信用等级公告

联合[2018] 1711 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“17 祥鹏 MTN001”进行跟踪评级，确定维持云南祥鹏航空有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“17 祥鹏 MTN001”信用等级为 AA，将其移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十八日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

云南祥鹏航空有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 祥鹏 MTN001[1]	5 亿元	2019/5/5	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：列入信用评级观察名单

跟踪评级时间：2018 年 7 月 18 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.21	24.85	55.90	45.53
资产总额(亿元)	117.77	133.24	183.21	175.45
所有者权益(亿元)	33.21	47.88	85.82	86.99
短期债务(亿元)	14.62	27.08	34.77	29.30
长期债务(亿元)	51.36	36.80	34.41	30.06
全部债务(亿元)	65.97	63.88	69.18	59.35
营业收入(亿元)	41.48	49.73	64.05	18.35
利润总额(亿元)	4.13	5.39	2.86	1.35
EBITDA(亿元)	9.61	10.57	8.71	--
经营性净现金流(亿元)	-5.14	17.01	5.96	0.98
营业利润率(%)	23.68	21.69	11.79	15.17
净资产收益率(%)	10.30	9.55	2.82	--
资产负债率(%)	71.80	64.06	53.15	50.42
全部债务资本化比率(%)	66.51	57.16	44.63	40.56
流动比率(%)	127.73	111.98	153.03	152.09
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	6.05	7.94	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	2.86	2.13	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债、长期应付款调入公司有息债务核算。

分析师

赵传第　马 颖

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

评级观点

云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“公司”）是海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”）下属航空运输业务的重要经营主体之一。跟踪期内，公司航空运输业保持良好发展态势，运力规模和航线网络不断扩张，带动营业收入快速增长；同时，随着股东增资款的到位，公司资本实力有所增强，债务负担持续减轻；股东增资款到位及航空业良好的经营获现能力使得公司具有较为充裕的货币资金，有利于短期偿债能力的提升；公司过往债券本息均按期偿付，再融资环境有所改善。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到航油价格、汇率等波动对公司利润水平影响大、公司债务期限结构有待优化等对公司经营发展带来的不利影响。

西南地区区域位置和多山的地理环境使得航空运输仍将是该区域未来主要交通方式，随着云南省旅游市场整顿完成，旅游需求的恢复增长有望为公司发展提供有力支撑；同时，公司积极拓展国内及国外市场，公司整体收入水平有望得到进一步提升。联合资信对公司的评级为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 祥鹏 MTN001”信用等级为 AA，将其移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司航空运输业保持良好发展态势，机队规模、航线网络、运输量等指标同比均有不同程度的增长，整体收入水平快速上升。
2. 跟踪期内，公司获得股东大规模增资，权益规模快速上升，资本实力得到增强，债务负担持续减轻。

[1]注：“17 祥鹏 MTN001”为永续中期票据，所列到期兑付日为首个赎回日。

3. 公司是云南省主要航空运输企业之一，在航线补贴、航空资源共享等方面持续获得有力的外部支持。

关注

1. 中国航空市场逐步开放、运力投放过快等因素导致中国民航业内、外部竞争压力大，高铁网络的不断完善对航空运输分流影响加大；跟踪期内云南省旅游市场整顿对公司部分航线产生一定负面影响。
2. 跟踪期内，受航油价格上涨、起降费率调升等因素影响，公司利润水平同比下降，利润总额对政府补贴等非经常性损益的依赖程度上升；航油、汇率等波动对公司盈利水平影响大。
3. 公司资产中投资性房地产占比大，其账面价值受宏观经济和土地市场环境影响大，存在一定的波动风险。
4. 公司短期债务规模较大，债务结构有待优化。
5. “17 祥鹏 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。

声　明

一、本报告引用的资料主要由云南祥鹏航空有限责任公司（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。

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云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“祥鹏航空”或“公司”）主体长期信用及“17祥鹏MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，祥鹏航空收到股东云南鹏夏元昊投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鹏夏元昊”）、海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”）、云南省国有资本运营有限公司（以下简称“云南国资”）及云南祥鹏投资有限公司（以下简称“祥鹏投资”）的增资款合计30.52亿元（其中13.02亿元计入“实收资本”，17.50亿元计入“资本公积”）。增资完成后，海航控股、祥鹏投资、鹏夏元昊、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”）和云南国资认缴出资额分别占公司注册资本的50.05%、20.14%、16.49%、6.73%及6.59%。2017年12月，海航控股收购祥鹏投资所持公司 20.14%股权。截至2018年3月底，公司注册资本为349582.71万元，海航控股、鹏夏元昊、云南省国资委和云南国资分别持有公司 70.19%、16.49%、6.73%和 6.59%的股权（其中海航控股收购祥鹏投资的工商变更登记尚未完成）。公司实收资本333920.07万元，注册资本与实收资本差异系云南省国资委用于二期出资的昆明新机场土地使用权增资款15662.64万元（由于土地使用权尚未变更至公司名下，公司尚未进行验资）。跟踪期内，公司控股股东无变化，仍为海航控股。

表1　公司2016年以来股东增资情况（单位：万元）

股东	累计增资额	增资款到位情况			
		实收资本		资本公积	
		2016年	2017年	2016年	2017年
海南航空控股股份有限公司	51152.00	--	21825.32	--	29326.68
云南祥鹏投资有限公司	165000.00	42667.58	27733.92	57332.42	37266.08
云南鹏夏元昊投资合伙企业（有限合伙）	135100.00	--	57643.90	--	77456.10
云南省国有资本运营有限公司	53974.00	--	23029.40	--	30944.60
合计	**405226.00**	**42667.58**	**130232.54**	**57332.42**	**174993.46**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：云南鹏夏元昊投资合伙企业（有限合伙）系由中信建投证券股份有限公司、海航航空集团有限公司、堆龙航远创荣创业投资管理有限公司共同出资成立的有限合伙基金公司，本次增资为股权投资，不涉及基金退出。

截至2017年底，公司资产总额183.21亿元，所有者权益85.82亿元。2017年，公司实现营业收入64.05亿元，利润总额2.86亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额175.45亿元，所有者权益86.99亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入18.35亿元，利润总额1.35亿元。

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：徐飞。

三、存续债券与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评公司存续债券为“17祥鹏MTN001”，余额5.00亿元。跟踪期内公司已按时足额偿付当期利息。“17祥鹏MTN001”募集资金用于偿还银行借款和补充流动资金，目前已全部使用完毕。

表 2　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限	票面利率
17 祥鹏 MTN001	5.00	5.00	2017-05-05	2+N 年	7.20%

资料来源：联合资信整理

“17 祥鹏 MTN001”是期限为 2+N 年的可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分

点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 航空运输业

2017 年，中国民航旅客运输量稳步增长，国内航线保持较快增速，国际航线增速明显放缓；行业运力投放增速低于运量增速，供需结构趋于优化，客座率有所提高，票价水平相对稳定。

2017 年，全行业完成旅客周转量 9513.04 亿人公里，同比增长 13.5%，增速较上年下降 1.5 个百分点。其中国内航线完成旅客周转量 7036.53 亿人公里，同比增长 13.2%，增速较上年提升 1.5 个百分点；国际航线完成旅客周转量 2476.51 亿人公里，同比增长 14.6 %，增速较上年下降 11.2 个百分点，国际航线运量在经历连续三年的高速增长后，增速明显放缓。

供需关系方面，截至 2017 年底，我国共有定期航班航线 4418 条，较上年增加 624 条，按重复距离计算的航线里程为 1082.9 万公里，同比增长 17.80%；按不重复距离计算的航线里程为 748.3 万公里，同比增长 17.88%。民航全行业运输飞机期末在册架数 3296 架，比上年底增加 346 架。具体到航空公司，2017 年，中国南方航空股份有限公司、中国国际航空股份有限公司、中国东方航空股份有限公司可用座公里（ASK）合计同比增长 8.51%，低于收入客公里（RPK）9.47%的增速。2017 年，上述三家航空公司正班客座率 81.50%，较上年提升 0.71 个百分点；全行业正班客座率为 83.2%，同比提高 0.5 个百分点。2017 年，国内航线供需关系较为合理，票价指数保持在较高水平；国际航线运力投放过快情况有所改观，票价指数止跌企稳。

2017 年航油价格快速上涨，对航空公司利润有一定侵蚀，但汇兑收益有效提升利润。

成本方面，航油成本约占航空公司成本的 20~50%，其价格波动直接影响航空公司利润水平。航空煤油价格在 2016 年 1 月见底后持续回升，2017 年整体价格运行区间远高于 2016 年，导致航空公司营业成本以及经营活动现金流出明显增加，营业利润率有所下降。2018 年国际原油价格仍呈上升趋势，但我国燃油附加费与油价已形成联动机制，当国内航空煤油综合采购成本超过每吨 5000 元时（对应布伦特原油价格约 69 美元/桶），航空运输企业方可按照联动机制规定在票价外收取燃油附加，可一定程度上抵消部分油价上涨对航空运输企业成本的不利影响。另外，航空企业购买飞机、融资租赁主要以美元进行结算，四大航美元负债占有息债务比重约 50%。2017 年以来，人民币对美元处于升值通道，全年累计升值近 6%，航空公司由上年汇兑损失转为汇兑收益。2018 年以来，人民币对美元由单边波动转为双向波动，航空公司全年汇兑损失压力小于 2016 年。

高速铁路网络日臻完善，对民航运输中、短途旅客分流作用愈发显著。

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。截至 2017 年底，我国高速铁路运营里程达到 2 万 5 千公里，根据“铁路十三五规划”，到 2020 年要达到 3 万公里。未来随着高速铁路网络日臻完善，网络规模效应逐步显现，高铁对民航运输中、短途旅客分流作用愈发显著。

机场收费标准上调，航空公司成本有所提升，对其盈利能力有一定影响。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。

自 2017 年 4 月，中国民用航空局（以下简称“民航局”）民航 2017 年 18 号文正式实施。其中国航内线起降费整体提高 10%左右、安检费提高 40%至 50%、停场费提高 5%至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20%左右。起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15%左右，收费标准上调后，航空公司成本有所提升，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。

2017 年 12 月、2018 年 1 月，民航局、国家发改委连续下发民航发[2017]145 号、146 号文件，进一步放开航空公司对部分航线经济舱的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于四大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

2. 云南省航空运输业概况

2017 年云南省旅游市场整顿对其航空运输业发展产生一定影响；考虑到云南省优越

的地理位置、丰富的旅游资源及整顿后更为规范的旅游市场环境，其航空运输业未来发展前景良好。

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为其民航业发展提供良好的基础。此外，云南省多山的地形导致航空运输在其交通运输方式中占比较大。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、大理等地州机场为支点的两级运输网。

2017 年，云南省政府对旅游市场进行整顿，自 4 月 15 日起施行《云南省旅游市场秩序整治工作措施》以来，通过对变相安排游客购物、欺诈销售、虚假宣传等违法行为进行调查惩处，关闭违规运作旅行社、购物店，提高旅行社服务质量，整治旅游治安秩序等方式，旨在整治旅游业突出问题，规范旅游市场秩序。受上述因素影响，2017 年云南省进出港旅客增速放缓，昆明长水机场旅客吞吐量排名同比下降 1 位至全国第六位，吞吐量增速（6.5%）慢于全国平均水平（12.9%）；丽江机场旅客吞吐量排名同比下降 3 位，吞吐量增速 4.7%。旅游市场整顿对云南省航空运输业产生一定影响。

同时，联合资信也关注到贵昆高铁、西昆高铁等高铁网络的开通完善将对航空运输产生一定分流作用。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司保持其在云南省内区域航空公司中的优势地位，经营规模不断扩大。

公司是海航控股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、成都、郑州和绵阳五个运营基地，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。2017 年，公司在云南省的市场占有率约为 13.76%，居第二位；在昆明长水机场的市场占有率约为 13.70%（同比上升 0.02 个百分点），仅次于东方航空云南有限公司，居第二名；在丽江机场基地航空公司中排名第二（仅次于首都航空），市场占有率为 14.31%（同比下降 3.37 个百分点系公司应对旅游市场整顿主动收缩丽江机场航班投放规模所致）。

截至 2018 年 3 月底，祥鹏航空共运营 47 架客机，已开通运营 162 条航线，通航国内外 102 个城市。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。2017 年，公司共完成运输周转量 13.32 亿吨公里，同比增长 29.60%，实现旅客运输量 1053.50 万人次，同比增长 23.96%。

跟踪期内，公司持续获得股东及政府在资金注入、航线补贴等方面支持。

跟踪期内，公司获得股东海航控股、鹏夏元昊、祥鹏投资、云南国资等资金注入30.52亿元，进一步扩大公司资本规模，增强企业竞争实力。

作为海航控股旗下航空运输业的主要经营主体之一，公司持续获得控股股东海航控股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、航空资源共享等方面的大力支持。但联合资信也关注到，公司与股东海航控股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。

跟踪期内，公司持续获得地方政府拨付的航线补贴。2017年及2018年1~3月，公司分别获得政府补贴2.09亿元和0.16亿元。

表 3 公司获得补贴情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
民航局支线航空补贴	2844.00	1548.00	0.00
各地政府及机构的航线补贴	12361.54	19360.50	1585.14
节能减排补贴	532.00	0.00	0.00
合计	**15737.54**	**20908.50**	**1585.14**

资料来源：公司提供

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10530102001646700），截至 2018 年 6 月 28 日，公司（本部）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。

七、管理分析

跟踪期内，公司对组织架构进行调整（调整后组织架构图见附件 1-2），新增地面服务部，并将新机场建设指挥部更名为基建办公室，管理水平进一步提升。

因增资扩股，跟踪期内，公司对章程及组织架构进行了调整。根据 2017 年 12 月修订通过的《公司章程》，公司董事会人员由 5 名增至 9 名，监事会人员由 5 人增至 6 人。公司 9 名董事会成员产生方式：6 名由海航控股提名，1 名由云南省国资委提名，1 名由云南国资提名，1 名由祥鹏投资提名（祥鹏投资股权转让后公司尚未对章程进行变更）；公司设董事长 1 名，副董事长 2 名（党委书记兼副董事长 1 名），其中董事长、1 名副董事长拟任人选由海航控股提名，党委书记兼副董事长拟任人选由云南省国资委提名。公司 6 名监事产生方式：海航控股推荐 2 名，云南省国资委推荐 1 名，云南国资推荐 1 名，职工代表大会选举产生 2 名；监事会主席由云南省国资委提名。跟踪期内，公司新增委任李延春、陈明琼、肖然、袁国欣 4 位担任公司董事，新增委任陈林、高学勇 2 位担任公司监事，因工作变动，付家文先生不再担任公司监事。截至本报告出具日，公司董事会、监事会人员均到位。

高管变更方面，2017 年 12 月，公司发布《董事长、总经理发生变动的公告》：因工作变动，王延刚先生不再担任公司董事长、法定代表人职务；丁拥政先生不再担任公司董事、总裁（总经理）职务；公司股东会审议通过并经董事会选举，魏长荣先生担任公司董事长、法定代表人职务；股东会审议通过并经董事会选举和聘任，徐飞先生担任公司副董事长、总裁（总经理）职务。

2018 年 5 月 24 日，因工作变动，魏长荣先生不再担任公司董事长、法定代表人职务，王科先生不再担任公司董事、副总裁（副总经理）职务；由徐飞先生担任公司董事长、法定代表人职务；由王希东先生担任公司副总裁（副总经理）职务；并同时新增委任王希东先生、赵德锋先生为公司董事。

2017 年 10 月，公司市场总监由张国平先生变更为陈明琼先生。

公司董事长兼总裁（总经理）徐飞先生，45 岁，本科学历，1993 年进入海航集团，历任海南航空市场销售部广州营业部售票处主任、武汉营业部副经理、生产计划中心业务管理室经理，海航股份市场销售部市场开发中心主任、副总经理、客舱服务部总经理、产品与品牌部总经理、品牌总监，海航旅业旅云平台品牌副总裁等职务。

总体看，跟踪期内公司高管变更频繁，但新任高管管理及行业经验丰富，本次变更对公司经营发展无重大不利影响。

八、经营分析

跟踪期内，公司收入构成无变化；受机队规模扩大及航线网络扩张影响，航空客运收入增加带动营业收入快速增长；受航油价格上涨、起降费收费标准上调、云南省旅游市场整顿等影响，毛利率水平有所下降。

2017 年，公司实现营业收入 64.05 亿元，同比增长 28.80%，主要系运力投放不断增加及航线网络日益扩张等影响带动航空客运收入的增加。2017 年公司实现航空客运收入 59.01 亿元，同比增长 25.54%，在营业收入中占比 92.13%，仍为公司最主要且最为稳定的收入来源。2017 年，公司毛利率同比减少 10.02 个百分点至 12.04%，主要系：①航油采

购价格上涨、发改委调高民航机场起降费费率并允许部分机场浮动定价导致起降费收费标准上调等带动营业成本大幅增加；②云南省旅游市场整顿导致部分航线收益率下滑。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.35 亿元，同比增长 16.88%；综合毛利率为 15.18%，较上年全年水平有所提升。

表 4　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	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	**47.80**	**96.12**	**19.10**	**60.94**	**95.14**	**7.72**	**17.49**	**95.31**	**11.09**
航空客运收入	47.01	94.53	--	59.01	92.13	--	16.69	90.95	--
航空货运及逾重行李收入	0.73	1.47	--	1.25	1.95	--	0.52	2.83	--
其他	0.06	0.12	--	0.07	1.06	--	0.28	1.53	--
2、其他业务收入	**1.93**	**3.88**	**95.23**	**3.11**	**4.86**	**96.48**	**0.86**	**4.69**	
退票手续费收入	1.28	2.57	--	2.35	3.67	--	0.75	4.09	--
其他	0.66	1.32	--	0.76	1.19	--	0.11	0.60	--
合计	**49.73**	**100.00**	**22.06**	**64.05**	**100.00**	**12.04**	**18.35**	**100.00**	**15.18**

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广告费收入、机上销售收入、租赁收入、代理收入等；4、受四舍五入影响，部分合计数不等于分项之和。

跟踪期内，公司机队规模不断扩大，航线网络日趋扩张并不断完善，整体运营状况良好。

公司目前初步形成以昆明、成都、郑州、丽江、绵阳为运营基地，连通全国一、二线及各大省会城市，辐射东南亚国家热点城市，延伸至莫斯科、伊尔库茨克等欧洲国家主要城市的航线网络格局。跟踪期内，公司航线及通航城市数量不断增长，截至 2018 年 3 月底，公司共开通航线 162 条（137 条国内航线和 25 条国际及地区航线），通航 102 个城市。

表 5　公司航线网络情况（单位：条、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
航线	96	151	162
其中：国内航线	81	126	137
国际及地区航线	15	25	25
通航城市数量	77	99	102
其中：国际及地区城市	14	21	21

资料来源：公司提供

国内航线部分，公司以昆明、丽江和成都为核心基地，向全国辐射。2017 年公司新增 45 条国内航线，2018 年一季度新增 11 条国内航线。公司航线网络已覆盖除西宁外的大部分省会城市。省内航线方面，2017 年，公司在云南省的市场占有率为 13.76%，在云南省位居第 2 位；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 14.31%和 13.70%。公司在云南省内区域优势显著。

国际及地区航线方面，2017 年公司新增 10 条国际航线，其中昆明-莫斯科为公司开通的首条洲际航线，既是云南首条直飞东欧的定期洲际航线，也是国内低成本航空首次开通远程洲际航线。祥鹏航空在 2016~2017 年新开国际航线分别占云南省新开国际航线的 87%、62%，成为云南省国际航线网络开拓的主力军。针对国际航线，公司主要通过自营和旅游包机的模式运营；2017 年以来，公司大力提高国际航线自营比例，截至 2018 年 3 月底，国际航线中自营航线数比重提升至 63%；公司通过合作方获取国际旅游包机业务，主要合作方包括温州联合航空服务有限公司、云南东昇国际旅行社有限公司等。

跟踪期内，公司机队规模不断扩大，截至 2018 年 3 月底，公司共运营 47 架客机，包含机型为：12 架波音 737-700 型飞机、23 架波音 737-800 型飞机、3 架空客 A319 型飞机、8 架空客 A320 型飞机、1 架空客 A330 型飞机，平均机龄 5.77 年，日利用率 10.47 小时，处于行业较好水平。

表 6　公司机队情况（单位：架、小时/日）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
机队规模	39	46	47
其中：经营租赁数量	31	38	39
融资租赁数量	6	6	6
自购数量	2	2	2
飞机日利用小时	10.78	9.89	10.47

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 2018 年 3 月底，公司运营 47 架飞机中，贷款自购飞机 2 架，融资租赁 6 架，经营租赁 39 架。其中公司自购的 2 架飞机为银行飞机贷款购买；融资租赁的 6 架飞机主要来自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。

跟踪期内，随着机队规模的扩大，公司运力和运量快速上升;受云南省旅游市场整顿、市场竞争激烈等因素影响，运输效率有所下降。

从运力投放看，2017 年，公司可用座公里同比增长34.09%至1653781万座公里。2018 年 1~3 月，公司可用座公里同比增长 15.10%至 449737 万座公里。跟踪期内，公司可用座公里快速增长，为公司业务扩张提供有力支撑。

表 7　公司近年运输能力及运输效率情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
可用座公里/ASK（万座公里）	1233359	1653781	449737
其中：国内	1114321	1440472	398247
国际和地区	119038	213309	51490
运输周转量（万吨公里）	102777.83	133203.59	35626.46
旅客运输量（万人次）	849.90	1053.50	283.41
其中：国内	810.11	997.83	269.49
地区	3.75	0.03	0.00
国际	36.03	55.64	13.92
平均客座率（%）	89.15	86.72	85.59
货邮运输量（吨）	33738.67	41320.10	11518.48
平均载运率（%）	85.84	84.58	81.10
飞机日利用率（小时/日）	10.78	9.89	10.47

资料来源：公司提供

从实际运输情况来看，2017 年公司旅客运输量为 1053.50 万人次，同比增长 23.96%；货邮运输量为 4.13 万吨，同比增长 22.47%。运输量增长率慢于运力投放增速。

运输效率方面，2017 年，公司飞机日利率为 9.89 小时（行业平均水平 9.49 小时），平均载运率为84.58%（行业平均水平 73.5%），平均客座率为86.72%（行业平均水平 83.2%），同比均有所下降系云南省旅游市场整顿对部分航线的负面影响、竞争激烈、公司拓展国际航线市场等因素综合导致，但上述指标仍高于行业平均水平。2018 年一季度，公司飞机日利用率指标有所回升。

公司机票销售仍主要采取直销和分销相结合的模式，跟踪期内直销比例快速上升。

公司直销渠道主要包括客服电话、官网、柜台销售等，跟踪期内直销比重大幅上升，2018 年一季度为 69.68%。

分销方面，公司主要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。2017 年及 2018 年 1~3 月，分销模式比重分别为 41.17%和 30.32%。

2015~2017 年，公司机票销售代理手续费分别为 1.16 亿元、0.75 亿元和 1.13 亿元，在航线数量大幅增加的前提下，受直销比例提升节约成本影响，机票销售代理手续费成本呈下降趋势；其中 2016 年降幅较大系受市场需求提振、公司主动收紧给予代理人的促销政策所致。

表 8 公司各销售模式占比 （单位：%）

模式	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
直销	49.34	58.83	69.68
分销	50.66	41.17	30.32
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司每收费客公里收益（旅客运输收入除以收费客公里）分别为 0.43 元、0.41 元和 0.43 元。

航油、租金、维修及起降费仍是公司最主要运营成本；跟踪期内，受油价上涨、起降费收费标准上调等影响，公司运营成本快速增长，航油价格波动等对公司利润影响大。

2017 年，公司主要运营成本合计（营业成本+销售费用+管理费用）60.63 亿元，同比增长 44.93%，主要系：①随着机队规模的扩大和航线网络的扩张，公司租金、维修等各项运营成本相应上升；②2017 年以来，航油价格的上涨带动公司航油成本同比增长 58.88%，在运营成本中占比提升至 26.35%；③2017 年 4 月以来民航局调高国内航线起降费费率，并允许部分机场浮动定价，公司起降成本同比增长 43.56%。

2018 年 1~3 月，航油、租金、运营维护及起降成本占公司主要运营成本的比重分别为 28.61%、15.94%、9.88%和 16.24%；航油价格持续上涨带动航油成本占比进一步上升。

表 9 公司主要运营成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	占比	2017 年	占比	18 年 1~3 月	占比
航油成本	10.06	24.04	15.98	26.35	4.72	28.61
租金费用	5.62	13.44	9.74	16.07	2.63	15.94
飞发运营维护成本	6.59	15.75	7.81	12.88	1.63	9.88
起降成本	6.34	15.15	9.10	15.01	2.68	16.24
职工薪酬费用	3.85	9.21	4.82	7.95	1.23	7.45
折旧及摊销	2.24	5.35	2.03	3.36	0.82	4.97
其他	7.14	17.07	11.15	18.39	2.79	16.91
合计	**41.84**	**100.00**	**60.63**	**100.00**	**16.50**	**100.00**

资料来源：公司审计报告、公司提供
注：1、上表为将公司利润表中营业成本、销售费用和管理费用按性质分类列示结果；2、其他成本主要包括航班服务相关费用、机票销售代理手续费等。

公司未来主要资本支出包括分期支付飞机购买款项及成都新机场基地建设项目，投资规模大，存在一定筹资压力。

2018~2020 年，公司计划分别引进飞机 18 架、15 架和 18 架。截至 2018 年 3 月底，公司 2018 年计划引进的 18 架飞机中已按计划引进 2 架，剩余 16 架飞机中，已获得国家发改委批复引进 7 架，同时均已签订租赁合同并缴纳保证金。2018 年 5 月末公司已完成 1 架波音 737-700 客机引进，截至 2018 年 6 月底公司机队规模为 48 架。

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。根据国家发改委于 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 2018 年 3 月底，成都新机场基地项目已投入 0.65 亿元，计划投入时间为 2019 年末。公司未来存在一定资本支出需求。

3. 未来发展

公司未来发展目标明确，战略规划符合公司实际；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、高铁网络不断完善对航空客运的分流影响、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。

“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。

2018 年，公司将持续引进飞机，并不断完善航线网络。针对国内航线，公司将不断

完善省内中心辐射和环飞航线网络布局，同时立足云南，提高国内航线网络覆盖力度，打造昆明至旅客市场量前二十位的国内重点城市之间的空中快线，实现全国所有省会城市及重点城市全覆盖，加大力度开拓经云南至高原地区航线，并着力打造成都基地。国际航线方面，公司将努力打造昆明成为面向东南亚、南亚门户枢纽，加快开辟昆明出港中、远程洲际航线，完善全球网络布局。

此外，公司将积极引入投资人参与祥鹏航空增资扩股工作，并完善品牌体系，提高服务品质，提升品牌价值。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告经进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 183.21 亿元，所有者权益 85.82 亿元。2017 年，公司实现营业收入 64.05 亿元，利润总额 2.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 175.45 亿元，所有者权益 86.99 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.35 亿元，利润总额 1.35 亿元。

2. 资产质量

受经营规模的扩大、收益的累积、股东增资及对外投资影响，跟踪期内公司资产规模呈上升趋势；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；公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值受宏观经济和土地市场影响存在一定波动风险，且部分投资性房地产用于关联方借款抵押，使用受限。

2017 年底，公司资产总额 183.21 亿元，同比增长 37.50%，主要来自货币资金、预付款项和长期股权投资的增加。从构成看，非流动资产比重下降至 56.18%。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**42.63**	**32.00**	**80.29**	**43.82**	**72.82**	**41.50**
货币资金	24.85	18.65	55.90	30.51	45.53	25.95
预付款项	8.95	6.71	15.79	8.62	17.61	10.03
非流动资产	**90.61**	**68.00**	**102.92**	**56.18**	**102.63**	**58.50**
可供出售金融资产	8.00	6.00	8.00	4.37	8.00	4.56
长期股权投资	--	--	10.50	5.73	10.50	5.98
投资性房地产	43.76	32.85	43.87	23.94	43.87	25.00
固定资产	26.52	19.90	25.26	13.79	25.13	14.33
在建工程	2.84	2.13	4.25	2.32	5.10	2.91
其他非流动资产	5.66	4.25	7.26	3.96	6.60	3.76
资产总额	**133.24**	**100.00**	**183.21**	**100.00**	**175.45**	**100.00**

资料来源：公司财务报表

2017 年底，公司流动资产同比增长 88.33%至 80.29 亿元，仍主要由货币资金、预付款项和其他流动资产构成。受股东增资及经营收益的累积，2017 年底公司货币资金大

幅增长至 55.90 亿元，主要为银行及财务机构存款（占比 98.43%，其中 8.03 亿元存放于关联公司海航集团财务有限公司）；年末公司受限资金规模 6.29 亿元，占比 11.25%。2017 年底，公司预付款项同比增长 76.52%至 15.79 亿元，主要系支付母公司海航控股的飞机租赁款项、航材采购款及维修费用等增加所致。其他流动资产主要为公司购买的保本保收益理财产品（3 亿元）及待抵扣的增值税进项税。

2017 年底，公司非流动资产 102.92 亿元，同比增长 13.58%，主要是公司新增对成都神鸟航空有限公司的投资 10.50 亿元（长期股权投资，年末持股比例 35%）。非流动资产构成变化较小，仍以投资性房地产、固定资产为主。2017 年底，公司投资性房地产 43.87 亿元，同比变化不大，主要为大英山地块土地使用权（占 91.45%），其余为公司持有的办公楼和酒店资产。公司对投资性房地产采用公允价值计量，年末有 19.20 亿元投资性房地产用作母公司海航控股和关联方海南财富海湾置业有限公司短期借款的抵押物。公司固定资产主要为飞机及发动机、房屋及建筑物等，跟踪期内同比变化不大；年末有账面价值合计 10.73 亿元的固定资产用作借款抵押。跟踪期内公司在建工程增加主要系长水机场及成都机场基地建设工程投入增加所致，2017 年底为 4.25 亿元。公司其他非流动资产主要为飞机发动机维修储备金和租赁保证本金，2017 年底为 7.26 亿元。

2017 年底，公司外币资产（折算成人民币后）5.57 亿元，以美元资产为主（占比 99.89%），主要为其他非流动资产（飞机及发动机维修储备金和租赁保证金）5.47 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 175.45 亿元，较上年末下降 4.23%，主要系偿还债务等导致货币资金减少所致；整体资产结构较上年末变化不大。2018 年 3 月底，公司受限资产规模 28.55 亿元，占资产总额的 16.27%，主要包括投资性房地产 19.68 亿元、货币资金 1.65 亿元、飞机资产 7.22 亿元（折算成人民币后）。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，受股东增资款到位及发行永续中票影响，公司所有者权益大幅增长，债务负担有所减轻；但短期债务占比高，债务结构有待优化。

2017 年底，公司所有者权益 85.82 亿元，同比增长 79.23%，主要来自实收资本和资本公积的增加；受股东增资款陆续到位，公司实收资本同比增加 13.02 亿元至 33.39 亿元，资本公积同比增加 17.50 亿元至 29.55 亿元。2017 年，公司发行可续期中期票据 5 亿元，相应计入其他权益工具。2017 年底公司所有者权益仍以实收资本、资本公积和未分配利润为主，稳定性较好。2018 年 3 月底，公司所有者权益 86.99 亿元，较 2017 年底增长 1.36%，主要来自未分配利润的累积，所有者权益构成较上年末变化不大。

2017 年底，公司负债总额 97.38 亿元，同比增长 14.09%，主要系公司发行债券及对外借款等导致有息债务的增长。跟踪期内公司流动负债比重（2017 年底为 53.87%）超过非流动负债。

2017 年底，公司流动负债同比增长 37.81%至 52.47 亿元，主要系其他流动负债、短期借款、应付账款的增长所致。2017 年底，公司短期借款 15.18 亿元，同比增长 35.69%，主要为保证借款、保证及质押借款。应付账款同比增长 142.95%至 6.42 亿元，主要系随着经营规模的扩大及费率的上调，应付起降服务费等上升所致；2017 年底公司其他流动负债 10 亿元，为公司发行的两期超短期融资券。

2017 年底，公司非流动负债 44.92 亿元，同比下降 5.01%，主要系公司偿还部分债务并将一年内到期部分调入流动负债所致。2017 年底应付债券同比增加 5.93 亿元主要系公司

发行 6 亿元公司债券所致。2017 年底，公司长期应付款 13.30 亿元，同比下降 32.24%，主要由公司 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及融资租赁款构成。

2017 年底，公司外币负债（折算为人民币后）12.89 亿元，全部为美元负债，包括长期借款 5.63 亿元，长期应付款 7.26 亿元。

2018 年 3 月底，公司负债合计 88.46 亿元，较 2017 年底下降 9.16%，主要系公司偿还资产支持票据、超短期融资券等有息债务所致；负债结构中流动负债占比 54.13%，较上年末变化不大。

将其他流动负债、长期应付款调入债务后，2017 年底公司全部债务为 69.18 亿元，同比增长 8.30%，短期债务占比 50.27%，短期债务占比快速上升。2018 年 3 月底，公司全部债务 59.35 亿元，较 2017 年底下降 14.21%，短期债务占比为 49.36%；跟踪期内公司短期债务比重上升，债务结构有待优化。

表 11　公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	27.08	34.77	29.30
长期债务	36.80	34.41	30.06
全部债务	63.88	69.18	59.35
资产负债率	64.06	53.15	50.42
全部债务资本化比率	57.16	44.63	40.56
长期债务资本化比率	43.46	28.62	25.68

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

跟踪期内，受所有者权益大幅上升影响，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呈下降趋势，2018 年 3 月底分别为 50.42%、40.56%和 25.68%，债务负担有所减轻，债务水平适宜。若将公司发行的永续中票考虑在内，2018 年 3 月底公司全部债务为 64.35 亿元，全部债务资本化比率为 43.97%。

4. 盈利能力

随着机队规模的扩大及航线网络的扩展，跟踪期内公司营业收入快速增长；汇率变动对财务费用产生积极影响；但航油、租金、起降费等成本的上升导致公司利润水平同比下降，利润总额对政府补贴等非经常性损益的依赖程度上升。

2017 年，公司实现营业收入 64.05 亿元，同比增长 28.80%，同期，公司营业成本 56.34 亿元，同比增长 45.36%，快于营业收入的增速。受此影响，2017 年，公司营业利润率为 11.79%，同比下降 9.90 个百分点。

表 12　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年	2017年	2018年1~3月
营业收入	49.73	64.05	18.35
其他收益	--	2.28	0.16
营业利润	3.49	2.83	1.35
营业外收入	1.91	0.03	0.001
利润总额	5.39	2.86	1.35
营业利润率	21.69	11.79	15.17
总资本收益率	6.72	4.02	--
净资产收益率	9.55	2.82	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017 年公司期间费用 7.01 亿元，同比小幅下降 3.64%。随着经营规模的扩大，2017 年公司销售费用、管理费用同比分别增长 34.06%、47.95%；财务费用由 2016 年的 4.20 亿元下降至 2.72 亿元，主要系利息收入的增加及人民币汇率变动导致汇兑损益由 2016 年的汇兑损失转为汇兑收益所致。2017 年，公司期间费用率 10.95%，同比下降 3.69 个百分点。

2017 年，公司获得航线补贴、政府补助及税金返还合计 2.28 亿元，占当期利润总额的 80.57%。跟踪期内公司利润总额对政府补贴等非经常性损益的依赖程度大幅上升。2017 年，公司实现利润总额 2.86 亿元，同比下降 47.00%。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.02%和 2.82%，均有不同程度下滑。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.35 亿元，同比增长 16.88%；营业利润率 15.17%，同比下降 6.42 个百分点；同期公司实现利润总额 1.35 亿元。

5. 现金流分析

2017 年，受经营规模的扩大及预付款项的增多，公司经营活动现金流入、流出均快速增长，经营性净现金流有所收窄但仍表现为净流入，公司收入实现质量保持在较好水平；公司利用股东增资款及对外融资满足债务偿还及对外股权投资活动；2018 年一季度，公司偿还较大规模债务本息，筹资活动净流出规模加大。

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 75.27 亿元，同比增长 22.24%，主要系经营规模扩大带动销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 23.90%至 69.44 亿元所致。受机票预售影响，公司经营获现能力好，2017 年现金收入比为 108.41%。2017 年，公司经营活动现金流出 69.32 亿元，同比增长 55.51%，主要系经营规模扩大带动成本支出增加及预付飞机租赁款等导致购买商品、接受劳务支付的现金增长。2017 年公司经营活动现金流量净额为 5.96 亿元。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年	2018年1~3月
经营活动现金流入	61.58	75.27	17.11
经营活动现金流出	44.57	69.32	16.12
经营活动现金流量净额	17.01	5.96	0.98
投资活动现金流量净额	-6.40	-10.90	-0.61
筹资活动现金流量净额	2.69	35.67	-10.74
现金收入比	112.70	108.41	87.59

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017 年公司投资活动现金流入同比增加 4.33 亿元至 4.77 亿元，主要系理财产品到期赎回导致收回投资收到现金增加所致；投资活动现金流出同比上升 129.30%至 15.67 亿元，系公司对神鸟航空注资导致支付其他与投资活动有关的现金同比增长至 13.80 亿元。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-10.90 亿元。

2017 年公司筹资活动现金流入、流出均呈大幅增长趋势。筹资活动现金流入同比增长 249.83%至 75.91 亿元，主要系股东增资款到位及公司对外借款、举债等收到现金增多；筹资活动现金流出同比增长 111.72%至 40.24 亿元，主要系偿还债务本息等支付的现金增长。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 35.67 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.98 亿元，现金收入比下降至 87.59%，主要系一季度包机款尚未回款；投资活动产生的现金流量净额为-0.61 亿元；筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出 10.74 亿元，主要系 2018 年一季度公司偿还较大规模债务本息、同时借款减少所致。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，但较大规模的短期债务对资金流动性要求高；跟踪期内新增对关联方的担保；间接融资渠道较畅通。

从短期偿债能力指标看，受货币资金等流动资产快速增长影响，2017 年公司流动比率和速动比率同比均有所上升，2017 年底分别为 153.03%和 153.01%。2018 年一季度，公司偿还部分短期债务，流动比率和速动比率分别为 152.09%、151.97%。2017 年公司经营现金流动负债比为 11.35%，经营性净现金流对流动负债的保障能力有所下降。2017 年及 2018 年 3 月底，公司现金类资产分别为 55.90 亿元、45.53 亿元，对短期债务的覆盖倍数分别为 1.61 倍、1.55 倍；公司短期偿债能力尚可，但较大规模的短期债务对资金流动性及周转能力要求高。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 8.71 亿元，同比下降 17.59%；全部债务/EBITDA 上升至 7.94 倍，EBITDA 利息倍数同比下降至 2.13 倍。

截至2018年6月底，公司对外担保余额5亿元，相当于2017年底所有者权益的5.83%，为子公司海南国善实业有限公司以其持有的土地为公司股东海航控股银行借款的担保5亿元。整体看，跟踪期内，公司新增对关联方对外担保，存在一定或有负债风险。

截至2018年3月底，公司获得中国建设银行、国家开发银行、重庆农商行等金融机构授信总额（折算为人民币后）为72.26亿元，未使用额度33.72亿元，公司间接融资渠道较通畅。

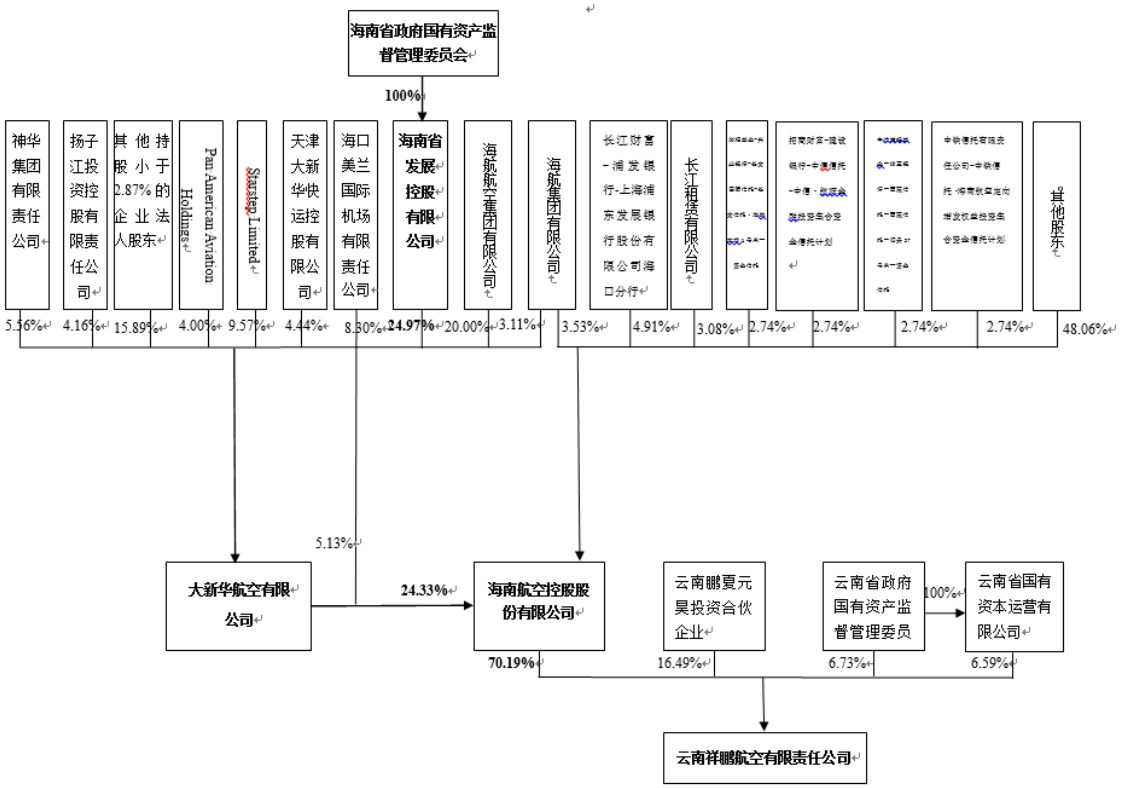
十、存续债券偿债能力分析

2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对“17祥鹏MTN001”5亿元本金的覆盖倍数分别为15.05倍、1.19倍和1.74倍。经营活动现金流入量对“17祥鹏MTN001”待偿还本金覆盖程度较好，经营活动现金流量净额和EBITDA对“17祥鹏MTN001”待偿还本金覆盖程度一般。

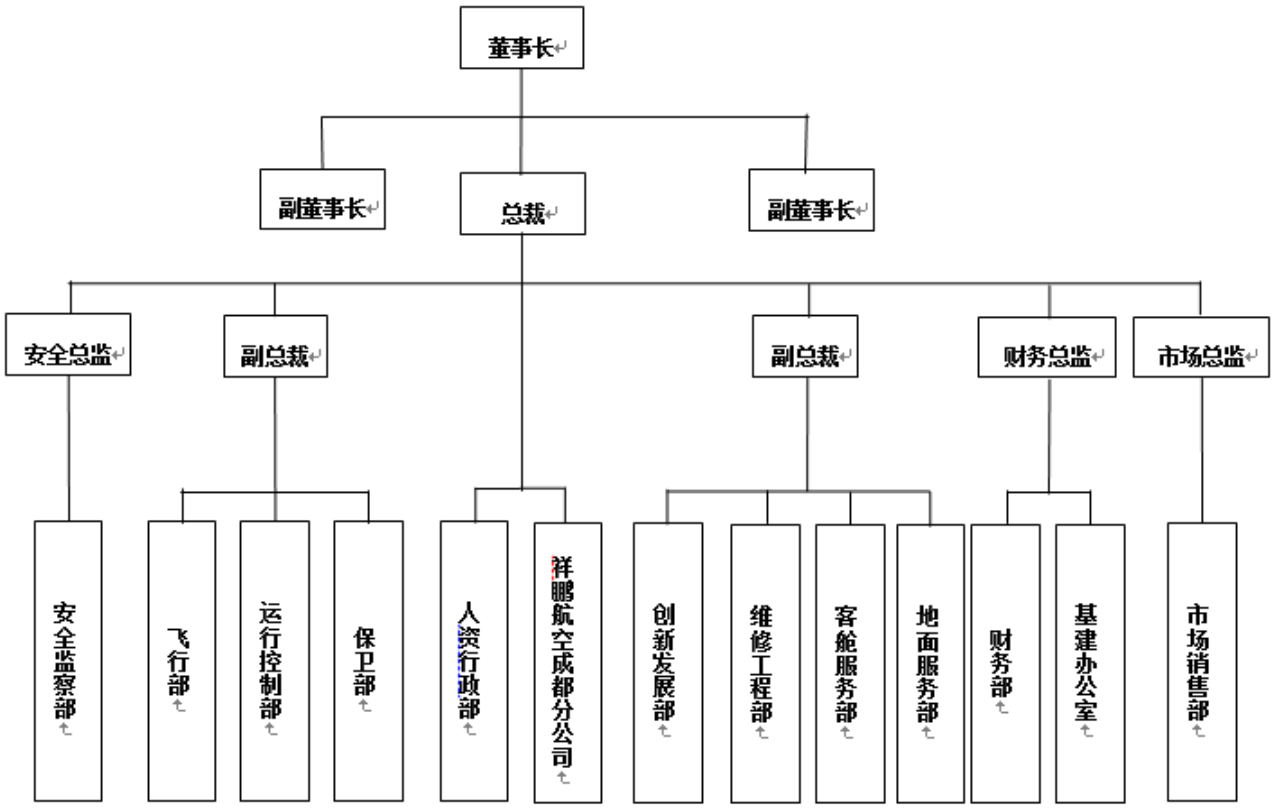
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17祥鹏MTN001”信用等级为AA，将其移出信用评级观察名单，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 5 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司合并范围内子公司

名称	经营范围	持股比例
海南国旭实业有限公司	农业项目开发，财产租赁，五金交电、建筑机械销售，普通货物仓储服务，商务信息咨询服务，投资咨询服务	100.00%
海南国善实业有限公司	农业项目开发，财产租赁，五金交电、建筑机械销售，普通货物仓储服务，商务信息咨询服务，投资咨询服务	100.00%
海南航鹏实业有限公司	农业项目开发，财产租赁，五金交电、建筑机械销售，普通货物仓储服务，商务信息咨询服务，投资咨询服务	100.00%

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.21	24.85	55.90	45.53
资产总额(亿元)	117.77	133.24	183.21	175.45
所有者权益(亿元)	33.21	47.88	85.82	86.99
短期债务(亿元)	14.62	27.08	34.77	29.30
长期债务(亿元)	51.36	36.80	34.41	30.06
全部债务(亿元)	65.97	63.88	69.18	59.35
营业收入(亿元)	41.48	49.73	64.05	18.35
利润总额(亿元)	4.13	5.39	2.86	1.35
EBITDA(亿元)	9.61	10.57	8.71	--
经营性净现金流(亿元)	-5.14	17.01	5.96	0.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.16	16.89	20.86	--
存货周转次数(次)	907.47	1166.17	3048.33	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.40	0.40	--
现金收入比(%)	101.14	112.70	108.41	87.59
营业利润率(%)	23.68	21.69	11.79	15.17
总资本收益率(%)	7.20	6.72	4.02	--
净资产收益率(%)	10.30	9.55	2.82	--
长期债务资本化比率(%)	60.73	43.46	28.62	25.68
全部债务资本化比率(%)	66.51	57.16	44.63	40.56
资产负债率(%)	71.80	64.06	53.15	50.42
流动比率(%)	127.73	111.98	153.03	152.09
速动比率(%)	127.55	111.91	153.01	151.97
经营现金流动负债比(%)	-22.25	44.67	11.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.86	6.05	7.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.21	2.86	2.13	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、已将其他流动负债、长期应付款调入公司有息债务核算。

附件 3　主要财务计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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。