



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪158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，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月二十七日

中国国际航空股份有限公司

2012 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	中国国际航空股份有限公司		
发行规模	5 年期品种：25 亿元 10 年期品种：25 亿元		
存续期限	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	2015/05/18		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

	中国国航	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	586.83	602.40	665.95	693.72	
总资产(亿元)	2,064.73	2,120.02	2,137.04	2,192.21	
总债务(亿元)	1,097.93	1,139.33	1,048.57	1,084.99	
营业收入(亿元)	977.13	1,048.88	1,089.29	263.89	
营业毛利率(%)	15.36	16.22	23.17	24.09	
EBITDA(亿元)	184.72	195.59	250.56	79.83	
所有者权益收益率(%)	6.34	7.14	10.84	-	
资产负债率(%)	71.58	71.59	68.84	68.36	
总债务/EBITDA(X)	5.94	5.83	4.18	13.59	
EBITDA 利息倍数(X)	5.79	5.89	7.88	9.15	
	中航集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	648.40	669.43	764.58	791.11	
总资产(亿元)	2,161.34	2,218.98	2,254.34	2,311.29	
总债务(亿元)	1,140.84	844.97	650.15	719.04	
营业收入(亿元)	998.14	1,072.05	1,111.20	275.12	
营业毛利率(%)	15.83	16.63	23.47	24.03	
EBITDA(亿元)	187.49	203.00	257.26	-	
所有者权益收益率(%)	5.55	6.66	9.74	-	
资产负债率(%)	70.34	69.83	66.08	65.77	
总债务/EBITDA(X)	6.08	4.16	2.53	-	
EBITDA 利息倍数(X)	6.72	6.61	8.74	-	

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2015 年全球航空运输业发展向好，作为全国三大航空公司之一的中国国航股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）运力投放规模持续增长，航线布局不断完善，收入规模稳步提升，行业地位稳固。此外，航油成本的持续降低增加了公司盈利空间，整体盈利能力和抗风险能力得到提升。同时，中诚信证评也关注到宏观经济形势不确定性、汇率波动及资本支出对公司信用水平产生的影响。

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（第二期）”信用等级 AAA。该债项级别同时也考虑了中国航空集团公司（以下简称“中航集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正面

- 国内唯一载旗航空公司，市场地位高。作为国内唯一载国旗飞行的民用航空企业，公司长期为国家领导人、外交使团、文化体育代表团等提供专机和包机服务，体现了公司较高的市场地位和较强的综合实力。
- 航线网络持续完善，市场布局均衡互补。截至 2015 年 12 月 31 日，公司经营的客运航线数量达到 360 条，其中国内航线 245 条，国际航线 100 条，地区航线 15 条，通航国家及地区 40 个，全球网络布局不断完善。
- 成本控制能力加强，获利空间增大。2015 年全球航油价格持续走低，同时，公司通过大力开发国际航线、加强直销渠道建设等方式深入推行成本管理，当年公司盈利能力表现良好。
- 财务结构稳健，偿债能力极强。得益于经营利润的积累以及债务结构的优化，2015 年末公司长期债务比降低至 0.21 倍，资产负债率

回落至 68.84%，财务结构日趋稳健，偿债能力极强。

关 注

- 宏观经济的不确定性。受结构性、周期性因素叠加影响，未来中国经济面临较大的下行压力，航空运输业与宏观经济发展密切相关，中诚信证评对公司未来财务状况及经营业绩表现予以关注。
- 燃料价格波动风险。航油系公司主要成本之一，国际原油市场的供求关系、地缘政治等诸多因素将持续影响航油价格，若未来国际油价回升，将对公司运营成本及盈利能力造成较大的负面影响。
- 汇率波动风险。2015 年公司发生汇兑损失 51.56 亿元，对当年业绩表现造成一定冲击，当前人民币汇率波仍较频繁，公司飞机、航油等源于境外的采购成本及外币贷款等面临的汇兑损失风险应予以长期关注。
- 资本性支出压力较大。作为航空运输企业，公司长期面临飞机引进、更新及高价周转件购置等刚性需求，截至 2015 年 12 月 31 日，公司承诺未来几年内支付的若干飞机和有关设备的购置款项为 958.08 亿元，面临较大的资金需求。

分 析 师

郭世瑶 twinkle92@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 27 日

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

近年来我国民航运输业整体表现良好，航空运力持续增长，航线网络逐年完善，行业整体呈现健康发展态势。

随着科技和经济的发展，航空运输业日益成为人们日常经济生活中最重要的交通运输方式之一。近年来，国内宏观经济波动、国际政治局势动荡、重大自然灾害等频发，但受低油价、航空客运需求强劲、部分主要经济体超预期复苏等因素推动，全球航空运输业仍呈现健康发展态势，行业表现向好。据2015年12月数据显示，2015年全球航空运输业载客率达到80.6%，国际航空运输协会将2015年全球航空业盈利预期从293亿美元上调至330亿美元，净利润率为4.6%。

就中国市场而言，交通运输部网站于2016年5月发布《2015年交通运输行业发展统计公报》，公报显示，据初步预计，2015年全国民航完成旅客运输量4.36亿人次，旅客周转量7,270.66亿人公里，比上年分别增长11.1%和14.8%，其中国内航线、港澳台航线、国际航线分别完成旅客运输量3.94亿人次、1,019.1万人次和4,205万人次，比上年分别增长9.2%、1.4%和33.3%；完成货邮运输量625.3万吨，货邮周转量207.3亿吨公里，比上年分别增长5.3%和10.4%。民航运输机场完成旅客吞吐量9.15亿人次，比上年增长10.0%，完成货邮吞吐量1,409.4万吨，比上年增长3.9%。

表 1: 2015 年我国民航主要运输生产指标统计

统计指标	计算单位	累计完成数	同比增长
运输总周转量	亿吨公里	850.4	13.7%
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	558.4	9.9%
国际航线	亿吨公里	292.0	21.6%
旅客周转量	亿人公里	7,270.7	14.8%
国内航线（含港澳台）	亿人公里	5,556.4	10.7%
国际航线	亿人公里	1,714.2	30.2%
旅客运输量	万人	43,564.7	11.1%
国内航线（含港澳台）	万人	39,359.7	9.2%
国际航线	万人	4,205.0	33.3%
货邮周转量	亿吨公里	207.3	10.4%
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	66.9	4.4%
国际航线	亿吨公里	140.4	13.5%
货邮运输量	万吨	625.3	5.2%
国内航线（含港澳台）	万吨	440.4	3.5%
国际航线	万吨	184.8	9.7%

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

目前，中国航空运输业已初步形成了以中国国际航空股份有限公司、中国南方航空股份有限公司以及中国东方航空股份有限公司三大航空公司为主导，多家航空公司并存的竞争格局。三大国有控股航空集团占据了国内航空客货运输市场较大的份额，其他区域性航空公司和特色航空公司在各自专注的细分市场领域具有较强的市场竞争力。根据《2014年民航行业发展统计公报》，截至2014年末，我国共有运输航空公司51家，其中国有控股公司38家，民营和民营控股公司13家；全货运航空公司6家，中外合资航空公司11家，上市公司5家。

根据中国民航局统计数据，截至2014年末，中国民航定期航班航线3,142条，其中：国内航线2,652条（其中港澳台航线114条）、国际航线490条。按照重复距离计算的航线里程为703.11万公里，按不重复距离计算的航线里程为463.72万公里。从民航局公示的航线申请情况来看，截至2015年11月27日，申请开辟新航线的航空公司达到了9家，申请的新航线达到25条。出现这种局面的原因一方面源于我国出境游市场的快速增长，2014年其增长速度达到18%左右，2015年暑期相比上年同期增长四倍；另

一方面源于地方政府的补贴效应，开辟国际航线、尤其是远程洲际航线，是大多二线机场及城市最急切的要求，当地政府给予的经济补贴亦相应增长，此外相对较低的航空燃油价格与相对稳定的人民币汇率，也是航空公司开辟国际航线的主要原因之一。

航空运输业属于周期性行业，与宏观经济周期密切相关。虽然中国经济增长速度放缓，但受人均收入保持增长、消费结构逐步升级、中产阶级兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，中国航空市场需求的驱动力依然坚挺，市场潜力巨大。根据中国民航局预计，到2020年我国要满足人均乘机次数0.47次、旅客运输量7亿人次的市场需求，这就意味着“十三五”期间，我国航空市场仍有年均10%左右的增长速度。

2015年，航油价格的持续走低使得航油成本同比大幅减少，是国内航企利润增厚的原因之一，同时国际航线的发展及销售费用的下降亦推动了航企利润的高增长。

自2014年11月开始，全球石油价格的下滑以及后期持续低位的石油价格为全球航空公司带来了能源红利。根据国际航协对全球主要航空公司的运营状况监控数据显示，2015年以来，全球各区域航空公司盈利水平均有大幅提升。相对于2014年1-10月的航油价格，全球石油价格和航油价格连续11个月低位运行，同比大约下降50%左右。而航油作为航空公司的主要运营成本，大约占到航空公司整体营业成本的30%-40%左右，大幅度的航油跌幅给全球航空公司带来的影响巨大。

2015年1-11月，全国民航实现利润547.6亿元，同比增长76.2%，创下历史新高。航油成本是航空公司的第一大成本，在低油价的支持下，国内航空公司引进运力和开辟新航线的积极性相应增长，尤其是国际航线，2015年国际客运量和新开国际航线条数增速均在30%以上，创历史新高。据国际航协估计，2015年全球航空公司的燃油支出减少了1/5，2016年还将减少1/4，届时其占营业成本的比例将由2015年的30%进一步下降。

此外，国际航线良好的发展势头和销售费用的降低也为航企带来了利润的增长：2015年国内三大

航的国际航线运输周转量均有不同幅度的增长，而自2014年开始各大航空公司加大机票直销力度，并将国内机票代理费从3%降到了2%，甚至更低，机票代理佣金费用大幅减少。

我国航企货运业务市场竞争力较弱，航空货运仍是航空运输的薄弱环节，部分航企近年来逐步尝试向地面延伸，寻求业务突围点。

航空货运方面，在国内航空业快速发展的形势下，航空货运业的发展多年踟躇不前，与民航客运业的良性发展和国内快递物流业的快速发展形成巨大反差。多年来，航空货运业经营举步维艰，货运收入占比持续下降，同时，国际大型航空公司和国际三大快递巨头对中国市场的渗透亦使得国内航空公司的国际货运业务持续低迷，在经济增长速度放缓、产业转移与制造业升级等多重因素影响下，传统航空货运出现了明显疲软态势，难有5%左右的增长。

在电子商务与自由贸易区快速发展的双重作用下，国内传统航空货运公司已经开启了各自战略调整 and 改革转型的步伐：中航集团在寻求将集团内部物流资源，包括民航快递、以及与国泰合作的国货航等在内的资源整合、打造全程物流服务商；南航集团仍在扩大机队规模，寻找专业化运营的方式和机会，拥有广州白云物流中心（B型保税中心），正式启动“南航跨境”物流产品开发；海航集团收购天天快递，实施了物流企业的大并购，需要进一步完成资源整合与业务充足；东航物流也明确提出了打造“快供应链平台”的发展战略。

业务运营

公司主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务。公司以北京首都国际机场为主基地，长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，在多年的经营过程中形成了以北京、成都、上海和深圳为节点的网络结构。公司机队结构与航线网络相匹配，宽体机和窄体机统筹发展。公司定位于中高端公、商务主流旅客市场，并提供相应的产品和服务。2015年，公司实现营业收入1,089.29亿元，同比增长3.85%，其中，

主营业务收入为1,063.93亿元，同比增长3.79%，主要原因系运力投入增加带来的客运业务收入增长。

2015年公司投入2,148.29亿可用座位公里，同比增长10.95%，实现客运总周转量1,717.14亿收入客公里，同比增长11.01%；客座利用率为79.93%，同比上升0.04个百分点。

表 2：2014-2015 年公司客运及货运情况

	2014	2015	变幅
可用座位公里（百万）	193,631.46	214,828.73	10.95
客座率（%）	79.89	79.93	增加 0.04 个百分点
每收入客公里收益（元）	0.6040	0.5650	-6.47%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司持续优化机队结构，提升生产组织效率。当年公司共引进飞机66架，包括A319、A320、A321、B737-800、A330、B747-8、B777F等多种机型，退出B737-700、B757、A340等飞机16架，截至2015年末，公司共有飞机590架，平均机龄6.2年（不含湿租飞机）。

表 3：2015 年末中国国航机队情况

单位：架

机型	2015			机龄
	自有	融资租赁	经营租赁	
空客客机	101	97	75	5.8
波音客机	128	78	88	6.4
货机	10	5	0	8.5
公务机	1	0	7	4.1
合计	240	180	170	6.2

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司资本性开支为113.11亿元。其中，用于飞机和发动机的投资总额为99.23亿元，其他资本性开支项目投资为13.88亿元，主要包括高价周转件、飞机加改装、飞行模拟机及长期投资项目现金部分等。2016~2018年公司分别计划引进客机50架、48架和41架，均为空客和波音系列飞机。在国外大型航空公司及国内物流企业的双重挤压下，国内民航货运业务运营情况欠佳，公司未来三年内暂无货运业务运力投入计划。

在多年的经营过程中，公司已形成了以北京为核心复合枢纽、以成都为区域枢纽、以上海为重要国际门户、以深圳为珠三角核心的国内、国际航线网络。2015年公司新开（复航）65条航线，其中北

京至哈瓦那、约翰内斯堡等航线的开通，使得公司成为中国唯一航线覆盖六大洲的航空公司。此外，新开（含调整）航线包括北京-明斯克-布达佩斯、奥克兰等13条国际和地区航线；加密北京-纽约、温哥华、杜塞尔多夫和悉尼等远程国际干线；增投北京-马尼拉、曼谷和普吉等网络贡献突出的航线；新开北京-大理、六盘水等5条国内航线。2015年公司每周可衔接起止航点对数达到5,500个，增加206个。公司着力于优化网络布局，提升枢纽商业价值，积极拓展成都区域枢纽网络，针对西部市场格局的变化，开发潜力和差异化航空市场。

截至2015年末，公司经营的客运航线达到360条，其中国内航线245条，国际航线100条，地区航线15条，通航国家（地区）40个，通航城市174个，其中国内106个，国际6个，地区4个。同时，公司还积极开展国际化合作，通过与星盟成员合作，将服务进一步拓展到全球193个国家的1,330个目的地，与31家伙伴合作，在690条航线上实现代码共享。

公司定位于中、高端公、商务主流旅客市场，目前拥有中国规模最大、价值最高的客户群体。截至2015年末，公司凤凰知音的会员达到3,737万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的37.2%，当年新开发大客户388家，有效大客户3,602家，维护和新开发全球协议客户累计达到172家。当年公司向前五客户的销售总额为57.64亿元，占营业收入的5.29%。

货运业务方面，公司利用新开航线拓宽国际货运网络，积极推广新业务与产品，加强快件及特货销售。公司加快上海中转枢纽建设，以网络货物促进载运率改善，2015年经上海中转国际货量同比增长76%；加强客货联动机制，提升腹舱精细化管理水平，保持腹舱竞争优势；促进货站专业化发展，拓展与第三方快递合作，启动跨境电商物流中心业务，通过业务模式转型，优化成本管控。

2015年，公司投入119.82亿可用货运吨公里，同比增长18.08%，实现货运总周转量65.58亿货运吨公里，同比增长15.24%；货邮载运率为54.73%，同比下降1.35个百分点。2015年，公司货邮运收入为84.47亿元，同比减少3.38亿元，其中，因运力投入增加而增加收入15.88亿元，因载运率降低而减少收

入2.49亿元，因收益水平降低而减少收入16.77亿元。

表 4：2014-2015 年公司货运业务情况

	2014	2015	变幅
可用货运吨公里（百万）	10,147.93	11,982.31	18.08%
载运率（%）	56.08	54.73	减少 1.35 个百分点
每收入货运吨公里收益（元）	1.5438	1.2880	-16.57%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

成本控制方面，2015年公司进一步加强成本管理，以提升运行效率、转变营销模式、优化资金结构等为重点，深入推进成本管理。公司通过持续监控市场投放、跟踪航班变化、深化机队整体联动等措施，使运行与市场匹配进一步提升。同时，在油价大幅下降的情况下，公司仍通过推广新系统、深化航路优选等多种渠道节约燃油。此外，公司加强直销渠道比重，压降代理服务支出，2015年直销收入大幅提升42%，占整体收入的比重达到30%，生产运营成本得以有效控制。

总体而言，随着全球航空运输业的快速发展，公司近年来运力持续投入，收入规模稳步增长，加之航油价格下行等因素影响，2015年公司盈利能力相应提升，整体抗风险能力增强。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的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和2015年度合并审计报告，以及未经审计的2016年一季度财务报表。

资本结构

为优化机队机型及机龄结构，公司近年来持续维持一定的新飞机引进规模，2015年公司共引进飞机66架，退出16架，受此影响，公司总资产规模相应增加。截至2015年末，公司资产合计2,137.04亿元，同比增加0.80%，其中，流动资产和非流动资产占比分别为9.14%和90.86%。公司流动资产主要包括货币资金和应收账款，其中应收账款规模36.61亿元，同比增加22.69%，主要系当年新增子公司AMECO¹所

¹ 北京飞机维修工程有限公司（简称 AMECO）位于北京首都国际机场，是中国国际航空股份有限公司和德国汉莎航空公司合资经营的企业。

致。公司年末固定资产1,492.67亿元，相比年初增加6.91%，主要系本年通过自有和融资租赁方式引进新飞机的影响；在建工程207.48亿元，比年初减少21.55%，主要系新飞机引进后预付款等结转至固定资产所致。

盈利空间的加大使得公司2015年留存利润规模大幅提升，当年末净资产合计665.95亿元，同比增加10.55%。受此影响，公司当年末资产负债率和总资本化比率分别为68.84%和61.16%，同比下滑2.75个百分点和4.25个百分点。

从负债结构方面来看，截至2015年末，公司负债合计1,471.08亿元，同比减少3.07%，其中流动负债为502.13亿元，占总负债的34.13%，非流动负债为968.95亿元，占总负债的65.87%。2015年公司运营资金较为充裕，通过调整债务结构，减少流动资金贷款，当年末短期有息债务合计180.66亿元，同比减少46.34%，2013~2015年公司长短期债务比分别为0.61倍、0.42倍和0.21倍，债务结构较为合理。

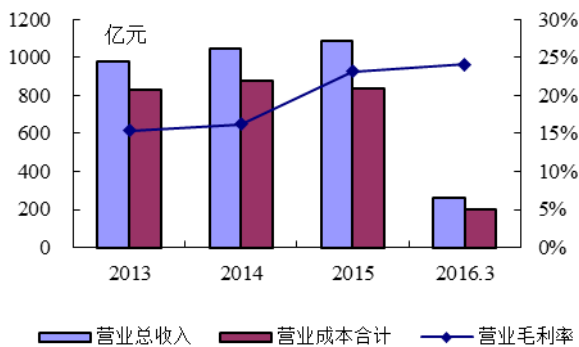
资本性支出方面，2016~2018年公司计划引进飞机共149架，公司资本承诺主要为未来几年内支付的若干飞机和有关设备的购置款项，于2015年12月31日的金额为958.08亿元，较2014年12月31日的1,045.16亿元下降8.33%；经营租赁承诺主要为未来几年内安排租赁若干飞机、办公室和相关设备的付款，于2015年12月31日的金额为401.39亿元，同比增加13.59%。投资承诺主要用于已签署的投资协议，于2015年12月31日的金额为0.58亿元，较2014年12月31日的9.25亿元减少8.67亿元。

整体而言，公司近年来持续调整债务结构，现有债务以长期债务为主，债务期限结构较为合理，资本结构较为稳健。但作为民航运输企业，公司每年均面临一定的飞机引进及更新需求，资本性支出规模较大，中诚信证评对公司未来债务结构的变化及财务负担予以关注。

盈利能力

2015年全球航空运输业发展良好，公司持续加大运力投入，当年实现营业收入1,089.29亿元，同比增长3.85%。2016年1~3月，公司实现营业收入263.89亿元，同比增长4.38%。

图1：2013~2016.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

毛利率方面，公司营业成本构成主要包括航空油料成本、起降及停机费用、折旧、人工薪酬及其他等。2013~2015年，公司营业毛利率分别为15.36%、16.22%和23.17%，2015年毛利率大幅提升的原因主要系当年航空燃料成本的大幅减少，当年公司航油成本同比减少105亿元，减少30.40%。2016年1~3月，公司营业毛利率为24.09%。

表5：2014~2015年公司营业成本分析表

单位：千元、%

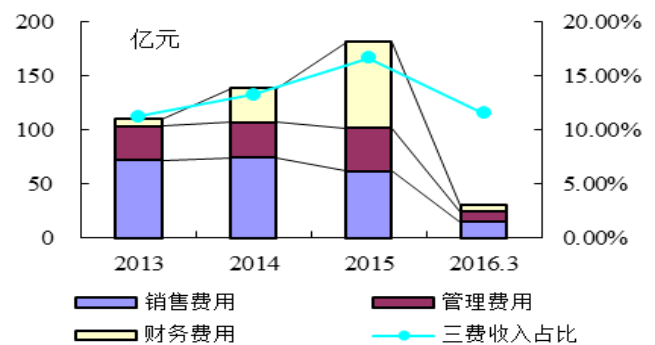
成本构成项目	2014		2015	
	金额	占总成本的比例	金额	占总成本的比例
航空油料	34,542,440	39.31	24,042,614	28.73
起降及停机费用	10,566,490	12.02	11,643,166	13.91
折旧	10,904,635	12.41	12,410,236	14.83
飞机保养、维修和大修成本	3,587,507	4.08	4,105,468	4.80
员工薪酬	11,659,792	13.27	13,575,993	16.22
航空餐饮费用	2,755,640	3.14	3,031,717	3.62
其他	12,151,806	13.83	13,150,346	15.71
其他业务成本	1,709,516	1.95	1,825,358	2.18
合计	87,877,826	100.00	83,694,898	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015年公司销售费用为61.48亿元，同比减少12.81亿元，主要是由于直销比例提升、代理费支出下滑的影响；管理费用40.24亿元，同比增加7.50亿元，主要是新增子公司AMECO的影响；财务费用79.49亿元，同比增加47.97亿元，其中汇兑净损失51.56亿元，同比增加47.96亿元，主要系当年美元兑人民币升值所致。公司拥有较大规模的外币金融负债和外币金融资产，汇率的波动影响公司财务成本，并进而影响公司经营业绩，中诚信证评对

此予以关注。

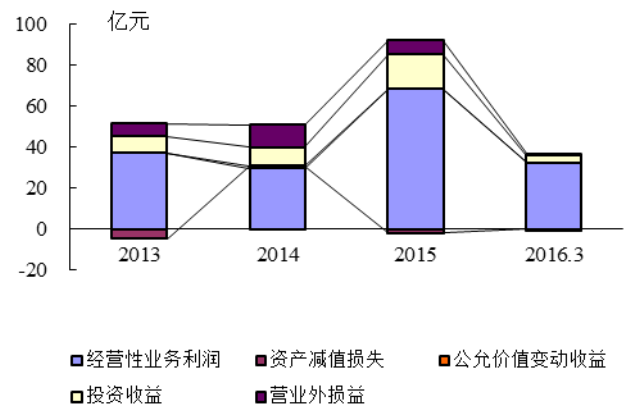
图2：2013~2016.Q1公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动、投资收益和营业外损益构成。当年收入规模的增长及毛利率的提升使得2015年经营性业务利润大幅提升至68.40亿元，同比增长131.17%；2015年公司取得投资收益16.76亿元，其中确认联营企业国泰航空有限公司投资收益10.09亿元，同比增加4.19亿元；2015年公司营业外收入为11.60亿元，同比减少1.08亿元，主要是政府补助减少所致，营业外支出为4.56亿元，同比增加2.92亿元，主要是报告期内确认诉讼和解拨备所致。

图3：2013~2016.Q1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

整体而言，2015年公司客运市场保持了稳步增长的态势，收入规模持续增长，同时，航油价格的下滑使得公司成本得以有效控制，营业毛利率大幅提升，公司当年盈利能力表现良好。但汇率波动对公司运营成本及财务成本造成的影响仍值得关注。

偿债能力

公司飞机引进、更新及发动机采购等投资规模较大，资本性支出规模逐年增加。2015年公司主动调整债务结构，减少流动资金贷款，当年短期债务规模同比减少47.15%，长短期债务比由上年的0.42倍下滑至0.21倍，2016年1~3月，公司长短期债务比为0.30倍，债务结构较为合理。公司未来几年内飞机引进及购置等资本性支出规模虽较大，受益于公司经营现金流较为充裕，可有效削减资本性支出可能带来的财务影响。

获现能力方面，公司EBITDA由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成。2015年收入规模的增长及盈利能力的提升使得公司当年利润总额大幅增长，当年EBITDA规模相应增加至250.56亿元，同比增长28.11%。从公司EBITDA对债务本息的保障程度来看，2013~2015年公司总债务/EBITDA的比率分别为5.94、5.83倍和4.18倍，EBITDA利息保障倍数分别为5.79、5.89倍和7.88倍，盈利能力的向好使得公司EBITDA对债务本息的保障能力逐年增强。

表 6: 2013~2016.Q1 公司偿债指标

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务 (亿元)	681.49	802.63	867.91	834.06
总债务 (亿元)	1,097.93	1,139.33	1,048.57	1,084.99
资产负债率 (%)	71.58	71.59	68.84	68.36
总资本化比率 (%)	65.17	65.41	61.16	61.00
EBITDA (亿元)	184.72	195.59	250.56	79.83
EBITDA 利息倍数 (X)	5.79	5.89	7.88	9.15
总债务/EBITDA (X)	5.94	5.83	4.18	13.59
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.66	5.09	9.98	7.82
经营活动净现金/总债务 (X)	0.16	0.15	0.30	0.06

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流方面而言，2015年公司经营活动产生的现金流量净额为317.53亿元，同比增长87.87%，主要是本期营业收入的增加及航油成本下降带来的支出降低的综合影响；投资活动产生的现金流净流出额为67.88亿元，同比减少35.57%，主要是报告期内支付飞机预付款及尾款支出较上年减少所致；2015年公司经营性现金流较为充裕，融资需求大幅下降，当年筹资活动产生的现金流净流出额为265.62亿元。

2013~2015年，公司经营活动净现金流/总债务分别为0.16倍、0.15倍和0.30倍；经营活动净现金流利息保障倍数分别为5.66倍、5.09倍和9.98倍，公司经营性现金流对债务本息的保障程度较高。

或有负债方面，公司控股子公司深圳航空有限责任公司就该公司员工的房屋按揭银行借款及飞行学员的学费按揭银行借款向有关银行作出担保。截至2015年12月31日，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3.57亿元和110.80万元。公司为子公司中国国际货运航空有限公司提供担保5.92亿美元。总体而言，公司对外担保规模较小，或有风险可控。

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持了良好的合作关系，截至2015年末，已获得多家国内银行提供的最高为1,444.33亿元的若干银行授信额度，其中已使用255.08亿元，未使用1189.25亿元，备用流动性充裕。此外，公司系A股及港股上市公司，国内主体评级持续保持AAA，直接融资能力较强，能够对公司整体偿债形成有效的补充。

总体而言，公司资产规模稳步提升，负债水平持续下降，财务结构稳健性较好，同时近年来收入规模持续增长，经营状况良好，偿债能力极强。但中诚信证评也注意到，公司未来存在较大的资本支出需求，且面临汇率频繁波动的风险，未来仍存在一定的经营及资金压力。

担保实力

本期债券由中航集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中航集团是中央直属的特大型国有航空运输集团，于2002年10月11日正式成立，集团的经营业务涵盖航空客运、航空货运和物流两大核心产业，涉及飞机维修、航空配餐、航空货站、地面服务、机场服务和航空传媒等六大高相关产业，以及金融服务、航空旅游、工程建设、信息网络四大延伸服务产业。目前，中航集团共有包括公司在内的直属企业7家，三级以上企业136家。集团已形成以航空运输核心产业为主导、以高相关产业和延伸产业为协同的综合性产业集团。

中航集团的航空业务（包括客运及货运）由下

属子公司中国国航负责运营。在全球民航运输业健康发展的背景下，集团客运市场保持增长，随着国内和地区航线网络布局的日益健全，以及航空运力在国外投放规模的扩张，集团市场竞争力逐年增强，营业收入持续增长，2013~2015年，集团总营业收入分别为998.14亿元、1,072.05亿元和1,111.20亿元。

此外，中航集团房地产开发、建筑工程施工、招标投标代理、物业管理、酒店经营和资产租赁业务等均由中航集团建设开发公司（以下简称“中航建发”）负责。多年来，中航建发已陆续开发有北京蓝天花园、成都国航世纪中心、凤凰苑别墅等多个房地产项目。酒店业务方面，中航建发拥有自主经营、自有产权酒店4家，包括内蒙国航大厦、大连国航大厦、重庆和府饭店和北京泊悦酒店；租赁经营酒店2家，包括西安联邦商务酒店和上海泊悦酒店。

中航集团综合物流及相关业务的运营主体为民航快递有限责任公司（以下简称“民航快递”）。民航快递业务包括国内项目物流、国际国内货代业务、仓储报关业务、快递业务及客票业务等。截至2015年3月末，民航快递依托全国175个机场和国内1,578条（含港澳台）航线、国际302条航线资源的优势，在国内大中城市的覆盖网点已达到85个，网点布局日益完善。

财务分析

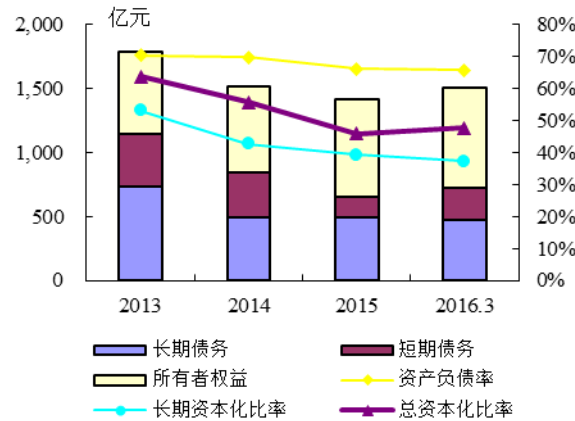
以下分析主要基于中航集团提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013~2015年度合并财务报告，以及未经审计的2016年一季度财务报表。

资产方面，随着中国国航机队规模的逐年扩张，中航集团资产规模相应增长，2013~2015年资产总额分别为2,161.34亿元、2,218.98亿元和2,254.34亿元，2016年3月末，资产总额为2,311.29亿元。集团资产以非流动资产为主，主要为固定资产、在建工程 and 无形资产等，其中固定资产主要为飞机、发动机、房屋及建筑物以及高价周转件等。

资本结构方面，随着经营利润的逐年累积，中航集团所有者权益规模逐年增长，2013~2015年分别为648.40亿元、669.43亿元和764.58亿元，2016年3月末进一步增长至791.11亿元。同时，受子公司中

国国航不断优化其债务结构的影响，中航集团2015年总负债规模下滑至1,489.76亿元，资产负债率相应回落至66.08%，同比减少3.75个百分点，财务结构稳健性有所提升。

图 4：2013~2016.Q1 集团资本结构分析



资料来源：中航集团年报，中诚信证评整理

从盈利能力来看，中航集团主要的收入来源系民航运输业，中国国航近年来收入规模的持续增长推动了集团业务的稳步发展。2015年集团实现总营业收入1,111.20亿元，其中来自于中国国航收入为1,089.29亿元，占比超过95%。2016年1~3月，中航集团实现营业收入275.12亿元。

毛利率方面，2015年国际航油价格仍处于下行通道，成本控制压力的缓解使得中航集团利润空间大幅增长，当年营业毛利率为23.47%，同比提高6.84个百分点，整体盈利能力和抗风险能力得到增强。2015年，中航集团实现净利润74.44亿元，同比增长66.86%。截至2016年3月末，集团净利润为29.05亿元，营业毛利率为24.03%。

偿债能力方面，得益于收入规模的增长及盈利能力的提升，中航集团经营活动净现金流和EBITDA能够实现对债务本息的高度覆盖。2015年，集团EBITDA利息保障倍数和经营性净现金流/利息支出分别为8.74倍和10.40倍。

或有负债方面，截至2015年末，中航集团对外担保余额为3.92亿元，占当期所有者权益的比例很低，或有负债风险可控。

财务弹性方面，截至2015年12月31日，中航集团共获得银行授信额度约2,730.04亿元，其中已使用授信额度652.35亿元，剩余授信额度2,077.69亿元，

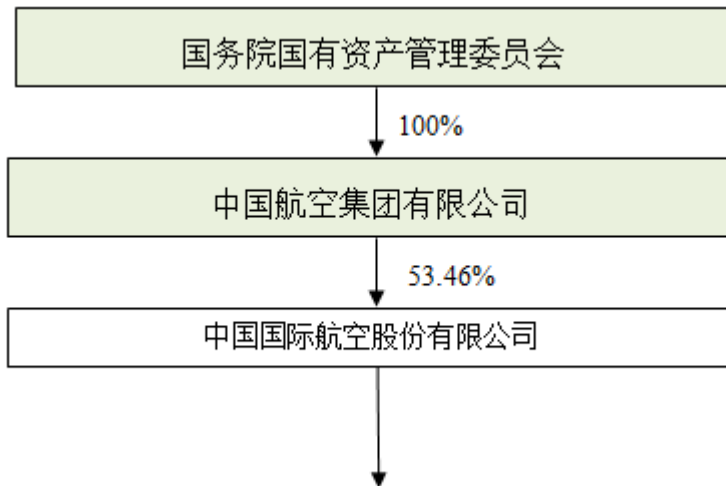
备用流动性充足。

整体而言，中航集团业务成长性良好，盈利能力较强，财务结构较为稳健，整体抗风险增强。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

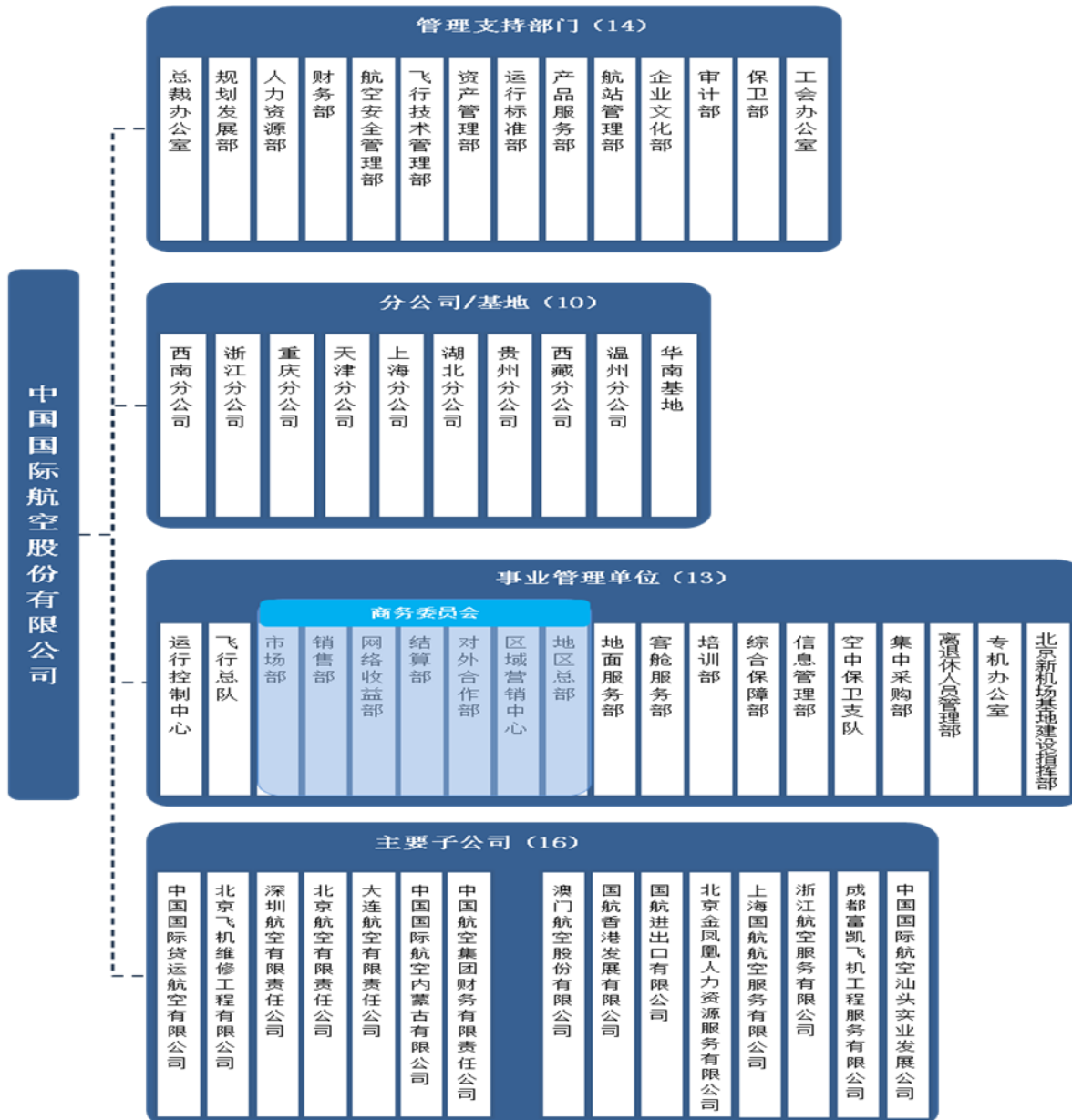
综上，中诚信证评维持中国国航主体信用等级**AAA**，评级展望稳定；维持“中国国际航空股份有限公司2012年公司债券（第二期）”信用等级**AAA**。

附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



类别	投资企业	股权比例
控股	1 国航进出口有限公司	100.00%
	2 北京金凤凰人力资源服务有限责任公司	100.00%
	3 浙江航空服务有限公司	100.00%
	4 上海国航航空服务有限公司	100.00%
	5 中航兴业有限公司	100.00%
	6 中国国际货运航空有限公司	51.00%
	7 国航香港发展有限公司	95.00%
	8 成都富凯飞机工程服务有限公司	60.00%
	9 深圳航空有限责任公司	51.00%
	10 中国国际航空汕头实业发展公司	51.00%
	11 北京航空有限责任公司	51.00%
	12 大连航空有限责任公司	80.00%
	13 中国国际航空内蒙古有限公司	80.00%
	14 AMECO	75.00%
	15 中国航空集团财务有限责任公司	51.00%

附二：中国国际航空股份有限公司组织架构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,509,626.80	934,455.00	779,304.40	881,611.30
应收账款净额	310,058.40	298,420.90	366,135.40	342,454.10
存货净额	104,461.70	110,017.90	173,074.20	188,748.90
流动资产	2,633,446.00	2,234,965.60	1,952,761.40	2,109,954.10
长期投资	1,617,055.10	1,392,962.40	1,356,965.50	1,385,392.90
固定资产合计	15,601,971.30	16,641,619.50	17,036,872.40	17,406,767.50
总资产	20,647,330.00	21,200,186.60	21,370,353.50	21,922,126.50
短期债务	4,164,431.80	3,366,962.30	1,806,575.00	2,509,308.40
长期债务	6,814,912.10	8,026,349.40	8,679,080.10	8,340,648.10
总债务（短期债务+长期债务）	10,979,343.90	11,393,311.70	10,485,655.10	10,849,956.50
总负债	14,779,075.20	15,176,205.20	14,710,839.70	14,984,976.00
所有者权益（含少数股东权益）	5,868,254.80	6,023,981.40	6,659,513.80	6,937,150.50
营业总收入	9,771,296.70	10,488,825.70	10,892,911.40	2,638,881.10
三费前利润	1,468,680.40	1,681,213.40	2,496,002.60	628,003.90
投资收益	81,955.50	88,941.20	167,598.80	33,069.00
净利润	372,239.30	429,902.10	722,014.80	288,234.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,847,177.80	1,955,858.70	2,505,601.70	798,325.19
经营活动产生现金净流量	1,804,367.40	1,690,175.30	3,175,270.70	681,919.40
投资活动产生现金净流量	-2,096,374.30	-1,053,526.70	-678,808.50	-665,127.50
筹资活动产生现金净流量	570,734.20	-1,127,517.20	-2,656,184.50	109,169.30
现金及现金等价物净增加额	251,999.90	-490,212.70	-150,158.90	128,036.30
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	15.36	16.22	23.17	24.09
所有者权益收益率（%）	6.34	7.14	10.84	-
EBITDA/营业总收入（%）	18.90	18.65	23.00	30.25
速动比率（X）	0.36	0.34	0.35	0.34
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.15	0.30	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.43	0.50	1.76	0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	5.66	5.09	9.98	7.82
EBITDA 利息倍数（X）	5.79	5.89	7.88	9.15
总债务/EBITDA（X）	5.94	5.83	4.18	13.59
资产负债率（%）	71.58	71.59	68.84	68.36
总资本化比率（%）	65.17	65.41	61.16	61.00
长期资本化比率（%）	53.73	57.13	56.58	54.59

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,695,203.04	1,096,175.10	1,027,197.28	1,137,895.18
应收账款净额	322,000.93	323,430.39	369,382.58	364,771.75
存货净额	134,980.36	140,143.34	201,512.86	217,299.19
流动资产	2,651,621.07	2,253,227.31	2,131,748.73	2,319,753.51
长期投资	1,942,052.08	1,816,772.67	1,809,900.01	1,828,383.22
固定资产合计	16,120,459.15	17,089,998.41	17,512,021.73	17,879,873.82
总资产	21,613,366.34	22,189,803.89	22,543,387.15	23,112,934.73
短期债务	4,097,031.80	3,485,312.30	1,546,690.70	2,508,708.40
长期债务	7,311,341.58	4,964,430.52	4,954,800.41	4,681,672.01
总债务（短期债务+长期债务）	11,408,373.38	8,449,742.82	6,501,491.11	7,190,380.41
总负债	15,203,720.15	15,495,503.70	14,897,633.83	15,201,860.04
所有者权益（含少数股东权益）	6,483,999.01	6,694,300.19	7,645,753.32	7,911,074.69
营业总收入	9,981,398.86	10,720,489.01	11,111,975.00	2,751,194.17
三费前利润	1,547,184.11	1,760,422.95	2,575,987.09	651,575.28
投资收益	91,111.37	130,342.05	217,433.26	36,019.78
净利润	355,835.42	446,147.96	744,428.90	290,544.71
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,874,922.33	2,029,970.60	2,572,641.11	-
经营活动产生现金净流量	1,712,499.04	1,782,806.11	3,063,829.07	607,945.44
投资活动产生现金净流量	-2,096,406.71	-1,159,961.41	-747,066.52	-677,431.15
筹资活动产生现金净流量	726,175.13	-1,157,787.86	-2,464,109.64	207,059.65
现金及现金等价物净增加额	313,894.35	-533,415.28	-133,472.12	140,641.27
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	15.83	16.63	23.47	24.03
所有者权益收益率（%）	5.55	6.66	9.74	-
EBITDA/营业总收入（%）	18.78	18.94	23.15	-
速动比率（X）	0.35	0.33	0.38	0.37
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.21	0.47	0.34
经营活动净现金/短期债务（X）	0.42	0.51	1.98	0.97
经营活动净现金/利息支出（X）	6.14	5.81	10.40	9.47
EBITDA 利息倍数（X）	6.72	6.61	8.74	-
总债务/EBITDA（X）	6.08	4.16	2.53	-
资产负债率（%）	70.34	69.83	66.08	65.77
总资本化比率（%）	63.76	55.80	45.96	47.61
长期资本化比率（%）	53.00	42.58	39.32	37.18

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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 + 应付短期融资债券 + 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 + 应付融资租赁款

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。