



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪105号

## 中国国际航空股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中国国际航空股份有限公司2012年公司债券（第一期、第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级**AAA**，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一四年五月十六日

## 中国国际航空股份有限公司 2012 年公司债券（第一期、第二期） 跟踪评级报告（2014）

|               |  |      |           |
|---------------|--|------|-----------|
| <b>发行主体</b>   | 中国国际航空股份有限公司   |      |           |
| <b>发行规模</b>   | 一期：50 亿元<br>二期：5 年期品种：25 亿元<br>10 年期品种：25 亿元   |      |           |
| <b>存续期限</b>   | 一期：2013/1/18~2023/1/18<br>二期：5 年期品种：<br>2013/8/16~2018/8/16<br>10 年期品种：<br>2013/8/16~2023/8/16 |      |           |
| <b>上次评级时间</b> | 一期：2013/10/21<br>二期：2013/7/12  |      |           |
| <b>上次评级结果</b> | 债项级别 <b>AAA</b><br>主体级别 <b>AAA</b>   | 评级展望 | <b>稳定</b> |
| <b>跟踪评级结果</b> | 债项级别 <b>AAA</b><br>主体级别 <b>AAA</b>   | 评级展望 | <b>稳定</b> |

### 概况数据

| 中国国航           | 2011     | 2012     | 2013     | 2014.Q1  |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元）      | 495.02   | 536.54   | 579.43   | 582.14   |
| 总资产（亿元）        | 1733.24  | 1,854.18 | 2,053.62 | 2,056.37 |
| 总债务（亿元）        | 902.05   | 1,028.36 | 1,156.68 | 1,157.28 |
| 营业总收入（亿元）      | 971.39   | 998.41   | 976.28   | 244.19   |
| 营业毛利率（%）       | 21.05    | 19.10    | 15.35    | 15.10    |
| EBITDA（亿元）     | 210.76   | 196.52   | 183.98   | -        |
| 所有者权益收益率（%）    | 15.95    | 10.06    | 6.33     | 0.64     |
| 资产负债率（%）       | 71.44    | 71.06    | 71.78    | 71.69    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 4.28     | 5.23     | 6.29     | -        |
| EBITDA 利息倍数（X） | 10.13    | 6.76     | 5.77     | -        |
| 中航集团           | 2011     | 2012     | 2013     |          |
| 所有者权益（亿元）      | 559.18   | 599.50   | 640.96   |          |
| 总资产（亿元）        | 1,833.32 | 1,962.59 | 2,161.34 |          |
| 总债务（亿元）        | 905.13   | 1,012.68 | 1,140.84 |          |
| 营业总收入（亿元）      | 992.68   | 1,020.65 | 998.14   |          |
| 营业毛利率（%）       | 21.52    | 19.67    | 15.90    |          |
| EBITDA（亿元）     | 215.66   | 199.73   | 187.49   |          |
| 所有者权益收益率（%）    | 14.25    | 8.81     | 5.55     |          |
| 资产负债率（%）       | 69.50    | 69.45    | 70.34    |          |
| 总债务/EBITDA（X）  | 4.20     | 5.07     | 6.08     |          |
| EBITDA 利息倍数（X） | 10.37    | 6.66     | 5.66     |          |

注：1、中国国航2014年一季度所有者权益收益率经年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

### 基本观点

2013 年航空运输业总体保持稳定增长，但行业竞争进一步加剧，在此背景下中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）调整运力投放，均衡航线结构，运量保持增长，公司仍保持了突出的行业地位，体现了极强的抗风险能力。同时，中诚信证评也关注经济增速放缓、收益水平走低以及购买飞机引起的资金压力上升等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持“中国国际航空股份有限公司 2012 年公司债券（第一期、第二期）”信用等级 **AAA**；维持中国国航主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定。

### 正 面

- 运输量稳步增长、运营效率稳定。2013 年公司运力投放持续增加，运输周转量稳步增长，旅客周转量达 1,419.68 亿客公里，货运周转量为 50.15 亿吨公里；同时，公司客座率、运载率分别为 80.81% 和 57.89%，运营效率较上年基本持平。
- 航线结构日趋均衡，优质枢纽的稳固地位。截至 2013 年 12 月 31 日，公司经营的客运航线条数达到 298 条，其中国际航线 71 条，地区航线 15 条，通航国家（地区）31 个，多元、日趋均衡的航线结构有利于提升公司抗风险能力和竞争优势。
- 偿债能力极强。2013 年，公司资产负债率在行业内均处于较低水平为 71.78%，且近年来基本保持稳定，整体资本结构表现稳健。公司整体获现规模可观，各项偿债指标表现优异，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.29 和 5.77，偿债能力极强。

## 分析师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月16日

## 关注

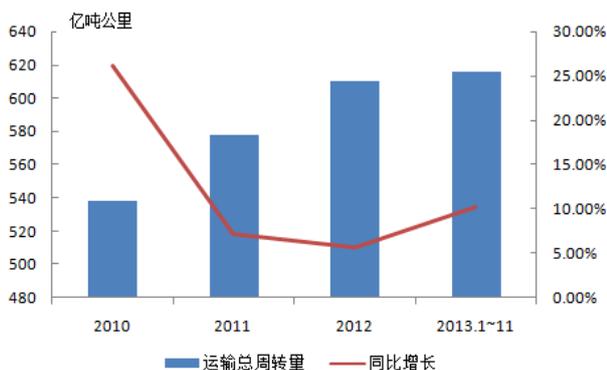
- 受行业竞争影响，公司收益水平有所降低。2013年在国内经济增速放缓、行业竞争加剧的影响下，公司客货公里收益水平均出现下滑，致使公司盈利能力有所降低。未来仍需关注经济增长进程对公司业绩带来的影响。
- 公司面临一定的资金压力。公司未来几年计划投资规模较大，仍将面临飞机购置、固定资产更新等带来的大量资本支出，存在一定的资金压力。

## 基本分析

国内民航市场保持稳定增长，而货邮市场增长缓慢，随着航线和运力的逐年投放，使得市场竞争加剧，航空市场呈现出量升价跌的态势，行业整体盈利能力有所减弱

2013 年全球整体经济仍呈现缓慢复苏的基本态势，经济下行风险并未完全消除，新一轮增长趋势尚未显现。同年，我国经济进入了增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期叠加的阶段，经济增速略有回落。受宏观经济影响，全球航空运输业持续低迷，而我国民航市场继续保持稳定增长。2013 年 1~11 月，我国民航运输总周转量 616.0 亿吨公里，同比增长 10.3%，增速较上年同期增长 4.5 个百分点。其中旅客周转量 5,198.49 亿人公里，同比增长 12.70%，货邮周转量 153.81 亿吨公里，同比增长 3.00%。分航线看，2013 年 1~11 月，国内航线运输总周转量 423.3 亿吨公里，同比增长 11.2%，增速较上年同期增长 1.9 个百分点；国际航线运输总周转量 192.7 亿吨公里，同比增长 8.3%，增速较上年同期增长 9.2 个百分点。

图 1：2008~2012 年民航运输总周转量



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

从航线网络看，近年来，随着民航运输业的发展，我国航线网络日益丰富。2005~2012 年，我国定期航班航线由 1,257 条增加至 2,457 条，年均复合增长率达到 11.82%。其中国内航线由 1,024 条增长为 2,076 条，年均复合增长率为 12.50%；国际航线由 233 条增至 381 条，年均复合增长率则为 8.54%，国际航线数量的增幅略低于国内航线。同期，按重复距离计算的航线里程增加了 222.38 万公里，按不重复距离计算的航线里程增加 128.21 万公里，年均

复合增长率分别为 10.05% 和 8.61%。

表 1：2005~2012 年我国民航航线变化情况

| 航线概况                | 2005 年 | 2012 年 | 增量     | 年均复合增长率 |
|---------------------|--------|--------|--------|---------|
| 航线条数 (条)            | 1,257  | 2,457  | 1,200  | 11.82%  |
| 国内航线                | 1,024  | 2,076  | 1,052  | 12.50%  |
| 其中：港澳台航线            | 43     | 99     | 56     | 14.92%  |
| 国际航线                | 233    | 381    | 148    | 8.54%   |
| 按重复距离计算的航线里程 (万公里)  | 272.5  | 494.88 | 222.38 | 10.05%  |
| 国内航线                | 162.3  | 339.04 | 176.74 | 13.06%  |
| 其中：港澳台航线            | 6.3    | 13.85  | 7.55   | 13.99%  |
| 国际航线                | 110.1  | 155.84 | 45.74  | 5.96%   |
| 按不重复距离计算的航线里程 (万公里) | 199.8  | 328.01 | 128.21 | 8.61%   |
| 国内航线                | 114.3  | 199.54 | 85.24  | 9.73%   |
| 其中：港澳台航线            | 6.1    | 13.33  | 7.23   | 23.92%  |
| 国际航线                | 85.6   | 128.47 | 42.87  | 7.00%   |

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

从机队规模和运输效率看，近年来，我国航空运输业机队规模快速扩大。截至 2012 年末，民航全行业运输飞机期末在册架数 1,941 架，同比增加 177 架，较 2005 年增长了 911 架。在运力规模扩大的情形下，行业发展速度下降，运力过剩和运输效率下降开始显现。全球金融危机后，虽然 2009 年和 2010 年全球经济的回暖使得我国航空运输业在册运输飞机平均日利用率、正班客座率和正班载运率有所回升，但距离金融危机前的 2007 年尚有一定差距。2012 年，行业增速下滑，运输飞机平均日利用率也下降至 9.15 小时，同比降低了 0.11 小时；正班客座率和正班载运率虽同比有所提高，但增幅回落较大。进入 2013 年，1~11 月我国民航运输效率较上年基本持平，运输飞机平均日利用率为 9.4 小时，同比仅增长 0.10%；正班客座率和正班载运率分别为 81.5% 和 72.9%，较上年基本持平。

需求结构方面，历年来公商务旅客占旅客量约 40%，但国家的反腐政策限制公务的出行、经济增速放缓导致商务客出行明显下降，令高票价的旅客流失严重，对票价敏感的休闲旅游者占比则从约 60% 提升至 70~80%。此外，2013 年国内航空运力同比继续增长，航空公司为了保证客座率和载运率

对票价及货邮运费作出不同程度的调整。受此影响，2013年国内航空运输业的收益品质出现明显下滑，仅前三大航空公司的平均客公里收益和货运吨公里收益分别降低11.17%和9.18%。

表 2: 213 年三大航空公司收益变化

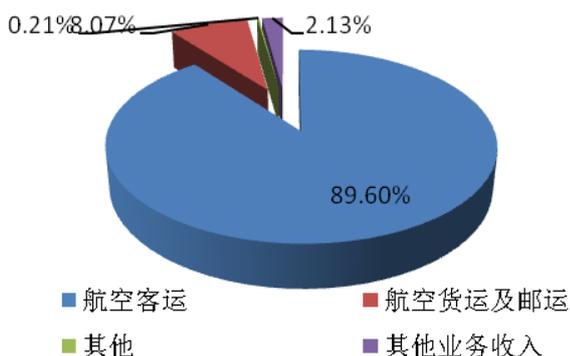
|      | 客公里收益 |         | 货运吨公里收益 |         |
|------|-------|---------|---------|---------|
|      | 同比变化  | 同比变化    | 同比变化    | 同比变化    |
| 中国国航 | 0.62  | -10.14% | 1.57    | -7.10%  |
| 南方航空 | 0.61  | -14.08% | 1.42    | -12.35% |
| 东方航空 | 0.60  | -9.09%  | 1.56    | -8.24%  |
| 平均   | 0.61  | -11.17% | 1.52    | -9.18%  |

资料来源: 各航空公司 2013 年年报, 中诚信证评整理

中国国航运力投放逐年增加, 运输周转量稳步增长, 各项运营指标表现良好, 行业地位稳固, 体现了较强的抗风险能力

2013年, 中国国航实现营业收入 976.28 亿元, 同比降低 2.22%, 包括主营业务收入 955.52 亿元, 其他业务收入 20.76 亿元, 其中航空客运、航空货运及邮运业务为公司的核心主业, 分别实现营业收入 874.72 亿元和 78.76 亿元, 分别占营业收入 89.60% 和 8.07%。分区域来看, 2013 年公司来自中国大陆的主营业务收入为 617.58 亿元, 占主营业务收入比达到 64.63%。

图 2: 2013 年中国国航营业收入构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

机队建设方面, 2011~2013 年, 中国国航每年共有飞机数量分别为 432 架、461 架和 497 架, 三年年均复合增长率为 7.26%。随着飞机的引进更新, 公司飞机的平均机龄也由 2011 年的 6.77 年下降至 2013 年的 6.33 年。分类来看, 截至 2013 年末公司机队中自有飞机 238 架、融资租赁 123 架、经营租赁 136 架。2013 年公司共引进飞机 55 架, 退出飞

机 19 架。根据公司规划, 2014~2016 年, 公司计划继续引进 160 架飞机。

表 3: 2011~2013 年中国国航机队建设情况

|          | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------|------|------|------|
| 飞机数量 (架) | 432  | 461  | 497  |
| 平均机龄 (年) | 6.77 | 6.54 | 6.33 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

航空客运方面, 日益加强的机队建设使得中国国航具备了很强的运输能力。2011~2013 年, 公司飞行公里数分别为 8.72 亿公里、9.16 亿公里和 9.80 亿公里, 三年年均复合增长率为 6.01%; 航班数量分别为 49.03 万个、51.17 万个和 53.75 万个, 三年年均复合增长率为 4.70%。

表 4: 截至 2013 年末中国国航机队情况

| 机型   | 飞机数量 (架) |      |      | 合计  |
|------|----------|------|------|-----|
|      | 自有       | 融资租赁 | 经营租赁 |     |
| 空客客机 | 95       | 84   | 53   | 232 |
| 波音客机 | 134      | 39   | 72   | 245 |
| 货机   | 8        | 0    | 1    | 9   |
| 公务机  | 1        | 0    | 10   | 11  |
| 合计   | 238      | 123  | 136  | 497 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2013 年, 我国经济保持稳定增长趋势, 而国际经济复苏依然艰难, 航空运输业面临较为复杂的市场环境, 呈现出航空客运市场继续增长, 货运市场表现相对乏力的特点。公司抓住客运市场增长的良好时机, 适时进行了运力投放结构的调整。国际方面, 公司强化优势航线管理, 增加欧美远程航线投入, 抓住出境游市场转旺的机遇, 同时积极利用第六航权, 调整、加密部分亚太地区航线以更好地满足欧美航线衔接需求; 国内方面, 公司在主要干线和优势航线合理投入宽体机, 加大中西部地区运力投入, 保障优质资源得到充分利用。2013 年公司客运可用座位公里达到 1,756.77 亿, 同比增长 8.86%, 其中国内航线 1,154.02 亿可用座公里, 同比增加 8.46%; 国际航线 518.90 亿可用座公里, 同比增加 9.79%; 地区航线 (香港、澳门及台湾) 83.84 亿可用座位公里, 同比增长 8.58%。

**表5：中国国航2011~2013年运输能力及效率情况**

|            | 2011  | 2012  | 2013  |
|------------|-------|-------|-------|
| 飞机总数(架)    | 432   | 461   | 497   |
| 飞行公里数(亿公里) | 8.72  | 9.16  | 9.80  |
| 飞机日利用率(小时) | 9.71  | 9.61  | 9.57  |
| 航班数量(万个)   | 49.03 | 51.17 | 53.75 |
| 客座率(%)     | 81.47 | 80.41 | 80.81 |
| 货运转运率(%)   | 59.31 | 59.14 | 57.89 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

通过运力的调整，公司客运业务保持稳定增长态势。2013年，中国国航完成旅客周转量 1,419.68 亿收入客公里，同比增长 9.40%。其中，国内航线完成 943.41 亿收入客公里，同比增长 8.95%，运送旅客 6,595.58 万人次，同比增长 7.37%，客座率达到 81.75%，同比增加 0.37 个百分点，但客公里收益同比降低 13.70% 至 0.63 元；国际航线完成 415.14 亿收入客公里，同比增长 10.60%，客座率同比小幅提升 0.58 个百分点至 80.00%，收益水平为 0.54 元，较 2012 年下降 5.26%。考虑到未来我国宏观经济将保持增长，预计中国国航的客运业务仍将保持增长，但由于航空运输行业竞争愈发激烈，其增速可能将出现波动。

**表6：2011~2013年中国国航航空客运业务情况**

|          | 2011     | 2012     | 2013     |
|----------|----------|----------|----------|
| 收入客公里(亿) | 1,234.89 | 1,297.73 | 1,419.68 |
| 乘客人数(万)  | 6,968.74 | 7,241.58 | 7,767.69 |
| 客座率(%)   | 81.47    | 80.41    | 80.81    |
| 客公里收益(元) | 0.70     | 0.69     | 0.62     |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

货运业务方面，中国国航货运业务主要通过客机腹舱载货以及全货机运营的方式经营，其中全货机主要应用在国际市场的货运业务。目前公司分别在北京、杭州、天津拥有自有货库。2013年，航空货运市场持续低迷，在严酷的市场环境下，公司强化货机经营，优化了部分货机航线，加强腹舱营销能力，推出具有竞争力的高附加值与中转产品，以缓解货运经营困境、减少亏损。2013年公司投入 86.64 亿可用货物吨公里，同比增长 2.34%，增速进一步下滑，其中国际航线可用货物运力同比增长 0.95%，国际航线货运运力占总体货运运力比重为 64.50%。从经营业绩上看，货运业务总体呈现出下降的趋势，2013年公司收入货运吨公里为 50.15 亿，

同比增长 0.17%，其中国际航线同比降低 0.37% 至 34.96 亿；全年运送货物及邮件 145.68 万吨，同比降低 0.28%；货邮运载率为 57.89%，同比下降 1.25 个百分点，货运公里收入为 1.57 元，同比下降 7.10%。

与国外同行相比，航空货运一直是国内民航运输业的软肋，在运营以及市场份额方面处于较为弱势的地位。尤其是航权开放后，国外航空及大型物流公司可以在国际市场上参与中国国际航线的竞争，对国内航空公司的国际货运业务产生了较大的压力。中国国航积极拓展货运业务，制定“客货并举”的发展方向，有利于平衡其业务布局，减少波动性，并增强综合竞争能力。

**表7：2011~2013年中国国航货运业务情况**

|             | 2011     | 2012     | 2013     |
|-------------|----------|----------|----------|
| 收入货运吨公里(百万) | 4,847.63 | 5,006.72 | 5,015.33 |
| 货物及邮件(万吨)   | 142.61   | 146.09   | 145.68   |
| 货运转运率(%)    | 59.31    | 59.14    | 57.89    |
| 货运吨公里收益(元)  | 1.76     | 1.69     | 1.57     |

资料来源：公司定期报告，公司提供资料

航线枢纽建设方面，2013年公司进一步拓宽航线网络，新开 7 条国际航线，其中欧美航线 3 条。北京枢纽，新增北京至日内瓦、休斯顿、清迈和暹粒等国际航线；联程旅客同比增长 7%，联程收入增长 5%。成都区域枢纽新开至法兰克福的第一条洲际航线；上海国际门户建设侧重于运力优化，并与当地航空公司开展代号共享合作；成都区域枢纽、上海国际门户的联程旅客分别达到 62 万人次、24 万人次。国际合作方面，2013年公司与美国联合航空、北欧航空、维珍航空等扩大代号共享合作，全年联盟综合贡献收入累计达到 26 亿元，同比增长 2.4%。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司经营的客运航线条数达到 298 条，其中国内航线 212 条，国际航线 71 条，地区航线 15 条，通航国家（地区）31 个，通航城市 154 个，其中国内 104 个，国际 47 个，地区 3 个。

表 8：2013 年国内三大航空公司部分经营数据

|                  | 国航       | 东航       | 南航       | 全行业<br>1~11 月 |
|------------------|----------|----------|----------|---------------|
| 飞机总数(架)          | 497      | 478      | 561      | -             |
| 运输总周转量<br>(亿吨公里) | 176.51   | 155.52   | 174.69   | 616.00        |
| 旅客周转量<br>(亿客公里)  | 1,419.68 | 1,204.61 | 1,484.17 | 5,198.49      |
| 货邮周转量<br>(亿吨公里)  | 50.15    | 48.57    | 43.27    | 153.81        |
| 客座率(%)           | 80.81    | 79.21    | 79.45    | 81.50         |
| 飞机日利用率<br>(小时)   | 9.57     | -        | 9.63     | 9.40          |

资料来源：中国民航总局、各航空公司 2013 年年报，中诚信证评整理

总体来看，2013 年公司根据国内、国际经济形势对运力的投放进行了适当的调整，使得客运业务保持增长趋势，增速有所回升，在行业内业务指标表现较为理想。未来中国国航国内航线客运业务将随着国内经济增长以及消费升级而稳步增长，而国际航线以及货运业务则需视国际经济复苏情况而定，存在一定不确定性。

## 财务分析

以下分析主要基于中国国航提供的经安永华明会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 年度、2012 年度合并审计报告，以及经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度合并审计报告，其中 2011、2012 年数据为 2012、2013 年调整数据。

## 资本结构

由于公司近年引进新飞机，退出部分老旧飞机、逐步优化客货机队结构，使得固定资产规模逐年增加，总资产规模也相应增长。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 2,053.62 亿元，同比增长 10.76%。2012 年公司所有者权益（含少数股东权益）为 579.43 亿元，同比增长 7.99%。受益于 2013 年 1 月非公开发行股票，公司净资产规模进一步提升，有效的扩充了自身的资本实力，也为公司后续业务的扩张提供有力保障。

从资本结构看，随着公司经营规模的不断增加，其债务规模也相应增长，由于航空运输业属于资本密集型行业，投资回报周期相对较长，故行业内企业对外部融资的依赖度较高，财务结构稳健性有待

提升，但行业比较而言，仍然处于良好水平。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总负债为 1,474.19 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 71.78% 和 66.62%。

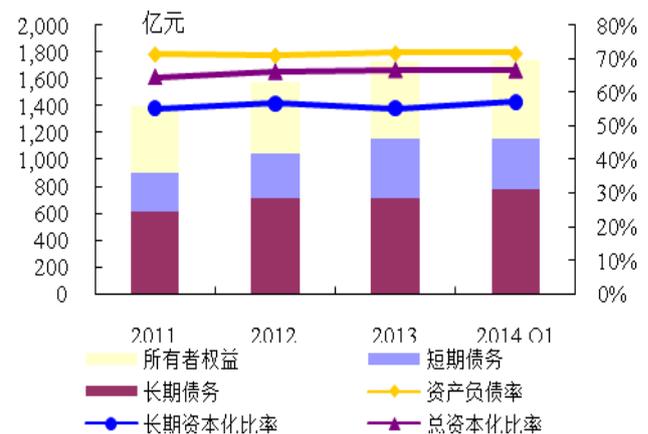
表 9：2011~2013 年国内主要航空公司资产负债率

| 公司名称 | 2011   | 2012   | 2013   |
|------|--------|--------|--------|
| 中国国航 | 71.44% | 71.06% | 71.78% |
| 南方航空 | 70.88% | 72.21% | 74.44% |
| 东方航空 | 80.26% | 79.30% | 80.92% |
| 海南航空 | 82.07% | 74.21% | 75.29% |

资料来源：各航空公司年报，中诚信证评整理

截至 2014 年 3 月 31 日，公司总资产为 2,056.37 亿元，总负债为 1,474.23 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 71.69% 和 66.53%，杠杠比率较年初基本持平，总体仍处于合理范围之内。

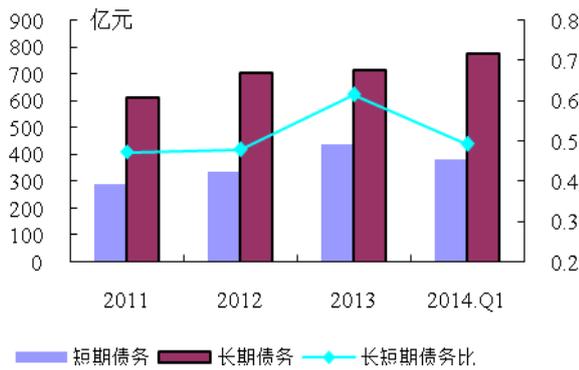
图 3：2011~2014.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构看，公司近年债务以长期债务为主，债务期限结构匹配较为合理，符合公司的经营特点和资金安排。截至 2013 年 12 月 31 日，公司长期债务为 716.16 亿元，短期债务为 440.52 亿元，短期债务/长期债务为 0.62。截至 2014 年 3 月 31 日，公司短期债务/长期债务为 0.49，较 2013 年末有所降低，但考虑到公司短期债务仍保持较大规模，以及投资回报周期较长的业务属性，公司债务结构仍存在进一步调整的空间。

图 4: 2011~2014.Q1 公司债务结构分析



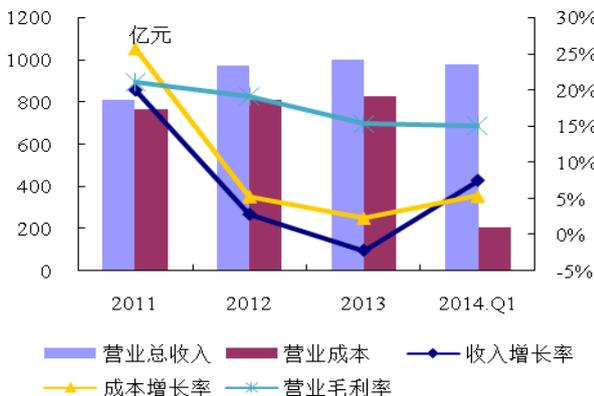
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看, 近年来公司业务规模稳步增长, 资产规模不断上升, 其财务杠杆比率略高, 但行业对比来看, 公司现有债务以长期债务为主, 债务期限结构合理, 资本结构稳健。

### 盈利能力

2013 年面对航空运输业市场环境较为复杂, 公司通过运力能力的提升、应对市场变化作出相应的战略调整, 实现运力提升。但受当年行业竞争加剧影响, 公司收益水平降低, 客公里收益和客公里收益同比降低 10.14% 至 0.62 元, 货运吨公里收益同比降低 7.10% 至 1.57 元, 导致公司营业收入同比降低 2.22% 至 976.28 亿元。截至 2014 年 3 月 31 日, 公司一季度实现营业收入 244.19 亿元, 同比增长 7.48%。

图 5: 2011~2014.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

营业毛利率方面, 2013 年受客货公里收益降低影像, 公司毛利水平进一步降低。2013 年公司毛利率为 15.35%, 同比降低 3.75 个百分点。成本方面, 2013 年公司持续优化成本结构, 强化成本管控, 当年公司每可用座位公里的营业成本为 0.47 元, 同比

降低 6.00%, 而每可用吨公里的营业成本为 3.37 元, 同比降低 3.99%。2013 年公里收益水平的降低成为公司毛利水平降低的主要原因。

表 10: 2011~2013 年我国主要航空公司经营数据

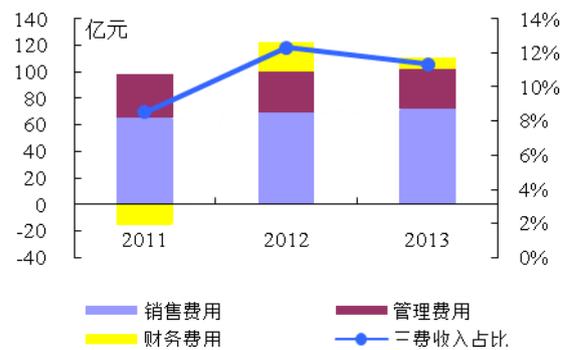
单位: 亿元、%

| 公司名称 | 2011   |       | 2012     |       | 2013   |       |
|------|--------|-------|----------|-------|--------|-------|
|      | 收入     | 毛利率   | 收入       | 毛利率   | 收入     | 毛利率   |
| 中国国航 | 971.39 | 21.05 | 998.41   | 19.10 | 976.28 | 15.35 |
| 南方航空 | 927.07 | 16.99 | 1,014.83 | 15.32 | 981.30 | 11.28 |
| 东方航空 | 839.75 | 16.11 | 855.69   | 12.70 | 880.09 | 8.72  |
| 海南航空 | 262.73 | 25.78 | 288.68   | 25.32 | 302.31 | 22.26 |

资料来源: 各航空公司年报, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2013 年公司期间费用合计为 110.49 亿元, 同比降低 9.96%。其中, 销售费用为 71.99 亿元, 同比增加 3.05 亿元, 主要是销售代理业务手续费随着售票收入的增加而有所增加; 管理费用为 30.73 亿元, 同比略有降低; 财务费用为 7.77 亿元, 同比减少 14.23 亿元, 其中, 汇兑净收益为 19.38 亿元, 同比增加 18.19 亿元, 主要是由于本报告期人民币兑美元大幅升值所致。2013 年公司期间费用规模有所降低, 期间费用占营业收入比重回落至 11.32%。

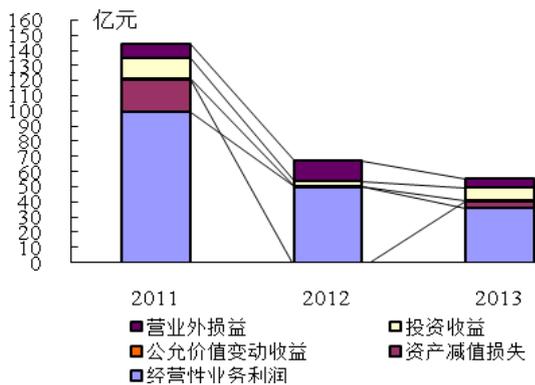
图 6: 2011~2013 年公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2013 年公司实现利润总额 45.83 亿元, 同比降低 34.52%, 其中经营性业务利润为 36.25 亿元, 同比降低 28.46%, 但仍为公司利润总额的主要构成。2013 年公司实现净利润 36.70 亿元, 同比降低 31.99%。

图 7: 2011~2013 年公司利润总额分析



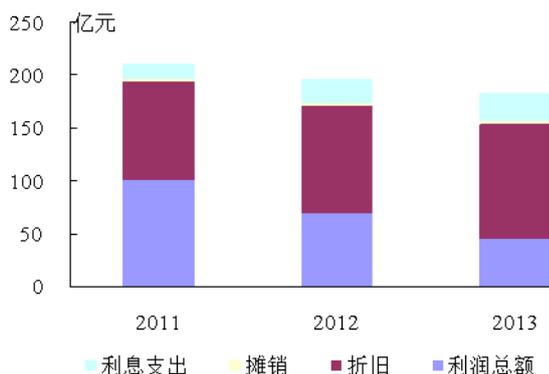
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受行业环境影响, 2013 年公司收入规模略有降低, 盈利能力有所下滑。但公司在外部环境较为复杂, 主要市场需求低迷的情况下收入规模仍实现一定增长, 并保持可观的利润规模, 体现了很强的抗风险能力。

### 偿债能力

由于公司近年资产的购置和更新需求规模较大, 逐年资本支出规模有所提升, 负债规模逐年增长, 2013 年总债务为 1,156.68 亿元, 同比增长 12.48%。未来根据公司资本支出计划, 还将有一定规模的资金投入, 主要用于购置飞机等, 债务规模可能进一步提升。

图 8: 2011~2013 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 从 EBITDA 构成来看, 利润总额和折旧为公司 EBITDA 的主要来源。近年来, 公司利润总额有所波动, 其 EBITDA 规模也随之相应变化, 2013 年公司 EBITDA 为 183.98 亿元; 现金流方面, 收业务模式影响, 公司始终保持极强的经营现金获取能力, 2013 年公司经营活动净现金流为 174.36 亿元, 同比增长 40.40%。总体看来, 公司具

有极强的获现能力。

从偿债能力看, 公司具备极强的偿债能力。2013 年由于经营效益有所下滑, 公司各偿债指标表现有所弱化, 总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.29 和 5.77 倍; 经营活动净现金利息保障倍数和经营活动净现金/总债务分别为 5.47 和 0.16。虽然公司 EBITDA 规模逐年有所波动, 但 EBITDA 对总债务及利息支出的覆盖程度良好, 经营活动净现金流亦如此, 公司仍具备极强的债务偿还及利息支付能力。

表 11: 2011~2013 年公司偿债能力分析

| 项目               | 2011   | 2012     | 2013     |
|------------------|--------|----------|----------|
| 长期债务 (亿元)        | 612.34 | 706.23   | 716.16   |
| 总债务 (亿元)         | 902.05 | 1,028.36 | 1,156.68 |
| 资产负债率 (%)        | 71.44  | 71.06    | 71.78    |
| 总资本化比率 (%)       | 64.57  | 65.71    | 66.62    |
| EBITDA (亿元)      | 210.76 | 196.52   | 183.98   |
| EBITDA 利息倍数 (X)  | 10.13  | 6.76     | 5.77     |
| 总债务/EBITDA (X)   | 4.28   | 5.23     | 6.29     |
| 经营活动净现金/利息支出 (X) | 10.40  | 4.27     | 5.47     |
| 经营活动净现金/总债务 (X)  | 0.24   | 0.12     | 0.15     |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在对外担保方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 除控股子公司深圳航空为飞行员培训、员工住房等抵押贷款提供总额为 5.49 亿元的担保外, 公司没有其他对外担保安排。财务弹性方面, 公司与金融机构有良好的合作关系, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司 (母公司口径) 拥有国家开发银行、中国银行、工商银行、建设银行、农业银行等多家商业银行的授信额度, 授信总额共计 1,452.68 亿元, 其中未使用授信余额 1,015.84 亿元, 备用流动性充裕, 这也对公司整体偿债能力形成有效补充。

总的来看, 公司财务杠杆比率适中, 经营业绩稳定, 但受国内航空业竞争激烈, 公司客货公里收益降低的影响影响, 盈利能力有所下滑, 但良好的获现能力仍保证了公司极强的偿债能力。考虑到未来公司购置飞机等资本支出规模仍然较大, 未来仍将面临一定的资金压力。

## 担保实力

本期债券由中国航空集团公司（以下简称“中航集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中航集团成立于 2002 年 10 月，直属于国务院国有资产监督管理委员会。中航集团是为了贯彻落实国务院《民航体制改革方案》的各项指示，根据《国务院关于组建中国航空集团公司有关问题的批复》（国函【2002】62 号）要求，由原中国国际航空公司联合原中国西南航空公司、原中国航空总公司组建成立的。组建后的中航集团属于大型国有民用航空运输集团公司，是经国务院批准、国家授权的投资机构和国家控股公司。2003 年，中航集团进行主辅业分离，将民用航空运输主业及关联资产划入中国国航，实现了民用航空运输主业一体化，同时通过资产重组将非民用航空运输业务整合为酒店旅游管理、金融理财、资产管理、基本建设开发、民航快递、传媒广告等专业公司。

从业务来看，作为中航集团最主要的子公司，中国国航负责运营中航集团的民航运输业务以及与之密切相关的民用航空辅助性业务。2013 年中国国航占中航集团营业收入和总资产的比重较大。除民航运输业务和民用航空辅助性业务外，中航集团本部主要经营重组后与民航运输业务相关度较小的辅业，包括旅游酒店、金融理财、资产管理、投资管理、建设开发、传媒广告和民航快递等 7 大板块，但经营规模都相对较小。2013 年，中航集团实现营业收入 998.14 亿元，其中航空运输及服务收入 955.95 亿元，占比达到 95.77%，为中航集团最主要的收入来源。此外，依托航空主业，集团快递、旅游及酒店物业、广告业务对集团收入规模形成一定补充，2013 年分别实现收入 9.07 亿元、4.40 亿元和 3.58 亿元，合计占比营业收入比为 1.71%。

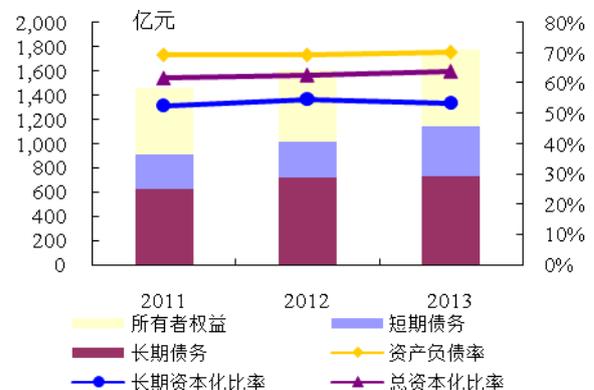
## 财务分析

以下分析主要基于中航集团提供的经利安达会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011、2012 年度合并审计报告，以及经中汇会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013

年度合并财务报告，其中，2011、2012 年数据为 2012、2013 年调整数据。

从资本结构来看，集团近年加大了飞机采购力度，资产规模快速增长，截至 2013 年 12 月 31 日，中航集团资产总额达到 2,161.34 亿元，所有者权益达到 640.96 亿元。虽然固定资产购置需求较大，集团对外部融资存在一定程度的依赖，但近年受益于经营利润的逐年累积，集团资产负债率和总资本化比率较为稳定。2011~2013 年集团资产负债率分别为 69.50%、69.45% 和 70.34%，总资本化比率分别为 61.81%、62.81% 和 64.03%。

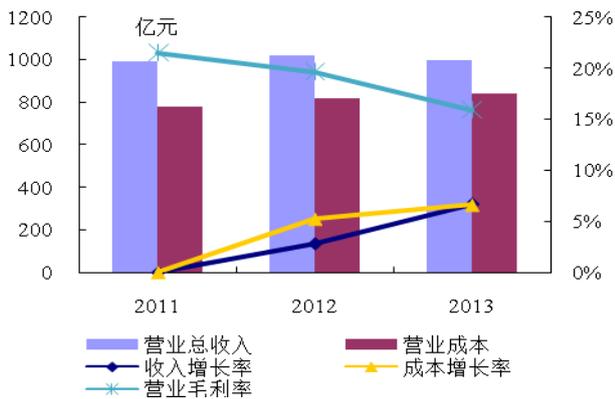
图 9：2011~2013 年集团资本结构分析



资料来源：集团定期报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，民航运输业务一直为集团最主要的收入来源，2011~2013 年集团分别实现营业收入 992.68 亿元、1,020.65 亿元和 998.14 亿元，其中民航运输业务占比在 95% 以上。受民航运输业务规模波动的影响，2013 集团收入规模较上年同比降低 2.21%。毛利率方面，2013 年由于航空运输业收益能力的降低，集团营业毛利率也相应的出现下滑，业务盈利的稳定性一般。2013 年集团营业毛利率为 15.90%，同比降低 3.77 个百分点。但同年，集团通过费用控制等措施降低了部分营业成本，仍具备极强的整体盈利能力和抗风险能力，2013 年实现净利润 35.58 亿元。

图 10：2011~2013 年集团收入成本分析



资料来源：集团定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力来看，近年由于集团优化客货机队结构、以及资产收购等资本支出规模较大，负债规模逐年上升，2013 年集团总负债规模为 1,140.84 亿元。虽然集团利润规模逐年存在一定波动，但其整体偿债指标表现良好，经营性现金流及 EBITDA 对债务规模及利息支出的覆盖能力均较强，体现出集团较强的抗风险能力。2013 年，集团总债务/EBITDA 指和 EBITDA 利息倍数分别为 6.08 和 5.66。

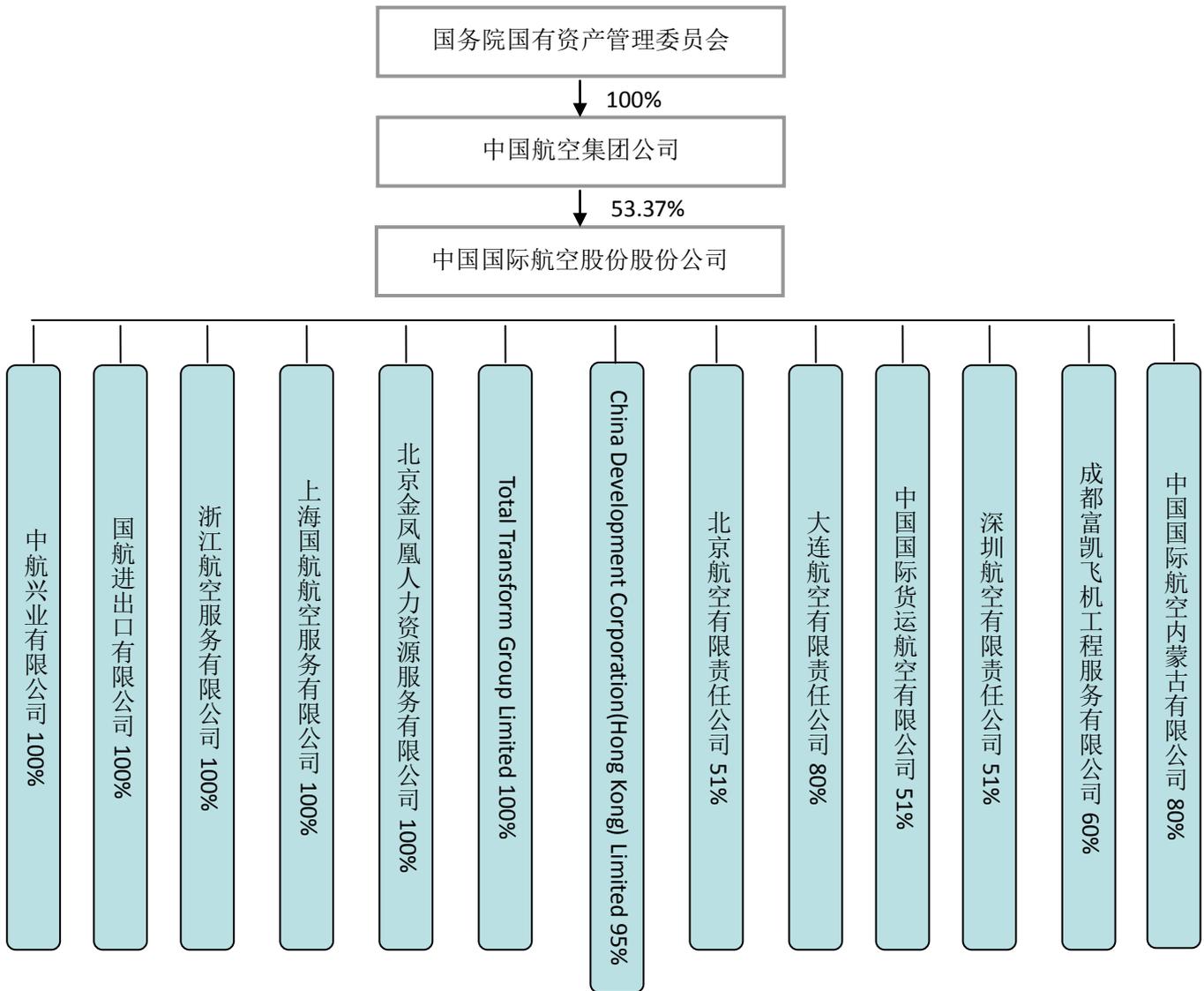
或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日中航集团累计对外担保金额为 7.85 亿元，占期末净资产（不含少数股东权益）比重达 2.26%，占比很低，或有风险相对可控。

综合来看，中航集团具有较强的综合实力和较高的行业地位，虽然营业利润有所波动，但整体偿债能力极强，具备很强的抗风险能力。中诚信证评认为中航集团提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期公司债券按期偿还可提供强有力的保障。

## 结 论

综上，中诚信证评维持“中国国际航空股份有限公司 2012 年公司债券（第一期、第二期）”信用等级 AAA；维持中国国航主体信用等级 AAA，评级展望稳定。

附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（2013年12月31日）



注：中航集团直接持有和通过其全资子公司中国航空（集团）有限公司间接持有中国国际航空股份有限公司共计 53.37% 的股份。

**附二：中国国际航空股份有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据(单位：万元)      | 2011          | 2012          | 2013          | 2014.Q1       |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,542,024.20  | 1,259,088.40  | 1,550,767.70  | 1,109,506.40  |
| 应收账款净额           | 265,243.90    | 296,715.00    | 310,058.40    | 325,033.00    |
| 存货净额             | 112,816.40    | 110,504.80    | 104,461.70    | 105,383.10    |
| 流动资产             | 2,146,166.00  | 2,114,101.70  | 2,542,561.10  | 2,118,552.60  |
| 长期投资             | 1,480,442.00  | 1,494,772.30  | 1,598,780.80  | 1,616,103.10  |
| 固定资产合计           | 12,954,477.40 | 14,251,082.40 | 15,700,191.80 | 16,089,735.70 |
| 总资产              | 17,332,356.80 | 18,541,845.20 | 20,536,188.30 | 20,563,661.30 |
| 短期债务             | 2,897,114.80  | 3,221,259.60  | 4,405,231.80  | 3,818,533.40  |
| 长期债务             | 6,123,381.30  | 7,062,336.30  | 7,161,567.30  | 7,754,222.60  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 9,020,496.10  | 10,283,595.90 | 11,566,799.10 | 11,572,756.00 |
| 总负债              | 12,382,204.70 | 13,176,437.70 | 14,741,889.00 | 14,742,250.30 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 4,950,152.10  | 5,365,407.50  | 5,794,299.30  | 5,821,411.00  |
| 营业总收入            | 9,713,911.10  | 9,984,055.10  | 9,762,825.30  | 2,441,884.30  |
| 三费前利润            | 1,820,521.70  | 1,733,829.10  | 1,467,408.90  | 364,634.30    |
| 投资收益             | 133,653.20    | 34,500.10     | 82,508.70     | 4,414.10      |
| 净利润              | 789,760.90    | 539,655.30    | 366,993.20    | 9,272.90      |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 2,107,615.80  | 1,965,225.30  | 1,839,758.80  | -             |
| 经营活动产生现金净流量      | 2,163,958.90  | 1,241,882.00  | 1,743,611.60  | 373,078.00    |
| 投资活动产生现金净流量      | -1,689,698.90 | -1,477,427.60 | -2,063,807.10 | -453,781.20   |
| 筹资活动产生现金净流量      | -348,185.50   | -110,511.90   | 644,292.10    | -365,998.60   |
| 现金及现金等价物净增加额     | 110,181.80    | -351,846.60   | 297,388.70    | -441,715.60   |
| 财务指标             | 2011          | 2012          | 2013          | 2014.Q1       |
| 营业毛利率（%）         | 21.05         | 19.10         | 15.35         | 15.10         |
| 所有者权益收益率（%）      | 15.95         | 10.06         | 6.33          | 0.64          |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 21.70         | 19.68         | 18.84         | -             |
| 速动比率（X）          | 0.35          | 0.36          | 0.35          | 0.32          |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.24          | 0.12          | 0.15          | 0.13          |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.75          | 0.39          | 0.40          | 0.39          |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 10.40         | 4.27          | 5.47          | -             |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 10.13         | 6.76          | 5.77          | -             |
| 总债务/EBITDA（X）    | 4.28          | 5.23          | 6.29          | -             |
| 资产负债率（%）         | 71.44         | 71.06         | 71.78         | 71.69         |
| 总债务/总资本（%）       | 64.57         | 65.71         | 66.62         | 66.53         |
| 长期资本化比率（%）       | 55.30         | 56.83         | 55.28         | 57.12         |

注：1、中国国航 2014 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标经年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

**附三：中国航空集团公司主要财务数据及指标**

| 财务数据(单位：万元)      | 2011          | 2012          | 2013          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,622,915.86  | 1,419,936.10  | 1,695,203.04  |
| 应收账款净额           | 290,563.17    | 349,104.96    | 322,000.93    |
| 存货净额             | 140,423.70    | 145,409.31    | 134,980.36    |
| 流动资产             | 2,311,563.20  | 2,309,161.43  | 2,651,621.07  |
| 长期投资             | 1,810,605.40  | 1,820,035.80  | 1,942,052.08  |
| 固定资产合计           | 13,359,719.29 | 14,677,586.91 | 16,120,459.15 |
| 总资产              | 18,333,213.42 | 19,625,942.21 | 21,613,366.34 |
| 短期债务             | 2,843,914.80  | 2,922,359.60  | 4,097,031.80  |
| 长期债务             | 6,207,387.26  | 7,204,420.93  | 7,311,341.58  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 9,051,302.06  | 10,126,780.53 | 11,408,373.38 |
| 总负债              | 12,741,452.46 | 13,630,940.28 | 15,203,720.15 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 5,591,760.96  | 5,995,001.93  | 6,409,646.19  |
| 营业总收入            | 9,926,836.01  | 10,206,539.96 | 9,981,398.86  |
| 三费前利润            | 1,901,399.93  | 1,823,930.23  | 1,547,184.11  |
| 投资收益             | 165,409.56    | 47,440.15     | 91,111.37     |
| 净利润              | 796,779.81    | 528,408.84    | 355,835.42    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 2,156,559.71  | 1,997,301.29  | 1,874,922.33  |
| 经营活动产生现金净流量      | 2,133,526.37  | 1,298,124.73  | 1,712,499.04  |
| 投资活动产生现金净流量      | -1,728,655.62 | -1,585,782.20 | -2,096,406.71 |
| 筹资活动产生现金净流量      | -331,686.83   | 18,528.40     | 726,175.13    |
| 现金及现金等价物净增加额     | 54,291.11     | -274,728.33   | 313,894.35    |
| 财务指标             | 2011          | 2012          | 2013          |
| 营业毛利率（%）         | 21.52         | 19.67         | 15.90         |
| 所有者权益收益率（%）      | 14.25         | 8.81          | 5.55          |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 21.72         | 19.57         | 18.78         |
| 速动比率（X）          | 0.36          | 0.37          | 0.35          |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.24          | 0.13          | 0.15          |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.75          | 0.44          | 0.42          |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 10.26         | 4.33          | 5.17          |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 10.37         | 6.66          | 5.66          |
| 总债务/EBITDA（X）    | 4.20          | 5.07          | 6.08          |
| 资产负债率（%）         | 69.50         | 69.45         | 70.34         |
| 总债务/总资本（%）       | 61.81         | 62.81         | 64.03         |
| 长期资本化比率（%）       | 52.61         | 54.58         | 53.29         |

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附四：基本财务指标的计算公式**

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                                 |
|------|------------------------------------|
| AAA  | 受评主体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   | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 受评主体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  | 受评主体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   | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|    |                 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势       |
| 负面 | 表示评级有下降趋势       |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变      |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。