

# 信用评级公告

联合〔2021〕4762号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门航空有限公司及其发行的相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定维持厦门航空有限公司主体长期信用等级为AAA，“16厦门航空MTN002”“19厦航01”和“20厦航01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日

# 厦门航空有限公司

## 2021年跟踪评级报告

### 评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
16 厦门航空 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 厦航 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 厦航 01	AAA	稳定	AAA	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
16 厦门航空 MTN002	16.00	16.00	2021/10/21
19 厦航 01	15.00	15.00	2022/11/20
20 厦航 01	10.00	10.00	2023/03/16

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月24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	aa <sup>+</sup>	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	盈利能力	4
			现金流量	1
			资产质量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门航空有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国南方航空股份有限公司（以下简称“南方航空”）下属重要的航空运输企业，在航运网络、机队规模以及区域市场占有率方面仍具有显著优势。跟踪期内，公司在资金注入以及航线补贴方面获得有力支持。同时，联合资信也关注到，公司受新冠肺炎疫情冲击出现亏损、未来存在较大的资本支出压力因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着国民经济持续发展、居民收入增加，新冠疫情得到有效控制，国家各项政策性补贴等专项支持的逐步落实，航空运输业长期向好；随着公司运力的持续投放、航线网络的拓展，其在民航系统的竞争实力有望逐步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 厦门航空 MTN002”“19 厦航 01”和“20 厦航 01”债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司继续保持突出的市场地位。跟踪期内，公司在福建省内市场占有率仍排名第一，在航运网络、机队规模等方面仍具有显著优势。
2. 公司获得有力的外部支持。跟踪期内，公司在资金注入以及航线补贴方面获得有力支持。

### 关注

1. 新冠肺炎疫情冲击下，公司出现亏损。受新冠肺炎疫情冲击，跟踪期内，公司客运运输量大幅减少，经营业绩受到较大不利影响，出现亏损。2020 年和 2021 年一季度，公司利润总额分别为 -6.09 亿元和 -8.44 亿元。
2. 公司未来存在较大的资本支出压力。公司未来仍具

分析师:

王金磊 登记编号 (R0040218020002)

杨廷芳 登记编号 (R0040219010001)

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

有较大的飞机购买需求,同时基建工程方面,截至2020年末,公司主要在建及拟建项目总投资114.31亿元,未来尚需投资80.46亿元,资金来源均为自筹,公司未来的资本支出压力较大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	3.09	4.64	1.07	11.44
资产总额(亿元)	452.16	557.38	518.11	523.97
所有者权益(亿元)	178.13	177.01	170.93	179.55
短期债务(亿元)	82.45	84.59	105.89	107.10
长期债务(亿元)	121.60	204.70	164.86	159.52
全部债务(亿元)	204.05	289.29	270.76	266.62
营业收入(亿元)	301.35	326.12	206.75	42.47
利润总额(亿元)	18.77	15.03	-6.09	-8.44
EBITDA(亿元)	47.41	80.77	58.51	--
经营性净现金流(亿元)	35.59	82.59	45.99	8.67
营业利润率(%)	8.80	11.34	0.80	-16.30
净资产收益率(%)	7.81	6.15	-2.65	--
资产负债率(%)	60.61	68.24	67.01	65.73
全部债务资本化比率(%)	53.39	62.04	61.30	59.76
流动比率(%)	27.09	19.75	14.38	22.44
经营现金流流动负债比(%)	24.56	53.23	28.69	--
现金短期债务比(倍)	0.04	0.05	0.01	0.11
EBITDA利息倍数(倍)	7.30	6.20	5.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.30	3.58	4.63	--
本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	430.87	514.68	486.69	493.72
所有者权益(亿元)	172.27	174.22	174.24	187.12
全部债务(亿元)	205.25	253.59	245.27	238.51
营业收入(亿元)	261.05	277.38	176.38	37.14
利润总额(亿元)	19.19	15.50	0.68	-4.17
资产负债率(%)	60.02	66.15	64.20	62.10
全部债务资本化比率(%)	54.37	59.28	58.47	56.04
流动比率(%)	25.51	19.16	15.67	25.36
经营现金流流动负债比(%)	23.46	50.64	28.44	--

注: 1. 本报告中,部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成; 2. 本报告将其他流动负债、长期应付款及租赁负债计入有息债务核算; 3. 2021年一季度报表未经审计  
资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 厦门航空 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/07/15	文中黄琪融	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	<a href="#">阅读全文</a>
19 厦航 01、20 厦航 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/09	徐汇丰张晶晶	航空运输企业信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	<a href="#">阅读全文</a>
20 厦航 01	AAA	AAA	稳定	2020/03/03	徐汇丰张晶晶	航空运输企业信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	<a href="#">阅读全文</a>
19 厦航 01	AAA	AAA	稳定	2019/09/23	尹丹杨婷	航空运输企业信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	<a href="#">阅读全文</a>
16 厦门航空 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/10/17	厉剑贺苏凝陈婷	工商企业主体评级方法	<a href="#">阅读全文</a>

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由厦门航空有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合资信评估股份有限公司

# 厦门航空有限公司

## 2021 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门航空有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司成立于1984年8月，初始注册资本2000万元。后经多次增资及股权变更，截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为80.00亿元。2020年，公司盈余公积和未分配利润转增实收资本至100.00亿元。2020年12月，公司股东中国南方航空股份有限公司（以下简称“南方航空”）、厦门建发集团有限公司（以下简称“厦门建发”）和福建省投资开发集团有限责任公司（以下简称“福建省投”）按股权同比例对公司合计增资40.00亿元，公司注册资本增至140.00亿元。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本分别为140.00亿元和116.02亿元，南方航空、厦门建发和福建省投持股比例分别为55.00%、34.00%和11.00%，公司控股股东仍为南方航空，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

跟踪期内，公司业务未发生变动，仍以航空运输业为主，包括客运、货运及货邮等。

截至2021年3月末，公司本部内设规划财务部、飞机维修工程部、客运营销委员会、运行风险控制部、空中乘务部、配餐部、货运部等职能部门；纳入合并范围的一级子公司共27家。

截至2020年末，公司合并资产总额518.11亿元，所有者权益170.93亿元（含少数股东权益

6.14亿元）；2020年，公司实现营业收入206.75亿元，利润总额-6.09亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额523.97亿元，所有者权益179.55亿元（含少数股东权益5.91亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入42.47亿元，利润总额-8.44亿元。

公司注册地址：厦门市湖里区埭辽路22号；法定代表人：王志学。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1 跟踪评级债券概况  
(单位：亿元、年)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 厦门航空 MTN002	16.00	16.00	2016/10/21	5
19 厦航 01	15.00	15.00	2019/11/20	3
20 厦航 01	10.00	10.00	2020/03/16	3

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

<sup>1</sup>文中GDP增长均为实际增速，下同。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业**

**恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

**消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。**从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成

总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的

<sup>2</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计

算的几何平均增长率，下同。

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进

度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。**2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多

的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

## 五、行业分析

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对航空运输业产生较大负面影响，随着国内疫情的控制和疫苗的推广，2020 年下半年以来国内航空运输行业需求明显改善，2021 年一季度以来国内航空运输业持续复苏，整体发展前景向好，但境外疫情的蔓延对国际航线的不良影响仍在持续。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，航空运输业展望为稳定，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。但航空运输业受突发事件影响大，2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生了严重冲击。

2020 年 1 月起，新冠肺炎疫情在国内快速传播，导致航班大量停飞，全球蔓延趋势逐步加剧，亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了出行限制措施，导致全球航空客运需求锐减。根据《中国民航 2020 年 12 月份主要生产指标统计》，2020 年 1—12 月，中国民航业累计完成运输总周转量 798.5 亿吨公里，同比下降 38.3%，增速较上年下降 45.5 个百分点。客运市场方面，完成旅客周转量 6311.2 亿人公里，同比下降 46.1%，增速较上年下降 55.4 个百分点；其中国内航线同比下降 31.1%，国际航线同比下降 86.1%；全年完成旅客运输量 4.2 亿人次，连续 15 年稳居世界第二。货运方面，2020 年全行业实现货邮周转量 240.2 亿吨公里，同比下降 8.7%，增速较上年下降 9.0 个百分点。

在国内新冠肺炎疫情逐步控制，经济生产生活逐步恢复的背景下，我国民航业自 2020 年 5 月开始逐步恢复，单月旅客周转量逐步回升，受冬季疫情反复影响，自 2020 年 11 月又有所回落。2021 年 1 月以来，随着疫情的防控、疫苗的推广以及复工复产的持续推进，国内航空客货运需求逐渐恢复。2021 年一季度，中国民航共完成运输总周转量 203.0 亿吨公里、旅客运输量 1.02 亿人次、货邮运输量 178.2 万吨，同比分别增长 22.8%、37.5%和 28.7%，分别恢复至 2019 年同期的 65.6%、63.4%和 106.2%。同期，航空运输业仍持续亏损，但亏损程度较上年同期有所收窄，航空运输业全行业累计实现营业收入 878.8 亿元，同比减少 1.1%，航空运输业全行业累计亏损达 300.5 亿元，同比减亏 45.8 亿元。由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策仍较严格，国际客运供应量预计仍将维持低位。

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
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》	国内航线起降费整体提高 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
2020年10月	交通运输部	《国际航空运输价格管理规定》	国际航空运价按照我国政府与外国政府签订的航空运输协定、协议，分别实行核准管理或者备案管理；核准或者备案的范围分别为旅客公布运价中的旅客普通运价和货物公布运价中的普通货物运价。对于协定、协议未要求核准或备案的国际运价，交由航空运输企业自主决定
2020年11月	民航局、国家发改委	《关于进一步深化民航国内航线运输价格有关问题的通知》	3家以上（含3家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2021年1月	民航局	《〈外商投资民用航空业规定〉及其补充规定废止》	民航外资政策管理方式由正面清单模式转向负面清单模式
2021年3月	国务院	《2021年政府工作报告》	民航发展基金航空公司征收标准降低20%
2021年3月	财政部、海关总署	《关于2021—2030年支持民用航空维修用航空器材进口税收政策的通知》	自2021年1月1日至2030年12月31日，对民用飞机整机设计制造企业、国内航空公司、维修单位、航空器材分销商进口国内不能生产或性能不能满足需求的维修用航空器材，免征进口关税

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 2. 行业政策

价格改革方面，2017年12月、2018年1月、2020年10月和11月，中国民用航空局（以下简称“民航局”）、国家发改委和交通运输部陆续下发文件，明确了国内和国际运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。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。2021年3月财政部和海关总署下发文件，提出减免航空维修用航空器材进口关税，进一步缓解航空公司的成本负担。

所有制改革方面，2018年1月，交通运输部发文提出放宽中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”，股票代码：601111.SH）、南方航空和中国东方航空股份有限公司（以下简称“东方航空”，股票代码600115.SH）上述三家航空公

司(简称“三大航”)的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。2017年,三大航各自的控股股东中国航空集团有限公司(以下简称“国航集团”)、南航集团、中国东方航空集团有限公司(以下简称“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、5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,对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴。2021年3月,政府工作报告中提出将民航发展基金航空公司征收标准降低20%,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

2020年受新冠疫情影响,航空运输业飞行利用率和运营效率同比均有所下降。

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年末的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规模。

从飞机利用率看,2019—2020年,民航运输飞机平均日利用率大幅下降,分别为9.33小时和6.5小时。

从运营效率看,2020年受新冠肺炎疫情管

控影响,中国民航正班客座率和正班载运率较上年大幅下降,上述指标分别为72.9%和66.5%,较上年分别下降10.2个百分点和5.1个百分点

### 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。

按照控股股东背景区分,国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。其中中央控股公司实力最为雄厚,机队规模大,获取的补贴及财政支持力度大,且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为三大航。

从三大航数据比较看,三大航在营业收入、利润总额及机队规模方面均处于行业前列,反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。从财务及经营指标看,中国国航、南方航空及东方航空分别为国航集团、南航集团和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。此外,三大航也都存在单机运营效率偏低、债务负担重等负面因素。

表4 2020年国内三大航空公司运营及财务指标(上市公司)

项目	中国国航 601111.SH	东方航空 600115.SH	南方航空 600029.SH
<b>运营指标</b>			
可用座公里(亿客公里)	1560.61	1520.66	2147.22
机队规模(架)	707	734	867
飞机日利用率(小时)	6.34	5.89	7.02
平均客座率(%)	70.38	70.54	71.46
平均载运率(%)	56.09	56.71	61.39

每公里收益(元)	0.51	0.49	0.46
<b>财务指标</b>			
资产总额(亿元)	2840.71	2824.08	3261.15
营业收入(亿元)	695.04	586.39	925.61
政府补助(亿元)	40.76	53.48	41.79
利润总额(亿元)	-184.75	-164.81	-151.86
经营性净现金流(亿元)	14.08	12.11	90.49
主营业务毛利率(%)	-8.82	-20.74	-3.11
资产负债率(%)	70.50	79.85	73.98

注: 1.东方航空在计算单位收益指标时相应收入包含合作航线收入和燃油附加费; 2.上表中的政府补助来自于审计报告中的“其他收益”。  
资料来源: 联合资信根据上市公司年报整理

国内航空公司中,除三大航以外,作为第二梯队有厦门航空有限公司(以下简称“厦门航空”)等综合竞争实力较强的地方性航空公司。近年来,政策利好下,以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到迅猛发展。但受到新冠肺炎疫情的影响,大部分航空公司在2020年均处于亏损状态,股东支持力度高、资本实力强的航空公司将获得更明

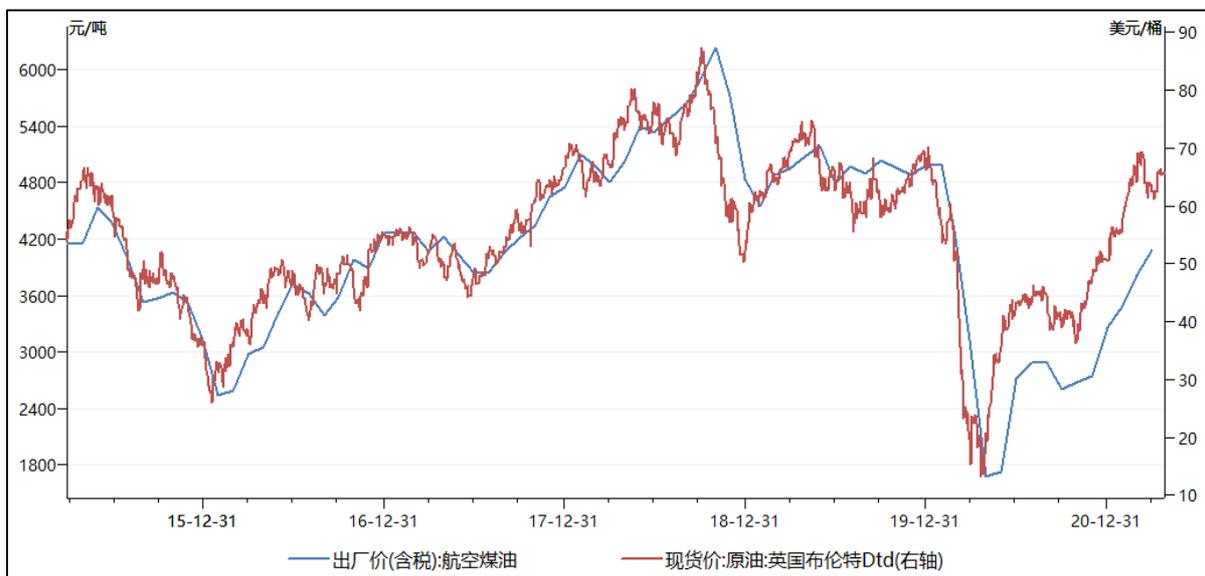
显的竞争优势。

### 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1 近年航油价格和原油价格走势



资料来源: Wind

2016年2月航空煤油价格跌至2543元/吨的低点,之后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

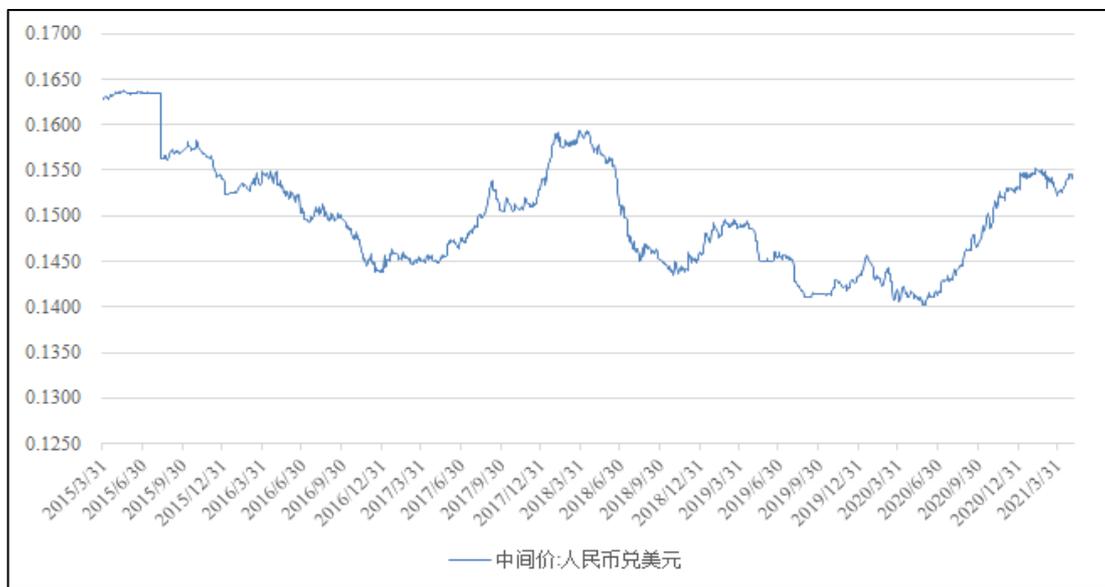
短暂反弹，四季度 OPEC 做出 2020 年深化减产决定，原油价格再次上涨，但受制于需求疲软和供给过剩担忧，上涨空间受限，2019 年国际油价呈现宽幅震荡格局。2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，原油需求大幅压减，此外随着减产协议于 3 月到期，沙特扩大产量并压低油价，国际原油供求迅速失衡，导致价格暴跌。2020 年下半年，随着新减产协议的达成，国际原油市场供应端逐步收紧，越来越多的国家在防控疫情的同时启动复工复产，原

油需求回暖，国际油价逐步上涨。未来，在全球政治格局复杂多变、经济下行压力加大以及新冠肺炎疫情的影响下，国际原油供给端和需求端存在不确定性。

### 人民币汇率变化

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

图 2 近年人民币兑美元汇率走势图



资料来源：联合资信根据公开数据整理

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 月末。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，受益于国内经济逐步复苏，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率呈升值走势。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、

中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整、新冠疫情防控等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

### 高速铁路网建设的替代影响

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

从欧洲高铁与航空竞争的结果来看，3 小时

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

#### 突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故、疫情等突发性事件及政治与外交关系的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。如 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生了严重冲击，国内航空公司普遍亏损，2020 年全年全球 34 家航空公司宣布破产。重大空难不仅使得行业景气度承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。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

短期来看，随着国内疫情的控制和疫苗的推广，航空运输行业需求明显改善，2021 年一季度，我国经济实现“开门红”，GDP 较上年同期增长 18.3%。一季度以来国内航空运输业持续复苏，整体发展前景向好，但境外疫情蔓延对国际航线负面影响仍持续。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 140.00 亿元，实收资本为 116.02 亿元。南方航空、厦门建发和福建省投持股比例分别为 55.00%、34.00%和 11.00%，国务院国资委系公司实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

**跟踪期内，公司在福建省内市场占有率仍排名第一，继续保持突出的市场地位。公司在航运网络、机队规模等方面仍具有显著优势。**

公司是福建省主要的航空运输企业，在福建省内市场占有率仍排名第一。公司已形成厦门、福州、杭州为核心，覆盖全国、辐射东南亚以及东北亚、连接港澳台地区、通达欧洲阿姆斯特丹和大洋洲悉尼的航线网络。截至 2021 年 3 月末，公司机队拥有飞机 168 架[不包含河北航空有限公司（以下简称“河北航空”）、江西航空有限公司（以下简称“江西航空”）]，开通航线 435 条，其中中国大陆航线 416 条、国际以及地区航线 19 条。

### 3. 外部支持

**跟踪期内，公司在资金注入以及航线补贴方面获得有力支持。**

#### (1) 资金注入

公司为南方航空的重要子公司。

2020 年 12 月，公司股东南方航空、厦门建发和福建省投决定按股权同比例对公司合计增资 40.00 亿元。

#### (2) 政府补贴

公司长期获得国家及地方政府的财政补助，主要包括支线航空补贴、国际航空补贴、节能减排补贴、客货运航线新开补贴、安全建设补贴等。

受益于航线增加，公司获得政府补助波动增长，2020年，公司获得与收益相关的补助总额为18.16亿元，主要为航线补贴、政府专项补贴和奖励。2021年一季度，公司获得的计入其他收益的政府补助为3.97亿元。

#### 4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：9135020015499233XE），截至2021年4月21日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年6月12日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、部门设置以及主要管理制度未发生重大调整，董事、监事及高级管理人员未发生重大变动。

## 八、重大事项

### 联合资信将持续关注 737MAX 客机停飞事

### 件的最新进展情况。

2019年3月10日，埃塞俄比亚航空一架波音737MAX客机坠毁。3月11日，中国民航局官网发布通告，要求国内运输航空公司暂停波音737MAX飞机的商业运行，民航局将联系美国联邦航空局和波音公司，在确认具备有效保障飞行安全的有关措施后，通知各运输航空公司恢复波音737MAX飞机的商业运行。根据民航资源网数据显示，截至2019年3月末，国内航司共运营737MAX飞机97架，其中公司拥有10架。截至本报告出具日，737MAX尚未取得复飞批准，公司正在与波音公司积极沟通，与各方共同寻求问题解决方案。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，受新冠肺炎疫情冲击，公司经营业绩受到较大不利影响，出现亏损。**

公司主营业务仍为航空客货运输。2020年，受新冠肺炎疫情冲击，公司经营业绩受到较大不利影响，公司营业收入较上年下降36.60%，其中主营业务收入201.57亿元，占营业收入的97.50%，主营业务仍较突出；公司利润总额为-6.09亿元，较上年减少21.12亿元。

表5 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
航空客运	278.17	94.99	--	302.01	95.14	--	178.30	88.46	--	36.06	87.94	--
货运货邮	8.21	2.80	--	8.34	2.63	--	15.44	7.66	--	2.90	7.08	--
其他	6.47	2.21	--	7.08	2.23	--	7.83	3.88	--	2.04	4.97	--
合计	292.85	100.00	8.64	317.43	100.00	11.27	201.57	100.00	-0.36	41.00	100.00	-14.02

注：公司无单独经营的货运飞机，无法明确区分航空客运及货运货邮等业务的成本及毛利率；其他收入主要为代理、旅游、酒店住宿及餐饮收入

资料来源：公司提供

2020年，公司主营业务成本较上年下降28.18%，主要系受疫情影响使得公司航空运输量减少以及油价下降所致。同时，公司主营业务成本结构发生变动，主要系航空运输量减少使得公司航油成本、起降服务费及其他成本出现

不同程度下滑，但折旧及人力等成本相对刚性所致。受上述因素综合影响，2020年，公司主营业务毛利率下降至-0.36%。

2021年1-3月，公司实现营业收入42.47亿元，较上年同期下降8.01%；实现利润总额-8.44亿元，

较上年同期下降26.85%，公司仍呈亏损状态。

表 6 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人力	30.26	13.14	35.51	14.88	37.95	19.28	8.51	17.75
燃油	74.52	32.36	74.02	31.02	42.31	21.50	10.59	22.07
维修	9.18	3.99	8.59	3.60	10.96	5.57	2.14	4.46
起降费	31.25	13.57	34.06	14.27	25.28	12.85	5.28	11.01
折旧	17.92	7.78	42.28	17.72	47.12	23.94	13.28	27.68
其他	67.15	29.16	44.16	18.51	33.17	16.86	8.17	17.03
合计	230.28	100.00	238.63	100.00	196.79	100.00	47.97	100.00

注：其他成本包括经营租赁费用和餐食机供品费用等；尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

## 2. 航空业务

**2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对公司航空业务产生较大不利影响，公司 2020 年各项运营指标同比大幅下降。同时，公司未来飞机引进需求及在建拟建项目投资规模大，存在较大的资本支出压力。**

截至 2021 年 3 月末，公司航空运输板块主要运营主体为公司本部、河北航空和江西航空。江西航空和河北航空营业收入占公司营业收入的比重较小，因此在分析公司航空运输板块主要经营情况时，主要分析公司本部情况。

### （1）航线布局

航线网络覆盖方面，截至 2021 年 3 月末，公司已构建了以厦门、福州、杭州为核心，覆盖全国、辐射东南亚、东北亚、连接港澳台地区、通达欧洲、大洋洲的航线网络。公司设有福州、杭州、天津、北京、湖南、泉州、重庆和上海 8 个分公司，闽南、北美 2 个营销中心，以及 59 个驻境内外营业部、办事处。

截至 2021 年 3 月末，公司已开通 435 条航线，其中中国大陆航线 416 条、国际以及地区航线 19 条。公司航线覆盖国内所有省会、直辖市以及港澳台、东南亚、东北亚主要城市，通达欧洲的阿姆斯特丹、巴黎，北美的纽约、洛杉矶、西雅图、温哥华和大洋洲的悉尼、墨尔本。

### （2）机队规模

截至 2021 年 3 月末，公司本部拥有 168 架飞机，全部为波音飞机，并以 B737-800 机型为

主。机队平均机龄 7.30 年。较为统一的机型以及较短的机龄，使得公司成本控制较好，维修及运营成本较低，运营管理效率较高。

公司飞机持有形式包括自购、融资租赁和经营租赁三种。截至 2021 年 3 月末，公司本部所运营的 168 架飞机中，自购飞机 62 架，融资租赁 25 架，经营租赁 81 架。其中，融资租赁的飞机主要来自招银金融租赁有限公司、建信金融租赁有限公司、农银金融租赁有限公司、工银金融租赁有限公司等。

表 7 截至 2021 年 3 月末公司本部机队构成情况

（单位：架）

飞机型号	飞机数量
737-700	9
737-800	137
737-8	10
787-8	6
787-9	6
飞机持有形式	飞机数量
自购	62
融资租赁	25
经营租赁	81
合计	168

资料来源：公司提供

### （3）业务运营

2020 年，新冠肺炎疫情在全球蔓延，导致航空需求锐减，公司运力投放相应缩减，可用座公里、运输总周转量、旅客运输量等运营数据分别同比下降 29.66%、36.14%和 32.50%。

表 8 公司主营业务运营情况

运营指标	单位	2018 年	2019 年	2020 年
可用座公里/ASK	亿座公里	722.67	774.37	544.69
运输总周转量	亿吨公里	58.75	64.81	41.39
旅客周转量	亿人公里	588.79	653.62	395.29
旅客运输量	万人	3589.40	3986.57	2690.90
货邮周转量	亿吨公里	6.86	7.23	6.39
货邮运输量	万吨	28.52	29.85	25.37
日均飞行小时	小时/日	8.88	9.52	7.29
正班客座率	%	81.51	84.42	72.60
正班运载率	%	67.95	70.18	62.80

资料来源：公司提供

表 9 截至 2020 年末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）

	项目名称	计划总投资	已投资	未来投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
在建项目	厦航总部大厦	26.55	15.46	2.73	4.00	4.00
	厦航洪文空勤出勤基地	11.81	8.36	0.76	1.00	1.39
	重庆基地	5.12	3.04	0.59	0.50	0.45
	杭州基地 B 地块一期	3.67	2.53	0.40	0.44	0.30
	晋江飞行出勤楼	2.58	1.81	0.17	0.60	0.00
	福州长乐新配餐楼	2.04	1.53	0.20	0.31	0.00
	小计	51.77	32.73	4.85	6.85	6.14
拟建项目	翔安新机场基地	51.04	0.05	10.23	6.00	6.00
	福州林浦办公基地	11.50	1.07	0.75	2.00	3.00
	小计	62.54	1.12	10.98	8.00	9.00
合计		114.31	33.85	15.83	14.85	15.14

资料来源：公司提供

### 3. 未来发展

公司将继续通过调整市场策略，提升客座率，不断优化航线网络结构，继续推行降本增效等多项举措应对新冠肺炎疫情对公司航空运输业务带来的冲击。公司未来的发展布局与“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、福建自贸区等重大国家战略契合。

公司未来机队发展规划：至 2025 年末机队规模 310 架，年旅客运输量 6000 万人次；至 2035 年末机队规模 500 架，年旅客运输量 1 亿人次。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2020 年度合并财务报表已经毕

### (4) 投资计划

公司资本支出主要为飞机引进和基建工程支出。飞机引进方面，公司飞机供应方为美国波音公司，受 737MAX 客机停飞影响，公司未来飞机引进及退出计划存在较大的不确定性。2021—2022 年，公司计划每年引进飞机约 20 架，具有较大的飞机购买需求。

基建工程方面，截至 2020 年末，公司主要在建及拟建项目预计总投资 114.31 亿元，未来尚需投资 80.46 亿元，资金来源均为自筹，公司未来的资本支出压力较大。

马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2021 年一季度财务报表未经审计。

会计政策变更方面，与公司相关的于 2020 生效的企业会计准则相关规定有《企业会计准则解释第 13 号》及《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》，主要系细化业务判断条件和变更企业关联方范围、疫情引发的租金减让简化方法规定。公司采用上述解释及未对公司的财务状况、经营成果和关联方披露产生重大影响。

合并范围方面，2020 年公司投资设立 1 家融资租赁子公司。2021 年 1—3 月，公司合并范围内无变化。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 27 家。上述合并范围变化涉及的子公司资产及收入规模均较小，公司财务

数据的可比性强。

## 2. 资产质量

公司资产规模小幅下降，以飞机为主的使用权资产和固定资产占比高，符合航空运输业

特点。公司资产受限比例很低，资产质量较好。

截至2020年末，公司资产总额较上年末下降7.05%，资产结构仍以非流动资产（占95.55%）为主。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	30.64	8.68	23.06	4.45	36.56	6.98
货币资金	4.64	0.83	1.07	0.21	11.44	2.18
非流动资产	526.73	91.32	495.05	95.55	487.41	93.02
固定资产	167.20	30.00	167.00	32.23	163.94	31.29
在建工程	87.05	15.62	85.21	16.45	85.76	16.37
使用权资产	232.08	41.64	201.22	38.84	195.49	37.31
资产总额	557.38	100.00	518.11	100.00	523.97	100.00

资料来源：公司财务报表、联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末下降 24.76%，流动资产各项规模占总资产规模小，对资产影响不大，本报告不作具体分析。

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末下降 6.01%，主要由固定资产、在建工程和使用权资产构成。

截至 2020 年末，公司固定资产较上年末变化不大，主要由自置飞机（占 65.70%）和房屋及建筑物（占 18.30%）构成，累计计提折旧 179.69 亿元，固定资产成新率 47.18%，成新率一般。

截至 2020 年末，公司在建工程较上年末变化不大，主要由波音公司未交付飞机、厦航总部大厦、洪文空勤基地、重庆基地和晋江飞行出勤楼构成。

截至 2020 年末，公司使用权资产较上年末下降 13.30%，主要系计提折旧摊销所致。公司使用权资产主要由采用新准则计入的融资租赁和经营租赁飞机，以及短期租赁和低价值资产租赁以外的房屋及建筑物和机器设备等租赁资产构成。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 1.13%，变化不大。公司资产结构仍以非流动资产（占 93.02%）为主，资产结构较上年末变化不大。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产 0.08 亿

元，占公司总资产规模的 0.01%，受限资产均为货币资金，为房改维修基金、党费专户和保证金，受限比率很低。

## 3. 资本结构

公司所有者权益规模波动增长，所有者权益稳定性尚可。

截至2020年末，公司所有者权益为170.93亿元，较上年末下降3.43%，主要系未分配利润减少所致。公司所有者权益主要由实收资本（占58.50%）、资本公积（占5.97%）、盈余公积（占10.15%）和未分配利润（占18.81%）构成。其中，公司实收资本较上年末增加20.00亿元，主要系盈余公积和未分配利润转增资本所致。

截至2021年3月末，公司所有者权益为179.55亿元，较上年末增长5.04%，主要系实收资本增加所致；构成仍以实收资本（占64.62%）、资本公积（占5.68%）、未分配利润（占13.91%）和盈余公积（占9.67%）为主。其中，公司实收资本较上年末增长16.02%，主要系股东增资所致。所有者权益结构稳定性尚可。

公司债务规模有所下降，债务负担有所减轻，但债务结构有待优化。公司有息债务中存在一定规模的美元债务，该部分债务易受人民币汇率波动影响，存在一定的汇兑损失风险。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末下

降 8.73%，系租赁负债下降所致。流动负债占比 较上年末有所提升，公司负债结构较均衡。

表11 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>155.15</b>	<b>40.79</b>	<b>160.33</b>	<b>46.18</b>	<b>162.93</b>	<b>47.30</b>
短期借款	13.82	3.63	52.51	15.12	51.50	14.95
应付账款	27.13	7.13	25.59	7.37	26.89	7.81
票证结算	19.14	5.03	7.63	2.20	8.27	2.40
一年内到期的非流动负债	40.77	10.72	53.38	15.38	55.60	16.14
其他流动负债	29.99	7.88	--	--	--	--
<b>非流动负债</b>	<b>225.23</b>	<b>59.21</b>	<b>186.85</b>	<b>53.82</b>	<b>181.49</b>	<b>52.17</b>
应付债券	30.96	8.14	25.00	7.20	24.99	7.25
租赁负债	173.46	45.60	134.68	38.79	129.35	37.56
其他非流动负债	13.68	3.60	15.66	4.51	15.37	4.46
<b>负债总额</b>	<b>380.37</b>	<b>100.00</b>	<b>347.18</b>	<b>100.00</b>	<b>344.42</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较上年末增长 3.34%。

截至 2020 年末，公司短期借款较上年末增长 279.99%，短期借款全部为信用借款。

截至 2020 年末，公司应付账款较上年末下降 5.69%，主要构成为飞机发动机的设备购置及修款项、起降服务费、油料款、航材款、电脑订座费等。

截至 2020 年末，公司票证结算较上年末下降 60.11%，主要系受疫情影响，旅客出行需求下降和购票习惯改变，临近购票比例增加，提前购票天数缩短所致。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 30.92%，主要系中期票据、飞机租金本息到期偿还所致。

截至 2020 年末，公司无其他流动负债，主要系超短期融资券均兑付所致。

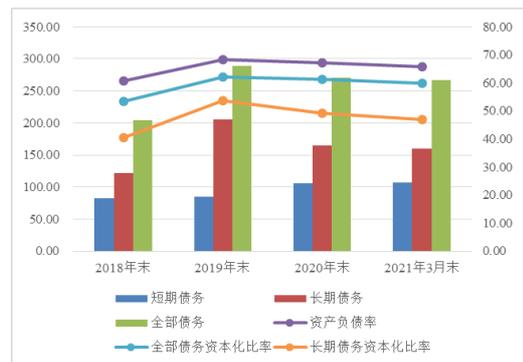
截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末下降 17.04%，主要系应付债券及租赁负债下降所致。

截至 2020 年末，公司应付债券较上年末下降 19.26%，主要系部分应付债券一年内到期调整至流动负债所致。其中，2020 年公司发行 10.00 亿元“20 厦航 01”（2023 年 3 月到期）公司债。

截至 2020 年末，公司租赁负债较上年末下降 22.36%，系支付租金所致。本报告将租赁负债纳入长期债务核算。

截至 2020 年末，公司其他非流动负债较上年末增长 14.50%，主要系大修理准备计提增加所致。

图4 公司债务及杠杆水平情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务 270.76 亿元，较上年末下降 6.41%，主要系长期债务下降所致。截至 2020 年末，公司短期债务 105.89 亿元，较上年末增长 25.19%；长期债务 164.84 亿元，较上年末下降 19.46%，主要系债务偿还和一年内到期债务调整至流动负债所致。截至 2020 年末，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 67.01%、61.30%和 49.10%，较上年末分别下降 1.23 个百分点、0.74 个百分点和 4.53 个百分点。

由于行业特点，公司部分租赁负债及短期借款均以外币为单位，主要是美元。截至 2020 年末，公司外币带息负债 9.64 亿元（占公司全部债务的 6.42%）。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额为 344.42 亿元，较上年末变化不大。公司负债结构仍较为均衡。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务为 266.62 亿元，较上年末变化不大。其中，短期债务占 30.17%，长期债务占 59.83%。截至 2021 年 3 月末，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 65.73%、59.76%和 47.05%，较上年末分别下降 1.27 个百分点、1.54 个百分点和 2.05 个百分点。公司整体债务负担适中，但短期债务规模较大，债务结构有待优化。

#### 4. 盈利能力

**受新冠肺炎疫情冲击，公司收入大幅下滑，出现较大亏损，盈利能力指标恶化；公司收到的政府专项补贴和奖励增加，外部支持情况较好。**

受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司营业收入较上年下降 36.60%，营业成本较上年下降 29.08%，利润总额较上年下降 140.55%，呈亏损状态。

表 12 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	326.12	206.75	42.47
营业成本	288.50	204.60	49.25
费用总额	41.83	27.22	7.45
资产处置收益	1.93	1.06	1.79
其他收益	16.89	18.16	3.97
营业利润	13.94	-7.81	-8.61
营业外收入	1.18	2.00	0.17
利润总额	15.03	-6.09	-8.44
营业利润率	11.34	0.80	-16.30
总资本收益率	4.70	1.77	--

净资产收益率	6.15	-2.65	--
--------	------	-------	----

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年，公司期间费用总额较上年下降 34.93%，其中，财务费用较上年下降 56.27%，主要系人民币升值产生净汇兑收益 4.66 亿元所致；销售费用较上年下降 38.22%，主要系受疫情影响，公司业务代理手续费和电脑订座费减少所致。2020 年，公司期间费用占营业收入的比重为 13.17%，较上年下降 0.34 个百分点，期间费用对利润总额的侵蚀较大。

2020 年，公司资产处置收益较上年下降 45.25%，主要是公司飞机购买权转让收益。

2020 年，公司其他收益较上年增长 7.47%，主要系政府专项补贴和奖励增加所致，其他收益对公司利润贡献度较高。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年分别下降 10.55 个百分点、2.92 个百分点和 8.81 个百分点。公司经营亏损，盈利能力指标恶化。

2021 年 1-3 月，公司营业收入较上年同期下降 8.01%。同期，公司利润总额为-8.44 亿元，较上年同期下降 26.85%，公司仍呈亏损状态。

#### 5. 现金流

**2020 年，新冠肺炎疫情对公司经营情况造成较大不利影响，公司经营性现金净流入规模较上年大幅减少，收入实现质量小幅下降；投资活动现金流净流出规模较上年有所下降；公司融资规模有所加大，筹资活动现金流入有较大增长。**

公司经营活动现金流主要是航空业务收支、政府补助以及相关政策性基金。从经营活动看，2020 年，公司经营活动产生的现金流入量较上年下降 35.21%，其中销售商品、提供劳务收到的现金较上年下降 38.54%，主要系受疫情影响，公司业务收入下滑导致现金流入减少所致。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年下降 44.31%，主要系固定性支出的存在，现金流出的下降幅度低于流入下降幅度导致。从收入实现质量看，2020 年公司现金收入比为 102.45%，较上年下降 3.45 个百分点，公司收入

实现质量有所下降。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	396.94	257.20	51.26
经营活动现金流出小计	314.36	211.20	42.59
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>82.59</b>	<b>45.99</b>	<b>8.67</b>
投资活动现金流入小计	7.11	4.16	5.06
投资活动现金流出小计	27.01	21.91	3.96
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-19.90</b>	<b>-17.75</b>	<b>1.09</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>62.69</b>	<b>28.24</b>	<b>9.76</b>
筹资活动现金流入小计	127.55	151.47	16.03
筹资活动现金流出小计	188.52	183.34	15.42
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-60.97</b>	<b>-31.87</b>	<b>0.61</b>
现金收入比	112.69	109.24	108.94

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

从投资活动看, 2020年, 公司投资活动现金流入量较上年下降41.49%, 主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金大幅减少所致; 同期, 公司投资活动现金流出量较上年下降18.85%, 主要系公司购买和租赁飞机支付的现金减少所致。2020年, 公司投资活动现金流仍呈净流出状态。

从筹资活动看, 2020年, 公司筹资活动现金流入量较上年增长18.75%, 主要系加大筹资力度所致。公司筹资活动现金流出量略有下降。2020年, 公司筹资活动现金流净流出规模较上年减少47.73%。

2021年1—3月, 公司实现经营活动现金净流入8.67亿元, 投资活动现金净流入1.09亿元, 筹资活动现金净流入0.61亿元。

## 6. 偿债能力

**公司短期偿债能力指标表现弱, 长期偿债能力强, 考虑公司融资渠道畅通, 且持续获得有力的外部支持, 公司整体偿债能力极强。**

表 14 公司偿债能力情况 (单位: %、倍)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期偿债能力指标</b>			
流动比率	19.75	14.38	22.44
速动比率	17.10	12.08	20.16
经营现金流负债比	53.23	28.69	--
现金短期债务比	0.05	0.01	0.11

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>长期偿债能力指标</b>			
EBITDA 利息倍数	6.20	5.72	--
全部债务/EBITDA	3.58	4.63	--

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

从短期偿债能力指标看, 截至 2020 年末, 流动比率、速动比率和经营现金流流动负债比较上年末分别下降 5.37 个百分点、5.02 个百分点和 24.54 个百分点。截至 2020 年末, 公司现金短期债务比由上年末的 0.05 倍下降至 0.01 倍。公司资产受限比例低, 剔除受限资金后, 对现金短期债务比影响小。

截至 2021 年 3 月末, 上述指标较上年末均有提升, 其中公司现金短期债务比为 0.11 倍。现金类资产对短期债务的保障程度低。整体看, 公司短期偿债能力指标表现弱。

从长期偿债能力指标看, 2020 年, 公司 EBITDA 为 58.51 亿元, 较上年下降 27.55%。2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 6.20 倍下降至 5.72 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度高; 公司全部债务/EBITDA 由上年的 3.58 倍增长至 4.63 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看, 公司长期债务偿债能力强。

截至 2021 年 3 月末, 公司重大未决诉讼涉案金额 0.05 亿元, 系公司离职员工购买福利住房引起的劳动争议纠纷所致。

截至 2021 年 3 月末, 公司共获得银行授信额度 634.85 亿元, 未使用授信额度 530.13 亿元。其中, 公司本部获得银行授信额度合计 606.01 亿元, 未使用授信额度 503.34 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月末, 公司对外担保金额为 0.09 亿元, 担保比率为 0.05%, 系公司为自费飞行学员培训费贷款提供的担保。公司对外担保余额很小, 或有负债风险低。

## 7. 母公司财务分析

**公司资产、债务和收入集中于母公司, 母公司债务规模有所下降, 债务负担适中, 但债务结构有待优化。**

截至 2020 年末，母公司资产总额占合并口径资产总额的比重为 93.94%，母公司负债总额占合并口径资产总额的比重为 85.56%，母公司收入占合并口径收入的比重为 85.31%。公司资产、负债和收入主要来自于母公司，母公司对子公司管控力度很强。

截至 2020 年末，母公司资产总额 486.69 亿元，较上年末下降 5.44%。母公司货币资金 0.91 亿元，较上年末下降 76.46%。

截至 2020 年末，母公司负债总额 312.46 亿元，较上年末下降 8.23%。母公司全部债务 146.18 亿元（占合并口径的 97.29%）。其中，短期债务 103.47 亿元（占 70.78%）、长期债务 42.71 亿元（占 29.22%）。截至 2020 年末，母公司资产负债率 64.20%，全部债务资本化比率 45.62%。截至 2020 年末，母公司现金短期债务比为 0.01 倍。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 174.24 亿元（占合并口径的 101.93%），较上年末增长 8.56%。

2020 年，母公司实现营业收入 176.38 亿元（占公司合并口径的 85.31%），较上年变化不大。母公司利润总额 0.68 亿元，营业利润率为 4.15%。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 493.72 亿元，所有者权益为 187.12 亿元，负债总额 306.60 亿元，全部债务为 147.42 亿元；母公司资产负债率 62.10%，全部债务资本化比率 44.07%，现金短期债务比为 0.11 倍。整体看，母公司债务负担适中，短期债务规模较大，债务结构有待优化。

## 十一、存续期内债券偿还能力分析

**截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产对短期债**

**券的偿还能力尚可，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对待偿债债券本金峰值保障能力强。**

截至 2021 年 3 月末，公司存续债券“16 厦门航空 MTN002”“19 厦航 01”和“20 厦航 01”余额共 41.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司一年内到期的应付债券余额为 16.00 亿元，为 2021 年 10 月到期的“16 厦门航空 MTN002”。

根据对公司存续债券的期限结构分析，公司单年最高偿付本金 16.00 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 257.20 亿元、45.99 亿元、58.51 亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的 16.08 倍、2.87 倍和 3.66 倍。截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产 11.44 亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

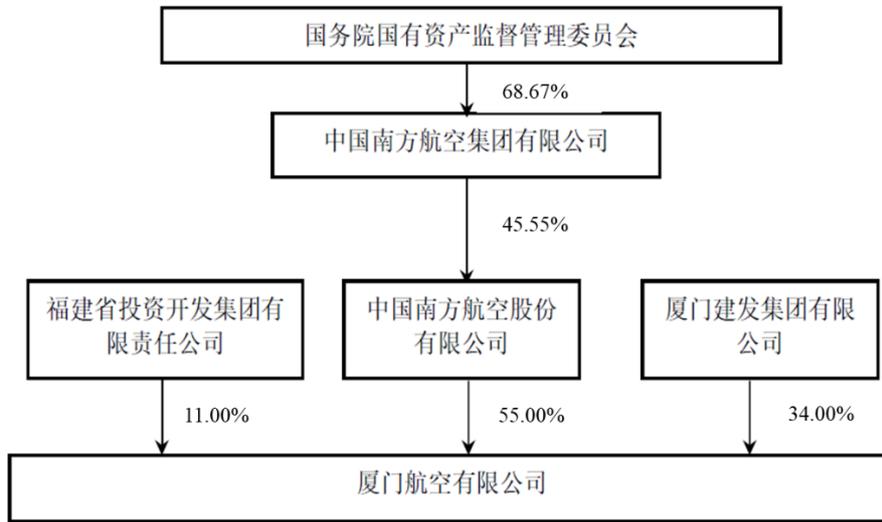
项目	金额/保障情况
2021 年 3 月末一年内到期债券余额	16.00
未来待偿债债券本金峰值	16.00
2021 年 3 月末现金类资产/一年内到期债券余额	0.72
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债债券本金峰值	16.08
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债债券本金峰值	2.87
2020 年 EBITDA/未来待偿债债券本金峰值	3.66

资料来源：联合资信整理

## 十二、结论

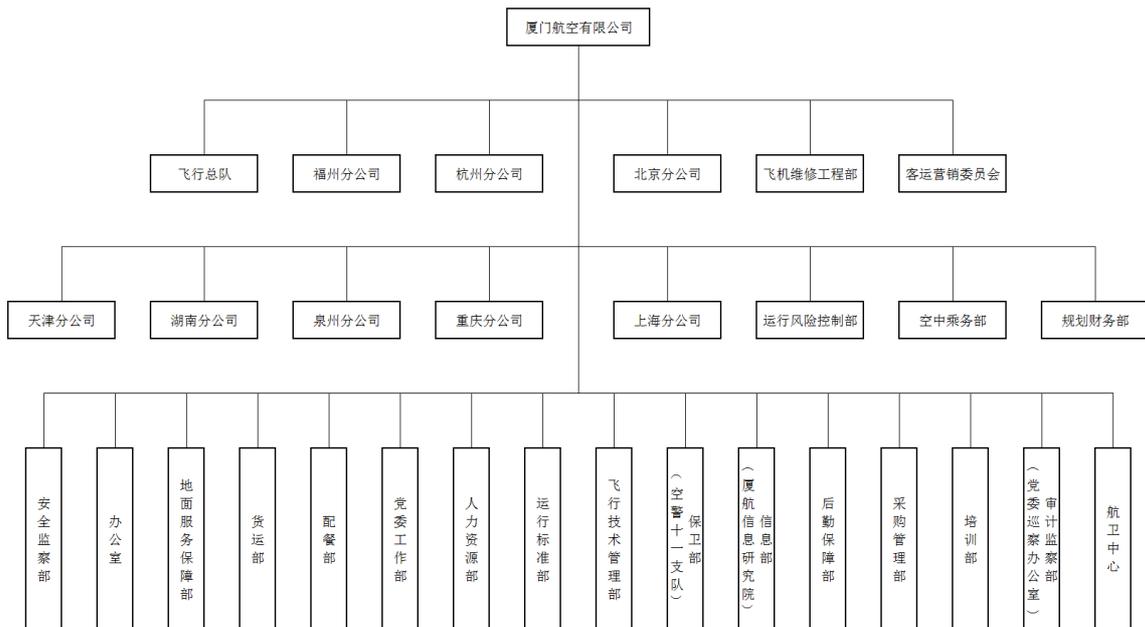
综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“16 厦门航空 MTN002”“19 厦航 01”和“20 厦航 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 厦门航空有限公司 股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 厦门航空有限公司 组织架构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附件 1-3 厦门航空有限公司

### 合并范围内一级子公司情况（截至 2021 年 3 月末）

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	
				直接	间接
1	河北航空有限公司	260000.00	航空运输	100.00	--
2	江西航空有限公司	200000.00	航空运输	60.00	--
3	厦门航空酒店管理有限公司	2100.00	餐饮住宿	100.00	--
4	厦门航空器材有限公司	854.00	贸易	100.00	--
5	厦门航空国际旅行社有限公司	800.00	旅游服务	51.00	--
6	厦门航空文化传媒有限公司	500.00	文化传媒	100.00	--
7	厦航假期有限公司（香港）	港币 848.00	旅游服务	89.98	--
8	厦航假期有限公司（澳门）	澳门元 180.00	旅游服务	51.00	--
9	厦门航空金融（香港）有限公司	港币 3000.00	贸易	100.00	--
10	厦航一号（厦门）飞机租赁有限公司	20.00	飞机租赁	100.00	--
11	厦航二号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
12	厦航三号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
13	厦航四号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
14	厦航五号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
15	厦航六号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
16	厦航七号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
17	厦航八号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
18	厦航九号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
19	厦航十号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
20	厦航十一号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
21	厦航十二号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
22	厦航十三号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
23	厦航十四号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
24	厦航十五号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
25	厦航十六号（厦门）飞机租赁有限公司	10.00	飞机租赁	100.00	--
26	厦航十七号（厦门）飞机租赁有限公司	20.00	飞机租赁	100.00	--
27	厦门航空融资租赁有限公司	10.00	融资租赁	75.00	25.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月末
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	3.09	4.64	1.07	11.44
资产总额 (亿元)	452.16	557.38	518.11	523.97
所有者权益 (亿元)	178.13	177.01	170.93	179.55
短期债务 (亿元)	82.45	84.59	105.89	107.10
长期债务 (亿元)	121.60	204.70	164.86	159.52
全部债务 (亿元)	204.05	289.29	270.76	266.62
营业收入 (亿元)	301.35	326.12	206.75	42.47
利润总额 (亿元)	18.77	15.03	-6.09	-8.44
EBITDA (亿元)	47.41	80.77	58.51	--
经营性净现金流 (亿元)	35.59	82.59	45.99	8.67
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	84.59	85.72	57.20	--
存货周转次数 (次)	64.84	68.55	52.43	--
总资产周转次数 (次)	0.71	0.65	0.38	--
现金收入比 (%)	113.07	112.69	109.24	108.94
营业利润率 (%)	8.80	11.34	0.80	-16.30
总资本收益率 (%)	4.87	4.70	1.29	--
净资产收益率 (%)	7.81	6.15	-2.65	--
长期债务资本化比率 (%)	40.57	53.63	49.10	47.05
全部债务资本化比率 (%)	53.39	62.04	61.30	59.76
资产负债率 (%)	60.61	68.24	67.01	65.73
流动比率 (%)	27.09	19.75	14.38	22.44
速动比率 (%)	24.12	17.10	12.08	20.16
经营现金流动负债比 (%)	24.56	53.23	28.69	--
现金短期债务比 (倍)	0.04	0.05	0.01	0.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.30	6.20	5.72	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.30	3.58	4.63	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将其他流动负债、长期应付款和租赁负债中有息部分已调入全部债务; 3. 2021 年一季度报表未经审计  
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	2.54	3.85	0.91	11.18
资产总额 (亿元)	430.87	514.68	486.69	493.72
所有者权益 (亿元)	172.27	174.22	174.24	187.12
短期债务 (亿元)	95.55	78.67	103.47	104.02
长期债务 (亿元)	109.71	174.92	141.80	134.49
全部债务 (亿元)	205.25	253.59	245.27	238.51
营业收入 (亿元)	261.05	277.38	176.38	37.14
利润总额 (亿元)	19.19	15.50	0.68	-4.17
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	33.27	75.00	43.21	7.75
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	65.92	61.74	39.14	--
存货周转次数 (次)	61.00	64.58	49.11	--
总资产周转次数 (次)	0.64	0.59	0.35	--
现金收入比 (%)	113.47	112.73	105.87	109.12
营业利润率 (%)	11.08	13.11	4.15	-9.95
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	8.32	6.59	0.07	--
长期债务资本化比率 (%)	38.91	50.10	44.87	41.82
全部债务资本化比率 (%)	54.37	59.28	58.47	56.04
资产负债率 (%)	60.02	66.15	64.20	62.10
流动比率 (%)	25.51	19.16	15.67	25.36
速动比率 (%)	22.80	16.72	13.52	23.24
经营现金流动负债比 (%)	23.46	50.64	28.44	--
现金短期债务比 (倍)	0.03	0.05	0.01	0.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将其他流动负债、长期应付款和租赁负债中有息部分已调入全部债务计算; 3. 2021 年一季度报表未经审计; 4. “/”表示相关指标因未获得数据而无法计算  
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

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 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 4-3 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

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。