

信用等级公告

联合〔2020〕917号

联合资信评估有限公司通过对中国南方航空股份有限公司及其拟发行的2020年度第九期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国南方航空股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，中国南方航空股份有限公司2020年度第九期中期票据的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月十六日



中国南方航空股份有限公司

2020 年度第九期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
 本期中期票据信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5 亿元
 本期中期票据期限: 3 年
 偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本
 募集资金用途: 补充营运资金或偿还存量有息债务

评级时间: 2020 年 4 月 16 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	评价结果	
经营风险	A	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	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
			偿债能力	2
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 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国南方航空股份有限公司(以下简称“南航股份”或“公司”)是三大国有航空运输集团之一中国南方航空集团有限公司航空运输业务的唯一运营主体, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在机队规模、航线资源、综合管理、运营控制能力及政府支持等方面具备的显著优势。同时, 联合资信也关注到中国民航行业内外外部竞争激烈, 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, 整体债务负担较重, 以及目前的新冠肺炎疫情等可能给公司带来的不利影响。

居民收入的持续增加、国家相关行业支持政策为中国民航运输业的发展提供了保障, 公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位, 进而支撑其经营及信用基本面, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响小, 公司经营现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力均很强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 中国民航运输业与国民经济发展密切相关, 随着经济转型的推进, 中国经济将保持长期稳健的发展态势, 居民消费水平逐步提升, 有利于民航运输业的长期发展。
2. 公司作为中国南方航空集团有限公司航空运输业务的唯一运营主体, 能够获得国家各项政策性补贴等专项支持。
3. 公司综合管理和运营能力在行业中处于领先水平, 其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标居国内同行业首位, 在国内航空市场上具有明显的竞争优势。
4. 2017—2019 年, 公司通过非公开发行股票募集资金, 资本实力进一步增强。

分析师：郝一哲 胡元杰

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. 随着中国航空市场的逐步开放，外资和民营航空公司对民航业投资的增加，以及运力投放过快、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. 公司盈利水平受燃油价格及汇率水平波动影响大，盈利稳定性较弱，政府补助对利润总额贡献大。
3. 公司整体债务负担较重，存在一定规模的外币债务，且融资成本会受到汇率波动影响。
4. 2019年起，公司执行新租赁准则，整体负债水平有所上升，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。
5. 2020年爆发的新冠肺炎疫情对航空运输业产生较大冲击，短期内公司客货运输量及相关收入或将受此影响有所下降，联合资信将持续关注疫情对公司客货运输业务的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	48.55	72.68	77.50	56.30
资产总额(亿元)	2004.61	2183.29	2466.55	2957.58
所有者权益(亿元)	547.08	621.65	781.83	771.78
短期债务(亿元)	358.41	359.73	483.40	562.81
长期债务(亿元)	722.85	803.02	783.42	1205.26
全部债务(亿元)	1081.26	1162.75	1266.82	1768.07
营业收入(亿元)	1147.92	1274.89	1436.23	376.33
利润总额(亿元)	76.47	87.98	44.87	37.74
EBITDA(亿元)	235.25	257.66	231.40	--
经营性净现金流(亿元)	263.88	214.04	195.85	50.87
现金收入比(%)	109.18	109.20	110.81	101.48
营业利润率(%)	15.84	12.22	10.26	14.60
净资产收益率(%)	10.76	10.99	4.42	--
资产负债率(%)	72.71	71.53	68.30	73.91
全部债务资本化比率(%)	66.40	65.16	61.84	69.61
流动比率(%)	20.26	25.70	28.76	24.45
速动比率(%)	17.92	23.37	26.73	22.35
经营现金流动负债比(%)	38.84	30.76	23.40	--
现金短期债务比(倍)	0.14	0.20	0.16	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	5.65	4.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.60	4.51	5.47	--
公司本部(母公司)				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	1544.20	1723.16	1955.73	2302.42
所有者权益(亿元)	338.89	392.14	536.56	531.09

全部债务(亿元)	874.53	1002.48	1060.19	1419.22
营业收入(亿元)	813.19	886.30	996.13	258.60
利润总额(亿元)	50.72	62.44	27.06	29.46
资产负债率(%)	78.05	77.24	72.56	76.93
全部债务资本化比率(%)	42.61	55.24	48.05	48.28
流动比率(%)	16.26	20.75	22.83	18.99
经营现金流负债比(%)	37.50	25.78	22.60	--

注：1.公司应付融资租赁款/租赁负债已纳入长期债务以及相关指标计算；2.其他流动负债中超短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算；3.合并口径一年内到期的常旅客里程奖励计划已调出短期债务及相关指标计算；4.未获取母公司折旧、摊销数据，母公司 EBITDA 以利润总额和分配股利、利润或偿付利息支付的现金近似匡算；5.2019 年一季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020.2.28	郝一哲、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
AAA	稳定	2015.9.30	刘晓濛、刘博	航空运输企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
AA+	稳定	2008.7.9	沈磊、黄滨、赵明	债券资信评级方法(2003年)	阅读全文

注：1.上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2.2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国南方航空股份有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国南方航空股份有限公司

2020 年度第九期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国南方航空股份有限公司(以下简称“公司”或“南航股份”)是经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生(1994)139号文批准,由中国南方航空集团有限公司(原名“中国南方航空集团公司”,2017年11月改制为国有独资公司并更名为现名,以下简称“南航集团”)独家发起成立的股份有限公司。公司于1997年7月在香港和纽约同步上市,于2003年7月在上海证券交易所上市(股票代码:600029.SH)。历经数次股本变更,截至2019年3月底,公司注册资本122.67亿元,南航集团直接持股36.92%,通过下属全资子公司南龙控股有限公司(以下简称“南龙控股”)持有公司13.37%股权,子公司航信(香港)有限公司持有公司0.25%股权,合计持有公司50.54%股权,南航集团为公司的控股股东。国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国务院国资委”)持有南航集团100%股权,国务院国资委为公司实际控制人。

公司经营范围:1)提供国内、地区和国际定期及不定期航空客、货、邮、行李运输服务;2)提供通用航空服务;3)提供航空器维修服务;4)经营国内外航空公司的代理业务;5)提供航空配餐服务(仅限分支机构经营);6)进行其他航空业务及相关业务,包括为该等业务进行广告宣传;7)进行其他航空业务及相关业务(限保险兼业代理业务:人身意外伤害险);航空地面延伸业务;民用航空器机型培训(限分支机构凭许可证经营);资产租赁;工程管理与技术咨询;航材销售;旅游代理服务;商品零售批发。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2019年3月底,公司本部设财务部、

安全监督部、战略规划投资部、产品服务管理部、国际合作部等多个职能部门(详见附件1-2)。

截至2018年底,公司资产总额2466.55亿元,所有者权益781.83亿元(其中少数股东权益131.80亿元);2018年公司实现营业收入1436.23亿元,利润总额44.87亿元。

截至2019年3月底,公司资产总额2957.58亿元,所有者权益771.78亿元(其中少数股东权益129.19亿元);2019年1-3月,公司实现营业收入376.33亿元,利润总额37.74亿元。

公司注册地址:广东省广州市黄埔区玉岩路12号冠昊科技园区一期办公楼3楼301室;法定代表人:王昌顺。

二、本期中期票据概况

公司于2018年10月注册了债务融资工具(DFI),本期计划在该注册框架下发行2020年度第九期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行规模为5亿元,期限为3年。本期中期票据按年付息,到期一次性还本,募集资金用于补充营运资金或偿还存量有息债务。

三、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,全球动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增长进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,就业总体稳定。

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%(见表1),为2008年国际金融危机以来之最低增速;其中第一季度GDP同比增长6.5%,第二

季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016-2019 年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

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。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，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；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%，比上年回落 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%。进出口相抵，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 38.8%、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%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。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 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，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同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

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，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。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。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。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。

就业形势基本稳定,但就业压力持续存在。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。2019 年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。

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,一是实施大规模降税降费,落实个税改革政策,进一步结构性下调增值税税率,全年减税降费目标 2 万亿元;二是大幅扩大地方政府专项债券规模,为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面,一是降低金融机构存款准备金率,其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点,释放长期流动性约 2.3 万亿元,为市场注入了适度充裕的流动性;同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率,加强对中小微企业的信贷支持,“三档两优”的存款准备金率框架初步形成;二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施,开启了 10 多年来新的降息进程,实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点,引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面,主要是继续优化营商环境,扩大对外开放,深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行,中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下,2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面,春节是传统的消费高峰期,包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等,而今年因为防范疫情,绝大部分人群居家隔离无法外出消费,网购由于配送问题亦大幅减少,消费数据大幅回落。投资方面,由于

隔离限制与人口流动限制,大量工人(尤其是农民工)返城问题突出,生产活动无法进行,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面,虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施,但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级,限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫,必将在短期内加速中国经济下行,长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响,通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延,药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升,必然推高一季度 CPI,通胀压力进一步增加;另一方面,由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降,将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期,延缓企业复工复产,又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力,对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为,对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元(其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元),合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元,财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日,财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》,提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款,在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上,中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来,财政部会同人社保部、国家医保局和城乡建设部,陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施,大幅度减轻企业负担,支持企业复工复产,稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本,支持企业降低疫情影响,度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个

百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业分析及区域经济

随着国民经济的持续发展，中国航空客货运输量稳步提升；行业竞争格局中三大航仍占据优势地位，多元化竞争逐步增强；航油及汇率波动是影响航空运输业盈利空间的重要因素；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，国家相关部委正积极采取应对措施减少疫情对航空运输行业造成的损失。

1. 航空运输行业

（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，在国民交通运输体系中发挥重要作用。根据中国民用航空局数据，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%，连续多年保持增长。客运市场稳步发展，全行业完成旅客周转量11705.1亿人公里，同比增长9.3%；同期，全行业实现货邮周转量263.2亿吨公里，同比增长0.3%。中国民航运输总周转量连续15年位居世界第二，民航旅客运输量在综合交通运输体系中占比约为3.75%。

（2）行业政策

国家对航空运输业大力支持，近年来出台了一系列政策，促进行业改革发展。

2015年3月，国家发改委、民航局发布《关于调整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基础油价的通知》，将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格，由现行每吨4140元提高到每吨5000元，即国内航空煤油综合采购成本超过每吨5000元时，航空运输企业方可按照联动机制规定收取燃油附加。航油是航空公司最大的成本消耗，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。

2016年10月，民航局和国家发展改革委《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》，规定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。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，应对高铁竞争。

自2017年4月，中国民用航空局《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航2017年18号文）正式实施。其中国航内线起降费整体提高10%左右、安检费提高40%至50%、停车场费提高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。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，航空公司成本有所提升，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。

2017 年 12 月、2018 年 1 月，民航局、国家发改委连续下发《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》《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》（民航发〔2017〕145 号、146 号），进一步放开航空公司对部分航线经济舱的自主定价权。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，基于四大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

2018 年 1 月，交通运输部出台《国内投资民用航空业规定》（交通部〔2017〕34 号），放宽中国国航、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。2017 年，三大航母公司中航集团、中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）、中国东方航空集团有限公司（以下简称“东航集团”）、相继宣布完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。改制将有助于进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。

2020 年 2 月 6 日，国家发改委和财政部联合下发《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》（财政部、国家发展改革委公告 2020 年第 11 号），内容包括免征航空公司应缴纳的民航发展基金，免征期限自 2020 年 1 月 1 日起，截止日期将视疫情情况另行公告，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

2020 年 3 月 4 日，财政部和民航局联合下发《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间

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

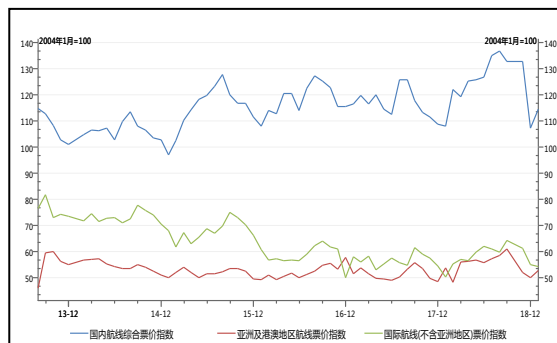
（3）行业发展

从国内航空市场的飞机投放看，2012 年以来，随着先前订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从 2008 年的 1259 架增加到 2018 年底的 3639 架。根据目前各航空公司购买飞机的计划，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，2016—2018 年，民航运输飞机平均日利用率分别为 9.4 小时、9.49 小时和 9.36 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，小型飞机平均日利用率为 6.91 小时。2019 年，民航飞机日利用率为 9.30 小时，较上年下降 0.1 个百分点。

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。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。受运力投放过快影响，国际航线票价指数整体呈下滑趋势。2018年以来，受航油价格波动等因素影响，国内航线综合票价指数攀升，2018年8月达到峰值后快速下滑，国际航线票据指数在小范围内震荡。

(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。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。代表企业为中航集团下辖中国国航、南航集团下辖中国南方航空股份有限公司（南方航空，SH.600029）和东航集团下辖中国东方航空股份

有限公司（东方航空，SH.600115），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，中国国航、南方航空及东方航空分别为中航集团、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。

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。

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，同时，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。

表2 2018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）	2736.00	2448.41	3144.21	1643.29
机队规模（架）	669	692	840	463
飞机日利用率（小时）	9.52	--	9.73	9.12
平均客座率（%）	80.60	82.29	82.44	85.61
平均载运率（%）	70.70	68.01	70.99	84.53
每客公里收益（元）	0.55	0.54	0.49	--
财务指标				
资产总额（亿元）	2437.16	2367.65	2466.55	2047.35
营业收入（亿元）	1367.74	1149.30	1436.23	677.64
政府补助（亿元）	31.34	54.30	44.45	15.67
利润总额（亿元）	99.58	38.67	44.87	-49.94

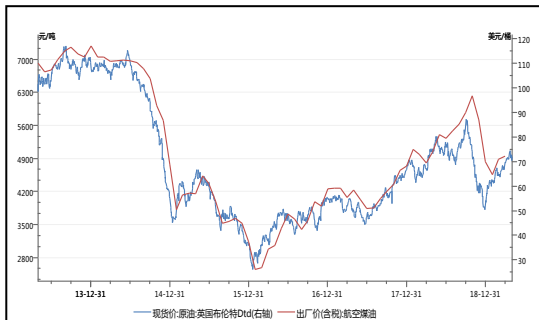
经营性净现金流（亿元）	314.19	223.38	195.85	92.25
主营业务毛利率（%）	15.43	10.36	9.99	3.66
资产负债率（%）	58.74	74.93	68.30	66.42

注：东方航空每客公里收益含燃油附加费，剔除燃油附加费后每客公里收益为 0.498 元
资料来源：上市公司年报

（5）行业关注

航油价格波动

图 2 近年航油价格和原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

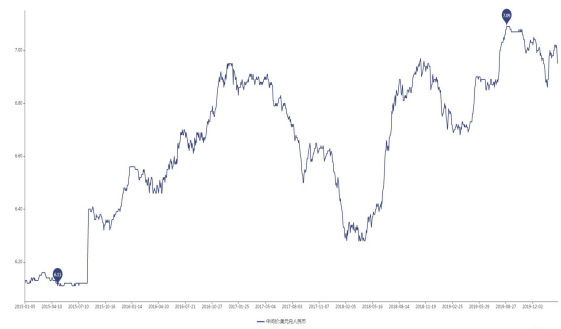
油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素，航油也是航空业的最大成本，约占运营总成本的 20%~50%左右。国际原油价格波动以及发改委对国内航油价格的调整，都会对航空公司的盈利造成较大的影响。

2014 年下半年以来，随着美国退出宽松量化政策，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。2016 年 2 月 1 日，航空煤油价格跌至 2543 元/吨，达近年来最低水平。2016 年 3 月开始，油价整体呈波动上升态势，到 2018 年 10—11 月达到阶段性高点，布伦特原油价格和航空煤油出厂价分别为 87.28 美元/桶、6228 元/吨。2018 年全球航油平均价格同比上涨约 31%，全球各航空公司的利润均受到不同程度的影响。2018 年 11 月以来，受 OPEC 减产协议、美国页岩油产量创历史新高、美国对伊朗制裁予以多国豁免、贸易摩擦等影响，国际油价出现暴跌趋势。随着 2019 年 OPEC 推动新一轮减产，中美贸易谈判达成协议预期升温，未来油价仍将在各方角力下波动起伏。美国能源信息署(EIA)最新预

测，2019 年布伦特原油期货价格平均为 61 美元/桶左右，低于 2018 年 71.4 美元/桶水平，但仍显著高于 2016 年 43.74 美元/桶、2017 年 54.15 美元/桶水平，燃油成本的波动将直接影响航空公司的业绩表现。

人民币汇率变化

图 3 近年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。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，人民币对美元汇率出现大幅贬值，截至 2016 年 12 月底，人民币对美元汇率为 6.94。2017 年，受国内经济企稳回升，跨境资金流动趋于平衡，美联储加息、缩表及税改等综合影响，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 1—3 月，人民币兑美元汇率延续上年升值趋势，至 2018 年 4 月 2 日达到阶段性峰值 6.28。受美联储加息及国内货币政策跟随收紧的步伐放缓影响，加之市场对国内宏观经济形势的担忧情绪，人民币兑美元贬值压力增大，2018 年二季度以来人民币兑美元汇率持续贬值，至 10 月底汇率为 6.96。2018 年 10 月，央行重启逆周期因子等调控手段，2018 年四季度以来人民币兑美元汇率转为升值态势，并于一季度末达

到阶段最低值 6.69；随后受中美贸易战持续升温影响重回贬值趋势，并于 8 月底达到近五年峰值 7.09。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。根据国家发改委颁布的《铁路“十三五”发展规划》，到 2020 年中国高速铁路营业里程将达到 3 万公里，高速铁路网覆盖 80%以上的大城市。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。

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。

2020 年以来，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，国内国际航空运输市场需求锐减，且疫情防控期间实行免手续费退票，短期内对行业客运量及客票收入均产生较大影响。2020 年 3 月 4 日，财政部和民航局发布通知，对疫情期间不停航和复航的国际航班给予奖励，奖励标准分为两档：共飞航班每座公里 0.0176 元，独飞航班每座公里 0.0528 元。联合资信将持续关注国家后续相关政策的出台和影响情况。

(6) 未来发展

2018 年 11 月，中国民航局发布《新时代民航强国建设行动纲要》，提出推进民航发展质量、效率和动力变革，实现民航高质量发展，到本世纪中叶全面建成保障有力、人民满意、竞争力强的民航强国。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

公司总部设在广州，形成了以广州为核心枢纽的航线网络体系，经营发展受广州市经济水平、人均收入、交通运输情况等区域环境因素影响大。近年来，广州市经济实力逐步增强，人均收入水平不断提升，交通环境优越，为公司发展提供了良好的外部环境。

广州市概况

近年来，广州市经济保持平稳较快发展，地区生产总值逐年提升，产业结构日趋合理，人均可支配收入快速增长。根据《2019年广州市国民经济和社会发展统计公报》，2019年广州市实现地区生产总值（GDP）23628.60亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长6.8%。其中，第一产业增加值251.37亿元，增长3.9%；第二产业增加值6454.00亿元，增长5.5%；第三产业增加值16923.23亿元，增长7.5%。第一、二、三次产业增加值的比例为1.06：27.32：71.62，第二、三产业对经济增长的贡献率分别为25.7%和73.7%。2019年，广州市人均地区生产总值达到156427元，按平均汇率折算为22676美元。2019年，广州城市常住居民人均可支配收入65052元，增长8.5%；农村常住居民人均可支配收入28868元，增长10.9%。从固定资产投资情况来看，2019年，广州市完成固定资产投资比上年增长16.5%。其中，国有经济投资增长36.1%；民间投资增长27.8%；港澳台、外商经济投资下降19.3%。

交通运输领域，2019年，广州市完成民航货物运输总量139.79万吨，同比增长2.0%，货物运输周转量67.50亿吨公里，同比增长0.2%，民航货运在各种交通运输方式中占比小，增速有所放缓。同期，广州市民航客运量9630.23万人次，同比增长8.1%，民航旅客运输周转量1980.38亿人公里，同比增长9.9%，增速较快。旅游领域，广州市全年城市接待过夜旅游人数6773.15万人次，比上年增长3.7%；其中，入境旅游者899.43万人次，下降0.1%；境内旅游者5873.72万人次，增长4.3%。2019年，广州白云机场旅客吞吐量7338.61万人次，货邮吞吐量254.85万吨，同比分别增长5.2%和2.2%，排名全国第三。

五、基础素质分析

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，行业地位显著，持续得到国家、地方政府和股东在资金和资产注入等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本122.67亿元，南航集团直接持股36.92%，通过下属全资子公司南龙控股持有公司13.37%股权，子公司航信（香港）有限公司持有公司0.25%股权，合计持有公司50.54%股权，是公司的控股股东，国务院国资委为公司的实际控制人。

2. 企业规模

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。公司总部设在广州，拥有北京、深圳等16家分公司和厦门航空、汕头航空有限公司、珠海航空有限公司、贵州航空有限公司、重庆航空有限责任公司等8家控股航空子公司，在珠海设有南航通用航空有限公司，在杭州、青岛等地设有22个国内营业部，在悉尼、纽约等地设有69个国外办事处。

截至2019年3月底，公司运营包括波音、空客等客货运输飞机847架。2018年，公司共完成运输总周转量303.34亿吨公里，同比增长11.03%；实现旅客运输量1.40亿人次，同比增长10.76%，是中国民航首家年运输旅客人次超过1亿人的航空公司，连续40年位居国内各航空公司之首。公司机队规模和旅客运输量均居亚洲第一、世界第三。

公司积极打造广州—北京“双枢纽”，形成了密集覆盖国内，全面辐射亚洲，有效连接欧美澳非洲的航线网络布局。目前，公司每天有3000多个航班飞至全球40多个国家和地区、224个目的地，航线网络1300多条，提供座位数超过30万个。公司已与法国航空、荷兰皇家航空、美国航空、澳洲航空、芬兰航空等31个国内外航空公司在790条航线（含主干线及以

远航线)进行代码共享合作,进一步扩大了公司的销售渠道和航线网络布局。

2018年,公司实现安全飞行277.3万小时,累计安全飞行2343.5万小时,通用航空飞行1.37万小时,连续保障了19年的飞行安全和24年的空防安全,继续保持着中国最好的航空公司安全记录。

企业荣誉方面,2016—2018年,公司连续获评《财富》(中文版)中国企业500强,居交通运输业首位。在英国独立品牌评估与咨询公司Brand Finance发布的“2018年全球最有价值航空公司品牌50强”排行榜中,位列第六名,居中国航空公司首位。2018年,公司在英国航空顾问公司Skytrax发布的“2018年全球航空公司排行榜”中位列14位,且获评“全球杰出进步航空公司奖”;同期,公司获得中国民航局首次颁发的“飞行安全钻石二星奖”,是国内安全星级最高的航空公司。

总体看,公司主业规模实力强,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,在国内市场具有明显的竞争优势。

3. 人员素质

截至2018年底,公司拥有董事、监事及高级管理人员共25人。

王昌顺先生,1957年出生,中共党员,中国科学技术大学管理科学与工程专业毕业,博士研究生。现任南航集团董事长、党组书记,公司董事长、党委书记。第十二届全国人大代表,中国共产党第十九次全国代表大会代表,中国人民政治协商会议第十三届全国委员会常务委员,中共广东省委十二届委员。1976年2月参加工作,曾任民航乌鲁木齐管理局航空气象安全监察处处长,新疆航空公司副总经理(民航乌鲁木齐管理局副局长)、党委书记,中国民用航空局副局长、党组成员,中国国际航空公司董事长,交通运输部副部长、党组成员兼直属机关党委书记,南航集团副总经理、总经理、党组副书记等职务。

马须伦先生,1964年出生,中共党员,华中科技大学机械学院工业工程专业毕业,工程硕士,注册会计师。现任南航集团董事、总经理、党组副书记,公司总经理。1984年8月参加工作,曾任中国物资储运总公司副总经理,民航总局财务司副司长,中国航空集团公司副总经理、党组成员,中国国际航空股份有限公司董事、总裁、党委副书记,中国东方航空集团公司董事、总经理、党组副书记,中国东方航空股份有限公司副董事长、总经理、党委副书记等职务。

截至2018年底,公司在职员工100831人,从教育程度来看,中专及以下人员占比19.47%,大专人员占比31.98%,本科人员占比44.52%,研究生及以上人员占比4.03%;从专业构成来看,飞行员占比9.62%,乘务员(含兼职安全员)占比21.12%,空警安全员占比2.57%、机务系统人员占比16.45%、航务系统人员占比2.53%、客运系统人员占比9.03%、货运系统人员占比6.32%、地服系统人员占比10.87%、信息系统人员占比1.84%、财务系统人员占比2.36%、其他人员占比17.29%。

总体看,公司高管具备多年从业经历和丰富的管理经验,员工学历水平及专业构成符合行业特点。

4. 外部支持

近年来,公司持续得到国家、地方政府和股东在资金和资产注入等方面的有力支持。

政府支持

公司长期获得国家及地方政府的财政补贴,其中国家层面的补贴包括支线航空补贴、特殊国际航线补贴、节能减排补贴等;地方政府补贴包括航空事业补贴、客货运航线新开、加密及运营补贴等。2016—2018年,公司分别获得补贴及奖励收入28.84亿元、31.28亿元和44.45亿元,公司将其纳入“营业外收入”及“其他收益”科目。

股东支持

2016—2019年，公司持续获得控股股东南航集团（含其子公司南龙控股）及其他少数股东在资金及资产注入等方面的支持。

2017年8月，公司向美国航空非公开发行27060.63万股H股普通股（发行价格为每股5.74港元），募集资金收取对价折合人民币约13.21亿元（其中约2.70亿元计入“实收资本”，约10.51亿元计入“资本公积”）用于补充一般运营资金。此外，公司与美国航空达成战略合作协议，于2018年1月18日正式建立代码共享合作伙伴关系，进一步扩大了公司的销售渠道和航线网络布局。

2018年9月11日，公司向南龙控股非公开发行H股普通股60092.59万股（发行价格为6.034港元/股），募集资金约36.26亿港元，在扣除发行费用后全部用于补充公司一般运营资金。

2018年9月27日，公司向南航集团、中国航空油料集团有限公司、春秋航空股份有限公司、国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）、中国国有企业结构调整基金股份有限公司、红土创新基金管理有限公司和中国人寿资产管理有限公司共7家投资者，以非公开发行方式，发行境内上市人民币普通股（A股）共157807.31万股（发行价格为6.02元/股），资产及现金认购募集资金总额为95亿元（四舍五入，下同），其中资产认购部分为17.81亿元，募集现金77.59亿元。扣除各项发行费用后资产及现金认购募集资金净额为94.88亿元。南航集团以其持有的珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司（以下简称“珠海摩天宇”）50%股权和现金认购，其他6家投资者出资方式均为现金。公司拟使用本次非公开发行A股股票募集的现金投向飞机引进项目和A320系列飞机选装轻质座椅项目。

2019年12月23日，公司收到南航集团出具的《关于中国南方航空股份有限公司非公开发行A股和H股股票事宜的批复》（南航集团

规划〔2019〕28号），南航集团原则同意公司非公开发行不超过245343.45万股A股股票，募集资金不超过168.00亿元；非公开发行不超过61335.86万股H股股票，募集资金不超过35.00亿港元。本次非公开发行A股及H股股票已于2019年12月27日获得公司股东大会的批准。非公开发行A股股票方面，公司于2020年3月5日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（193177号），并于2020年3月25日对反馈意见所列问题向中国证监会回复。截至本报告出具日，该事项尚需取得中国证监会、民航中南局等主管部门的核准后方可实施。非公开发行H股股票方面，2020年4月8日，公司收到中国证监会出具的《关于核准中国南方航空股份有限公司增发境外上市外资股的批复》（证监许可〔2020〕547号），中国证监会核准公司向南龙控股有限公司增发不超过61335.86万股境外上市外资股，每股面值人民币1元。公司将根据法律法规及批复文件的要求推进后续的发行工作。

上述非公开发行股票发行后，公司控股股东和实际控制人未发生变更。主要影响：1）通过股权融资可降低公司负债水平、改善公司资本结构；2）募集资金用于购买飞机和补充流动资金，有利于进一步扩充优化公司机队规模，增强主业核心竞争力；3）上述非公开发行后，公司持有珠海摩天宇50%股权，珠海摩天宇成为公司的合营公司（不合并报表，以权益法核算）。珠海摩天宇的主营业务为航空发动机整机及部件的维护、修理和翻修等，公司获得对珠海摩天宇的共同控制后可对下属航空维修业务进行整合，从而进一步满足不断增长的发动机维修需求，提升公司发动机维修业务水平；同时，航空发动机维修具有较高的准入门槛，盈利能力较强，珠海摩天宇转回有助于提高公司盈利水平。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1044011100066540Z），截至2020年4月2日，公司（本部）无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷记录中有3笔关注类贷款，均在到期日正常收回。公司过往信用记录情况良好。

六、管理分析

公司是国有控股上市公司，依法依规建立了规范的法人治理结构和相对完善的管理制度，综合管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司设股东大会，股东大会为公司最高权力机构，依法行使相应职权。公司设董事会，对股东大会负责。目前董事会由7名董事组成，其中执行董事3名，独立非执行董事4名。董事会设董事长一名。董事长和副董事长由董事会选举产生。董事会设董事会秘书1名。公司设监事会，由3名监事组成，监事会设主席一人。监事会主席的任免，应当经三分之二以上监事会成员表决通过。监事会成员由股东代表和公司职工代表组成，其中职工代表1名。股东代表的监事由股东大会从监事会或代表发行股份百分之五以上（含百分之五）的股东提名的候选人中选举。有关提名监事候选人的通知以及候选人表明愿意接受提名的承诺函，应当在股东大会召开七日前发给公司。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期三年，与董事会任期相同，总经理连聘可以连任。公司设副总经理若干名，协助总经理工作。公司董事会可以决定由公司董事兼任总经理。

2. 管理水平

为合理保证公司经营合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果，公司建立并实施了完整的内部

控制体系。

资金管理方面，公司建立了严格的银行账户管理规定，实行“收支两条线”集中管理公司资金。对货币资金收支和保管业务建立了严格的授权批准制度，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离。公司日常资金实现网络自动收款，境内销售机构资金实现定期清零，对境外销售资金进行远程监控，对账户余额进行严格的限制和监督。所有资金网点均有良好的安全措施。公司所有重大筹资活动均按管理程序进行，确定筹资规模和筹资结构、选择筹资方式及降低资金成本方案均有严格的审批流程、权限以及决策程序。

全面预算管理方面，公司建立了全面预算管理制度，年度预算按程序经董事会审批后生效。公司所有经营活动均纳入预算进行管控，定期对资产负债、现金流、损益、资本性开支实施全程跟踪管理和分析，对经营成果、大项成本、费用预算等设立明确的预算目标，对各类费用开支建立了严格的单位标准，对主要的经济指标层层分解、责任到人。

对下属子公司的管理方面，公司对控股子公司和具有重大影响的参股公司实施重点管理控制，通过严格执行投资立项程序，完善被投资企业公司治理，建立董事、监事、高管委派制，重大经营及财务数据报告等制度，及时准确掌握投资企业动态。公司通过投资企业董事会既定程序对其实施影响，促进与投资企业的合作；委托中介对投资企业开展专项审计及年终审计等。

融资管理方面，为加强融资管理和财务监控，降低融资成本，有效防范财务风险，维护公司整体利益，根据相关法律、法规和规范性文件以及公司章程的规定，结合公司实际情况，制定《融资管理制度》。该制度所称融资仅指债务性融资，不含权益性融资（权益性融资按照中国证监会和上海证交所等监管机构的有关规定执行）。公司融资实行统借统还的方式，由总部集中统一管理。公司财务部每年年末向董事

会报告次年资金预算及申请银行授信的报告，由董事会批准后，公司财务部在董事会决议框架内开展融资业务。

担保管理方面，为了规范公司对外担保业务的管理，规避财务风险，健全内控制度，完善公司资产的监控体系，确保公司资产保值增值，根据《中华人民共和国担保法》的规定，结合实际情况，制订《对外担保业务管理办法》。该办法所规定的担保是指公司应被担保单位的书面请求，对借款合同或其他经济业务事项的顺利履行而订立担保合同，当被担保单位不能全部或部分履行合同规定的责任和义务时，公司依法履行担保责任和义务的行为。公司所有经济担保都必须由被担保单位按本办法的规定提供相关资料报公司财务部承办，公司财务部负责对经济担保的必要性、风险性进行审查，法律部门负责对担保合同、协议或条款进行审查。对于涉及投资项目的担保，还应由公司战略规划投资部按有关程序对投资项目进行评价。公司对外担保参照《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》执行，并报集团公司备案。公司原则上不向公司以外单位及公司控股、参股企业提供担保，确实需要提供经济担保的事项，必须经公司董事会研究决定。

七、经营分析

1. 经营概况

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，收入主要来自

客运业务；近年来，公司运力持续提升带动运量逐年增长，收入水平不断提升，但毛利率受航油价格影响有所下降。

公司是南航集团航空运输业务的唯一运营主体，其中客运业务占主营收入的90%以上，其余主要为货邮运收入，公司主业突出。

2016—2018年，公司主营业务收入逐年增长，年均复合增长11.93%。2018年公司实现主营业务收入1411.59亿元，同比增长12.82%，主要受益于运力投放增加、客座率上升等因素驱动客运收入增长。2018年，公司客运收入同比增长13.52%至1280.38亿元，增幅创近6年新高；同时，公司整合货运资源成立物流公司，优化货机航线网络，不断完善高端产品体系及深化大客户合作，实现货邮运收入100.26亿元，同比增长10.39%。

2016—2018年，公司主营业务成本年均复合增长15.62%，构成主要为航油成本、职工薪酬费用、起降费及折旧费，近两年上述四项成本占主营业务成本比重超过70%。2016—2018年，随着运力提升带动运量规模不断增长，公司主要成本均呈上升趋势。受国际原油价格上涨及飞行小时增加影响，公司航油成本年均复合增幅34.30%，在主营业务成本中占比逐年提升。随着机队规模的扩大，公司折旧费用及经营租赁费年均复合增幅分别为6.41%、9.14%。近三年公司主营业务毛利率分别为15.65%、11.80%和9.99%，主要受航油价格影响呈下降趋势。

表3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客运	1025.02	90.97	1127.91	90.15	1280.38	90.71	338.64	91.71
货运及邮运	71.91	6.38	90.82	7.26	100.26	7.10	20.95	5.67
其他	29.79	2.64	32.48	2.60	30.95	2.19	9.67	2.62
合计	1126.72	100.00	1251.21	100.00	1411.59	100.00	369.26	100.00

资料来源：公司年度报告

表4 公司主营业务成本构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航油成本	237.99	25.04	318.95	28.90	429.22	33.78	102.77	32.48
职工薪酬费用	157.83	16.61	178.78	16.20	190.89	15.02	50.73	16.03
起降费用	131.09	13.79	149.10	13.51	159.80	12.58	42.97	13.58
折旧费用	119.94	12.62	125.75	11.40	135.82	10.69	47.99	15.17
经营租赁费	73.25	7.71	80.22	7.27	87.26	6.87	10.35	3.27
飞机、发动机维修费	78.76	8.29	77.92	7.06	83.32	6.56	19.97	6.31
餐食及机供品费用	29.65	3.12	33.79	3.06	37.34	2.94	8.19	2.59
其他	121.85	12.82	139.03	12.60	146.86	11.56	33.44	10.57
合计	950.36	100.00	1103.54	100.00	1270.51	100.00	316.40	100.00

注:1、合计数不等于分项之和系四舍五入所致;2、其他成本包括航材采购费用、培训费用、民航发展基金等
资料来源:公司提供

2019年1-3月,公司实现主营业务收入376.33亿元,同比增长10.36%;受航油价格下降影响,毛利率同比增长0.31个百分点至14.78%。2019年起,公司开始执行新租赁准则(详见下文),将除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。公司营业成本构成相应调整,折旧费用占比将大幅提升。

2. 业务经营分析

公司作为三大全国性国有航空公司之一,综合管理和运营能力在行业中处于领先水平,其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标居国内同行业首位,竞争优势突出。但联合资信也关注到,航油成本对公司整体经营影响大,国内民航运输业市场的逐步开放导致竞争日趋激烈为公司经营带来一定挑战。此外,2019年底爆发的新型冠状病毒肺炎疫情恰逢春运,短期内对公司客货运量及相关收入或将造成一定不利影响,联合资信将持续关注疫情对公司客货运输业务的影响。

航线布局

自2005年提出由点对点线性运行向网络型航空公司转型以来,经过多年的发展,公司目前已形成“以国内市场为主、国际市场占有

一定比例、国际国内互相支持和整体联动”的“枢纽+点对点”的航线运营模式。

航线网络覆盖方面,公司目前着力打造广州-北京“双枢纽”,形成了密集覆盖国内,全面辐射亚洲,有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。航线数量、航班频率、市场份额均在国内航空公司中居于首位。

截至2018年底,公司每天有3000多个航班飞至全球40多个国家和地区、224个目的地。通过合作伙伴密切合作,业务范围进一步延伸。2018年,公司重点发力国内市场,增班北京-深圳、广州-上海等主干航线,同时新开广州-成都-稻城、武汉-湛江等311条国内航线,丰富航线网络;公司稳健发展远程国际市场,新开广州-拉合尔、广州-三亚-伦敦等40条国际及地区航线。

公司持续优化广州枢纽,2018年完成广州白云机场T2航站楼转场运行,新开广州至罗马、拉合尔航线,并对广州往返多伦多、普吉、等航线进行加密,国际及地区航线达56条。目前公司广州枢纽已经形成了以欧洲、大洋洲两个扇形为核心,以东南亚、南亚、东亚为腹地,辐射北美、中东、非洲的航线网络布局。2018年广州枢纽中转旅客人数及收入保持增长态势,枢纽效应持续显现。公司全力打造北京枢纽,

积极做好大兴新机场运营筹备工作，提前研究转场方案。

机队规模

从运力方面来看，公司经营各类型运输机，机队规模居亚洲第一、世界第三。

近年来，应对市场需求，公司机队规模持续扩张，引进方式以经营租赁为主。截至2018年底，公司机队规模840架，同比净增86架。在所拥有飞机中，自购282架（占33.57%）、经营租赁326架（占38.81%）、融资租赁232架（占27.62%）。

表5 2016-2018年底公司机队规模（单位：架）

获取方式	2016年	2017年	2018年
客机：			
经营租赁	244	264	326
融资租赁	199	208	227
自购	245	268	273
小计1	688	740	826
货机：			
经营租赁	0	0	0
融资租赁	5	5	5
自购	9	9	9
小计2	14	14	14
合计	702	754	840

资料来源：公司提供

从机队结构看，公司机队以客机为主，截至2018年底占比为98.33%；客机主要为空客和波音系列客机，少量支线使用安博威系列飞机，截至2018年底，上述三个系列客机占比分别为42.86%、53.99%和3.15%。货机主要包括B747-400F和B777-200F两种型号。

表6 截至2018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			
空客	A380系列	5	6.7
	A330系列	50	6.2
	A320系列	299	8.1
波音	B787系列	30	2.9
	B777系列	10	5.1
	B757系列	4	15.6
	B737系列	402	5.5

其他	EMB190	26	6.5
货机			
波音	B777系列	12	5.1
	B747系列	2	16.4
合计		840	--

注：B777系列飞机包括客机B777-200飞机、B777-300ER飞机和货机B777-200F，上表中填列该系列飞机整体机龄，不做客货机区分

资料来源：公司提供

2019年1-3月，公司引进14架飞机，退租7架飞机。截至2019年3月底机队规模为847架。

2019-2021年，公司计划引进飞机114架、91架和29架，退出飞机45架、28架和3架，机队规模将保持增长态势。

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24架、子公司厦门航空拥有10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

近年来，受益于公司航线布局日益完善、机队规模持续扩张以及商旅需求增长影响，2016-2018年，公司运输总周转量持续提升，分别为24386.56百万吨公里、27320.63百万吨公里和30333.67百万吨公里；旅客运输量分别为114.6百万人次、126.30百万人次和139.89百万人次。同期，每收费客公里收益变动不大，分为0.50元、0.49元和0.49元。

从运力投放看，2016-2018年，公司可用吨公里持续增长，年复合增长率10.52%，运力投入持续提升，为业务量增长提供有力支撑。截至2018年底，公司可用吨公里为427.28亿吨公里，同比增长11.47%，高于同期中国国航

(9.10%)和东方航空(10.32%)水平;其中,港澳台及国际线运力投入增速较快,随着公司对国际航线的进一步开拓,国际载运能力快速提升。2019年1—3月,公司可用吨公里112.40亿吨公里,同比增长10.25%。

表7 公司近年可用吨公里(ATK)

(单位:亿吨公里、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2018同比
国内	207.41	221.68	245.50	10.74
港澳台	4.91	4.47	5.03	12.70
国际	137.48	157.17	176.75	12.46
合计	349.80	383.32	427.28	11.47

资料来源:公司提供

从运输总量看,2016—2018年,随着运输能力提升,公司收费吨公里年均复合增长11.53%,高于同期运力供给增速;2018年,公司实现收费吨公里303.34亿吨公里,同比增长11.03%。近年来,航空运输行业需求稳步增长,2018年公司加快扩大机队规模,导致当期平均载运率略有回落,2018年为70.99%,同比下降0.28个百分点。2018年,公司飞机日利用率为9.73小时,比上年同期下降0.06小时。2019年1—3月,公司实现收费吨公里77.35亿吨公里,同比增长9.25%;综合载运率为68.82%。

表8-1 公司近年收费吨公里(RTK)

(单位:亿吨公里、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2018同比
国内	145.51	158.34	174.38	10.13
港澳台	2.92	2.83	3.15	11.63
国际	95.43	112.04	125.81	12.29
合计	243.87	273.21	303.34	11.03

资料来源:公司提供

表8-2 公司近年平均载运率(RTK/ATK)

(单位:%、个百分点)

项目	2016年	2017年	2018年	2018同比
国内	70.16	71.43	71.03	-0.40
港澳台	59.54	63.23	62.63	-0.60
国际	69.41	71.29	71.18	-0.11

平均	69.72	71.27	70.99	-0.28
----	-------	-------	-------	-------

资料来源:公司提供

(1) 客运业务

从客运业务来看,2016—2018年,公司客运收入持续增长,年均复合增长11.76%,国内航线业务保持传统优势。近三年,公司载客人次年复合增长10.47%;2018年载客人次为1.40亿人,同比增长10.76%。受益于出境游市场需求旺盛以及公司持续拓展国际航线网络、强化国际营销,2018年公司国际航线载客人次仍维持较高增速,同比增长16.36%,高于行业平均水平。同期,国内航线载客人次同比增速快速提升,一方面受居民商务旅游出行需求上升,另一方面由于公司完善广州等枢纽网络的布局、提升运营效率所致。客座率方面,在需求回暖及出境游增长带动下,公司客座率逐年提升,分别为80.51%、82.20%和82.44%;2018年,港澳台航线客座率同比小幅下滑;国内航线及国际航线客座率水平同比均有所提升,分别为82.80%和81.93%。2019年1—3月,公司载客人次、收费客公里同比分别增长9.40%、11.89%,客座率为82.88%。

表9-1 公司近年载客人次情况(单位:千人次、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2018同比
国内	98463.43	108616.65	119494.01	10.01
港澳台	2340.68	2329.80	2527.08	8.47
国际	13814.52	15352.29	17863.96	16.36
合计	114618.63	126298.75	139885.04	10.76

资料来源:公司提供

表9-2 公司近年收费客公里情况(单位:亿客公里、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2018同比
国内	1449.79	1604.28	1789.73	11.56
港澳台	30.84	29.35	3304.83	12.61
国际	580.42	673.35	769.16	14.23
合计	2061.06	2306.97	2591.94	12.35

资料来源:公司提供

表 9-3 公司近年客座率情况 (单位: %、个百分点)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018 同比
国内	80.70	82.54	82.80	0.25
港澳台	73.54	76.35	75.39	-0.96
国际	80.45	81.67	81.93	0.26
平均	80.51	82.20	82.44	0.23

资料来源: 公司提供

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, 形成了分公司、控股公司、营业部和办事处为主的点面结合的销售网络。直销渠道主要包括官网销售、移动客户端销售、柜台直销和呼叫中心售票四种形式; 分销渠道主要包括三种形式: 一是通过网络销售平台售票, 二是通过 OTA (在线旅行社) 销售, 三是通过 TMC (差旅管理公司) 销售。2018 年, 公司持续推进智能化营销, 上线民航领域首个人脸识别 APP 应用程序, 继续推进“南航 e 行”, 平台访问量 3.71 亿人次, 同比增长 54.58%, APP 下载量、社交媒体粉丝量、月活跃用户数等指标全面保持行业领先。近三年, 公司直销比重呈上升趋势, 2018 年为 50.67%, 同比小幅下降 1.15 个百分点, 主要系管网和地勤份额下降所致。

表 10 近三年公司客票销售情况 (单位: 亿元、%)

渠道	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	452.19	42.59	638.61	51.82	698.77	50.67
分销	609.51	57.41	593.67	48.18	680.25	49.33
合计	1061.70	100.00	1232.28	100.00	1379.02	100.00

资料来源: 公司提供

(2) 货邮运业务

从货邮运业务来看, 随着电子商务的快速发展带动国内物流需求持续提高及国际货运市场的回暖。近三年公司货邮运输收入年均复合增长 18.08%, 分别为 71.91 亿元、90.82 亿元和 100.26 亿元。2019 年 1-3 月, 受国内物流运输市场竞争激烈等因素影响, 公司国内货邮运量延续同比下滑趋势, 带动整体货邮运量同比下降 1.42%。

表 11 公司近年运输货邮量情况 (单位: 千吨、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018 同比
国内	1083.68	1048.18	1043.91	-0.41
港澳台	19.73	22.01	21.85	-0.71
国际	509.14	601.97	666.52	10.72
合计	1612.55	1672.16	1732.28	3.60

资料来源: 公司提供

与客运业务相似, 公司货运业务也分直接销售与代理销售两种渠道, 但主要是与独立的货运代理人进行业务合作, 如 DHL、金鹰国际货运代理等全球性的运输及物流公司, 中外运、大通国际运输有限公司等拥有广泛国内销售网络的集团企业, 以及其他区域性的代理商等。

成本管控

2018 年, 公司每可用吨公里营业成本为 2.97 元, 较上年增长 3.13%; 剔除航油成本后可用吨公里成本同比减少 3.80%, 航油成本上升是公司 2018 年毛利率下降的主要原因, 航油价格波动对公司利润影响大。

航油成本是公司最主要成本支出。2016-2018 年, 受国际原油价格上涨及运力投入, 公司航油成本快速上升。2018 年, 全球航油平均价格同比上涨约 31%, 公司航油成本同比增长 34.57%至 429.22 亿元。公司大部分航油消耗须以国内现货市场价格在国内购买, 主要航油供应商包括中国航空油料有限责任公司、华南蓝天航空油料有限公司等公司。公司持续推动节能减排, 自主研发“航油 e 云”数据平台, 对航班各环节的航油数据进行实时监测, 提高航油使用效率, 2018 年公司吨公里油耗水平同比下降 3.53%。虽然公司采取各种节油措施控制单位航油成本, 且燃油附加费与油价联动的收取机制在一定程度上可降低航油价格波动风险, 但目前并无其他有效途径管理因国内航油价格变动所带来的风险, 未来航油价格的波动及发改委对国内航油价格的调整都会对公司的经营业绩及盈利能力仍将产生较大影响。

投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。2019-2021 年, 公司计划引进飞机 114

架、91架和29架，退出飞机45架、28架和3架；2018—2020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791.64亿元，其中1年以内（含1年）381.41亿元，1—2年（含2年）323.95亿元，公司仍具有较大飞机购买支出需求。

除飞机购买款外，公司其他主要在建工程为北京新机场南航基地项目、厦航大厦等，上述项目计划总投资205.72亿元，截至2018年底在建工程金额61.11亿元，未来公司存在一定的资本支出压力。

表 12 截至 2018 年底公司部分在建项目情况

(单位: 亿元)

项目名称	总投资	截至 2018 年底 在建工程余额
北京新机场南航基地项目	145.51	36.95
厦航大厦	23.09	5.27
福州长乐机场设施	9.26	2.23
厦门生产基地扩建工程	5.20	3.37
上海基地虹桥项目	4.23	3.22
湖北分公司南工作区综合保障楼	4.18	1.29
飞行模拟机训练中心	6.05	1.02
杭州基地	8.20	0.93
小计	205.72	54.28
其他	--	6.83
合计	--	61.11

注：1、此表格中为部分在建工程，不包含分期支付飞机购买款等；2、本表仅显示对应项目 2018 年底在建工程金额，部分投入可能体现在其他会计科目；3、未取得其他项目总投预算数

资料来源：公司提供

北京新机场南航基地项目建设地点位于北京市南，礼贤镇南侧，榆垓镇东侧，距天安门直线距离 46 公里，距离廊坊市中心约 26 公里。场址位于京九线东侧，永定河北侧。北京新机场南航基地包括生产设施和基地生产运行保障设施。工程类别包括货运站、配餐中心、机库、运控中心、宿舍、仓库、车库、维修厂房、公共设备用房等。项目用地红线内面积约 62 万平方米（不含道路代征地），总建筑面积 108.89 万平方米，其中生产主体工程 34.86 万平方米，生产运行保障设施 74.03 万平方米。按照发展规划，北京新机场未来计划承接公司 40% 的航空旅客业务量目标，到 2025 年，公司预计在北

京新机场投放飞机 250 架，日起降航班超过 900 班次。北京新机场南航基地项目一期和二期工程概算总投资约 145.51 亿元，资金来源包括自筹及贷款。截至 2018 年底，一期工程在建设过程中，二期项目尚未动工，南航基地工程全面封顶，预计将于 2019 年 9 月 30 日前通航。

3. 未来发展

公司发展战略的总体构想是：坚持“稳中求进”总基调、坚持“安全第一”的战略方针、坚持“市场引领”的战略导向，打造广州—北京“双枢纽”的战略布局，坚定“规范化、一体化、智能化、国际化”的战略取向，完善由“党的领导、治理结构、战略管理、市场机制和企业文化”五个体系构成的公司治理，朝着建设具有国际竞争力的世界一流航空运输企业的目标不断迈进。至“十三五”期末，公司将建设成为年客运量 1.6 亿人次左右，货邮运输量超过 200 万吨的大型国际化规模网络型航空公司。

具体来说，1) 航空安全方面，公司将确保持续安全飞行，提升运行效率，不断提高安全品质。2) 航线建设方面，公司要继续加大对广州枢纽的投入，高质量建设北京枢纽，加快实现广州—北京“双枢纽”战略落地，加强与各方合作，持续提升盈利能力；公司将持续完善国际网络布局，计划新开广州—乌鲁木齐—维也纳、长沙—新加坡、哈尔滨—名古屋等国际航线。3) 服务提升方面，坚持真情服务，加快推动智能化，树立南航特色品牌。4) 人才及技术方面，夯实发展基础，加强人才、机制、技术等方面的保障。

总体看，公司未来发展目标明确，规划合理，未来发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报表，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述

财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2016 年公司收购南航集团下属中国南航集团进出口贸易有限公司 100% 的股权，另外受子公司新疆民航实业管理有限责任公司少数股东增资影响，公司对其持股比例下降，不再纳入合并范围；2017 年公司收购珠海翔翼航空技术有限公司（以下简称“珠海翔翼”）剩余股权，致使其由公司合营企业变为公司子公司，另外公司新设南航二号租赁（天津）有限公司等用于租赁飞机资产的 SPV 公司，当期公司合并范围共新增 12 家子公司；2018 年公司对西澳飞行学院增资，致使其由公司合营公司转变为公司子公司，另外公司新设中国南方航空雄安航空有限公司。2019 年 1—3 月，公司合并范围新增 5 家 SPV 公司。上述子公司净资产及收入利润规模较小。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

会计政策变更方面，2018 年公司根据财政部规定执行新收入准则，2019 年起执行新租赁准则，具体情况详见附件 3。整体看，2019 年

起，公司执行新租赁准则，对公司报表可比性产生一定影响。

截至 2018 年底，公司资产总额 2466.55 亿元，所有者权益 781.83 亿元（其中少数股东权益 131.80 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1436.23 亿元，利润总额 44.87 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产规模 2957.58 亿元，所有者权益 771.78 亿元（其中少数股东权益 129.19 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 376.33 亿元，利润总额 37.74 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以飞机为主的使用权资产和固定资产占比高，符合航空运输行业特点。公司货币资金较充足，但飞机资产抵质押比率较高，一定程度影响公司资产流动性，整体资产质量较好。

2016—2018 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长率 10.93%。2018 年底，公司资产总额 2466.55 亿元，其中流动资产占比 9.76%，非流动资产占比 90.24%。公司资产结构中非流动资产占比高，符合航空运输行业特点。

表 13 2016—2018 年及 2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	137.64	6.87	178.84	8.19	240.72	9.76	221.49	7.49
货币资金	48.55	2.42	72.50	3.32	73.08	2.96	56.29	1.90
预付款项	14.79	0.74	13.58	0.62	36.95	1.50	28.31	0.96
其他流动资产	14.15	0.71	37.96	1.74	54.39	2.21	52.45	1.77
非流动资产	1866.97	93.13	2004.45	91.81	2225.83	90.24	2736.09	92.51
长期股权投资	41.32	2.06	40.45	1.85	59.92	2.43	55.34	1.87
固定资产	1463.88	73.03	1582.55	72.48	1700.39	68.94	818.05	27.66
在建工程	289.48	14.44	301.93	13.83	378.81	15.36	412.48	13.95
使用权资产	--	--	--	--	--	--	1351.48	45.70
无形资产	31.52	1.57	33.34	1.53	33.49	1.36	33.25	1.12
资产合计	2004.61	100.00	2183.29	100.00	2466.55	100.00	2957.58	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 32.25%。2018 年底，公司流动资产 240.72 亿元，同比增长 34.60%，主要来自预

付款项和其他流动资产的增加；构成以货币资金、其他流动资产、预付款项等为主。

2016—2018 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 22.69%，其中 2017 年底同比大

幅增长，主要系经营取得现金增加、股东增资及外部借款所致。2018 年底，公司货币资金 73.08 亿元，同比变动不大；公司货币资金主要由银行存款（占 21.99%）和存放于联营公司—中国南航集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）的存款（占 76.40%）组成。同期，公司受限货币资金为 1.16 亿元，占货币资金总额 1.59%。

2016—2018 年，公司应收账款有所波动。2018 年底，公司应收账款 29.27 亿元，同比增长 9.54%，主要为应收航空票款（占应收账款余额比重为 66.42%），账龄主要集中在 3 个月以内，欠款方主要为国际航空运输协会建立的电子客票销售结算系统，回收风险不大；同期公司累计计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例为 1%。

2016—2018 年，公司预付款项主要由预付航油款、预付经营租赁费、预付培训费、预付设备款等款项构成。2018 年底，公司预付款项 36.95 亿元，同比增长 58.06%，主要系预付航油款大幅增加。

2016—2018 年，公司其他应收款主要由飞机设备制造商回扣款、押金保证金、应收政府补助款等款项构成，年均复合增长 28.41%。2018 年底，公司其他应收款 23.38 亿元，同比增加 11.78 亿元，系新增应收政府补助款 9.82 亿元。从账龄看，1 年以内其他应收款占比 73.15%，1—2 年的占比 4.96%，2—3 年的占比为 2.65%，3 年以上的占比为 19.24%；其中账龄 1 年以上的主要为应收飞机设备制造商回扣款及押金保证金，该部分款项可用于未来抵扣航材采购款以及发生的修理费用，回收风险不大。2018 年底，其他应收款前五名欠款单位合计 10.27 亿元，集中度较高；同期公司累计计提坏账准备 500 万元。

2016—2018 年，公司存货较为稳定。2018 年底，公司存货账面余额 16.99 亿元，主要为航材消耗件（占 86.34%），属于日常营运耗材；公司累计计提跌价准备 2.21 亿元，主要系部分老旧机型退出运营后，相关配套专用航材预计

可变现净值低于账面价值所致。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 96.06%。2018 年底，公司其他流动资产 54.39 亿元，同比增长 43.28%，主要系税制改革后待抵扣的增值税进项税增长所致；公司其他流动资产中待抵扣的增值税进项税 53.42 亿元，占比为 98.22%，其余为预缴所得税。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 9.19%。2018 年底，公司非流动资产 2225.83 亿元，主要为固定资产及在建工程。

2016—2018 年，公司长期股权投资波动增长。2018 年底，长期股权投资为 59.92 亿元，同比增长 48.13%，主要系公司母公司南航集团以珠海摩天宇 50%的股权认购公司非公开发行的 A 股股票，致使珠海摩天宇成为公司合营企业。2018 年底，公司长期股权投资主要包括合营企业广州飞机维修工程有限公司（10.44 亿元）、珠海摩天宇（17.06 亿元）和联营企业四川航空股份有限公司（16.52 亿元）、财务公司（5.97 亿元）、中国南航集团文化传媒股份有限公司（3.11 亿元）、新疆民航（1.73 亿元）等，2018 年权益法下核算的投资收益共计 4.63 亿元，被投资企业经营情况较好。

2016—2018 年，公司固定资产稳定增长，年均复合增长 7.78%，构成主要为飞机（来源分为自置及融资租赁）、其他飞行设备、房屋及建筑物等资产。2018 年底，公司固定资产账面余额 1700.39 亿元，其中飞机占 87.32%（自置飞机 597.24 亿元，融资性租赁持有飞机 887.60 亿元），其他飞行设备（包括高价周转件）占 6.07%；公司累计计提折旧 909.92 亿元，计提减值准备 10.37 亿元，主要系部分飞机或其他飞机设备市场价格下跌所致。2018 年底，公司将账面价值约 891.31 亿元的飞机用作抵押（占 60.03%）；公司尚有账面价值约 50.76 亿元房产尚未办妥土地使用权证及房产证。

2016—2018年，公司在建工程持续增长，年均复合增长14.39%；2018年底，公司在建工程378.81亿元，主要为分期支付购买飞机及飞行设备款317.70亿元（占比83.87%）。

2018年底，公司受限资产总额893.53亿元，占资产总额的36.23%，主要为固定资产中用于抵质押的飞机、投资性房地产和无形资产科目中用于抵押的房产和土地使用权及货币资金。

2019年3月底，公司资产总额较上年底大幅增长19.91%至2957.58亿元，主要系采用新租赁准则后经营租赁资产计入使用权资产所致，非流动资产比重进一步上升至92.51%。2019年3月底，公司应收票款及应收票据较上年底增长29.98%，主要系应收航空票款增加所致；公司固定资产较上年底减少882.34亿元，系新租赁准则实行后，将融资租赁资产与经营租赁资产合并计入使用权资产所致。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益稳步增长，公司债务以长期债务为主，债务结构较为合理，但债务规模较大，整体债务负担较重。

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长19.54%，主要来自资本公积、未分配利润的增加。2018年底，公司所有者权益781.83亿元，同比增长25.77%，主要系公司非公开发行H股普通股和A股普通股所致，收取对价折合人民币约126.64亿元，其中股本增加约21.79亿元，资本公积增加约104.70亿元。2018年底，公司所有者权益中，实收资本占15.69%，资本公积占32.73%，未分配利润占30.68%，少数股东权益占16.86%。

2019年3月底，公司所有者权益较上年底小幅下降1.98%，主要系公司拟向投资者现金分红导致未分配利润的减少。所有者权益构成较上年底变化不大。

负债

2016—2018年，公司负债总额持续增长，

年均复合增长7.51%；2018年底为1684.72亿元，同比增长7.88%，其中流动负债和非流动负债分别占49.67%和50.33%。

2016—2018年，公司流动负债不断增长，年均复合增长10.99%；2018年底，公司流动负债为836.87亿元，同比增长20.28%，主要系一年内到期的非流动负债、其他流动负债和合同负债增长所致。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占28.15%）、短期借款（占24.78%）、应付票据及应付账款（占16.81%）、和票证结算（占10.27%）构成。

2016—2018年，公司短期借款快速增长，三年分别为41.95亿元、206.26亿元和207.39亿元，2016年底较小系当年公司主要通过发行超短期融资券补充流动资金，此后增加短期信用借款所致。2018年底公司短期借款的利率区间为2.32%至4.79%，主要为信用借款。

2016—2018年，公司应付票据及应付账款持续增长，年均复合增长2.39%，2018年底，公司应付票据及应付账款140.71亿元，同比增长4.76%，主要由应付飞机及发动机修理费46.97亿元（占33.38%）、应付起降费28.78亿元（占20.45%）、应付航油款19.45亿元（占13.82%）和应付航材采购款12.03亿元（占8.55%）构成。

2018年底，公司新增合同负债16.93亿元，系公司自2018年起采用新收入准则，将原递延收益核算的常旅客里程奖励计划在本科目中核算，并将一年后到期部分计入其他非流动负债。

2016—2018年，公司票证结算有所波动，年均复合增长1.03%，主要为预售飞机舱位所得票款。2018年底，公司票证结算85.94亿元，同比下降48.80%，主要系部分预收票款结转至当期收入所致。

2016—2018年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长13.62%；2018年底为72.21亿元，同比增长15.19%，主要系应付购建固定资产款项、民航发展基金及代收机场税费押金增加所致，构成主要为应付民航发展基金及代收机场

税费押金（20.12 亿元）、押金（8.08 亿元）和应付购建固定资产款（16.08 亿元）。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 49.36%。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 235.57 亿元，同比增长 40.35%，系转入一年内到期的公司债券所致。2018 年底，主要由一年内到期的长期借款（9.02 亿元）、一年内到期的应付融资租赁款（95.55 亿元）和一年内到期的公司债券（131.00 亿元）组成。本报告已将非付息负债一年内到期的常旅客里程奖励计划调出有息债务及相关指标的核算。

2016—2018 年，公司其他流动负债全部为超短期融资券，其中 2016 年底为 219.86 亿元，同比增加 139.86 亿元，主要系当年超短期融资券利率水平低于短期借款，公司发行规模较大所致，2017 年公司超短期融资券全部到期偿付，2018 年底公司其他流动负债 40 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 4.38%。2018 年底，公司非流动负债 847.85 亿元，同比下降 2.08%，主要系应付债券大幅下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 11.11%）、应付债券（占 7.38%）和应付融资租赁款（占 73.91%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，三年分别为 10.69 亿元、60.23 亿元和 94.22 亿元，年均复合增长 196.88%。其中 2016 年公司长期借款规模较小，主要系公司应对人民币持续贬值的汇率风险，提前大规模偿还美元长期借款所致。2018 年底，公司长期借款由抵押借款（占比 5.42%）和信用借款（占比 94.58%）构成，利率区间为 1.2%至 4.75%。

2016—2018 年，公司应付债券较快下降，年均复合下降 40.54%。2018 年底，公司应付债券为 62.54 亿元，同比下降 57.44%，主要系部分债券即将到期调整至一年内到期的非流动负债，期末公司应付债券主要为公司本部发行的公司债和子公司厦门航空发行的中期票据。

2016—2018 年，随着融资租赁方式购置飞

机增加，公司应付融资租赁款持续增长，年均复合增幅 8.20%。2018 年底，公司应付融资租赁款 626.66 亿元，从付款期限来看，3 年以上的占比 74.94%，公司应付融资租赁款以相关飞机及其保险单作为抵押。

外汇负债方面，2018 年底，公司外汇金融负债（折合人民币后）400.17 亿元，以美元负债为主（占比 85.71%），其他主要为欧元、日元等。

2019 年 3 月底，受新租赁准则实施影响，公司负债较上年末大幅增长 29.74%至 2185.80 亿元。公司将应付融资租赁款及应付经营租赁款合并至租赁负债，3 月底余额为 1020.85 亿元。其他流动负债和应付债券增加主要系公司发行债券。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长 8.24%。2018 年底，公司全部债务 1266.82 亿元，同比增长 8.95%，其中短期债务占比为 38.16%，长期债务占比为 61.84%，短期债务比重同比有所上升。债务指标方面，受益于股东增资及利润增长，2016—2018 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均呈持续下降趋势，2018 年底，上述三项指标分别为 68.30%、50.05%和 61.84%。2019 年 3 月底，公司有息债务 1768.07 亿元，较上年末增加 501.25 亿元主要系应付经营租赁款纳入债务所致；债务结构仍以长期债务为主。2019 年 3 月底，受新租赁准则实施影响，公司债务负担较上年末明显上升，整体处于较重水平。

表 14 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	358.41	359.73	483.40	562.81
长期债务	722.85	803.02	783.42	1205.26
全部债务	1081.26	1162.75	1266.82	1768.07
资产负债率	72.71	71.53	68.30	73.91
长期债务资本化比率	56.92	56.37	50.05	60.96
全部债务资本化比率	66.40	65.16	61.84	69.61

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

近年来，公司营业收入持续增长，营业利润率受航油价格上升等因素影响有所下降；同期，公司期间费用有所波动，对利润总额形成一定侵蚀；公司利润总额有所波动，对政府补助依赖大，公司整体盈利水平受航油价格、人民币兑美元汇率影响大。

2016—2018年，公司整体运量持续上升，营业收入逐年增长，年均复合增长11.86%；由于航油价格上升及公司飞机数量提升带动折旧和机组人员薪酬等成本增加，近三年公司营业成本年均复合增长15.53%，增速高于营业收入增速3.67个百分点；受此影响，同期公司营业利润率持续下降，分别为15.84%、12.22%和10.26%，营业利润率水平有所下降。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	1147.82	1274.89	1436.23
其他收益	--	30.58	43.20
营业利润	34.73	80.81	40.09
营业外收入	42.62	8.86	8.49
利润总额	76.47	87.98	44.87
营业利润率	15.84	12.22	10.26
总资产收益率	5.51	5.88	3.78
净资产收益率	10.76	10.99	4.42

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2016—2018年，公司期间费用（含研发费用）有所波动，分别为153.02亿元、116.87亿元和161.51亿元，主要受汇兑收益/损失导致财务费用波动所致。近三年，公司销售费用和管理费用有所增加，主要是由于业务代理手续费、工资及福利待遇等支出增长所致，2018年分别为70.86亿元和37.36亿元；同期，公司财务费用波动明显，仅2017年人民币兑美元升值导致汇兑损益呈现为净收益17.90亿元，2016年和2018年汇兑损失分别为32.66亿元和17.42亿元。2016—2018年，公司期间费用占营业收入比重分别为13.33%、9.17%和11.25%，公司期

间费用对利润总额形成一定侵蚀。

2016—2018年，公司资产减值损失分别为1.30亿元、4.42亿元和0.12亿元，2017年明显增加的原因是公司计提存货中航材消耗件跌价减值准备，以及评估了部分机龄较长的飞机资产可回收金额，并相应计提资产减值准备。

2016—2018年，公司投资收益有所下降，年复合下降17.92%；2018年为4.83亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2016—2018年，公司营业外收入持续下降，分别为42.62亿元、8.86亿元和8.49亿元，自2017年起，审计根据新会计准则及相关要求，将与收益相关的政府补贴计入其他收益科目，2017—2018年分别为30.58亿元和43.20亿元，与公司日常活动无关的政府补助分别为0.17亿元和0.28亿元，仍计入营业外收入，此外还包括超过规定结算时限的票证及其税费和其它航空业发展补贴。2017—2018年，公司获取固定资产及在建工程处置利得分别为10.06亿元和6.22亿元。

2016—2018年，公司利润总额分别为76.47亿元、87.98亿元和44.87亿元，公司利润水平对政府补助依赖大，且航油价格和人民币对美元汇率波动对利润总额影响大。

从盈利指标来看，2016—2018年，公司总资产收益率和净资产收益率均先升后降，2018年分别为3.78%和4.42%。

2019年1—3月，公司实现营业收入376.33亿元，同比增长10.36%，营业利润率较上年有所回升系航油价格下降所致；2019年1—3月，新租赁准则实施带动利息支出同比增长99.04%，但受益于本期汇兑收益影响，公司财务费用同比大幅减少93.14%至-0.41亿元。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流入量规模大且持续增长，收入实现质量较好，但受航油等成本上升影响现金净流入规模持续下降；资本性支出需求主要为购买飞机支出，近年来保持

较大规模；外部融资主要以借款、发行债券及非公开发行股票为主，2018年公司为满足投资资金需求加大对外筹资力度，筹资活动现金流净额由负转正。

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量呈持续增长状态，年均复合增长12.35%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成，2018年为1591.44亿元；收到其他与经营活动有关的现金持续增长，主要为政府补贴收入。2016—2018年，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构成，2018年为1136.11亿元，辅以支付给职工以及为职工支付的现金。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别263.88亿元、214.04亿元和195.85亿元。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入	1295.22	1433.07	1634.76
经营活动现金流出	1031.34	1219.03	1438.91
经营活动现金流量净额	263.88	214.04	195.85
投资活动现金流量净额	-160.69	-84.45	-205.08
筹资活动现金流量净额	-111.20	-105.54	9.65
现金收入比	109.18	109.20	110.81

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从收入实现质量来看，2016—2018年，公司现金收入比基本稳定，分别为109.18%、109.20%和110.81%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2016—2018年，公司投资活动现金流入有所波动，分别为34.06亿元、62.70亿元和39.65亿元，主要来自处置固定资产、无形资产收回的现金。同期，公司投资活动现金流出分别为194.75亿元、147.15亿元和244.73亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，主要为购买飞机资产支付的现金。近三年公司投资活动产生现金流量净额分别为-160.69亿元、-84.45亿元和-205.08亿元。

2016—2018年，公司筹资活动前现金流量

净额分别为103.19亿元、129.59亿元和-9.23亿元，由于购置飞机资产投入增大，2018年公司经营活动产生的现金不足以满足投资资金需求，一定程度上需要依赖筹资活动。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量有所波动，主要为取得借款、发行债券及非公开发行股票收到的现金；2017—2018年，公司吸收投资收到的现金分别为17.25亿元和109.80亿元。2016—2018年，公司筹资活动现金流出量主要为偿还债务，分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为-111.20亿元、-105.54亿元和9.65亿元。

2019年1—3月，公司经营净现金流为50.87亿元，投资活动产生的现金流量净额为-44.10亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-23.22亿元。

6. 偿债能力

公司经营活动现金流入规模较大且经营获利能力较好，公司短期偿债能力尚可；公司长期偿债指标很强，考虑到公司作为三大全国性国有航空公司之一的行业地位，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2016—2018年，公司流动比率和速动比率持续上升，2018年底分别为28.76%和26.73%，2019年3月底为24.45%和22.35%。2016—2018年，由于经营活动现金流量净额持续下降，公司经营现金流动负债比分别为38.84%、30.76%和23.40%。2018年底及2019年3月底，公司现金短期债务比分别为0.16倍和0.10倍。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA有所波动，分别为235.25亿元、257.66亿元和231.40亿元；全部债务/EBITDA值分别为4.60倍、4.51倍和5.47倍；EBITDA利息倍数分别为6.34倍、5.65倍和4.31倍。

截至2018年底，公司对外担保余额3.18亿元，为公司为飞行学员飞行培训费个人贷款

提供的担保，担保比率 0.41%。2018 年，公司由于被担保飞行学员未按时还贷而履行担保责任的还贷金额为 100 万元，公司或有负债风险低。

截至 2018 年底，公司共获得各家银行授信 2439.10 亿元，尚未使用额度 1938.71 亿元，间接融资渠道畅通；公司为境内外上市公司，直接融资渠道畅通。

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较好，债务负担较重。

2018 年底，母公司资产总额 1955.73 亿元，同比增长 13.50%。其中，流动资产 163.39 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付账款和其他流动资产构成。非流动资产 1792.34 亿元，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。

2018 年底，母公司所有者权益 536.56 亿元，同比增长 36.83%。其中，实收资本和资本公积合计占 70.38%。母公司所有者权益稳定性较好。

2018 年底，母公司负债总额为 1419.17 亿元，同比增长 6.62%。其中，流动负债 715.68 亿元，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。非流动负债 703.49 亿元，主要由应付融资租赁款和长期借款构成。母公司 2018 年底资产负债率 72.56%，同比下降 4.68 个百分点。

2018 年，母公司实现营业收入 996.13 亿元，营业成本为 884.79 亿元，利润总额为 27.06 亿元，净利润为 22.14 亿元。

2019 年 3 月底，母公司资产总额 2302.42 亿元，较 2018 年底增长 17.73%，主要系采用新租赁准则后经营租赁资产计入使用权资产所致，资产构成较 2018 年底变化不大，仍以非流动资产为主。母公司所有者权益 531.09 亿元，规模及构成较 2018 年底基本保持稳定。母公司负债合计 1771.33 亿元，较 2018 年底增长 24.81%，主要系采用新租赁准则后应付融资租

赁款及应付经营租赁款合并至租赁负债所致。母公司资产负债率较 2018 年底上升至 76.93%。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 258.60 亿元，营业成本为 220.21 亿元，利润总额为 29.46 亿元，净利润为 22.49 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

本期中期票据拟发行规模为 5 亿元，相当于 2019 年 3 月底公司长期债务的 0.41%、全部债务的 0.28%，本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

2019 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 73.91%、69.61% 和 60.96%，以公司 2019 年 3 月底的财务数据为基础，同时考虑到公司已发行的“19 南航股 MTN001”（10 亿元）、“19 南航股 MTN002”（10 亿元）、“20 南航股 MTN001”（10 亿元）、“20 南航股 MTN002”（10 亿元）、“20 南航股 MTN003”（10 亿元）、“20 南航股 MTN004”（10 亿元）、“20 南航股 MTN005”（10 亿元）、“20 南航股 MTN006”（10 亿元）、计划发行的 2020 年度第七期中期票据（10 亿元）和 2020 年度第八期中期票据（5 亿元），预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 74.76%、70.76% 和 62.84%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 1295.22 亿元、1433.07 亿元和 1634.76 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 259.04 倍、286.61 倍和 326.95 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 263.88 亿元、214.04 亿元和 195.85 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 52.78 倍、42.81 倍和 39.17 倍；公司 EBITDA 分别为 235.25 亿元、257.66 亿元和 231.40 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 47.05 倍、51.53 倍和 46.28 倍。

考虑到公司 2020 年度第一至四期中期票

据、2020年度第六至八期中期票据和本期中期票据均于本年发行，并将于兑付年度（2023年）集中偿付，2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为上述八期中期票据合计70亿元本金的18.50倍、20.47倍和23.35倍；公司经营活动现金流量净额分别为上述八期中期票据合计70亿元本金的3.77倍、3.06倍和2.80倍；公司EBITDA分别为上述八期中期票据合计70亿元本金的3.36倍、3.68倍和3.31倍。经营活动现金流和EBITDA对上述八期中期票据的保障能力很强。

总体看，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

十、结论

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，承担着重要的运输责任。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。作为三大航空运输集团之一南航集团航空业务的唯一运营主体，公司在机队规模、竞争实力、航线资源、综合管理、运营控制能力、融资能力等方面具备突出优势。2019年底爆发的新型冠状病毒肺炎疫情短期内对航空运输业产生一定不利影响，国家相关部委出台在疫情期间免征民航发展基金的政策，可一定程度上减轻疫情对公司造成的损失。

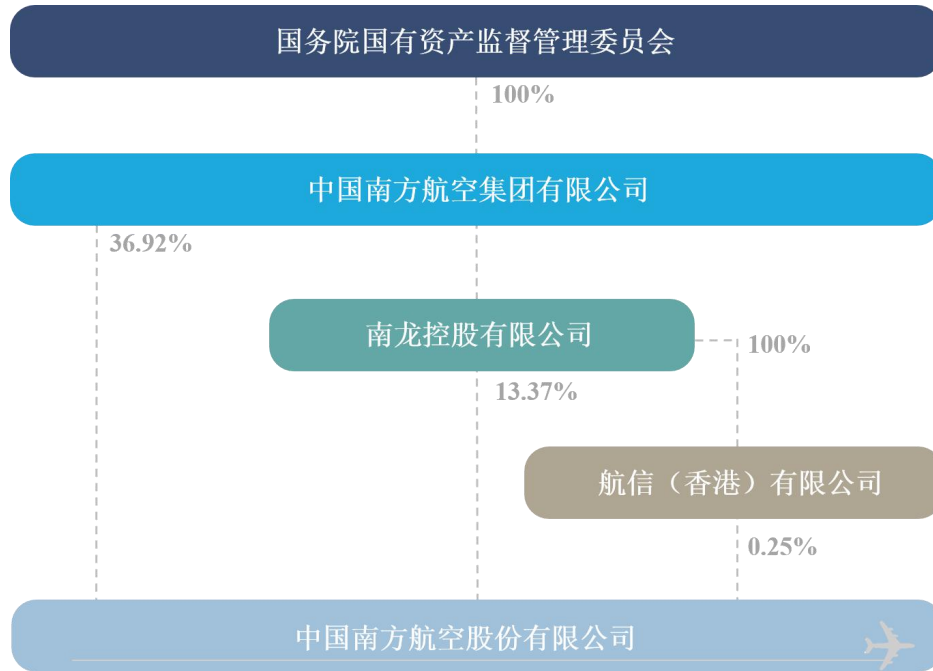
公司资产以非流动资产为主，资产质量较好；整体债务负担较重，且存在一定规模美元债务，易受人民币汇率波动影响。公司近年来收入规模持续增长，盈利水平对政府补贴依赖大，且易受到燃油价格及汇率水平波动影响，2018年人民币兑美元贬值带来汇兑损失对公司利润水平产生不利影响，考虑到燃油价格及汇率波动的不确定性，公司盈利能力稳定性较弱。受疫情管控影响，公司客货运输量及相关收入在短期内或将有所下降。考虑到公司行业地位及各方面较强的竞争能力，公司整体偿债能力

极强。

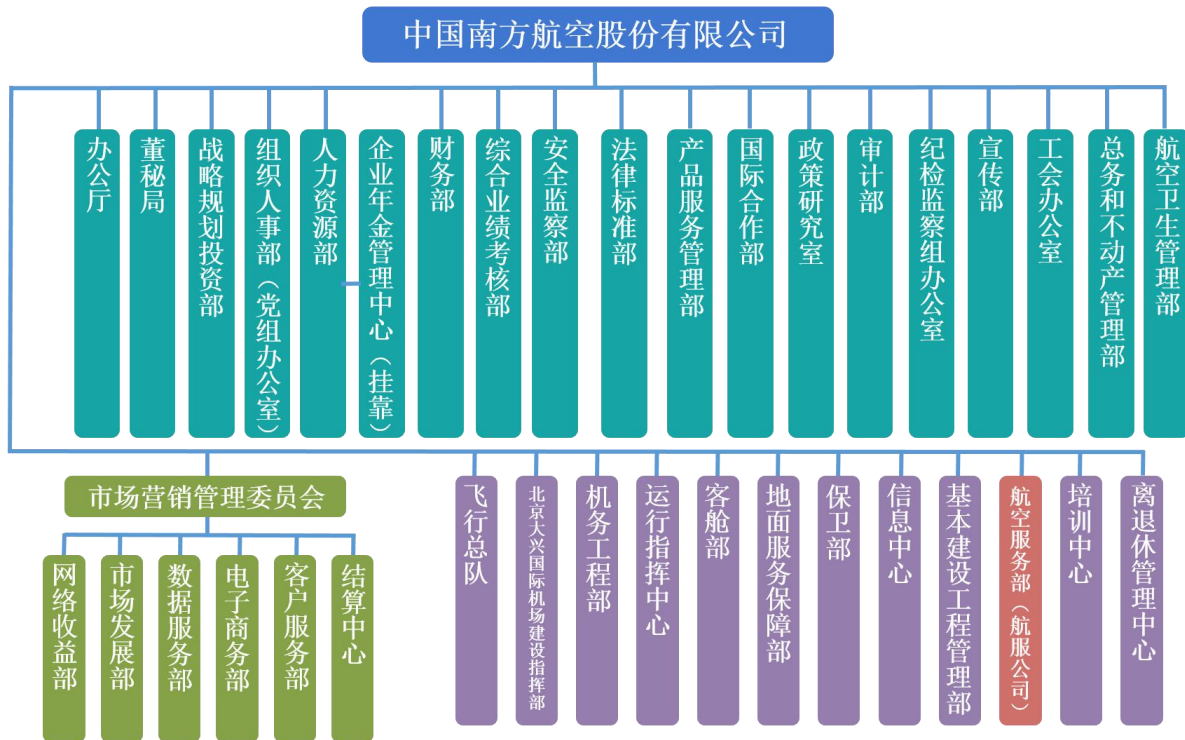
本期中期票据的发行对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力均很强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2018 年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 (亿元)	注册地	主要经营地	业务性质	持股比例(%)
厦门航空有限公司	80	中国	中国 福建	航空运输	55.00
汕头航空有限公司	2.80	中国	中国 广东	航空运输	60.00
珠海航空有限公司	2.50	中国	中国 广东	航空运输	60.00
贵州航空有限公司	9.10	中国	中国 贵州	航空运输	60.00
重庆航空有限责任公司	12.00	中国	中国 重庆	航空运输	60.00
中国南方航空河南航空有限公司	60.00	中国	中国 河南	航空运输	60.00
广州白云国际物流有限公司	0.50	中国	中国 广东	物流服务	61.00
广州南联航空食品有限公司	2.40	中国	中国 广东	航空配餐	70.50
南航通用航空有限公司	10.00	中国	中国 广东	通用航空	100.00
南龙国际货运有限公司	--	中国 香港	中国 香港	货运服务	51.00
中国南航集团进出口贸易有限公司	0.15	中国	中国 广东	进出口贸易代理 服务	100.00
北京南航地面服务有限公司	0.18	中国	中国 北京	地面服务	100.00
珠海翔翼航空技术有限公司	4.70	中国	中国 珠海	飞行模拟服务	100.00
中国南方航空雄安航空有限公司	100.00	中国	中国 河北	航空运输	100.00
西澳飞行学院	--	澳大利亚	澳大利亚	飞行员培训服务	84.30

注：未获取到南龙国际货运有限公司、西澳飞行学院有关注册资本信息

资料来源：公司 2018 年年度报告及审计报告

附件 3-1 首次执行新金融工具准则调整年初财务报表相关项目情况

(单位: 亿元)

项目	2018 年 12 月 31 日	2019 年 1 月 1 日	调整数
流动资产:			
预付款项	36.95	29.06	-7.89
流动资产合计	240.72	232.83	-7.89
非流动资产:			
长期股权投资	59.92	53.77	-6.15
固定资产	1700.39	812.79	-887.60
使用权资产	0.00	1338.59	1338.59
递延所得税资产	15.74	26.80	11.06
非流动资产合计	2225.83	2681.73	455.90
资产总计	2466.55	2914.56	448.01
流动负债:			
应付票据及应付账款	140.71	139.88	-0.83
一年内到期的非流动负债	235.57	306.17	70.60
流动负债合计	836.87	906.64	69.77
非流动负债:			
租赁负债	0.00	1036.72	1036.72
长期应付款	626.66	0.00	-626.66
其他非流动负债	48.67	55.46	6.79
非流动负债合计	847.85	1264.70	416.85
负债合计	1684.72	2171.34	486.62
所有者权益:			
未分配利润	239.83	206.18	-33.65
少数股东权益	131.80	126.84	-4.96
所有者权益合计	781.83	743.22	-38.61

注: 1、上表仅列示调整项, 2018 年底数据与 2019 年初数据无差异科目不单独列示; 2、上表中长期应付款余额等于公司 2018 年财务报表中应付融资租赁款

资料来源: 公司 2019 年一季度财务报告

附件 3-2 公司执行新会计准则的具体情况

1) 2018年起, 公司根据财政部公布的新收入准则规定, 调整了常旅客里程奖励计划和弃用机票的会计政策, 根据履行履约义务与客户付款之间的关系在资产负债表中列示合同资产或合同负债(报表列示上公司将原在“递延收益”核算的常旅客里程奖励计划放在“合同负债”中核算。其中, 一年以后到期部分合同负债计入资产负债表“其他非流动负债”); 新收入准则调整对公司2018年报表影响可控。

2) 2018年起, 公司按照新金融工具准则的衔接规定, 对金融工具的分类和计量(含减值)进行调整, 采用了新套期会计, 以“预期信用损失”模型替代了原金融工具准则中的“已发生损失”模型。因公司涉及的金融资产及负债规模相对较小, 新金融准则调整对公司影响较小。

3) 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应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当计入经营活动现金流出。

附件 4-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.55	72.68	77.50	56.30
资产总额(亿元)	2004.61	2183.29	2466.55	2957.58
所有者权益(亿元)	547.08	621.65	781.83	771.78
短期债务(亿元)	358.41	359.73	483.40	562.81
长期债务(亿元)	722.85	803.02	783.42	1205.26
全部债务(亿元)	1081.26	1162.75	1266.82	1768.07
营业收入(亿元)	1147.92	1274.89	1436.23	376.33
利润总额(亿元)	76.47	87.98	44.87	37.74
EBITDA(亿元)	235.25	257.66	231.40	--
经营性净现金流(亿元)	263.88	214.04	195.85	50.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	40.99	44.74	51.12	--
存货周转次数(次)	60.34	69.59	77.45	--
总资产周转次数(次)	0.59	0.61	0.62	--
现金收入比(%)	109.18	109.20	110.81	101.48
营业利润率(%)	15.84	12.22	10.26	14.60
总资本收益率(%)	5.51	5.88	3.78	--
净资产收益率(%)	10.76	10.99	4.42	--
长期债务资本化比率(%)	56.92	56.37	50.05	60.96
全部债务资本化比率(%)	66.40	65.16	61.84	69.61
资产负债率(%)	72.71	71.53	68.30	73.91
流动比率(%)	20.26	25.70	28.76	24.45
速动比率(%)	17.92	23.37	26.73	22.35
经营现金流动负债比(%)	38.84	30.76	23.40	--
现金短期债务比(倍)	0.14	0.20	0.16	0.10
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	5.65	4.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.60	4.51	5.47	--

注：1.公司应付融资租赁款/租赁负债已纳入长期债务以及相关指标计算；2.其他流动负债中超短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算；3.一年内到期的常旅客里程奖励计划已调出短期债务及相关指标计算；4.2019 年一季度财务数据未经审计

附件 4-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.02	47.16	41.38	18.24
资产总额(亿元)	1544.20	1723.16	1955.73	2302.42
所有者权益(亿元)	338.89	392.14	536.56	531.09
短期债务(亿元)	281.53	332.30	402.07	451.55
长期债务(亿元)	593.00	670.18	658.12	967.67
全部债务(亿元)	874.53	1002.48	1060.19	1419.22
营业收入(亿元)	813.19	886.30	996.13	258.60
利润总额(亿元)	50.72	62.44	27.06	29.46
EBITDA(亿元)	79.16	102.22	72.18	--
经营性净现金流(亿元)	216.39	158.63	161.74	33.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	33.83	41.30	46.07	--
存货周转次数(次)	51.60	75.46	85.20	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.54	0.54	--
现金收入比(%)	110.05	109.96	112.84	103.42
营业利润率(%)	16.03	12.18	11.05	14.71
总资本收益率(%)	5.69	6.38	4.21	--
净资产收益率(%)	11.98	12.55	4.13	--
长期债务资本化比率(%)	27.73	27.89	20.00	23.61
全部债务资本化比率(%)	42.61	55.24	48.05	48.28
资产负债率(%)	78.05	77.24	72.56	76.93
流动比率(%)	16.26	20.75	22.83	18.99
速动比率(%)	14.47	19.09	21.36	17.39
经营现金流动负债比(%)	37.50	25.78	22.60	--
现金短期债务比(倍)	0.11	0.14	0.10	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	2.78	2.57	1.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.05	9.81	14.69	--

注: 1. 公司应付融资租赁款/租赁负债已纳入长期债务以及相关指标计算; 2. 其他流动负债中超短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算; 3. 未获取折旧、摊销数据, EBITDA 以利润总额和分配股利、利润或偿付利息支付的现金近似匡算; 4. 2019 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
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-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 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

联合资信评估有限公司关于 中国南方航空股份有限公司 2020 年度第九期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国南方航空股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国南方航空股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国南方航空股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国南方航空股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国南方航空股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国南方航空股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国南方航空股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国南方航空股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国南方航空股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国南方航空股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。