

信用等级公告

联合〔2020〕1081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相关存续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股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“19 南航股 MTN001”“20 南航股 MTN001”“20 南航股 MTN002”“20 南航股 MTN003”“20 南航股 MTN004”“20 南航股 MTN005”“20 南航股 MTN006”“20 南航股 MTN007”“20 南航股 MTN008”和“20 南航股 MTN009”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年五月二十六日



中国南方航空股份有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
19 南航股 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
20 南航股 MTN009	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 南航股 MTN001	10.00	10.00	2022/10/21
20 南航股 MTN001	10.00	10.00	2023/2/13
20 南航股 MTN002	10.00	10.00	2023/2/27
20 南航股 MTN003	10.00	10.00	2023/3/5
20 南航股 MTN004	10.00	10.00	2023/3/5
20 南航股 MTN005	10.00	10.00	2025/3/5
20 南航股 MTN006	10.00	10.00	2023/3/9
20 南航股 MTN007	10.00	10.00	2023/4/26
20 南航股 MTN008	5.00	5.00	2023/4/27
20 南航股 MTN009	5.00	5.00	2023/4/28

评级时间：2020年5月26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在联合资信官网公开披露

评级观点

中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内三大航空运输集团之一中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）旗下航空业务的唯一运营主体，继续保持突出的市场地位。跟踪期内，公司航线网络进一步完善，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。公司在航线补贴、航空事业补贴等方面继续获得一定的政府支持。2020年4月，公司完成非公开发行H股股票，有助于增强公司资本实力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加，叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑，公司整体债务负担仍较重，新冠肺炎疫情对航空业务短期形成较大冲击等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司向南航集团非公开发行A股股票的完成，将有助于公司扩充机队规模，增强主营业务核心竞争力。同时，随着广州-北京“双枢纽”战略布局的加快推进，以及北京新机场的投入运营，公司航空运输主业规模或将进一步扩大。公司长期发展前景良好。

综上，联合资信维持公司主体长期信用等级AAA，维持“19南航股MTN001”“20南航股MTN001”“20南航股MTN002”“20南航股MTN003”“20南航股MTN004”“20南航股MTN005”“20南航股MTN006”“20南航股MTN007”“20南航股MTN008”和“20南航股MTN009”债项的信用等级AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	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	3
			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 六个等级, 各级因子评价划分为六档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 档, 各级因子评价划分为七档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵模型得到指示评级结果

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

优势

1. 跟踪期内, 公司在行业中继续保持领先地位, 其航线网络进一步完善, 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. 公司作为南航集团旗下航空业务的唯一运营主体, 跟踪期内继续在航线补贴、航空事业补贴等方面获得一定的政府支持。
3. 2020 年 4 月, 公司向南龙控股有限公司完成了非公开发行 H 股股票, 共募集资金 35.00 亿港元, 有助于增强公司资本实力。

关注

1. 2019 年, 新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加, 叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑, 以航线补贴为主的其他收益对公司利润贡献仍较大。
2. 跟踪期内, 受发行债券增加及新租赁准则的实施使得应付的经营租赁款纳入全部债务核算影响, 公司债务规模快速增长, 整体债务负担仍较重。
3. 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 737-8 飞机的商业运行, 恢复飞行时间待定。联合资信将持续关注 737-8 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。
4. 2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大冲击, 公司客运运输量及相关收入受此影响短期内有所下降, 联合资信将持续关注新型冠状病毒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	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	72.68	77.50	19.95	18.39
资产总额(亿元)	2183.29	2466.55	3066.46	3002.80
所有者权益(亿元)	621.65	781.83	770.54	707.73
短期债务(亿元)	374.11	484.46	575.41	637.12
长期债务(亿元)	803.02	783.42	1277.13	1348.17
全部债务(亿元)	1177.13	1267.88	1852.54	1985.29
营业收入(亿元)	1274.89	1436.23	1543.22	211.41
利润总额(亿元)	87.98	44.87	40.70	-76.03
EBITDA(亿元)	248.58	220.55	345.25	--
经营性净现金流(亿元)	214.04	195.85	381.22	-82.38
现金收入比(%)	109.20	110.81	111.15	74.87
营业利润率(%)	12.22	10.26	11.86	-13.47
净资产收益率(%)	11.69	4.92	3.99	--
资产负债率(%)	71.53	68.30	74.87	76.43
全部债务资本化比率(%)	65.44	61.86	70.62	73.72
流动比率(%)	0.26	0.29	0.18	0.17
速动比率(%)	0.23	0.27	0.16	0.15
经营现金流动负债比(%)	30.76	23.40	39.92	--
现金短期债务比(倍)	0.19	0.16	0.03	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	6.80	5.14	4.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	5.75	5.37	--
全部债务/经营性净现金流(倍)	5.50	6.47	4.86	--
筹资活动前现金流量净额(亿元)	129.59	9.23	234.98	--
公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	1723.16	1955.73	2460.54	2407.24
所有者权益(亿元)	392.14	536.56	520.87	473.94
全部债务(亿元)	1161.72	1059.75	1572.97	1692.99
营业收入(亿元)	886.30	996.13	1065.53	142.72
利润总额(亿元)	62.44	27.06	21.95	-60.02
资产负债率(%)	77.24	72.56	78.83	80.31
全部债务资本化比率(%)	74.76	66.39	75.12	78.13
流动比率(%)	20.75	22.83	16.59	14.88
经营现金流动负债比(%)	25.78	22.60	29.88	--

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, 将应付融资租赁款和租赁负债计入长期债务核算; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 5. 2020年一季度财务数据未经审计; 6. 本报告中涉及2018年度的财务数据均采用2019年度期初财务数据

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 南航股 MTN0 09	AAA	AAA	稳定	2020.4.16	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
20 南航股 MTN0 08	AAA	AAA	稳定	2020.4.16	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
20 南航股 MTN0 07	AAA	AAA	稳定	2020.4.16	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
20 南航股 MTN0 06	AAA	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
20 南航股 MTN0 05	AAA	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
20 南航股 MTN0 04	AAA	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
20 南航股 MTN0 03	AAA	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
20 南航股 MTN0 02	AAA	AAA	稳定	2020.2.14	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
20 南航股 MTN0 01	AAA	AAA	稳定	2020.2.10	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
19 南航股 MTN0 01	AAA	AAA	稳定	2019.10.15	赵传第、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

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。

中国南方航空股份有限公司2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国南方航空股份有限公司及其存续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

中国南方航空股份有限公司(以下简称“公司”或“南方航空”)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(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(股票简称：南方航空，股票代码：600029.SH)。经过历次股本变更，截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为122.67亿元。2020年4月，公司向南龙控股有限公司(以下简称“南龙控股”)完成非公开发行H股股票后，南航集团合计持有公司股权比例由50.54%上升至52.88%(直接持有35.17%股权)，仍为公司的控股股东。南航集团由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68.665%股权、由广东恒健投资控股有限公司(以下简称“广东恒健”)持有10.445%股权、由广州市城市建设投资集团有限公司(以下简称“广州城投”)持有10.445%股权、由深圳市鹏航股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“深圳鹏航”)持有10.445%股权，公司的实际控制人仍为国务院国资委。

作为国内三大航空运输集团之一南航集团旗下航空业务的唯一运营主体，公司经营范围较2018年末发生重大变化，仍主要从事国内外

航空客、货运业务。截至2019年底，公司拥有北京、深圳等16家分公司和厦门航空有限公司、贵州航空有限公司、珠海航空有限公司等8家控股航空子公司，在杭州、青岛等地设有23个境内营业部，在悉尼、纽约等地设有55个境外营业部。

公司组织架构较上年有所调整，新增了深化改革领导小组办公室和科技信息与流程管理部。截至2019年底，公司本部设战略规划投资部、财务部、审计部等19个职能部门(见附件1)。公司合并范围在职员工103876人。

截至2019年底，公司资产总额3066.46亿元，所有者权益770.54亿元(其中少数股东权益131.91亿元)。2019年，公司实现营业收入1543.22亿元，利润总额40.70亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额3002.80亿元，所有者权益707.73亿元(其中少数股东权益123.42亿元)。2020年1-3月，公司实现营业收入211.41亿元，利润总额-76.03亿元。

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三楼301室；法定代表人：王昌顺。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

联合资信评定的公司存续债券共10期，分别为“19南航股MTN001”“20南航股MTN001”“20南航股MTN002”“20南航股MTN003”“20南航股MTN004”“20南航股MTN005”“20南航股MTN006”“20南航股MTN007”“20南航股MTN008”和“20南航股MTN009”，募集资金总额为90亿元。截至报告出具日，公司上述债券的募集资金已按相应用途使用完毕，且均未到付息日。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率	募集资金用途
19 南航股 MTN001	10.00	2022/10/21	3.20	补充流动资金
20 南航股 MTN001	10.00	2023/2/13	3.12	偿还存量债务、支持疫情防控的交通运输保障以及受疫情影响的航空客货运业务板块的补充流动资金
20 南航股 MTN002	10.00	2023/2/27	3.05	在疫情防控期间补充营运资金
20 南航股 MTN003	10.00	2023/3/5	3.00	补充营运资金及偿还存量有息债务
20 南航股 MTN004	10.00	2023/3/5	3.00	在疫情防控期间补充营运资金及偿还存量有息债务
20 南航股 MTN005	10.00	2025/3/5	3.28	在疫情防控期间补充营运资金及偿还存量有息债务
20 南航股 MTN006	10.00	2023/3/9	3.00	在疫情防控期间补充营运资金及偿还存量有息债务
20 南航股 MTN007	10.00	2023/4/26	2.44	补充营运资金及偿还存量有息债务
20 南航股 MTN008	5.00	2023/4/27	2.44	在疫情防控期间补充营运资金及偿还存量有息债务
20 南航股 MTN009	5.00	2023/4/28	2.44	在疫情防控期间补充营运资金及偿还存量有息债务

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

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

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济

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

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

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

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

业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

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

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对

劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

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

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初

至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

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

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性

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

五、行业及区域经济环境

国民经济的持续发展及居民人均可支配收入的增加带动中国航空客货运输量稳步提升，航空运输业凭借其高速、便捷等特点在交通运输体系中发挥重要作用。中国航空运输业垄断竞争特点明显，受益于政策利好，多元化竞争逐步增强。航油、汇率价格波动是影响航空运

输企业盈利水平的重要因素，突发事件对航企持续经营影响重大，2020年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大负面影响，行业展望为负面，考虑航空需求的持续性及宏观经济恢复向好趋势，预计航空运输业增长的长期趋势不变，联合资信维持航空运输行业评级为风险一般。

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

自2020年1月下旬以来，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，并在全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了出行限制措施，导致全球航空需求锐减。2020年一季度，中国民航共完成运输总周转量165.2亿吨公里、旅客运输量7407.8万人次，同比分别下降46.6%

和 53.9%。同期，中国航空运输业全行业亏损达 398.2 亿元，其中航空公司亏损 336.2 亿元，三大航利润总额合计亏损 200.3 亿元。

2020 年 3 月底，我国整体疫情控制情况出现向好趋势，国内多个省市采取差异化复工复产政策，4 月运输总周转量、旅客运输量和货物运输量同比分别下降 62.4%、68.5% 和 19.4%，降幅较上月分别收窄 1.0 个、3.2 个和 3.9 个百

分点，降幅均较上月有所缩窄，国内疫情防控从应急状态转入常态化，境内航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策趋严，民航局近期发布疫情防控期间调减国际客运航班量的通知，国际客运供应量预计将进一步减少。新冠肺炎疫情的爆发对航空运输业产生较大冲击。

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
2016 年 9 月	民航局、国家发改委	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定
2017 年 1 月	民航局	《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》	国航内线起降费整体提高 10% 左右、安检费提高 40% 至 50%、停场费提高 5% 至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20% 左右
2017 年 12 月	民航局、国家发改委	《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》	头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价；经济舱旅客运价根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价，货物运价实行市场调节价，并公布运价制定上限和基准价公式
2018 年 1 月	民航局、国家发改委	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2018 年 1 月	交通运输部	《国内投资民用航空业规定》	国有投资主体和非国有投资主体可以单独或者联合投资民用航空业，对国内投资需要特别管理的公共航空运输企业应当保持国有控股或者国有相对控股，其中，国有相对控股应当由单一国有投资主体及其控股企业相对控股
2019 年 5 月	民航局	《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》	将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调 50%；要降低航空煤油销售价格；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮，下调货运航空公司机场收费标准
2020 年 2 月	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020 年 3 月	财政部、民航局	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》	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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2016 年 10 月、2017 年 12 月和 2018 年 1 月，民航局和国家发改委陆续下发文件，明确了国内运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的

提升，基于三大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

成本方面，2017 年 1 月民航局发布了机场收费的调整方案，该方案自 2017 年 4 月起实施，起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15% 左右，收费标准上调后，航空公司成本将有所增加，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。2019 年 5 月民航局统筹推进降低航空公

司成本的工作，主要是减税降费、适度调减机场服务性收费等，有助于缓解航空公司成本负担和提升行业发展活力。

所有制改革方面，2018年1月，交通运输部发文提出放宽国航股份、南航股份、东航股份股权结构至国有相对控股，民航业混改拉开序幕。此次改革，在政策上为三大航进一步吸收包括社会资本在内的各类资本投资，提供了一定的空间。同时2017年，三大航母公司中航集团、南航集团、东航集团相继宣布完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。改制将有助于进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。

疫情防控方面，2020年2月、3月财政部、民航局发文提出在疫情防控期间免征航空公司应缴纳的民航发展基金，并对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

3. 行业发展

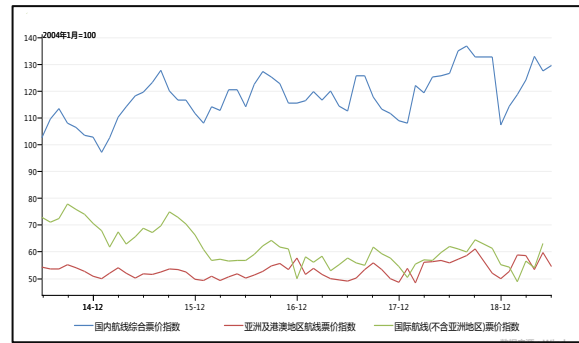
从国内航空市场的飞机投放看，随着订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从2010年的1597架增加到2019年底的3818架，但2019年飞机架数增速回落至4.91%。根据各航空公司未来飞机购买计划，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定增速，运力投放将有所增加。

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

从运营效率看，近年来行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载运量较一、二、四季度高；货运方面，每年1、2月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其

他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运力扩张计划，航空需求季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。近年来，中国民航正班客座率和正班载运率呈上升趋势，2019年分别为83.2%、71.6%。

图1 近年民航票价指数



资料来源：Wind 资讯

从票价水平看，近年来国内航线票价指数呈波动态势，均呈现上半年回升，7、8月份达到峰值，下半年下降的趋势，受到国内航线票价改革及控制航线供给的政策影响，2018年以来，国内航线综合票价指数水平有所提升。受国际航线运力投放较快影响，国际航线票价指数整体呈下滑趋势。

4. 行业竞争

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成一定垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。根据民航局最新统计数据，截至2018年底，中国共有运输航空公司60家。其中，国有控股公司45家，民营和民营控股公司15家；全货运航空公司9家，中外合资航空公司10家，上市公司7家。

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

中央控股公司实力最为雄厚，机队规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、

航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为中国航空集团有限公司[以下简称“国航集团”]；下辖中国国际航空股份有限公司（中国国航，SH.601111）、中国南方航空集团有限公司[下辖中国南方航空股份有限公司（南方航空，SH.600029）]和中国东方航空集团有限公司[以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东方航空，SH.600115）]，以下简称为“三大航”。

从三大航数据比较看，三大航在营业收入、利润总额及机队规模方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。从财

务及经营指标看，国航股份、南航股份及东航股份分别为国航集团、南航集团及东航集团的核心子公司，在收入、机队规模、运力、运营效率等方面差距较小，稳居国内航空公司第一梯队，是国内民航市场的主要参与者。三家企业总部分别设立在北京、广州及上海，业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长三角经济圈，客货流需求稳定。良好的区位设置及政府的持续政策支持，是三大航逐步形成垄断优势的重要原因。另一方面，三大航也都存在单机运营效率偏低、盈利能力偏弱、债务负担重等负面因素。

表 3 2019 年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航 601111.SH	东方航空 600115.SH	南方航空 600029.SH	海航控股 600221.SH
运营指标				
可用座公里（亿客公里）	2877.88	2702.54	3440.62	1743.45
机队规模（架）	699	734	862	361
飞机日利用率（小时）	9.72	9.55	9.9	8.76
平均客座率（%）	81.02	82.06	82.81	83.38
平均载运率（%）	68.70	67.31	70.26	77.43
每客公里收益（元）	0.534	0.522	0.49	0.443
财务指标				
资产总额（亿元）	2942.54	2829.36	3066.46	1965.35
营业收入（亿元）	1361.81	1208.60	1543.22	723.89
政府补助（亿元）	36.43	63.24	41.52	21.45
利润总额（亿元）	91.05	43.02	40.70	10.70
经营性净现金流（亿元）	383.40	289.72	381.22	137.33
主营业务毛利率（%）	16.06	11.30	11.69	3.66
资产负债率（%）	65.55	75.12	74.87	68.40

注：东方航空在计算单位收益指标时相应收入包含合作航线收入和燃油附加费

资料来源：上市公司年报

国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有海航集团等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。近年来，政策利好下，以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。地方性航空公司的

开航加剧了民航市场的竞争。此外，随着低成本运营模式的推广，独立成立及由传统全服务航空公司转型的低成本航空公司市场份额快速扩大，民航竞争格局将更加多元化。

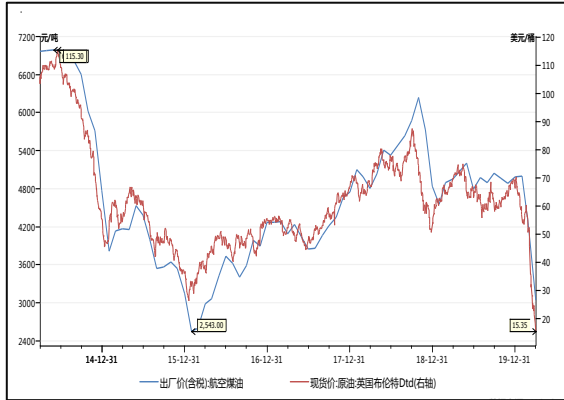
5. 主要供求因素

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 2 近年航油价格和原油价格走势



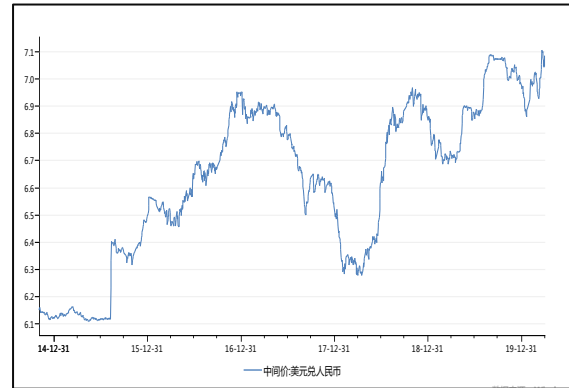
资料来源: Wind 资讯

自 2016 年 2 月航空煤油价格跌至 2543 元/吨的低点以来，油价整体呈波动上升态势，到 2018 年 11 月初达到阶段性高点。2018 年四季度，国际油价出现暴跌趋势。随着 2019 年初 OPEC 推动新一轮减产，国际油价反弹且呈单边上涨走势，进入二季度以后，美国加征关税导致中美贸易关系紧张，全球经济数据不佳，石油需求增长减缓，美国页岩油行业扩大产量利空油价，国际原油价格快速回跌，三季度中东关系紧张石油设施屡次受袭，原油价格出现短暂反弹，四季度 OPEC 做出 2020 年深化减产决定，原油价格再次上涨，但受制于需求疲软和供给过剩担忧，上涨空间受限，2019 年国际油价呈现宽幅震荡格局。2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延大幅压减原油需求，减产协议将于 3 月到期，沙特扩大产量并压低油价，国际原油供求迅速失衡，导致价格暴跌，截至 2020 年 4 月 21 日，布伦特原油现货价格为 13 美元/桶，较年初跌幅约 79.88%，原油价格的下跌在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。未来，在全球政治格局复杂多变、经济下行压力加大以及新冠肺炎疫情的影响下，国际原油供给端和需求端均存在不确定性。

人民币汇率变化

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外汇结算，这些支出会直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。

图 3 近年美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

自 2015 年 8 月 11 日中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，人民币兑美元汇率出现大幅贬值，趋势持续至 2016 年 12 月底，人民币兑美元汇率达到 6.94。2017 年，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元汇率中间价全年大幅升值 6.1%。2018 年呈波动下降走势。2019 年，中国仍然面临贸易局势不确定的影响，经济下行压力持续加大，人民币兑贬值压力加大，全年贬值 4.1%。2020 以来，受新冠肺炎疫情爆发影响，美联储实施不限量、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动，但受益于国内经济回暖明显，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率保持在合理区间双向波动，市场预期稳定。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整、新冠疫情防控等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

随着中国高速铁路网的日臻完善，高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票价相对较

低等特点，在 3 小时以内、800 公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。据民航局航空安全技术中心最新的统计，目前中国年旅客运输量 50 万以上的航线主要分布在东中部地区，网络密度由东向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区，这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

从欧洲高铁与航空竞争的结果来看，3 小时以内 800 公里以下短途市场，铁路占绝对优势；而 800 公里以上的长途市场仍主要由航空公司控制；而铁路和航空也通过空铁联运的模式从竞争走向了合作。联合资信认为，中国的旅客运输市场也将出现类似的格局，随着 300 公里时速的高速铁路网的逐渐建成，航空业在短途市场将面临分流的风险。综合分析，短期内高铁由于仍在建设期中，对航空运输的冲击可控；且随着民航局 2016 年 11 月起放开 800 公里以下及 800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线运输票价，航空公司与高铁在短距离运输上的价格差异有望收窄。但高速铁路网的形成仍将对国内航空市场带来较大冲击。因此，从长期发展潜力来看，航线网络相对均衡的航空公司更具竞争优势。

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。

6. 未来发展

2020 年是《中国民航“十三五”发展规划》实施的冲刺阶段，在 2020 年全国民航工作会议上，民航局分八项介绍了 2020 年的工作重点，提出了 2020 年运输总周转量预期增长 7.5%，

全行业全力防控安全风险，缩小管制运行间隔，实行差异化航班时刻供给与配置措施，探索实施客货分类管理，放宽国际货运航权管理等要求，未来将立足于“十三五”规划完成的基础上，进入推动交通强国建设的“十四五”规划阶段，推动行业高质量发展。

短期来看，航空运输行业发展的外部扰动因素较多，新冠肺炎疫情对行业运行产生很大负面影响，短期需求恢复乏力，原油价格下降有助于缓解行业成本端压力，但行业盈利能力仍有待长期修复，行业展望为负面。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着航空市场供需的改善、航线网络的完善、民航业政策的落实，国家、金融机构的政策支持，航空运输业仍将保持一定的景气度。国内航空公司所处的大环境中存在机遇也面临挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展，联合资信维持航空运输行业评级为风险一般。

2. 区域经济环境

公司总部设在广州，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。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，广州市户籍人口城镇化率 79.90%。

从固定资产投资情况来看，2019 年，广州市固定资产投资比上年增长 16.50%。其中，国有经济投资增长 36.10%；民间投资增长 27.80%；港澳台、外商经济投资下降 19.30%。从三次产业看，第一产业完成投资比上年增长 3.0 倍；第二产业完成投资增长 8.7%；第三产业完成投资增长 18.0%。

2019 年，广州市交通运输、仓储和邮政业实现增加值 1372.64 亿元，比上年增长 5.4%。2019 年，广州白云机场旅客吞吐量 7338.61 万人次，机场货邮行吞吐量 254.85 万吨，分别增长 5.2% 和 2.2%，稳居全国第三。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%。

六、基础素质分析

作为国内三大航空运输集团之一南航集团旗下航空业务的唯一运营主体，跟踪期内，公司继续保持突出的市场地位，并继续获得国家、地方政府和股东的有力支持。

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 23 个国内营业部，在悉尼、纽约等地设有 55 个境外营业部。

截至 2019 年底，公司运营包括波音、空客等客货运输飞机 862 架。2019 年，公司共完成运输总周转量 326.25 亿吨公里，同比增长 7.55%；实现旅客运输量 1.52 亿人次，同比增

长 8.40%，连续 41 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”，并持续新开和加密航班网络，强化中转功能，跟踪期内，公司完成了大兴机场首航和首批航班转场，目前，公司每天有 3000 多个航班飞至全球 44 个国家和地区、243 个目的地，提供座位数超过 50 万个。

政府补贴

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。2019 年，公司获得补贴及奖励收入 41.52 亿元，体现在“营业外收入”及“其他收益”科目。

股东支持

(1) 完成非公开发行 H 股股票

根据中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）会于 2020 年 3 月 27 日出具的《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），核准公司增发不超过 613358614 股境外上市外资股。2020 年 4 月 15 日，公司完成向南龙控股发行 H 股普通股票 608695652 股，发行价格为每股 5.75 港元，每股面值人民币 1 元，共募集资金 35.00 亿港元。同时，公司已与南龙控股完成相关股份认购及交割事宜。公司此次非公开发行 H 股股票的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充其一般运营资金。

本次 H 股发行完成后，截至 2020 年 4 月 15 日，南航集团直接和间接合计持有公司 6808414900 股股份，持股比例为由 50.54% 上升至 52.88%，仍为公司的控股股东。

(2) 计划非公开发行 A 股股票

2019 年 10 月，公司与南航集团签订了《关于认购中国南方航空股份有限公司非公开发行 A 股股票之附条件生效的股份认购协议》。公

司拟向南航集团非公开发行不超过 2453434457 股 A 股股票（含 2453434457 股），发行规模不超过人民币 168.00 亿元（含人民币 168.00 亿元），南航集团拟以现金认购。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飞机引进。2002 年 4 月 24 日，证监会发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申获得通过，截至本报告出具日，公司尚未收到证监会的书面核准文件。

（4）计划发行 A 股可转换公司债券

公司于 2020 年 5 月 15 日发布了《中国南方航空股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券预案》（以下简称“预案”），预案称公司计划发行可转换公司债券，本次募集资金总额不超过 160.00 亿元（含），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。

总体上，公司完成非公开发行 H 股后，有助于增强公司资本实力，未来随着公司向南航集团非公开发行 A 股股票的完成及可转换公司债券的发行，将有助于公司扩充机队规模，增强主营业务核心竞争力，进一步提升盈利水平。

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 2020 年 4 月 2 日，公司本部无关注类或不良类未结清信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 3 笔关注类记录，主要系银行系统¹原因所致，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员虽有所变动，但新任人员在同行业任职经验丰富，上述变动预计不会对公司日常管理、生产经营及偿债能

力产生重大不利影响。公司部门设置有所变化，主要管理制度持续有效，管理运作正常。

部门设置方面，截至 2019 年底，公司本部设战略规划投资部、财务部、审计部等 19 个职能部门，部门设置较年初有所变化，新增了深化改革领导小组办公室和科技信息与流程管理部。

董事、监事以及高级管理人员方面，公司部分其他高级管理人员因工作原因离任。经公司于 2019 年 3 月 18 日召开的第八届董事会临时会议，同意聘任马须伦先生为公司总经理，任期自 2019 年 3 月 18 日生效。

马须伦先生，1964 年 7 月生，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，1984 年 8 月参加工作，1990 年 10 月加入中国共产党。曾任中国物资储运总公司副总经理，中国民用航空总局财务司副司长，中国国际航空公司副总裁、党委常委。2002 年 10 月任中国国际航空公司常务副总裁、党委副书记；2004 年 9 月任中国国际航空股份有限公司董事、总裁、党委副书记；2004 年 12 月任中国航空集团公司党组成员兼中国国际航空股份有限公司董事、总裁、党委副书记；2007 年 2 月任中国航空集团公司副总经理、党组成员；2008 年 12 月任中国东方航空集团公司党组副书记、中国东方航空股份有限公司总经理、党委副书记；2011 年 10 月任中国东方航空集团公司党组书记、副总经理，中国东方航空股份有限公司总经理；2016 年 11 月任中国东方航空集团公司董事、总经理、党组副书记；2016 年 12 月兼中国东方航空股份有限公司副董事长、总经理、党委副书记；2019 年 2 月任中国南方航空集团有限公司董事、总经理、党组副书记；2019 年 3 月兼任中国南方航空股份有限公司总经理，2019 年 5 月兼任中国南方航空股份有限公司副董事长。

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化，主要管理制度连续有效。

¹公司表示已结清信贷信息记录中存在的 3 笔关注类记录系银行系统原因所致，公司未提供银行出具的情况说明。

八、经营分析

1、经营概况

2019年，受益于运力投放增加和客运量的上升，公司营业收入继续增长，主营业务毛利率较上年小幅提升。航油成本在公司运营成本中占比仍较高，未来航油价格的波动仍将对公司盈利能力产生较大影响。2020年一季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司经营业绩呈亏损状态。

2019年，公司全年实现营业收入1543.22亿元，较上年增长7.45%，其中主营业务收入1516.33亿元，占营业收入的98.00%，主营业务突出。公司主营业务收入仍主要来源于客运、货运及邮运业务。2019年，客运业务稳定发展，受益于公司运力投放增加和客运量的上升，客

运收入较上年增长8.17%；货运及邮运收入较上年下降4.10%。

主营业务成本方面，2019年，公司航油成本较上年基本持平，职工薪酬费用、起降费用、飞机发动机维修费和餐食机供品费用均较上年有所增长。受公司执行新租赁准则影响，原经营租赁资产确认为使用权资产使得折旧与摊销大幅增加，同时公司不再确认相关租赁费用，因此经营租赁费大幅减少。受上述因素综合影响，公司主营业务毛利率较上年提升1.70个百分点。

2020年1-3月，公司实现营业收入211.41亿元，较上年同期下降43.82%，实现利润总额-76.03亿元，呈亏损状态，主要系受新冠肺炎疫情影响，航空运输需求锐减所致。

表4 2018-2019年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%、个百分点)

项目	2018年			2019年			收入同比增减	毛利率同比增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
客运	1280.38	90.70	--	1385.02	91.34	--	8.17	--
货运及邮运	100.26	7.10		96.15	6.34		-4.10	
其他	30.95	2.19		35.16	2.32		13.60	
合计	1411.59	100.00	9.99	1516.33	100.00	11.69	7.42	1.70

资料来源:公司年报

表5 2018-2019年公司主营业务成本构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		成本同比变动
	金额	占比	金额	占比	
航油成本	429.22	33.78	428.14	31.97	-0.25
职工薪酬费用	190.89	15.02	212.84	15.89	11.50
折旧与摊销费用	135.82	10.69	234.77	17.53	72.85
起降费用	159.80	12.58	176.58	13.19	10.50
飞机、发动机维修费	83.32	6.56	85.65	6.40	2.80
经营租赁费	87.26	6.87	14.12	1.05	-83.82
餐食机供品费用	37.34	2.94	39.75	2.97	6.45
其他	146.86	11.56	147.21	10.99	0.24
主营业务成本合计	1270.51	100.00	1339.06	100.00	5.40

资料来源:公司年报

2、业务经营分析

公司仍保持突出的市场地位，2019年，其航线网络进一步完善，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，运营效率等指标整体保持稳中有升态势，在国际航线网络拓展、运力投放持续增加以及民航市场

需求增长的背景下，公司国内和国际客运市场均获得了快速增长。但2020年以来爆发的新冠肺炎疫情对公司航空运输业务产生严重不利影响，公司各项运营指标同比下降幅度较大。

(1) 航线布局

公司航线网络密集，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。2019年，国内市场方面，公司增班广州-北京大兴、广州-郑州、广州-杭州、广州-南京、广州-三亚、广州-青岛、北京大兴-昆明、北京大兴-海口、深圳-长春、深圳-哈尔滨、上海-西宁、武汉-重庆等国内航线，进一步丰富航线网络。国际市场方面，公司新增维也纳、宿务、澳门等国际及地区航点，新增武汉-伊斯坦布尔、广州-宿务、广州-东京成田、广州-昆明-伊斯坦布尔、浦东-东京成田、浦东-名古屋、浦东-曼谷、武汉-澳门、长沙-澳门等国际及地区航线。

2019年，公司每天有3000多个航班飞至全球44个国家和地区、243个目的地，提供座

位数超过50万个。

2020年，公司将进一步完善国际航线网络布局，计划新增北京大兴-伦敦、北京大兴-莫斯科、北京大兴-东京羽田、北京大兴-大阪、北京大兴-迪拜、广州-美娜多等国际航线，目前暂无退出航线计划。

(2) 机队规模

截至2019年底，公司共拥有飞机862架（客机848架、货机14架），较上年底净增加22架。2019年，公司引进飞机54架（包括经营租赁飞机22架、融资租赁飞机28架、自购飞机4架），退出飞机32架（包括3架A330系列飞机、17架A320系列飞机、4架B757系列飞机、2架B737系列飞机和6架EMB190系列飞机）。截至2019年底，公司所拥有的862架飞机中，经营租赁320架（占37.12%）、融资租赁257架（占29.81%）、自购285架（占33.06%）。截至2019年底，公司机队规模仍位居全国首位，经营租赁飞机占比较上年底下降1.69个百分点。

表6 2018-2019年公司飞机保有形式构成（单位：架、%）

形式	截至2018年底		截至2019年底	
	数量	占比	数量	占比
经营租赁	326	38.81	320	37.12
融资租赁	232	27.62	257	29.81
自购	282	33.57	285	33.06
合计	840	100.00	862	100.00

注：上表飞机数量为公司及其控股子公司拥有的飞机合计数，其中子公司厦门航空有限公司截至2019年底拥有飞机数量为206架
资料来源：公司年报

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2019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36.00%和46.00%。

表7 截至2019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
空中客车	A380系列	5	7.70
	A330系列	47	6.80
	A320系列	317	7.60
	A350系列	6	0.20
波音	B787系列	37	3.20

	B777 系列	27	5.00
	B737 系列	401	6.50
	B747 系列	2	17.40
其他	EMB190	20	7.30
合计		862	--

注: A330 系列飞机包括 A330-200 飞机和 A330-300 飞机; A320 系列飞机包括 A319 飞机、A320 飞机、A320NEO 飞机、A321 飞机和 A321NEO 飞机; B787 系列飞机包括 B787-8 飞机和 B787-9 飞机; B777 系列飞机包括客机 B777-300ER 飞机和货机 B777-200F 飞机; B737 系列飞机包括 B737-700 飞机、B737-800 飞机和 B737-8 飞机

资料来源: 公司年报

(3) 运营情况

从运力投放来看, 2019 年, 公司可用吨公里保持持续增长态势。截至 2019 年底, 公司可用吨公里为 464.34 亿吨公里, 较上年增长 8.67%。港澳台可用吨公里较上年基本保持稳定, 国内和国际航线载运能力提升较快。2020 年 1-3 月, 公司可用吨公里为 70.39 亿吨公里, 同比下降 37.39%。其中, 国内可用吨公里为 37.79 亿吨公里, 同比下降 42.16%; 国际可用吨公里为 32.22 亿吨公里, 同比下降 29.59%。2020 年以来, 新冠肺炎疫情在全球蔓延, 导致航空需求锐减, 公司运力投放相应缩减。

表 8 2018-2019 年公司可用吨公里情况

(单位: 亿吨公里、%)

地区	2018 年	2019 年	同比增减
国内	245.50	268.04	9.18
港澳台	5.04	5.07	0.63
国际	176.75	191.23	8.19
合计	427.28	464.34	8.67

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: 公司年报

从运输总量来看, 2019 年, 公司运输量持续提升, 共完成运输总周转量 326.25 亿吨公里, 同比增长 7.55%。国内和国际航线运输总周转量提升较快, 港澳台航线运输总周转量略有下降, 由上年的同比增长 11.63% 转为同比下降 0.82%。2019 年, 公司总体载运率平均为 70.26%, 较上年基本保持稳定。2020 年 1-3 月, 公司完成运输总周转量 42.77 亿吨公里, 同比下降 44.71%。其中, 国内完成运输总周转量 22.45

亿吨公里, 同比下降 50.27%; 国际完成运输总周转量 20.14 亿吨公里, 同比下降 35.84%。公司总体载运率为 60.77%, 同比减少 8.04 个百分点。受新冠肺炎疫情冲击, 2020 年一季度, 公司运输总量同比大幅下降。

表 9 2018-2019 年公司载运量及载运率情况

(单位: 亿吨公里、%、个百分点)

项目	地区	2018 年	2019 年	同比
收费吨公里	国内	174.38	188.98	8.38
	港澳台	3.15	3.13	-0.82
	国际	125.81	134.14	6.62
	合计	303.34	326.25	7.55
总体载运率 (RTK/ATK)	国内	71.03	70.50	-0.53
	港澳台	62.63	61.73	-0.90
	国际	71.18	70.15	-1.03
	平均	70.99	70.26	-0.73

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)吨位数; 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: 公司年报

从客运业务来看, 2019 年, 公司旅客运输量 1.52 亿人, 同比增长 8.40%, 旅客运输量仍居国内各航空公司之首。载客仍主要来自国内航线, 达 1.29 亿人次, 占 84.88%; 国际航线载客人数由于需求增长以及公司持续拓展国际网络, 同比增长 14.45%; 港台地区旅游及商务需求下降, 港澳台航线载客人数由上年的同比增长 8.47% 转为同比下降 1.84%。旅客周转量方面, 2019 年公司收费客公里 2849.21 亿客公里, 同比增长 9.93%, 其中国内和国际航线收费客公里增速较快, 港澳台则小幅下降。2019 年公司客座率 82.81%, 较上年增加 0.37 个百分点。

2020年1—3月，公司旅客运输量0.17亿人，同比下降53.69%，载客主要来自国内航线，为0.15亿人次，占88.24%；国际航线载客人数

218.10万人，同比下降55.68%。受新冠肺炎疫情冲击，2020年一季度，公司旅客运输量锐减。

表 10 2018—2019 年公司客运情况

项目	地区	2018 年	2019 年	同比变动
载客人数（千人）	国内	119494.01	128706.50	7.71%
	港澳台	2527.08	2480.54	-1.84%
	国际	17863.96	20445.12	14.45%
	合计	139885.04	151632.16	8.40%
收费客公里（亿客公里）	国内	1789.73	1952.39	9.09%
	港澳台	33.05	32.59	-1.40%
	国际	769.16	964.23	12.36%
	合计	2591.94	2849.21	9.93%
客座率（%）	国内	82.80	83.00	0.20 个百分点
	港澳台	75.39	74.61	-0.78 个百分点
	国际	81.93	82.72	0.79 个百分点
	合计	82.44	82.81	0.37 个百分点

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：公司年报

从货邮运输业务来看，2019年，公司货邮运输量较上年基本保持稳定，同比增长1.81%，实现货运及邮运收入96.15亿元，同比下降4.10%，主要系货运市场运价同比有所下降所致。2020年1—3月，公司货邮量303.66千吨，同比下降22.78%。其中，国内货邮量167.01千吨，同比下降29.76%；国际货邮量134.40千吨，同比下降10.39%。2020年一季度，公司货邮运输业务同样受到一定程度来自新冠肺炎疫情的冲击，货邮运输量同比有所下降。

表 11 2018—2019 年公司货邮量情况

（单位：千吨、%）

地区	2018 年	2019 年	同比变动
国内	1043.91	1052.13	0.79
港澳台	21.85	23.27	6.50
国际	666.52	688.16	3.25
合计	1732.28	1763.56	1.81

资料来源：公司年报

3. 投资计划

跟踪期内，北京新机场南航基地项目一期已完成主体建设，公司仍处于快速发展阶段，在飞机引进、基地项目建设等方面仍将面临较大的资本支出压力。北京新机场2019年下半年已投入运营，公司将成为北京新机场最大的主基地公司。

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，2019年底账面余额为310.41亿元。2020—2022年，公司计划分别引进86架、72架和51架飞机²，退出37架、3架和0架飞机，预测2022年底公司机队规模将达到1031架。2020—2021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712.24亿元，其中1年以内（含1年）414.42亿元，1~2年（含2年）210.77亿元，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

²公司机队未来引进退出计划，以实际营运为准。

项目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 209.05 亿元，截至 2019 年底已投资 98.26 亿元，尚需投资 110.79 亿元，公司未来仍将面临较大的资本支出压力。

表 12 截至 2019 年底公司主要在建工程项目情况

(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资规模
北京新机场南航基地项目	145.51	78.40
厦航大厦	23.09	7.14
厦航洪文空勤出勤基地	11.8	1.4
重庆基地	3.82	0.34
上海基地虹桥项目	4.23	3.31
福州长乐新配餐楼	2.04	1.01
湖北分公司南工作区综合保障楼	3.21	1.79
飞行模拟机训练中心	6.05	2.59
杭州基地 B 地块	6.72	1.57
晋江飞行出勤楼	2.58	0.71
合计	209.05	98.26

注：此表格中为部分工程类在建项目，不包含分期支付飞机购买款等

资料来源：公司提供

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（分为一期和二期工程）概算总投约 145.51 亿元，

截至 2019 年底，一期工程已完成主体建设，累计完成投资 73.14 亿元，二期工程尚未动工。2019 年下半年，公司完成北京新机场首航和首批航班转场。按照规划，至 2021 年 3 月底，公司在北京新机场的市场份额将达到 43% 左右，成为北京新机场最大的主基地公司。

4. 重大事项

联合资信将持续关注 737-8 客机停飞事件的最新进展情况。

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 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，其中公司共拥有 34 架（包括子公司厦门航空拥有的 10 架）。截至目前，公司正在与波音公司积极沟通，与各方共同寻求问题解决方案。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。

5. 未来发展

公司明确了“三二四五三”战略框架，其中，战略目标是“三个一流”：一流的安全品质、一流的盈利能力、一流的品牌形象；战略布局是打造广州—北京“双枢纽”；战略取向是推动“四化”：规范化、一体化、智能化、国际化发展；治理体系由党的领导、治理结构、战略管理、市场机制和企业文化五个体系构成；保障能力是加强“条件、资源、环境”三个方面的保障。

2020 年，公司将跟踪分析市场走势，为新冠肺炎疫情过后航空市场的恢复做好准备。公司在确保持续安全、不断提高安全品质的同时，还将加快推进双枢纽战略落地，并围绕“亲和精细”定位，全面提升服务品质。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2020 年一季度财务报表未经审计。

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（见附件）。公司根据最新财务报表格式要求编制 2019 年度财务报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报，本报告 2018 年度的财务数据采用 2019 年度期初财务数据进行分析。

合并范围变动方面，2019 年，公司以 0.14 亿元收购了原合营公司沈阳北方飞机维修有限公司剩余 21% 股权并取得对其的控制权。此外，

公司以 0.09 亿元的现金对价收购广东南航明珠航空服务有限公司 100% 股权。公司将上述两家公司纳入合并范围。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。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模保持增长，构成仍以非流动资产为主，符合航空运输业特点。公司尚未办妥土地使用权证及房产证的资产账面价值较上年有所增加，对资产流动性产生一定影响，但公司资产质量整体仍较好。

2019 年底，公司合并资产总额较年初增长 24.32%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 5.46%、非流动资产占 94.54%，非流动资产占比较年初增加 4.30 个百分点。

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 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	240.72	9.76	167.38	5.46	148.75	4.95
货币资金	73.08	2.96	19.94	0.65	18.39	0.61
应收账款	29.27	1.19	31.97	1.04	28.95	0.96
预付款项	36.95	1.50	15.91	0.52	4.48	0.15
存货	16.99	0.69	18.93	0.62	20.21	0.67
其他应收款	23.34	0.95	23.43	0.76	18.59	0.62
其他流动资产	54.39	2.21	54.86	1.79	55.98	1.86
非流动资产	2225.83	90.24	2899.08	94.54	2854.05	95.05
固定资产	1700.39	68.94	843.74	27.52	824.74	27.47
在建工程	378.81	15.36	393.44	12.83	388.12	12.93
使用权资产	0.00	0.00	1499.41	48.90	1470.27	48.96
资产总额	2466.55	100.00	3066.46	100.00	3002.80	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2019 年底，公司流动资产较年初下降 30.47%，主要系货币资金和预付款项大幅减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，但各项规模占总资产规模较小，对资产影响不大。

2019 年底，公司非流动资产较年初增长 30.25%，主要系公司采用新租赁准则后经营租赁资产计入使用权资产所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和使用权资产构成。公司固定资产账面价值较年初下降 50.38%，主要系公司执行新租赁准则，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。其中，自有飞机 589.84 亿元（占 69.00%）、房屋及建筑物 111.33 亿元（占 13.00%）、其他飞行设备（包括高价周转件）112.66 亿元（占 13.00%）。公司累计计提折旧 764.90 亿元，计提减值准备 9.88 亿元，成新率为 63.23%，资产成新率尚可。公司有账面价值约 70.53 亿元（较上年增加 19.77 亿元）的若干房产尚未办妥土地使用权证及房产证，主要由于未与机场分割权证或未更名等原因造成。公司在建工程较年初增长 3.86%，主要系北京新机场南航基地项目和厦航大厦投入增加所致。公司在建工程主要为分期付款购买飞机及飞行设备款 310.41 亿元，占在建工程账面价值的 78.00%。公司新增使用权资产 1499.41 亿元，主要系公司执行新租赁准则，将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所致。

2019 年底，公司所有权受限制的资产账面价值合计为 5.43 亿元，占公司总资产的比例为 0.18%。其中，受限的货币资金 1.02 亿元、固定资产（自有飞机）3.39 亿元、投资性房地产 0.15 亿元、无形资产 0.87 亿元，公司资产受限比例较低。

2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3002.80 亿元，较年初下降 2.08%，变化不大。其中，流动资产占 4.95%、非流动资产占 95.05%。公司资产构成仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模受未分配利润减少影响有所下降，权益稳定性尚可。受发行债券增加及新租赁准则的实施使得应付的经营租赁款纳入全部债务核算影响，公司债务规模快速增长，债务结构较为合理，但债务负担仍较重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 770.54 亿元，较年初基本保持稳定。其中，归属于母公司所

有者权益占比为 82.88%，少数股东权益占比为 17.12%。归属于母公司所有者权益 638.63 亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 19.21%、40.12%、0.64% 和 36.00%。

2020 年 3 月底，公司所有者权益为 707.73 亿元，较年初下降 8.15%，主要系未分配利润减少所致。权益结构较上年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额较年初增长 36.28%。其中，流动负债占 41.59%、非流动负债占 58.41%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比较年初增加 8.08 个百分点。

2019 年底，公司流动负债较年初增长 14.10%，主要系其他应付款、票证结算和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款、票证结算、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款较年初下降 40.93%，主要系公司偿还借款所致。公司应付票据及应付账款 137.97 亿元，全部为应付账款，较年初下降 1.95%。公司其他应付款较年初增长 3.91%，主要系应付购建固定资产款增加所致。公司票证结算较年初增长 19.89%，主要系预售飞机舱位所得票款增加所致，票证结算账龄均在 2 年以内。公司一年内到期的非流动负债较年初下降 3.24%。其中一年内到期的长期借款 14.10 亿元，租赁负债 199.98 亿元，公司债券为 26.55 亿元。公司其他流动负债较年初增长 462.43%，主要系公司发行的超短期融资券增加所致。公司其他流动负债均为超短期融资券，本报告将其其他流动负债纳入“短期债务”核算。

2019 年底，公司非流动负债较年初增长 58.17%，主要系应付债券和租赁负债增加所致。公司非流动负债主要由应付债券和租赁负债构成。公司长期借款较年初下降 74.62%，主要系公司将一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债核算所致；长期借款主要由信用借款构成。公司应付债券较年初增长

79.82%，主要系公司发行债券所致。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，新增租赁负债 1140.76 亿元，本报告将租赁负债纳入长期债务核算。

2019 年底，公司全部债务 1852.54 亿元，较年初增长 46.11%。其中，短期债务 575.41 亿元（占 31.06%），较年初增长 18.77%，主要系公司发行超短期融资券所致；长期债务 1277.13 亿元（占 68.94%），较年初增长 63.02%，主要系公司发行的债券增加及新租赁准则的实施使得应付的经营租赁款纳入长期债务核算所致。从长期债务期限分布看，2021 年到期的占 18.03%，2022 年到期的占 21.73%，2023 年到期的占 13.55%，2024 年到期的占 13.70%，2025 年及以后到期的占 33.00%，公司债务期限结构相对分散。债务指标方面，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 74.87%、70.62%和 62.37%，较年初分别增加 6.57 个百分点、8.77 个百分点和 12.32 个百分点。

由于行业特点，公司部分融资性租赁负债、银行及其他贷款及经营租赁承担均以外币为单位，主要是美元。截至 2019 年底，公司美元带息负债 702.60 亿元（占公司全部债务的 37.93%），较年初增长 108.63%，主要系受新租赁准则实施影响，公司增加了大额的美元租赁负债所致。

2020 年 3 月底，公司负债总额 2295.07 亿元，较年初下降 0.04%。其中，流动负债占 38.39%、非流动负债占 61.61%，非流动负债占比较年初增加 3.20 个百分点。公司全部债务 1985.29 亿元，较年初增长 7.17%。其中，短期债务 637.12 亿元（占 32.09%），较年初增长 10.72%，主要系公司发行的超短期融资券所致。长期债务 1348.17 亿元（占 67.91%），较年初增长 5.56%，主要系公司新增长期借款及发行中期票据和公司债所致。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 76.43%、73.72%和 65.58%，较年初分别增加 1.56 个百分点、3.10 个百分点和 3.21 个百分点，公司债务负担继续上升，整体债务负担较重。

表 14 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月底
短期债务	484.46	575.41	637.12
长期债务	783.42	1277.13	1348.17
全部债务	1267.88	1852.54	1985.29
全部债务资本化比率	61.86	70.62	73.72
长期债务资本化比率	50.05	62.37	65.58
资产负债率	68.30	74.87	76.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

4. 盈利能力

2019 年，客运量上升带动公司收入增长，但新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加，叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑，以航线补贴为主的其他收益对公司利润贡献仍较大；汇率波动仍在一定程度上影响公司的业绩表现。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入下滑，并呈亏损状态。

受益于运力投放增加和客运量的上升，2019 年公司营业收入较上年增长 7.45%。营业成本较上年增长 5.49%，主要系受公司执行新租赁准则影响，原经营租赁资产确认为使用权资产使得折旧与摊销大幅增加，同时职工薪酬费用、起降费用等成本均有所增长所致。营业利润较上年下降 20.13%，主要系财务费用大幅增加所致。公司实现净利润 30.95 亿元，较上年下降 10.45%，其中归属于母公司所有者净利润为 26.51 亿元。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2020 年 1-3 月
营业收入	1436.23	1543.22	211.41
营业成本	1286.13	1356.68	239.40
期间费用	161.51	197.75	49.39
投资收益	4.83	2.25	-5.98

其他收益	43.20	40.84	6.76
营业利润	40.09	32.02	-77.32
营业外收入	8.49	9.24	1.31
利润总额	44.87	40.70	-76.03
净利润	34.56	30.95	-60.01
营业利润率	10.26	11.86	-13.47
总资本收益率	3.46	3.83	--
净资产收益率	4.92	3.99	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额较上年增长22.44%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为40.07%、20.43%、1.78%和37.72%。其中，销售费用较上年增长11.81%；管理费用较上年增长8.14%；财务费用较上年增长46.05%。公司财务费用中租赁负债的利息支出52.84亿元，受新租赁准则的实施影响较上年大幅增长120.00%；借款及债券的利息支出18.40亿元，较上年保持稳定；净汇兑损失14.72亿元，较上年下降15.00%，但规模仍较大，美元兑人民币汇率的变动对公司财务费用的影响仍较大，汇率波动仍会在一定程度上影响公司的业绩表现。2019年，公司费用收入比为12.81%，较上年增加1.57个百分点，公司期间费用对利润总额的侵蚀作用仍较大。

2019年，公司实现投资收益较上年下降53.42%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为7.03%，对营业利润影响不大。公司实现其他收益40.84亿元，较上年下降5.46%，主要系获得的航线补贴略有下降所致；其他收益占营业利润比重为127.55%，对营业利润贡献较大。公司实现营业外收入较上年增长8.83%，营业外收入主要为政府补助和违约金收入，营业外收入占利润总额比重为22.70%，公司利润总额为40.70亿元。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.83%、3.58%和3.99%，较上年分别增加0.37

个百分点、增加0.28个百分点和减少0.94个百分点。2020年1—3月，公司实现营业收入211.41亿元，较上年同期下降43.82%。公司利润总额为-76.03亿元，营业利润率为-13.47%。

5. 现金流

2019年，受公司运输服务业务形成净现金流入增加，以及执行新租赁准则，导致原计入经营活动现金流出的租赁费支出在筹资活动中呈列等综合影响，公司经营性现金净流入规模大幅增加，业务获现能力仍很强；投资活动现金支出规模虽有所下降但支出规模仍较大，公司经营活动现金流量基本能够满足其投资需求，但债务偿还对外部融资依赖较大。2020年一季度，受客货运量和营业收入下滑影响，公司经营性现金流量大幅净流出。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为381.22亿元，较上年增长94.65%，主要系公司运输服务业务形成净现金流入增加，以及执行新租赁准则，导致原计入经营活动现金流出的租赁费支出在筹资活动中呈列所致。收入实现质量方面，2019年公司现金收入比为111.15%，基本与上年持平，公司经营获现能力仍很强。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动产生的现金净流出规模较上年有所下降，主要系公司购建固定资产、使用权资产、无形资产、其他长期资产支付的现金减少所致。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-288.47亿元，主要系公司执行新租赁准则，原计入经营活动现金流出的租赁费支出在筹资活动中呈列以及灵活运用多种低成本工具直接融资所致。

2020年1—3月，公司经营活动现金呈大幅净流出状态，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司主营业务收入减少及退票增加所致。公司投资活动现金净流出10.65亿元，筹资活动现金净流入91.57亿元。

表 16 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	1634.76	1762.53
经营活动现金流出	1438.91	1381.31
经营活动现金流量净额	195.85	381.22
投资活动现金流量净额	-205.08	-146.24
筹资活动现金流量净额	9.65	-288.47
现金收入比	110.81	111.15

资料来源: 联合资信根据审计报告整理

6. 偿债能力

受新冠肺炎疫情冲击, 公司面临一定短期偿债压力, 但考虑到公司融资渠道畅通, 尚未使用银行授信额度规模大, 同时考虑到公司作为南航集团的航空业务运营主体, 其股东实力雄厚, 市场地位突出, 公司整体偿债能力仍极强。

从短期偿债能力指标看, 2019 年底, 公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初分别下降至 0.18 倍、0.16 倍和 0.03 倍, 主要系公司控制货币资金存量使得货币资金大幅减少所致。2020 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率继续下降至 0.17 倍和 0.15 倍, 现金短期债务比仍为 0.03 倍。2020 年以来, 新冠肺炎疫情在全球范围内爆发, 公司经营获现能力受到较大影响, 公司面临一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看, 2019 年, 公司 EBITDA 为 345.25 亿元, 较上年增长 56.54%。从构成看, 公司 EBITDA 主要由折旧 (占 70.02%)、计入财务费用的利息支出 (占 16.93%)、利润总额 (占 11.79%) 构成。受公司执行新租赁准则, 租赁负债产生的利息费用上升影响, 公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所减弱, 为 4.85 倍。整体看, 公司长期债务偿债能力仍尚可。

截至 2019 年底, 公司已获得多家国内银行提供的 3083.43 亿元的银行授信额度, 其中已使用 571.78 亿元, 尚未使用为 2511.65 亿元。公司为境内外多地上市企业, 直接融资渠道畅通。

对外担保方面, 公司及其控股子公司厦门航空有限公司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, 并由公司及厦门航空有限公司对个人贷款提供连带责任担保。截至 2019 年底, 由公司和厦门航空有限公司担保的贷款为 2.75 亿元, 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 0.21 亿元, 上述对外担保事项均有反担保措施, 公司整体代偿风险可控。

截至 2019 年底, 公司及其下属境内控股子公司不存在尚未执行完毕的金额在 1000 万元以上, 足以对其经营产生重大影响的重大诉讼、仲裁。

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。

2019 年底, 母公司资产总额 2460.54 亿元, 占公司合并资产总额的 80.00%, 较年初增长 25.81%。其中, 流动资产 141.25 亿元、非流动资产 2319.29 亿元。母公司货币资金 9.37 亿元, 较年初下降 74.66%。

2019 年底, 母公司负债 1939.67 亿元, 较年初增长 36.68%。母公司全部债务 1572.97 亿元, 占公司合并口径的 84.91%。其中, 短期债务 520.87 亿元 (占 33.54%)、长期债务 1045.44 亿元 (占 66.46%), 以长期债务为主。母公司其他流动负债 194.98 亿元, 全部为超短期融资券; 母公司应付债券 81.49 亿元。截至 2019 年底, 母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 78.83% 和 75.12%, 较年初均有所上升, 母公司债务负担较重。

2019 年底, 母公司所有者权益 520.87 亿元, 较年初下降 2.92%。其中, 股本和资本公积合计占 72.59%, 母公司所有者权益稳定性较好。

2019 年, 母公司实现营业收入 1065.53 亿元, 较上年增长 6.97%, 占公司合并口径的 69.05%。母公司利润总额 21.95 亿元, 较上年下降 18.88%; 营业利润率 11.54%, 与上年基本

持平。

2020年3月底，母公司资产总额2407.24亿元，所有者权益473.94亿元，负债1933.30亿元，全部债务1692.99亿元，其中应付债券141.49亿元；母公司资产负债率80.31%，全部债务资本化比率52.25%。2020年1—3月，母公司实现营业收入142.72亿元，利润总额-60.02亿元。

十、存续期内债券偿债能力

表 17 公司存续债券到期分布情况（单位：亿元）

债券简称	债券余额	到期日	2022年	2023年	2025年
19 南航股 MTN001	10.00	2022/10/21	10.00	--	--
20 南航股 MTN001	10.00	2023/2/13	--	10.00	--
20 南航股 MTN002	10.00	2023/2/27	--	10.00	--
20 南航股 MTN003	10.00	2023/3/5	--	10.00	--
20 南航股 MTN004	10.00	2023/3/5	--	10.00	--
20 南航股 MTN005	10.00	2025/3/5	--	--	10.00
20 南航股 MTN006	10.00	2023/3/9	--	10.00	--
20 南航股 MTN007	10.00	2023/4/26	--	10.00	--
20 南航股 MTN008	5.00	2023/4/27	--	5.00	--
20 南航股 MTN009	5.00	2023/4/28	--	5.00	--
合计	90.00	--	10.00	70.00	10.00

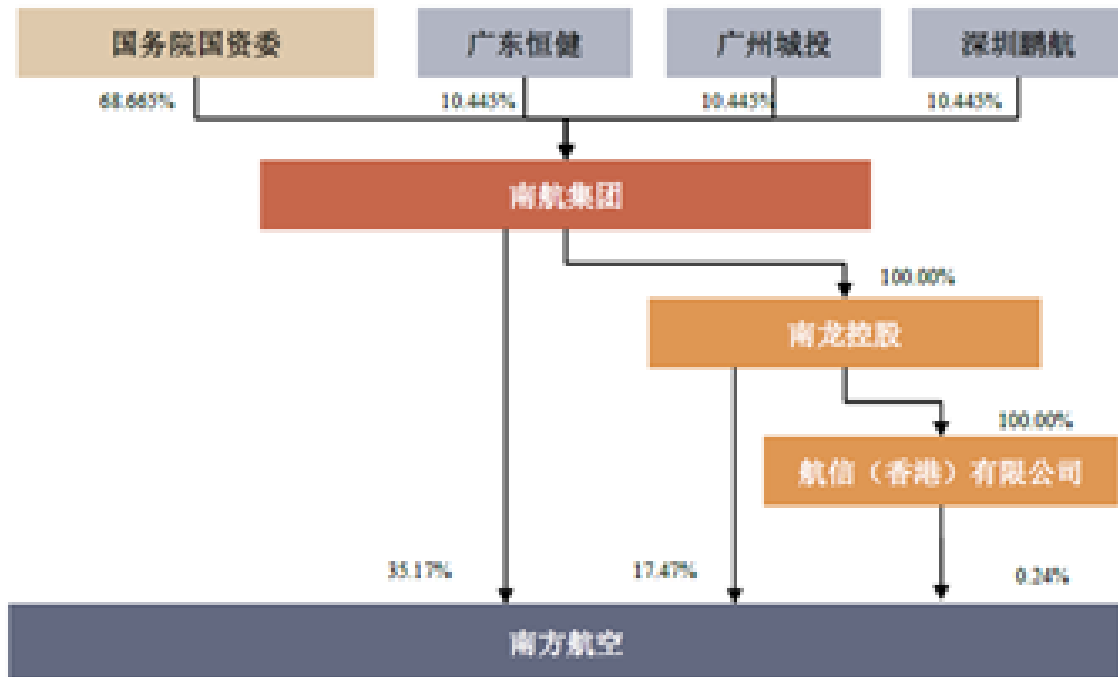
资料来源：联合资信整理

截至报告出具日，由联合资信评定的公司存续债券余额合计90.00亿元。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为1762.53亿元、381.22亿元和345.25亿元，对上述待偿还债券余额的覆盖倍数分别为19.58倍、4.24倍和3.84倍，为未来单年最大偿付本金70亿元的25.18倍、5.45倍和4.93倍，整体覆盖情况较好，并考虑到公司作为国内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，在行业竞争、资产规模等方面具有显著优势，联合资信认为上述跟踪债券到期不能偿付的风险极低。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“19南航股MTN001”“20南航股MTN001”“20南航股MTN002”“20南航股MTN003”“20南航股MTN004”“20南航股MTN005”“20南航股MTN006”“20南航股MTN007”“20南航股MTN008”和“20南航股MTN009”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 2019 年底公司纳入合并范围的主要子公司情况表

子公司名称	注册资本（亿元）	注册地	业务性质	持股比例（%）
厦门航空有限公司	80	中国	航空运输	55.00
汕头航空有限公司	2.80	中国	航空运输	60.00
珠海航空有限公司	2.50	中国	航空运输	60.00
贵州航空有限公司	9.10	中国	航空运输	60.00
重庆航空有限责任公司	12.00	中国	航空运输	60.00
中国南方航空河南航空有限公司	60.00	中国	航空运输	60.00
广州白云国际物流有限公司	0.50	中国	物流服务	61.00
广州南联航空食品有限公司	2.40	中国	航空配餐	70.50
南航通用航空有限公司	10.00	中国	通用航空	100.00
南龙国际货运有限公司	--	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	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	地面服务	100.00
珠海翔翼航空技术有限公司	4.70	中国	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	航空运输	100.00
西澳飞行学院	--	澳大利亚	飞行员培训服务	84.30
南方航空货运物流（广州）有限公司	1.00	中国	货运服务	100.00
沈阳北方飞机维修有限公司	0.32	中国	航空维修服务	100.00
广东南航明珠服务有限公司	0.05	中国	酒店管理服务	100.00

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 2019 年年度报告及审计报告

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	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	2183.29	2466.55	3066.46	3002.80
所有者权益（亿元）	621.65	781.83	770.54	707.73
短期债务（亿元）	374.11	484.46	575.41	637.12
长期债务（亿元）	803.02	783.42	1277.13	1348.17
全部债务（亿元）	1177.13	1267.88	1852.54	1985.29
营业收入（亿元）	1274.89	1436.23	1543.22	211.41
净利润（亿元）	68.33	34.56	30.95	-60.10
EBITDA（亿元）	248.58	220.55	345.25	--
经营性净现金流（亿元）	214.04	195.85	381.22	-82.38
应收账款周转次数（次）	44.57	50.64	49.81	--
存货周转次数（次）	65.01	68.27	70.17	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.62	0.56	--
现金收入比率（%）	109.20	110.81	111.15	74.87
总资本收益率（%）	7.14	3.46	3.83	--
总资产报酬率（%）	5.51	3.31	3.58	--
净资产收益率（%）	11.69	4.92	3.99	--
营业利润率（%）	12.22	10.26	11.86	-13.47
费用收入比（%）	9.17	11.25	12.81	23.36
资产负债率（%）	71.53	68.30	74.87	76.43
全部债务资本化比率（%）	65.44	61.86	70.62	73.72
长期债务资本化比率（%）	56.37	50.05	62.37	65.58
EBITDA 利息倍数（倍）	6.80	5.14	4.85	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.17	0.19	--
流动比率（倍）	0.26	0.29	0.18	0.17
速动比率（倍）	0.23	0.27	0.16	0.15
现金短期债务比（倍）	0.19	0.16	0.03	0.03
经营现金流动负债比率（%）	30.76	23.40	39.92	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.54	2.25	3.52	--

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，将应付融资租赁款和租赁负债计入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020年一季度财务数据未经审计；6. 本报告中涉及2018年度的财务数据均采用2019年度期初财务数据

附件 4 公司主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1723.16	1955.73	2460.54	2407.24
所有者权益（亿元）	392.14	536.56	520.87	473.94
短期债务（亿元）	491.54	401.63	527.53	583.96
长期债务（亿元）	670.18	658.12	1045.44	1109.03
全部债务（亿元）	1161.72	1059.75	1572.97	1692.99
营业收入（亿元）	886.30	996.13	1065.53	142.72
净利润（亿元）	49.20	22.14	18.12	-46.50
EBITDA（亿元）	85.58	53.03	64.80	--
经营性净现金流（亿元）	158.63	161.74	254.48	-91.69
应收账款周转次数（次）	41.30	--	--	--
存货周转次数（次）	75.46	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.54	0.48	--
现金收入比率（%）	109.96	112.84	110.97	65.09
总资本收益率（%）	6.75	3.05	3.30	--
总资产报酬率（%）	5.24	2.88	2.93	--
净资产收益率（%）	13.46	4.77	3.43	--
营业利润率（%）	12.18	11.05	11.54	-16.06
费用收入比（%）	9.02	11.75	12.92	24.90
资产负债率（%）	77.24	72.56	78.83	80.31
全部债务资本化比率（%）	74.76	66.39	75.12	78.13
长期债务资本化比率（%）	63.09	55.09	66.75	70.06
EBITDA 利息倍数（倍）	3.70	2.04	1.51	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.05	0.04	--
流动比率（倍）	0.21	0.23	0.17	0.15
速动比率（倍）	0.19	0.21	0.15	0.13
现金短期债务比（倍）	0.10	0.10	0.02	0.01
经营现金流动负债比率（%）	25.78	22.60	29.88	--

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，将应付融资租赁款和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. 2020 年一季度财务数据未经审计；5. 2018 年财务数据采用 2019 年年初数

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变