



信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0250号

中国国际航空股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司“05国航债”和“12国航股MTN1”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“05国航债”和“12国航股MTN1”AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十四日

中国国际航空股份有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 中国国际航空股份有限公司

本次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	债券存续期	上次债项信用等级	本次债项信用等级
05 国航债	30	2005.9.7~2015.9.7	AAA	AAA
12 国航股 MTN1	60	2012.11.1~2019.11.1	AAA	AAA

注：“05 国航债”由中国农业银行股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任担保。

概况数据

中国国航	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	1,854.18	2,053.62	2,096.43	2,106.94
所有者权益(亿元)	536.54	579.43	594.72	614.24
总负债(亿元)	1,317.64	1,474.19	1,501.71	1,492.70
总债务(亿元)	1,028.36	1,156.68	1,188.60	1,183.07
营业总收入(亿元)	998.41	976.28	1,048.26	252.62
EBIT(亿元)	92.62	72.70	79.58	-
EBITDA(亿元)	196.52	183.98	195.71	-
经营活动净现金流(亿元)	124.19	174.36	175.23	59.03
营业毛利率(%)	19.10	15.35	16.20	22.61
EBITDA/营业总收入(%)	19.68	18.84	18.67	-
总资产收益率(%)	5.16	3.72	3.84	-
资产负债率(%)	71.06	71.78	71.63	70.85
总资本化率(%)	65.71	66.62	66.65	65.82
总债务/EBITDA(X)	5.23	6.29	6.07	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.76	5.77	5.75	-

中国农业银行	2012	2013	2014
资产总额(亿元)	132,443	145,621	159,742
净营业收入(亿元)	4,217	4,603	5,078
净利润(亿元)	1,451	1,663	1,795
平均资本回报率(%)	20.72	20.83	19.13
不良贷款率(%)	1.33	1.22	1.54
资本充足率(%)	12.61	11.86	12.82

注1：中国国航2012~2014年及2015年一季度财务报告根据新会计准则编制；将长期应付款以及应付融资租赁款调整至长期借款；将被划分为持有待售的固定资产调整至其他流动资产。

注2：中国农业银行数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径；2013年和2014年资本充足率根据《商业资本管理办法（试行）》等相关规定计算，与之前数据不具有可比性，特此说明。

分析师

项目负责人：关玥 yguan@ccxi.com.cn

项目组成员：马康达 kdma@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014年6月24日

基本观点

中诚信国际维持中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）AAA 的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“05 国航债”和“12 国航股 MTN1”AAA 的债项信用等级。

2014 年，公司整体运力投放及运量保持增长，运营效率保持平稳，公司仍保持了突出的行业地位；此外，对集团内各航空公司的深度融合也进一步提高了公司的综合竞争力。同时，中诚信国际也关注到公司盈利水平波动较大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。此外，中诚信国际也考虑了“05 国航债”担保主体中国农业银行股份有限公司极强的担保实力。

优势

- **继续维持突出的行业地位。**公司是国内三大航空公司中唯一载国旗的航空公司，行业地位非常突出。
- **运力供给持续提升，运输业务稳步增长。**2014 年末，公司运输能力达 276.16 亿吨公里，同比增长 12.67%，庞大的机队规模确保了公司具备很强的运输能力。2014 年，公司实现旅客周转量 1,546.84 亿客公里，同比增长 8.96%，货运周转量 56.91 亿吨公里，同比上涨 13.47%。
- **深化融合子公司，综合竞争力持续提升。**2014 年中国国航进一步深化融合集团内各航空公司间在联合采购和常旅客等领域的合作，促进协同效应的发挥，提升公司综合竞争力。此外，公司还与内蒙古国有资产运营有限公司共同筹建内蒙古航空，区域市场影响力不断增强。

关注

- **资源瓶颈制约发展。**北京和成都作为公司的枢纽机场，时刻资源逐渐趋于饱和，同时，飞行和机务专业人员等保障资源的的增长与机队发展之间存在一定程度上的矛盾。未来公司将面临一定的资源发展瓶颈。
- **盈利水平波动较大。**航油价格、汇率走势、行业竞争、宏观经济增速等因素对公司盈利能力影响极大，经营性业务利润由 2013 年的 36.25 亿元下降至 2014 年的 29.03 亿元。2015 年一季度，公司经营性业务利润上升至 20.91 亿元。
- **公司面临一定的资金压力。**公司未来几年仍将面临飞机购置等所带来的大量资本支出，公司有一定的资金压力。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在公司债务融资工具及债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

基本分析

航空运量需求增速有所回升，受高铁分流及“三公”消费限制升级等因素影响，客运运量需求增长动力略显不足，货运市场持续向好

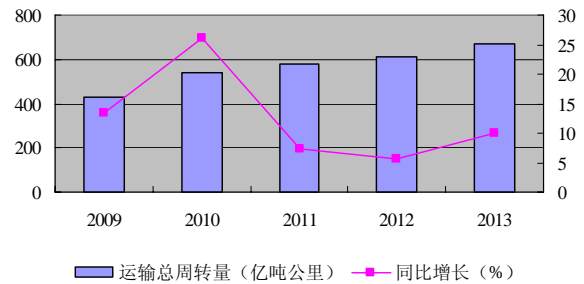
从行业发展阶段来看，目前中国民航运输业尚处于成长期。2014年，民航旅客运输周转量占国内全部旅客运输周转量的21.05%，货物运输周转量仅占国内全部货物运输周转量的0.10%，均较2013年有所提高，但仍远低于发达国家平均水平。

从行业需求角度来看，2013年以来，在我国经济增长的带动下，航空运输市场整体进入缓慢复苏通道，2013年，全行业完成运输总周转量671.72亿吨公里，比上年增加61.40亿吨公里，增长10.1%，其中，货运市场扭转了2012年以来的负增长趋势，开始企稳回升，2013年货邮周转量170.29亿吨公里，比上年增加6.40亿吨公里，增长3.9%；同时客运市场也在稳步增长，2013年旅客周转量501.43亿吨公里，比上年增加55.00亿吨公里，增长12.3%。从国内、国际航线看，2013年，国内航线完成运输周转量461.05亿吨公里，比上年增加45.21亿吨公里，增长10.9%，其中港澳台航线完成14.23亿吨公里，比上年增加0.56亿吨公里，增长4.1%；国际航线完成运输周转量210.68亿吨公里，比上年增长16.19亿吨公里，增长8.3%。总体来看，2013年航空运输业增速相比2012年有所提升。同时，随着全球经济开始进入复苏通道，国际航线市场需求有所改善，国际客运市场保持需求强劲的增长态势。长期来看，在我国经济持续增长，人均收入水平提高和消费升级的带动下，国内航空客、货运市场有望持续稳定增长。

2014年1~11月，全行业完成运输总周转量683.85亿吨公里，同比增长11.1%，较2013年同期上

升0.8个百分点。其中，旅客周转量完成5,801.81亿人公里，同比增长11.6%，较2013年同期下降1.1个百分点；货邮周转量完成168.74亿吨公里，同比增长8.8%，较2013年同期上升5.8个百分点，货运市场持续向好。

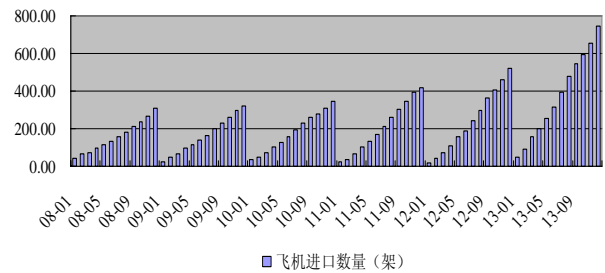
图1：2009年~2013年民航总周转量及同比增长率



资料来源：中国民用航空局

从行业供给角度来看，2011年以来随着先前订单的逐步到位，我国进口飞机数量增速较快，2013年我国共进口飞机超过700架，较2012年增加200架左右；我国运输机队规模从2008年的1,259架增加到2013年末的2,145架。根据目前各航空公司购买飞机的计划来看，预计未来我国飞机进口量仍将保持一定增速。

图2：2008年~2013年我国飞机进口情况

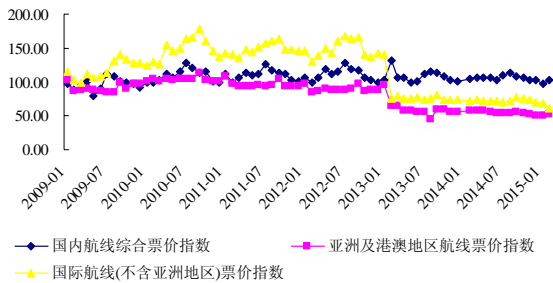


资料来源：中国民用航空局

从行业运营效率来看，2013年，受禽流感短暂冲击、“三公消费”限制升级以及高铁分流的影响，航空运输行业运量需求增长动力略显不足，各航空公司通过采取“降价保量”的方式维持较高的客座率及载运率，以保证自身盈利能力。2013年，客座率和载运率累计分别为81.1%和72.2%，仍然保持在较高水平。2014年1~11月，客座率及载运率分别为81.7%和72.5%，保持较高水平。但同时中诚信国际

也关注到未来长期的降价策略将对航空公司盈利产生一定不利影响。

图3:2009~2015年2月航空票价指数走势



资料来源: wind 资讯, 中诚信国际整理

总体来看, 未来我国航空运输行业运力和需求的同步增长将使得中国航空业保持良好的发展态势。同时中诚信国际也将继续关注航空运力增长、需求结构变化以及日益激烈的竞争环境对我国航空业发展的影响。

2014 年以来航油价格下降明显, 航空公司成本压力有所缓解, 但整体上国际油价和汇率波动性较大, 市场不稳定因素增多

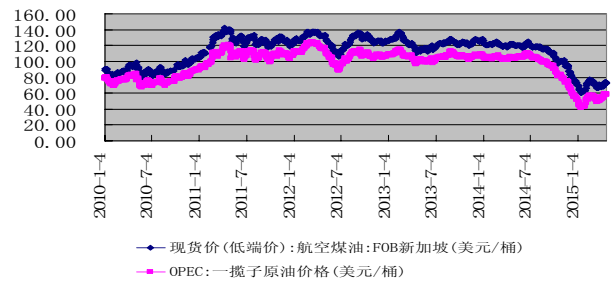
航油成本是航空公司的主要成本, 占航空公司运营总成本的 30%~50%, 航油价格的波动给航空公司运营造成较大的影响。2014 年, 国际经济温和复苏, 中国经济增速持续放缓。全国航空客运市场保持增长, 货运市场稳步恢复。虽然油价下跌在一定程度上缓解了运营成本压力, 但行业竞争加剧、需求增速相对放缓、不确定的油价和汇率波动给航空业带来诸多挑战。

国内油价方面, 航油价格总体处于发改委控制之下。2011 年 7 月国家发改委明确航空煤油出厂价格逐步实行市场定价, 出厂价格按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则, 由供需双方协商确定。机制实行 3 年多以来, 运行十分平稳。自 2015 年 3 月份起, 国家发改委决定对国家进一步推进航空煤油出厂价格市场化改革, 即日起不再公布航空煤油进口到岸完税价格, 改由中石油、中石化、中海油和中航油集团公司按现行原则办法自行计算、确认。

2014 年下半年受美国页岩气革命和 2015 年 3

月下旬以来的中东地缘政治危机等因素的影响, 国际市场油价波动剧烈。根据近期国际市场油价变化情况, 2015 年 4 月 10 日国家发改委发布发改电【2015】151 号关于提高国内成品油价格的通知, 其中供交通、民航专项用户汽、柴油最高供应价格等额调整后的汽、柴油标准品最高供应价格每吨分别为 7,190 元和 6,230 元。

图 4: 2010 年~2015 年 4 月航空煤油现货价和一揽子原油价格走势



资料来源: wind 资讯, 中诚信国际整理

为进一步促进航空运输企业节能降耗, 有序推进国内民航旅客票价改革, 2015 年 3 月 24 日, 发改委【2015】571 号关于调整民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制基础油价的通知规定: 自 2015 年 4 月 1 日起, 将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格, 由现行每吨 4,140 元提高到每吨 5,000 元, 即国内航空煤油综合采购成本超过每吨 5,000 元时, 航空运输企业方可按照联动机制规定收取燃油附加。民航国内航线旅客运输燃油附加单位收取率等其他规定, 仍按照(发改价格【2009】2879 号)和(发改价格【2011】2219 号)执行。

随着境内及境外油价频繁的波动, 航空公司参与航油套期保值预计将再次被提上日程, 未来中诚信国际仍将持续关注航空运输企业签订航油套保合同的进展、期限结构及风险控制。

汇率风险方面, 2014 年以来, 人民币汇率贬值导致各大航空公司汇兑损失大幅增加。预计未来一段时间内人民币汇率走势将保持窄幅双向波动趋势, 受宏观经济及政府政策导向影响较大。此外, 2014 年美联储宣布退出量化宽松政策, 美元强势回

归，也将加剧人民币汇率波动，未来人民币汇率走势具有一定的不确定性，汇兑损益不可期，航空运输业将面临一定的汇率风险。

国家通过行业政策推动航空行业价格市场化改革，行业竞争加剧

2013年11月7日，民航局和发改委联合发布《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》，未来将对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制，航空公司可以以基准价为基础在上浮不超过25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家(含)以上航空公司共同经营的国内航线，旅客运输票价由实行政府指导价改为市场调节价。取消票价下浮幅度限制后，低成本航空公司可通过更低的票价抢占市场，但考虑到油价上涨以及购置飞机等资本支出的增加，各航空公司为了保证盈利水平，平均票价将保持在一定水平之上，该政策未来不会对目前航空运输行业产生较大影响，但表明了支持发展低成本航空的政策导向。

为进一步完善民航国内航空运输价格政策，2014年11月25日中国民用航空局和国家发改委联合发布《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》（民航发【2014】107号），自2014年12月15日起放开民航国内航线货物运输价格，进一步放开相邻省份之间与地面主要交通形成竞争的部分短途航线旅客运输票价，由现行政府指导价改为实行市场调节价。航空公司可以根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体价格水平。

总体来看，行业政策体现了国家对航空运输业发展的大力支持，有助于推动我国航空运输行业的健康发展。但同时中诚信国际也关注到我国航空运输行业竞争将不断加剧。

我国高速铁路建设将对航空运输业中短途市场形成竞争压力，“空铁联运”将有效推动高铁与航空运输协调发展

在我国航空运输业发展的同时，中诚信国际也看到近年国家大力投资高速铁路建设，这在中短途市场将加剧航空与高铁的竞争。根据铁路建设规划，到2015年，全国铁路营业里程将达到12万公里以上，高速铁路达到1.6万公里以上。到“十二五”末，铁路基本实现技术装备现代化，时速200公里及以上动车组将成为快速客运的主要装备，全路投入运营的动车组将达到1,500列以上。

从目前已投运的高铁对航空公司的影响来看，高铁开通不仅对航空旅客造成一定分流影响，同时也对航空公司票价产生了一定的抑制作用。高铁的运营将不可避免地对航空业带来冲击，据初步测算，1.6万公里的高铁全面贯通后将提供8~9亿人次的产能，航空业有30%左右的航线将与高铁发生正面冲突。根据国际经验，铁路在800公里以下的短途市场中占有绝对优势，而航空公司主要控制了800公里以上的长途市场，因此未来随着高速铁路网的逐渐建成，航空业在短途市场将面临较大的分流风险。

但从另一角度来看，高铁加速了经济活动的频度，对航空市场也有一定的推动作用。针对高铁分流情况，各航空公司通过实行“空铁联运”的方式增加高铁线路与航线的衔接点，与高铁形成上下联动，互利互惠的良好局面。此外，高铁的开通对航空公司票价也产生了一定的抑制作用，推动航空行业低成本高效运营，尤其推动了低成本航空公司发展。未来中诚信国际也将持续关注高铁网络的逐步搭建对航空运输业产生的后续影响。

从需求角度来看，2013年以来我国GDP增速降幅收窄，航空运量需求增速有所回升，长期来看，我国经济将转入次高速增长期，在人均收入水平提高和消费升级的带动下，航空需求有望稳定增长。从供给角度来看，国内航空公司运力总体保持较快增长，各航空公司飞机采购保持较大规模，新设航空公司政策逐渐放开，带动运力规模较快增长。总体来看，未来我国航空运输业总体供求格局将保持稳定，各航空公司资本结构及盈利能力不会发生明显变化，同时中诚信国际也将持续关注未来航油价

格及人民币汇率波动、航油套期保值方案实施情况、高铁网络的搭建以及飞机购置计划对航空运输行业的影响。

公司运力供给持续提升，机队结构不断优化，客运业务保持增长，货运业务稳步恢复

截至 2014 年底，公司机队共拥有 540 架飞机，平均机龄 6.08 年，其中客机 519 架，货机 12 架，公务机 9 架；机队中自置飞机 237 架，融资租赁 155 架，经营租赁 148 架。2015~2017 年，公司计划引进飞机（合并口径）66 架、38 架和 38 架，运力仍将保持较快增长，面临一定的资本支出压力。

表 1：截至 2014 年底公司机队情况

机型	飞机数量（架）			
	自置	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	-	12
公务机	1	-	8	9
合计	237	155	148	540

资料来源：公司年报

庞大的机队规模确保了公司具备很强的运输能力。随着国内航空客运市场需求的不断增长，公司总体运力保持增长态势，公司的飞机数量从 2012 年末的 461 架，增加至 2014 年末的 540 架。2014 年，公司的运输能力达到 276.16 亿吨公里，同比增长 12.67%；其中旅客运输能力达到 1,936.31 亿座位公里，同比增长 10.22%；货邮运输能力达到 101.48 亿吨公里，同比增长 17.13%。公司运力的大幅增长带动运量水平也稳步提升，总周转量从 2012 年的 165.74 亿吨公里上升至 2014 年的 194.38 亿吨公里。但由于航空运输行业周期性明显，对宏观经济走势的敏感度相对较高，随着我国宏观经济增速放缓、高铁分流以及运力快速增长等因素影响，2014 年公司综合载运率持续下滑至 70.39%。此外，中诚信国际也将持续关注未来运力快速增长对运营效率和盈利能力的影响。

表 2：公司 2012~2014 年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/日)	9.61	9.57	9.57
航班数量(万个)	51.17	53.75	57.23
总周转量(亿吨公里)	165.74	176.51	194.38
综合载运率(%)	72.00	72.02	70.39

注：含自置、融资租赁、经营租赁及澳门航空在册飞机。
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

航线网络方面，公司主要基地设立在北京首都国际机场，2014 年，中国国航在首都机场的市场份额占比位列第一，公司（含深圳航空）在北京枢纽时刻份额达 45% 以上（国内航空份额，不含外航），北京枢纽航班规模不断扩大，航线网络持续拓展。在大力建设北京运输枢纽中心的同时，中国国航还注意发展成都区域枢纽和上海门户机场的建设。2014 年，公司围绕北京、成都、上海新开国际、国内航线共 16 条，增加了一批国内干线和二、三线城市航班密度，每周可衔接起止航点对数达到 5,294 个，同比增加 294 个。2014 年，公司联程收入同比增长 5%。但同时，中诚信国际也关注到北京和成都作为公司的枢纽机场，时刻资源逐渐趋于饱和，未来公司将面临一定的资源发展瓶颈。

公司的客运业务包括国内、国际和地区（香港、澳门及台湾）客运服务，其中国内业务是传统优势业务。随着国际经济的复苏，公司国际航线优势逐渐显现。2014 年公司实现旅客周转量 1,546.84 亿客公里，同比增长 8.96%，增速持续放缓，其中国际航线上涨 14.65%，国内航线上涨 6.11%，港澳台地区航线上涨 14.31%。近几年，公司加大欧美远程航线投入，以 B777-300ER 和 A330 机型逐步替代老旧机型，同时抓住出境游市场需求旺盛的机遇以及第六航权的开放，调整加密航线班次，使得其国际航线的同比增速高于国内航线和港澳台航线。2014 年随着运力快速增长带动，公司实现客运收入 934.71 亿元，同比增长 6.86%；但受宏观经济增速放缓，高铁分流以及运力快速增长等因素影响，公司客座率较 2013 年下降 0.93 个百分点至 79.89%，客运公里收益进一步下降至 0.60 元。虽然受宏观经济增速放缓影响，公司 2013 年以来业绩增速持续放缓，但考虑到未来我国宏观经济将保持增长，预计公司的客运业务将保持上升趋势。

表 3：2012 年~2014 年公司航空客运业务情况

	2012	2013	2014
收入客公里 (亿)	1,297.73	1,419.68	1,546.84
乘客人数 (万)	7,241.58	7,767.69	8,300.96
客座率 (%)	80.41	80.81	79.89
客运公里收益 (元)	0.69	0.62	0.60

资料来源：公司年报、公司提供资料

在货运方面，公司的航空货运业务由控股子公司中国国际货运航空有限公司(以下简称“国货航”)统一经营。2014 年以来，随着公司积极拓展国际航线以及引进新机型置换老机型，货运业务逐步恢复，公司实现货运周转量 56.91 亿吨公里，同比上涨 13.47%，其中国际业务与国内业务分别同比上涨 17.73%和 2.35%；运输货邮 155.29 万吨，同比增长 6.60%；但随着货运运力快速增长，货物及邮件载运率小幅下降 1.81 个百分点至 56.08%。受国际经济复苏进程影响，未来公司货运业务的增长仍存在一定的不确定性。

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。同时，国内各快递公司也相继引进货运飞机开辟货运航线，货运市场竞争日趋激烈。中国国航围绕“做精货运主业、布局物流价值链”的战略，积极推进业务模式和货运服务的转型，强化货机经营，优化部分货机航线，加强腹舱营销能力，利用国际航线推出具有竞争力的高附加值与中转产品，以 B777F 机型逐步替代 B747-400BCF，使资产结构与成本机构得到改善，力图通过货运物流化平衡其业务布局，减少波动性，并增强综合竞争能力。

表 4：2012 年~2014 年中国国航货运业务情况

	2012	2013	2014
收入货运吨公里 (亿)	50.07	50.15	56.91
货物及邮件 (万吨)	146.09	145.68	155.29
货运载运率 (%)	59.14	57.89	56.08
货运公里收益 (元)	1.69	1.57	1.54

资料来源：中国国航年报、公司提供资料

航油成本作为航空公司营业成本的主要构成部分，约占总成本 40%左右。2014 年以来，受国际原

油价格波动影响，航油价格持续下滑，中国国航的营业成本大幅下降。根据中国国航年报分析，2014 年，在其他变量保持不变的情况下倘若平均航油成本上升或下降 5%，航油成本将上升或下降 17.27 亿元，因此，中诚信国际将持续关注航油价格波动对公司成本的影响。2010 年以来，公司未新签署航空煤油套期保值合同，中诚信国际将继续关注公司油料衍生合同的签订情况。

同时，中诚信国际也关注到，受到人民币兑美元贬值的影响，中国国航面临一定的汇率波动风险，根据中国国航年报分析，2014 年末人民币兑美元的汇率变动使人民币贬值 1%，将导致净利润减少 4.66 亿元，截至 2014 年末，中国国航美元债务占带息债务比例为 72.81%，处于较高水平。随着人民币告别长期单边升值模式，逐步进入双向波动“新常态”，中诚信国际将对此保持持续关注。

总体来看，随着近年来国内航空市场的增长、国际航空市场的复苏以及公司战略计划的稳步推进，公司客运市场保持增长，货运市场稳步恢复。随着国内和地区航线网络布局的逐步完善、航空运力逐步向国际航空客运市场投放，公司竞争力将会有所增强，但也仍然面临着日趋激烈的市场竞争。此外，虽然油价下降缓解了经营成本压力，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。

深化集团内各航空公司合作，发挥协同效应，提升公司竞争力

2014 年，公司持续深化集团内成员企业的战略协同，提升公司综合竞争力。

具体来看，在常旅客方面，公司在将深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”）和山东航空股份有限公司（以下简称“山东航空”）统一纳入“凤凰知音”品牌后，2014 年，公司又完成了与澳门航空的常旅客整合。2014 年公司“凤凰知音”会员总数高达 3,296 万人，贡献收入同比增加 10%。头等、公务两舱销售持续增长，两舱客源得以扩展，客源构成得到优化，贡献收入同比增加 8%。公司

优化了与深圳航空的大客户国际运价发布流程，全年实现与深圳航空互销 7.3 亿元；与深圳航空等共同建立国航系支付风险沟通机制，共享黑名单数据库；国航系机务成本联动规模达到 7.3 亿元。飞机联合选型、海外运营管理等方面的合作进一步深化。在航线网络方面，公司对国航系多个航班进行调整，在虹桥、浦东、杭州和南京等机场互换时刻，提高运营效率。

2010 年，公司通过增资持有深圳航空 51% 的股份，取得对深圳航空的控制权。深圳航空是国内第五大航空公司，以深圳为运营基地，在我国华南地区具有较强的运营实力。2014 年，深圳航空（含昆明航空）投入可用座位公里达 478.75 亿，同比增加 12.53%；实现收入客公里 386.68 亿，同比增长 11.36%。运输旅客 2,625.14 万人次，同比增长 10.15%；平均客座率为 80.77%，同比下降 0.85 个百分点。货运方面，深圳航空投入可用货运吨公里 6.04 亿，同比增加 8.80%；实现收入货运吨公里 4.73 亿，同比上升 6.23%；运输货邮 29.42 万吨，同比增长 5.65%；货邮载运率为 78.26%，同比下降 1.89 个百分点。截至 2014 年末，深圳航空总资产为 423.97 亿元，归属于母公司的净资产为 43.24 亿元。2014 年，深圳航空实现营业收入 228.91 亿元，同比增加 5.79%。其中，航空运输收入为 222.73 亿元，同比增加 5.96%。实现归属于母公司净利润 7.80 亿元，同比减少 13.49%。

2004 年，中航集团将山东航空的国有股权转让给公司，公司持有其 22.8% 股权。截至 2014 年末，山东航空机队共有飞机 74 架（不含湿租给国航的 6 架飞机），平均机龄 4.1 年。截至 2014 年末，经营航线 150 条，其中国际航线 9 条，地区航线 7 条。通航国家（地区）8 个，通航城市 73 个，其中国内 63 个，国际 7 个，地区 3 个。客运方面，2014 年，山东航空投入可用座位公里 228.81 亿，同比增加 13.81%；实现收入客公里 175.80 亿，同比增长 12.83%。运输旅客 1,411.66 万人次，同比增长 9.81%；平均客座率为 76.83%，同比降低 0.67 个百分点。货运方面，山东航空投入可用货运吨公里 4.45 亿，同

比增加 21.66%；实现收入货运吨公里 1.85 亿，同比增长 9.37%；运输货邮 12.67 万吨，同比增长 8.59%；货邮载运率为 41.62%，同比下降 4.48 个百分点。

国货航成立于 2003 年，2011 年公司与国泰航空有限公司（以下简称“国泰航空”）等以原国货航为平台完成货运合资，公司持有其 51% 股权。2014 年中国国航与国泰航空按原股权比例对国货航增资 20 亿元，增资后国货航注册资本增至 52.35 亿元。2013 年以来，国货航利用中国国航新开欧美长航线拓宽国际货运网络，推出具有竞争力的高附加值与中转产品，以 B777F 逐步替代 B747F，运营效率得到提升，缓解了货运经营困境，扭亏为盈，增强了中国国航的货运能力。截至 2014 年末，国货航机队共有飞机 12 架，经营货机航线 19 条。2014 年，国货航投入可用货运吨公里 94.38 亿，同比增加 17.59%；实现收入货运吨公里 51.81 亿，同比上升 14.08%；运输货邮 123.01 万吨，同比增长 6.28%；货邮载运率为 54.89%，同比下降 1.69 个百分点。

此外，继续扩大对外合作。持续推进与国泰航空在机务维修、客舱服务、联合采购、IT 建设、环境保护、地面服务、合规事务、产品设计等八个板块的合作。与汉莎航空共同推进北京飞机维修工程有限公司增资工作，着力打造公司的机务维修产业。与汉莎航空、加拿大航空、新西兰航空签署联合合作备忘录。增加与美联航在夏威夷、华盛顿航线的代码共享合作，并进一步延伸至休斯顿、波士顿、费城等以远点；扩大与韩亚、长荣等航空公司的代码共享合作。完善联盟销售产品，利用联盟平台推动国航品牌宣传，深化联盟常旅客合作。

财务分析

2014 年受行业需求增长及运力投入增加带动影响，公司航空业务收入大幅增加，但客货运收益水平下降以及人民币兑美元贬值，导致公司盈利能力有所弱化

2014 年，受行业需求持续增长以及运力投入大幅增加带动，公司实现营业总收入 1,048.26 亿元，

同比上升 7.37%，其中，主营业务收入为 1,025.07 亿元，同比增长 7.28%，主要是客运收入的增加；其他业务收入为 23.19 亿元，同比增长 11.69%，主要是航空附加收入同比有所增长。2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 252.62 亿元。

从主营业务收入的构成上看，2014 年公司实现客运收入 934.71 亿元，同比增长 60.00 亿元。其中，因运力投入增加 10.22% 而增加收入 89.41 亿元，因收益水平降低 0.02 元而减少收入 18.36 亿元，因客座率下降 0.92 个百分点而减少收入 11.05 亿元。2014 年公司实现货邮运收入为 87.86 亿元，同比增长 9.10 亿元。其中，因运力投入增加而增加收入 13.50 亿元，因载运率降低而减少收入 2.88 亿元，因收益水平降低而减少收入 1.52 亿元。从主营业务收入地区构成上来看，公司的收入主要来自于国内，2014 年公司国内运输收入为 623.43 亿元，占客运收入比重为 66.70%。随着国际经济的复苏，公司国际航线优势逐渐显现，同时公司抓住出境游市场需求旺盛的机遇以及第六航权的开放，港澳台地区和国际收入占比分别上升至 6.24% 和 27.06%。

表 5: 2013 年~2014 年公司主营业务收入及结构变动

	2013		2014	
	金额 (亿元)	比重 (%)	金额 (亿元)	比重 (%)
航空客运	874.72	91.54	934.71	91.19
航空货运 及邮运	78.76	8.24	87.86	8.57
其他	2.04	0.22	2.50	0.24

资料来源：公司年报

从成本方面来看，2014 年公司营业成本为 878.41 亿元，同比增长 6.29%。从成本构成来看，油料成本为 345.42 亿元，同比增长 2.43%，2014 年下半年国际原油价格大幅下挫，油料成本压力得到有效缓解。随着公司机队规模的增加、起降架次及飞行小时数的增加，公司折旧成本、飞机维护费用、雇员薪酬成本、起降及停机费用，较上年分别增加 5.02 亿元、5.24 亿元、13.41 亿元和 9.81 亿元。2015 年 1~3 月，公司营业成本为 195.49 亿元。

2014 年以来，公司营业收入增速快于同期营业成本增速，使得公司毛利率上升至 16.20%。2015

年 1~3 月，公司抓住了春运及节后的市场增长点，优化生产组织，加大投入运力，匹配市场需求实现了收入同比大幅增长，同时，航空油料成本大幅下降，公司运营成本大幅降低，使得公司毛利率提升至 22.61%。

表 6: 2013 年~2014 年主要航空公司营业总收入和毛利率

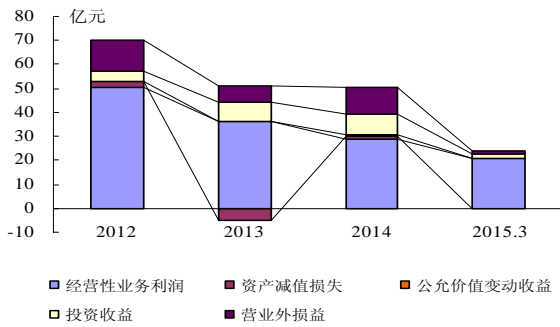
公司名称	2013		2014	
	营业总收入 (亿元)	营业毛利 率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利 率 (%)
中国国航	976.28	15.35	1,048.26	16.20
南方航空	981.30	11.28	1083.13	12.15
东方航空	880.09	8.69	897.46	11.26
海南航空	332.76	21.43	360.44	23.14

注：海南航空全称“海南航空股份有限公司”；南方航空全称“中国南方航空股份有限公司”；东方航空全称“中国东方航空股份有限公司”
资料来源：各航空公司年报

期间费用方面，2014 年公司三费收入占比上升至 13.25%，同比增加 1.93 个百分点，主要由于财务费用大幅上升所致，从 2013 年的 7.77 亿元上升至 32.41 亿元，主要由于公司债务中大部分为美元债务，2014 年人民币贬值使得公司汇兑净损失为 3.60 亿元，而 2013 年同期公司汇兑净收益为 19.38 亿元。2015 年 1~3 月，公司三费收入占比为 14.15%。

利润总额方面，2014 年，受客货运收益水平下滑、人民币兑美元贬值等因素影响，公司经营性业务利润由 2013 年的 36.25 亿元下降至 29.03 亿元。2014 年，公司资产减值转回 1.30 亿元，主要由于下属子公司深圳航空转回应收汇润投资的坏账准备 4.45 亿元。2014 年，公司实现投资收益 8.77 亿元，较 2013 年增加 0.52 亿元，主要来源于国泰航空经营业绩大幅上升。2014 年，公司营业外损益为 11.01 亿元，同比增加 4.77 亿元，主要由于政府补助较 2013 年增加 3.38 亿元所致。综上，2014 年公司的利润总额为 50.18 亿元，同比增长 9.48%。2015 年 1~3 月，公司利润总额为 24.06 亿元，经营性业务利润为 20.91 亿元。

图 5: 2012 年~2015 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司年报

公司面临较大的资本支出及偿还债务压力，主要由自身经营活动和筹资活动共同保障

2014 年，公司经营活动产生的现金流入净额为 175.23 亿元，较上年增加 0.87 亿元，现金流较为充裕。2015 年 1~3 月，公司加大投入运力，匹配市场需求客运收入大幅提高，同时受国际原油价格影响，油料价格大幅下挫，使得公司经营活动净现金流较 2014 年同期大幅增加 21.72 亿元上升至 59.03 亿元。

投资和融资现金流方面，2014 年公司投资活动产生的现金流出净额为 103.13 亿元，较 2013 年的 206.38 亿元减少 50.03%，主要是飞机尾款及飞机预付款支付的现金较上年同期有所减少所致。2014 年公司通过取得借款的方式获得现金流入 390.92 亿元，发行债务方式获得现金流入 18.34 亿元，其中包括控股子公司深圳航空发行的 7 亿元中期票据、6.4 亿元短期融资券和 5 亿元非公开定向融资工具。2014 年，公司偿还债务的现金支出为 445.62 亿元，支付融资租赁款 45.12 亿元。2015 年 1~3 月，公司投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别为 -35.47 亿元和 -32.27 亿元。

未来公司仍将维持较大规模的资本支出用于飞机的购置以及融资租赁款和经营租赁款的支出，因此将面临一定的筹资压力。

表 7: 2012 年~2015 年 3 月公司现金流量变化 (亿元)

	2012	2013	2014	2015.3
经营现金流入	1,023.37	1,062.74	1,134.56	261.46
经营现金流出	899.18	888.38	959.33	202.43
经营净现金流	124.19	174.36	175.23	59.03
投资现金流入	13.98	18.67	35.46	0.43

投资现金流出	161.72	225.05	138.60	35.90
投资净现金流	-147.74	-206.38	-103.13	-35.47
筹资现金流入	376.23	468.15	409.26	55.96
吸收投资	-	10.44	-	-
取得借款	301.23	350.71	390.92	49.96
筹资现金流出	387.28	403.72	532.44	88.23
偿还债务	315.28	329.75	445.62	65.99
筹资净现金流	-11.05	64.43	-123.18	-32.27
现金及现金等价物净增加额	-35.18	29.74	-51.02	-8.77

资料来源：公司年报

资本结构稳健，股东支持和公司极强的综合竞争力使其仍具有极强的偿债能力

随着公司购置的飞机到期交付，公司的资产和负债规模均有小幅增加，截至 2014 年末，公司资产总额 2,096.43 亿元，同比增长 2.08%；负债总额 1,501.71 亿元，同比增长 1.87%；资产负债率小幅降至 71.63%。与国内其他主要航空公司相比，公司财务杠杆相对较低。截至 2014 年末南方航空、东方航空和海南航空的资产负债率都高于公司水平。截至 2015 年 3 月末，公司总资产及总负债分别为 2,106.94 亿元和 1,492.70 亿元。

表 8: 国内主要航空公司的资产负债率

公司名称	2012	2013	2014
中国国航	71.06%	71.78%	71.63%
南方航空	72.21%	74.44%	76.67%
东方航空	84.02%	80.91%	81.97%
海南航空	74.21%	75.48%	73.99%

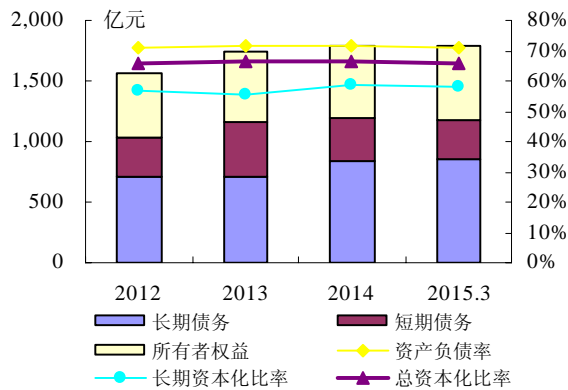
资料来源：各航空公司年报

同时，公司通过经营积累使得所有者权益有所增长，截至 2014 年末，公司所有者权益 594.72 亿元，同比增长 2.64%。截至 2015 年 3 月末，公司所有者权益为 614.24 亿元。

债务方面，截至 2014 年末公司总债务 1,188.60 亿元，同比增长 2.76%，其中长期债务 836.66 亿元，短期债务/长期债务为 0.42，债务期限结构较为合理。2014 年以来公司控股子公司深圳航空发行了 6.4 亿元短期融资券、7 亿元中期票据和 5 亿元非公开定向融资工具，公司债务规模持续上升。截至

2015年3月末，公司总债务为1,183.07亿元。

图6：2012年~2015年3月公司资本结构分析



资料来源：公司年报

从偿债能力指标看，2014年公司经营活动净现金流和 EBITDA 分别小幅上升至 175.23 亿元和 195.71 亿元。经营活动净现金流和 EBITDA 可对当年利息支出完全覆盖，经营净现金流/利息支出和 EBITDA/利息支出分别为 5.14 倍和 5.75 倍。总债务/EBITDA 及经营净现金流/总债务分别为 6.07 倍和 0.15 倍。公司偿债能力指标很强。

表9：公司2012年~2014年偿债能力指标

	2012	2013	2014
短期债务 (亿元)	322.13	440.52	351.95
总债务 (亿元)	1,028.36	1,156.68	1,188.60
EBITDA (亿元)	196.52	183.98	195.71
经营活动净现金流 (亿元)	124.19	174.36	175.23
资产负债率 (%)	71.06	71.18	71.63
总资本化比率 (%)	65.71	66.62	66.65
总债务/EBITDA (X)	5.23	6.29	6.07
EBITDA 利息保障倍数 (X)	6.76	5.77	5.75
经营净现金流/总债务 (X)	0.12	0.15	0.15
经营净现金流/利息支出 (X)	4.27	5.47	5.14

资料来源：公司年报

根据公司飞机采购计划，可以看出公司致力于大幅提高运力以及国际航空运输能力，而未来的飞机购置计划将使公司面临一定的资金压力。

或有负债方面，截至2014年末公司子公司深圳航空为员工房屋按揭银行借款及飞行学员的学费按揭银行贷款向有关银行作出担保6.38亿元，除此，公司及其子公司无其他担保事项。

截至2014年末，公司及子公司累计抵押、质押资产余额为986.07亿元的飞机和建筑物以及账面净值为0.37亿元的土地使用权。同时，公司有约0.75亿元的银行存款用作集团的部分银行贷款、经营租赁及金融衍生工具的质押。

截至2014年末，公司获得银行授信总额为1,103.96亿元人民币，其中未使用授信额度为780.41亿元人民币，为公司偿债能力提供一定支撑。

总体来看，受国内经济增速放缓、国际经济不振因素影响，公司盈利能力进一步下滑，同时未来购买飞机等资本性支出规模较大，公司仍将面临一定的资金压力。但公司仍然为中国航空业龙头企业，拥有良好的行业地位和政府支持，具有很强的盈利能力和极强的偿债能力。

过往债务履约情况

公司近三年遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息，无任何债务违约记录。截至目前公司发行的债务融资工具均未出现违约情况。

担保实力

本期债券由中国农业银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

中国农业银行（以下称“农行”）拥有国内银行体系资产约9.50%的市场份额，是国内第三大银行，仅次于中国工商银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司，在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位。同时，农行拥有全国覆盖面最广的服务网点，截至2014年末，农行共有境内分支机构23,612个，并设立了8家境外分行和两家境外代表处；其员工人数也居国内银行首位，为493,583人。截至2014年末，该行各项存款余额为125,333.97亿元，贷款余额80,980.67亿元，资产总额159,741.52亿，所有者权益10,326.19亿元，当年实现净利润1,795.10亿元。

2008年10月，国务院批准了农业银行股份有限公司改革实施总体方案。根据改革方案，农行实施了财务重组，汇金公司向农行注入与1,300亿元人民币

等值的外汇资产,并以2007年12月31日为基准日,按账面值剥离处置不良资产8,156.95亿元。在国家注资和不良资产剥离的基础上,中国农业银行于2009年1月整体改制为股份有限公司。中国农业银行股份有限公司由财政部、汇金公司发起设立,完整承继原中国农业银行的资产、负债和所有业务,股份有限公司注册资本2,600亿元,由财政部和汇金公司各持有50%的股份。股份制改革完成后,2010年7月农行以A+H股方式公开上市,初始发行222.35亿股A股股票和254.12亿股H股股票,分别占发行后总股本的7%和8%。2012年12月,农行在银行间债券市场成功发行500亿元人民币的次级债券。2014年11月13日,该行完成优先股首次发行,发行量4亿股,募集资金人民币400亿元,资本实力进一步增强。截至2014年末,农行核心一级资本充足率为9.09%,资本充足率为12.82%。该行不良贷款率为1.54%,较上年上升了0.33个百分点;拨备覆盖率为286.53%,较上年下降了80.51个百分点。截至2014年末,该行存贷比为64.61%,较上年略有提高。2014年该行平均资产回报率为1.18%,较上年下降了0.02个百分点;平均资本回报率为19.13%,较上年下降了1.70个百分点。

由于历史沿袭的职能分工和网点分布,农行是目前国内涉农贷款投放规模最大、服务面最宽、服务客户最多、拥有农业信贷专业化经营管理体系的商业银行。农行股份制改革目标进一步明确了农行“面向三农”的市场定位及在农村金融体系中的骨干支柱作用。2008年,农行确立了“三农”和县域蓝海市场发展战略,出台了“三农”业务中长期发展规划、服务“三农”总体实施方案和三农金融部改革试点实施方案,并以位于县域地区的2,048个县级支行和22个二级分行营业部为基础组建三农金融部,开展三农金融业务的事业部制改革试点。与此同时,农行继续巩固和发展城市金融业务,发挥城乡一体化的优势,做大、做强、做精城市业务,从而为服务“三农”的县域金融业务提供可持续的财务支撑。

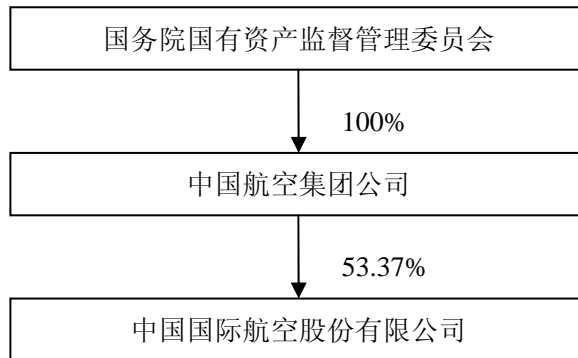
总体来看,财务重组完成后农行的财务状况获

得全面改善,并且近年来为股份制改革所进行的内部管理改革也使农行组织架构逐步完善,风险管理水平逐步提高,商业化运营意识和竞争力持续增强。农行公开上市启动标志着该行将向公众持股公司转变。但考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位,我们认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。因此,基于对农行在中国金融体系中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑,中诚信国际认为农行拥有极强的综合财务实力,能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

结论

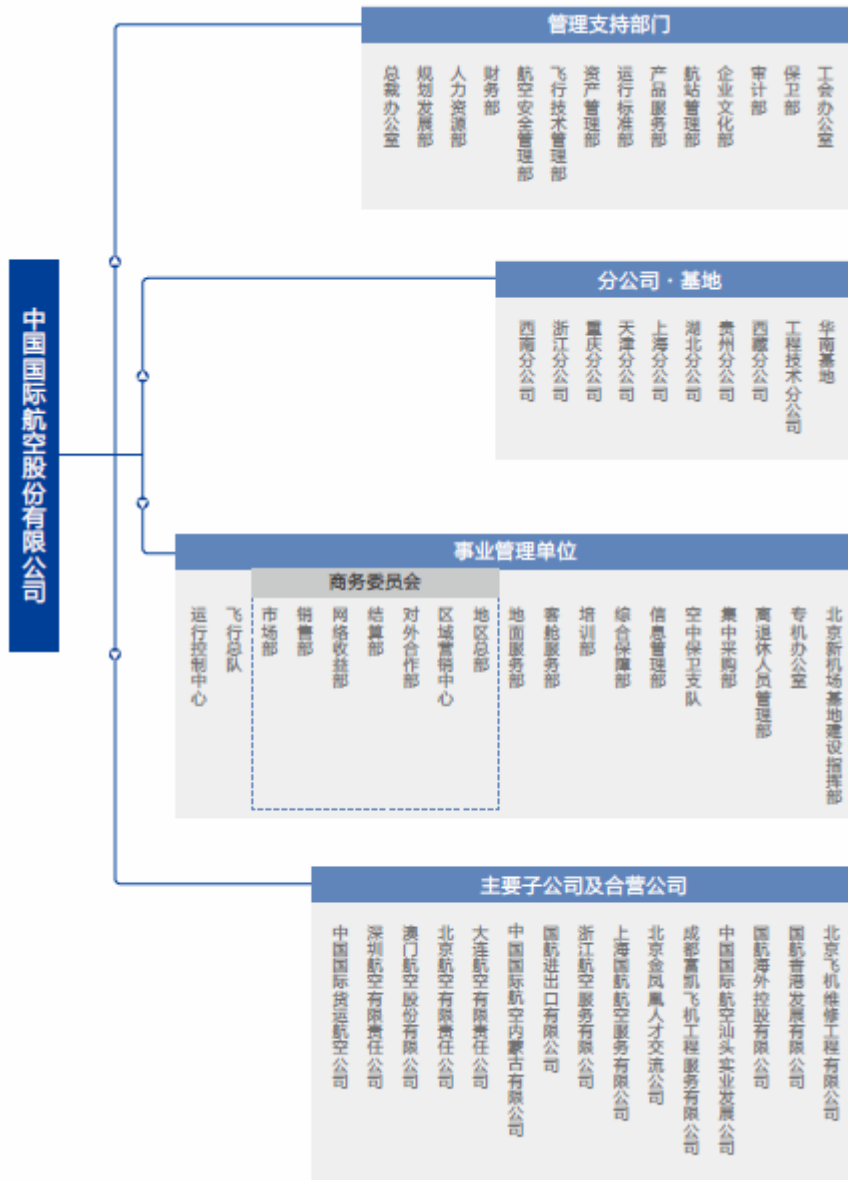
综上,中诚信国际维持中国国际航空股份有限公司AAA的主体信用等级,评级展望为稳定,维持“05国航债”和“12国航股MTN1”AAA的债项信用等级。

附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2014 年底）



资料来源：公司年报

附二：中国国际航空股份有限公司组织结构图（截至 2014 年底）



资料来源：公司提供

附三：中国国际航空股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,259,088.40	1,550,767.70	973,455.70	903,796.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融	1,267.10	1,135.00	1,253.40	1,415.40
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
其他应收款	310,300.80	284,993.80	284,600.30	289,180.90
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
其他应付款	532,288.40	550,508.00	525,168.80	498,392.30
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	10,283,595.90	11,566,799.10	11,886,014.80	11,830,708.10
净债务	9,024,507.50	10,016,031.40	10,912,559.10	10,926,911.20
总负债	13,176,437.70	14,741,889.00	15,017,124.50	14,926,965.10
财务性利息支出	226,202.60	268,644.30	294,006.20	-
资本化利息支出	64,679.70	50,157.30	46,582.30	-
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
EBIT	926,167.80	726,983.10	795,814.80	-
EBITDA	1,965,225.30	1,839,758.80	1,957,085.00	-
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
资本支出	1,529,691.50	2,240,891.60	1,383,079.60	340,830.90
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	19.10	15.35	16.20	22.61
三费收入比(%)	12.29	11.32	13.25	14.15
EBITDA/营业总收入(%)	19.68	18.84	18.67	-
总资产收益率(%)	5.16	3.72	3.84	-
流动比率(X)	0.38	0.37	0.34	0.34
速动比率(X)	0.36	0.35	0.32	0.32
存货周转率(X)	72.34	76.89	81.91	-
应收帐款周转率(X)	35.53	32.18	34.45	-
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
短期债务/总债务(%)	31.32	38.09	29.61	27.52
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.15	0.15	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.39	0.40	0.50	-
经营活动净现金/利息支出(X)	4.27	5.47	5.14	-
总债务/EBITDA(X)	5.23	6.29	6.07	-
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.42	0.56	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.76	5.77	5.75	-

注：公司2012-2014年及2015年一季度财务报告根据新会计准则编制；将长期应付款以及应付融资租赁款调整至长期借款；将被划分为持有待售的固定资产调整至其他流动资产。

附四：中国农业银行主要财务数据及指标

财务数据：百万元	2012	2013	2014
贷款及垫款总额	6,433,399	7,224,713	8,098,067
减：贷款损失准备	(279,988)	(322,191)	(358,071)
关注贷款	295,451	276,343	311,173
不良贷款（五级分类）	85,848	87,781	124,970
总资产	13,244,342	14,562,102	15,974,152
风险加权资产	7,216,178	9,065,631	10,852,619
存款总额	10,862,935	11,811,411	12,533,397
总负债	12,492,988	13,717,565	14,941,533
股东权益	751,354	844,537	1,032,619
净利息收入	341,879	376,202	429,891
手续费及佣金净收入	74,844	83,171	80,123
汇兑净损益	1,483	312	2,915
公允价值变动收益	2,802	(2,084)	1,861
投资净收益	(48)	3,769	1,887
其他净收入	750	(1,038)	(8,890)
非利息净收入	79,831	84,130	77,896
净营业收入合计	421,710	460,332	507,787
业务及管理费用（含折旧）	(155,130)	(167,940)	(179,992)
拨备前利润	241,599	296,007	296,007
贷款损失准备支出	(54,628)	(52,126)	(65,063)
税前利润	187,927	214,174	232,257
净利润	145,131	166,211	179,510
财务指标（%）	2012	2013	2014
核心（一级）资本充足率	9.67	9.25	9.09
资本充足率	12.61	11.86	12.82
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.33	1.22	1.54
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	5.93	5.04	5.39
贷款损失准备/（不良贷款+关注贷款）	73.43	88.48	82.10
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	8.32	7.52	8.99
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.75	2.71	2.82
拨备前利润/平均总资产	1.94	1.90	1.94
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	20.72	20.83	19.13
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.16	1.20	1.18
非利息净收入占比（非利息净收入/净营业收入）	18.93	18.28	15.34
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	42.71	42.58	41.71
总贷款/总存款	59.22	61.17	64.61

注：中国农业银行数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径；2013年和2014年资本充足率根据《商业资本管理办法（试行）》等相关规定计算，与之前数据不具有可比性，特此说明。

附五：评级报告基本财务指标的计算公式

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+应付票据+一年内到期的非流动负债+交易性金融负债

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-手续费及佣金支出-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

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

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））

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：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附七：中期票据及公司债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据（债券）安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据（债券）安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据（债券）安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据（债券）安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据（债券）安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据（债券）安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据（债券）安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据（债券）。
C	不能偿还票据（债券）。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。