

信用等级公告

联合[2017] 273 号

联合资信评估有限公司通过对云南祥鹏航空有限责任公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

云南祥鹏航空有限责任公司

主体长期信用等级为

AA

云南祥鹏航空有限责任公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。



云南祥鹏航空有限责任公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续, 并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式: 每年付息一次, 公司可在付息日前选择利息递延; 本期中期票据无明确本金偿付日期, 公司在赎回日偿付本金及所有应付未付利息

募集资金用途: 偿还金融机构借款和补充流动资金

评级时间: 2017 年 2 月 22 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	10.65	13.99	11.21	17.82
资产总额(亿元)	100.81	105.77	117.77	123.18
所有者权益(亿元)	28.24	29.45	33.21	38.32
短期债务(亿元)	28.43	20.31	14.62	13.45
长期债务(亿元)	6.94	26.82	27.51	28.35
调整后长期债务(亿元)	21.31	39.68	51.36	45.83
全部债务(亿元)	35.37	47.13	42.13	41.80
调整后全部债务(亿元)	49.74	59.99	65.97	59.28
营业收入(亿元)	35.12	39.72	41.48	37.66
利润总额(亿元)	1.23	1.40	4.13	6.00
EBITDA(亿元)	4.79	5.43	9.61	--
经营性净现金流(亿元)	24.23	9.60	-5.14	18.34
营业利润率(%)	9.61	14.03	23.68	27.86
净资产收益率(%)	3.61	4.09	10.30	--
资产负债率(%)	71.98	72.16	71.80	68.89
全部债务资本化比率(%)	55.60	61.54	55.92	52.18
调整后全部债务资本化比率(%)	63.78	67.07	66.51	60.74
流动比率(%)	82.06	81.94	127.73	118.57
全部债务/EBITDA(倍)	7.38	8.69	4.38	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.38	11.06	6.86	--

注: 1. 公司 2016 年前三季度财务数据未经审计; 2. 调整后长期
/全部债务=长期/全部债务+长期应付款中有息部分。

评级观点

云南祥鹏航空有限责任公司(以下简称“祥鹏航空”或“公司”)是海南航空股份有限公司(以下简称“海航股份”)下属航空运输业务的重要经营主体之一。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对祥鹏航空的评级反映了公司近年来航空运输主业保持良好发展态势, 运力规模和航线网络不断扩张带动收入规模逐年增长; 同时, 受益于航油价格下降、公司低成本航空转型等因素, 公司盈利能力不断增强, 飞机运营效率处于行业中领先水平。联合资信也关注到中国民航行业竞争激烈, 公司盈利受航油价格、汇率波动影响大, 债务规模呈上升趋势、经营性净现金流波动大等因素可能给公司带来的不利影响。

西南地区区域位置和多山地理环境使得航空运输仍将是该区域未来主要交通方式; 同时, 随着居民收入的增加、自由行带动下旅游行业的回暖为公司航空运输业的发展提供了良好的外部环境。未来, 随着公司低成本航空转型效果进一步显现, 积极拓展国内及国外市场, 公司整体经营效率及盈利水平有望得到进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

分析师

赵传第 刘晓濛

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. 公司作为海航股份航空运输业务的重要经营主体之一,在资本金注入、航空资源共享、管理制度和人员培养等方面获得海航股份及其关联方的有力支持。
2. 公司是云南省主要航空运输企业之一,在财政补贴、税收优惠等方面获得政府的持续支持。
3. 作为基地航空公司,公司在区域市场占有率、航班时刻获取、运营保障等方面优势显著;近年来公司航空运输主业保持良好发展态势,机队规模、航线网络、运输量等多项指标呈逐年增长趋势。
4. 公司一系列低成本转型措施使得其飞机日利用小时等指标处于行业中较高水平,同时,受益于航油价格下滑,公司盈利能力不断增强。
5. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强,EBITDA 对本期中期票据覆盖程度尚可。

关注

1. 随着中国航空市场逐步开放,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. 公司整体盈利水平受航油价格、汇率波动影响大;期间费用对利润总额的侵蚀大。
3. 随着业务规模的不断扩张,公司整体债务规模呈上升趋势;公司未来拟建的成都新机场基地和飞机引进计划或将对公司带来一定融资压力。
4. 公司非流动资产中投资性房地产占比大,投资性房地产账面价值受宏观经济和土地市场环境的影响大,存在一定波动风险。
5. 公司经营性净现金流受往来款影响波动大。
6. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与云南祥鹏航空有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与云南祥鹏航空有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因云南祥鹏航空有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由云南祥鹏航空有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、云南祥鹏航空有限责任公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至云南祥鹏航空有限责任公司依据发行条款约定赎回时有效；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。

云南祥鹏航空有限责任公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“祥鹏航空”或“公司”）前身是经中国民航总局批准于 2004 年 6 月 10 日成立的云南石林航空有限责任公司，2005 年 5 月，公司更名为现名。公司成立时注册资本 77158.00 万元，海南航空股份有限公司（以下简称“海航股份”）、山西航空有限责任公司和云南石林航空旅游服务股份有限公司分别持有公司 48.87%、51.00% 和 0.13% 的股权。后经历次注册资本变更及股权转让，截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 176682.59 万元，海航股份持有其注册资本 86.68% 的股权，云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）持有其注册资本 13.32% 的股权，海航股份为控股股东。截至 2016 年 9 月底，公司实收资本为 161019.96 万元，注册资本与实收资本的差异 15662.64 万元为云南省国资委以昆明新机场土地使用权二期出资¹，因相关土地的使用权证尚未办理完毕，公司将其暂时计入“资本公积”科目。

公司经营范围：国内（含港澳台）航空客货运输业务；至周边国家的国际航空客货运输业务；货物进出口；保险兼业代理；礼品销售；

景点及演出门票代售；酒店代订；汽车租赁；广告经营。公司主业是航空运输。

截至 2016 年 9 月底，公司下设安全监察部、飞行部、运行控制部、保卫及标准管理部、人资行政部、创新发展部、客舱服务部、维修工程部、财务部、市场部、新机场基地建设指挥部共 11 个职能部门。公司下设全资子公司 3 个，即海南国旭实业有限公司（以下简称“海南国旭”）、海南国善实业有限公司（以下简称“海南国善”）和海南航鹏实业有限公司（以下简称“海南航鹏”）²；设分公司 1 个，为云南祥鹏航空有限责任公司成都分公司。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 117.77 亿元，所有者权益合计为 33.21 亿元。2015 年，公司实现营业收入 41.48 亿元，利润总额 4.13 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 123.18 亿元，所有者权益合计为 38.32 亿元；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 37.66 亿元，利润总额 6.00 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市春城路 296 号名仕银航小区办公楼；法定代表人：王延刚。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2017 年注册总额度为 8 亿元的中期票据，本次计划发行的 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）发行金额为 5 亿元，于公司按照发行条款赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金中的 4 亿元用于偿还金融机构借款，1 亿元

¹ 2009 年 6 月，云南省国资委对公司增资（注册资本）23529.41 万元，其中：第一次以货币增资 1 亿元（0.79 亿元计入实收资本，0.21 亿元计入资本公积），第二次以昆明新机场土地使用权作价增加注册资本 15662.63 万元，差额计入资本公积。2009 年 10 月，昆明亚太会计师事务所有限公司对云南省国资委第一次货币资金出资进行了审验并出具了验资报告，但由于云南省国资委用于二期出资的昆明新机场土地使用权尚未变更至公司名下，第二次增资尚未进行验资。2015 年 7 月，云南省国资委出具《股东承诺函》，承诺：①云南省国资委将位于昆明长水国际机场的三宗土地使用权变更至祥鹏航空名下作为其对祥鹏航空的第二期出资，上述三宗土地的使用权自祥鹏航空实际占用之日起，即归属于祥鹏航空，云南省国资委不再享有上述三块土地的国有土地使用权及其附属权利；②如果上述三块地块不能过户至祥鹏航空名下，云南省国资委负有以其对祥鹏航空的第二期出资 1.99 亿元（注册资本 1.57 亿元，资本公积 0.42 亿元）等额的其他资产或现金履行该项出资的义务。

² 2013 年 9 月，公司以人民币 29.85 亿元（收购价格以根据市场价值评估的公允价值确定）的价格从大新华航空受让海南国旭、海南国善和海南航鹏的全部股权。由于上述三家子公司均仅持有土地（三家子公司业务性质均为房地产项目开发），除此之外无其他经营活动，故该收购实质为购买资产，并不构成业务合并。

用于补充流动资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 2 个和其后每个付息日有权选择按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 2 个计息年度利率保持不变，自第 3 个计息年度起，每 2 年重置一次票面利率。其中前 2 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差³，如公司在第 2 个计息年度末不行使赎回权，从第 3 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 3 个计息年度至第 4 个计息年度内保持不变；此后每 2 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司的违约事件，每笔递延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。如公司决

定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，公司①向普通股股东分红或上缴利润；②减少注册资本；如果公司在某个付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 个基点且仅上调一次，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。在有递延支付利息情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得从事下列行为：①向普通股股东分红或上缴利润；②减少注册资本。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 3 个计息年开始每 2 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据在除发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。自公司成立至今，无分红、上缴利润或减少注册资本的历史。根据相关条款，若公司出现利息递延的情况，则自下一个计息年度起，本期中期票据票面利率将在上一个年度的基础上再上调 300 个基点（且仅上调一次），公司强制付息事件约束力较强。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中

³ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维

持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入

的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 航空运输行业

(1) 行业现状

行业与 GDP 的关系

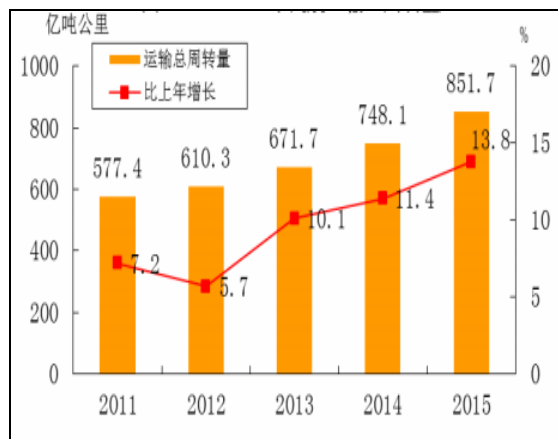
航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性。根据发达国家经验，在居民收入突破一定水平后，航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5~2 倍，且行业成长期长达 30~40 年。2007~2014 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 13.17% 和 9.77%，约为 GDP 增速（14.47%）的 0.91

倍和 0.68 倍。2015 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 14.78% 和 10.40%，约为 GDP 增速（6.90%）的 2.14 倍和 1.51 倍，已接近发达国家水平。

行业需求

从需求上来看，近年来全行业运输周转量不断增长，增速波动上升。2015 年，世界经济增速放缓，国内经济下行压力较大，但在刚需支撑下，民航主要运输指标继续保持平稳较快增长。据民航局官方公布，2015 年全行业完成运输总周转量 851.65 亿吨公里，比上年增长 13.80%；完成旅客周转量 7282.55 亿人公里，比上年增长 15.00%；完成货邮周转量 208.07 亿吨公里，比上年增长 10.80%。从国内、国际航线看，国内航线完成运输总周转量 559.04 亿吨公里，比上年增长 10.00%；其中港澳台航线完成 16.22 亿吨公里，比上年增长 0.30%；国际航线完成运输总周转量 292.61 亿吨公里，比上年增长 21.90%。

图 1 近年中国民航运输总周转量



资料来源：中国民用航空总局

行业供给

从国际航空公司在国内的飞机投放看，受国内航权尚未完全放开影响，国际航空公司只能参与本国和中国间的国际航线业务，对国内运力规模影响较小。从国内航空市场的飞机投放看，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 2014 年底的 2370 架，2015

年全年共新增飞机 362 架。根据目前各航空公司购买飞机的计划来看，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定增速，运力投放将有所增加。

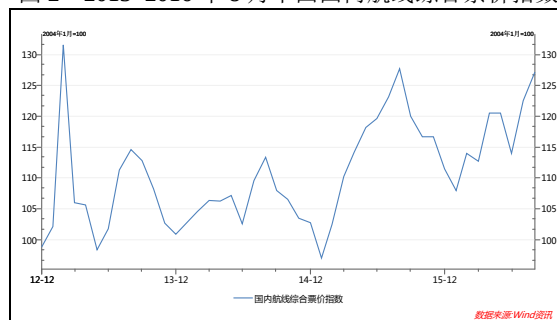
从飞机利用率看，自 2008 年金融危机之后，民航运输飞机平均日利用率在 2010 年出现了短暂的反弹，2011 年与 2012 年继续落回较低水平，2013 年略有好转后，2014 年继续走入下滑趋势。2015 年，全行业在册运输飞机平均日利用率 9.49 小时，比上年减少 0.02 小时。其中，大中型飞机平均日利用率 9.66 小时，同比减少 0.08 小时，小型飞机平均日利用率 6.58 小时，比上年增加 0.22 小时。

行业经济效益

从运营效率看，行业运营效率保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载客量较 1、2、4 季度高；货运方面，每年 1、2 月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运能扩张计划，航空需求的季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。2014 年，中国民航正班客座率为 81.30%，同比增加 0.3 个百分点；正班载运率为 71.90%，同比降低 0.3 个百分点。2015 年，正班客座率平均为 82.10%，同比提高 0.70 个百分点；正班载运率平均为 72.20%，同比提高 0.31 个百分点。

从票价水平看，2013 年，机票价格延续了 2012 年年末的跌势，在春节期间出现了“跳水”，加之限制“三公消费”等政策的出台，头等舱及商务舱票价下滑严重。2014 年票价指数总体低于 2013 年同期水平，航空公司采取弃价保量策略以保证客座率，与此同时七月末到八月中旬的航空管制也给航空业造成了一定的负面影响。2015 年上半年民航票价指数有所回升，2015 年 8 月达到高位后快速下滑，2016 年一季度，受春节假期等因素影响有所反弹，6 月经历低谷后 7 月反弹。

图 2 2013~2016 年 8 月中国国内航线综合票价指数



资料来源：Wind 资讯

行业竞争

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

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

中央控股公司实力最为雄厚，机组规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为中国航空集团公司（以下简称“国航集团”）；下辖中国国际航空股份有限公司（国航股份，SH.601111）、南航集团（下辖中国南方航空股份有限公司（南航股份，SH.600029）和中国东方航空集团公司（以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东航股份，SH.600015）），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。良好的区位优势

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。

表 1 2015 年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	南航股份	国航股份	东航股份	海航股份
运营指标				
可用座公里（亿客公里）	1721.05	2148.1	1817.9	752.0
机队规模（架）	667	590	535	202
飞机日利用率（小时）	9.63	9.52	10.03	9.67
平均客座率（%）	80.5	79.9	80.5	88.19
平均载运率（%）	69.5	54.73	70.71	87.54
财务指标				
资产总额（亿元）	1862.50	2137.04	1987.09	998.98
营业收入（亿元）	1114.67	1063.93	938.44	352.25
政府补助（亿元）	23.65	9.39	41.31	7.56
利润总额（亿元）	63.41	90.43	56.71	39.14
经营性净现金流（亿元）	257.13	317.53	243.25	125.36
主营业务毛利率（%）	17.63%	23.04%	17.99%	24.27%
资产负债率（%）	73.38%	68.84%	80.76%	69.24%

资料来源：上市公司年报

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

南航股份作为目前国内机队规模最大的航空公司，在绝对运输能力及运力结构优化方面具备相对优势。公司持续完善国内国际网络布局，优化运力结构，重点拓展国际航线，以达到形成通达全球、国内国际相互补充、枢纽基地相互支撑的枢纽网络的目标。

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

国内航空公司中，除三大航以外，作为第

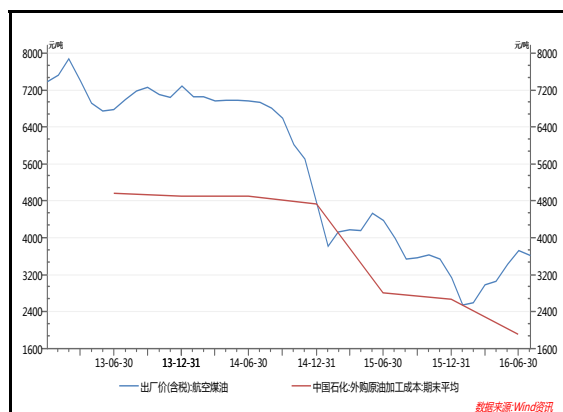
二梯队有海航集团等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。从行业集中度来看，2015 年，中国旅客吞吐量排名前五位的民航机场合计完成旅客吞吐量 28720.01 万人次，占全部旅客吞吐量的 31.40%，较上年下降 0.86 个百分点；货邮吞吐量排名前五位的民航机场合计完成货邮吞吐量 827.27 万吨，占全部货邮吞吐量的 58.70%，较上年下降 0.24 个百分点；起降架次排名前五位的民航机场合计完成飞机起降架次 204.82 万架次，占全部飞机起降架次的 23.91%，较上年下降 0.71 个百分点。整体看，中国民航机场业务中货邮吞吐量集中度较高，旅客吞吐量和飞机起降架次集中度尚可，2015 年，中国民航机场业务集中度呈小幅下降趋势。

（2）行业关注

航油价格波动

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

图3 航油价格和原油价格走势

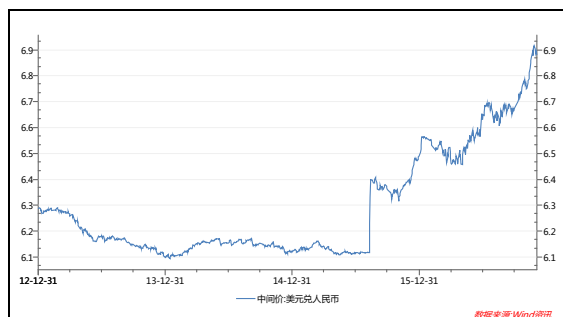


资料来源: Wind 资讯

2008年下半年以来,受全球经济危机的影响,原油价格冲高回落,在经过2009~2010年的恢复和调整,2011年以来国际原油价格在高位波动。2013年到2014年上半年,WTI原油期货价格呈震荡走势,区间位于80~110美元/桶。2014年下半年,尤其是4季度之后,原油价格呈快速下跌走势,到2015年1月份已跌破50美元/桶;2015年6月反弹至60美元/桶后再次下跌,2016年1月跌破30美元/桶。2016年5月再次反弹至45美元/桶。从短期看,国际原油价格可能维持低位震荡的趋势;同时,国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性,国内大型航空公司的航油均从国内供应商采购,因此航油成本下滑程度尚不能与国际原油价格的表现同步。

人民币汇率变化

图4 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

航空运输业的资产主要为外汇负债资产,因此人民币升值将带来运输资产的增值。2014

年上半年,美元兑人民币出现贬值潮,截至2014年6月30日美元兑人民币价格报收6.1528元/美元,较年初贬值538个基点。其中,6月3日一度贬值到6.171元/美元。从2014年下半年以来,美元兑人民币汇率开始震荡下行。截至2014年最后一个交易日,2014年人民币中间价累计下跌0.36%,人民币即期汇率累计下跌2.42%。这也是2005年7月21日人民币汇率改革以来人民币中间价和即期汇率首次出现年度贬值。2015年年初至3月上旬,人民币即期汇率呈现明显的贬值趋势。1月14日至2月2日13个交易日,人民币即期汇率以日均13个基点的速度连续下跌,相对中间价的偏离幅度由745个基点拉升至1200个基点。市场贬值预期逐渐发酵。2015年3月中旬至4月下旬,人民币震荡升值。3月16日-20日,人民币兑美元中间价大幅上调,即期汇率跟随升值,市场贬值预期随之淡化。即期汇率价格在6.12至6.18之间反复震荡。2015年4月下旬至7月中旬,人民币汇率波动趋于稳定。中间价和即期汇率分别围绕6.12和6.20附近窄幅波动。自2015年8月11日,自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来,美元兑人民币汇率出现大幅贬值,截至2016年11月底,美元兑人民币汇率为6.89。在美联储停止QE以及美元进入加息通道、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下,人民币贬值趋势较为明显,航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

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

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

突发性事件影响

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

（3）行业政策

民航局继 2008 年 12 月出台十项措施以促进国内民航业平稳较快发展后，2009 年以来，又先后出台和落实多项细则，包括落实支线航空补贴政策、调整航空公司新开独飞航线的保护期、两舱票价自主定价、国际运输免征营业税等。这些行业政策对国内运输的快速增长、

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

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

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

2013 年 11 月 6 日，中国民用航空局和国家发展和改革委员会联合公开《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》（下称“《通知》”），《通知》指出“对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过 25%，下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平”。以前国内经济舱和两舱票价采用两套定价体系，前者为公有运价，基于政府指

指导价；后者为私有运价，完全自主制定。2010年6月起，两舱票价已经与国际机票定价体系同步，采用私有运价体系，完全市场化自主定价，而放开前头等舱价格为经济舱基价150%，公务舱为经济舱基价130%。2015年1月，国家发改委宣布放开24项商品和服务价格，下放1项定价权限，其中包括铁路和航空客货运价格。发改委相关通知指出：全面放开国内航线货物运价，由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体运价水平；改进基准票价定价办法，由政府审批航线基准票价改为政府制定定价规则，由航空公司按规则自行制定、调整基准票价，变事前审批为事中、事后监管。同时进一步放开101条相邻省份之间、与地面主要运输方式形成竞争的600公里以下短途航线旅客票价。一方面，放开价格管制给航空公司在不同时间段和淡旺季更多自主定价权，使得航空公司可以提高上座率、充分利用资源；另一方面，在国内整体上运力过剩仍将持续，未来数年时间还将成立一批地方航空公司的背景下，放开票价管制后价格竞争将日趋激烈。

2013年11月18日，中国人民解放军总参谋部和中国民用航空局联合发布了《通用航空飞行任务审批与管理规定》(下称“《规定》”),《规定》的第五条细则提到“除以下九种情况外，通用航空飞行任务不需要办理任务申请和审批手续，但在飞行实施前，须按照国家飞行管制规定提出飞行计划申请，并说明任务性质”，这就意味着普通的通航飞行任务（只要不涉及军事、国防、领土边界）不再需要通过军方来办理任务申请和审批手续，而只需提前向民航局提出飞行计划申请即可，虽然不是低空的完全开放，但在一定程度上简化了通航飞行的流程，有利于航空业的发展。

2011年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。从2012年1月1日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点。至此，

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

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

映市场供求关系和竞争状况，满足不同类型消费者需要。

（4）未来发展

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

2. 云南省航空运输业概况

云南省地处西南边陲，是中国西南地区的门户和桥头堡，优越的地理位置和丰富的旅游资源带动云南省民航事业迅猛发展。目前云南省内已形成以昆明长水国际机场为中心，西双版纳、丽江、大理等 13 个地州机场为支点的两级运输网；同时，云南省不断加强国际航空市场开发力度，已开通超过 60 条国际及地区航线。

受多山地形的限制（山地占比超过 90%），云南省公路、铁路等交通基础设施建设进展缓慢，铁路项目修建难度高、投资规模大；近年来大量修建的高等级公路一定程度上缓解了省内交通压力，但主要的高等级公路集中在滇中区域，其它区域分布不多，对民航业分流作用有限。新开通运营的沪昆高铁、成都和重庆机场的分流效应等因素将对云南省航空运输业产生一定影响，但预计未来一段时间内，航空客运仍将是云南省重要的交通运输方式。

公司拥有昆明、丽江和成都三个运行基地。2013~2015 年，昆明长水机场旅客吞吐量年均复合增长 12.42%，2015 年旅客吞吐量居全国第 7 位，为 3752.31 万人次，同比增长 16.40%；昆明长水机场是继北京、广州、上海之后国家

第四个门户枢纽机场，公司作为昆明机场 6 家基地航空公司之一（2016 年新增红土航空），优势显著。丽江机场旅客吞吐量三年复合增长率为 18.61%，2015 年为 562.63 万人次，同比增长 16.0%，公司作为丽江机场 5 家基地航空公司之一，运力和市场占有率均处于领先地位。

总体看，云南省交通运输中航空运输占比大，近年来，随着旅游行业的回暖，公司面临良好的区域发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 176682.59 万元，实收资本为 161019.96 万元，其中海航股份持有公司注册资本 86.68% 的股权，云南省国资委持有注册资本 13.32% 的股权。海航股份为公司控股股东。

2. 企业规模和竞争实力

公司是海航股份航空运输业务的重要经营主体之一，总部设在云南省昆明市，拥有昆明、丽江和成都三个运营基地，在航班时刻获取、运营维修设施保障、机场基础设施使用等方面享有基地航空公司的优势。截至 2015 年底，公司在云南省的市场占有率约为 12.90%，仅次于东航云南、居第二名；此外，公司作为昆明市第二大基地航空公司（第一为东航云南），2016 年 9 月底在昆明机场的市场占有率为 13.63%（较 2015 年底上升 0.73 个百分点）；公司在丽江机场基地航空公司中排名第二（仅次于首都航空），2016 年 9 月底市场占有率为 18.92%（较 2015 年底的 19.57% 略有下降）。此外，公司另一基地成都机场竞争激烈，公司 2015 年市场占有率在 3% 左右。

截至 2016 年 9 月底，祥鹏航空共运营 36 架客机，已开通运营 82 条航线，通航国内外 64 个城市（其中国际及地区城市 10 个）。公司形成了以西南为中心，覆盖大部分省会及重点城市，辐射东南亚、日韩等国际和地区的航线网

络。

2015 年，公司共完成运输周转量 7.93 亿吨公里（同比增长 15.20%），实现旅客运输量 683.38 万人次（同比增长 20.08%）；2016 年 1~9 月，公司共完成运输周转量 7.37 亿吨公里，实现旅客运输量 611.07 万人次。

公司先后获得中国最佳旅游供应商特别贡献奖、“消费者信赖企业”、用户满意优质奖、

“中国最佳雇主昆明十强”等荣誉称号，2016 年 6 月获得“2016 中国十佳特色航空公司”殊荣，7 月获得“全国交通运输企业诚信建设先进单位”称号，10 月获世界旅游大奖（WTA）上颁发的“亚洲国内领先航线奖”；11 月获民航传播峰会（CACS）“最佳营销传播”奖等。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司共有董事、监事及高级管理人员共 15 人。

公司董事长王延刚先生，1964 年生，本科学历；1992 年 10 月进入海航集团工作，历任金鹿公务机公司总经理助理、飞行队队长、总飞行师，金鹿公务机有限公司常务副总经理、首席运行官、总经理、总裁；2010 年 4 月调入祥鹏航空，现任公司董事长。

公司总裁丁拥政先生，1977 年生，硕士研究生学历；2002 年进入海航集团工作，历任海南海航金鹏航空销售有限公司销售管理部副经理、幸运国际旅行社有限公司上海分社总经理、幸运金鹿航空旅游集团上海和北京分社总经理、海航股份规划研发部经理、市场销售部经理、海南海航航空销售有限公司总经理、总裁等职务；自 2012 年 9 月至今任公司总裁。

截至 2016 年 9 月底，公司在职工 2275 人，从教育程度来看，大专及以下人员占比 37.45%，本科人员占比 59.30%，研究生及以上人员占比 3.25%；从专业构成来看，飞行员占比 25.41%，乘务员占比 32.40%、机务系统人员占比 2.33%、舱务系统人员占比 3.65%、其他行政人员占比 36.22%；从年龄构成来看，30 岁以下员工占比 69.32%、30~50 岁占比 27.87%，50

岁以上占比 2.81%。

总体看，公司高管具备多年相关行业从业经历和丰富的管理经验，员工学历水平较高，专业及年龄构成符合行业特点。

4. 股东及政府支持

海航支持

除资本金注入外，公司作为海航股份旗下航空运输业的主要经营主体之一，持续获得控股股东海航股份及关联方海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）在飞机引进、航材采购、航空资源共享、管理制度等方面的大力支持。

航空运输业属于重资产行业，飞机及发动机的引进和维护作为最重要的资本支出之一，对航空公司规模扩张、成本控制等各方面影响显著。公司主要通过自购、融资租赁和经营租赁（含湿租）三种方式引进飞机：1）公司的飞机采购工作由股东海航股份负责，统一采购，海航股份利用其规模优势和较强议价能力与飞机制造商协商谈判，极大降低了公司的飞机购买成本、提高采购效率；2）公司融资租赁和经营租赁的主要合作方是海航集团下属企业，截至 2016 年 9 月底，公司经营租赁 28 架飞机中有 9 架来自海航集团，融资租赁的 6 架飞机中全部来自海航集团（其中 3 架来自扬子江国际租赁有限公司，1 架来自长江七号租赁有限公司，2 架来自长江八号租赁有限公司）；此外，2012 及 2014 年，公司通过湿租方式从海航股份租赁 2 架波音 737-800 型飞机（及其机组和乘务组），在补充运力的同时节省了公司的人工培育成本。

航材采购及维修方面，公司同海航股份签订发动机、APU 和起落架维修服务协议，根据协议，由海航股份负责相关的旧件送修、备件支援、报关运输及随飞机退租等工作，祥鹏航空按协议约定价格（每年 12 月份根据上一年实际发生的平均大修费用为准确定次年发动机、APU 小时使用费率和循环使用费率，协议期限 10 年）支付维修服务费。针对航材供应、维修、

仓储和运输，公司与海航股份签订《航材保障协议》，由海航股份负责建立航材库存、保障航材和消耗件使用需求，并提供全年365天24小时保障AOG，祥鹏航空根据协议约定价格支付航材使用费、运输费和航材维修费（每年12月31日之前，双方对飞行参数以及其他运行条件标号对飞机销售费率的影响进行评估，协商确定下一年度的飞机小时费率）。维修方面，公司同海航航空技术（云南）有限责任公司签订《协议维修单位总协议》，与海航航空技术有限公司签订《工程维修与技术支援总协议》，由海航集团下属企业为公司提供在机队技术管理、航线维修、基地维修、附件维修等方面提供服务，祥鹏航空按月支付维修服务费。公司的航材采购、维修服务价格由双方协商确定，并于每年末根据上年实际情况评估后确认下一年价格，减少了购买过程中的中间费用，因此采购价格略低于市场价格；此外，统一采购及维修有利于保障维修质量，节约、控制维修成本，提高公司飞机运营效率，有利于提升公司运力的持续及稳定性。

海航股份作为国内四大航空公司之一、中国大陆地区唯一的五星航空，近年来快速发展壮大，拥有北京、海口、广州等8个运营基地和多个航空运输站，公司作为其重要子公司之一，通过基地及其他航空资源（地服、过站检测和维修、飞行员和乘务员培训等）共享，不断优化航线结构、提高公司运营效率。

此外，海航集团及海航股份在派驻高管、推行上市公司较为规范的管理制度、为公司借款提供担保等方面提供很大的支持。但联合资信也关注到，公司与股东及海航集团下属企业业务往来密切，关联交易频繁，存在一定或有损失风险。

政府支持

资本金注入方面，公司的股东云南省国资委以货币资金和土地的形式对公司注资，扩大公司规模。

财政补贴方面，公司持续获得国家及地方

政府拨付的支线航空补贴、航线补贴、节能减排补贴等支持。2013~2015年，公司分别获得政府补助收入0.51亿元、1.05亿元和1.18亿元，年均复合增长52.15%，2016年1~9月，公司获得政府补贴收入0.95亿元。随着航线网络快速拓展，公司所获航线补贴快速增长带动政府补助收入持续增加。

表2 公司主要政府补贴情况（单位：万元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
民航局支线航空补贴	1361.00	1216.00	1216.00	1720.00
各地政府及机构的航线补贴	3727.00	8017.00	9488.85	7199.07
节能减排补贴	24.00	1295.00	1129.00	532.00
合计	5112.00	10528.00	11833.85	9451.07

资料来源：公司提供

税收方面，根据国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]59号）规定：对设在西部地区以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其当年度主营业务收入占企业收入总额70%以上的企业，经申请，主管税务机关审核确认后，可减按15%税率缴纳企业所得税，优惠期为2011年1月1日至2020年12月31日。祥鹏航空（本部）2013~2016年前三季度均按15%的优惠税率缴纳企业所得税。

六、管理分析

1. 法人治理结构

为了规范公司内部的组织行为，保护公司、股东和债权人的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》，建立了如下法人治理结构：

公司设股东会，由全体股东组成，是公司权力机构，由股东按照出资比例行使表决权。公司设董事会，对股东会负责。董事会由5人组成，海航股份提名4名董事，云南省国资委提名1名董事（云南省国资委提名的董事对章

程中的相关事项具有一票否决权)。董事会设董事长 1 名,由海航股份提名,是公司的法人代表;设副董事长 2 名(其中一人兼党委书记),副董事长兼党委书记由云南省国资委提名,另一名副董事长由海航股份提名。董事每届任期 3 年,经股东提名可连任。

公司设监事会,监事会由 5 人组成,其中 2 名候选人由海航股份提名推荐,云南省国资委推荐 1 名,职工代表由公司职工通过职工代表大会选举产生 2 名。监事会设主席 1 名,由云南省国资委提名。

公司实行董事会领导下的总裁管理团队负责制,设总裁 1 名,由董事会聘任,对董事会负责;设团队成员 6 名,包括副总裁 3 名、财务总监 1 名、市场总监 1 名和安全总监 1 名,其中云南省国资委提名 1 名副总裁,海航股份提名财务总监,其他成员由总裁推荐、董事会聘任。

2. 管理水平

公司内设安全监察部、飞行部、运行控制部、保卫及标准管理部、人资行政部、创新发展部、客舱服务部、维修工程部、财务部、市场部、新机场基地建设指挥部共 11 个职能部门,部门设置能够满足日常管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范,制定了较为完备的内部控制制度,包括财务管理、重大投资管理、融资管理、人力资源管理、安全和质量管理、突发事件应急管理 etc。

安全管理方面,公司设立安全委员会统筹管理公司安全事宜;总部设有安全监察部,下设监察中心、安全信息中心、风险管理中心和服务质量管理中心四个附属机构,负责组织公司各级风险管理工作,开展安全培训,组织定期安全运行趋势评估,按公司规定开展安全事件调查及负责与民航局航相关部门沟通联络等。

财务管理方面,公司财务部下设现金流管理中心、核算管理中心、预算管理中心、财务

稽核中心等,分别从财务管理制度的编制和落实、资金的平衡与调度、会计核算、重大项目投资决策流程、成本管控、财务风险识别及评估等方面规范了公司的财务管理体系。

飞行及运控方面,公司飞行部根据 CCAR-121 部以及国家、民航局有关规定和公司的飞行运行系列手册对飞行人员实行专业化管理,组织安全和航空安保知识培训;运行控制部利用飞行运行控制系统,通过席位制管理,对公司航班生产等飞行活动进行组织指挥、控制、协调,努力提高运行品质,保证飞行安全。

总体看,公司已建立较为健全的法人治理结构及整套管理制度,并不断完善内部管理系统,综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主业为航空运输业,近三年主营业务收入占营业收入的比重均在 95% 以上;公司其他业务收入为与航空运输有关的退票手续费收入、广告费收入等,规模较小。公司航空运输主业以航空客运业务为主,受其他业务收入快速增长影响,近三年及一期航空客运收入占营业收入比重小幅下降,但仍是公司营业收入最主要的来源。

2013~2015 年,受运力投放不断增加及航线网络日益扩张等因素影响,公司主营业务收入稳步增长,年均复合增幅为 7.90%;2015 年公司实现主营业务收入 40.46 亿元,同比增长 3.34%;2016 年 1~9 月,公司实现主营业务收入 36.34 亿元,为 2015 年全年水平的 89.82%。分板块看,2013~2015 年,公司航空客运收入逐年增长,分别为 34.23 亿元、38.67 亿元和 39.99 亿元,年均复合增幅为 8.09%,受低成本航空转型及市场竞争激烈等因素影响,公司 2015 年航空客运收入增速(2014~2015 年同比增速分别为 12.96% 和 3.42%)有所放缓;2016 年前三季度公司实现航空客运收入 36.02 亿元,

占 2015 年全年的 90.07%。近三年，公司航空货运及逾重行李收入保持相对稳定，2015 年为 0.46 亿元，在营业收入中占比为 1.11%。毛利率方面，2013~2015 年，受航油价格下滑、公司客座率上升及低成本转型策略实施等因素影响，公司主营业务毛利率不断上升，分别为 10.84%、12.94%和 22.11%，2016 年前三季度进一步上升至 25.75%，主业毛利率水平不断提

高。

公司其他业务收入规模小，但近年来呈逐年增长的态势，年均复合增长 68.05%，且其他业务毛利率水平高。2015 年，公司实现其他业务收入 1.02 亿元，以退票手续费为主，其他业务毛利率为 95.03%。2016 年 1~9 月，公司实现其他业务收入 1.32 亿元，为 2015 年全年的 129.41%，其他业务毛利率 93.26%。

表 3 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
1、主营业务收入	34.75	98.97	10.84	39.15	98.58	12.94	40.46	97.54	22.11	36.34	96.50	25.75
航空客运收入	34.23	97.49	--	38.67	97.36	--	39.99	96.41	--	36.02	95.64	--
航空货运收入及逾重行李收入	0.47	1.35	--	0.47	1.18	--	0.46	1.11	--	0.32	0.85	--
其他	0.05	0.14	--	0.01	0.03	--	0.01	0.03	--	--	--	--
2、其他业务收入	0.36	1.03	99.08	0.57	1.42	100.00	1.02	2.46	95.03	1.32	3.50	93.26
退票手续费收入	0.30	0.85	--	0.49	1.23	--	0.76	1.82	--	0.90	2.38	--
广告费收入	0.05	0.15	--	0.05	0.12	--	0.10	0.25	--	0.01	0.02	--
其他	0.01	0.02	--	0.03	0.07	--	0.16	0.39	--	0.41	1.10	--
合计	35.12	100.00	11.75	39.72	100.00	14.18	41.48	100.00	23.90	37.66	100.00	28.12

资料来源：公司提供

注：1、航空客运收入包含燃油附加费收入；2、主营业务收入中的其他收入包括邮运收入等；3、其他业务收入中的其他收入包括机上销售收入、租赁收入、代理收入、服务收入等；4、受四舍五入影响，部分合计数不等于分项之和。

（1）航线布局

公司成立时以运营昆明至周边省会城市航线为主，近年来航线网络不断扩张，公司立足西南，以昆明、丽江和成都基地为中心，实行干线、支线相结合的策略，目前已形成了覆盖全国大部分省会及重点城市，辐射东南亚、日韩等国际和地区城市的航线网络。

2013~2015 年，公司航线及通航城市数量不断增长，截至 2015 年底，公司共运营航线 64 条，通航国内外 52 个城市；截至 2016 年 9 月底，公司共运营航线 82 条，通航国内外 64 个城市。按航线类型划分，截至 2016 年 9 月底，公司支线航线占比为 20.99%，干线航线占比为 79.01%。

表 4 2013~2016 年 9 月底公司航线网络情况

（单位：条、个）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
航线	48	60	64	82
其中：国内航线	48	57	58	70
国际及地区航线	0	3	6	12
通航城市数量	40	46	52	64
其中：国际及地区城市	0	3	5	10

资料来源：公司提供

国内航线部分，公司发挥其基地航空公司在航班时刻、运力等方面的优势，不断拓展国内及省内航线网络，截至 2016 年 9 月底，公司航线网络已覆盖除石家庄、沈阳、广州、南昌等 7 个城市外的大部分省会城市。省内航线方面，截至 2016 年 9 月底，公司在丽江机场和昆明机场市场占有率居领先地位，分别为 18.92% 和 13.63%，区域优势显著。

国际及地区航线方面，2014 年公司首条国际航线昆明—贵阳—新加坡正式通航，截至 2015 年底，公司已开通 6 条国际及地区航线，通航城市包括济州岛、甲米、普吉岛、台中等；2016 年前三季度，公司新增昆明—曼谷、昆明—芽庄、昆明—沙巴、成都—苏梅、昆明—南宁—雅加达、昆明—南宁—巴厘岛等国际和地区航线。针对国际航线，公司主要通过旅游包机的模式运营，主要合作方包括天津安科运达航空服务有限公司、温州联合航空服务有限公司、云南顺景国际旅行社等；收费模式方面，包机费用以航线运营成本为基础，结合季节、供需等因素协商决定。由于国际航线的开通与运营需要航线资源、市场、人员培养及航班时刻等多因素协调，培育期较长，旅游包机模式不仅保障了公司的利润水平，对于降低国际航线开航初期风险、提高公司知名度等方面均具有积极作用。随着国际航线开通数量的增加，公司将结合自身在国际市场中的发展状况，以自营模式逐步替代包机运营；2016 年 7 月，公司开通昆明—曼谷航线，运营方式为自营，目前客座率和盈利能力弱于包机模式，主要系自营航线目前正处于客户培育及市场拓展的试运营阶段，未来随着公司客户群及运营管理经验的积累，获利能力有望得到提升。

（2）机队建设

近年来，公司机队规模不断扩大，2013~2015 年公司飞机支出规模（三种方式合计）分别为 5.29 亿元、5.33 亿元和 5.34 亿元；截至 2015 年底，公司共拥有 28 架飞机。2016 年前三季度，公司通过经营租赁方式新增飞机 8 架，机队规模扩大至 36 架。从机型上看，公司机队以波音 737-700（含波音 737-700HH）和波音 737-800 两个机型的飞机为主，2016 年 9 月底分别为 12 架和 15 架，其他机型包括 3 架空客 A319、6 架空客 A320。目前公司机队平均机龄为 3.5 年，飞机日利用小时为 11.33 小时，处于行业较好水平，有助于公司成本控制和提升运营效率。

表 5 2013~2016 年 9 月底公司机队情况

（单位：架、小时/日）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月底
机队规模	22	26	28	36
飞机日利用小时	10.01	10.12	10.51	11.33
经营租赁数量	16	18	20	28
融资租赁数量	6	6	6	6
自购数量	--	2	2	2

资料来源：公司提供

公司飞机的购买方式包括自购、融资租赁和经营租赁三种。截至 2016 年 9 月底，公司运营 36 架飞机中，贷款自购飞机 2 架，融资租赁 6 架，经营租赁 28 架。2014 年，公司占用国家中长期外债指标从中国建设银行首尔分行贷款 1.15 亿美元购买 2 架飞机（贷款期限为 10 年）。截至 2016 年 9 月底，公司以融资租赁方式引进 6 架飞机，主要融资租赁合作方包括扬子江国际租赁有限公司、长江七号租赁有限公司和长江八号租赁有限公司，均为海航集团下属企业；公司按季支付租金及利息，平均成本约为 380 万元/季/架。截至 2016 年 9 月底，公司经营租赁飞机中有 9 架来自海航集团（其中，海航股份采用湿租方式租赁 2 架），另外 19 架来自 CIT AEROSPACE INTERNATIONAL、ILFC IRELAND LIMITED 等公司（境内 3 家、境外 8 家），租金以美元计价，公司经营租赁按月支付租金及利息，平均成本约为 32 万美金/月/架。

（3）运输能力和运输效率

从运力投放看，2013~2015 年，公司可用座公里快速增长，年均复合增长 16.11%，运力投入持续提升，为公司业务扩张提供有力支撑。2015 年，公司可用座公里为 961537 万座公里，同比增长 11.60%。2016 年 1~9 月，公司可用座公里为 883084 万座公里，同比增长 23.15%。

表 6 公司近年运输能力及运输效率情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
可用座公里/ASK (万座公里)	713221	861569	961537	883084
其中：国内	713221	852463	913135	792587
国际和地区	--	9106	48402	90497
运输周转量 (万吨公里)	56076.13	68850.62	79318.21	73723.93
平均载运率 (%)	73.82	76.25	82.20	86.21
旅客运输量 (万人次)	466.76	568.26	682.38	611.07
其中：国内	466.76	566.31	668.53	580.40
地区	--	0.59	3.32	3.29
国际	--	1.36	10.53	27.38
平均客座率 (%)	80.66	83.02	87.79	89.58
货邮运输量 (吨)	31600	33300	34980	24391
飞机日利用率 (小时/日)	10.01	10.12	10.51	11.33

资料来源：公司提供

从实际运输情况来看，2013~2015 年，公司运输总周转量年均复合增长 18.93%，高于运力投入增速（ASK 增速）。2013~2015 年，公司旅客运输量年均增长 20.91%，2015 年共运送 682.38 万人次，同比增长 20.08%。2013~2015 年，公司货邮运输量年均复合增长 5.21%，2015 年为 3.50 万吨。公司以客运为主，无专业货机机队，货邮运输主要通过合理利用客机舱腹实现运载。目前，公司将货源组织以及其他销售委托给海航股份代为管理并支付管理费。2016 年 1~9 月，公司实现运输周转量 7.37 亿吨公里，为 2015 年全年的 92.95%。

运输效率方面，2013~2015 年，公司飞机日利用小时数呈逐年增长趋势，2015 年为 10.51 小时，高于行业平均水平（9.49 小时/天）。同时，受近年来航空需求提升、公司低成本航空转型等因素影响，公司近三年平均载运率和平均客座率均呈逐年上升趋势，2015 年分别为 82.20%和 87.79%；2016 年 1~9 月，公司平均载运率和平均客座率较 2015 年分别增加 4.01 个和 1.79 个百分点至 86.21%和 89.58%。

总体看，随着机队规模的扩大，公司运力和运量快速上升，同时，受航空需求上升、公司经营战略调整等因素影响，运输效率处于行业中较好水平且呈逐年上升趋势。

（4）客运销售

2013~2015 年，随着运力投放增加及航线网络扩张，公司客运收入逐年增长；分区域看，2015 年国内航线收入占比为 95.95%（同比下降 2.99 个百分点），2016 年前三季度为 90.44%，随着国际航线的拓展，国际航线收入贡献比重呈上升趋势。

公司机票销售主要采取直销和分销相结合的销售模式。公司通过客服电话及公司官网进行直销，授权具有相关资质的代理人（含海航集团旗下销售公司）分销公司客票。公司需向分销代理人支付一定比例的代理手续费。近年来，公司直销比例不断上升，2016 年前三季度，直销比例上升至 50.45%。

表 7 公司各销售模式占比（单位：%）

模式	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
直销	16.81	17.59	33.68	50.45
分销	83.19	82.41	66.32	49.55
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

定价策略方面，对于国内航线，公司以基准票价为基础，结合自身发展策略、市场供需、营业成本等因素在规定的浮动范围内定价。受竞争加剧、公司低价航空转型、航油成本下降

带动公司平均运营成本下降等因素影响，公司平均票价由 2013 年的 724 元下降至 2015 年的 583 元，座公里收入下降至 0.42 元/座公里；2016 年前三季度，公司平均票价小幅反弹至 589 元，座公里收入上升至 0.43 元/座公里。近年来，公司航空客运收入逐年增长，但受竞争激烈及低成本航空转型影响，公司 2015 年平均票价快速下降，航空客运收入增速有所放缓。

表 8 公司票价及座公里收入情况

(单位：元、元/座公里)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
平均票价	724	719	583	589
座公里收入	0.49	0.43	0.42	0.43

资料来源：公司提供

(5) 成本控制

2013~2015 年，随着机队规模的扩大和航线网络的扩张，公司营业成本呈上升趋势，但受 2014 年下半年以来航油价格大幅下滑及公司低成本航空转型，近三年公司营业成本波动中小幅增长，年均复合增幅为 0.93%。从构成上看，公司主营业务成本主要为航空油料、飞

机拥有成本、起降费及维修成本，2015 年上述四项成本占主营业务成本比重分别为 30.49%、13.01%、16.52%和 17.36%（合计占比 77.38%）；近三年，除航油成本、飞机拥有成本波动下降，其他营业成本均呈上升趋势。

分科目看，受航油价格快速下降及公司提升航油利用效率等影响，近三年航油成本在公司主营业务成本中占比逐年下降，2015 年为 30.49%；2015 年，公司飞机拥有成本/租金同比下降 7.75%，主要系 2015 年公司经营租赁飞机续租租金同比下降所致；2013~2015 年，公司维修成本逐年上升，主要系：①受飞机运行时间增长，部分飞机达到大检（C 检）年限，检修成本相应增加；②在低成本转型策略下，2015 年公司对飞机进行了通舱改造，同时配备机上 WIFI，维修成本相应增长。

2016 年 1~9 月，公司主营业务成本合计 26.98 亿元，为 2015 年全年的 85.61%；随着公司机队规模的扩大，飞机租金、维修及起降费成本均呈上升趋势；此外，受航油价格下降影响，航空油料成本在公司主营业务成本中的比重进一步下降至 25.87%。

表 9 公司主要营业成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年	占比	2014 年	占比	2015 年	占比	2016 年 1~9 月	占比
航空油料	143682.45	46.37	153940.35	45.16	96088.80	30.49	69805.30	25.87
飞机拥有成本/租金费用	44199.06	14.26	44443.25	13.04	41000.45	13.01	37730.63	13.98
维修成本	27946.77	9.02	34197.66	10.03	54720.96	17.36	45154.90	16.73
起降费	37214.40	12.01	40736.16	11.95	52080.98	16.52	45241.72	16.77
人力资源成本	18265.59	5.89	20895.13	6.13	24800.78	7.87	13677.55	5.07
折旧及摊销	9967.50	3.22	15912.38	4.67	17606.46	5.59	13444.32	4.98
其他	28582.10	9.22	30765.20	9.02	28892.94	9.71	44784.08	16.60
合计	309857.87	100.00	340890.13	100.00	315191.37	100.00	269838.50	100.00

资料来源：公司审计报告、公司提供

注：1、2015 年，公司对营业成本科目进行重新调整，为增强可比性，表中 2014 年数据为 2015 年审计报告中披露的 2014 年度数据；2、飞机拥有成本包括飞机及发动机的租金及关税；3、其他成本主要包括培训费用、航材采购成本等。

表 10 公司单位成本指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
航油采购均价（元/吨）	7673	7263	4574	3638
起降费（万元/班）	0.88	0.97	0.96	0.97

维修成本（万元/小时）	0.58	0.46	0.48	0.45
机组费用（元/班）	400	393	413	330
座公里成本（元/ASK）	0.49	0.46	0.42	0.37
配餐（元/人）	8.93	5.08	2.51	2.50
不正常航班费（元/人）	5.21	3.20	3.83	2.92

资料来源：公司提供

航油作为公司生产经营所需主要原材料，航油价格波动对公司的经营业绩及盈利能力影响大。航油采购方面，公司有较为固定的采购渠道，航油供应商相对固定且集中，主要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、海南美亚实业有限公司等；公司航油结算方式主要为预付款。2013~2015 年，公司航油采购量分别为 19.3 万吨、22.4 万吨和 24.1 万吨；2016 年 1~9 月，公司共采购航油 21.49 万吨。自 2014 年下半年以来，国际油价快速下滑，公司航油采购均价不断下降，2015 年采购均价为 4574 元/吨，较 2014 年均价下降 37.02%，2016 年前三季度进一步下降至 3638 元/吨。此外，公司采取包括减少返航备降率、降低油耗等节油方案，提高航油利用率，2016 年 1~9 月，祥鹏航空小时耗油为 2.38 吨/小时。

飞机拥有成本即公司经营租赁租金及相关费用，针对每一架飞机，公司与租赁公司签订租赁合同，约定租金支付方式、周期、税务、交付与退租、飞机维护等内容。公司目前经营租赁平均成本为 32 万美元/月/架，按月或按季支付租金。

公司的航材主要通过定购方式采购，航材需求主要包括：新飞机引进后的航材首批订货、差异航材补充订货、日常航材订货、加改装订货等。公司航材由海航股份采购部统一采购。公司确定所需航材后，由海航股份采购部代公司采购、办理报关手续等，然后公司支付相关款项至海航股份，由其代理结算。

此外，公司采取的低成本措施还包括取消头等舱商务舱、提高可提供座位数，实施快速过站、提升飞机利用率，组包维修等，近年来，随着公司低成本航空转型，公司座公里成本逐

年下降，2015 年为 0.42 元/ASK，2016 年三季度进一步降至 0.37 元/ASK。

2. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数呈逐年增长趋势，三年分别为 13.31 次、14.27 次和 16.16 次；公司存货周转次数逐年下降，三年分别为 1298.65 次、1264.12 次和 907.47 次；公司近三年总资产周转次数分别为 0.41 次、0.38 次和 0.37 次，呈逐年下降趋势。

3. 投资计划

公司未来主要资本支出包括成都新机场基地建设项目以及分期支付飞机购买款项等。

2016 年 1~9 月，公司引进 8 架飞机，9 月底飞机数量达 36 架。2016 年 10~12 月，公司引进飞机 6 架（2016 年新引进的 14 架飞机全部为经营租赁），退租 1 架飞机，截至 2016 年底，公司飞机数量为 41 架。2017~2019 年，公司分别计划引进 16 架、18 架和 20 架飞机。

成都新机场基地建设项目：为满足成都及周边地区航空运输增长需求，国家发改委批准建设成都新机场，公司计划在成都新机场周边集中征地 239 亩建设成都基地，具体用途包括办公、工程维修基地、机库、空勤人员训练、生产业务综合培训等。根据国家发展改革委于 2016 年 4 月批复的《国家发展改革委关于成都新机场工程可行性研究报告的批复》（发改基础【2016】848 号），公司成都基地工程批复总投资 14.88 亿元，其中资本金出资 30%，剩余资金由公司利用银行贷款解决（截至本报告出具日，暂无相关投入）。成都新机场基地建设完工后，公司作为海航股份下属首家入驻成都新

机场的基地航空子公司，将获得股东及海航集团的大力支持。

此外，公司昆明新机场基地建设项目计划总投资 17.48 亿元，建设内容包括综合保障区、机务维修区和配餐区三大功能区。项目自 2011 年 8 月开工建设，分两期建设。一期工程综合保障区工程已于 2014 年 9 月 25 日顺利完成竣工验收并于 2015 年 6 月正式投入使用。截至 2016 年 9 月底，昆明新机场基地建设项目累计投资 8.30 亿元（固定资产 6.01 亿元，在建工程 2.29 亿元尚未结转）。昆明新机场基地目前尚能满足公司机队需要，但随着公司客机数量的增加，昆明新机场基地二期建设项目预计于 2020 年开工建设。公司未来存在一定资本支出需求。

4. 未来发展

“十三五”期间，公司的战略总目标是成为立足西南、面向国内和国际、品质卓越、具有行业标杆地位的低成本航空公司。

飞机引进方面，公司将持续扩大机队规模，保持整体机队以 30.36% 的平均增速扩张，力争在“十三五”末期，实现整体机队规模 104 架。

航线网络建设方面，针对国内航线，公司将围绕云南民航强省建设总体目标，增开省内环飞航线，实现省内各机场航线网络的全覆盖，开发昆明至西南周边省份 1.5 小时左右航距的未通航城市，稳定昆明 2 小时左右航距城市的航班密度，增加昆明 3 小时左右航距的国内干线通航点。与此同时，公司将新增郑州作为重点发展航点，继续加大郑州始发航线的运力投入，为加大华北地区的航线布局奠定基础。针对国际及地区航线，公司将充分利用与东盟各国的航权及 72 小时过境免签等政策，重点开通昆明至东亚、南亚、东南亚国家旅游航线，以及港澳直飞航线；同时，根据宽体机引进计划，公司将适时开辟洲际航线。

2017 年，公司将继续推进低成本航空转

型，以满足目标客户需求为导向，发挥区域特色和优势，不断降低运营成本；同时，公司不断提升品牌形象，强化客户关系管理，通过持续的品牌建设，提升品牌溢价；加快公司信息化建设，运用云数据平台等 IT 新技术，提升公司管理效益和水平；加强飞行员引进、转升培养力度，优化人员结构，提高人力资源核心竞争力。

总体看，作为海航股份航空运输业务重要经营主体之一，近三年公司航空运输主业发展情况良好，其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标逐年增长，航空客运收入持续攀升。2015 年以来，公司经营战略逐渐向低成本航空转型，经营效率有所提升，但收入增速受票价下降影响增长趋缓。未来，随着公司低成本战略实施效果的进一步显现，公司整体经营效率及盈利水平有望增强。同时，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、沪昆高铁建成通车后的分流影响、人民币汇率变动、公司未来投资规模较大等因素对公司经营带来一定的挑战。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年合并财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2013 年公司合并范围新增海南国旭、海南国善和海南航鹏三家子公司；2014~2016 年 9 月底，公司合并范围无变化。截至 2016 年 9 月底，公司合并范围包括全资子公司 3 家，近年来合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 117.77 亿元，所有者权益合计为 33.21 亿元。2015 年，公司实现营业收入 41.48 亿元，利润

总额 4.13 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 123.18 亿元，所有者权益合计为 38.32 亿元；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 37.66 亿元，利润总额 6.00 亿元。

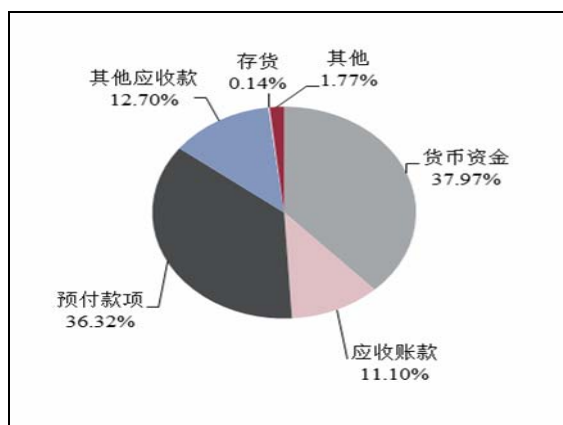
2. 资产质量

公司属于航空运输行业，2013~2015 年，随着航线网络的扩张及机队规模的扩大，公司资产总额逐年增长，近三年分别为 100.81 亿元、105.77 亿元和 117.77 亿元，年均复合增幅为 8.08%；2014 年底公司资产总额增长主要系可供出售金融资产、固定资产和预付款项增长所致，2015 年底资产总额增长主要系预付款项、固定资产和其他应收款等增长所致。从构成上看，公司资产结构以非流动资产为主，近三年非流动资产在资产总额中占比分别为 65.94%、79.23%和 74.93%，呈波动上升趋势。

流动资产

2013~2015 年，受其他流动资产快速下降、其他应收款波动下降等因素的影响，公司流动资产呈波动下降趋势，年均复合降幅为 7.27%；截至 2015 年底，公司流动资产 29.53 亿元，同比增长 34.42%，主要系预付款项和其他应收款增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产构成以货币资金（占 37.97%）、预付款项（占 36.32%）、应收账款（占 11.10%）和其他应收款（占 12.70%）为主。

图 5 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 2.60%。截至 2015 年底，公司货币资金 11.21 亿元，包括银行及财务机构存款 10.99 亿元（占比为 98.04%），库存现金 0.01 亿元和其他货币资金 0.21 亿元（其他货币资金包括定期存款及应付票据保证金）。截至 2015 年底，公司货币资金中有 0.77 亿元银行及财务机构存款存放于关联公司——海航集团财务有限公司。

2013~2015 年，公司应收账款波动中有所下降，年均复合变化率为-5.99%。截至 2015 年底，公司应收账款同比增长 76.56%至 3.28 亿元，主要系应收股东海航股份及关联方的款项增多所致；2015 年底公司应收账款中 66.26%为应收关联方款项，公司不对其计提坏账；从账龄来看，1 年以内款项占 85.58%，1 至 2 年占 11.24%，2 年以上占 3.18%，应收账款账龄短。2015 年底，公司共计提 0.01 亿元坏账准备（计提比例为 0.36%），全部为对第三方应收账款计提的坏账准备。公司应收账款规模有所波动，但主要为应收关联方款项，账龄短，应收账款回收风险较小。

2013~2015 年，公司预付款项分别为 0.60 亿元、4.20 亿元和 10.72 亿元，年均复合增长 322.94%。近年来预付款项的增长主要来自预付母公司海航股份的飞机租赁款项、航材采购款及维修费用等。

2013~2015 年，公司其他应收款分别为 9.03 亿元、0.82 亿元和 3.75 亿元，年均复合下降 35.56%，主要系往来款波动减少所致。公司的其他应收款主要是与海航集团控制企业之间的往来款，关联方其他应收款在 2015 年底其他应收款账面余额中的比重为 85.90%。2014 年其他应收款减少主要系应收海航旅业和西南总部往来款项的减少；2015 年其他应收款增长主要系应收海南金鹿航空销售有限公司往来款项增多。从账龄上看，2015 年底公司其他应收款中 1 年以内占 97.58%，1~2 年占 0.65%，2 年以上占 1.77%。2015 年底公司共计提坏账

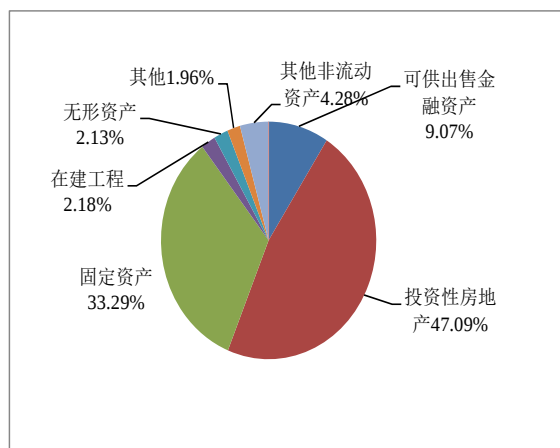
准备 0.01 亿元，计提比例为 0.28%。

2013~2015 年，公司其他流动资产分别为 9.70 亿元、0.65 亿元和 0.48 亿元，年均复合下降 77.85%。2013 年底，公司其他流动资产全部是为海航集团及其控制企业的委托贷款，2014~2015 年底，公司其他流动资产全部为待抵扣的增值税进项税。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 15.22%。截至 2015 年底，公司非流动资产为 88.24 亿元，同比增长 5.30%，主要系固定资产、投资性房地产和其他非流动资产增长所致；非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和可供出售金融资产构成。

图 6 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2014 年底公司新增的可供出售金融资产（包括初始确认时即被指定为可供出售的非衍生金融资产及未被划分为其他类的金融资产）8 亿元主要为公司收购扬子江快运航空有限公司（以下简称“扬子江快运”）18.60%的股权（成本 8 亿元，以成本计量），工商变更手续已于 2016 年 8 月 11 日完成。扬子江快运注册于上海，主营业务包括国内航空旅客运输业务，国内（含港澳台）及国际航空货邮运输业务、货物仓储等。

2013~2015 年，公司投资性房地产小幅增长，分别为 39.12 亿元、39.30 亿元和 41.56 亿

元，年均复合增长 3.07%。2013~2014 年，公司投资性房地产全部为子公司下属大英山地块的土地使用权，采用市场价格法评估、按公允价值计量，截至 2015 年底，根据同致信德（北京）资产评估有限公司出具的评估报告，大英山地块公允价值 40.12 亿元，同比增加 0.82 亿元（2014 年公允价值变动增加 0.18 亿元）；2015 年，公司将其持有的自有房屋对外出租，由固定资产转入投资性房地产（新增投资性房地产 1.44 亿元，含按公允价值计量后公允价值高于账面净值（税后）0.34 亿元）。公司不对投资性房地产计提折旧或摊销。截至 2015 年底，公司投资性房地产中有账面价值为 8.91 亿元的土地使用权已用于借款抵押。

公司固定资产主要包括飞机及发动机、房屋及建筑物、运输工具和办公设备等。2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均增幅为 25.52%，2014 年增长主要来自公司租赁和自购飞机及发动机的增长，2015 年增长主要系长水机场新基地建设工程由在建工程转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司固定资产原值 32.97 亿元，其中包括飞机及发动机 26.40 亿元（其中融资租赁租入 18.80 亿元，自购 7.60 亿元），房屋及建筑物 6.25 亿元（同比增加 4.79 亿元）；公司采用年限平均法计提折旧，2015 年底累计计提折旧 3.60 亿元（其中飞机及发动机计提 3.35 亿元），固定资产账面价值为 29.38 亿元。截至 2015 年底，净值合计 6.13 亿元的房屋及建筑物用于长、短期借款抵押，净值为 7.08 亿元的飞机及发动机用于长期借款抵押。

公司在建工程全部为长水机场新基地建设工程，2013~2015 年，随着长水基地建设工程的推进和部分完工并结转至固定资产，公司在建工程波动下降，年均复合下降 32.14%，截至 2015 年底为 1.92 亿元。

2013~2015 年，公司无形资产小幅下降，分别为 1.96 亿元、1.92 亿元和 1.88 亿元，年均复合下降 2.23%，主要系无形资产摊销所致；

公司无形资产主要是云南省人民政府交付于公司用于二期出资的昆明新机场土地使用权，截至 2015 年底，尚有净值为 1.88 亿元（原值为 2.09 亿元）的土地尚在办理土地使用权证。

2013~2015 年，公司长期待摊费用持续增长，年均复合增长 12.35%；截至 2015 年底为 1.74 亿元，主要为飞行员养成费用。

公司其他非流动资产主要为飞机及发动机的维修储备金和租赁保证金，近三年逐年增长，年均复合增长 77.72%，截至 2015 年底为 3.78 亿元，其中维修储备金 2.67 亿元，租赁保证金 1.11 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产规模 123.18 亿元，较 2015 年底增长 4.59%，主要来自货币资金、预付款项等流动资产的增加；受此影响，流动资产在资产总额中占比上升至 27.89%，但公司资产结构仍以非流动资产为主。截至 2016 年 9 月底，公司流动资产 34.36 亿元，较上年末增长 16.37%，主要系货币资金、预付款项增加所致；货币资金较上年末增长 58.98%至 17.82 亿元；预付款项较上年末增长 12.49%至 12.06 亿元，主要系预付飞机租赁款及航材款等增加所致。截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产 88.82 亿元，较上年末增长 0.65%，其中，固定资产和无形资产受折旧、摊销影响较上年末略有下降，长期待摊费用较上年末略有增长。

截至 2016 年 9 月底，公司受限资产账面价值合计 23.40 亿元（其中飞机及发动机资产 7.33 亿元、房屋及土地资产 11.71 亿元、其他为受限货币资金），占公司资产总额的 19.00%。

总体看，近年来公司资产总额持续增长，且资产结构以非流动资产为主；公司资产构成中投资性房地产、固定资产和货币资金占比大，整体资产质量较好但流动性偏弱。联合资信也关注到投资性房地产账面价值受宏观经济和土地市场影响，存在一定波动风险。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长 8.44%，主要系未分配利润增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 33.21 亿元，其中股本占 48.48%、资本公积占 19.01%、未分配利润占 28.41%、盈余公积占 3.08%；所有者权益全部为归属于母公司所有者权益。

2013~2015 年，公司实收资本均为 16.10 亿元，资本公积均为 6.31 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益为 38.32 亿元，较 2015 年底增加 5.10 亿元，主要来自未分配利润的增长。所有者权益构成中未分配利润占比上升至 37.94%，但仍以实收资本及资本为主（合计占 58.50%）。

总体看，近年来随着收入规模的增长，未分配利润增加带动公司所有者权益规模持续扩大；公司所有者权益以实收资本、未分配利润和资本公积为主，未分配利润占比逐年提升，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2013~2015 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增幅为 7.94%；截至 2015 年底，公司负债总计 84.56 亿元，同比增长 10.80%，主要系长期应付款增长所致；从构成看，近三年流动负债占比分别为 57.66%、35.13%和 27.34%，流动负债比重逐年下降，公司负债结构逐渐转变成以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债快速下降，年均复合下降 25.68%。截至 2014 年底，受应付票据、其他应付款规模快速下降影响，公司流动负债同比下降 35.94%至 26.81 亿元；截至 2015 年底，公司流动负债同比下降 13.77%至 23.12 亿元，主要系应付票据持续减少和短期借款同比下降所致。从构成看，公司流动负债结构有所变化，截至 2015 年底，公司流动负债中短期借款（占 39.58%）、一年内到期的非流动负债（占 23.57%）及其他应付款（占 10.34%）占比较大。

2013~2015 年,公司短期借款分别为 14.63 亿元、15.55 亿元和 9.15 亿元,年均复合下降 20.93%。2015 年底公司短期借款中保证借款占 90.93%,抵押借款占 6.56%,其他为保证及质押借款。

2013~2015 年,公司应付票据快速下降,分别为 11.55 亿元、2.83 亿元和 0.02 亿元,年均复合下降 95.84%。2015 年底公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2013~2015 年,公司应付账款波动中有所下降,年均复合下降 8.29%,2015 年底为 1.91 亿元,主要是应付飞机及发动机维修费、应付起降服务费等。

2013~2015 年,公司预收款项波动中有所增长,年均复合增幅为 9.63%,2015 年底为 1.79 亿元,全部为预收票款。

2013~2015 年,公司其他应付款波动下降,分别为 8.43 亿元、2.30 亿元和 2.39 亿元,年均复合下降 46.77%。2014 年,公司其他应付款快速下降,主要系应付关联方款项的减少;2015 年底,公司其他应付款较 2014 年底上升 3.66%,主要系应付第三方款项增加。2015 年底公司其他应付款中主要为应付押金及各项基金 1.05 亿元、应付关联方往来款 0.46 亿元。

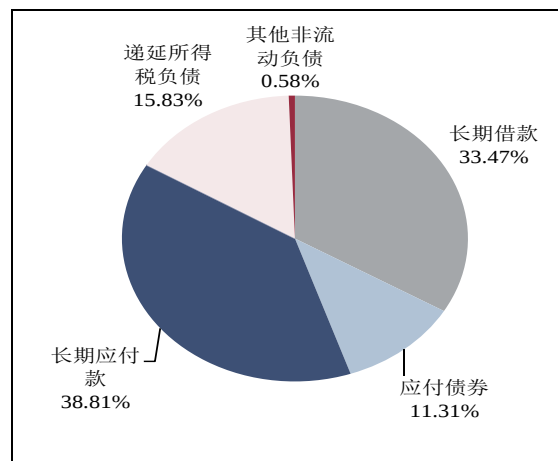
2013~2015 年,公司一年内到期的非流动负债波动增长,截至 2015 年底为 5.45 亿元,同比增长 183.71%,其中一年内到期的长期借款 0.75 亿元,一年内到期的长期应付款 4.70 亿元。

2013~2015 年,公司非流动负债快速增长,年均复合增长 41.42%;截至 2015 年底非流动负债为 61.44 亿元,同比增长 24.09%,主要来自长期应付款的增长;构成上,公司非流动负债主要由长期应付款、长期借款、递延所得税负债和应付债券构成。

2013~2015 年,公司长期借款分别为 0 亿元、19.88 亿元和 20.56 亿元,近年来,公司通过增加长期借款的方式调整债务期限结构;2015 年底长期借款由保证借款 10.00 亿元、保

证及抵押借款 4.22 亿元和抵押借款 6.34 亿元构成。

图 7 2015 年底公司非流动负债构成情况



资料来源:根据公司审计报告整理

2013~2015 年,公司应付债券变化不大,全部为公司 2012 年 12 月发行的公司债券(本金 7 亿元),2015 年底为 6.95 亿元。

2013~2015 年,公司长期应付款波动增长,年均复合增长 28.80%。2013~2014 年,公司长期应付款全部为应付长期融资租赁款,截至 2015 年底,公司长期应付款余额 23.84 亿元,同比增长 85.38%,主要系公司 2015 年以 BSP 客票款收益权作为主要基础资产非公开发行资产支持票据 20 亿元(期限为 1~5 年),2015 年底余额为 19.79 亿元,其他的为应付长期融资租赁款。本报告已将公司长期应付款纳入长期债务及相关指标计算。

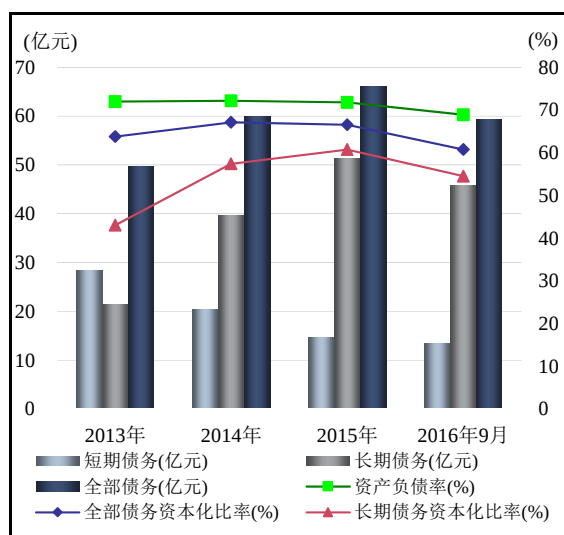
2013~2015 年,公司递延所得税负债保持相对稳定,2015 年底为 9.73 亿元。

截至 2016 年 9 月底,公司负债总额 84.86 亿元,较 2015 年底上升 0.36%;构成中流动负债占 34.15%,非流动负债占 65.85%,流动负债占比较 2015 年底上升 6.81 个百分点,主要系应付账款、应交税费和应付利息的增长带动流动负债增加及长期应付款减少带动非流动负债下降所致,但公司负债结构仍以非流动负债为主。截至 2016 年 9 月底,公司应付账款较上年末上升 165.38%至 5.08 亿元,主要系待

结算飞机租金和维修费增加所致；应交税费较上年末增加 1.23 亿元至 2.09 亿元；应付利息较上年末增加 1.42 亿元至 2.77 亿元。截至 2016 年 9 月底，公司长期应付款较上年末下降 26.71%至 17.47 亿元，主要系公司偿还部分资产支持票据所致，2016 年 9 月底公司长期应付款中资产支持票据余额 11.37 亿元，应付融资租赁款余额 6.11 亿元，全部为有息债务。

有息债务方面，将长期应付款中应付融资租赁款和资产支持票据调整至有息债务后，2013~2015 年，公司调整后全部债务规模不断扩大，年均复合增长 15.17%，截至 2015 年底，公司调整后全部债务为 65.97 亿元。随着公司逐渐调整债务期限结构，长期债务占比逐渐上升，2015 年底调整后长期债务占公司调整后全部债务的 77.84%，短期债务占 22.16%。截至 2016 年 9 月底，公司调整后全部债务为 59.28 亿元，较 2015 年底下降 10.15%，主要系偿还部分资产支持票据所致；2016 年 9 月底公司长期债务占有息债务比重略有下降至 77.31%。

图 8 公司债务负担情况



资料来源：根据公司财务报表整理

债务指标方面，2013~2015 年，公司资产负债率波动下降，调整后全部债务资本化比率波动上升，调整后长期债务资本化比率逐年上升，以上三项指标三年加权平均值分别为 71.94%、66.14%和 56.18%，2015 年底分别为

71.80%、66.51%和 60.73%。截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 68.89%、60.74%和 54.46%，较 2015 年底分别下降 2.90 个、5.78 个和 6.26 个百分点，债务负担有所减轻。

总体看，随着经营规模的扩张，公司有息债务规模呈上升趋势；但公司逐步调整债务期限结构，短期偿债压力有所缓解。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入分别为 35.12 亿元、39.72 亿元和 41.48 亿元，年均复合增长 8.69%；同期，公司营业成本波动增长，年均复合增长 0.93%，低于营业收入增速。受此影响，近三年公司营业利润率逐年增长，分别为 9.61%、14.03%和 23.68%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 43.60%，主要系债务规模扩张带动财务费用增长和竞争加剧带动销售费用增长所致。2015 年，公司期间费用合计 8.33 亿元，以财务费用和销售费用为主，占比分别为 55.61%和 30.60%。近三年公司财务费用中汇兑损益分别为盈利 0.36 亿元、盈利 0.15 亿元、亏损 1.07 亿元，利率变动对公司财务费用有影响。2013~2015 年，公司期间费用率不断上升，分别为 11.50%、14.22%和 20.08%，期间费用对利润总额侵蚀大，公司期间费用控制能力有待加强。

公司投资收益主要是委托贷款利息收入，2013~2014 年分别为 1.25 亿元和 0.11 亿元，2015 年以来公司未实现投资收益；2014 年公司新增公允价值变动收益，主要系投资性房地产公允价值变动所得，近两年分别为 0.18 亿元和 0.82 亿元。近三年投资收益和公允价值变动收益合计对公司营业利润的贡献率分别为 212.73%、140.45%和 35.50%，呈逐年下降趋势。

2013~2015 年，公司营业外收入不断增长，

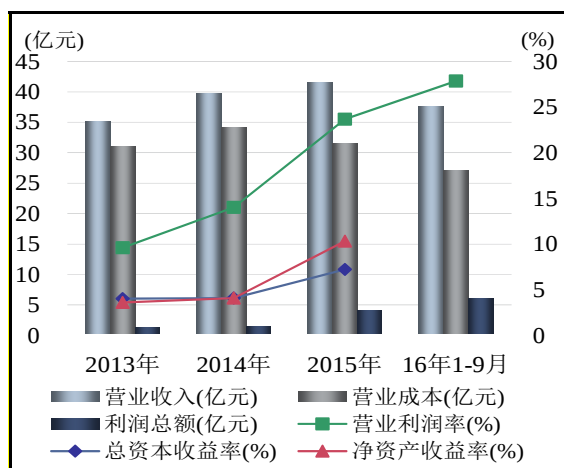
分别为 0.65 亿元、1.24 亿元和 1.84 亿元，其中政府补助分别为 0.51 亿元、1.05 亿元和 1.18 亿元，主要为中国民用航空局拨付的国内支线航线补贴以及各地政府和机场给予的航线补贴。2013~2015 年，营业外收入对当期利润总额的贡献率分别为 52.40%、88.86%和 44.47%。总体看，公司营业外收入对利润总额贡献较大。

2013~2015 年，公司利润总额分别为 1.23 亿元、1.40 亿元和 4.13 亿元，年均复合增长 83.09%。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈增长趋势，加权平均值分别为 5.63%和 7.10%，2015 年分别为 7.20%和 10.30%。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 37.66 亿元，为 2015 年全年的 90.79%；营业成本 27.07 亿元，为 2015 年全年的 85.76%；营业利润率为 27.86%，较 2015 年全年水平增长 4.18 个百分点，受燃油价格下降影响，公司主业盈利能力持续提升。2016 年前三季度，受销售费用同比减少及债务规模下降带动财务费用减少影响，公司期间费用率下降至 14.66%。2016 年 1~9 月，公司实现营业利润 4.97 亿元、利润总额 6.00 亿元（其中营业外收入 1.04 亿元），分别为 2015 年全年的 216.34%和 145.32%。公司盈利能力持续增强。

图 9 公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，受益于行业内航空运输需求提升、公司运力扩张等因素，近年来公司营业收入保持稳定增长；同时受航油价格下降等因素影响，公司营业利润率大幅提升，主业盈利能力持续增强；但联合资信同时注意到，受债务规模上升和市场竞争加剧等因素影响，期间费用对公司利润侵蚀较大，公司费用控制能力有待进一步增强。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 年，随着经营规模的扩大和营业收入的增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断增长，年均复合增长 10.01%，2015 年为 41.95 亿元；近三年现金收入比分别为 98.72%、103.77%和 101.14%，公司收入实现质量有所改善。2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 74.16 亿元、58.30 亿元和 44.95 亿元，年均复合下降 22.14%，主要系收到其他与经营活动有关的现金快速下降所致。近三年公司经营活动现金流出规模变化不大，年均复合变化率为 0.17%，2015 年为 50.10 亿元，同比增长 2.85%。经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，2015 年分别为 32.90 亿元和 12.52 亿元。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为关联方代垫费用、保证金及储备金的返还和支付、收到的政府补助等。近三年公司收到其他与经营活动有关的现金呈快速下降趋势，2015 年为 3.00 亿元，支付其他与经营活动有关的现金呈波动下降趋势，2015 年为 12.52 亿元。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额逐年下降，分别为 24.23 亿元、9.60 亿元和 -5.14 亿元，往来款、保证金等现金流入规模减少带动公司 2015 年经营活动现金流表现为净流出。

投资活动方面，2013~2015 年公司投资活动现金流入快速下降，分别为 13.05 亿元、10.19 亿元和 1.17 亿元，主要系收回委托贷款收到的

现金下降所致，近三年分别为 12.00 亿元、9.70 亿元和 0 亿元。2013~2015 年，公司投资活动现金流出分别为 44.61 亿元、18.46 亿元和 2.69 亿元，年均复合下降 75.44%；2013 年公司投资活动现金流出规模较大，主要系：1) 公司以 29.85 亿元购买海南国旭等 3 家子公司的股权，使得取得子公司等支付的现金大幅增长；2) 公司借出委托贷款支付现金 9.70 亿元；3) 公司因昆明新机场基地建设项目投入等购建固定资产支付现金 5.06 亿元。2014 年公司投资活动现金流出主要包括购建固定资产等支付现金 10.46 亿元（主要为公司购买飞机、昆明基地后续投入带来的现金流出）和投资可供出售金融资产支付现金 8.00 亿元（主要为因收购扬子江快运股权而支付的现金）。2015 年公司投资活动现金流出主要为购建固定资产支付的现金（基地建设后续投入）2.49 亿元。2013~2015 年，公司投资活动净现金流分别为 -31.55 亿元、-8.27 亿元和 -1.52 亿元。

2013~2015 年公司筹资活动前现金流量净额有所波动，分别为 -7.32 亿元、1.33 亿元和 -6.66 亿元，公司对外融资压力仍然较大。

2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 19.93 亿元、38.57 亿元和 34.52 亿元，其中，取得借款收到的现金分别为 14.93 亿元、38.57 亿元和 14.52 亿元；2013 年公司收到股东增资 5 亿元，2015 年公司通过发行资产支持票据收到现金 20 亿元，计入“收到其他与筹资活动有关的现金”。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 14.81 亿元、32.37 亿元和 29.47 亿元，主要为偿还债务支付的现金，2015 年为 26.70 亿元；近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.13 亿元、6.20 亿元和 5.05 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为 18.34 亿元，较 2015 年大幅提升，一方面系公司收入实现质量的提高，另一方面系营业利润率上升带动购买商品、接受劳务支付的现金减少和支付的往来款减少所致。2016 年 1~9

月，公司销售商品、提供劳务收到现金 41.44 亿元，现金收入比较 2015 年全年水平增加 8.89 个百分点至 110.02%，收入实现质量有所提高；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金 2.53 亿元，较上年的 12.52 亿元大幅下降；购买商品、接受劳务支付现金 20.74 亿元，为 2015 年全年的 63.06%，同比下降 38.35%。2016 年 1~9 月，公司投资活动现金流量净额为 -2.33 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 2.49 亿元。同期，公司筹资活动前现金流量净额为 16.01 亿元，经营活动现金流量净额能够满足公司投资需求。受此影响，2016 年 1~9 月，公司筹资活动现金流量净额为 -9.42 亿元，其中偿还债务支付现金 17.10 亿元，取得借款收到现金 8.70 亿元。

总体看，公司经营活动现金流受收到和支付其他与经营活动有关的现金影响波动大，收入实现质量有所改善；未来随着公司飞机引进计划及成都新基地建设项目的投入，或将给公司带来一定对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，受流动负债规模快速下降影响，公司流动比率及速动比率波动上升，三年加权平均值分别为 104.86% 和 104.73%，2015 年底分别为 127.73% 和 127.55%。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 118.57% 和 118.46%。受经营活动净现金流波动影响，近三年公司经营现金流动负债比波动大，分别为 57.90%、35.81% 和 -22.25%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 4.79 亿元、5.43 亿元和 9.61 亿元，年均复合增长 41.66%。同期，公司债务规模持续扩张，年均复合增长 15.17%，低于 EBITDA 的增幅，受此影响，公司调整后全部债务/EBITDA 倍数波动下降，EBITDA 利息倍数波动上升，2015 年分别为 6.86 倍和 2.21 倍，

长期偿债能力有所增强。考虑到随着旅游业的复苏及公司低成本航空转型的推进，公司凭借其在基地航空公司的优势，未来收入和盈利能力有望持续增强，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 9 月底，公司获得金融机构授信合计 42.19 亿元，已使用 30.92 亿元，尚余授信额度 11.27 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 9 月底，公司无对外担保情况。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告（银行版）》（机构信用代码：G10530102001646700），截至 2016 年 11 月 30 日，公司无未结清关注类或不良类信贷信息记录，已结清信贷记录中有 3 笔欠息记录，根据公司提供说明系系统原因、非公司恶意欠息，公司已结清上述贷款。

8. 抗风险能力

公司主营航空运输业务，在股东及政府支持、区域环境、运营水平等方面具备一定竞争优势。基于对公司整体经营及财务风险的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行的中期票据（以下简称“本期中期票据”）额度为 5 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，发行后将在现有全部债务的基础上增加 5 亿元有息债务。本期中期票据发行额度占 2016 年 9 月底公司调整后长期债务和调整后全部债务的 10.91% 和 8.44%，本期中期票据对公司现有债务有一定影响。

截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为 68.89%、60.74% 和

54.46%。以 2016 年 9 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率将分别上升至 70.10%、62.65%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据所筹资金将部分用于偿还金融机构借款，公司实际债务负担将小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 74.16 亿元、58.30 亿元和 44.95 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 14.83 倍、11.66 倍和 8.99 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强；公司经营活动净现金流分别为 24.23 亿元、9.60 亿元和 -5.15 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 4.85 倍、1.92 倍和 -1.03 倍，公司经营活动净现金流波动大，且 2015 年经营活动现金流量净额对本期中期票据不具备保障能力；公司 EBITDA 分别为 4.79 亿元、5.43 亿元和 9.61 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 0.96 倍、1.09 倍和 1.92 倍，EBITDA 对本期中期票据覆盖能力尚可。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强，EBITDA 对本期中期票据覆盖能力尚可。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

公司作为海航股份航空运输业务的重要运营主体之一，在资本金注入、航空资源共享、管理制度和人员培养等方面获得海航股份及其关联方的有力支持。作为基地航空公司，公司在市场占有率、航班时刻获取、运营保障等方面优势显著；近年来公司航空运输主业保持良好发展态势，其机队规模、航线网络、运输量等多项指标呈逐年增长趋势。

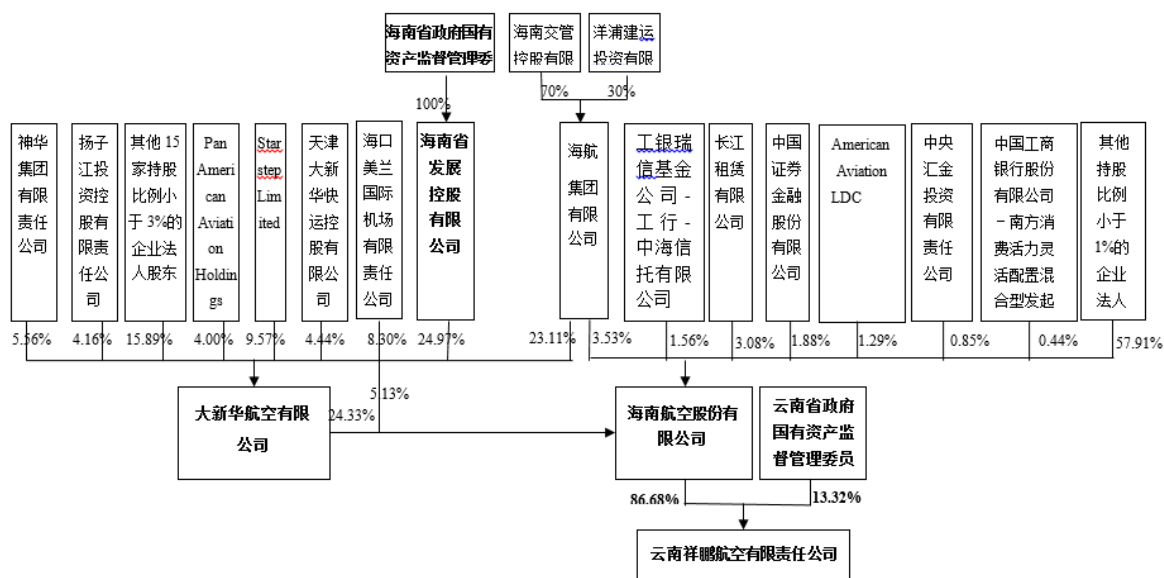
公司资产构成以非流动资产为主，但非流动资产中投资性房地产占比较高，投资性房地

产账面价值受宏观经济、土地市场行情等因素影响，存在一定波动风险。近年来随着经营规模扩张，公司收入规模稳定增长，受低成本航空战略转型影响，收入增速有所放缓；受益于航油价格下滑，公司主业盈利能力不断增强，但其整体盈利水平受市场竞争、燃油价格及汇率波动影响大；公司债务规模呈上升趋势，债务结构以长期债务为主。

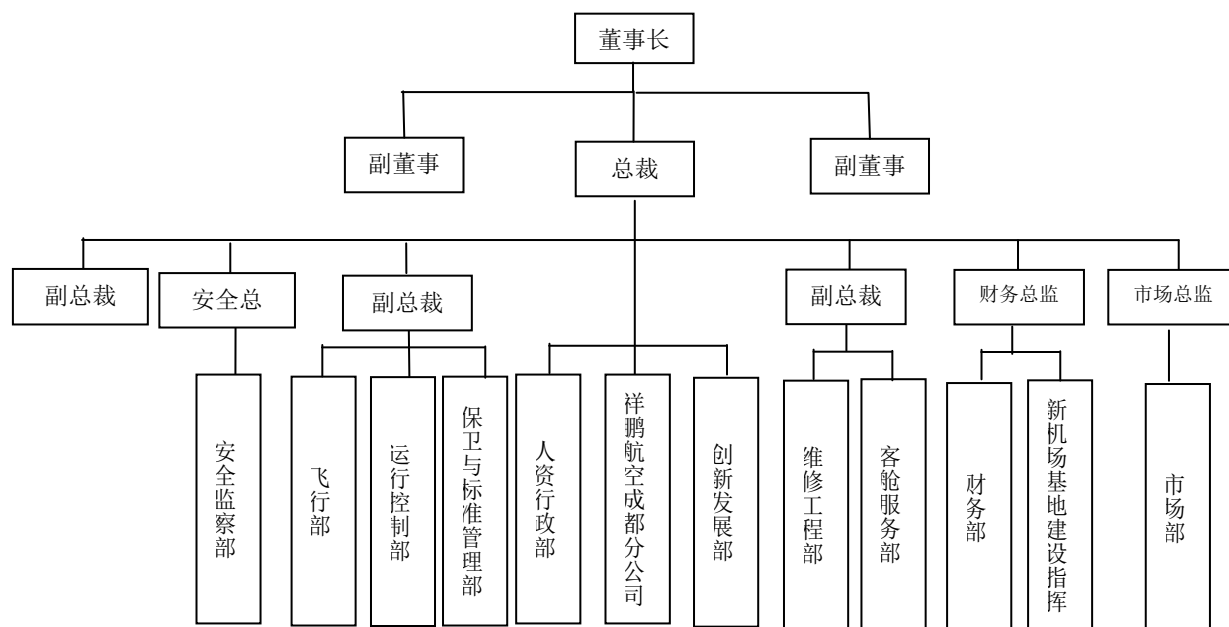
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据对公司现有债务有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强，EBITDA 对本期中期票据覆盖能力尚可。

总体看，本期中期票据到期不能偿还风险低。

附件 1-1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.65	13.99	11.21	17.82
资产总额(亿元)	100.81	105.77	117.77	123.18
所有者权益(亿元)	28.24	29.45	33.21	38.32
短期债务(亿元)	28.43	20.31	14.62	13.45
长期债务(亿元)	6.94	26.82	27.51	28.35
调整后长期债务(亿元)	21.31	39.68	51.36	45.83
全部债务(亿元)	35.37	47.13	42.13	41.80
调整后全部债务(亿元)	49.74	59.99	65.97	59.28
营业收入(亿元)	35.12	39.72	41.48	37.66
利润总额(亿元)	1.23	1.40	4.13	6.00
EBITDA(亿元)	4.79	5.43	9.61	--
经营性净现金流(亿元)	24.23	9.60	-5.14	18.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.31	14.27	16.16	--
存货周转次数(次)	1298.65	1264.12	907.47	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.38	0.37	--
现金收入比(%)	98.72	103.77	101.14	110.02
营业利润率(%)	9.61	14.03	23.68	27.86
总资本收益率(%)	4.04	4.07	7.20	--
净资产收益率(%)	3.61	4.09	10.30	--
长期债务资本化比率(%)	19.72	47.67	45.31	42.53
调整后长期债务资本化比率(%)	43.01	57.40	60.73	54.46
全部债务资本化比率(%)	55.60	61.54	55.92	52.18
调整后全部债务资本化比率(%)	63.78	67.07	66.51	60.74
资产负债率(%)	71.98	72.16	71.80	68.89
流动比率(%)	82.06	81.94	127.73	118.57
速动比率(%)	82.00	81.84	127.55	118.46
经营现金流动负债比(%)	57.90	35.81	-22.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.38	8.69	4.38	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.38	11.06	6.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.85	2.21	--

注：1. 公司 2016 年前三季度财务数据未经审计；2. 调整后长期/全部债务=长期/全部债务+长期应付款中有息部分。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期 / 非流动负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 云南祥鹏航空有限责任公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

云南祥鹏航空有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。云南祥鹏航空有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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云南祥鹏航空有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现云南祥鹏航空有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如云南祥鹏航空有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如云南祥鹏航空有限责任公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送云南祥鹏航空有限责任公司、主管部门、交易机构等。

