



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪183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2016年公开发行公司债券（第一期）”和“中国国际航空股份有限公司2016年公开发行公司债券（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，维持贵公司上述债券信用等级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

二零一七年五月二十六日

中国国际航空股份有限公司 2016年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	中国国际航空股份有限公司		
发行规模	16国航01：人民币40亿元 16国航02：人民币40亿元		
债券期限	16国航01：3年 16国航02：5年		
存续期	16国航01：2016/08/18~2019/8/18 16国航02：2016/10/20~2021/10/20		
上次评级时间	16国航01：2016/07/29 16国航02：2016/09/21		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中国国航	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	602.40	665.95	764.74	893.26
总资产（亿元）	2,120.02	2,137.04	2,241.28	2,333.52
总债务（亿元）	1,129.40	1,040.57	1,062.04	1,043.44
营业收入（亿元）	1,048.88	1,089.29	1,139.64	289.69
营业毛利率（%）	16.22	23.17	23.48	19.10
EBITDA（亿元）	195.59	250.56	270.98	-
所有者权益收益率（%）	7.14	10.84	10.15	8.10
资产负债率（%）	71.59	68.84	65.88	61.72
总债务/EBITDA（X）	5.77	4.15	3.92	-
EBITDA利息倍数（X）	5.89	7.88	7.82	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2017年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

近年来我国民航运输行业高速发展，2016年中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）机队规模持续扩张，航线网络布局日益完善，供需的持续改善使得公司当年收入规模保持增长，经营性业务盈利能力较强。同时，公司于2017年完成非公开发行股票，自有资本实力得以提升，整体债务负担有所减轻。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到市场波动性风险仍存、资本支出压力大、投资收益锐减以及航油价格上升等因素可能对公司整体业务经营及信用状况造成的影响。

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2016年公开发行公司债券（第一期）”和“中国国际航空股份有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”信用等级AAA。

正面

- 品牌优势突出，市场地位领先。公司是我国唯一的载国旗飞行的民用航空公司，长期为国家领导人、外交使团、文体代表团等提供专机和包机服务，2016年位列“世界品牌500强”第295位，在国内外拥有广泛的品牌认知度和美誉度，市场地位领先。
- 主要基地区位优势明显。北京首都机场旅客吞吐量居世界第二，公司在首都机场的时刻份额较高，区位优势 and 客源结构优势保障了公司业务的稳步发展。此外，未来天合联盟航企在首都机场的整体迁出使得公司在北京枢纽的竞争力进一步加强。
- 航线网络日臻完善。2016年，公司新开国内外航线45条，年末经营的客运航线达到378条，在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势和国际经营能力，也是亚洲唯一能够飞往全球六大洲大陆的航空公司，全



分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn
郭世理 twinkle92@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2017年5月26日

球化网络布局持续优化。

- 财务结构日趋稳健，主要偿债指标向好。2017年3月，公司完成非公开A股发行，实际募集资金净额112亿元，自有资本实力得以增强，并降低了整体债务负担及资产负债水平，财务结构日趋稳健。

关注

- 市场波动风险。航空运输市场需求与国民收入水平密切相关，受结构性、周期性因素叠加，以及国际政治局势动荡等不确定因素的影响，航空运输行业面临的市场波动性风险仍存。
- 汇兑损失风险。截至2016年末，公司境外资产合计191.25亿元，占总资产比例为8.53%，当年公司发生汇兑损失42.34亿元，当前人民币仍面临一定外部贬值压力，汇率波动对公司经营带来的负面影响值得关注。
- 油价波动风险。航油是公司主要的营运成本之一，对业绩的影响重大，2017年一季度，受航油价格上涨影响，公司毛利率较年初大幅下滑4.38个百分点，影响当期业绩表现，中诚信证评关注后期航油价格变动对公司盈利的影响。
- 资本支出压力较大。公司未来三年飞机及相关设备的资本开支计划总额为678.51亿元，其中2017年为237.27亿元，面临一定资本支出压力。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

募集资金使用情况

中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称“16 国航 01”，债券代码“136642”），16 国航 01 发行总额为人民币 40 亿元，发行期限为 3 年，最终票面利率为 2.84%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。公司本期债券募集资金用于补充流动资金、偿还银行贷款以满足公司日常生产经营，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）（债券简称“16 国航 02”，债券代码“136776”），16 国航 02 发行总额为人民币 40 亿元，发行期限为 5 年，最终票面利率为 3.08%。本期债券利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券募集资金用于补充流动资金、偿还银行贷款以满足公司日常生产经营，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

重大事项说明（一）

公司于 2016 年 10 月 31 日收到中国证监会《关于核准中国国际航空股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可【2016】2026 号），核准公司非公开发行不超过 1,540,436,456 股新股。2017 年 3 月，公司完成向中国航空集团公司（以下简称“中航集团”）、中国国有企业结构调整基金股份有限公司、中原股权投资管理有限公司、中国航空油料集团公司、财通基金管理有限公司、兴业财富资产管理有限公司、汇安基金管理有限责任公司、易方达基金管理有限公司非公开发行 1,440,064,181 股 A 股股份，发行价格为 7.79 元/股，实际募集资金净额为 11,200,418,471 元。本次非公开发行 A 股完成后，中航集团直接及间接合计持有本公司 7,508,571,671 股股份，持股比例为 51.70%，仍为公司控股股东。

本次发行完成后，公司资产总额和净资产规模得到增加，财务结构趋于稳健，资金实力得到有效提升，为后续业务的开展提供了良好的保障。

本次非公开发行所募集的资金将用于购买 15

架波音 B787 飞机项目（含座椅等其他机内配套辅助设施）、直销电子商务升级改造项目、机上 WIFI 项目和补充流动资金。募集资金项目实施后，将在提升运营规模、市场覆盖率、完善枢纽网络等业务方面为公司带来积极的影响。

表 1：本次非公开发行 A 股股票发行对象及配售数量

发行对象	配售数量（股）
中国航空集团公司	513,478,818
中国国有企业结构调整基金股份有限公司	231,065,468
中原股权投资管理有限公司	256,739,409
中国航空油料集团公司	385,109,114
财通基金管理有限公司	15,147,625
兴业财富资产管理有限公司	12,849,807
汇安基金管理有限责任公司	12,836,970
易方达基金管理有限公司	12,836,970
合计	1,440,064,181

资料来源：上市公司公告，中诚信证评整理

重大事项说明（二）

2017 年 4 月 21 日，公司发布公告称，收到控股股东中航集团通知，国家发展和改革委员会复函同意中航集团进行航空货运物流混合所有制改革，混合所有制改革的具体实施可能涉及公司本部及部分下属经营航空货运物流业务的子公司，尚未拟定任何混改相关具体方案。混改完成后，公司货运业务或从单一的航空货运承运人向航空物流服务集成商转型，届时公司货运业务量有望得到显著提升。

行业关注

随着出境旅游的不断升温 and 航空公司采取弃价保量政策刺激需求，2016 年国际客运需求维持 2015 年的高位增长，带动我国客运周转量继续保持高速增长。

2016 年，在国际航线客运需求的带动下，我国客运周转量继续保持高速增长。随着我国居民收入水平的上升，消费结构也随之调整，加之出国签证手续有所简化，出境旅游不断升温；此外，2015 年以来国际油价持续下行，燃油附加费取消，航空公司成本压力的降低加大了降价空间。在上述因素影响下，2015~2016 年国际航线旅客周转量增速持续

大幅高于国内航线。2016 年，我国旅客周转量为 8,359.5 亿人公里，同比增长 14.8%，增速与上年持平，其中国际航线增速为 25.30%。

图 1: 2010~2016 年全国民航旅客周转量及增速



资料来源: wind 资讯

根据民航局官网于 2017 年 2 月 20 日发布的《中国民航 2016 年 12 月份主要运输生产指标统计》显示，2016 年 1~12 月，民航共完成旅客运输量 48,776.1 万人次，同比增长 11.8%。此外，2016 年 1~12 月，民航共完成货邮运输量 666.9 万吨，同比增长 6.0%。

表 2: 2016 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	960.9	12.8
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	621.0	11.1
国际航线	亿吨公里	339.8	16.1
旅客运输量	万人	48,776.1	11.8
国内航线 (含港澳台)	万人	43,614.2	10.7
国际航线	万人	5,162.0	22.7
货邮运输量	万吨	666.9	6.0
国内航线 (含港澳台)	万吨	473.6	7.0
国际航线	万吨	193.3	3.4
旅客周转量	亿人公里	8,359.5	14.8
国内航线 (含港澳台)	亿人公里	6,208.0	11.5
国际航线	亿人公里	2,151.6	25.3
货邮周转量	亿吨公里	221.1	6.3
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	71.9	7.4
国际航线	亿吨公里	149.3	5.8
飞机日利用率	小时/日	9.4	-0.1
大中型飞机	小时/日	9.6	-0.1
小型飞机	小时/日	6.6	-0.1
正班客座率	%	82.7	0.6
正班载运率	%	72.8	0.6

资料来源: 中国民用航空局, 中诚信证评整理

2016 年国内航空运输业供需关系继续改善，国际航线客座率继续上升，但国际航线运力投放过快，票价下行压力较大，客座率提升有限。

2016 年，三大航共投入可用座公里 (ASK) 6,952.88 亿座公里，同比增长 9.98%，较 2015 年下降 2.12 个百分点；同期三大航收入客公里 (RPK) 共实现 5,617.52 亿人公里，同比增长 10.68%。受此影响，2016 年三大航客座率有所提升，行业景气度向好。

从国内航线情况来看，随着有效需求的稳步提升，2014 年以前快速投放的运力得以消化，近年来客座率提升较为明显，2016 年，国内航线票价总体保持稳定。从国际航线来看，2015 年以来，航空公司进入对国际航线的战略投入期，纷纷加开国际航线，同时积极引进宽体机以扩张远程国际航线运力。在油价下行的背景下，为应对供给增长过快而带来的需求不足情况，航空公司采取降价保量的措施刺激国际航线需求，以保有客座率的稳定。因此，2015~2016 年，国际航线客座率提升有限，同时价格下降幅度较大。

2016 年 9 月，中国民用航空局、国家发改委发布《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》(以下简称“通知”)，800 公里以下航线的票价将由航空公司依法自主制定。同时航空公司制定、调整市场调节价航线的具体票价种类、水平、适用条件，至少提前 7 日向社会公布。在全票价基础上，航空公司各航线票价上调幅度累计不得超过 10%，每航季票价上调航线不得超过 10 条。截至 2016 年末，实行市场调节价的航线条数达到 677 条。

受油价降幅收窄、经营成本上升等因素影响，2016 年行业毛利率有所下降，但美元债务的缩减使得航企汇兑损失减少，整体盈利能力仍保持较高水平。

2016 年，国内四大航共实现营业收入 3,679.97 亿元，同比增长 5.3%，增速较上年增长 2.1 个百分点。成本方面，2016 年，布伦特原油期货平均收盘

价较 2015 年下降 15.8%，降幅较 2015 年同期大幅缩窄 30.3 个百分点，油价红利对航空公司的业绩改善效应明显减弱。自 2016 年第四季度起，受原油输出组织减产影响，国际油价呈现探底回升走势，布油由年初的 37.22 美元/桶增长至年底的 56.82 美元/桶，航油成本提升或使得航企业绩承压。2016 年，四大航航油成本较 2015 年下降 6.18%，但起降费、职工薪酬、修理费、餐食费等成本构成项目均较 2015 年增长 13% 以上，导致营业成本同比增长 6.99%，四大航整体毛利率水平有所下滑。

表 3：2015~2016 年四大航营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

航空公司	2015		2016	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
中国国航	1,089.29	23.17	1,139.64	23.48
东方航空	938.44	17.79	985.60	16.21
南方航空	1,115.00	18.06	1,147.92	16.06
海南航空	352.25	26.88	406.78	22.91

资料来源：上市公司年报，中诚信证评整理

另一方面，航企拥有大量的外币（主要为美元）债务，而国内航空公司较少使用期货等金融衍生工具进行套期保值，因此人民币汇率的变动对航企的盈利水平有较大影响。2016 年末，人民币兑美元汇率中间价报收 6.9370，较 2015 年末贬值幅度为 6.39%，贬值幅度同比增大 0.62 个百分点。2016 年，航空公司纷纷缩减美元债务规模，汇兑损益对航企盈利能力的影响有所减弱，财务费用总体有所下降。2016 年，四大航共实现利润总额 284.36 亿元，同比增长 13.9%；净资产收益率为 8.84%，较 2015 年下降 1.82 个百分点，航空企业整体盈利能力仍处于较高水平。

总体而言，随着居民消费结构的升级、航空市场供需的改善和航线网络的完善，国内航空运输业运营效率和盈利水平有望继续提升，行业仍将维持较高的景气度。

业务运营

公司航空客运业务发展稳健，行业地位稳固，主营业务收入规模逐年增长。同时，混合所有制改革的开展或将对公司货运业务带来积极的影响。

2016 年，公司主业仍为国际、国内定期和不定

期航空客、货、邮和行李运输业务。作为我国唯一的载国旗飞行的民用航空公司，公司现已拥有国内最广泛的国际航线、最均衡的国内国际网络，以及最庞大、最有价值的客户群体和最大的品牌影响力，在规模上已跻身世界航空运输企业的第一阵营，在国内外航空运输行业中的地位突出。

2016 年，公司共投入可用吨公里 337.77 亿，同比增加 7.69%；实现收入吨公里 236.98 亿，同比增长 8.67%；运送旅客 9,660.59 万人次，同比增长 7.56%；运输货邮 176.91 万吨，同比增加 6.29%。公司各运营指标趋好，全年实现营业收入 1,139.64 亿元，同比增长 4.62%，其中主营业务收入为 1,112.20 亿元，同比增长 4.54%，其他收入为 27.44 亿元，同比增长 8.19%。2017 年一季度，公司实现营业收入 289.69 亿元，同比增长 9.78%。

表 4：2016~2017.Q1 公司主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017.Q1	
	收入	同比增减	收入	同比增减
航空客运	1,016.39	4.71	254.93	9.39
航空货运及邮运	83.05	-1.69	20.52	14.63
其他	12.76	45.42	7.11	6.65
合计	1,112.20	4.54	282.56	9.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

客运方面，2016 年公司实现客运收入 1,016.39 亿元，同比增长 45.71 亿元。其中，因运力投入增加而增加收入 83.09 亿元，因收益水平降低而减少收入 46.81 亿元，因客座率上升增加收入 9.43 亿元。

表 5：2015~2016 年公司客运业务指标情况

指标	2015	2016	同比增减
可用座位公里（百万）	214,828.73	233,218.05	8.56%
客座率	79.93%	80.68%	增加 0.75 个百分点
每收入客公里收益（元）	0.5399	0.5650	-4.43%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分地区来看，国内航线（不含港澳台）仍是公司主要的收入来源，2016 年国内、港澳台、欧洲及北美地区客运收入分别占客运总收入的 66.75%、5.11%、7.07% 和 7.78%。

2016 年公司货邮运收入为 83.05 亿元，同比减少 1.42 亿元，其中，因运力投入增加而增加收入

5.32 亿元，因载运率增加而增加收入 0.31 亿元，因收益水平降低而减少收入 7.05 亿元。

表 6：2015~2016 年公司货邮运业务指标情况

指标	2015	2016	同比增减
可用货运吨公里（百万）	11,982.31	12,739.96	6.30%
载运率	54.73%	54.92%	增加 0.19 个百分点
每收入货运吨公里收益（元）	1.1873	1.2880	-7.82%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

载运率过低、增速较慢、盈利能力欠佳是国内航企货物流业务发展的主要问题，2007 年到 2016 年，航空旅客周转量复合增速为 11.65%，而货运周转量增速仅为 6.7%，在所有交通运输方式中占比分别为 26.7% 和 0.1%，航空货运的地位非常弱势。

2017 年 4 月 21 日，公司发布公告称，国家发展和改革委员会复函同意中航集团进行航空货运物流混合所有制改革。混改完成后，公司货运业务或从单一的航空货运承运人向航空物流服务集成商转型，目前快递航空物流需求旺盛，与各上市快递公司合作亦或成为公司混改的方向之一，届时公司货运业务量有望得到显著提升。中诚信证评对公司未来混合所有制改革动态以及对公司自身经营发展的影响表示关注。

公司机队规模稳步增长，航线网络日益完善，竞争优势明显，但高额的飞机及相关设备采购使得公司资本性支出长期维持高位。

公司主基地位于北京首都国际机场。首都机场年旅客吞吐量已连续七年稳居世界第二，仅次于美国亚特兰大机场，是世界重要的中转枢纽。2015 年，公司在北京首都国际机场的时刻份额达到 46.6%，资源优势显著。此外，根据国家关于北京新机场航空公司基地建设方案，包括公司在内的星空联盟成员保留在首都机场运营，东方航空、南方航空等天合联盟成员整体搬迁至北京新机场运营，首都机场腾让空间将优先满足公司发展需要。公司未来将继续以首都机场为主运营基地，持续集中资源和精力将其打造成为具有世界竞争力的枢纽。

机队建设方面，2016 年公司引进飞机 54 架（包括 7 架 B787-9 新型客机），退出飞机 21 架，机队总规模达到 623 架，平均机龄 6.36 年。在引进方式

上，当年公司自有资金购买 7 架飞机，银行抵押贷款购买飞机 1 架，融资租赁引进飞机 9 架，经营租赁引进飞机 37 架。

2017~2019 年，公司计划分别引进客机 56 架、46 架和 55 架，分别退出客机 18 架、17 架和 20 架，机队规模将保持稳步增长。公司未来三年飞机及相关设备的资本开支计划总额为 678.51 亿元，其中 2017 年为 237.27 亿元，2018 年为 248.00 亿元，2019 年为 193.24 亿元，公司将通过自有资金、债务融资等方式满足资本开支计划。

表 7：截至 2016 年末公司机队情况

	单位：架			
	自有	融资租赁	经营租赁	小计
客机	247	167	187	601
空客系列	114	91	85	290
波音系列	133	76	102	311
货机	10	5	0	15
公务机	1	0	6	7
合计	258	172	193	623

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

航线网络方面，2016 年公司新开国内、国际航线 45 条，作为中欧、中美航线最大承运人，公司全球网络布局持续优化，航班衔接品质不断提高，国际转国际联程旅客流量大幅增长 49%。当年北京枢纽国际网络新开华沙航线，加密旧金山航线，加大“一带一路”相关市场的开拓，新开及加密了吐鲁番、银川等航线，进一步提升了北京枢纽的网络影响力。此外，上海枢纽开通了圣何塞航线，并优化成都、长春、呼和浩特等国内航线时刻，持续巩固上海国际门户地位；成都枢纽开通悉尼航线，加密宁波、兰州、桂林等国内航线，从纵深强化网络结构；深圳开通法兰克福以及深圳-北京-洛杉矶国际航线，启动华南国际远程航线的网络布局。截至 2016 年末，公司经营的客运航线条数达到 378 条，其中国际航线 102 条，地区航线 14 条，国内航线 262 条，通航国家及地区 41 个。此外，公司还积极开展国际化合作，35 家合作伙伴为公司提供每周 15,037 班次代码共享航班；通过与星空联盟成员合作，将服务进一步拓展到全球 192 个国家的 1,330 个目的地。

配合公司枢纽网络战略，公司定位于中高端公

商务主流旅客市场，目前拥有国内规模最大、品质最高的客户群体。截至 2016 年末，凤凰知音会员达到 4,297 万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的 39.3%，同比增加 8.5%。2016 年新开发大客户 351 家，有效大客户数量达到 3,145 家，维护和开发全球协议客户累计达到 160 家。

承诺事宜方面，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 2016 年 12 月 31 日的金额为 854.49 亿元，较 2015 年 12 月 31 日的 958.08 亿元下降 10.81%；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 2016 年 12 月 31 日的金额为 521.71 亿元，同比增长 29.98%。投资承诺主要用于已签署的投资协议，于 2016 年 12 月 31 日的金额为 0.59 亿元，较 2015 年 12 月 31 日的 0.58 亿元增加 0.01 亿元。作为航空运输企业，飞机及相关设备的引进及更新关系到主业的良性发展，公司高额的资本支出情况将长期存在。

财务分析

以下分析基于毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2014~2016 年度标准无保留意见的财务报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

截至 2016 年末，公司总资产 2,241.28 亿元，同比增长 4.88%，其中流动资产合计 193.22 亿元，占总资产的 8.62%，主要包括货币资金 73.22 亿元、应收账款 32.86 亿元、其他应收款 19.23 亿元、预付款项 11.37 亿元、存货 16.81 亿元和其他流动资产 30.53 亿元。公司当年货币资金较年初减少 6.04%，主要得益于资金使用效率提高；应收账款同比减少 10.25%，主要系公司加大催收力度，提高了账款周转率。公司非流动资产合计 2,048.06 亿元，占总资产的 91.38%，主要包括长期股权投资 151.69 亿元、固定资产 1,489.10 亿元和在建工程 293.21 亿元。公司当年末在建工程同比增长 41.32%，主要由于飞机引进规模同比扩张。

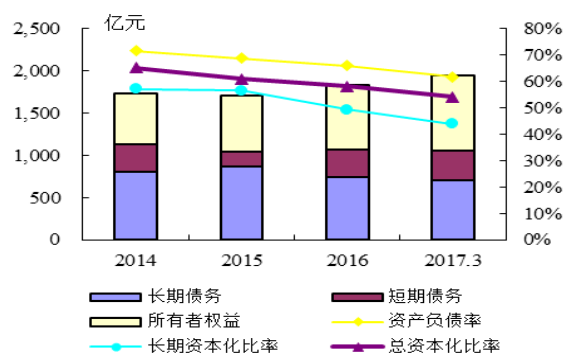
负债方面，截至 2016 年末，公司总负债为

1,476.55 亿元，同比增加 0.37%，其中，流动负债和非流动负债规模分别为 638.46 亿元和 838.08 亿元，分别占总负债的 43.24%和 56.76%。

公司流动负债主要由短期借款 144.89 亿元、应付短期融资债券 51.47 亿元、应付账款 117.76 亿元和一年内到期的非流动负债 131.44 亿元构成。公司非流动负债包括长期借款 128.35 亿元、应付债券 249.98 亿元和应付融资租赁款 362.95 亿元。

截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.88%和 58.14%，同比分别回落 2.96 个百分点和 2.84 个百分点。债务期限结构方面，2016 年末公司总债务 1,062.04 亿元，同比增长 2.06%，长期债务和短期债务规模分别为 741.29 亿元和 320.75 亿元，长短期债务比为 0.43 倍，债务期限结构较为合理。

图 2：2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年 3 月 10 日，公司完成非公开发行 A 股股票，实际募集资金净额为 11,200,418,471 元，受此影响，截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益合计 893.26 亿元，较上年末增长 16.81%，自有资本实力得到增强。当期末，公司总资产合计 2,333.52 亿元，负债合计 1,440.26 亿元，非公开发行的完成使得公司资产负债率和总资本化比率分别回落至 61.72%和 54.03%，财务结构稳健性增强。但鉴于公司每年均面临一定的飞机引进及相关设备更新需求，中诚信证评关注其高额资本性支出对未来债务结构及财务负担造成的影响。

盈利能力

2016 年，在国内航空运输需求旺盛、航空客运市场增长强劲的情况下，公司机队规模持续扩张，航线网络不断完善，当年实现营业收入 1,139.64 亿

元,同比增长 4.62%,其中主营业务收入为 1,112.20 亿元,同比增长 4.54%,占营业收入的比例超过 97%。2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 289.69 亿元,同比增长 9.78%。

毛利率方面,航油成本、起降及停机费用、折旧及员工薪酬系公司主要的成本构成部分。受机队规模增长、飞机起降架次增加影响,2016 年公司折旧、起降及停机费用和飞机保养维修成本同比均有所增加,同时雇员数量的增加和薪酬标准的调整使得公司当年员工薪酬成本亦呈增长趋势。但得益于航油价格的下降,公司航油成本同比减少 8.57%,占总成本的比例下滑至 25.21%。在上述多重因素影响下,当年公司营业毛利率为 23.48%,同比提高 0.31 个百分点,因油价红利效应的逐渐减弱使得公司毛利率增幅同比大幅收窄(2015 年营业毛利率同比提高 6.95 个百分点)。2017 年 1~3 月,公司毛利率为 19.10%,同比下滑 4.99 个百分点,主要原因系油价大幅上涨带来的燃油成本上升。

表 8: 2015~2016 年公司成本构成情况

单位: 亿元、%

成本构成项目	2015		2016	
	金额	占总成本的比例	金额	占总成本的比例
航空油料	240.43	28.73	219.82	25.21
起降及停机费用	116.43	13.91	127.74	14.65
折旧	124.10	14.83	129.17	14.81
飞机保养、维修和大修成本	40.15	4.80	46.55	5.34
员工薪酬	135.76	16.22	153.60	17.61
航空餐饮费用	30.32	3.62	32.71	3.75
其他	131.50	15.71	143.11	16.41
其他业务成本	18.25	2.18	19.32	2.22
合计	836.95	100.00	872.03	100.00

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用看,2016 年,直销比重的提升使得公司代理费支出持续下降,当年销售费用为 55.95 亿元,同比减少 5.53 亿元;管理费用 40.32 亿元,主要为工资薪酬及福利,与上年基本持平;当年公司费用化利息支出为 32.35 亿元,同比增加 4.23 亿元,但当年美元债务有所减少,汇兑净损失同比减少 9.22 亿元,财务费用为 74.94 亿元,同比减少 4.55 亿元,但当前人民币仍存在一定的贬值压力,

公司面临的汇兑损失风险仍值得关注。2016 年,公司期间费用合计 171.20 亿元,三费收入占比 15.02%,2017 年 1~3 月,公司期间费用合计 29.51 亿元,同期三费收入占比为 10.19%,公司对期间费用的管理能力尚可。

表 9: 2014~2017.Q1 公司期间费用情况

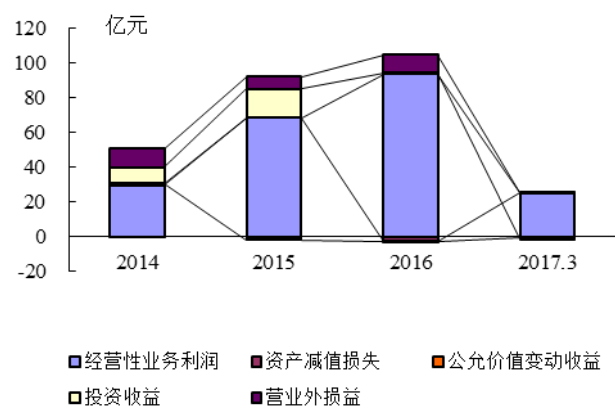
单位: 亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	74.28	61.48	55.95	15.28
管理费用	32.73	40.24	40.32	9.26
财务费用	31.52	79.49	74.94	4.97
三费合计	138.53	181.20	171.20	29.51
三费收入占比	13.21%	16.63%	15.02%	10.19%

数据来源: 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、投资收益和营业外损益构成。收入规模的增长及期间费用控制能力的提升使得公司 2016 年经营性业务利润同比提高 36.65%,为 93.47 亿元。当年,公司投资收益为 0.88 亿元,同比减少 15.88 亿元,主要是长期股权投资对象国泰航空经营亏损,公司当年确认国泰航空投资收益-6.58 亿元,同比减少 16.67 亿元,降幅高达 165.29%。2016 年,公司营业外损益为 10.39 亿元,同比减少 0.05 亿元,主要为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。2016 年,公司利润总额为 102.19 亿元,2017 年 1~3 月,公司利润总额为 24.20 亿元,同比下滑 34.20%,其中国泰航空经营持续亏损导致当期投资收益为-1.42 亿元(上年同期为 3.31 亿元)。

图 3: 2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

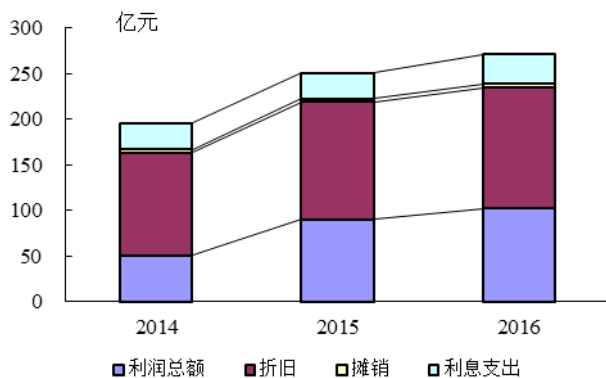
总体而言,2016 年公司收入规模持续增长,期间费用的有效控制推动了经营业务利润的向好,整

体经营性盈利能力表现较强。

偿债能力

从获现能力来看，利润总额、折旧和利息支出为公司 EBITDA 的主要构成。得益于利润总额的增长，2016 年公司 EBITDA 规模为 270.98 亿元，同比增长 8.15%，当年公司总债务/EBITD 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.92 倍和 7.82 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力较强。现金流方面，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 307.24 亿元，较上年小幅减少 3.24%；投资活动产生的经营性现金流量净额为-190.13 亿元，同比增长 180.09%，主要系当年飞机预付款规模增长所致；融资活动产生的现金流量净额为-121.40 亿元，同比增加 144.22 亿元，主要原因为当年短期借款的增加和公司债券的发行。2016 年，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障分别为 0.29 倍和 8.86 倍，经营性现金流对债务本息的保障程度较高。

图 4：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，公司并表范围内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 2016 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约 1.12 亿元和 26.4 万元。此外，截至 2016 年末，公司为中国国际货运航空公司提供担保 5.30 亿美元。

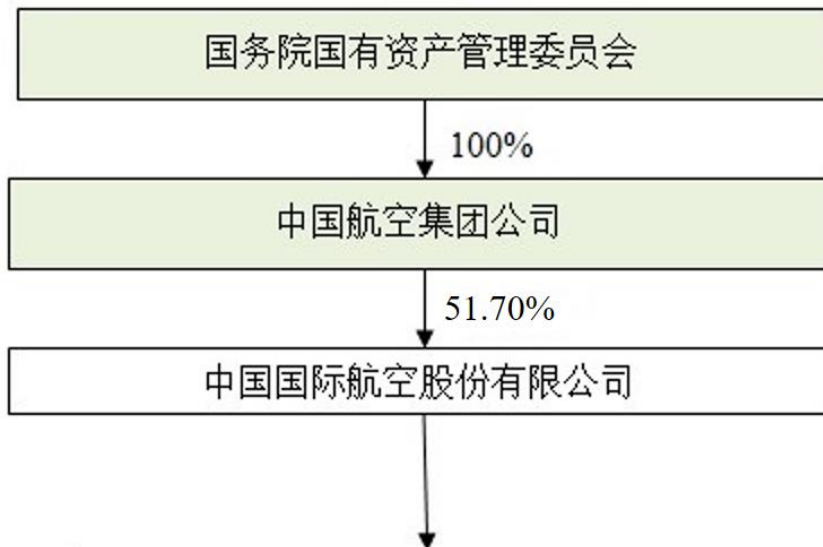
截至 2016 年末，公司已获得多家国内银行提供数额最高为 1,555.35 亿元的银行授信额度，其中已使用额度为 208.35 亿元，备用流动性充足。

整体来看，供需的持续改善使得公司 2016 年

收入规模持续上升，整体盈利能力较强，公司财务结构日趋稳健，偿债能力极强。但投资收益锐减叠加航油刚性成本上升，使得公司 2017 年一季度净利润大幅下降，中诚信证评对此予以关注。

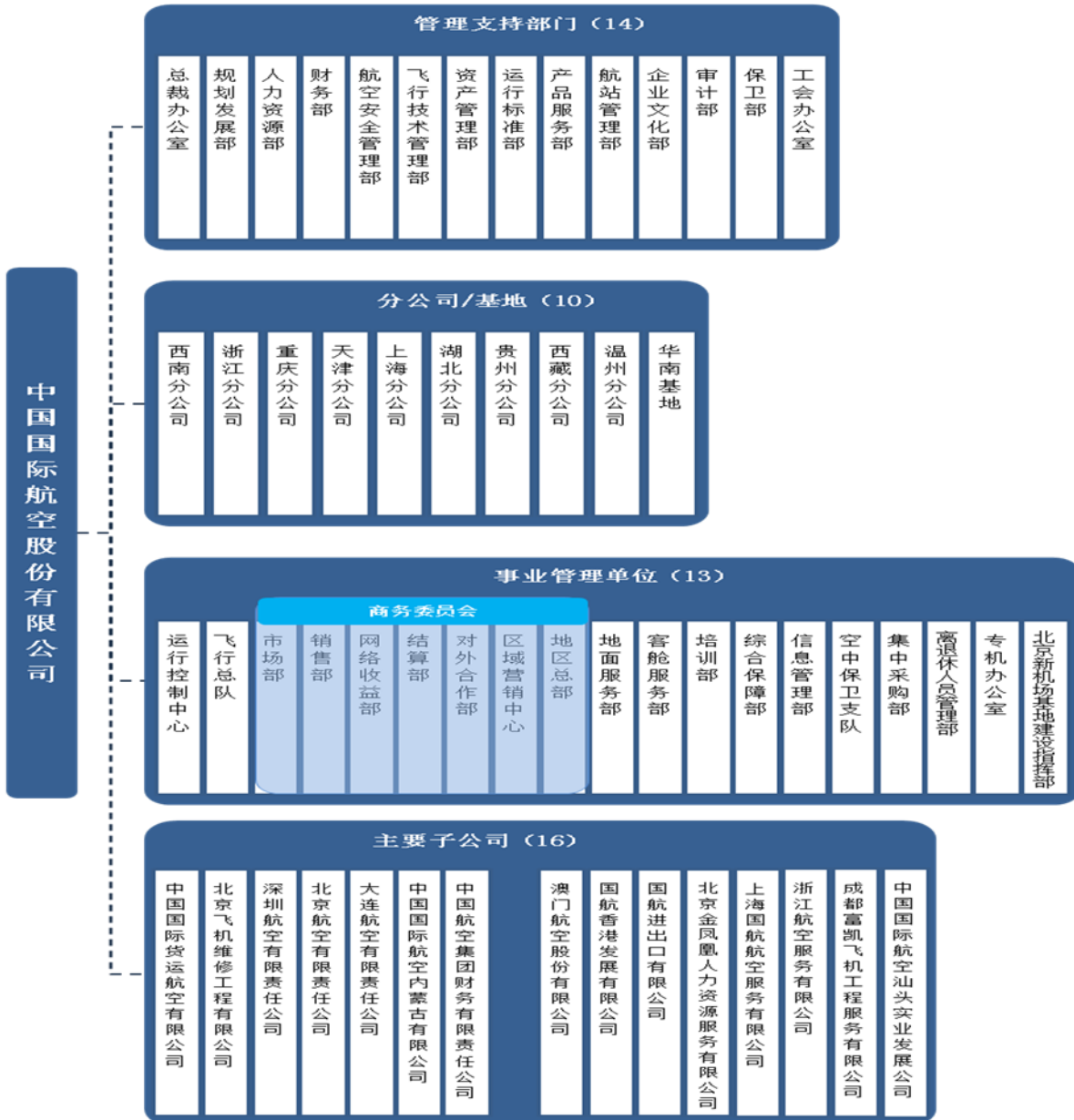
综上，中诚信证评维持中国国航主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”和“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级 AAA。

附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2017 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结构图（截至 2017 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财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	934,455.00	779,304.40	732,235.60	1,568,011.20
应收账款净额	298,420.90	366,135.40	328,609.10	344,340.70
存货净额	110,017.90	173,074.20	168,063.30	197,696.30
流动资产	2,234,965.60	1,952,761.40	1,932,238.10	2,854,615.60
长期投资	1,392,962.40	1,356,965.50	1,633,146.40	1,615,391.90
固定资产合计	16,641,619.50	17,036,872.40	17,856,852.20	17,882,428.10
总资产	21,200,186.60	21,370,353.50	22,412,819.20	23,335,230.40
短期债务	3,267,685.10	1,726,593.30	3,207,516.90	3,448,489.20
长期债务	8,026,349.40	8,679,080.10	7,412,871.70	6,985,957.30
总债务	11,294,034.50	10,405,673.40	10,620,388.60	10,434,446.50
总负债	15,176,205.20	14,710,839.70	14,765,455.20	14,402,620.70
所有者权益（含少数股东权益）	6,023,981.40	6,659,513.80	7,647,364.00	8,932,609.70
营业总收入	10,488,825.70	10,892,911.40	11,396,399.00	2,896,898.20
三费前利润	1,681,213.40	2,496,002.60	2,646,731.00	547,085.70
投资收益	88,941.20	167,598.80	8,785.10	-14,159.20
净利润	429,902.10	722,014.80	776,353.70	180,899.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,955,858.70	2,505,601.70	2,709,753.40	-
经营活动产生现金净流量	1,690,175.30	3,175,270.70	3,072,436.00	247,254.90
投资活动产生现金净流量	-1,053,526.70	-678,808.50	-1,901,303.70	-299,908.70
筹资活动产生现金净流量	-1,127,517.20	-2,656,184.50	-1,213,951.10	883,527.30
现金及现金等价物净增加额	-490,212.70	-150,158.90	-29,008.00	829,644.20
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	16.22	23.17	23.48	19.10
所有者权益收益率（%）	7.14	10.84	10.15	8.10
EBITDA/营业总收入（%）	18.65	23.00	23.78	-
流动比率（X）	0.36	0.39	0.30	0.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.31	0.29	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.52	1.84	0.96	-
经营活动净现金/利息支出（X）	5.09	9.98	8.86	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.89	7.88	7.82	-
总债务/EBITDA（X）	5.77	4.15	3.92	-
资产负债率（%）	71.59	68.84	65.88	61.72
总资本化比率（%）	65.22	60.98	58.14	54.03
长期资本化比率（%）	57.13	56.58	49.22	43.89

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2、2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

附四：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。