	682.6	29.72%
机队规模（架）	540	-3.74%	497	8.65%	478	0.00%	169	29.01%
飞机日利用率（小时）			9.57	0.00%	-		10.26	0.20%
单机年收入（亿元/架）	2.01	14.62%	2.11	7.61%	1.88	2.04%	2.13	-7.67%
单机年利润总额（亿元/架）	0.06	-4.48%	0.10	12.18%	0.09	72.38%	0.15	-27.49%
平均客座率（%）	79.4	-0.06%	79.89	-1.14%	79.55	0.43%	86.8	0.42%
平均载运率（%）	70.01	0.00%	56.08	-3.13%	71.53	-0.13%	83.6	1.17%

财务指标								
	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅
资产总额（亿元）	1896.97	14.87%	2096.43	2.08%	1635.42	18.70%	1219.82	18.11%
营业收入（亿元）	1083.13	10.38%	1048.26	7.37%	897.46	1.97%	360.44	19.23%
政府补助（亿元）	17.28	46.94%	10.6	46.81%	36.27	53.04%	5.04	64.17%
利润总额（亿元）	30.95	-7.61%	50.18	9.49%	41.2	85.50%	32.13	20.20%
经营性净现金流（亿元）	151.16	35.84%	175.23	0.50%	122.52	13.67%	78.35	0.00%
营业利润率（%）	11.98	0.97	16.02	0.99	11.14	2.77	22.95	2.42
资产负债率（%）	76.66	2.22	71.63	-0.15	81.97	1.05	73.99	-1.3

资料来源：上市公司年报，联合资信整理

注：部分指标空缺系该公司 2014 年报中未披露；营业利润率、资产负债率、平均客座率和平均载运率的增幅单位均为百分点。

（2）行业关注

航油价格波动

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

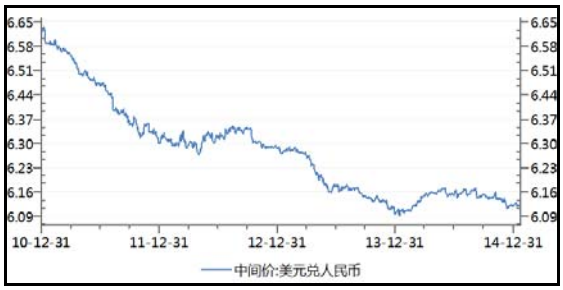
图 6　2013～2015 年 4 月航油价格和原油价格走势

资料来源：Wind 资讯

自世界经济走出金融危机的低谷后，2011 年以来国际航油价格由 2008 年末的最低点逐步攀升并持续保持高位。2014 年下半年以来，随着美国宽松量化政策缩减，国际原油价格出现急剧下降的趋势，原油价格的下滑导致航油价格相应下降，在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。截至 2014 年底，航空煤油和布伦特原油价格分别为 5711 元/吨和 57.33 美元/桶。但同时，国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性，国内大型航空公司的航油均从国内采购商采购，因此航油成本下滑程度尚不能与国际原油价格的表现同步。

人民币汇率变化

图 7　美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

航空运输业的资产主要为外汇负债资产，因此人民币升值将带来运输资产的增值。2014 年前半年，人民币兑美元出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日人民币兑美元价格报收 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。其中，6 月 3 日一度贬值到 6.171 元/美元。从 2014 年下半年以来，人民币兑美元汇率开始震荡下行。截至 2014 年最后一个交易日，2014 年人民币中间价累计下跌 0.36%，人民币即期汇率累计下跌 2.42%。这也是 2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革以来人民币中间价和即期汇率首次出现年度贬值。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放

缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性更加明显，航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

按照铁道部 2008 年底调整的《中长期铁路网规划》，铁道部将铺设一个巨大的四纵四横、时速在 200 公里以上的客运专线网络，里程增至 1.6 万公里。据民航总局航空安全技术中心最新的统计，目前中国年旅客运输量 50 万以上的航线主要分布在东中部地区，网络密度由东向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区，这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

目前已经进入运营的 250 公里时速的动车组已经对航空运营带来了一定的冲击。如上海至武汉（2009 年开通）、成渝线（2009 年开通）、武广高铁（2009 年开通）、京石高铁（2012 年开通）、京广高铁（2012 年开通）以及石武高铁（2012 年开通）的动车组开通后，航空公司在票价以及运力投放上都进行了下调，成渝空中快线也被迫停航。从欧洲高铁与航空竞争的结果来看，3 小时以内 800 公里以下短途市场，铁路占绝对优势；而 800 公里以上的长途市场仍主要由航空公司控制；而铁路和航空也通过空铁联运的模式从竞争走向了合作。联合资信认为，国内的旅客运输市场也将出现类似的格局，随着 300 公里时速的高速铁路网的逐渐建成，航空业在短途市场将面临分流的风险。综合分析，短期内高铁由于仍在建设期中，对航空运输的冲击尚不具规模。但随着高铁“四纵四横”主要线路的建成，国内航空市场必将受到更大的冲击。因此，从长期发展潜力来看，航线网络相对均衡的航空公司更具竞争优势。

限制“三公消费”相关政策的影响

2012 年 12 月 4 日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定：包括“轻车简从”，“不安排群众迎送”，“不铺设迎宾地毯”，“不出席各类剪彩、奠基活动”，“严格控制出访随行人员”，“首先要从中央政治局做起”，“要求别人做到的自己先要做到”等。随后中纪委为了贯彻落实中央关于改进工作作风、密切联系群众“八项规定”，要求各地各部门和领导干部严格遵守“六个严禁”。2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》，并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控。

头等舱和商务舱（下面简称“两舱”）是航空公司重要的收入和利润来源。根据国际航空运输协会的统计，全球很多品牌航空公司“两舱”的客运量仅占总客运量的 10%，但收益却可以占到总收入的约 30%。“八项规定”和“六项禁令”的出台，对“两舱”客运量产生直接影响。根据东航方面公布的数据显示，2013 年全年其国内高端旅客减少 102.2 万人，减收 10.9 亿元。

突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。美国“9·11”事件及中国 SARS 疫情均曾对所在国航空业产生巨大的负面冲击。2014 年以来，受马来西亚航空 MH370 航班失联事件、马航 MH17 航班坠机事件、台湾复兴航空 GE222 迫降失败事件、阿尔及利亚航空 AH5017 航班坠毁事件、亚航失事事件等重大空难影响，国际航空业的运输安全问题受到普遍重视，行业景气或将承压。部分涉事航空公司业务及航权受到较大影响。

（3）行业政策

中国民航总局继 2008 年 12 月出台十项措施以促进国内民航业平稳较快发展后，2009 年以来，又先后出台和落实多项细则，包括落实支线航空补贴政策、调整航空公司新开独飞航线的保护期、两仓票价自主定价、国际运输免征营业税等。这些行业政策对国内运输的快速

增长、国际运输的止跌回升发挥了重要作用。同时，民航局还通过向航空公司返还民航基础设施建设基金、免征燃油附加营业税、返还国际及港澳航班使用国产燃油增值税等，为航空公司增收节支。另外，政府还为国有航空公司输血，南航和东航分别获得国家注资 45 亿元和 70 亿元，国家注资并不能从根本上提升航空企业的盈利能力，但能够在一定程度上改善企业的资本结构，有助于降低企业的财务风险。总体看，政府给予航空运输业扶持力度大，未来更多扶持政策有望进一步落实和细化。

2011 年 11 月 1 日，发改委下发了《关于完善民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》，要求国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元时，燃油附加最高标准方可按联动机制有关规定进行调整。2012 年，国家发改委、民航局对国内航线旅客运输燃油附加单位收取率做出了明确规定，国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元，燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002541 元。燃油附加单位收取率调整后，燃油附加最高标准计算公式为：800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准=0.00002541×（国内航空煤油综合采购成本－4140）×800；800 公里以上航线燃油附加最高标准=0.00002541×（国内航空煤油综合采购成本－4140）×1500。航油是航空公司最大的成本消耗，占运营总成本的 30%-50%左右，燃油费的收取在一定程度上可以缓解油价上涨带来的成本压力。

2013 年 5 月 17 日，自 2007 年执行的“暂停受理新设立航空公司申请”禁令被废除，民航局开始对新建航空公司进行审批，截至 2014 年 1 月 24 日，中国民航局已相继初审同意了 5 家航空公司，分别是福州航空、九元航空、瑞丽航空、青岛航空以及乌鲁木齐航空，民航局审批政策的宽松对于中国民航业的发展尤其是民营航空的成长具有十分重要的意义。

2013 年 11 月 6 日，中国民用航空局和国家发展与改革委员会联合公开《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》(下称“《通知》”)，《通知》指出“对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过 25%，下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平”。目前国内经济舱和两舱票价采用两套定价体系，前者为公有运价，基于政府指导价；后者为私有运价，完全自主制定。2010 年 6 月起，两舱票价已经与国际机票定价体系同步，采用私有运价体系，完全市场化自主定价，而放开前头等舱价格为经济舱基价 150%，公务舱为经济舱基价 130%。2015 年 1 月国家发改委宣布放开 24 项商品和服务价格，下放 1 项定价权限，其中包括铁路和航空客货运价格。发改委相关通知指出：全面放开国内航线货物运价，由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体运价水平；改进基准票价定价办法，由政府审批航线基准票价改为政府制定定价规则，由航空公司按规则自行制定、调整基准票价，变事前审批为事中、事后监管。同时进一步放开 101 条相邻省份之间、与地面主要运输方式形成竞争的 600 公里以下短途航线旅客票价。一方面，放开价格管制给航空公司在不同时间段和淡旺季更多自主定价权，使得航空公司可以提高上座率、充分利用资源；另一方面，在国内整体上运力过剩仍将持续，未来数年时间还将成立一批地方航空公司的背景下，放开票价管制后价格竞争将日趋激烈。

2013 年 11 月 18 日，中国人民解放军总参谋部和中国民用航空局联合发布了《通用航空飞行任务审批与管理规定》(下称“《规定》”)，《规定》的第五条细则提到“除以下九种情况外，通用航空飞行任务不需要办理任务申请和审批手续，但在飞行实施前，须按照国家飞行管制规定提出飞行计划申请，并说明任务性质”，这就意味着普通的通航飞行任务（只要不涉及军事、国防、领土边界）不再需要通过军

方来办理任务申请和审批手续，而只需提前向民航局提出飞行计划申请即可，虽然不是低空的完全开放，但在一定程度上简化了通航飞行的流程，有利于航空业的发展。

2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。从 2012 年 1 月 1 日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点。至此，货物劳务税收制度的改革拉开序幕。截至目前，“营改增”范围已推广到全国试行。增值税是以不含税营业收入为计税依据的价外税，通过价格将税转嫁给消费者。虽然短期内相关企业的利润不会有明显的变化，但是改制后，不含税价格的收入比含税价格的收入会有所下降，至于下降的比例要根据增值税税率的大小而定。航空公司的收入包括国际运输收入和国内运输收入，其他还有地面服务、旅游收入等。国内运输收入营业税的税率为 3%，其余的营业税税率为 5%，国际运输业务税率为零。《实施办法》中规定的“营改增”以后。国内运输增值税税率变为 11%，国际运输业务税率仍然为零，而其他的辅助服务适用税率则为 6%。营改增后的国内运输收入减少了 10%[11%÷（1+11%）]，其他服务收入减少 5.7%[6%÷（1+6%）]。相关企业的税后利润，主要取决于运营收入、成本的降低比例以及税务附加值的减少程度。“营改增”税制改革，使航空运输业也享受到进项税的抵扣优惠，航空运输公司的成本中纳入税改应税服务的有飞机起降费、飞机经营性租赁费、销售代理手续费、运输服务费以及系统服务费。这些项目的费用属于可以抵扣的进税项，在“营改增”后都可以开具增值税专用发票。属于物流辅助服务的飞机起降费税率为 6%，属于有形动产租赁的飞机起降费适用税率为 17%，属于物流辅助服务的销售代理手续费适用税率为 6%，属于信息技术服务的系统服务费适用税率为 6%，属于交通运输服务的运输服务费适用税率为 11%。“营改增”后，公司在这方面的税务将相应减轻。

2015 年 1 月，中国民用航空局、国家发展改革委印发通知,全面放开民航国内航线货物运输价格；放开 101 条相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价；对继续保留实行政府指导价的国内民航客运票价,改由航空运输企业按照国家制定的规则自主制定、调整基准票价。改革实施后,有利于航空公司更加灵活地制定、调整价格，反映市场供求关系和竞争状况，满足不同类型消费者需要。

（4）未来发展

未来随着航空市场供需的改善、航线网络的完善、民航业政策的落实，航空运输业运营效率和盈利水平有望继续提升。中长期看，随着中国经济的增长和消费升级带来的市场成长空间，航空运输业仍将保持较高的景气度。国内航空公司在这样的大环境中将获得长足发展，拥有航线网络优势和区位优势以及注重差异化经营的航空公司具有较强的综合竞争力。考虑到行业整体的景气度和相关政策支持，未来一定时期内行业内重点企业的信用水平将保持稳定。

2. 区域经济环境

跟踪期内，广州市经济快速发展，2014 年，广州市实现地区生产总值（GDP）16706.87 亿元，按可比价格计算，比上年总值 8.6%。其中第一产业增加值 237.52 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 5606.41 亿元，增长 7.4%；第一、二、三次产业增加值的比例为 1.42:33.56:65.02。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.3%、30.9%和 68.8%。

从固定资产投资情况来看，2014 年，广州市固定资产投资有所增加，全年完成固定资产投资 4889.50 亿元，比上年增长 14.5%。

从居民收入情况来看，2014 年全年城市常住居民家庭人均可支配收入 1766 元，增长 10.3%，扣除价格因素，是记载着 7.7%。

总体来看，2014 年，广州市区域经济实力

逐步增强，为公司发展提供了良好的区域环境。公司业务发展前景良好。

五、基础素质分析

公司是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。公司经营包括波音 787、空客 A380 等各类型运输机 500 余架，机队规模居亚洲第一、世界第六。航线网络以广州、北京为中心枢纽，密集覆盖国内 150 多个通航点，全面辐射欧美澳非洲，航线数量 660 多条，每天有接近 2000 个航班穿梭于世界各地，航线网络覆盖位居亚洲第一、全球第五。截至 2014 年底，公司拥有各类先进运输飞机 612 架，机队规模亚洲第一，年旅客运输量也位列亚洲第一。

南航集团圆满实现 2014 安全年，运输旅客 1.01 亿人次，累计安全飞行超过 1352 万小时，连续保证了 182 个月的飞行安全和 246 个月的空防安全，继续保持了中国航空公司最好飞行安全和空防安全纪录。

截至 2014 年底，公司共完成运输总周转量 197.80 亿吨公里，同比增长 13.23%；实现旅客运输量 100.90 百万人次，同比增长 9.94%；实现货邮运周转量 50.56 亿吨公里，同比增长 16.83%；平均客座率为 79.40%，同比减少 0.05 个百分点。

公司作为国务院国资委直属三大航空集团之一，长期以来获得财政资金注入，根据财企[2013]43 号文《财政部关于下达中国南方航空集团公司 2013 年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》，公司获得国家注册资本金 20 亿元。

总体看，公司规模实力较强，运输飞机数量、航运网络发达程度、年客运量等指标位居国内首位，在国内市场有明显的竞争优势。

六、管理分析

跟踪期内，集团公司党组成员、副总经理王全华同志退休。管理体制及制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，飞机营运业务仍为公司主营业务中绝对核心组成。2014年，公司实现主营业务收入1070.07亿元，同比增长12.21%，飞机运营业务收入为1044.02亿元，同比增长8.41%。

2014年，公司主营业务盈利能力有所增长，为12.69%，同比增长1.49个百分点。其中飞机营运业务毛利率为10.29%，同比减少0.61个百分点，外部激烈竞争、两舱客运量下降等因素促使飞机运营服务盈利有所下滑。2014年公司其他辅业收入为26.05亿元，同比增长161.28%，主要系公司将退票手续费计入其他辅业收入所致。

表 2　2012~2014 年公司主营业务构成情况（单位：亿元/%）

项　目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
飞机营运服务	995.48	99.19	14.95	963.06	98.98	10.90	1044.02	97.57	10.29
其他辅业收入	8.13	0.81	46.42	9.97	1.02	39.72	26.05	2.43	65.05
合计	**1003.61**	**100.00**	**15.20**	**973.03**	100.00	**11.20**	**1070.07**	**100.00**	**12.69**

资料来源：公司审计报告

机队规模及航线

跟踪期内，公司获得新交付的飞机 64 架，出售老旧飞机 17 架，退租飞机 7 架。2014 年底公司共拥有飞机 612 架，其中主要包括波音 737 系列及空客 320 系列，公司 2014 年新增波音 787 系列飞机 4 架，波音 787 运载能力强，

为公司国际及长途飞行业务运营提供可靠保障。截至 2014 年底，公司机队规模居亚洲第一，世界第五，平均机龄 5.92 年。

表 3　2014 年底公司机队规模（单位：架）

飞机型号	飞机数量
Boeing 787	12
Boeing777-200	4
Boeing757-200	19
Boeing737 系列	261
Boeing 777-300ER	5
Airbus 380-800	5
Airbus 330-300	15
Airbus 330-200	16
Airbus 321	75
Airbus 320	122
Airbus 319	43
EMB190	25
合计	**612**

资料来源：公司提供

2014 年公司飞机购买款实际发生额 18.79 亿美元。（未包含截至今日尚未取得国家发改委引进批文的飞机的预付款）。2013 及 2014 年（2014.5.16）公司新签订 80 架 A320 系列飞机购买合同正在申请（尚未取得）国家发改委引进批文。

航线方面，公司在完善“广州之路”航线基础上，以广州 72 小时过境免签等利好政策落地为契机，进一步将广州枢纽打造成欧洲-澳洲、北美-东南亚、东南亚-东北亚便捷枢纽，并新开了广州-莫斯科、巴厘岛、清迈等航线，加密伦敦、布里斯班、奥克兰、德里航线等。

业务运营

从载运能力来看，2014 年公司最大周转量 28453.73 百万吨公里，同比增长 14.03%，其中国内周转量增长 13.06%。

从载运量指标来看，2014 年，公司实现旅客运输量 100.90 百万人次，同比增长 9.94%，由于跟踪期内公司重点开发国际航线，国际载客人次提升至 9170.47 千人次，同比增长 20.67%，虽公司当前国际客运业务规模仍不大，但随着公司对国际航线的进一步开拓，国际载运有望实现快速提升。运输货邮量方面，2014 年公司实现国内货邮量 1014.90 千吨，同比增长 9.87%；国际货邮量 401.95，同比增长 18.60%。实现整体货邮量 1433.25 千吨，同比提升 12.29%。

从载运率来看，跟踪期内公司载运率出现小幅下滑，2014 年为 69.50%，同比下降 0.56 个百分点，国内、地区载运率均有所下降、国际运载率有所增长，为 70.14%，同比增长 4.42 个百分点。跟踪期内公司客座率基本保持一致，其中国内客座率有所下滑，同比下降 0.62 个百分点，整体客座率 79.40%，同比下降 0.05 个百分点。

表 4-1　最大周转量（单位：百万吨公里）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
国内	15069.70	16486.17	18640.00	3421.54
地区	396.74	407.59	497.79	79.62
国际	7598.25	8058.23	9315.94	1773.01
合计	23064.69	24951.99	28453.73	5274.17

资料来源：公司提供

注：地区指标衡量港澳台地区情况，下同

表 4-2　载客人次（单位：千人次）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
国内	77634.23	82172.28	89363.18	23,403.20
地区	1928.54	2019.28	2385.37	623.80
国际	6922.22	7599.41	9170.47	2817.30
合计	86484.99	91790.97	100919.02	26844.30

资料来源：公司提供

表 4-3　运输货运量（单位：千吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
国内	890.38	923.73	1014.90	239.30
地区	15.66	13.70	16.40	4.50

国际	352.82	338.92	401.95	100.60
合计	1231.86	1276.35	1433.25	344.40

资料来源：公司提供

表 4-4 平均载运率

	2012 年	**2013 年**	**2014 年**	**2015 年 3 月**
国内	72.50%	72.49%	69.30%	69.45%
地区	61.10%	61.11%	60.40%	58.26%
国际	65.70%	65.72%	70.14%	65.70%
合计	70.10%	70.06%	69.50%	68.35

资料来源：公司提供

表 4-5 客座率

	2012 年	**2013 年**	**2014 年**	**2015 年 3 月**
国内	81.40%	80.22%	79.60%	81.50%
地区	73.20%	71.62%	73.40%	72.60%
国际	75.00%	77.29%	79.30%	81.70%
合计	79.90%	79.45%	79.40%	81.38%

资料来源：公司提供

成本构成

跟踪期内，公司各项主要成本略有波动，其中由于机队规模增长影响，2014 年公司航油消耗成本有所增长，全年成本 377.10 亿元，同比增长 6.11%，主营业务成本占比由 2013 年 41.36%下降为 39.97%；公司采购航油前五大供应商分别为：中国航空油料有限责任公司、华南蓝天航空油料有限公司、上海浦东国际油料有限公司、广州飞机维修工程有限公司、深圳承远航空油料有限公司。跟踪期内，国际油价持续下跌，公司继续扩大机队规模。公司另一项主要成本为飞机、发动机等折旧费用，2014 年公司自有及融资租赁飞机数量增加，导致折旧费用有所增长，2014 年此项费用 85.50 亿元，同比增长 7.37%。随着人工成本逐年提升，2014 年公司其他业务成本（主要为人工成本）提升至 408.10 亿元，同比增长 12.57%。

表 5 公司 2012~2015 年一季度主营业务成本构成（单位：亿元、%）

项目	**2012 年**		**2013 年**		**2014 年**		**2015 年 1~3 月**	
	金额	**占比**	**金额**	**占比**	**金额**	**占比**	**金额**	**占比**
航空油料消耗	374.01	44.17%	355.38	41.36%	377.10	39.97%	65.56	30.30%
航材消耗件消耗	6.72	0.79%	6.45	0.75%	6.70	0.71%	1.42	0.70%
高价周转件摊销	5.21	0.62%	5.65	0.66%	6.30	0.67%	1.67	0.80%
飞机、发动机折旧费	68.99	8.15%	79.63	9.27%	85.50	9.06%	25.99	12.00%
飞机、发动机保险费	2.03	0.24%	1.94	0.23%	1.80	0.19%	0.43	0.20%
经营性租赁费	48.12	5.68%	47.67	5.55%	58.00	6.15%	13.65	6.30%
机场服务费用	0.43	0.05%	--	--	--	--	--	--
其他主营业务成本	341.17	40.30%	362.53	42.19%	408.10	43.25%	107.31	49.70%
主营业务成本合计	**846.68**	**100.00%**	**859.25**	**100.00%**	**943.50**	100.00%	216.03	100.00%

资料来源：公司提供

注：2014 年机场服务费用归入其他主营业务成本

航空辅业

跟踪期内，公司各项辅业不断深化改革，开拓市场，为公司提供有力的支持。

公司下属的广州南航物业管理有限公司（以下简称“南航物业”）主要负责中国南方航空公司广州地区所有物业近 200 万平方米的物业管理和修缮服务，对南航 110KV 变电站进行运行维护管理。主要业务范围是南航广州老白

云机场及周边的房屋、房屋附属设施设备及房屋所在用地提供物业服务。该公司 2014 年共实现主营业务收入 13521 万元，净利润 746 万元。2015 年 1~3 月实现主营业务收入 2977 万元，净利润 267 万元。

公司下属中国南航集团文化传媒股份有限公司（以下简称“南航文化传媒”）2014 年共实现主营业务收入 41761 万元，净利润 10382 万元。2015 年 1~3 月实现主营业务收入 8305 万元，净利润 3101 万元。

公司下属财务公司依托南航集团的优势，广泛发展与境内、外金融界及工商界的联系，不断增强创新能力，加大业务量，扩大规模。截至 2014 年底，该公司已开办存款、贷款、结算、票据贴现、同业拆借、新股申购、国债投资、保险代理、财务顾问、和担保等金融业务。2014 年实现主营业务收入 30380 万元，净利润 11119 万元。2015 年 1~3 月实现主营业务收入 8630 万元，净利润 6159 万元。

在建项目

公司将分期支付购买飞机款项列入在建工程，2014 年此项增加 137.59 亿元，转入固定资产 123.74 亿元，2014 年底账面余额 192.69 亿元。

除飞机购买款外，公司主要在建工程包括广州南航信息中心大楼、沈阳飞机维修基地新机库及深圳分公司机库项目，截至 2014 年底上述三个项目建设进度分别为 57%、100%、48%，已投资 63085 万元，尚需投入 19087 万元。

总体看，公司资本支出以分期购买飞机款为主，同时航空基地、机库及办公楼建设形成一定资金需求，随着此类基础设施建设的不断完工投产，公司将进一步提升运营效率。

表 6　2014 年底公司主要在建项目(单位：亿元)

项目名称	总投资	资金来源	起始时间	完成时间	2014 年底已投资	尚需投资
广州南航信息中心大楼项目	24240	自筹	2012.03	2015	7419	16821
沈阳飞机维修基地新机库项目	41285	自筹	2011.04	2015	27169	14116
深圳分公司机库项目	16647	自筹	2012.01	2015	7990	8657
上海基地虹桥基地项目	42333	自筹	2012.01	2015	3145	39188
合计	**124505**	--	--	--	**45723**	**78782**

资料来源：公司提供

整体看，跟踪期内，公司营收规模持续扩大，整体运营情况良好，运载能力及运输量等运营指标实现增长，运力的增强及国际航线的拓展对公司航空业务形成支撑。各项辅业不断深化改革，开拓市场，对航空业务形成有力的支持。未来随航空运输行业整体回稳，以及公司相关基建项目投产运营，公司有望实现收入与利润新一轮的增长。

八、募集资金使用情况

公司发行“11南航集MTN1”、“13南航集MTN001”募集资金均用于偿还银行借款，截至目前，募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务数据经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计意见。2015 年一季度财务数据未经审计。跟踪期内，公司财务数据合并范围新增河北航空有限公司。天源证券有限公司及沈阳南航房地产开发有限公司不再纳入合并范围。合并范围变化对公司有一定影响。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 1967.52 亿元，所有者权益合计 451.86 亿元（其中少数股东权益 245.85 亿元）。2014 年公司实现营业收入 1091.80 亿元，利润总额 38.53 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产（合并）总计 1955.58 亿元，所有者权益合计 486.03 亿元（其中少数股东权益 268.86 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 279.76 亿元，利润总额 29.47 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入增长，2014 年公司实现营业收入 1091.80 亿元，同比增长 9.83%，而营业成本同比增长 8.62%，至 950.58 亿元。期间费用方面，公司销售费用同比增长 4.46%，管理费用下降 4.27%，在外部竞争激烈、消费政策抑制两舱需求的环境下，公司加大促销及广告投放力度，相应销售费用增加。由于 2014 年人民币贬值幅度较大，导致公司汇兑净损失 2.76 亿元，公司财务费用增长至 25.65 亿元。2014 年，公司期间费用占营业收入 12.54%。

2014 年，公司实现投资收益 10.33 亿元（主要构成为长期股权投资收益 5.75 亿元），同比增长 45.70%，系处置长期股权投资产生的投资收益 3.80 亿元，较 2013 年发生额大幅增加。2014 年，公司实现营业外收入 30.37 亿元，主要为政府补助 17.63 亿元及其他项目（主要为南航股份获得的超过规定结算实现的票证及其税费）8.00 亿元。

2014 年，公司实现利润总额 38.53 亿元，同比增长 4.94%。从盈利指标来看，2014 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率分别为 12.71%、3.36%、6.82%，分别同比增长 9.55 个百分点、下降 0.05 个百分点、增长 0.78 个百分点，公司资产及权益增加的同时，主营业务盈利能力有所回升。

2015 年 1~3 月，公司分别实现营业收入及成本 279.76 亿元及 217.14 亿元，分别同比提升 7.03%及下降 4.43%，营业利润率提升至 22.13%。期间费用方面，由于 2014 年以来人民币进入贬值通道，导致汇兑损失增加，财务费用相应提升至 11.26 亿元，期间费用占比 13.71%。2015 年 1~3 月，公司实现投资收益 2.75 亿元，主要为长期股权投资产生的收益，营业外收入 3.30 亿元，同比增长 41.49%。2015 年一季度公司实现利润总额 29.47 亿元，同比大幅度增长。

总体看，公司收入规模及盈利能力均有所上升，公司对汇率波动较为敏感，期间费用波动较大，非经常性损益对公司利润贡献较大。

2. 现金流及保障

2014 年，公司经营活动现金流入为 1205.09 亿元，同比增长 6.50%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 1179.55 亿元，客户和同业存款净增加额-16.57 亿元，向其他金融机构拆入资金净增加额-3.00 亿元。2014 年公司现金收入比 108.04%，同比下降 1.28 个百分点。跟踪期内，购买商品、接受劳务支付的现金的上涨导致经营现金流出增加。2014 年经营活动现金流量净额为 137.52 亿元，同比增长 19.29%。

2014 年，投资活动现金流入主要来自处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 17.50 亿元；现金流出主要来自购建固定资产、无形资产等支付的现金 83.21 亿元及投资支付的现金 14.61 亿元。2014 年投资活动现金流净额-72.98 亿元。

跟踪期内，公司筹资活动现金往来仍主要为债务融资及偿还债务的现金往来，2014 年，公司筹资活动现金流入主要由公司取得借款收到的现金 355.68 亿元及收到其他与筹资活动相关的现金 96.05 亿元构成，后者主要为发行短融收到的现金 79.96 亿元；现金流出主要来自偿还债务支付的现金 428.98 亿元。2014 年筹资活动现金流净额-23.30 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量及净额分别为 298.84 亿元及 52.12 亿元，由于年初增加了未结算的应收款同时结算了部分预

收款项，现金收入比下降至 102.15%。投资活动现金流主要体现为现金流出，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 40.06 亿元，现金流净额-40.24 亿元。2015 年公司发行“15 南航集 SCP001”（5 亿元，270 天，票面利率 4.56%），“发行债券收到的现金”科目为 4.99 亿元，2015 年一季度筹资活动现金流净额-48.73 亿元。

整体看，受到收入及利润增长的影响，公司经营活动现金流呈上升趋势，其规模仍较大，跟踪期内公司仍保持较大规模的投资支出和资金需求。

3. 资本及债务结构

资产

2014 年底公司资产总计 1967.52 亿元，同比增长 12.93%，其中流动资产相对增长较快（同比增长 20.21%），流动资产及非流动资产比重分别为 15.67%、84.33%。

流动资产中，2014 年底，货币资金、应收账款、其他应收款及存货比重分别为 61.87%、9.17%、8.11%、11.37%。2014 年底，公司货币资金 190.71 亿元，同比增长 22.46%，其中有部分外币资金，但比重较小，其他货币资金 3.74 亿元，占比 1.96%。2014 年底应收账款同比增长 20.85%，账面余额为 28.28 亿元，主要为应收机票款项[1]，从账龄来看，1 年以内款项比重为 98.45%，公司计提坏账比例 0.75%。本期实际核销的应收账款 353.84 万元。由于欠款方大多实为票务中心，周转情况良好。2014 年底，其他应收款 25.01 亿元，同比增长 21.14%，主要为应收飞机设备制造商回扣款和房屋租赁定金，公司对其他应收款整体计提坏账准备 21.40%，计提较充分。2014 年底，公司存货规模 35.04 亿元，同比增长 16.41 亿元，主要构成为航材消耗件及开发成本，公司共计提 2.97%跌价准备。

2014 年，公司其他流动资产为 16.06 亿元，同比增长 33.83%。其主要构成为待抵扣的增值税进项税 15.62 亿元，预缴企业所得税 0.39 亿元。2014 年同比增长主要系待抵扣的增值税进项税增长所致。

非流动资产方面，2014 年底长期股权投资 31.41 亿元，主要为对珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司、四川航空公司等股权投资。2014 年底，公司固定资产 1352.62 亿元，主要系其他项（包含办公设备及南航股份的飞行设备、高价周转件等），此项在固定资产原值中的比重达到 91.33%。2014 年底，公司在建工程 192.69 亿元，主要为购买飞机款项。

2015 年 3 月底，公司资产总计 1955.58 亿元，较 2014 年底增长 11.70%，其中流动资产增长 14.98%，主要由于应收账款较 2014 年底增长 18.34%；其他应收款及存货均有不同程度的增加。2015 年 3 月底，非流动资产主要科目中，固定资产较 2014 年底增长 1.48%。

跟踪期内，公司资产结构保持稳定，以非流动资产为主，符合行业特点。流动资产中，货币资金占比较大，应收款项风险较小，资产流动性较强，整体资产质量高。

所有者权益

2014 年底，公司所有者权益合计 451.86 亿元，同比增长 6.50%。其中归属母公司的权益占 45.59%，实收资本与资本公积分别占归属母公司权益的 54.35%、49.12%（比重超过 100%系未分配利润长期为负）。跟踪期内，公司实收资本保持 111.96 亿元，随着公司近年来公司改善利润水平，未分配利润有所减亏。

2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 486.03 亿元，较 2014 年底增长 14.19%。未分配利润由负转正，2015 年 3 月底为 3.20 亿元。其他科目均较稳定。跟踪期内，归属于母公司的所有者权益仍以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

[1] 欠款方主要为中国、澳大利亚等开张与结算计划（BSP），BSP 是国际航空运输协会建立的一种供销售代理人使用中性电子客票进行销售和结算的系统，目前多为旅行社的票务中心使用。

2014 年底，公司负债合计 1515.66 亿元，同比增长 15.00%，其中流动负债同比增长 2.92%，非流动负债同比增长 23.99%，非流动负债比重进一步提升至 61.79%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。2014 年底公司短期借款 90.43 亿元，同比下降 44.12%。

2014 年底，公司应付账款同比增长 1.73%，2014 年底为 113.38 亿元。预收款项同比增长 4.56%，2014 年底为 61.30 亿元。其他应付款同比增长 21.52%，2014 年底为 53.17 亿元，主要包括关联企业往来款、应交民航发展基金款项及应付购建固定资产款等款项。

非流动负债方面，2014 年底，公司长期借款、长期应付款、其他非流动负债比重较大。长期应付款同比增长 39.99%，2014 年底为 439.19 亿元，系长期融资租赁款的增加。跟踪期内，公司其他非流动负债大幅减少，2014 年底为 16.01 亿元，同比下降 64.54%，主要系递延收益计入独立科目所致。

有息债务方面，2014 年底公司全部债务 1192.26 亿元，同比增长 20.67%，其中长、短期债务分别占比 73.78%、26.22%。跟踪期内，公司债务规模有所增加，因此公司债务指标有所增长，2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 77.03%、72.52%、66.07%（2013 年上述指标分别为 75.65%、69.96%、62.31%）。2015 年 3 月底，公司全部债务规模下降至 1158.44 亿元，较 2014 年底下降 2.84%，债务结构变化不大，上述三项债务指标分别为 75.15%、70.44%、64.01%。

总体看，公司负债及债务结构均以长期为主，跟踪期内，公司债务规模有所提升，债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年底，公司流动比率、速动比率分别为 53.22%、47.17%，分别同比上升 7.65、6.95 个百分点。经营现金流动负债比有所增长，2014 年为 23.74%。考虑到公司经营活动现金流周转快，现金流净额水平较高且稳定，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013 及 2014 年公司 EBITDA 分别为 152.58 亿元、174.09 亿元；2013 及 2014 年公司 EBITDA/利息倍数分别为 6.72 倍、6.14 倍；近两年全部债务/EBITDA 分别为 6.48 倍、6.85 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额 18 亿元，主要是针对南航股份融资租赁业务的反担保；担保比率 3.70%，担保比率低。

公司子公司南航股份为上市公司，直接及间接融资渠道均较通畅。

公司存续期内债券额度合计 20 亿元，2013 及 2014 年，公司 EBITDA 对存续期内债券的保护倍数分别为 7.63 倍、8.70 倍；近两年公司经营活动现金流入量分别为存续期内债券额度的 56.58 倍、60.25 倍，经营活动现金流净额偿债倍数分别为 5.76 倍、6.88 倍；2015 年 3 月底，公司现金类资产 154.49 亿元，为存续期内债券额度的 7.72 倍。总体看，公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期内债券的保护能力很强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044011101096710Y），截至 2015 年 7 月 27 日，公司无已结清及未结清不良贷款，过往债务履约情况良好。

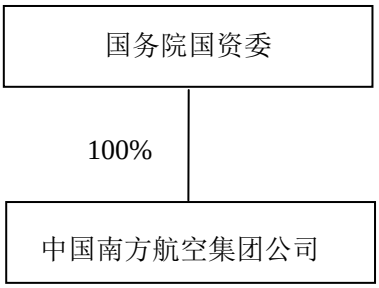
6. 抗风险能力

公司作为国资委直属的中国三大航空运输集团之一，在规模实力上具有显著优势，同时得到国家财政的大力支持，整体管理水平较高，基于对公司整体经营及财务风险的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

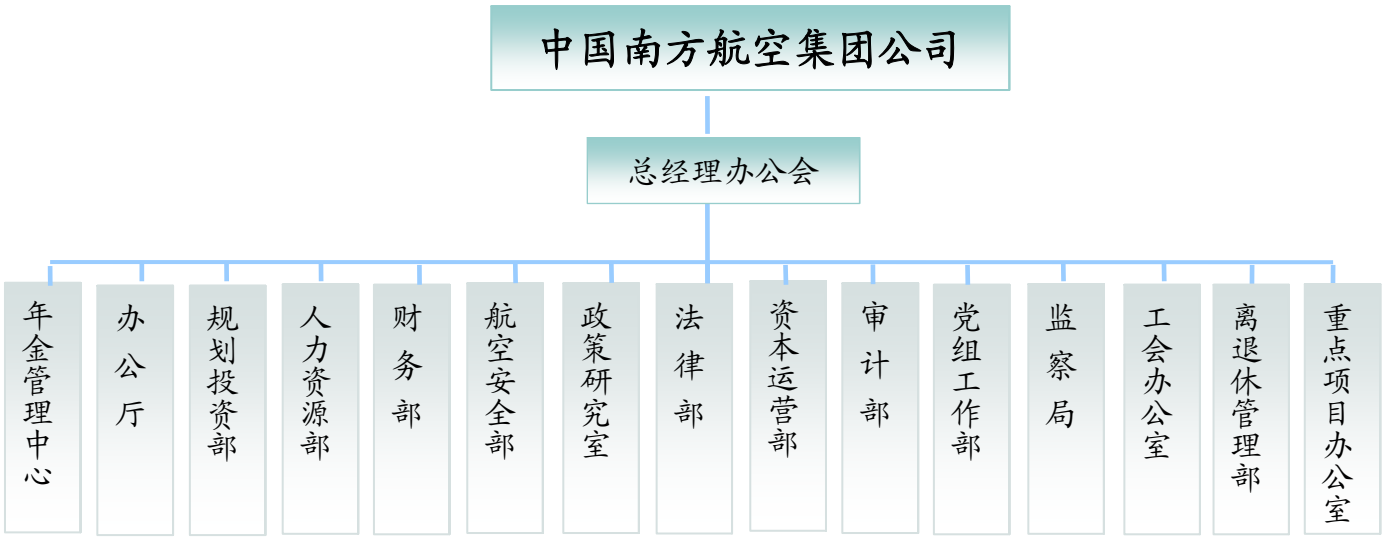
十、结论

综合考虑，联合资信维持中国南方航空集团公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11南航集MTN1”、“13南航集MTN001”的信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	112.81	157.23	191.10	154.49
资产总额(亿元)	1493.69	1742.27	1967.52	1955.58
所有者权益(亿元)	373.36	424.27	451.86	486.03
短期债务(亿元)	293.17	286.76	312.57	294.04
长期债务(亿元)	515.71	701.27	879.69	729.22
全部债务(亿元)	808.89	988.03	1192.26	1158.44
营业收入(亿元)	1025.10	994.11	1091.80	279.76
利润总额(亿元)	45.14	36.71	38.53	29.47
EBITDA(亿元)	147.86	152.58	174.09	--
经营性净现金流(亿元)	132.81	115.29	137.52	52.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	48.41	45.95	42.22	--
存货周转次数(次)	30.46	29.21	29.19	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.61	0.59	--
现金收入比(%)	102.32	109.44	108.04	102.15
营业利润率(%)	13.25	11.60	12.71	22.13
总资本收益率(%)	4.46	3.41	3.36	--
净资产收益率(%)	9.41	6.77	6.82	--
长期债务资本化比率(%)	58.01	62.31	66.07	64.01
全部债务资本化比率(%)	68.42	69.96	72.52	70.44
资产负债率(%)	75.00	75.65	77.03	75.15
流动比率(%)	36.78	45.57	53.22	50.06
速动比率(%)	31.29	40.22	47.17	43.34
经营现金流动负债比(%)	24.43	20.49	23.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.87	6.72	6.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.47	6.48	6.85	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计；长期融资租赁款计入长期债务指标。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。