

信用评级公告

联合〔2022〕3234号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南方航空股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国南方航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“南航转债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监: 

二〇二二年五月三十日

中国南方航空股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2022 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
中国南方航空股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
南航转债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
南航转债	160.00	58.96	2026/10/15

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 5 月 30 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	bbb	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
财务风险	F5	现金流	经营分析	3
			资产质量	3
			盈利能力	5
		现金流量	2	
		资本结构	3	
		偿债能力	5	
调整因素和理由				调整子级
		项目投产		1
		外部支持		7

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“公司”）作为国内三大航空运输集团之一的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，公司机队规模和年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位，继续在政策、政府补助及股东增资方面获得外部的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到新冠肺炎疫情对公司航空运输业务的不利影响仍然存在以及公司债务负担较重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

随着“广州-北京”双枢纽建设的加快推进，航线网络的持续完善，公司运输主业规模或将进一步扩大。

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

优势

1. **公司继续保持突出的市场地位。**跟踪期内，公司在行业中继续保持领先地位，机队规模和年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。
2. **公司继续获得外部的大力支持。**自新冠肺炎疫情爆发以来，中央和地方政府相继出台支持政策和纾困扶持措施，支持民航企业发展。此外，公司继续在政府补助及股东增资方面获得外部的大力支持。
3. **公司双枢纽建设加快推进，航空战略布局更加完善。**2021 年，公司持续推动北京枢纽高质量发展，打造广深蓉等 6 条快线，大兴机场市场份额达 45.9%。同时，公司进一步强化粤港澳大湾区一体化建设，大湾区市场控制力巩固提升，广深珠惠国内始发运力份额达到 38%，积极布局珠三角枢纽机场。公司加快推进海南自贸港战略，巩固提升海南重要城市的市场份额，推动产业项目落地。

关注

1. **公司亏损规模仍较大。**跟踪期内，新冠肺炎疫情对公司航空运输业务的不利影响仍然存在，公司仍维持较大亏损。联合资信将持续关注公司业务运营的恢复情况。
2. **公司债务负担仍较重。**跟踪期内，公司全部债务规模波动增长，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.08% 和 71.67%，债务负担仍较重。

分析师:

黄旭明 登记编号 (R0040218040012)

徐汇丰 登记编号 (R0040218010006)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	19.95	258.35	218.45	200.48
资产总额(亿元)	3066.46	3261.15	3229.48	3198.20
所有者权益(亿元)	770.54	848.63	842.45	797.06
短期债务(亿元)	575.41	614.01	788.16	871.63
长期债务(亿元)	1277.13	1384.17	1202.98	1145.00
全部债务(亿元)	1852.54	1998.18	1991.14	2016.63
营业收入(亿元)	1543.22	925.61	1016.44	214.71
利润总额(亿元)	40.70	-151.86	-139.03	-58.51
EBITDA(亿元)	345.25	161.11	165.51	--
经营性净现金流(亿元)	381.22	90.49	133.71	0.17
营业利润率(%)	11.86	-2.89	-2.90	-16.42
净资产收益率(%)	4.02	-13.93	-13.07	--
资产负债率(%)	74.87	73.98	73.91	75.08
全部债务资本化比率(%)	70.62	70.19	70.27	71.67
流动比率(%)	17.53	40.74	34.12	30.04
经营现金流动负债比(%)	39.92	9.46	12.05	--
现金短期债务比(倍)	0.03	0.42	0.28	0.23
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	2.28	2.40	--
EBITDA利息倍数(倍)	5.37	12.40	12.03	--
本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	2460.54	2629.73	2682.02	2678.01
所有者权益(亿元)	520.87	565.48	549.33	501.27
全部债务(亿元)	1572.97	1750.96	1856.37	1901.23
营业收入(亿元)	1065.53	581.73	631.08	129.36
利润总额(亿元)	21.95	-156.30	-165.78	-63.18
资产负债率(%)	78.83	78.50	79.52	81.28
全部债务资本化比率(%)	75.12	75.59	77.17	79.14
流动比率(%)	16.59	35.65	30.75	26.67
经营现金流动负债比(%)	29.88	-2.46	0.61	--

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超短期融资券计入短期债务核算; 3. 2022年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
南航转债	AAA	AAA	稳定	2021/05/28	尹丹、徐汇丰	航空运输企业信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
南航转债	AAA	AAA	稳定	2020/06/29	徐汇丰、张晶晶	航空运输企业信用评级方法(原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国南方航空股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国南方航空股份有限公司

公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于中国南方航空股份有限公司(以下简称“公司”或“南方航空”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是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(A股股票简称:南方航空,A股股票代码:600029.SH)。经过历次股本变更,截至2020年底,公司注册资本和股本均为153.29亿元。2021年,1.01亿张可转债以每股人民币6.24元的转股价格转换为A股普通股,相应增加A股普通股股本人民币16.19亿元。截至2021年底,公司注册资本和实收资本均为169.48亿元,南航集团合计持有公司股权比例上升至64.20%(直接持有50.75%股权),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,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的南航集团旗下航空业务的唯一运营主体,跟踪期内,公司经营范围未发生重大变化,仍主要从事国内外航空客、货运业务。

跟踪期内,公司本部组织架构变动较小(见附件1-2)。截至2021年底,公司合并范围在职员工98098人。

截至2021年底,公司资产总额3229.48亿元,所有者权益842.45亿元(少数股东权益166.29亿元)。2021年,公司实现营业收入1016.44亿元,利润总额-139.03亿元。

截至2022年3月底,公司资产总额3198.20亿元,所有者权益797.06亿元(少数股东权益165.86亿元)。2022年1-3月,公司实现营业收入214.71亿元,利润总额-58.51亿元。

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:马须伦。

三、本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至2022年3月底,联合资信本次跟踪债券除可转换公司债“南航转债”外,其他债券募集资金均已按指定用途使用完毕,并在付息日正常付息。

截至2022年3月底,“南航转债”募集资金已累计投入111.55亿元,其中完成补充流动性资金项目48.00亿元,投入飞机购置、航材购置及维修项目57.19亿元,投入引进备用发动机项目6.36亿元,剩余资金48.25亿元,存于专户和进行现金管理。

表1 截至2022年3月底本次跟踪债券概况
(单位:亿元)

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限(年)
19 南航股 MTN001	10.00	10.00	2019/10/21	3
20 南航股 MTN001	10.00	10.00	2020/02/13	3
20 南航股 MTN002	10.00	10.00	2020/02/27	3
20 南航股 MTN003	10.00	10.00	2020/03/05	3
20 南航股 MTN004	10.00	10.00	2020/03/05	3
20 南航股 MTN005	10.00	10.00	2020/03/05	5
20 南航股 MTN006	10.00	10.00	2020/03/09	3
20 南航股 MTN007	10.00	10.00	2020/04/26	3
20 南航股 MTN008	5.00	5.00	2020/04/27	3
20 南航股 MTN009	5.00	5.00	2020/04/28	3
南航转债	160.00	58.96	2020/10/15	6

资料来源:联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造

成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元,同比增长 13.00%。其中,出口 8209.20 亿美元,同比增长 15.80%;进口 6579.80 亿美元,同比增长 9.60%;贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%,猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%,各月同比增速回落幅度有所收敛;PPI 环比由降转升,上行动力增强,输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动,带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张,财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元,比上年同期多增 1.77 万亿元;3 月末社融规模存量同比增长 10.60%,增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看,财政前置带动政府债券净融资大幅增长,是支撑社融扩张的主要动力,一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳,民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度,全国一般公共预算收入 6.20 万亿元,同比增长 8.60%,财政收入运行总体平稳。其中,全国税收收入 5.25 万亿元,同比增长 7.70%,主要是受工业企业利润增长带动,但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面,2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元,同比增长 8.30%,为全年预算的 23.80%,进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障,科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大,居民收入稳定增长。2022 年一季度,城镇调查失业率均值为 5.53%,其中 1 月、2 月就业情况总体稳定,调查失业率

分别为 5.30%、5.50%,接近上年同期水平,环比小幅上升,符合季节性变化规律;而 3 月以来局部疫情加重,城镇调查失业率上升至 5.80%,较上年同期上升 0.50 个百分点,稳就业压力有所增大。2022 年一季度,全国居民人均可支配收入 1.03 万元,实际同比增长 5.10%,居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置,保持经济运行在合理区间,实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月,国务院常务会议指出,要把稳增长放在更加突出的位置,统筹稳增长、调结构、推改革,切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间:部署促进消费的政策举措,助力稳定经济基本盘和保障改善民生;决定进一步加大出口退税等政策支持力度,促进外贸平稳发展;确定加大金融支持实体经济的措施,引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定:着力通过稳市场主体来保就业;综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定,保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响,经济稳增长压力加大。生产端,停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注;需求端,投资对经济的拉动作用有望提升,可能主要依靠基建投资的发力;国内疫情的负面影响短期内或将持续,制约消费的进一步复苏;在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下,叠加上年基数攀升的影响,出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此,IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大,实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

自 2020 年起,新冠肺炎疫情爆发对航空运输业发展造成严重的负面影响,疫情期间,民众出行意愿不振,管控政策严格,国内大部分航空

运输企业持续亏损。2021年，国内航空客运需求较上年有所恢复，但仍不及疫情前水平。2022年，上海、北京等国内主要城市相继爆发新一轮疫情，航空运输企业经营发展蒙受重大冲击。短期内疫情仍有间断性、区域性复发的情况，航空运输需求恢复受疫情管控影响仍有较大的不确定性。自疫情爆发以来，中央和地方政府相继出台支持政策及纾困扶持措施，为航空运输行业发展提供了有力支持。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，预计在疫情缓解后，航空运输行业仍有广阔的发展前景。

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，航空运输业年均增速将是GDP增速的1.5~2倍，且行业成长期长达30~40年。新冠肺炎疫情发生前，随着经济增长及居民收入水平提升，中国航空客货运输量逐年增加，航空运输业凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。但航空运输业受突发事件影响大，2020年初以来爆发的疫情对航空运输业产生了严重冲击。

2020年起，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等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。2021年以来，随着疫情防控、疫苗推广以及复工复产的持续推进，国内航空客运需求有所恢复，但未及疫情前水平，航空货邮运输恢复情况较好。根据《中国民航2021年12月份主要生产指标统计》，2021年，中国民航业累计完成运输总周转量856.7亿吨公里，同比增长7.3%，相当于2019

年的66.25%。客运市场方面，完成旅客周转量6529.7亿人公里，同比增长3.5%，相当于2019年的55.79%；其中国内航线同比增长9.7%，国际航线同比下降79.5%；全年完成旅客运输量4.4亿人次，相当于2019年的66.67%。货运方面，2021年全行业实现货邮周转量278.2亿吨公里，同比增长15.8%，相当于2019年的105.70%。2022年1—2月，中国民航共完成运输总周转量126.5亿吨公里、旅客运输量0.61亿人次、货邮运输量108.5万吨，同比分别增长11.1%、增长12.3%和下降3.9%，分别相当于2019年同期的62.41%、56.70%和103.53%。

2021年，航空运输业飞行利用率和运营效率保持低水平。从国内航空市场的飞机投放看，随着飞机购买订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从2010年的1597架增加到2020年底的3903架，但2020年飞机架数增速回落至2.23%。根据各航空公司未来飞机购买计划，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定规模。从飞机利用率看，2019—2021年，民航运输飞机平均日利用率大幅下降，分别为9.33小时、6.5小时和6.6小时。从运营效率看，2021年新冠肺炎疫情管控政策仍在持续，中国民航正班客座率和正班载运率保持低水平，上述指标分别为72.4%和66.9%，较上年分别下降0.5个百分点和提升0.4个百分点。

盈利能力方面，以国内三大航²为例，自疫情爆发以来，三大航经营持续亏损。2021年，三大航实现营业收入合计2433.03亿元，同比增长10.24%，亏损合计532.51亿元，亏损进一步扩大6.20%。2022年一季度，三大航实现营业收入合计470.54亿元，同比减少4.41%，亏损合计245.45亿元，亏损进一步扩大25.64%。

国际航线方面，由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策仍较严格，国际客运供应量预计仍将维持低位。

² 三大航指：中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”，股票简称“中国国航”）、中国东方航空股份有限公司（以下简称“东航股份”，股票简称“中国东航”）和中国南方

航空股份有限公司（以下简称“南航股份”，股票简称“南方航空”）

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
2020年2月	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020年3月	财政部、民航局	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》	疫情防控期间（2020年1月23日至2020年6月30日），中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持，共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴0.0176元，独飞航班每座公里0.0528元，执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补贴
2020年3月	民航局	《民航局关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》	降低境内、港澳台地区及外国航空公司机场、空管收费标准。一类、二类机场起降费收费标准基准价降低10%，免收停场费；航路费（飞越飞行除外）收费标准降低10%。境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低8%。上述降费政策自2020年1月23日起实施，截止日期视疫情情况另行通知
2020年10月	交通运输部	《国际航空运输价格管理规定》	国际航空运价按照我国政府与外国政府签订的航空运输协定、协议，分别实行核准管理或者备案管理；核准或者备案的范围分别为旅客公布运价中的旅客普通运价和货物公布运价中的普通货物运价。对于协定、协议未要求核准或备案的国际运价，交由航空运输企业自主决定
2020年11月	民航局、国家发改委	《关于进一步深化民航国内航线运输价格有关问题的通知》	3家以上（含3家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2021年3月	财政部	《关于取消港口建设费和调整民航发展基金有关政策的公告》	自2021年4月1日起，将航空公司应缴纳民航发展基金的征收标准，在按照《财政部关于调整部分政府性基金有关政策的通知》（财税〔2019〕46号）降低50%的基础上，再降低20%
2021年3月	财政部、海关总署	《关于2021—2030年支持民用航空维修用航空器材进口税收政策的通知》	自2021年1月1日至2030年12月31日，对民用飞机整机设计制造企业、国内航空公司、维修单位、航空器材分销商进口国内不能生产或性能不能满足需求的维修用航空器材，免征进口关税
2021年12月	民航局	《客舱装载货物运输（第二版）》	不允许通过改变客舱构型（即拆除客舱内的全部或部分旅客座椅）在客舱地板上装载货物；航空公司应对在客舱装载的货物进行充分的风险评估，建立货物白名单制度和托运人（及代理人）白名单制度，明确客舱中可以载运的货物名称和涉及的托运人（及其代理人）；对于已经改变客舱构型开展相关运行的航空公司，需要于2022年6月28日前恢复客舱构型
2022年2月	国务院	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	2022年暂停航空运输企业预缴增值税一年；地方可根据实际需要，统筹中央对地方转移支付以及地方自有财力，支持航空公司做好疫情防控；统筹资源加大对民航基础设施建设资金支持力度；研究协调推动中国航空油料集团有限公司与上游企业协商取消航空煤油价格中包含的海上运费（2美元/桶）、港口费（50元/吨）等费用；鼓励符合条件的航空公司发行公司信用类债券，对受疫情影响严重的航空公司注册发行债务融资工具建立绿色通道
2022年5月	国务院	国务院常务会议	增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券。有序增加国内国际客运航班，制定便利外企人员往来措施。
2022年5月	财政部、民航局	《关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》	对国内运输航空公司经营的国内客运航班实施阶段性财政补贴，原则上当每周内日均国内客运航班量低于或等于4500班（保持安全运行最低飞行航班数）时，启动财政补贴。补贴期限为2022年5月21日至2022年7月20日；补贴标准为：对国内客运航班实际收入扣减变动成本后的亏损额给予补贴。设定最高亏损额补贴标准上限为每小时2.4万元

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2020年10月和11月，民航局、国家发改委和交通运输部陆续下发文件，明确了国内和国际运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定

价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。

成本方面，2021年3月财政部和海关总署下发文件，提出减免航空维修用航空器材进口关

税，进一步缓解航空公司的成本负担。

疫情防控方面，2020年，财政部、民航局发文提出在疫情防控期间免征航空公司应缴纳的民航发展基金，对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴。2021年3月，财政部发布文件，自2021年4月1日起，将航空公司应缴纳民航发展基金的征收标准，在按照《财政部关于调整部分政府性基金有关政策的通知》（财税〔2019〕46号）降低50%的基础上，再降低20%。2022年2月，国务院对服务业领域困难行业出台了若干政策，其中针对航空运输企业，在税务、资金、航空煤油价格和融资等方面提出了多项促进行业恢复发展的政策。2022年5月，国务院常务会议决定增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券，有序增加国内国际客运航班。2022年5月，财政部、民航局出台政策，对国内运输航空公司经营的国内客运航班实施阶段性财政补贴。以上政策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。根据民航局统计数据，截至2020年底，中国共有运输航空公司64家。其中，国有控股公司49家，民营和民营控股公司15家；全货运航空公司11家，中外合资航空公司9家，上市公司8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。其中中央控股公司实力最为雄厚，机队规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为三大航。

从三大航数据比较看，三大航在营业收入、利润总额及机队规模方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。从财务及经营指标看，国航股份、南航股份及东航股份分别为中国航空集团有限公司、中国南方航空集团有限公司和中国东方航空集团有限公司的核心子公司，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。三大航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、债务负担重等负面因素。

表4 2021年国内三大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航 601111.SH	中国东航 600115.SH	南方航空 600029.SH
运营指标			
可用座公里（亿客公里）	1524.45	1606.90	2139.22
机队规模（架）	746	758	878
飞机日利用率（小时）	6.28	/	6.96
平均客座率（%）	68.63	67.71	71.25
平均载运率（%）	55.53	55.42	63.28
每客公里收益（元）	0.56	0.53	0.49
财务指标			
资产总额（亿元）	2984.15	2865.48	3229.48
营业总收入（亿元）	745.32	671.27	1016.44
政府补助（亿元）	38.41	48.82	39.64
利润总额（亿元）	-218.35	-175.13	-139.03
经营性净现金流（亿元）	128.88	56.92	133.71

主营业务毛利率 (%)	-15.18	-19.24	-2.54
资产负债率 (%)	77.93	80.84	73.91

注: 1.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; 2.上表中的政府补助来自于审计报告中的“其他收益”
资料来源: 联合资信根据上市公司年报整理

国内航空公司中,除三大航以外,第二梯队主要为地方性航空公司。近年来,政策利好下,以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到快速发展。受疫情持续、行业竞争加剧叠加航油价格攀升等因素影响,航空公司成本端持续承压,大部分仍处于亏损状态,股东支持力度高、资本实力强的航空公司将获得更明显的竞争优势。

4. 主要供求因素

航油价格波动

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

图 1 近年航油价格和原油价格走势



资料来源: Wind 资讯

2019 年初 OPEC 推动新一轮减产,国际油价反弹且呈单边上涨走势,进入二季度以后,美国加征关税导致中美贸易关系紧张,全球经济数据不佳,石油需求增长减缓,美国页岩油行业扩大产量利空油价,国际原油价格快速回跌,三季度中东关系紧张石油设施屡次受袭,原油价格出现短暂反弹,四季度 OPEC 做出 2020 年深化减产决定,原油价格再次上涨,但受制于需求疲软和供给过剩担忧,上涨空间受限,2019 年国际油价呈现宽幅震荡格局。2020 年以来,新冠肺炎疫情在全球蔓延,原油需求大幅压减,此外随着减产协议于 3 月到期,沙特扩大产量并压低油价,国际原油供求迅速失衡,导致价格暴跌。2020 年下半年开始,随着新减产协议的达成,国际原油

市场供应端逐步收紧,越来越多的国家在防控疫情的同时启动复工复产,原油需求回暖,国际油价持续上涨。2021 年下半年,随着能源价格大涨,一方面,美联储加息预期逐步升温;另一方面,主要产油国矛盾加剧,美国和 OPEC+ 关于原油增产的谈判破裂,多国启动原油抛储。受此影响,原油价格保持高位震荡。2022 年 2 月,随着俄乌冲突爆发,原油价格加速冲高,3 月,美国政府宣布大规模原油储备抛储计划,油价快速触顶回落。

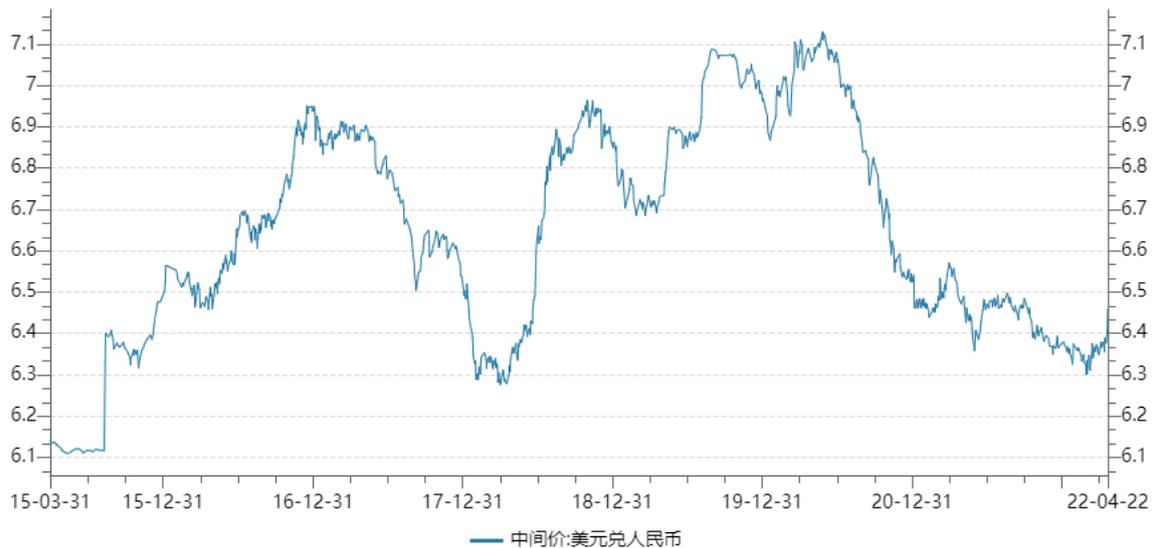
未来,在全球政治格局复杂多变、经济下行压力加大以及新冠肺炎疫情的影响下,国际原油供给端和需求端存在不确定性,航空运输企业仍将面临油价波动的影响。

人民币汇率变化

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外汇结算，以上支出

直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。

图 2 近年人民币兑美元汇率走势图



资料来源：联合资信根据公开数据整理

2019年，中国面临贸易局势不确定的影响，经济下行压力持续加大，人民币贬值压力加大，全年贬值4.1%。2020年，受新冠肺炎疫情爆发影响，美联储实施 unlimited、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动，受益于国内经济逐步复苏，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率呈升值走势。2022年3月以来，美联储启动加息，加之中国面临新一轮疫情的冲击和经济下行压力，人民币汇率下行。

未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整、新冠疫情防控等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

随着中国高速铁路网的日臻完善，高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票价相对较低等特点，在3小时以内、800公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。据民航局航空安全技术中心最新的统计，中国年旅客运输量50万以上的航线主要分布在东中部地区，网络密度由东

向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区，这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

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

突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故、疫情等突发性事件及政治与外交关系的影响，面

临的不确定性较多且风险因素分散。如 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生了严重冲击，国内航空公司大幅亏损，2020 年全年全球 34 家航空公司宣布破产。2022 年 3 月 21 日，东航股份一架波音 737-800 客机在执行昆明飞往广州的飞行任务时于广西壮族自治区梧州市藤县发生坠机事故，机上乘客及机组人员全部遇难。重大空难不仅使得行业景气度承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。另外，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。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。

5. 未来发展

短期来看，疫情仍有间断性、区域性复发的情况，航空运输需求恢复受疫情管控影响仍有较大的不确定性，境外疫情蔓延对国际航线负面影响仍持续。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着国内疫情的控制及疫苗的推广，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，航空运输行业仍有广阔的发展前景。国内航空公司所处的大环境中存在机遇也面临挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展。

六、基础素质分析

1. 规模及竞争力

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

公司是国内运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。截至 2021 年底，公司运营包括波音、空客等客货运输飞机 878 架，公司机队规模为亚洲第一、世界前列。2021 年，

公司共完成运输总周转量 212.09 亿吨公里，同比上升 1.94%；实现旅客运输量 0.99 亿人次，同比上升 1.70%。

近年来，公司着力建设“广州-北京”双枢纽，网络型航空公司形态逐步形成。2021 年，公司持续推动北京枢纽高质量发展，打造广深蓉等 6 条快线，大兴机场市场份额达 45.9%。同时，公司进一步强化粤港澳大湾区一体化建设，大湾区市场控制力巩固提升，广深珠惠国内始发运力份额达到 38%，积极布局珠三角枢纽机场。公司加快推进海南自贸港战略，巩固提升海南重要城市的市场份额，推动产业项目落地。

2. 企业信用记录

跟踪期内，公司履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用记录（授信机构版）》（机构查询代码：B20225810B0002），截至 2022 年 2 月 7 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³原因所致。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、部门设置以及主要管理制度未发生重大调整。

2021 年，公司原独立非执行董事郑凡先生、谭劲松先生和焦树阁先生因董事会换届离任，由刘长乐先生、郭为先生和阎焱先生接任；原监事会主席李家世先生辞职，监事毛娟女士因工作变动离任，由任积东先生接任监事会主席职务，杨斌先生接任监事职务；原总经理马须伦先生因工作变动离任，由韩文胜先生出任公司副董事长和总经理职务；原副总经理任积东先生因工作变动离任，原副总经理兼总工程师李彤彬先生辞职，由姚勇先生出任副总经理、总会计师和财务总监职务，吴榕新接任公司总工程师职务。

³ 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

八、经营分析

1. 经营概况

2021年,国内新冠肺炎疫情得到控制,公司经营状况有所改善,主营业务收入同比有所增长,但燃油价格上涨等因素增加了公司的主营业务成本,经营持续亏损。

2021年,公司实现营业收入1016.44亿元,较上年增长9.81%,其中主营业务收入为985.28亿元。公司主营业务收入仍主要来源于客运、货

运及邮运业务。2021年,公司客运收入较上年增长6.89%;货运及邮运收入较上年增长20.58%,主要系公司创新销售模式,拓展仓储、电商贸易等创新业务所致。

2021年,公司主营业务成本较上年增长9.50%,主要系航油价格上涨所致。同期,公司主营业务毛利率下降至-3.49%。

2022年1-3月,公司实现营业收入214.71亿元,较上年同期增长1.03%;毛利率为-16.07%,较上年同期(-10.39%)有所下降。

表5 公司主营业务收入构成和毛利率情况(单位:亿元)

项目	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
客运	1385.02	91.34	--	705.34	78.11	--	753.92	76.52	--
货运及邮运	96.15	6.34		164.93	18.26		198.87	20.18	
其他	35.16	2.32		32.79	3.63		32.49	3.30	
合计	1516.33	100.00	11.69	903.06	100.00	-3.11	985.28	100.00	-3.49

资料来源:公司年报,联合资信整理

表6 公司主营业务成本构成情况(单位:亿元)

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
航油成本	428.14	31.97	187.97	20.19	255.05	25.01
职工薪酬费用	212.84	15.89	185.57	19.93	202.67	19.88
折旧与摊销费用	234.77	17.53	232.82	25.00	228.48	22.41
起降服务费	176.58	13.19	108.57	11.66	117.05	11.48
飞机维护及修理费用	98.40	7.35	102.86	11.05	89.28	8.76
租赁费	14.12	1.05	9.77	1.05	9.20	0.90
餐食机供品费用	39.75	2.97	17.65	1.90	15.77	1.55
其他	134.46	10.04	85.94	9.23	102.13	10.02
主营业务成本合计	1339.06	100.00	931.15	100.00	1019.63	100.00

资料来源:公司年报,联合资信整理

2. 业务营分析

公司仍保持突出的市场地位,2021年,公司航空运输业务经营情况有所改善,但新冠肺炎疫情对公司航空运输业务的不利影响仍然存在,公司经营状况离疫情前水平仍有较大差距。

(1) 航线布局

2021年,公司围绕广州-北京核心枢纽新开广州-石家庄-张家口、广州-呼和浩特-海拉尔、广州-荆州、广州-菏泽、北京大兴-西安、北京大兴-福州、北京大兴-南昌、北京大兴-赣州、北京大兴-霍林郭勒等国内航线,持续完善航线网络;

国际航线方面,受中国民航局“五个一”及“一国一策”政策影响,公司国际航班量维持在低位,2021年公司未新开国际航线,后续视政策调整逐步恢复。

2022年,公司将以边际贡献最大化为目标,加大国内市场运力投入,提升国际航线收益品质。国内航线计划增加广州-衢州、广州-河池-绵阳、广州-临汾-长春、贵阳-武汉-衢州、哈尔滨-菏泽-昆明、乌鲁木齐-西宁-昆明、珠海-忻州-长春、长春-青岛-台州、沈阳-十堰-惠州等。国际航线视政策调整情况,逐步推进复飞、加密和新开。

(2) 机队规模

2021年,公司引进飞机22架(包括经营租赁飞机2架、融资租赁飞机3架、自购飞机17架),退出飞机11架(包括1架A320系列飞机、2架B737系列飞机、3架EMB190飞机和5架A330系列飞机)。截至2021年末,公司共拥有飞机878架(客机862架、货机16架),较上年末净增加11架。其中,经营租赁306架、融资租赁255架、自购317架。截至2021年末,公司机队规模仍位居全国首位。

表7 公司机队规模(单位:架)

获取方式	2019年末	2020年末	2021年末
客机:			
经营租赁	320	310	306

表8 截至2021年末公司机队构成(单位:架、年)

飞机制造商	飞机型号	飞机数量	平均机龄
客机	A380系列	5	9.7
	A350系列	12	1.4
	A330系列	40	8.0
	A320系列	334	8.3
	B787系列	39	5.0
	B777系列	15	5.2
	B737系列	399	8.4
	EMB190	6	8.9
	ARJ21	12	0.9
货机	B777系列	14	8.2
	B747系列	2	19.4
合计		878	8.0

资料来源:公司年报

(3) 运营情况

从运力投放来看,2020年以来,新冠肺炎疫情在全球蔓延,导致航空需求锐减,公司运力投放相应缩减。截至2021年底,公司可用吨公里为335.18亿吨公里,较上年底略有下降。

表9 公司可用吨公里情况
(单位:亿吨公里)

地区	2019年底	2020年底	2021年底
国内	268.04	221.83	234.31
港澳台	5.07	0.71	0.61
国际	191.23	116.39	100.25
合计	464.34	338.92	335.18

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,联合资信整理

融资租赁	252	254	248
自购	276	287	308
小计	848	851	862
货机:			
经营租赁	0	0	0
融资租赁	5	7	7
自购	9	9	9
小计	14	16	16
合计	862	867	878

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
资料来源:公司年报,联合资信整理

从机队结构来看,主要为空客和波音系列飞机,少量支线使用EMB190和ARJ21飞机。截至2021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38.04%和45.44%。

从运输总量来看,2021年,公司完成运输总周转量212.09亿吨公里,同比增长1.94%。同期,公司总体载运率为63.28%,较上年增长1.89个百分点。

表10 公司载运量及载运率情况
(单位:亿吨公里、%)

项目	地区	2019年	2020年	2021年
收费吨公里	国内	188.98	137.21	143.90
	港澳台	3.13	0.30	0.25
	国际	134.14	70.54	67.94
	合计	326.25	208.05	212.09
总体载运率(RTK/ATK)	国内	70.50	61.85	61.41
	港澳台	61.73	42.70	41.64

	国际	70.15	60.61	67.76
	平均	70.26	61.39	63.28

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

资料来源：公司年报

从客运业务来看，2021 年，公司旅客运输量 9850.47 万人，同比上升 1.70%，旅客运输量仍居国内各航空公司之首。公司载客仍主要来自国内航线，达 9771.70 万人，占 99.20%，国内旅客占比较上年提高 2.24 个百分点。旅客周转量方面，2021 年，公司收费客公里 1524.26 亿客公里，同比下降 0.66%，其中国际航线收费客公里下降 69.00%。2021 年，公司客座率为 71.25%，较上年保持稳定。

表 11 公司客运情况
(单位：千人、亿客公里、%)

项目	地区	2019 年	2020 年	2021 年
载客人数	国内	128706.50	93911.34	97717.02
	港澳台	2480.54	213.22	147.75
	国际	20445.12	2731.48	639.89
	合计	151632.16	96856.04	98504.66
收费客公里	国内	1952.39	1401.35	1482.24
	港澳台	32.59	2.39	1.52
	国际	864.23	130.66	40.50
	合计	2849.21	1534.40	1524.26
客座率	国内	83.00	72.26	72.15
	港澳台	74.61	43.41	32.93
	国际	82.72	64.57	50.49
	平均	82.81	71.46	71.25

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，联合资信整理

从货邮运输业务来看，2021 年，公司货邮运输量为 1441.95 千吨，较上年下降 1.29%，实现货运及邮运收入 198.87 亿元，较上年增长 20.58%，主要系公司创新销售模式，拓展仓储、电商贸易等创新业务所致。

表 12 公司货邮运输情况

(单位：千吨)

地区	2019 年	2020 年	2021 年
国内	1052.13	817.51	765.34
港澳台	23.27	9.12	12.19
国际	688.16	634.19	664.42
合计	1763.56	1460.83	1441.95

资料来源：公司年报，联合资信整理

3. 投资计划

公司在飞机引进方面仍将面临较大的资本支出压力。

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。公司将分期支付的购机款列入在建工程，2021 年底账面余额为 301.44 亿元。2022—2024 年，公司计划分别引进 68 架、73 架和 39 架飞机⁴，退出 9 架、7 架和 17 架飞机，机队规模将保持增长态势，预测 2024 年底公司机队规模将达到 1025 架。2022—2024 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 546.62 亿元，其中 1 年以内（含 1 年）331.65 亿元，1~2 年（含 2 年）150.93 亿元，2~3 年（含 3 年）64.04 亿元。

除飞机购买款外，公司其他主要在建工程为厦航大厦和福州长乐机场设施等，上述项目预算总投资 35.37 亿元，截至 2021 年底已投资 18.29 亿元，尚需投资 17.08 亿元。

表 13 截至 2021 年底公司主要在建项目情况

(单位：亿元)

项目名称	预算总投资	已投资规模
厦航大厦	15.68	11.37
福州长乐机场设施	9.26	0.45
郑州航空港区运营保障基地项目	3.90	1.09
深圳运行保障楼	3.60	3.40
西安分公司运营基地一期	2.93	1.98
合计	35.37	18.29

注：上表中为部分工程类在建项目，不包含分期支付飞机购买款
资料来源：公司年报

⁴ 公司机队未来引进退出计划，以实际营运为准。

4. 未来发展

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 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。2022 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2021 年，子公司广州航空货站有限公司完成工商注销。截至 2021 年底，公司合并范围内主要子公司共 18 家。2022 年一季度，公司合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模小幅下降，资产构成仍以使用权资产和固定资产为主，公司受限资产规模小，整体资产质量仍较高。

截至 2021 年底，公司资产总额较上年底下降 0.97%，以非流动资产为主。

表 14 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比 (%)						
流动资产	167.38	5.46	389.85	11.95	378.66	11.73	354.27	11.08
货币资金	19.94	0.65	258.23	7.92	218.41	6.76	200.48	56.59
非流动资产	2899.08	94.54	2871.30	88.05	2850.82	88.27	2843.93	88.92
固定资产	843.74	27.52	857.54	26.30	908.17	28.12	917.89	32.28
在建工程	393.44	12.83	324.38	9.95	318.69	9.87	318.94	11.21
使用权资产	1499.41	48.90	1455.40	44.63	1327.25	41.10	1291.24	45.40
资产总额	3066.46	100.00	3261.15	100.00	3229.48	100.00	3198.20	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底下降 2.87%。其中，货币资金较上年底下降 15.42%，主要系投资支出及偿还债务所致。货币资金中有 1.58 亿元受限，受限比例为 0.72%。

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底下降 0.71%。其中，固定资产较上年底增长 5.90%，主要由自有飞机 591.21 亿元（占 65.10%）、房屋及建筑物 174.01 亿元（占 19.16%）、其他飞行设备（包括高价周转件）101.03 亿元（占 11.12%）构成，累计计提折旧 827.83 亿元；固定资产成新率 51.01%，成新率一般。公司有账面价值

105.12 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。公司在建工程较上年底下降 1.75%，主要为分期支付购买飞机及飞行设备款 301.44 亿元，占在建工程账面价值的 94.59%。公司使用权资产较上年底下降 8.81%，主要由租赁飞机及发动机（1301.23 亿元，占 98.04%）形成。

截至 2021 年底，公司受限资产账面价值合计为 1.58 亿元，全部为货币资金使用受限。公司资产受限比例低。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额较上年

底下降 0.97%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

受新冠肺炎疫情影响，公司处于持续亏损状态，所有者权益持续下降。公司债务负担较重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 842.45 亿元，较上年底下降 0.73%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 80.26%，少数股东权益占比为 19.74%。归属于母公司所有者权益 676.16 亿元，其中股本、资本公积和盈余公积分

别占所有者权益的 20.12%、56.84%和 3.06%。所有者权益稳定性较高。

截至 2021 年底，公司股本为 169.48 亿元，较上年增长 10.56%；资本公积 478.87 亿元，较上年增长 22.63%，股本和资本公积增长主要系部分可转债转换为 A 股普通股票所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益较上年底下降 5.39%，主要系 2022 年一季度公司亏损使得未分配利润下降所致。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底下降 1.06%，负债结构较为均衡。

表 15 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比 (%)						
流动负债	954.90	41.59	956.81	39.66	1109.90	46.50	1179.40	49.12
短期借款	122.50	5.34	252.86	10.48	251.16	10.52	358.62	30.41
应付账款	137.97	6.01	119.74	4.96	121.83	5.10	135.79	11.51
其他应付款	71.52	3.12	80.86	3.35	79.14	3.32	78.91	6.69
一年内到期的非流动负债	227.94	9.93	248.38	10.30	289.90	12.14	301.22	25.54
其他流动负债	224.97	9.80	109.99	4.56	247.10	10.35	211.79	17.96
非流动负债	1341.02	58.41	1455.71	60.34	1277.13	53.50	1221.74	50.88
长期借款	23.91	1.04	88.11	3.65	153.89	6.45	160.06	13.10
应付债券	112.46	4.90	293.23	12.15	229.65	9.62	194.28	15.90
租赁负债	1140.76	49.69	1002.83	41.57	819.44	34.33	790.66	64.72
负债总额	2295.92	100.00	2412.52	100.00	2387.03	100.00	2401.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 16.00%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。其中，短期借款较上年底下降 0.67%，全部信用借款。应付账款较上年底增长 1.75%，主要为应付飞机及发动机修理费、起降费 and 航油款等。其他应付款较上年底下降 8.40%，主要系应付利息减少所致。一年内到期的非流动负债较上年底增长 16.72%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。其他流动负债较上年底增长 124.66%，主要系发行的超短期融资券增加所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 12.27%，主要系应付债券和租赁负债下降

所致。其中，长期借款较上年底增长 74.66%，以信用借款为主。公司应付债券较上年底下降 21.68%，主要系部分于一年内到期的应付债券调整至流动负债所致。租赁负债较上年底下降 18.29%，主要系部分于一年内到期的租赁负债调整至流动负债所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 1991.14 亿元，较上年底下降 0.35%。其中，短期债务占 39.58%，长期债务占 60.42%。短期债务 788.16 亿元，较上年底增长 28.36%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。长期债务 1202.98 亿元，较上年底下降 13.09%，主要系应付债券和租赁负债下降所致。截至 2021 年

底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.91%、70.27% 和 58.81%，较上年底分别下降 0.06 个百分点、增长 0.08 个百分点和下降 3.18 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 2401.14 亿元，较上年底增长 0.59%，负债结构较上年底变化不大。公司全部债务 2016.63 亿元，较上年底增长 1.28%。其中，短期债务 871.63 亿元（占 43.22%），较上年底增长 10.59%，主要系短期借款增加所致。长期债务 1145.00 亿元（占 56.78%），较上年底下降 4.82%。截至 2022 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 75.08%、71.67% 和 58.96%，较上年底分别提高 1.16 个百分点、1.40 个百分点和 0.14 个百分点。公司债务负担较重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

4. 盈利能力

2021 年，公司经营情况有所好转，但仍处于较大的亏损状态。

2021 年，公司营业收入较上年增长 9.81%，营业成本较上年增长 9.83%。公司营业利润-143.02 亿元，亏损规模较上年有所减少，主要系公司对飞机及相关设备计提资产减值损失减少所致。2021 年，公司净利润-110.11 亿元，其中归属于母公司所有者净利润为-121.03 亿元（上年为-108.42 亿元）。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业收入	1543.22	925.61	1016.44	214.71
营业成本	1356.68	949.03	1042.29	249.21
期间费用	197.75	125.97	130.77	30.59
投资收益	2.25	-4.01	2.84	0.67
其他收益	40.84	41.79	39.64	5.50
资产减值损失	-0.38	-40.17	-26.14	0.00
营业利润	32.02	-156.41	-143.02	-59.07
营业外收入	9.24	6.52	6.60	0.61
利润总额	40.70	-151.86	-139.03	-58.51

净利润	30.95	-118.20	-110.11	-45.39
营业利润率（%）	11.86	-2.89	-2.90	--
总资本收益率（%）	3.41	-1.79	-1.70	--
净资产收益率（%）	4.02	-13.93	-13.07	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从期间费用看，2021 年，公司期间费用较上年增长 3.81%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用占 38.18%，管理费用占 28.13%，研发费用占 2.91%，财务费用占 30.78%。其中，财务费用 40.25 亿元，较上年增长 34.48%，主要系汇兑收益同比减少 19.10 亿元所致。2021 年，公司期间费用率（期间费用/营业收入）为 12.87%，较上年下降 0.74 个百分点，公司期间费用对利润总额的侵蚀作用仍较大。

2021 年，公司实现投资收益 2.84 亿元，上年为-4.01 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益由负转正所致。2021 年，公司实现其他收益 39.64 亿元，较上年下降 5.14%，主要为获得的航线补贴、航空事业补贴及其他，其他收益对营业利润贡献大。2021 年，公司实现营业外收入 6.60 亿元，较上年增长 1.23%。2021 年，公司利润总额为-139.03 亿元，仍呈亏损状态。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年变化不大，继续处于较大的亏损状态。

2022 年 1-3 月，公司实现营业收入 214.71 亿元，较上年同期增长 1.03%；实现利润总额-58.51 亿元，上年同期为-53.05 亿元，亏损规模有所扩大。

5. 现金流

2021 年，公司经营情况有所改善，经营活动现金净流入规模较上年有所增加，收入实现质量仍较高；受引进自有飞机增加影响，公司投资活动现金净流出规模大幅增加；公司偿债规模有所增加，筹资活动现金流转为净流出。

公司的经营活动现金流主要体现为航空运输业务收入及成本支出。2021 年，公司经营活动现金净流入 133.71 亿元，同比增长 47.76%，主要系公司经营情况有所改善所致。2021 年，公司

现金收入比为 109.39%，较上年提升 6.94 个百分点，收入实现质量仍较高。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动产生的现金净流出规模较上年增长 95.37%，主要系引进自有飞机增加所致。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-21.68 亿元，较上年同期大幅下降，主要系偿还债务规模增加所致。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 0.17 亿元，投资活动现金净流出 28.34 亿元，筹资活动现金净流入 10.81 亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入	1762.53	1003.47	1163.68	238.89
经营活动现金流出	1381.31	912.98	1029.97	238.72
经营活动现金流量净额	381.22	90.49	133.71	0.17
投资活动现金流入	19.77	42.05	20.51	6.07
投资活动现金流出	166.01	119.59	172.00	34.41
投资活动现金流量净额	-146.24	-77.54	-151.49	-28.34
筹资活动现金流入	849.71	1649.63	1695.72	289.10
筹资活动现金流出	1138.18	1426.64	1717.40	278.29
筹资活动现金流量净额	-288.47	222.99	-21.68	10.81
现金收入比 (%)	111.15	102.45	109.39	108.10

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

6. 偿债能力

公司短期偿债压力较大，长期偿债指标表现尚可。公司融资渠道畅通，或有负债风险低。

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比由上年底的 40.74%、38.91% 和 0.42 倍下降至 34.12%、32.63% 和 0.28 倍。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比进一步下滑至 30.04%、28.51% 和 0.23 倍。公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 165.51 亿元，同比增长 2.73%。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.28 倍上升至

2.40 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA 由上年 12.40 倍下降至 12.03 倍，变化不大。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2021 年底，公司已获得多家国内银行及其他金融机构提供的 2956.83 亿元的银行授信额度，尚未使用的授信额度为 2040.51 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（以下简称“厦门航空”）的部分飞行学员需要为个人承担的培训费 and 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对个人贷款提供连带责任担保。截至 2021 年底，由公司和厦门航空担保的贷款为 1.81 亿元，上述对外担保事项均有反担保措施，公司或有负债风险低。

截至 2021 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司债务负担较重，短期债务压力较大。

截至 2021 年底，母公司资产总额 2682.02 亿元，较上年底增长 1.99%，占合并口径的 83.05%。母公司货币资金 118.75 亿元，较上年底下降 32.66%。

截至 2021 年底，母公司负债总额 2132.69 亿元（占合并口径的 89.34%），较上年底增长 3.32%。母公司全部债务 1856.37 亿元，占公司合并口径的 93.23%。其中，短期债务 724.25 亿元（占 39.01%）、长期债务 1132.12 亿元（占 60.99%）。截至 2021 年底，母公司资产负债率 79.52%，全部债务资本化比率 77.17%。截至 2021 年底，母公司现金短期债务比为 0.16 倍。整体看，母公司债务负担较重，短期偿债能力较弱。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 549.33 亿元（占合并口径的 65.21%），较上年底下降 2.86%。

2021 年，母公司实现营业收入 631.08 亿元（占公司合并口径的 62.09%），较上年增长 8.48%。母公司利润总额-165.78 亿元，营业利润

率为-14.19%。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 2678.01 亿元，所有者权益为 501.27 亿元，全部债务为 1901.23 亿元；母公司资产负债率 81.28%，全部债务资本化比率 79.14%，现金短期债务比为 0.13 倍。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 129.36 亿元，利润总额-63.18 亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司继续在政策、政府补助及股东增资方面获得外部的大力支持。

1. 政策支持

自新冠肺炎疫情爆发以来，政府出台一系列政策支持民航企业经营发展（详见“五、行业分析”部分）。

2. 政府补助

2021 年，公司获得的航线补贴、航空事业补贴及其他与收益相关的政府补助为 41.03 亿元。

3. 股东支持

2021 年 6 月 18 日，南航集团将其持有的 10102758000 元“南航转债”全部转换为公司 A 股股票，转股数量为 1619031728 股。

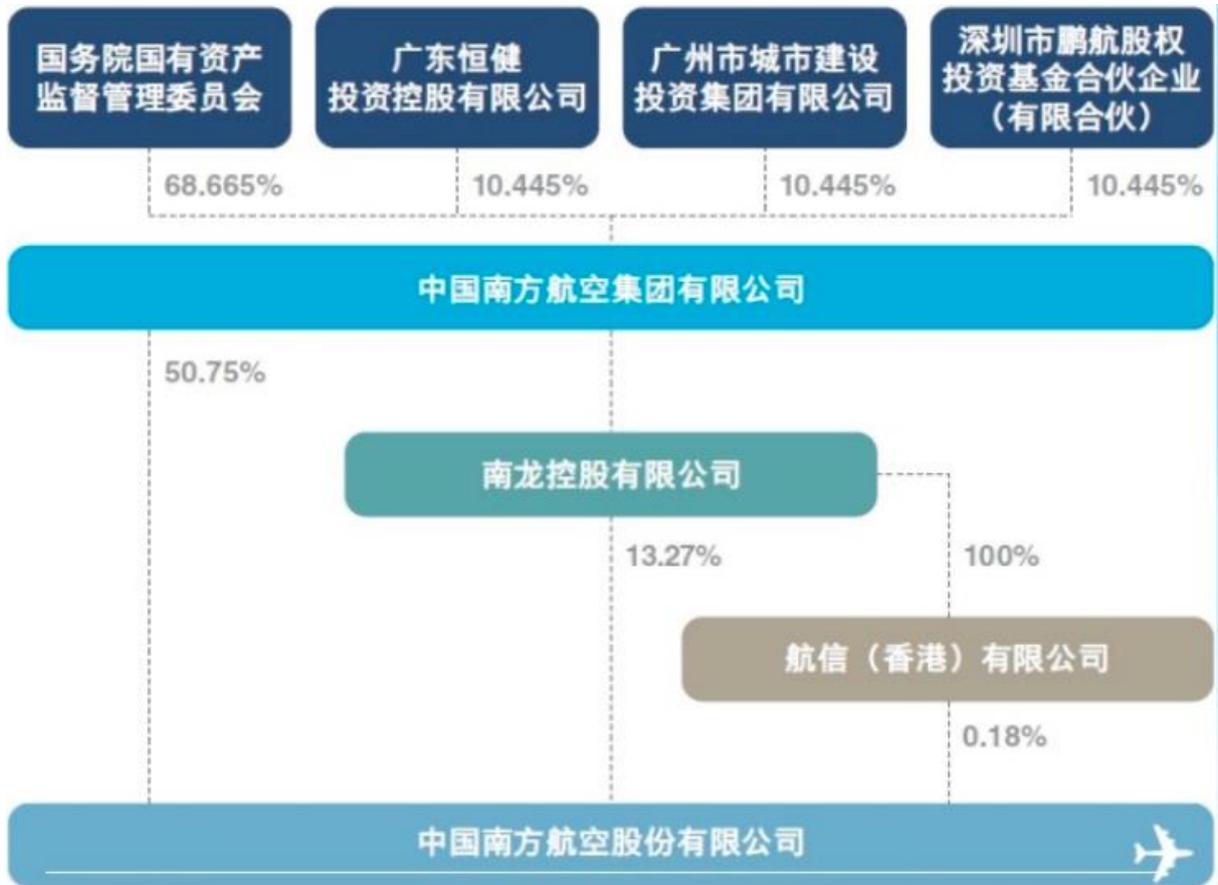
2021 年 10 月 29 日，公司与南航集团签订了《关于认购中国南方航空股份有限公司非公开发行 A 股股票之附条件生效的股份认购协议》，与南龙控股有限公司（以下简称“南龙控股”）签订了《关于认购中国南方航空股份有限公司非公开发行 H 股股票之附条件生效的股份认购协议》。公司拟向南航集团非公开发行不超过 803571428 股 A 股股票（含 803571428 股），募集资金总额不超过人民币 45.00 亿元（含人民币 45.00 亿元），南航集团拟以现金全额认购。同时公司拟向南龙控股非公开发行不超过 855028969 股 H 股股票（含 855028969 股），募集资金总额不超过港币 18.00 亿元（含港币 18.00 亿元），南龙控股拟以港币现金全额认购。2021 年 12 月 28 日，上述 A 股发行和 H 股发行获得

公司临时股东大会的批准。公司分别于 2022 年 1 月 10 日及 2022 年 1 月 11 日公告获得中国证券监督管理委员会关于本公司非公开发行 A 股及 H 股股票的行政许可申请受理。2022 年 3 月 18 日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准中国南方航空股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2022〕497 号）。截至本报告出具日，公司非公开发行 A 股股票项目正在中国证券监督管理委员会审核阶段。

十一、结论

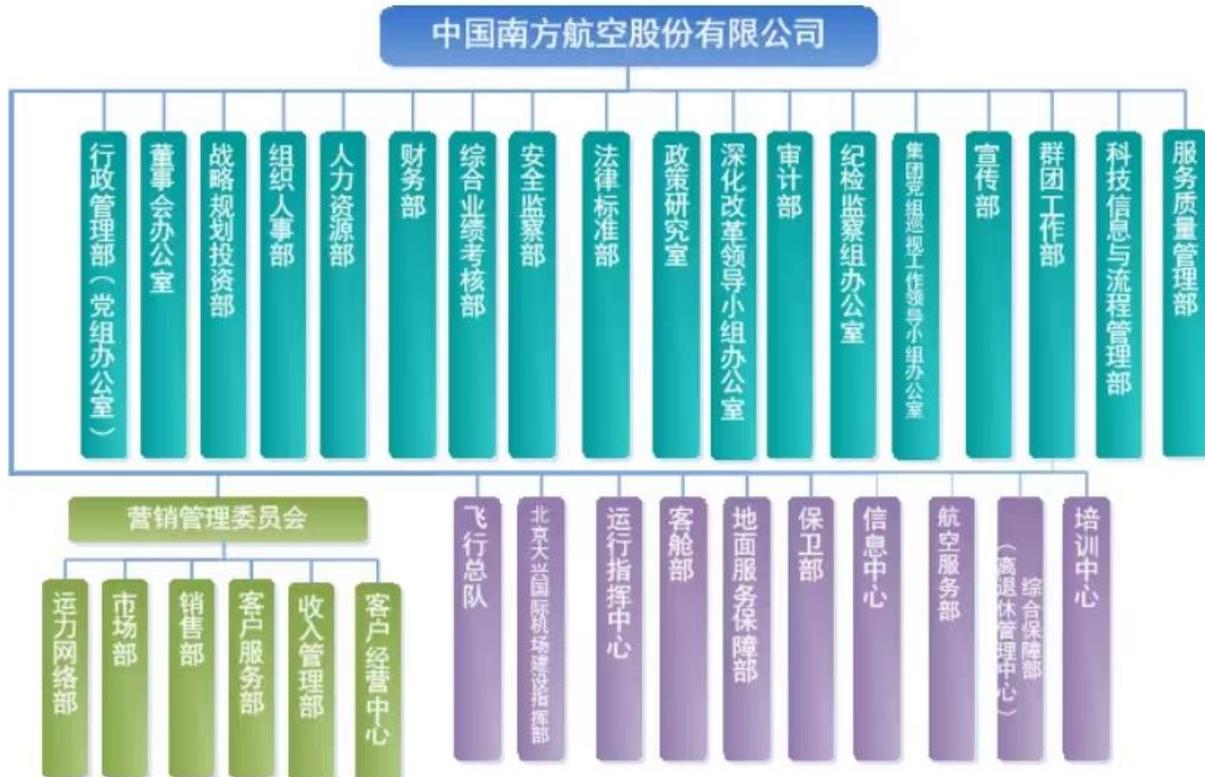
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AAA，维持“南航转债”的信用等级 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司纳入合并范围的主要子公司情况

子公司名称	业务性质	直接持股比例 (%)
厦门航空有限公司	航空运输	55.00
汕头航空有限公司	航空运输	60.00
珠海航空有限公司	航空运输	60.00
贵州航空有限公司	航空运输	60.00
重庆航空有限责任公司	航空运输	60.00
中国南方航空河南航空有限公司	航空运输	60.00
中国南方航空货运有限公司	航空运输	100.00
广州南联航空食品有限公司	航空配餐	70.50
南航通用航空有限公司	通用航空	57.88
南龙国际货运有限公司	货运服务	51.00
中国南航集团进出口贸易有限公司	进出口贸易代理服务	100.00
北京南航地面服务有限公司	地面服务	100.00
珠海翔翼航空技术有限公司	飞行员培训服务	100.00
中国南方航空雄安航空有限公司	航空运输	100.00
南航南沙融资租赁（广州）有限公司	租赁业	100.00
南方航空物流有限公司	航空运输	55.00
沈阳北方飞机维修有限公司	航空维修服务	100.00
广东南航明珠航空服务有限公司	酒店管理服务	100.00

资料来源：公司 2021 年年度报告

附件 2 公司主要财务指标（合并报表）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.95	258.35	218.45	200.48
资产总额（亿元）	3066.46	3261.15	3229.48	3198.20
所有者权益（亿元）	770.54	848.63	842.45	797.06
短期债务（亿元）	575.41	614.01	788.16	871.63
长期债务（亿元）	1277.13	1384.17	1202.98	1145.00
全部债务（亿元）	1852.54	1998.18	1991.14	2016.63
营业收入（亿元）	1543.22	925.61	1016.44	214.71
利润总额（亿元）	40.70	-151.86	-139.03	-58.51
EBITDA（亿元）	345.25	161.11	165.51	--
经营性净现金流（亿元）	381.22	90.49	133.71	0.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	50.37	32.17	37.27	--
存货周转次数（次）	75.54	51.96	61.10	--
总资产周转次数（次）	0.56	0.29	0.31	--
现金收入比（%）	111.15	102.45	109.39	108.10
营业利润率（%）	11.86	-2.89	-2.90	-16.42
总资本收益率（%）	3.41	-1.79	-1.70	--
净资产收益率（%）	4.02	-13.93	-13.07	--
长期债务资本化比率（%）	62.37	61.99	58.81	58.96
全部债务资本化比率（%）	70.62	70.19	70.27	71.67
资产负债率（%）	74.87	73.98	73.91	75.08
流动比率（%）	17.53	40.74	34.12	30.04
速动比率（%）	15.55	38.91	32.63	28.51
经营现金流动负债比（%）	39.92	9.46	12.05	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.42	0.28	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	4.85	2.28	2.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.37	12.40	12.03	--

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超短期融资券计入短期债务核算；4. 2022 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件3 公司主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.37	176.34	118.75	101.29
资产总额（亿元）	2460.54	2629.73	2682.02	2678.01
所有者权益（亿元）	520.87	565.48	549.33	501.27
短期债务（亿元）	527.53	535.36	724.25	807.31
长期债务（亿元）	1045.44	1215.60	1132.12	1093.92
全部债务（亿元）	1572.97	1750.96	1856.37	1901.23
营业总收入（亿元）	1065.53	581.73	631.08	129.36
利润总额（亿元）	21.95	-156.30	-165.78	-63.18
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	254.48	-19.74	5.83	-11.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	39.83	22.20	26.24	--
存货周转次数（次）	82.25	55.09	64.01	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.23	0.24	--
现金收入比（%）	110.97	102.05	106.71	108.15
营业利润率（%）	11.54	-13.04	-14.19	-33.89
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	3.48	-20.12	-21.96	--
长期债务资本化比率（%）	66.75	68.25	67.33	68.58
全部债务资本化比率（%）	75.12	75.59	77.17	79.14
资产负债率（%）	78.83	78.50	79.52	81.28
流动比率（%）	16.59	35.65	30.75	26.67
速动比率（%）	15.14	34.22	29.60	25.51
经营现金流动负债比（%）	29.88	-2.46	0.61	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.33	0.16	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

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超短期融资券计入短期债务核算；3. 2022年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持