



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪095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

二零一五年五月十八日

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（2015）

发行主体	中国国际航空股份有限公司		
发行规模	一期：50 亿元	二期：5 年期品种：35 亿元	10 年期品种：15 亿元
存续期限	一期：2013/1/18-2023/1/18	二期：5 年期品种：2013/8/16-2018/8/16	10 年期品种：2013/8/16-2023/8/16
上次评级时间	2014/05/16		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

中国国航	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	536.54	579.43	594.72	614.24
总资产（亿元）	1,854.18	2,053.62	2,096.43	2,106.94
总债务（亿元）	1028.36	1156.68	1188.60	1183.07
营业收入（亿元）	998.41	976.28	1,048.26	252.62
营业毛利率（%）	19.10	15.35	16.20	22.61
EBITDA（亿元）	196.52	183.98	195.71	--
所有者权益收益率（%）	10.06	6.33	7.15	3.09
资产负债率（%）	71.06	71.78	71.63	70.85
总债务/EBITDA（X）	5.23	6.29	6.07	--
EBITDA 利息倍数（X）	6.76	5.77	5.75	--
中航集团	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	599.50	640.96	669.43	689.92
总资产（亿元）	1,962.59	2,161.34	2,218.98	2,232.79
总债务（亿元）	1,012.68	1,140.84	844.97	810.45
营业收入（亿元）	1,020.65	998.14	1072.05	260.74
营业毛利率（%）	19.67	15.90	16.63	22.90
EBITDA（亿元）	199.73	187.49	203.00	--
所有者权益收益率（%）	8.81	5.55	6.66	2.81
资产负债率（%）	69.45	70.34	69.83	69.10
总债务/EBITDA（X）	5.07	6.08	4.16	--
EBITDA 利息倍数（X）	6.66	5.66	6.61	--

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

基本观点

2014 年航空运输业总体保持稳定增长，货运市场稳步恢复，市场竞争程度和航空市场量升价跌态势有所缓和。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”）运力投放增加，业务保持稳定增长，各项运营指标表现良好，行业地位稳固，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、行业竞争加剧、汇率波动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航主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定；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**。

正 面

- 持续推进枢纽网络战略。截至 2014 年 12 月 31 日，公司经营的客运航线条数达到 322 条，较上年增加 24 条；其中国内航线 225 条，国际航线 82 条，地区航线 15 条，日趋完善的航线结构有利于提升公司的竞争力。
- 运输量稳步增长，运营效率稳定。2014 年公司运力持续投放，运输周转量稳步增长，旅客周转量达 1,546.84 亿客公里，同比增长 8.96%，同期公司客座率、运载率分别为 79.89% 和 56.08%，业务稳步增长，运营效率保持稳定。
- 偿债能力极强。2014 年，公司资产负债率在行业内处于较低水平为 71.63%，且近年来基本保持稳定，整体资本结构表现稳健。公司各项偿债指标表现优异，偿债能力极强。

关 注

- 宏观经济波动风险。航空运输业是与宏观经济发展密切相关的行业，国民收入水平在一定程度上影响国民出行频率及选用的交通工具。在目前国内经济景气度下滑的环境下，或将对公司的财务状况和经营业绩造成不利影响。

分析师

耿涛 tgeng@ccxr.com.cn

许家能 jhxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月18日

- 行业竞争风险。2013年以来，民航局引导支持航空公司实施差异化发展战略，明确扶持低成本航空和支线航空公司，国内低成本航空的进入将进一步加剧国内市场的竞争。
- 汇率波动风险。公司拥有大量的外币金融负债和外币金融资产，在汇率波动的情况下，折算产生的汇兑损益金额较大；同时，汇率波动还会影响公司飞机、航材、航油等来源于境外的采购成本及境外机场起降费等成本的变动，从而对公司业绩造成一定影响。
- 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。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

基本分析

我国航线网络日益丰富，航空运输业机队规模快速扩大，国内航空运力继续增长，但受市场竞争和需求增长放缓的影响，行业客货收益仍有所下滑。

2014年，国际经济温和复苏，中国经济增速持续放缓。全球航空客运市场保持增长，货运市场稳步恢复。虽然油价下降缓解了运营成本压力，但行业竞争加剧、需求增速相对放缓及汇率波动仍给航空业带来诸多挑战。

2014年1~11月，我国民航运输总周转量683.85亿吨公里，同比增长11.1%，增速较上年同期增长0.8个百分点。其中旅客周转量为5,801.81亿人公里，同比增长11.6%；货邮周转量为168.74亿吨公里，同比增长8.8%。分航线看，2014年1~11月，国内航线运输总周转量为465.37亿吨公里，同比增长10.0%，增速较上年同期下降1.2个百分点；国际航线运输总周转量为218.48亿吨公里，同比增长13.5%，增速较上年同期上升5.2个百分点。

图1：2010~2014.11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。2005~2013年，我国定期航班航线由1,257条增加至2,876条，年均复合增长率达到10.90%。其中国内航线由1,024条增加到2,449条，年均复合增长率为11.52%；国际航线由233条增至427条，年均复合增长率为7.87%。同期，按重复距离计算的航线里程增加361.72万公里，按不重复距离计算的航线里程增加210.8万公里，年均复合增长率分别为11.14%和9.42%。

表1：2005~2013年我国民航航线变化情况

航线概况	2005年	2013年	增量	年均复合增长
航线条数（条）	1,257	2,876	1,619	10.90%
国内航线	1,024	2,449	1,425	11.52%
其中：港澳台航线	43	107	64	12.07%
国际航线	233	427	194	7.87%
按重复距离计算的航线里程（万公里）	272.5	634.22	361.72	11.14%
国内航线	162.3	440.57	278.27	13.30%
其中：港澳台航线	6.3	17.49	11.19	13.61%
国际航线	110.1	193.65	83.55	7.31%
按不重复距离计算的航线里程（万公里）	199.8	410.60	210.8	9.42%
国内航线	114.3	260.29	145.99	10.83%
其中：港澳台航线	6.1	16.84	10.74	13.53%
国际航线	85.6	150.32	64.72	7.29%

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来看，近年来，我国航空运输业机队规模快速扩大。截至2013年末，民航全行业运输飞机期末在册架数2,145架，同比增加204架，较2005年增加了1,115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，但距金融危机前的2007年尚有一定差距。2013年，全球航空运输业保持稳定增长，运输飞机平均日利用率上升至9.53小时，同比增加了0.38小时；正班客座率和正班载运率分别为81.1%和72.2%，较上年同期分别上升1.5和1.6个百分点。2014年1~11月，我国民航运输率较上年基本持平，运输飞机平均日利用率为9.5小时，同比下降0.1个百分点；正班客座率和正班载运率分别为81.7%和72.5%，较上年分别上升0.3%和0.2%。

2014年，国内航空运力同比继续增长，航空公司在保证客座率和载运率的前提下对票价及货邮运费作出不同程度的调整。受此影响，2014年国内航空运输业的收益品质继续下滑，前三大航空公司的平均客公里收益和货运吨公里收益均有所降低，但降幅较上年有所下降。

表 2：2014 年三大航空公司收益变化

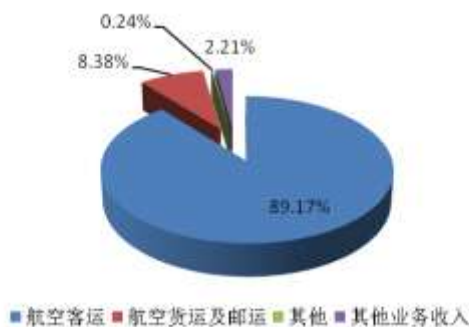
公司	单位：元			
	客公里收益	同比变化	货运吨公里	同比变化
中国国航	0.60	-1.93%	1.54	-1.70%
南方航空	0.58	-1.69%	1.42	-4.05%
东方航空	0.60	0.13%	1.54	-1.37%

资料来源：上述公司定期报告，中诚信证评整理

中国国航运力投放逐年增加，业务保持稳定增长，各项运营指标表现良好，行业地位稳固，体现了很强的抗风险能力。

2014年，中国国航实现营业收入1,048.26亿元，同比增加7.37%，包括主营业务收入1,025.07亿元，其他业务收入23.19亿元，其中，航空客运和航空货运及邮运为公司的核心主业，分别实现营业收入934.71亿元和87.86亿元，分别占营业收入的89.17%和8.38%。分区域看，2014年公司来自中国大陆的主营业务收入为646.25亿元，占主营业务收入的63.05%。

图2：2014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，2012~2014年，中国国航每年共有飞机数量分别为461架、497架和540架，三年年均复合增长率为5.42%。2014年全年公司引进飞机67架，退出飞机24架，随着飞机的引进更新，公司飞机的平均机龄较上年同期的6.33年下降至6.08年。分类来看，截至2014年末公司机队中自有飞机237架、融资租赁155架、经营租赁148架。根据公司规划，2015~2016年，公司计划继续引进142架飞机。

表 3：2012~2014 年中国国航机队建设情况

	2012	2013	2014
飞机数量（架）	461	497	540
平均机龄（年）	6.54	6.33	6.08

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 4：2014 年末中国国航机队情况

机型	2014			
	自有	融资租赁	经营租赁	合计
空客客机	97	93	66	256
波音客机	129	60	74	263
货机	10	2	0	12
公务机	1	0	8	9
合计	237	155	148	540

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。2012~2014年，公司飞行公里数分别为9.16亿公里、9.80亿公里和10.73亿公里，三年年均复合增长率为5.41%；航班数量分别为51.17万个、53.75万个和57.23万个，三年年均复合增长率为3.80%。

2014年，公司在枢纽网络建设方面取得了新的进展，北京枢纽通过新开北京-华盛顿、维也纳（巴塞罗那）、仰光、济州等国际航线，拓展网络覆盖；上海门户新开上海-慕尼黑远程航线，直达欧洲的通航点增至4个，日本、台湾地区经上海至欧洲往返14条航线的国际中转实现通程登机；成都区域枢纽新开经昆明至仰光国际航线以及成都-伊宁/榆林等国内航线，增投部分基地独飞航线。2014年，公司围绕北京、成都、上海新开国际、国内航线共16条，每周可衔接起止航点对数达到5,294个，同比增加294个。截至2014年末，公司经营的客运航线条数达到322条，同比增加24条，其中国际航线82条，地区航线15条，国内航线225条；通航国家（地区）32个，通航城市159个，其中国际53个，地区3个，国内103个。当年公司客运可用座位公里达到1,936.31亿可用座位公里，同比增加10.22%，其中国际航线609.72亿可用座位公里，同比增加17.50%；国内航线1,231.47亿可用座位公里，较上年上升6.71%。

表 5：2012~2014 年中国国航运输能力及效率情况

	2012	2013	2014
飞机总数（架）	461	497	540
飞行公里数（亿公里）	9.16	9.80	10.73
飞机日利用率（小时）	9.61	9.57	9.57
航班数量（万个）	51.17	53.75	57.23
客座率（%）	80.41	80.81	79.89
货运载运率（%）	59.14	57.89	56.08

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014年，公司客运业务保持稳定增长态势，当年公司完成旅客周转量1,546.84亿收入客公里，同比增长8.96%，其中国内航线完成1,001.00亿收入客公里，同比增长6.11%，运送旅客6,937.17万人次，同比增加5.18%，客座率81.28%，同比减少0.46个百分点，客公里收益较上年同期下降1.69%至0.62元；国际航线完成475.95亿收入客公里，同比增长14.65%，客座率同比下降1.94个百分点至78.06%，收益水平为0.53元，同比下降2.03%。

表 6：2012~2014 年中国国航航空客运业务情况

	2012	2013	2014
收入客公里（亿）	1,297.73	1,419.68	1,546.84
乘客人数（万人）	7,241.58	7,767.69	8,300.96
客座率（%）	80.41	80.81	79.89
客公里收益（元）	0.69	0.62	0.60

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

货运业务方面，2014年公司投入101.48亿可用货运吨公里，同比增加17.13%，增幅较上年上升14.79个百分点，其中国际航线可用货物运力同比增长20.91%，国际航线货运运力占总体货运运力的66.58%。从经营业绩看，2014年公司收入货运吨公里为56.91亿，同比增长13.47%，其中国际航线同比增长17.73%至41.16亿；全年运送货物及邮件155.29万吨，同比增长6.60%；货邮运载率为56.08%，同比减少1.81个百分点，货运公里收入为1.54元，同比下降1.70%，降幅较上年减少5.4个百分点。

表 7：2012~2014 年中国国航货运业务情况

	2012	2013	2014
收入货运吨公里（百万）	5,006.72	5,015.33	5,691.05
货物及邮件（万吨）	146.09	145.68	155.29
货运载运率（%）	59.14	57.89	56.08
货运吨公里收益（元）	1.69	1.57	1.54

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 8：2014 年我国三大航空公司部分经营数据

	国航	东航	南航	全行业 1~11月
飞机总数（架）	540	515	612	-
运输总周转量（亿吨公里）	194.38	161.22	197.80	683.85
旅客周转量（亿客公里）	1,546.84	1,277.50	1,666.29	5,801.81
货邮周转量（亿吨公里）	56.91	48.02	50.56	168.74
客座率（%）	79.89	79.55	79.40	81.70
飞机日利用率（小时）	9.57	-	-	9.53

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2014年公司运力投放有所增加，业务保持稳定增长，各项运营指标表现良好，行业地位稳固，体现了很强的抗风险能力。但仍需关注国内经济增速放缓对未来中国国航各项业务的影响。

财务分析

以下财务分析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2012年度合并审计报告、经毕马威华振会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2013、2014年度合并审计报告，以及未经审计的2015年一季度财务报表。

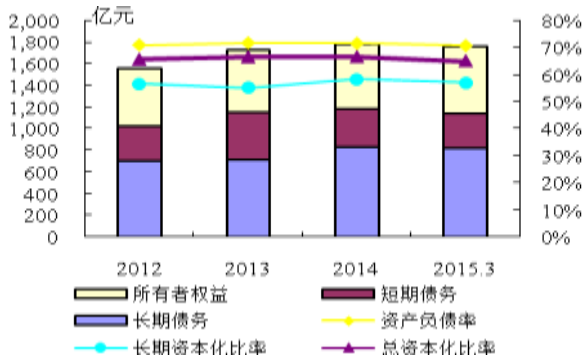
资本结构

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2014年12月31日，公司资产总额为2,096.43亿元，同比增长2.08%；负债总额1,501.71亿元，较上年增加1.87%。净资产方面，随着近年来利润的不断累积，公司所有者权益（含少数股东权益）不断增加，2014年，公司所有者权益为594.72亿元，同比增长2.64%。进入2015年，公司继续优化客货机队结构，固定资产规模和总资产规模持续增长。截至2015年3月末，公司资产总额增长至2,106.94亿元，负债总额1,492.70亿元，所有者权益规模扩大至614.24亿元。

财务杠杆方面，2014年公司资产负债率和总资本化比率分别为71.63%和66.65%，较上年同期分别下降0.15和上升0.03个百分点。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程度较高，财务结构稳健性有待提升，但与同行业其他上市公司相比，公司资产负债率处于较低水平，财务结构处于相对良好水平。进入2015年，公司继续优化财务结构，截至2015年3月，公司资产负债率和总资本化比率分别下降至70.85%和65.82%。

图 3：2012~2015.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

表 9：2012~2014 年国内主要航空公司资产负债率

公司	2012	2013	2014
中国国航	71.06%	71.78%	71.63%
南方航空	72.21%	74.44%	76.66%
东方航空	83.99%	80.91%	81.97%
海南航空	74.21%	75.29%	73.99%

资料来源：上述公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构看，截至2014年末，公司长期债务为836.66亿元，短期债务为351.95亿元，长短期债务比较上年同期的0.62下降至0.46，公司债务以长期债务为主，债务期限结构较为合理，符合公司的经营特点和资金安排。截至2015年3月末，公司长短期债务比较上年末小幅下降至0.38，债务结构进一步得到优化。

图 4：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



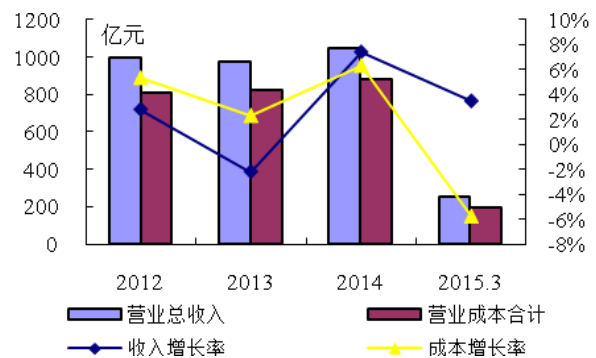
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，但从行业对比来看仍处于相对较低水平，公司现有以长期债务为主的债务期限结构较为合理，资本结构较为稳健。

盈利能力

2014年虽然行业竞争加剧、需求增速相对放缓及汇率波动仍给航空也带来诸多挑战，但当年油价下降缓解了公司经营的成本压力，同时公司优化生产组织，推进枢纽网络战略，强化成本管理，主营业务盈利能力持续增强，截至2014年末，公司实现营业收入1,048.26亿元，同比增长7.37%。2015年1季度末，公司累计实现营业收入252.62亿元，较上年同期增长3.45%。

图 5：2012~2015.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，2014年油价下降缓解了公司的成本压力，同时，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0.45元，同比降低3.57%；每可用吨公里的营业成本为3.18元，同比降低5.67%，从而带动公司毛利水平提高，2014年公司营业毛利率为16.20%，较上年同期的15.35%上升了0.85个百分点。2015年第一季度，公司提高生产效率，优化机型航线结构，同时航空油料价格同比大幅下降，致使当期公司营业毛利率有所提升。截至2015年3月末，公司营业毛利率为22.61%。

表 10: 2012~2014 年国内主要航空公司经营数据

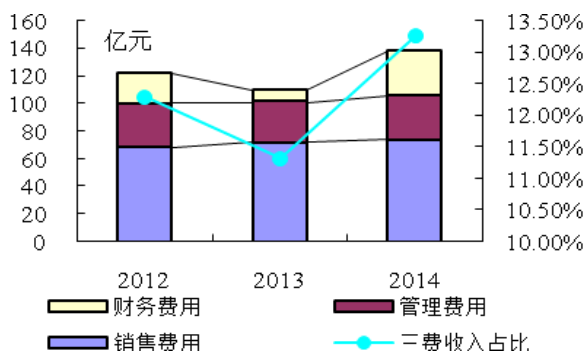
单位: 亿元、%

公司	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
中国国航	998.41	19.10	976.28	15.35	1,048.26	16.20
南方航空	1,014.83	15.32	981.30	11.28	1,083.13	12.15
东方航空	864.09	12.58	881.09	8.69	897.46	11.26
海南航空	288.68	25.32	302.31	21.43	360.44	23.14

资料来源: 上述公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2014年公司期间费用合计为138.93亿元, 同比增加25.74%。其中, 销售费用为74.34亿元, 同比上升3.26%, 主要是受销售人员薪酬和电脑订座费增加的影响。管理费用为32.18亿元, 同比增加4.71%, 主要是由于雇员增加、管理系统维护等带来的综合成本上升。财务费用为32.41亿元, 同比大幅上升317.23%, 其中, 汇兑净损失为3.60亿元, 主要是受2014年人民币兑美元贬值的影响, 而上年同期为汇兑净收益19.38 亿元; 此外, 当年财务性利息支出为29.40亿元, 同比增加2.54亿元, 主要原因是带息负债规模增加, 国内美元融资成本上涨。2014年由于公司期间费用规模有所扩大, 期间费用占营业收入比重上升至13.25%。

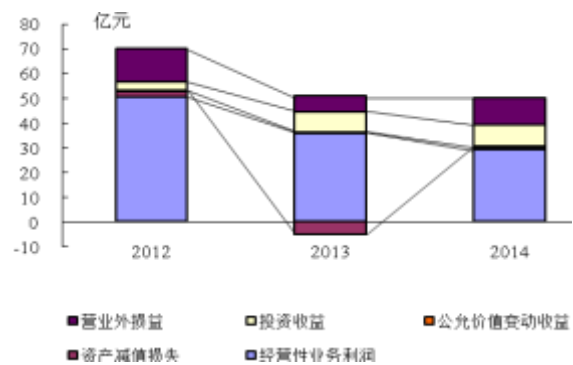
图6: 2012~2014年公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2014年, 公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成, 其中经营性业务利润为29.03亿元, 同比降低19.90%, 但仍为公司利润总额的最主要构成; 营业外损益为11.01亿元, 同比增加76.38%, 主要来自政府部门给予的用于支持航空业务发展的补贴收入及企业扶持金。2014年公司共实现利润总额50.18亿元, 同比增加9.48%, 增加部分主要来自于政府补贴。

图7: 2012~2014年公司利润总额分析



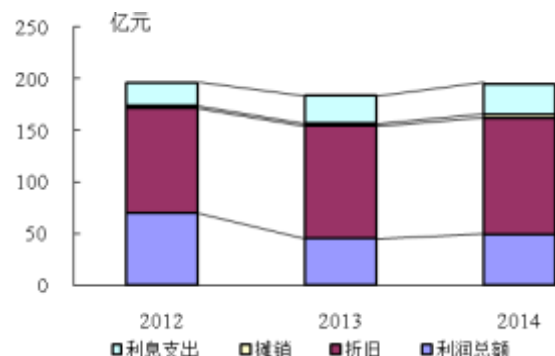
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2014年全球航空客运市场保持增长, 货运市场稳步恢复, 且油价下降缓解了公司经营的成本压力, 当年公司收入规模稳步增长, 同期, 公司加强成本管理, 整体盈利能力有所提高, 并实现了利润总额的不断累积。但由于公司拥有大量的外币金融负债和资产, 需关注汇率波动对公司盈利的影响。

偿债能力

由于公司资产的购置和更新需求规模较大, 资本支出规模逐年增加, 负债规模逐年上涨, 2014年公司总债务规模为1,188.60亿元, 同比增长2.76%, 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高。

图8: 2012~2014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、折旧和利息支出是公司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, 2014年公司EBITDA为195.71亿元, 同比增加6.38%; 现金流方面, 受业务模式影响, 公司始终保持极强的经营现金获取能力, 2014年公司经营

活动净现金流为175.23亿元，同比增长0.50%。总体来看，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。2014年公司经营状况良好，盈利能力有所提升，各项偿债指标表现较为稳定。当年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为6.07和5.75倍，与上年基本持平；经营活动净现金/利息支出和经营活动净现金/总债务分别为5.14和0.15，较上年略微有所下降。虽然公司EBITDA规模近年略有波动，但EBITDA对总债务及利息支出的保障程度良好，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 11：2012~2014 年公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	706.23	716.16	836.66
总债务（亿元）	1,028.36	1,156.68	1,188.60
资产负债率（%）	71.06	71.78	71.63
总资本化比率（%）	65.71	66.62	66.65
EBITDA（亿元）	196.52	183.98	195.71
EBITDA 利息倍数（X）	6.76	5.77	5.75
总债务/EBITDA（X）	5.23	6.29	6.07
经营活动净现金/利息支出（X）	4.27	5.47	5.14
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.15	0.15

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2014年末，公司控股子公司深圳航空有限责任公司为员工房屋按揭银行借款及飞行学员学费的担保金额分别为4.12亿元和2.26亿元；公司为控股子公司中国国际货运航空有限公司提供总额为4.06亿美元的担保，公司对外担保金额较小，由此引致的或有负债风险较小。

融资弹性方面，公司与金融机构有良好的合作关系，截至2014年末，公司（母公司口径）获得中国多家银行提供的总额为1,103.96亿元的授信额度，其中未使用授信余额780.41亿元，备用流动性充裕，对公司整体偿债能力形成有效补充。

总的来看，公司财务结构较为稳健，2014年公司经营业绩稳定，收入规模稳步提升，盈利能力较上年有所提高；且良好的获现能力保证了公司极强的偿债能力。但考虑到未来公司购置飞机等资本支出规模仍然加大，未来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，作为中航集团最重要的子公司，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。2014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。2014年，中航集团共实现营业收入1,072.05亿元，其中航空运输及服务收入为1,028.79亿元，占比达到95.96%，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、酒店物业、广告业务、物业管理对集团收入规模形成一定补充，2014年分别实现收入10.98亿元、2.81亿元、2.57亿元和2.51亿元，合计占比营业收入比为1.76%。

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2012年度合并审计报告，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、2014年度合并财务报告。

从资本结构来看，集团近年来加大了飞机采购力度，资产规模有所增长，截至2014年12月31日，中航集团资产总额达到2,218.98亿元，所有者权益达到669.43亿元。进入2015年，集团继续优化旗下客货机队结构，固定资产规模和总资产规模持续增长，另截至2015年3月末，集团资产总额增至2,232.79亿元，负债总额1,542.87亿元，所有者权益规模扩大至689.92亿元。

财务杠杆方面，虽然集团对外部融资存在一定的依赖程度，但近年来其经营利润逐年累计，集团资产负债率和总资本化比率较为稳定。2014年集团资产负债率和总资本化比率分别为69.83%和55.80%。进入2015年，集团继续优化财务结构，截至2015年3月末，集团资产负债率和总资本化比率分别下降至69.10%和54.02%。

图 9：2012~2015.Q1 集团资本结构分析

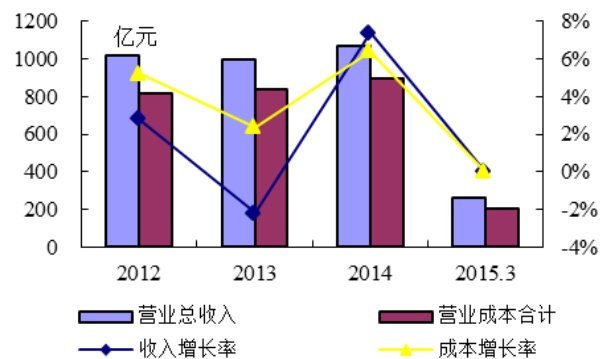


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，民航运输业一直是集团最核心的收入来源，2014年集团实现营业收入1,072.05亿元，其中民航运输业务占比达到95.96%。当年民航运输业务稳定增长，集团主营业务盈利能力大幅增强，2014年集团收入规模较上年同比上升7.40%。另截至2015年3月末，集团共累计实现营业收入260.74亿元。

毛利率方面，受燃油价格下跌缓解集团民航业务的成本压力的影响，2014年集团营业毛利率较上年提升0.8个百分点至为16.63%，整体盈利能力和抗风险能力极强，当年实现净利润44.61亿元。另截至2015年3月末，集团营业毛利率为22.90%，当期实现净利润19.36亿元。

图 10：2012~2015.Q1 集团收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力来看，近年来由于集团优化客货机对结构及资产收购等资本支出规模较大，负债规模逐年上升，2014年集团总负债规模为1,549.55亿元。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，体现出集团很强的抗风险能力。2014年，集团总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为4.16倍和6.61倍。

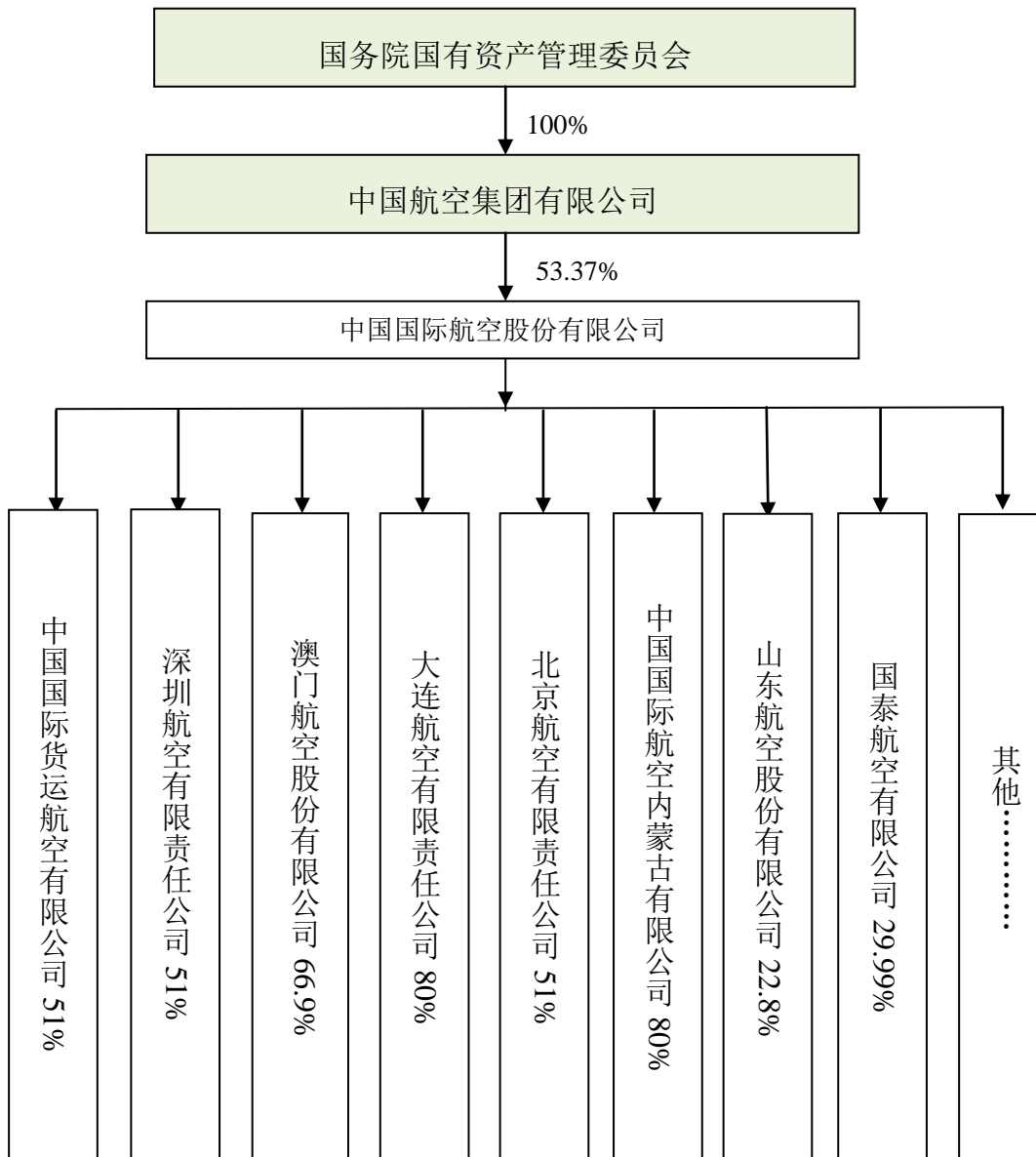
或有负债方面，截至2014年12月31日，中航集团累计对外担保金额较小，占期末净资产（不含少数股东权益）比重很低，或有风险相对可控。

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

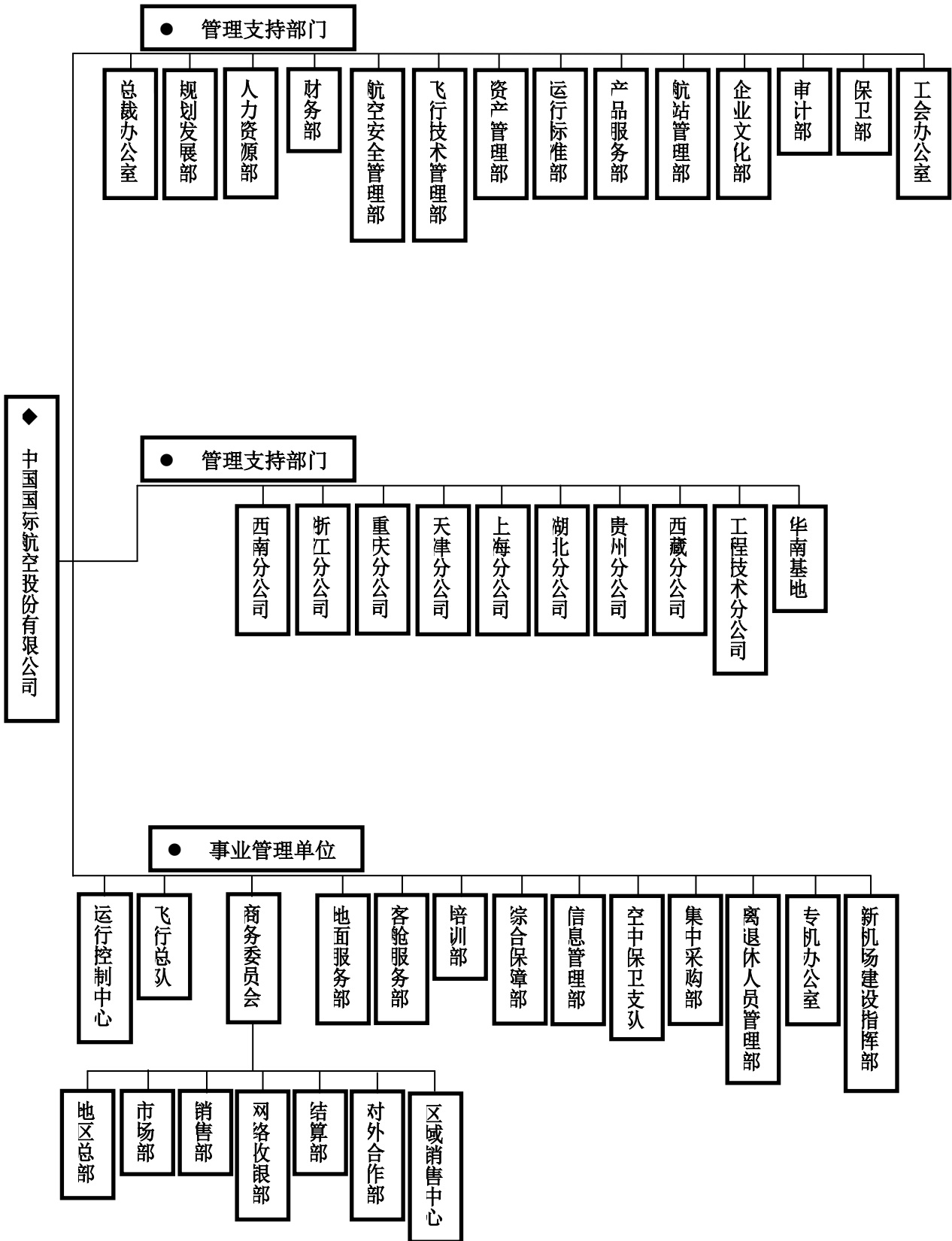
附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



注：1、上述图表仅罗列中国国际航空股份有限公司主要子公司、参股公司。

2、中国航空集团有限公司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组织架构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



资料来源：《国航 2014 年社会责任报告》，中诚信证评整理

附三：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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	1,259,088.40	1,550,767.70	973,455.70	903,796.90
应收账款净额	296,715.00	310,058.40	298,420.90	340,960.10
存货净额	110,504.80	104,461.70	110,017.90	111,678.70
流动资产	2,114,101.70	2,542,561.10	2,049,005.90	1,951,588.50
长期投资	1,494,772.30	1,598,780.80	1,345,822.70	1,367,447.20
固定资产合计	14,191,812.70	15,600,750.50	16,640,446.10	16,783,490.20
总资产	18,541,845.20	20,536,188.30	20,964,286.90	21,069,397.90
短期债务	3,221,259.60	4,405,231.80	3,519,462.30	3,255,849.50
长期债务	7,062,336.30	7,161,567.30	8,366,552.50	8,574,858.60
总债务(短期债务+长期债务)	10,283,595.90	11,566,799.10	11,886,014.80	11,830,708.10
总负债	13,176,437.70	14,741,889.00	15,017,124.50	14,926,965.10
所有者权益(含少数股东权益)	5,365,407.50	5,794,299.30	5,947,162.40	6,142,432.80
营业总收入	9,984,055.10	9,762,825.30	10,482,568.30	2,526,151.30
三费前利润	1,733,829.10	1,467,408.90	1,679,641.60	566,628.30
投资收益	34,500.10	82,508.70	87,715.60	19,039.50
净利润	539,655.30	366,993.20	424,992.60	189,510.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,965,225.30	1,839,758.80	1,957,085.10	--
经营活动产生现金净流量	1,241,882.00	1,743,611.60	1,752,285.10	590,275.10
投资活动产生现金净流量	-1,477,427.60	-2,063,807.10	-1,031,315.80	-354,692.30
筹资活动产生现金净流量	-110,511.90	644,292.10	-1,231,806.90	-322,719.30
现金及现金等价物净增加额	-351,846.60	297,388.70	-510,184.30	-87,655.70
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	19.10	15.35	16.20	22.61
所有者权益收益率(%)	10.06	6.33	7.15	3.09
EBITDA/营业总收入(%)	19.68	18.84	18.67	--
速动比率(X)	0.36	0.35	0.32	0.32
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.15	0.15	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	0.39	0.40	0.50	0.18
经营活动净现金/利息支出(X)	4.27	5.47	5.14	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.76	5.77	5.75	--
总债务/EBITDA(X)	5.23	6.29	6.07	--
资产负债率(%)	71.06	71.78	71.63	70.85
总资本化比率(%)	65.71	66.62	66.65	65.82
长期资本化比率(%)	56.83	55.28	58.45	58.26

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

附四：中国航空集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	1,419,936.10	1,695,203.04	1,096,175.10	1,014,082.67
应收账款净额	349,104.96	322,000.93	323,430.39	382,338.06
存货净额	145,409.31	134,980.36	140,143.34	141,614.50
流动资产	2,309,161.43	2,651,621.07	2,253,227.31	2,233,377.16
长期投资	1,820,035.80	1,942,052.08	1,816,772.67	1,840,915.35
固定资产合计	14,677,586.91	16,120,459.15	17,089,998.41	17,224,572.46
总资产	19,625,942.21	21,613,366.34	22,189,803.89	22,327,879.46
短期债务	2,922,359.60	4,097,031.80	3,485,312.30	3,169,674.50
长期债务	7,204,420.93	7,311,341.58	4,964,430.52	4,934,810.22
总债务(短期债务+长期债务)	10,126,780.53	11,408,373.38	8,449,742.82	8,104,484.72
总负债	13,630,940.28	15,203,720.15	15,495,503.70	15,428,680.84
所有者权益(含少数股东权益)	5,995,001.93	6,409,646.19	6,694,300.19	6,899,198.62
营业总收入	10,206,539.96	9,981,398.86	10,720,489.01	2,607,388.21
三费前利润	1,823,930.23	1,547,184.11	1,760,422.95	590,106.28
投资收益	47,440.15	91,111.37	130,342.05	24,204.88
净利润	528,408.84	355,835.42	446,147.96	193,557.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,997,301.29	1,874,922.33	2,029,970.60	362,667.70
经营活动产生现金净流量	1,298,124.73	1,712,499.04	1,782,806.11	556,362.52
投资活动产生现金净流量	-1,585,782.20	-2,096,406.71	-1,159,961.41	-320,964.19
筹资活动产生现金净流量	18,528.40	726,175.13	-1,157,787.86	-316,793.87
现金及现金等价物净增加额	-274,728.33	313,894.35	-533,415.28	-82,942.42
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	19.67	15.90	16.63	22.90
所有者权益收益率(%)	8.81	5.55	6.66	2.81
EBITDA/营业总收入(%)	19.57	18.78	18.94	-
速动比率(X)	0.37	0.35	0.33	0.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.15	0.21	0.27
经营活动净现金/短期债务(X)	0.44	0.42	0.51	0.70
经营活动净现金/利息支出(X)	4.33	5.17	5.81	4.82
EBITDA 利息倍数(X)	6.66	5.66	6.61	-
总债务/EBITDA(X)	5.07	6.08	4.16	-
资产负债率(%)	69.45	70.34	69.83	69.10
总资本化比率(%)	62.81	64.03	55.80	54.02
长期资本化比率(%)	54.58	53.29	42.58	41.70

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附六：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。