信用等级公告

联合〔2020〕2887 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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将云南祥鹏航空有限责任公司主体长期信用等级下调为 AA^-，“17 祥鹏 MTN001”信用等级下调为 AA^-，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月三十日

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
http://www.lhratings.com

云南祥鹏航空有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
主体	AA⁻	负面	AA	稳定
17 祥鹏 MTN001	AA⁻	负面	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 祥鹏 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/5/5

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；“17 祥鹏 MTN001”是期限为 2+N 年的可续期中期票据，表中所列到期兑付日为第二个赎回日

评级时间：2020 年 7 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	AA⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2
股东支持				2

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

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。2019 年，公司航空运输业保持稳定发展，营业收入持续增长，债务规模有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司出现亏损，公司对外融资及日常经营或受海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）、海航控股等流动性和债务风险的影响，公司高级管理人员变动频繁，存在一定短期偿付压力，新冠病毒肺炎疫情冲击航空客货运输需求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地理环境使得航空运输为该区域未来主要交通方式之一。公司是云南省主要航空运输企业之一，在云南省内具有一定区域优势。随着疫情防控常态化、国际疫情的蔓延，公司目前客运量、客座率等指标尚未恢复至疫情前水平，预计全年亏损可能性仍较大。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级下调为 AA⁻，“17 祥鹏 MTN001”信用等级下调为 AA⁻，评级展望调整为负面。

优势

1. **持续获得股东及其关联方、政府的支持。**公司是海航控股航空运输业务主要经营主体之一、云南省主要航空运输企业之一，跟踪期内持续获得控股股东及其关联方、政府在担保、航空资源共享、财政补贴等方面的有力支持。
2. **2019 年主业经营稳定。**2019 年，公司航空运输业保持稳定发展，机队规模、运输量等指标同比均有所增长，整体收入水平有所提升。

分析师：赵传第　郝一哲　车兆麒
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **跟踪期内公司经营亏损，盈利能力大幅下滑，新冠肺炎疫情加大经营压力。**跟踪期内，起降费、租金等经营成本上涨、计提较大规模信用减值损失和新冠病毒肺炎疫情等综合影响下，公司经营亏损，盈利能力大幅下滑，2020 年一季度亏损面加大；新冠病毒肺炎疫情对航空客货运输需求产生较大负面影响，目前航空客运需求尚未完全恢复，联合资信将持续关注疫情对公司经营的影响。
2. **存在短期支付压力。**公司短期债务规模较大，跟踪期内货币资金大幅下降，且受限比例较高，加之新冠疫情对公司经营现金流形成一定挤压，公司存在一定短期支付压力。
3. **经营和投资活动现金流净流出。**跟踪期内，公司经营活动净现金流由正转负，筹资活动前现金流量净额大幅净流出。
4. **董监高成员变动频繁。**跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员变动仍很频繁，对公司经营管理的稳定性产生一定负面影响。
5. **融资成本上升，融资渠道亟待拓宽，且存在欠息记录。**2019 年，公司存续债券票面利率大幅调升，新发债券融资成本较高；银行授信已基本使用完毕，公司融资渠道亟待拓宽；公司征信报告中存在欠息记录。
6. **关联交易频繁，日常运营等受海航控股、海航集团等影响较大。**公司与股东海航控股、海航集团及下属企业业务往来密切，关联交易频繁，跟踪期内关联交易规模增长，公司为关联方提供较大规模担保且 2019 年已计提较大规模担保减值损失，对公司利润造成较大负面影响。公司作为海航控股子公司，日常运营、对外融资、资金使用及债务偿还或将受到较大影响。

财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	55.90	59.87	22.84	15.71
资产总额(亿元)	183.21	175.53	168.11	154.84
所有者权益(亿元)	85.82	87.04	85.42	75.21
短期债务(亿元)	34.77	34.76	20.34	17.37
长期债务(亿元)	34.41	17.50	24.19	24.28
全部债务(亿元)	69.18	52.26	44.53	41.65
营业收入(亿元)	64.05	71.16	76.17	9.43
利润总额(亿元)	2.86	1.83	-1.34	-10.21
EBITDA(亿元)	8.71	7.58	3.46	--
经营性净现金流(亿元)	5.96	17.73	-9.80	-5.68
筹资活动前现金流量净额(亿元)	-4.95	20.29	-40.94	0.68
营业利润率(%)	11.79	8.67	7.08	-101.93
净资产收益率(%)	2.82	1.81	-1.48	--
资产负债率(%)	53.15	50.41	49.19	51.43
全部债务资本化比率(%)	44.63	37.52	34.27	35.64
现金收入比(%)	108.41	100.86	93.04	92.16
流动比率(%)	153.03	116.01	104.12	84.82
经营现金流动负债比(%)	11.35	29.35	-21.59	--
现金短期债务比(倍)	1.61	1.72	1.12	0.90
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.95	1.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.94	6.89	12.88	--
全部债务/经营性净现金流(倍)	11.62	2.95	-4.54	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	172.77	165.49	158.58	145.65
所有者权益(亿元)	85.16	86.39	85.45	75.24
全部债务(亿元)	69.18	52.26	44.53	41.65
营业收入(亿元)	64.05	71.16	76.17	9.43
利润总额(亿元)	2.88	1.85	-0.59	-10.21
资产负债率（%）	50.71	47.80	46.12	48.34
全部债务资本化比率(%)	44.82	37.69	34.26	35.63
流动比率(%)	153.05	115.87	104.07	84.90
经营现金流动负债比(%)	11.38	29.22	-21.59	--

注：1. 2020 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，将一年内到期的预计负债调出短期债务核算

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
17 祥鹏 MTN001	AA	AA	稳定	2019.7.24	赵传第、车兆麒	航空运输企业主体信用评级方法（2018 年） 航空运输企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 祥鹏 MTN001	AA	AA	稳定	2018.7.18	赵传第、马颖	航空运输企业主体信用评级方法（2017 年） 航空运输企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 祥鹏 MTN001	AA	AA	列入信用评级观察名单	2018.2.5	/	航空运输企业主体信用评级方法（2017 年） 航空运输企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 祥鹏 MTN001	AA	AA	稳定	2017.2.22	赵传第、刘晓濛	航空运输企业信用分析要点（2015 年） 航空运输企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，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 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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，公司注册资本、股权结构、经营范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 34.96 亿元，海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”）、云南鹏夏元昊投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鹏夏元昊”）[1]、云南省交通投资建设集团有限公司（以下简称“云南省交投”）分别持有公司 70.19%、16.49%和 13.32%的股权，海航控股为公司控股股东。公司实收资本 33.39 亿元，注册资本与实收资本差异为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”）用于二期出资的昆明新机场土地使用权增资款 1.57 亿元（由于土地使用权尚未变更至公司名下，公司尚未进行验资，暂计入“资本公积”）。

截至 2019 年底，公司资产总额 168.11 亿元，所有者权益 85.42 亿元。2019 年，公司实现营业收入 76.17 亿元，利润总额-1.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 154.84 亿元，所有者权益 75.21 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.43 亿元，利润总额-10.21 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市西山区前兴路西山万达广场8幢7层；法定代表人：蒲明。

三、存续债券与募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券为“17祥鹏MTN001”，余额5.00亿元。“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。“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 1　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	2017 年 5 月 5 日—2019 年 5 月 4 日：7.20% 2019 年 5 月 5 日—2021 年 5 月 4 日：9.90%

资料来源：联合资信整理

跟踪期内公司已按时足额支付“17 祥鹏 MTN001”当期利息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

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

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，

[1]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企业，对祥鹏航空出资为股权投资，不涉及基金退出。

GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

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

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 资讯数据整理

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

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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

价格重归通缩区间。

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

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

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

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

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

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

五、行业及区域经济环境

1. 航空运输业

国民经济的持续发展及居民人均可支配收入的增加带动中国航空客货运输量稳步提升，航空运输业凭借其高速、便捷等特点在交通运输体系中发挥重要作用。中国航空运输业垄断竞争特点明显，受益于政策利好，多元化竞争逐步增强。航油、汇率价格波动是影响航空运输企业盈利水平的重要因素，突发事件对航企持续经营影响重大，2020 年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大负面影响，行业展望为负面，考虑航空需求的持续性及宏观经济恢复向好趋势，预计航空运输业增长的长期趋势不变，联合资信维持航空运输行业评级为风险一般。

1. 行业概况

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色。航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高

的正相关性。根据发达国家经验，在居民收入突破一定水平后，航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5~2 倍，且行业成长期长达 30~40 年。

近年来，随着经济增长及居民收入水平提升，中国航空客货运输量逐年增加，航空运输业凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。根据中国民用航空局数据（快报数据），2019 年中国民航业完成运输总周转量 1293.2 亿吨公里，同比增长 7.2%，增速较上年下降 4.2 个百分点。客运市场方面，全行业完成旅客周转量 11705.1 亿人公里，同比增长 9.3%，增速较上年下降 3.3 个百分点；其中国内航线同比增长 6.9%，国际航线同比增长 16.6%。货运方面，2019 年全行业实现货邮周转量 236.2 亿吨公里，同比增长 0.3%，增速较上年下降 7.4 个百分点。2019 年，中国民航运输总周转量稳居世界第二，民航旅客周转量在综合交通运输体系中占比达 32.8%，同比提升 1.5 个百分点。从盈利情况来看，2019 年民航全行业营业收入 1.06 万亿元，比上年增长 5.4%。

自 2020 年 1 月下旬以来，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，并在全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了出行限制措施，导致全球航空需求锐减。2020 年一季度，中国民航共完成运输总周转量 165.2 亿吨公里、旅客运输量 7407.8 万人次，同比分别下降 46.6%和 53.9%。同期，中国航空运输业全行业亏损达 398.2 亿元，其中航空公司亏损 336.2 亿元，三大航利润总额合计亏损 200.3 亿元。

2020 年 3 月底，我国整体疫情控制情况出现向好趋势，国内多个省市采取差异化复产复工政策，4 月运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比分别下降 62.4%、68.5%和 19.4%，降幅较上月分别收窄 1.0 个、3.2 个和 3.9 个百分点，降幅均较上月有所缩窄，国内疫情防控从应急状态转入常态化，境内航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策趋严，民航局近期发布疫情防控期间调减国际客运航班量的通知，国际客运供应量预计将进一步减少。新冠肺炎疫情的爆发对航空运输业产生较大冲击。

2. 行业政策

表 3 近年来航空运输行业主要政策梳理

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

2020 年 2 月	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020 年 3 月	财政部、民航局	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》	疫情防控期间（2020 年 1 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日），中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持，共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴 0.0176 元，独飞航班每座公里 0.0528 元，执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补贴

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2016 年 10 月、2017 年 12 月和 2018 年 1 月，民航局和国家发改委陆续下发文件，明确了国内运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于三大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

成本方面，2017 年 1 月民航局发布了机场收费的调整方案，该方案自 2017 年 4 月起实施，起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15%左右，收费标准上调后，航空公司成本将有所增加，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。2019 年 5 月民航局统筹推进降低航空公司成本的工作，主要是减税降费、适度调减机场服务性收费等，有助于缓解航空公司成本负担和提升行业发展活力。

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

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

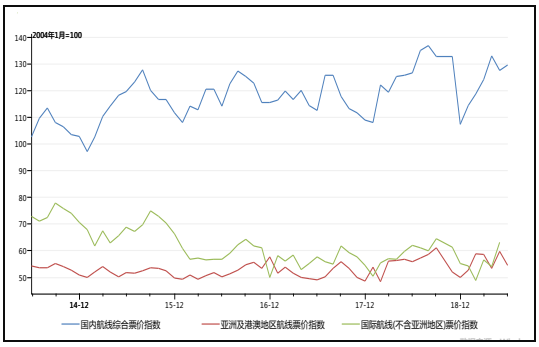
3. 行业发展

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

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

从运营效率看，近年来行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载客量较一、二、四季度高；货运方面，每年 1、2 月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运力扩张计划，航空需求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。近年来，中国民航正班客座率和正班载运率呈上升趋势，2019 年分别为 83.2%、71.6%。

图 1　近年民航票价指数



资料来源：Wind 资讯

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

4.　行业竞争

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

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

中央控股公司实力最为雄厚，机队规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为中国航空集团有限公司[以下简称“国航集团”；下辖中国国际航空股份有限公司（中国国航，SH.601111）]、中国南方航空集团有限公司[下辖中国南方航空股份有限公司（南方航空，SH.600029）]和中国东方航空集团有限公司[以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东方航空，SH.600115）]，以下简称为“三大航”。

从三大航数据比较看，三大航在营业收入、利润总额及机队规模方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。从财务及经营指标看，国航股份、南航股份及东航股份分别为国航集团、南航集团及东航集团的核心子公司，在收入、机队规模、运力、运营效率等方面差距较小，稳居国内航空公司第一梯队，是国内民航市场的主要参与者。三家企业总部分别设立在北京、广州及上海，业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长三角经济圈，客货流需求稳定。良好的区位设置及政府的持续政策支持，是三大航逐步形成垄断优势的重要原因。另一方面，三大航也都存在单机运营效率偏低、盈利能力偏弱、债务负担重等负面因素。

表 4　2019 年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航 601111.SH	东方航空 600115.SH	南方航空 600029.SH	海航控股 600221.SH
运营指标				
可用座公里（亿客公里）	2877.88	2702.54	3440.62	1743.45
机队规模（架）	699	734	862	361
飞机日利用率（小时）	9.72	9.55	9.9	8.76
平均客座率（%）	81.02	82.06	82.81	83.38
平均载运率（%）	68.70	67.31	70.26	77.43
每客公里收益（元）	0.534	0.522	0.49	0.443
财务指标				
资产总额（亿元）	2942.54	2829.36	3066.46	1965.35

营业收入（亿元）	1361.81	1208.60	1543.22	723.89
政府补助（亿元）	36.43	63.24	41.52	21.45
利润总额（亿元）	91.05	43.02	40.70	10.70
经营性净现金流（亿元）	383.40	289.72	381.22	137.33
主营业务毛利率（%）	16.06	11.30	11.69	3.66
资产负债率（%）	65.55	75.12	74.87	68.40

注：东方航空在计算单位收益指标时相应收入包含合作航线收入和燃油附加费
资料来源：上市公司年报

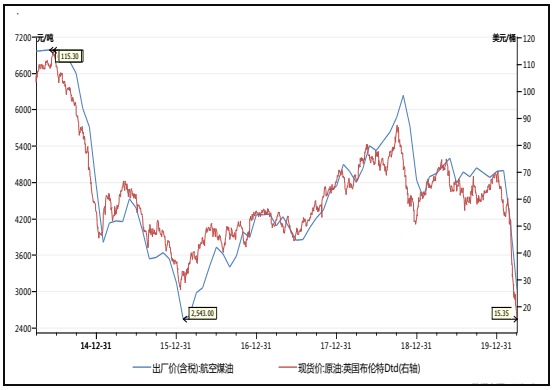
国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有海航集团等代表企业。从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。近年来，政策利好下，以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。地方性航空公司的开航加剧了民航市场的竞争。此外，随着低成本运营模式的推广，独立成立及由传统全服务航空公司转型的低成本航空公司市场份额快速扩大，民航竞争格局将更加多元化。

5. 主要供求因素

航油价格波动

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

图 2 近年航油价格和原油价格走势



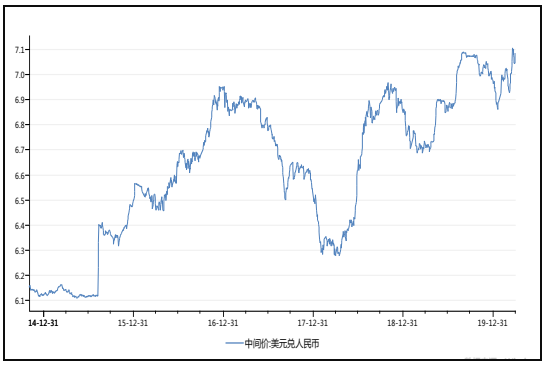
资料来源：Wind 资讯

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

人民币汇率变化

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

图 3　近年美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

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

高速铁路网建设的替代影响

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

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

突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件及政治与外交关系的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。重大空难不仅使得行业景气承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。与此同时，国际政局的动荡及国家间关系的亲疏变化对航企国际航线业务开展影响重大。此外，随着各国对环境保护的日益重视，征收碳排放税等环保措施的执行也将对航空公司运营产生影响。

6.　未来发展

2020 年是《中国民航“十三五”发展规划》实施的冲刺阶段，在 2020 年全国民航工作会议上，民航局分八项介绍了 2020 年的工作重点，提出了 2020 年运输总周转量预期增长 7.5%，全行业全力防控安全风险，缩小管制运行间隔，实行差异化航班时刻供给与配置措施，探索实施客货分类管理，放宽国际货运航权管理等要求，未来将立足于“十三五”规划完成的基础上，进入推动交通强国建设的“十四五”规划阶段，推动行业高质量发展。

短期来看，航空运输行业发展的外部扰动

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

7. 云南省区域经济和航空运输业概况

2019 年，云南省经济保持平稳较快发展，民航客货运量同比均有所增长，但受旅游市场整顿未完全恢复、高铁等分流影响，昆明、丽江等主要机场旅客吞吐量增长缓慢。2020 年初爆发的新冠病毒肺炎疫情对云南省经济和民航运输短期内产生较大负面影响，后续恢复情况有待观察。

根据《云南省 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，云南省实现地区生产总值 23223.75 亿元，比上年增长 8.1%，增速高于全国 2.0 个百分点。三次产业结构由上年的 14.0∶38.9∶47.1 调整为 13.1∶34.3∶52.6。全省人均生产总值 47944 元，比上年增长 7.4%，全体居民人均可支配收入 22082 元，比上年增长 9.9%。全年固定资产投资（不含农户）同比增长 8.5%。

2019 年，云南省全年接待海外入境旅客（包括口岸入境一日游）1484.93 万人次，比上年增长 4.8%；接待国内游客 8.0 亿人次，增长 17.4%。全年实现旅游业总收入 11035.20 亿元，增长 22.7%；其中国内旅游收入 10679.51 亿元，增长 22.8%。

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条件。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据特定地位。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。

2019 年，云南省实现民航货物运输总量 8.75 万吨，同比增长 15.1%，货物运输周转量 1.54 亿吨公里，同比增长 27.7%，民航货运扭转上年下降趋势；民航旅客运输总量 0.15 亿人，同比增长 9.2%，旅客运输周转量 196.99 亿人公里，同比增长 14.4%。相较于公路、铁路等其他交通运输方式，航空运输在云南省客货运输中占比仍较小，但增速较快。

2017 年云南省对旅游市场进行整顿，跟踪期内云南省旅游市场尚未完全恢复，加之近年高铁网络、公路网的开通完善对航空运输产生一定分流作用，对区域航空客运量产生一定影响。2019 年，昆明长水机场旅客吞吐量排名全国第六位（同比无变化），吞吐量增速（2.1%）持续下滑，且低于全国平均水平（6.9%）。丽江三义机场旅客吞吐量排名 45 位（同比下降 4 位），吞吐量同比下降 4.7%。西双版纳机场吞吐量排名 46 位（同比上升 1 位），吞吐量增速 24.2%。

2020 年初爆发的新冠病毒肺炎疫情对云南省经济和民航运输短期内产生较大负面影响。根据云南省统计局公布的《2020 年 3 月云南统计月报》：2020 年 1—3 月，云南省固定资产投资（不含农户）同比下降 11.6%，民航客货运周转量同比下降 42%（全国：下降 46.6%），其中客运周转量同比下降 53.2%（全国：下降 53.9%），货运周转量同比下降 29.3%，疫情防控期间的交通管控和限制出行措施及出行意愿下降使得民航运输需求大幅萎缩。目前国内疫情已基本得到控制，复工复产政策下国内客货运需求有望逐步恢复；但由于国际疫情的持续扩散，我国对于国际航线的限制政策仍严。此外，相较于其他省市，云南省旅游需求对民航

业尤其是省内航空客运影响较大，联合资信将持续观察云南省区域经济及民航客货运恢复情况。

云南省 2020 年政府报告中指出：未来将“深化航空‘强基拓线’，加快昆明长水国际机场改扩建和全省支线机场改造提升，力争昭通、蒙自、元阳、怒江、普洱 5 个机场项目实质性开工，加密省内主要旅游城市之间环飞航线网络”。未来，云南省将持续对机场交通基础设施进行投入，加密省内航线，对公司未来发展有积极影响。

六、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

公司是海航控股航空运输业务的重要经营主体之一、云南省重要的基地航空公司，在云南省航空客运领域优势显著；2019 年，公司机队规模、运输量等主要指标保持增长。

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、绵阳和西双版纳（跟踪期内新增）六个运营基地，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。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。2019 年，公司在云南省的市场占有率为 13.83%，居第二位；在昆明长水机场的市场占有率约为 12.88%（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 11.97%。

截至 2020 年 3 月底，祥鹏航空共运营 55 架客机，已开通运营 135 条航线，通航国内外 84 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、欧洲等国际和地区的航线网络。2019 年，公司共完成运输周转量 15.21 亿吨公里，同比增长 10.34%，实现旅客运输量 1209.45 万人次，同比增长 9.11%。

2. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得民航局、地方政府拨付的航线补贴及税收返还，并在飞机租赁、担保等方面获得海航控股等关联方支持。

2019年及2020年1—3月，公司分别获得政府补贴2.87亿元和0.42亿元，主要为航线补贴。

表 5 公司获得补贴情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年
民航局支线航空补贴	2874.00	1094.00
各地政府及机构的航线补贴	23732.06	27534.95
税收返还	2728.08	110.00
合计	**29334.14**	**28738.95**

资料来源：公司提供

作为海航控股下属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、关联方海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）等在飞机引进及租赁、航材采购、机队维修、航空资源共享、债务担保等方面的支持。截至2020年3月底，公司经营租赁47架飞机中有26架来自海航集团，融资租赁的6架飞机全部来自海航集团下属公司（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）。截至2020年3月底，公司有18.30亿元借款由海航集团及海航控股提供担保。

3. 关联交易

公司与股东海航控股、海航集团及下属企业业务往来密切，关联交易频繁，2019年已计提较大规模信用减值损失，对公司利润造成较大负面影响。海航控股、海航集团及下属企业流动性及债务风险尚未完全化解，对公司日常运营、对外融资、资金使用及债务偿还等方面产生一定影响。

2019年，公司主要关联交易内容包括：向关联方采购航空食品、航油等0.89亿元，支付维修保障费3.15亿元，支付起降服务费0.46亿

元，支付发动机包修费用及高价周转件保障费4.55亿元，支付融资租赁和经营租赁飞机租金9.66亿元（同比增长36.83%），取得航空客运货运等收入5.40亿元（同比增长205.08%）；2019年底，公司账面货币资金3.88亿元存放于海航集团财务有限公司，应收关联方款项7.22亿元（较上年底增长121.47%），预付关联方款项6.01亿元（上年为0.28亿元），应付关联方款项8.51亿元。此外，2019年底，公司为关联方提供担保金额76.83亿元（跟踪期内大幅增长，其中1.05亿美元担保以美元兑人民币汇率1:6.9762折算），其中质押担保金额24.52亿元，抵押担保金额52.31亿元。公司考虑有关过去事项、当前状况以及对未来经济状况的预测等信息，以发生违约的风险为权重，计算担保合同应收的现金流量与预期能收到的现金流量之间差额的现值的概率加权金额，2019年确认信用减值损失—对外担保坏账损失2.17亿元。

海航控股审计机构普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）已连续两年对海航控股年度财务报告（2018 年及 2019 年）出具带有与持续经营相关的重大不确定性段落的无保留意见审计报告。2019 年审计报告中与持续经营相关的重大不确定性主要涉及：①2019 年底，海航控股流动负债超过流动资产约 700.14 亿元；②2019 年，海航控股部分借款、融资租赁款以及资产证券化项目应付款未按照相关协议的约定按时偿还部分本金及利息，并触发其他债务的相关违约条款，导致于 2019 年底及审计报告日，借款银行、出租人及债权人有权按照相关协议或发行条款要求海航控股随时偿还相关借款、融资租赁款、资产证券化项目应付款以及债券。

截至 2019 年底，海航控股从各金融机构获得的包括流动资金、项目贷款等各类银行授信总额为 990.14 亿元，未用额度 30.05 亿元，相较较大规模的短期债务，海航控股间接融资空间有限，融资渠道亟待拓宽。

此外，联合资信同时关注到，跟踪期内，海航集团、海航控股及相关企业存在董事、监事、高管变更频繁、存续债券票面利率大幅调升、递延支付/展期兑付存续债券本息、存续债券发生技术性违约、股权质押比例高、股东减持/被动减持股份、因信息披露等收到监管部门警示函/通报批评等风险。2020年，海南省人民政府牵头会同相关部门派出专业人员共同成立了“海南省海航集团联合工作组”全面协助、全力推进海航集团风险处置工作。

总体看，海航控股刚性债务短期化明显，间接融资渠道趋紧，加之新冠肺炎疫情导致收入大幅下滑、一季度利润亏损，流动性风险加剧。公司作为海航控股航空运营主业子公司之一，上述事项或将对公司对外融资、资金使用及债务偿还产生较大影响。

4. 重大事项

海航控股公告拟转让公司下属3个子公司股权，若交易成功，有利于优化资源配置，但交易进度、公司对资金支配情况有待关注。

2020年4月14日，海航控股发布《关于转让孙公司股权暨关联交易的公告》：为优化海航控股资产结构，进一步实现“聚焦主业健康发展”的目标，控股子公司祥鹏航空拟向海南发展控股置业集团有限公司（以下简称“海控置业”）转让其持有的海南国善实业有限公司（以下简称“海南国善”）、海南国旭实业有限公司（以下简称“海南国旭”）、海南航鹏实业有限公司（以下简称“海南航鹏”）100%股权，交易金额共计29.44亿元，最终交易价款以交割审阅为准。上述交易已经海航控股董事会、股东大会审议通过，尚需交易相关方履行审议程序、相关行政监管部门核准/备案后实施。

海南国善、海南国旭及海南航鹏主要资产为海口市大英山新城市中心区4块土地，土地用途均为商服用地，使用权面积合计114480.73平方米（约171.72亩）。

表 6　拟转让子公司财务数据概况（单位：亿元）

项目	资产总额		所有者权益		营业收入		净利润	
	2018 年	2019.11.30	2018 年	2019.11.30	2018 年	2019 年 1-11 月	2018 年	2019 年 1-11 月
海南国善	10.36	10.04	7.84	7.60	0.00	0.00	0.05	-0.25
海南国旭	18.22	18.47	13.70	13.90	0.00	0.00	0.08	0.19
海南航鹏	12.18	12.16	9.22	9.21	0.005	0.002	0.06	-0.01
合计	**40.76**	**40.67**	**30.76**	**30.71**	**0.005**	**0.002**	**0.19**	**-0.07**

注：负债主要为递延所得税负债

资料来源：联合资信根据公开资料整理

受让方海控置业为海南省发展控股有限公司（以下简称“海发控股”，为海南省政府国有资产监督管理委员会全资子公司）的全资孙公司。

若上述3家子公司股权得到转让，公司资产构成将发生较大变化，投资性房地产大幅下降，预计货币资金有所增长。根据公司提供资料，公司获得的转让价款计划用于支付生产经营等相关支出，有利于优化公司资源配置、实现资源利用率最大化及集中资金优势、聚焦主业发展。同时，联合资信也关注到：①上述3家子公司所涉及的土地资产仍存在抵押担保情况，实际交割待项目公司与相关债权人协商解押后才可完成；②祥鹏航空对上述股权转让款的支配权受股东决策影响，对公司日常经营、财务报表的影响有待持续观察。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（授信机构版）》（报告编号：NO.2020031714311485663193），截至 2020 年 3 月 17 日，公司本部未结清信贷中存在 12 笔关注类借款（余额合计 7.79 亿元）、欠息 449.92 万元（征信报告显示余额变化及信息报告日期 2020 年 2 月 24 日），已结清信贷中存在 7 笔关注类贷款（其中 5 笔已正常还款、2 笔最后一次还款形式为资产重组）。截至本报告出具日，公司未提供最新银行征信情况。

七、管理分析

跟踪期内，公司本部对组织架构进行了调整，将原归于“运行控制部”下的“运行标准管理中心”分离出来成立“运行标准管理部”，旨在进一步提升公司运行标准管理品质、夯实危险品运输安全管理工作（调整后组织架构图见附件 1-2）。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员变动仍较为频繁，详见下表。主要变动原因包括股东方云南省交投安排、工作调动、职务调整、退休等。联合资信关注到近年来公司董事、监事及高级管理人员变动频繁，对公司日常管理的稳定产生一定负面影响，联合资信将持续关注上述事项对公司经营发展的影响。

表 7 跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员变更情况

变更时间	变更职务	变更前人员	变更后人员
2019 年 4 月	监事	宁升功 高学勇 刘雅昆	邓有左 谢靖 魏承杰
2019 年 4 月	副总裁（副总经理）	李大政	肖培
2019 年 5 月	副董事长	钟佳琪	木志兴
2019 年 10 月	董事长	訾胤	蒲明
2019 年 10 月	董事	訾胤 王希东 袁国欣	蒲明 戚威 岳峰
2019 年 10 月	监事	岳峰	邓洪涛
2019 年 10 月	副董事长、副总经理（副总经理）	王希东	孔祥瑜：副董事长兼总裁（总经理） 岳峰：副总裁（副总经理）
2020 年 4 月	董事	陈明琼 戚威	马千里 邝思芹
2020 年 4 月	监事	谢靖	李泽祥

资料来源：公司提供

八、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受益于运力及运量提升，公司航空客运收入稳步增长，带动营业收入持续增加，毛利率受租金、起降费等成本增长影响有所下降；2020 年一季度，受新冠病毒肺炎疫情影响，公司收入和毛利率大幅下降。

跟踪期内，公司主营业务及收入构成无重大变化。公司主业为航空运输业务，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。2019 年，公司实现营业收入 76.17 亿元，同比增长 7.04%，主要系运力持续投入、客运量上升等因素带动航空客运收入增加。2019 年公司实现航空客运收入 68.59 亿元，同比增长 6.65%，在营业收入中占比 90.05%，仍为公司最主要的收入来源。收入区域分布方面，2019 年公司国内航线航空客运收入占比 91.43%，其中云南省内（省内城市飞省内城市）收入占比为 11.37%。

2019 年，公司毛利率同比减少 1.60 个百分点至 7.24%，主要系租金、起降费、航油等营业成本增加所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.43 亿元，同比下降 53.99%，主要受新冠病毒肺炎疫情影响，其中国内航线客运收入占比提升至 94.07%；综合毛利率为-101.92%，系收入减少而折旧、租金等成本支出刚性所致。

表 8 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	**68.15**	**95.77**	**4.88**	**72.70**	**95.45**	**2.92**	**8.85**	**93.79**	**-115.08**
航空客运收入	64.32	90.38	--	68.59	90.05	--	8.34	88.36	--
航空货运及逾重行李收入	1.80	2.53	--	2.36	3.10	--	0.37	3.94	--
其他	2.03	2.85	--	1.75	2.30	--	0.14	1.49	--
2、其他业务收入	**3.01**	**4.23**	**98.40**	**3.47**	**4.55**	**97.68**	**0.59**	**6.21**	**96.81**
合计	**71.16**	**100.00**	**8.84**	**76.17**	**100.00**	**7.24**	**9.43**	**100.00**	**-101.92**

注：1. 主营业务收入中的其他收入包括邮运收入等；2. 其他业务收入包括退票手续费收入、广告费收入、机上销售收入、租赁收入、代理收入等；3. 受四舍五入影响，部分合计数不等于分项之和

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司航线网络日趋优化，机队规模小幅增长，2019 年运力和运量等指标同比均有不同程度提升，但飞机利用效率、客公里收益水平等同比均有所下滑；2020 年一季度，受疫情影响，公司主要经营指标同比大幅下滑；公司未来短期内支出以成都基地投入为主，存在一定资本支出压力。

航线布局

公司目前初步形成以昆明、成都、郑州、丽江、绵阳、西双版纳为运营基地，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、圣彼得堡等欧洲国家主要城市的航线网络格局。跟踪期内，公司新增西双版纳基地，主要系丽江和西双版纳基地可形成季节性互补、提升运力利用率。

截至 2020 年 3 月底，公司共开通航线 135 条（122 条国内航线，13 条国际及地区航线），通航 84 个城市。2019 年以来，公司新开昆明—琅布拉邦、昆明—万象等国际航线，郑州—重庆、成都—呼和浩特等国内干线，西双版纳—芒市、西双版纳—腾冲等省内航线。2020 年一季度，受疫情影响，公司运营航线和通航城市数量有所下降。

表 9　公司航线网络情况（单位：条、个）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
航线	149	166	135
其中：国内航线	131	143	122
国际及地区航线	18	23	13
通航城市数量	92	95	84
其中：国际及地区城市	16	19	11

注：本年公司对 2018 年可比数据进行了修订
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。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，2019 年，公司在云南省的市场占有率为 13.83%，同比下降 0.27 个百分点，居第二位；在丽江机场和昆明机场市场占有率居领先地位（均为第二名），2019 年占比分别为 11.97%和 12.88%（同比分别下降 0.33 个、0.32 个百分点）。公司在云南省内区域优势显著。跟踪期内，公司在云南省市场占有率下降主要系公司为规避单一市场经营风险、满足旅客多样化出行选择，增加省外运力投放所致。

跟踪期内，根据国家“一带一路”等战略指导思想，公司主动进行国际航线的通航及调整。针对国际航线，公司主要通过自营和旅游包机的模式运营，运营模式的选择主要视航线成熟度、市场供需情况决定，目前包机航线主要为西南地区至东南亚、欧洲等航线。近年来，公司提高国际航线自营比例，截至 2020 年 3 月底，累计国际航线中自营航线数比重约为 60%。

机队规模

跟踪期内，公司机队规模有所扩大，截至 2020 年 3 月底，公司共运营 55 架客机，包含机型为：11 架波音 737-700 型飞机、21 架波音 737-800 型飞机、3 架 B737 MAX 8 型飞机、1 架空客 A319 型飞机、14 架空客 A320 型飞机、5 架空客 A330 型飞机，平均机龄 4.21 年。2019 年，公司飞机日利用率 9.06 小时，同比有所下降且低于行业平均水平，主要系 2019 年运力增长、公司为引进宽体机对飞行员改造抽调了部分机组人员导致。

表 10　公司机队情况（单位：架、小时、年）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
机队规模	53	56	55
其中：经营租赁数量	45	48	47
融资租赁数量	6	6	6
自购数量	2	2	2
飞机日利用小时	9.59	9.06	--
飞机机龄	3.49	3.96	4.21

注：公司未提供 2020 年一季度飞机日利用小时数据；2020 年一季度公司新引进 1 架飞机，退租 2 架，飞机数量较 2019 年底净减少 1 架
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拥有 3 架波音 737 MAX 8 飞机，目前正处于停飞状态。与上述飞机相关的租赁费、经营损失等后续将根据国家民航局的要求及与波音公司的沟通情况确定。联合资信将持续关注 B737 MAX 8 客机停飞事件的最新进展并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

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 2020 年 3 月底，公司运营的 55 架飞机中，贷款自购飞机 2 架，融资租赁 6 架，经营租赁 47 架，跟踪期内，公司机队引进全部采用经营租赁方式。

运输能力和运输效率

从运力投放看，2019 年，公司可用吨公里及可用座公里分别同比增长 16.56%、9.12%。2020 年 1—3 月，公司可用吨公里及可用座公里同比分别下降 56.79%、50.60%，主要受疫情影响。

表 11　公司近年运输能力及运输效率情况

项目		2018年	2019年	2020年1—3月
综合指标	可用吨公里/ATK（万吨公里）	168191.88	196052.02	21401.83
	运输总周转量（万吨公里）	137854.39	152105.65	16300.60
	平均载运率（%）	81.96	77.58	76.16

	飞机日利用率（小时/日）	9.59	9.06	--
客运指标	可用座公里/ASK（万座公里）	1740076.16	1898807.16	243510.82
	旅客运输量（万人次）	1108.46	1209.45	131.32
	平均客座率（%）	85.10	86.12	70.67
货运指标	货邮运输量（吨）	47052.15	50756.71	8168.38

资料来源：公司提供

从实际运输情况来看，2019 年公司运输总周转量同比增长 10.34%至 15.21 亿吨公里，运输量增长率慢于运力投放增速。2019 年，公司旅客运输量为 1209.45 万人次，同比增长 9.11%；货邮运输量为 5.08 万吨，同比增长 7.87%。2020 年 1—3 月，公司运输总周转量、客运量和货运量分别同比下降 59.40%、59.40%和 28.46%。

运输效率方面，2019 年，公司平均载运率同比有所下滑，客座率小幅增长，仍高于行业均值；2020 年一季度，受疫情影响，公司载运率、客座率指标持续下滑。

销售策略

公司机票销售仍主要采取直销和分销相结合的模式。公司直销渠道主要包括客服电话、官网、柜台销售等，2019 年及 2020 年一季度，直销比重分别为 52.29%、65.96%。

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。2019 年及 2020 年 1—3 月，分销模式比重分别为 47.71%和 34.04%。

表 12　公司各销售模式占比 （单位：%）

模式	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
直销	57.61	52.29	65.96
分销	42.39	47.71	34.04
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

2018—2019 年，公司客公里收入（旅客运输收入除以收费客公里）分别为 0.43 元、0.42 元，每可用吨公里营业成本分别为 3.86 元、3.60 元。2019 年及 2020 年 1—3 月，公司平均票价分别为 601.10 元、673.81 元，同比分别提升 3.60%、14.44%。

成本管控

航油、租金、维修及起降费仍是公司最主要运营成本。2019 年，公司主要运营成本（营业成本+销售费用+管理费用+财务费用）合计 77.52 亿元，同比增长 7.01%，主要系随着机队规模的扩大和运力的提升，公司租金（除运力提升外，因波音 737MAX 8 停飞，公司未产生相关收入，但仍需计提相应租金成本）、起降费、航油等各项运营成本相应上升。2020 年 1—3 月，受疫情影响，航油、起降费等变动成本同比分别有所下降，但租金费用、折旧支出刚性，在主要运营成本中比重大幅上升，导致公司毛利润为负。此外，因一季度公司对 2 架经营租赁飞机进行退租，相关退租成本大幅增长，进一步拉低公司毛利率水平。

表 13　公司主要运营成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航油成本	20.30	28.01	21.11	27.23	2.66	13.24
租金费用	11.23	15.50	13.63	17.58	4.12	20.52
起降成本	10.37	14.32	12.77	16.47	1.33	6.61
飞机及发动机运营维护成本	9.14	12.61	8.91	11.49	11.97	59.63
其他	21.41	29.56	21.10	27.22		
合计	**72.45**	**100.00**	**77.52**	**100.00**	**20.07**	**100.00**

注：1. 上表为将公司利润表中营业成本、销售费用、管理费用和财务费用按性质分类列示结果；2. 其他成本主要包括职工薪酬费用、折旧及摊销、航班服务相关费用、机票销售代理手续费等
资料来源：公司提供

投资计划

短期内，公司未来主要资本支出为成都新机场基地建设项目，投资规模大，存在一定筹资压力。因疫情影响，短期内公司将不再进行

大规模飞机引进。公司飞机引进的远期目标是实现单一波音机队运行、降低运营成本。

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 2020 年 5 月底，成都新机场基地项目已投入 0.74 亿元，计划投入使用时间为 2021 年。公司未来存在一定资本支出需求。

3. 未来发展

长期看，为紧抓云南民航强省建设契机，祥鹏航空将坚持壮大机队规模、优化机队结构的发展原则，加快飞机引进，提升云南地区市场份额。未来，祥鹏航空将集中资源夯实西南区域战略地位，全方位升级航线网络，全面升级“经昆飞”产品，服务云南省建设我国面向南亚东南亚辐射中心，并逐步放大区位优势，构建以昆明为中心覆盖全国的大西南网络体系。此外，未来公司将继续推进重点工作项目，加强安全精细化管理；加强服务质量管理体系建设与指标管控，提升服务能力与水平；深化差异化转型，提升公司效益。

公司针对疫情时期航班运营特点，加强内部管控，外部积极协调，争取政策支持，同时通过客改货、调整执飞机型等形式制定针对性措施。

目前国内疫情已基本得到控制，但由于国际疫情的持续扩散，我国对于国际航线的限制政策仍严。疫情影响下，虽复工复产有序推进，但预计短期内航空客货运输需求、旅客出行意愿难以恢复至疫情前水平，公司 2020 年亏损可能性较大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2018—2019 年财务报表由中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，其均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司 6 家。公司财务数据可比性强。

会计政策和会计估计变更方面，跟踪期内，公司按照财会〔2019〕6号文要求，对财务报表列报进行相应调整，并根据新金融工具准则调整涉及的金融工具列示，对报表可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司资产总额 168.11 亿元，所有者权益 85.42 亿元。2019 年，公司实现营业收入 76.17 亿元，利润总额-1.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 154.84 亿元，所有者权益 75.21 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.43 亿元，利润总额-10.21 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受偿还债务、支付日常经营支出等影响，公司资产规模持续下降，资产结构仍以非流动资产为主。公司货币资金大幅下降，非流动资产中投资性房地产和固定资产占比大，资产受限比重较高，整体资产流动性偏弱。若公司未来处置三家子公司股权，资产构成将发生较大变化。

2019 年底，公司资产总额 168.11 亿元，较上年底下降 4.23%，主要来自货币资金的减少。非流动资产比重上升至 71.89%，资产构成仍以非流动资产为主。

表 14　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**70.09**	**39.93**	**47.25**	**28.11**	**35.83**	**23.14**
货币资金	59.84	34.09	22.84	13.59	15.71	10.14
应收账款	5.95	3.39	10.07	5.99	9.69	6.26
预付款项	1.87	1.06	10.14	6.03	5.32	3.44
非流动资产	**105.43**	**60.07**	**120.86**	**71.89**	**119.01**	**76.86**
可供出售金融资产	8.00	4.56	--	--	--	--
其他权益工具投资	--	--	8.00	4.76	8.00	5.17
长期股权投资	10.50	5.98	10.50	6.25	10.50	6.78
投资性房地产	43.87	24.99	43.13	25.66	43.13	27.85
固定资产	24.05	13.70	22.36	13.30	22.00	14.21
其他非流动资产	10.76	6.13	28.33	16.85	26.84	17.33
资产总额	**175.53**	**100.00**	**168.11**	**100.00**	**154.84**	**100.00**

资料来源：公司财务报表

2019 年底，公司流动资产较上年底下降 32.59%至 47.25 亿元，主要由货币资金、应收账款和预付款项构成。2019 年底，公司货币资金 22.84 亿元，较上年底大幅下降 61.84%，主要系偿还债务、存入长期定期存款（其他非流动资产）及预付飞机租赁款等所致；其中银行存款占 30.04%，其他货币资金（主要为定期存款 15.12 亿元）占 69.96%；公司银行存款中有 3.88 亿元（上年底为 3.99 亿元）存放于关联公司海航集团财务有限公司；年末公司受限货币资金规模 15.98 亿元（定期存款 15.12 亿元，为开具应付票据而支付的保证金 0.86 亿元），受限比重较高。2019 年底，公司应收账款 10.07 亿元，较上年底增长 69.18%，主要系结算周期变化所致；公司应收账款分为按账龄组合计提坏账准备的应收账款（账面价值 2.85 亿元）和按关联方组合计提坏账准备的应收账款（账面价值 7.22 亿元）；按账龄组合计提坏账准备的应收账款账龄以 1 年以内（占 93.46%）为主，累计计提坏账准备 0.04 亿元（计提比例为 1.23%）；公司对关联方应收账款主要为公司与海航集团下属航空公司机票互售业务及代销业务形成的应收款项，公司未对关联方组合应收账款计提坏账准备，其中 1 年内占比 99.92%。2019 年底，公司预付款项较上年底大幅增长 443.43%至 10.14 亿元，主要预付对象为飞机出租方等。公司其他应收款主要为应收押金及保证金、应收关联单位款项等，2019 年底为 3.14 亿元。

2019 年底，公司非流动资产 120.86 亿元，较上年底增长 14.63%，主要来自其他非流动资产的增加。公司非流动资产以投资性房地产、其他非流动资产、固定资产等为主。2019 年底，公司新增其他权益工具投资 8.00 亿元，系根据新金融工具准则要求将持有的金鹏航空股份有限公司 9.95%的股权由可供出售金融资产科目转入所致。2019 年底，公司长期股权投资 10.50 亿元，较上年底无变化，为公司与云南祥鹏投资有限公司、成都交通投资集团有限公司共同出资组建的成都神鸟航空有限公司（公司出资占 35%）。2019 年底，公司投资性房地产 43.13 亿元，较上年底小幅下降，主要系公允价值变动所致；公司投资性房地产主要为下属三家子公司分别拥有的坐落于海口市大英山新城市中心区 4 宗土地使用权（39.38 亿元）和公司自有的名仕银航小区办公楼（1.44 亿元）、昆明机场逸唐飞行酒店（2.31 亿元）；公司对投资性房地产按公允价值计量；名仕银航小区办公楼和昆明机场逸唐飞行酒店尚未办妥产权证书；2019 年底，公司投资性房地产中 29.93 亿元土地使

用权用作股东海航控股和关联方海航集团借款的抵押物。公司固定资产主要为飞机及发动机、房屋及建筑物等，2019 年底，公司固定资产账面价值 22.36 亿元，较上年底下降 7.03%，主要系累计折旧所致；公司固定资产成新率 70.47%，成新率较高；年末有账面价值合计 9.58 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新机场基地建设工程持续投入所致，2019 年底为 4.82 亿元。公司其他非流动资产主要为飞机发动机维修储备金、租赁保证金和定期存款，2019 年底为 28.33 亿元，较上年底增长 163.32%，主要系新增 9.70 亿元定期存款（期限超过 1 年故放入此科目）及随着机队规模扩大、机龄增长，飞机及发动机租赁保证金增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产 65.20 亿元，主要为投资性房地产、固定资产和货币资金，受限资产占资产总额的比重为 38.77%。

2020 年 3 月底，公司资产总额 154.84 亿元，较上年底下降 7.89%，主要系偿还债务、日常经营及往来支出等导致货币资金减少所致；2020 年 3 月底，公司预付款项 5.32 亿元，较上年底下降 47.51%，主要系预付款项与应付款项相互抵消所致；整体资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，受计提较大规模信用减值损失、新冠疫情影响，公司利润亏损带动所有者权益下降。随着债务偿还，公司债务规模虽有所减少，但短期债务占比仍然较高，2020 年集中偿付压力大。2019 年以来，公司存续债券票面利率大幅上调，债券融资成本较高。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 85.42 亿元，较上年底下降 1.87%，主要系当期利润亏损导致未分配利润减少所致。公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主，2019 年底上述三项占比分别为 39.09%、34.59%和 17.39%，稳定性较好。

2019 年底，公司其他权益工具 5.30 亿元，为公司发行的可续期中期票据“17 祥鹏 MTN001”。2019 年 5 月 6 日，公司发布《2017 年度第一期中期票据票面利率重置的公告》，“17 祥鹏 MTN001”第 3 至第 4 个计息年度的票面利率调整为 9.90%，利率调升幅度大。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 75.21 亿元，较 2019 年底下降 11.95%，主要来自未分配利润的减少。若公司 2020 年 4—12 月持续亏损，将进一步侵蚀公司所有者权益。

负债

2019 年底，公司负债总额 82.69 亿元，较上年底下降 6.55%，主要系偿还有息债务。跟踪期内公司流动负债比重有所下降，2019 年底流动负债占 54.88%，同比下降 13.41 个百分点。

2019 年底，公司流动负债较上年底下降 24.90%至 45.38 亿元，主要系一年内到期的非流动负债、其他流动负债等下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 30.32%）、应付账款（占 29.70%）、一年内到期的非流动负债（占 13.62%）构成。

2019 年底，公司短期借款 13.76 亿元，较上年底下降 9.94%，主要系偿还保证借款；公司短期借款主要为保证及质押借款（保证人包括海航航空集团有限公司、大新华航空有限公司、海航控股，质押物包括定期存款、关联公司股权）、保证借款（保证人为海航控股）。应付账款较上年底增长 12.15%至 13.48 亿元，主要系应付关联方（主要为海航控股）费用（主要为航材和飞机租金）和应付航油款增加所致；其他应付款 1.90 亿元，较上年底下降 64.63%；一年内到期的非流动负债 6.18 亿元，较上年底下降 54.14%，主要系偿还到期债券（“12 祥鹏航空债”）所致；其中：一年内到期的长期借款为 1.05 亿元，一年内到期的长期应付款 2.54 亿元（截至本报告出具日已偿还），一年内到期的预计负债（主要为一年内到期的退租检修费和预计负债）2.59 亿元。2019 年底公司其他

流动负债减少至 0 元，主要系偿还“18 祥鹏航空 SCP001”。

2019 年底，公司非流动负债 37.31 亿元，较上年底增长 32.95%，主要系新发行债券、对外借款和新增预计负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 25.77%）、应付债券（占 33.37%）、递延所得税负债（占 26.63%）构成。

2019 年底，公司长期借款 9.61 亿元，较上年底增长 33.31%，主要为抵押借款（飞机及发动机作为抵押物）、保证及抵押借款（保证人海航集团、海航控股，抵押物为房屋建筑物、机组车）。2019 年底，公司应付债券较上年底增长 109.81%至 12.45 亿元，主要系新发行“19 祥鹏航空债”（发行规模 9.90 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率 7.20%）。此外，公司发行的“17 祥鹏 01”期限为 2+2+1 年，附第 2 年末及第 4 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，2019 年 6 月 20 日行权后，“17 祥鹏 01”票面利率由初始 7.98%上调至 8.98%。2019 年底，公司长期应付款 2.12 亿元，较上年底下降 51.25%，主要系偿还到期资产证券化产品；公司长期应付款主要为融资租赁款。2019 年底公司新增预计负债 2.80 亿元，主要为“预计负债—对外提供担保”。公司递延所得税负债主要系投资性房地产账面价值与计税基础的差异形成 9.94 亿元，同比变化不大。

2019 年底，公司外币负债（折算为人民币后）7.85 亿元，同比减少 0.68 亿元，全部为美元负债。

2020 年 3 月底，公司负债合计 79.64 亿元，较 2019 年底下降 3.70%，主要系公司偿还有息债务所致；负债结构中流动负债占比 53.04%，较上年底变化不大。

将其他流动负债、长期应付款调入债务并将一年内到期的预计负债调出债务后，2019 年底公司全部债务为 44.53 亿元，较上年底下降 14.80%，短期债务占比 45.67%。2020 年 3 月底，公司全部债务 41.65 亿元，较 2019 年底下降 6.47%，短期债务占比为 41.71%；受偿还到期债务影响，跟踪期内公司短期债务比重有所下降，但占比仍较高。

表 15　公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	34.76	20.34	17.37
长期债务	17.50	24.19	24.28
全部债务	52.26	44.53	41.65
资产负债率	50.41	49.19	51.43
全部债务资本化比率	37.52	34.27	35.64
长期债务资本化比率	16.74	22.07	24.40

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2019 年，受偿还债务影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率较上年底有所下降，2019 年底分别为 49.19%、34.27%；受新发行私募债券影响，长期债务资本化比率增至 22.07%；2020 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 51.43%、35.64%、24.40%，较 2019 年底有所上升，主要系利润亏损导致所有者权益大幅下降所致。

2020—2023 年，公司到期有息债务规模分别为 20.34 亿元、5.70 亿元、12.45 亿元和 2.26 亿元。

4. 盈利能力

受益于行业内航空运输需求提升、公司运力扩张等因素，2019 年公司营业收入保持稳定增长。受起降费等运营成本增加、当期计提较大规模信用减值损失、新冠疫情等共同影响，公司盈利能力有所下滑，2020 年一季度亏损面加大。

受益于运力及客运量的上升，2019 年，公司实现营业收入 76.17 亿元，同比增长 7.04%；同期，公司营业成本 70.66 亿元，同比增长 8.92%，快于营业收入增速，主要系起降费、租金等成本快速上升所致。2019 年，公司营业利润率为 7.08%，同比下降 1.60 个百分点。

表 16　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年	2019年	2020年1—3月
营业收入	71.16	76.17	9.43
其他收益	2.93	2.87	0.42
营业利润	1.83	-1.45	-10.21
利润总额	1.83	-1.34	-10.21
营业利润率	8.67	7.08	-101.93
总资本收益率	3.73	1.15	--
净资产收益率	1.81	-1.48	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2019 年公司期间费用 6.87 亿元，同比下降 9.36%，主要来自财务费用的减少。2019 年，公司财务费用较上年减少 1.30 亿元至 2.35 亿元，主要系利息支出减少所致。2019 年，公司期间费用率 9.02%，较上年下降 1.63 个百分点。

2019 年，公司公允价值变动收益-0.89 亿元，主要系投资性房地产公允价值下降所致；信用减值损失 2.17 亿元，为对外担保坏账损失；2019 年，公司其他收益 2.87 亿元，主要为获得的航线补贴及税金返还，利润总额受航线补贴影响大。

2019 年，公司实现营业利润-1.45 亿元、利润总额-1.34 亿元，同比分别下降 179.62%、173.33%，主要系计提信用减值损失所致。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.15%和-1.48%，同比均有不同程度下降，跟踪期内公司盈利能力有所下滑。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.43 亿元，同比下降 53.99%；营业利润率-101.93%；同期公司利润总额-10.21 亿元。随着疫情防控常态化、国际疫情的蔓延，公司目前客运量、客座率等指标尚未恢复至疫情前水平，预计全年亏损可能性仍较大。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营获现能力有所下降，加之支付较大规模日常经营支出，经营活动现金流量净额转正为负；公司投资活动现金流受定期存款存入及到期影响波动加大；跟踪期内公司偿还较大规模债务本息，筹资活动表现为净流出。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入 76.33 亿元，同比下降 15.66%，主要系上年收到较大规模关联方代垫费用（计入“收到其他与经营活动有关的现金”）所致。2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 1.26%至 70.87 亿元，现金收入比为 93.04%，较上年下降 7.82 个百分点，收入实现质量有所下降。2019 年，公司经营活动现金流出 86.13 亿元，较上年增长 18.35%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加（加大对供应商付款力度）所致。2019 年公司经营活动现金流量净额为-9.80 亿元。

表 17　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2018年	2019年	2020年1—3月
经营活动现金流入	90.50	76.33	9.12
经营活动现金流出	72.77	86.13	14.80
经营活动现金流量净额	17.73	-9.80	-5.68
投资活动现金流量净额	2.56	-31.14	6.35
筹资活动现金流量净额	-16.07	-11.44	-2.93
现金收入比	100.86	93.04	92.16

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2019 年公司投资活动现金流入同比下降 76.75%至 1.25 亿元，主要系上年定期存款收回导致收到其他与投资活动有关的现金较大所致；投资活动现金流出同比大幅增长至 32.39 亿元，主要系存出定期存款及预付租赁保证金（计入“支付其他与投资活动有关的现金”）。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-31.14 亿元。

2019 年公司筹资活动现金流入量同比增长 69.79%至 28.89 亿元，主要系发行债券所致，筹资活动现金流入主要来自借款和发行债券。2019 年，公司筹资活动现金流出同比增长 21.89%至 40.33 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金增多。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为-11.44 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-5.68 亿元，现金收入比下降至92.16%；投资活动产生的现金流量净额为 6.35 亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金；筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出 2.93 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力有所下降，银行授信基本使用完毕，间接融资渠道亟待拓宽，对外担保规模大；考虑到海航集团、海航控股流动性及债务风险未解除，对公司融资渠道造成一定负面影响，加之新冠疫情进一步加剧公司现金流压力，公司偿债能力可能进一步下降。

从短期偿债能力指标看，2019 年底公司流动比率和速动比率较上年同期均有所下降，分别为 104.12%和 103.90%。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 84.82%、84.63%。2019 年公司经营现金流动负债比为-21.59%，经营性净现金流对流动负债无保障能力。2019 年及 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 22.84 亿元、15.71 亿元，现金短期债务比分别为 1.12 倍、0.90 倍，考虑到公司受限货币资金规模较大，实际短期偿债能力弱于指标值，加之新冠病毒肺炎疫情加剧公司流动性压力，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 3.46 亿元，同比下降 54.40%；全部债务/EBITDA 为 12.88 倍，EBITDA 利息倍数为 1.25 倍，长期偿债能力指标弱化。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 76.83 亿元，其中质押担保金额 24.52 亿元，抵押担保金额 52.31 亿元。按担保对象划分，对大新华航空有限公司担保金额 4.80 亿元、对海航物流集团有限公司担保金额 3.10 亿元、对云南祥鹏投资有限公司担保金额 16.62 亿元、对海航控股担保金额 44.99 亿元、对海航集团担保余额 10500 万美元。考虑到海航集团、海航控股流动性及债务风险尚未解除，整体看，公司存在一定或有负债风险。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 36.74 亿元，剩余未使用额度 0.49 亿元。近年来，公司新增授信规模有限，目前剩余未使用授信规模很小，公司间接融资渠道亟待拓宽。

表 18 公司授信及变化（单位：亿元）

统计日期	授信总额	已使用	未使用
2016年9月底	42.19	30.92	11.27
2017年3月底	60.98	39.34	21.64
2018年3月底	72.26	38.54	33.72
2019年3月底	33.47	30.42	3.05
2019 年底	36.74	36.24	0.49

注：部分年度授信统计含已注册未发行债券
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

7. 母公司财务分析

公司资产、债务、收入集中于母公司，子公司资产主要为位于海南的土地使用权；母公司债务负担一般。

2019 年底，母公司资产总额 158.58 亿元，较上年底下降 4.18%，主要来自货币资金减少；资产主要由货币资金、长期股权投资、固定资产和其他非流动资产等构成。2019 年底，母公司所有者权益 85.45 亿元，较上年底变化不大，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，权益稳定性较好。2019 年底，母公司负债总额 73.14 亿元，较上年底下降 7.54%，主要由长短期借款、应付债券、应付账款等组成；2019 年底母公司全部债务 44.53 亿元，资产负债率 46.12%，全部债务资本化比率 34.26%。

公司营业收入全部来自母公司，2019 年母公司实现营业收入 76.17 亿元，利润总额-0.59 亿元，主要系计提信用减值损失。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 145.65 亿元，所有者权益 75.24 亿元，负债 70.41 亿元；母公司资产负债率 48.34%。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 9.43 亿元，利润总额-10.21 亿元。

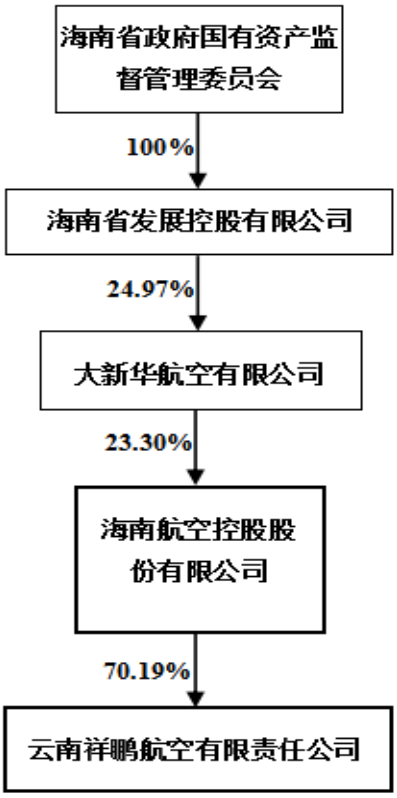
十、存续债券偿还能力分析

2019年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对“17祥鹏MTN001”5亿元本金的覆盖倍数分别为15.27倍、0.69倍。公司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。此外，“17祥鹏MTN001”为期限2+N年的可续期中期票据，2021年5月5日为第二个行权日。联合资信将持续关注“17祥鹏MTN001”行权及还本付息情况。

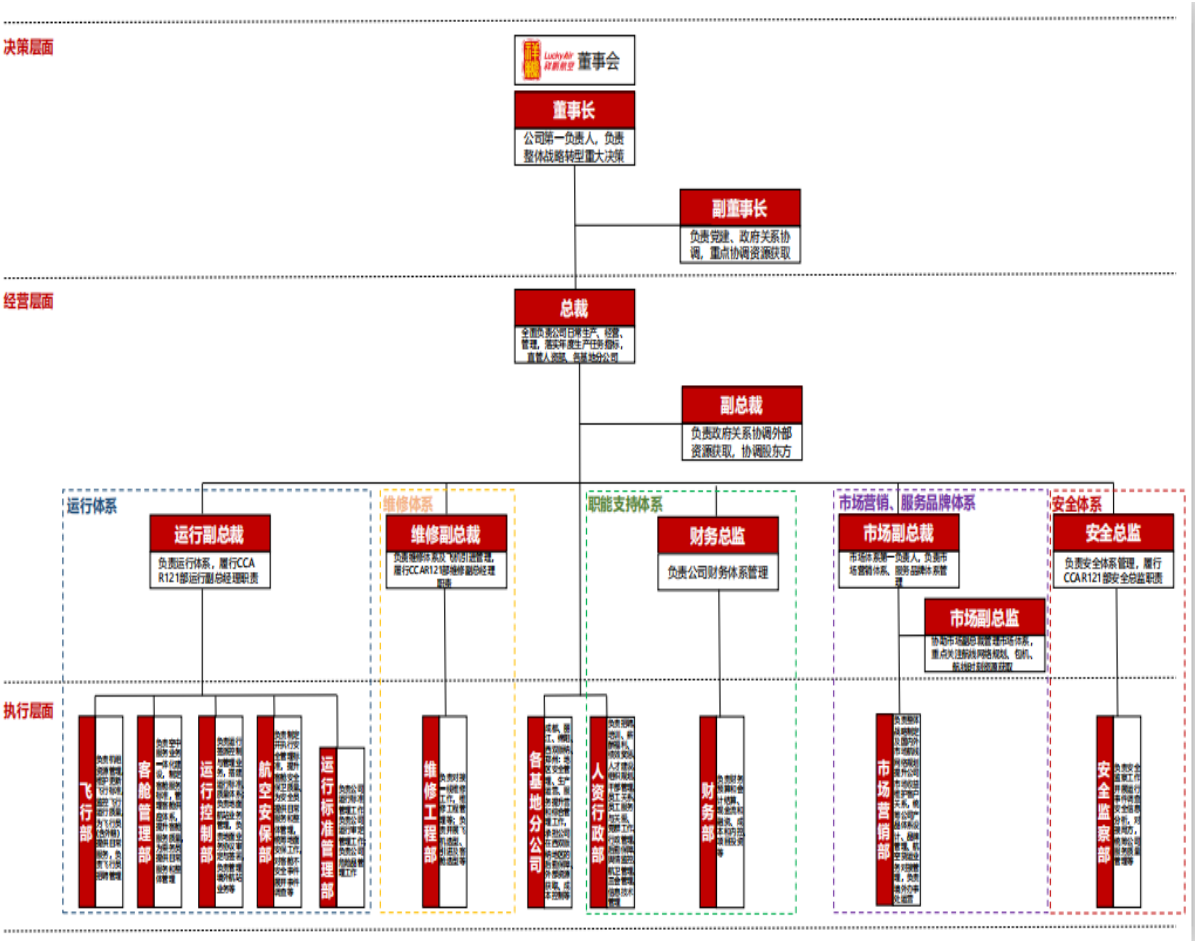
十一、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级下调为AA^{-}，“17祥鹏MTN001”信用等级下调为AA^{-}，评级展望调整为负面。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
1	海南航鹏实业有限公司	海口	农林牧渔服务业	100.00	--	设立
2	海南国旭实业有限公司	海口	农林牧渔服务业	100.00	--	设立
3	海南国善实业有限公司	海口	农林牧渔服务业	100.00	--	设立
4	深圳创元天合股权投资基金管理有限公司	深圳	货币金融服务	100.00	--	设立
5	云南祥希物业有限公司	昆明	房地产业	100.00	--	设立
6	云南鹏希物业有限公司	昆明	房地产业	100.00	--	设立

注：深圳创元天合股权投资基金管理有限公司、云南祥希物业有限公司、云南鹏希物业有限公司尚未出资，也未开始经营活动
资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.90	59.87	22.84	15.71
资产总额(亿元)	183.21	175.53	168.11	154.84
所有者权益(亿元)	85.82	87.04	85.42	75.21
短期债务(亿元)	34.77	34.76	20.34	17.37
长期债务(亿元)	34.41	17.50	24.19	24.28
全部债务(亿元)	69.18	52.26	44.53	41.65
营业收入(亿元)	64.05	71.16	76.17	9.43
利润总额(亿元)	2.86	1.83	-1.34	-10.21
EBITDA(亿元)	8.71	7.58	3.46	--
经营性净现金流(亿元)	5.96	17.73	-9.80	-5.68
筹资活动前现金流量净额(亿元)	-4.95	20.29	-40.94	0.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.86	15.01	9.51	--
存货周转次数(次)	3048.33	903.19	616.57	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.40	0.44	--
现金收入比(%)	108.41	100.86	93.04	92.16
营业利润率(%)	11.79	8.67	7.08	-101.93
总资本收益率(%)	4.02	3.73	1.15	--
净资产收益率(%)	2.82	1.81	-1.48	--
长期债务资本化比率(%)	28.62	16.74	22.07	24.40
全部债务资本化比率(%)	44.63	37.52	34.27	35.64
资产负债率(%)	53.15	50.41	49.19	51.43
流动比率(%)	153.03	116.01	104.12	84.82
速动比率(%)	153.01	115.79	103.90	84.63
经营现金流动负债比(%)	11.35	29.35	-21.59	--
现金短期债务比(倍)	1.61	1.72	1.12	0.90
全部债务/EBITDA(倍)	7.94	6.89	12.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.95	1.25	--
全部债务/经营性净现金流(倍)	11.62	2.95	-4.54	--

注：1. 2020 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，已将一年内到期的预计负债调出短期债务核算

附件 3　主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.90	59.84	22.83	15.70
资产总额(亿元)	172.77	165.49	158.58	145.65
所有者权益(亿元)	85.16	86.39	85.45	75.24
短期债务(亿元)	34.77	34.76	20.34	17.37
长期债务(亿元)	34.41	17.50	24.19	24.28
全部债务(亿元)	69.18	52.26	44.53	41.65
营业收入(亿元)	64.05	71.16	76.17	9.43
利润总额(亿元)	2.88	1.85	-0.59	-10.21
EBITDA(亿元)	8.72	7.59	4.16	--
经营性净现金流(亿元)	5.96	17.73	-9.80	-5.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.86	15.01	10.27	--
存货周转次数(次)	3048.33	903.19	616.57	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.42	0.47	--
现金收入比(%)	108.41	100.87	93.04	92.16
营业利润率(%)	11.79	8.67	7.09	-101.92
总资本收益率(%)	4.05	3.75	1.67	--
净资产收益率(%)	2.86	1.84	-0.69	--
长期债务资本化比率(%)	28.78	16.85	22.06	24.40
全部债务资本化比率(%)	44.82	37.69	34.26	35.63
资产负债率(%)	50.71	47.80	46.12	48.34
流动比率(%)	153.05	115.87	104.07	84.90
速动比率(%)	153.02	115.66	103.85	84.70
经营现金流动负债比(%)	11.38	29.22	-21.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.95	1.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.93	6.88	10.70	--

注：1. 2020 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，已将一年内到期的预计负债调出短期债务核算

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
全部债务/经营性净现金流	全部债务/经营性净现金流
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/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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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