



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪233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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月二十四日

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（2019）

债券名称	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.SH		
发行规模	人民币 40.00 亿元		
存续期限	2016/08/18~2019/08/18		
上次评级时间	2018/05/25		
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	

债券名称	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.SH		
发行规模	人民币 40.00 亿元		
存续期限	2016/10/20~2021/10/20		
上次评级时间	2018/05/25		
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	2016	2017	2018	2019.03
所有者权益（亿元）	764.74	949.32	1,005.57	971.94
总资产（亿元）	2,241.28	2,357.18	2,437.16	2,811.78
总债务（亿元）	1,062.04	947.99	957.54	1,358.75
营业收入（亿元）	1,126.77	1,213.63	1,367.74	325.54
营业毛利率（%）	22.16	17.36	15.82	17.26
EBITDA（亿元）	270.98	283.16	275.66	-
所有者权益收益率（%）	10.15	9.10	8.16	13.32
资产负债率（%）	65.88	59.73	58.74	65.43
总债务/EBITDA（X）	3.92	3.35	3.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.82	8.02	7.76	-

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、中国国航 2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2018 年，中国航空运输市场整体呈现供需稳定的局面，国内外出行需求良好，运力增速较快。当年，中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）把握市场节奏，稳定收益水平，营业收入持续增长，同时货运业务的剥离使得公司客运主业规模优势进一步扩大。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到航油价格及汇率波动风险和资本支出压力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）”信用等级 AAA，维持“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级 AAA。

正面

- 品牌优势突出，市场地位保持领先。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，2018 年，在“世界品牌 500 强”的排名上升 3 名至第 287 位，以 1,452.95 亿元的品牌价值成 2018 年入选该榜单的唯一中国航企，市场地位保持领先。
- 运力引进稳步增长，收益水平上升。2018 年末，公司机队规模为 669 架，投入 2,736.00 亿可用座位公里，同比增长 10.41%。同时，公司每客公里收益由上年的 0.5307 元提升至 0.5461 元，推动了当年营业收入的持续增长。
- 北京枢纽领导地位稳固，高质量客户贡献持续提升。公司主基地首都机场年旅客吞吐量已连六年实现增长，基地航班规模不断扩大，枢纽商业价值稳步提升。此外，2018 年末公司凤凰知音会员已超过 5,600 万人，常旅客贡献收入占比 45.1%。区位优势及客源结构优势增强公司核心竞争力。



分析师

米五元 yymi@ccxr.com.cn

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月24日

关注

- 航油价格及汇率波动风险。航油系公司最主要的运营成本，近年来公司航油采购成本大幅提升导致其营业毛利率逐年下滑。此外，2018年6月以来，人民币持续贬值，公司发生汇兑净损失23.77亿元，对其当年盈利造成较大的影响。
- 资本支出压力。公司未来三年飞机及相关设备的资本开支计划总额为462.91亿元，其中2019~2021年分别为241.07亿元、156.65亿元和65.19亿元，或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、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

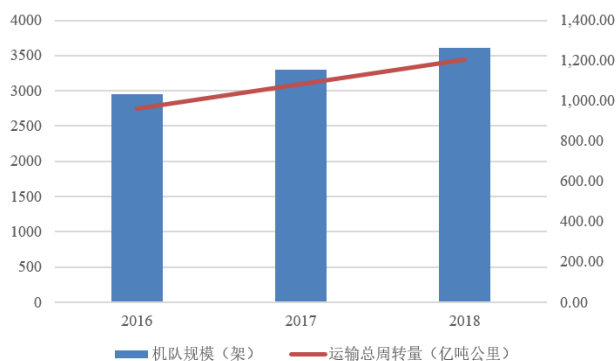
行业关注

2018 年国内航空出行需求旺盛，国际/地区出行需求良好，同时运力供给增速较快，使得国内航空运输市场供需稳定，行业总体仍呈健康发展态势。

目前，中国航空运输业已形成了以中国国航、东方航空、南方航空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。截至 2018 年末，我国共有航空公司 60 家，其中国有控股公司 45 家，民营和民营控股公司 15 家；全货运航空公司 9 家，中外合资航空公司 10 家，上市公司 8 家。2018 年底国内民航在册架数 3,639 架，总运力快速增长。

根据中国民航局统计，2018 年中国民航完成运输总周转量 1,206.4 亿吨公里，旅客运输量 6.1 亿人次，货邮运输量 738.5 万吨，同比分别增长 11.4%、10.9% 和 4.6%。根据全国民航工作会议提出的民航发展主要预期指标，2019 年预计完成运输总周转量 1,360 亿吨公里、旅客运输量 6.8 亿人次，货邮运输量 793 万吨，同比分别增长 11.8%、11% 和 5.7%。

图 1：近三年我国民航机队规模及运输总周转量情况



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

中国航空运输业的航线数量和航线里程亦有显著发展，根据中国民航局统计，截至 2018 年底，我国共有定期航班航线 4,945 条，国内航线 4,096 条，其中港澳台航线 100 条，国际航线 849 条。按重复距离计算的航线里程为 1,219.06 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 837.98 万公里。

航空运输业属于周期性和消费型行业，与宏观

经济周期密切相关。中国经济进入高质量发展阶段，受人均收入保持增长、消费逐步升级、中等收入群体兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，目前中国航空运输业仍处于成长期，中国航空市场需求的驱动力仍较为坚挺，市场发展潜力大。中国民航局预计，到 2020 年我国需满足旅客运输量 7.2 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。ITAT 预计，2024 年中国旅客运输需求将超过美国，成为全球最大的航空客运市场；2035 年中国旅客数量将达到 13 亿人次。

表 1：2018 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	1,206.4	11.4
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	771.5	11.1
国际航线	亿吨公里	434.9	12.0
旅客运输量	万人	61,171.2	10.9
国内航线 (含港澳台)	万人	54,804.5	10.5
国际航线	万人	6,366.7	14.8
货邮运输量	万吨	738.5	4.6
国内航线 (含港澳台)	万吨	495.8	2.5
国际航线	万吨	242.7	9.3
旅客周转量	亿人公里	10,711.6	12.6
国内航线 (含港澳台)	亿人公里	7,889.4	12.1
国际航线	亿人公里	2,822.2	14.0
货邮周转量	亿吨公里	262.4	7.7
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	75.5	3.4
国际航线	亿吨公里	187.0	9.6
正班客座率	%	83.2	0.00pct
正班载运率	%	73.2	-0.3pct

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

受民航局控总量、调结构政策影响，2018 年以来国内航空运输业供给侧改革效果初显，航班时刻收紧，三大航与其他航司运力投放增速出现分化。此外，2017 年底实行的票价改革有望带动航企收入的增长。

2017 年 9 月，民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，提出从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻进行总

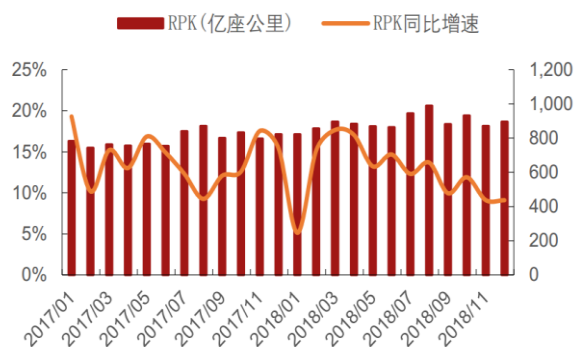
量控制和结构调整，进一步提升民航航班正点率。

供给侧改革下，2018年中国民航航班架次增幅大幅下降。2018年全民航的航班起降架次同比增幅减少2.9个百分点，国内主辅协调机场的定期航班起降架次增幅均低于10%，其中主协调机场的航班起降架次年度增幅仅3.4%，低于1978~2017年期间全球的平均水平。受此影响，相对资源富足的非协调机场航班增幅亦呈下滑趋势。从区域来看，华南、华北和东北等地的机场相应增幅下滑程度超过5%。另一方面，民航航班正点率因供给政策调整得到极大改善。2018年，行业共保障各类飞行562.4万班次，日均15,409班次，在航班总量同比增长5.65%的情况下，全国航班正常率达80.13%，同比提高8.46个百分点，为2010年以来历史新高。

2019年，民航工作总体思路仍将坚持以供给侧改革为主线，继续实施控总量调结构的宏观调控政策，贯彻落实新的《民航航班时刻管理办法》，着力实现运行总量与资源能力匹配，着力实现航班时刻的公平高效量化配置，着力形成推动民航高质量发展时刻资源配置长效机制。

此外，在机场时刻总量控制下，行业ASK¹、RPK²增速略有下滑。2018年全年，我国民航ASK同比增速达到了12.3%，相比2017年下降0.96个百分点，需求与运力供给匹配，PRK同比增速增长12.4%，同比下降1.58个百分点。

图2：2017~2018年我国民航总体RPK及增速



资料来源：中国民用航空局、Wind

图3：2017~2018年我国民航总体ASK及增速



资料来源：中国民用航空局、Wind

2018年全年，三大航ASK同比增长10.3%，2017年飞机引进受到限制，ASK增速仅为8.5%，2016年增速为10.0%，同样低于2018年水平。同年三大航全年RPK同比增长12.6%，增速较2017年下降0.95个百分点，降幅小于行业平均水平。由于《措施》中主要限制了主协调机场时刻增量，导致中小航企在主协调机场的时刻增量受限，造成一二线市场供给增速结构性收缩，而三大航作为行业龙头，本身供给增速趋于平稳，并拥有存量时刻对冲，且网络航线完善，能够通过调配运力增加航距等措施推动运力供给的小幅增长。2018年，除三大航之外的中小航司全年ASK同比增长16.3%，相比上年增速下滑7.6个百分点，RPK同比增长15.4%，低于ASK增速。

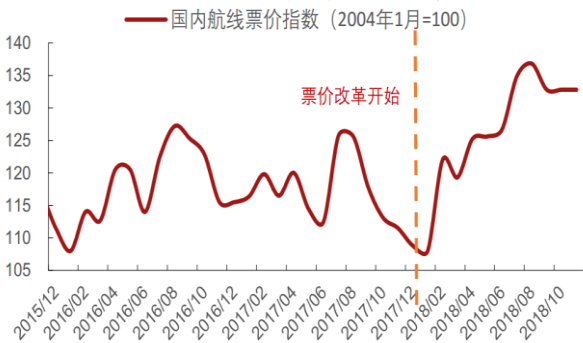
2018年初，《中国民用航空局国家发展改革委关于进一步推动民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》进一步扩大了市场调节票价航线范围，5家以上（含5家）航空运输企业参与经营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。

2018年夏秋航季，国内各航空公司陆续在部分黄金航线上进行了调价。上海-北京、北京-深圳、上海-深圳、上海-广州、北京-广州等一线互飞航线，以及部分二线城市均上调全票价10%。中国民航局数据显示，2018年11月国内航线票价指数较1月上漲24.8，漲幅达23.96%。

¹ ASK：即可用座位公里，用于表示航空公司可产生的最大经济效益。

² RPK：即旅客周转量，用于反应航空运输企业旅客运输工作量的综合性指标。

图 4：2015 年以来国内航线票价指数



资料来源：中国民用航空局、Wind

2017 年我国航空业客座率已经达到 83.2%，在此次全票价提升 10% 之前，航空票价普遍处于均衡价格，导致航空公司客座率较高，但无法通过提高票价转换为更高的收益，在票价市场化的进程中，票价提升将更多的转化为收入的增长。

人民币的贬值及航油价格的提升给国内航空公司带来重大利润损失，2019 年航油价格的小幅走弱及汇率环境的改善或能够在一定程度上缓解国内航司成本压力。

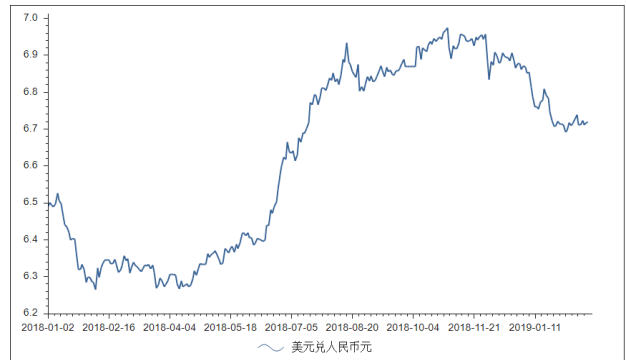
航空属于强周期行业，是供需、油价、汇率三重周期叠加的结果。供需增速的相对变化影响了航空行业收益水平的波动，而油价和汇率则作用于航空成本端。2018 年油价成本的高企和汇兑损失对航空公司盈利造成重大利空，经营业绩下滑明显。2019 年油价和汇率同时逆转，油价威胁降低，人民币兑美元汇率阶段性升值，航空业景气度结构性改善，收益水平稳定。

汇率是直接影响航空公司净利润的重要因素。航空公司采购飞机时，主要通过美元结算，造成美元负债在总负债中占比较高。当存在美元净债务时，若人民币贬值，将产生汇兑损失，反之亦然。根据三大航 2018 年报显示，2018 年人民币贬值 5%，给三大航带来的损失分别为国航 23.8 亿元、东航 20.4 亿元、南航 17.4 亿元。

2019 年以来，中美贸易磋商节奏加快，引发市场对中美谈判的乐观预期，推动人民币升值，当年年初至 3 月 1 日，人民币升值 2.17%。长期来看，汇率本质上是由两国经济基本面决定，人民币贬值压力根源在于中美经济基本面的分化。但随着美国经济边际走弱，中国的最终需求逐渐企稳，中美的分

化将逐渐收敛，人民币贬值压力有望减轻。

图 5：2018~2019 年 4 月美元兑人民币中间价走势



资料来源：Choice 终端，中诚信证评整理

航油成本是航空公司占比最高的成本项。2018 年全年，航空公司航油压力显著，全年航空煤油进口到岸完税价格为 5,389 元/吨，同比提高 28.2%，受此影响，国内航司当年经营业绩出现明显下滑。2018 年底开始，油价出现下降趋势，2018 年 12 月份和 2019 年 1 月份，布伦特原油价格同比分别下降 9.99% 和 12.79%，2019 年 2 月，布伦特原油价格同比下降 1.98%，为 64.6 美元/桶。

图 6：2017~2019 年 2 月布伦特原油期货价走势



资料来源：Choice 终端，中诚信证评整理

总体而言，受燃油、汇率等因素影响，2018 年国内航空企业经营业绩同比出现下滑。但得益于民航局控总量、调结构政策影响，国内航空运输业供给侧改革效果初显，三大航竞争优势更趋凸显，加之航空票价市场化进程的推进，航企收入仍有望进一步增长。

业务运营

2018年公司机队规模仍维持增长态势，运力投入的增长、航线网络的完善以及收益水平的上升推动了营业收入的持续扩张，但航油价格上涨对公司未来盈利表现的影响仍需予以关注。

公司是我国唯一的载国旗航空公司，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，拥有国内最广泛的国际航线、最均衡的国内国际网络、最具价值的旅客群体和最强大的品牌影响力。跟踪期内，公司在世界品牌实验室“世界品牌500强”中的排名上升3位至287位，以1,452.95亿元的品牌价值成为2018年入选该榜单的唯一中国航企，市场地位突出。

跟踪期内，公司主营业务无重大变动，收入构成包括国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李的运输业务。2018年，公司稳步扩大机队投入规模，加强生产资源结构调整，持续提升飞机利用效率。当年，公司投入2,736.00亿可用座位公里，同比增长10.41%；实现客运总周转量2,205.28亿收入客公里，同比增长9.67%；客座利用率为80.60%，同比下降0.54个百分点。货运方面，公司投入142.40亿可用货运吨公里，同比增加6.92%；实现货运总周转量79.70亿收入吨公里，同比增长5.52%；货邮载运率为55.59%，同比下降0.74个百分点。

表2：2018年公司主要运输数据指标

	2018	同比增减(%)
可用座位公里(百万)	273,600.29	10.41
可用货运吨公里(百万)	14,240.47	6.92
可用吨公里(百万)	38,920.17	9.10
收入客公里(百万)	220,528.34	9.67
收入货运吨公里(百万)	7,969.51	5.52
旅客人次(千)	109,726.59	8.02
货物及邮件(吨)	1,908,369.07	3.62
客座率	80.60%	-0.54pct

资料来源：公司定期年报，中诚信证评整理

2018年，公司实现营业收入1,367.74亿元，同比增长12.70%，其中航空客运和航空货运及邮运业务分别实现收入1,204.30亿元和114.06亿元，较上年同期涨幅分别为12.82%和11.22%，业务结构基本稳定。2019年1~3月，公司实现营业收入325.54

亿元，同比增长3.00%。

表3：2018年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

业务板块	2018	
	营业收入	同比增减
航空客运	1,204.30	12.82
航空货运及邮运	114.06	11.22
其他	15.50	21.03
合计	1,333.86	12.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基地枢纽方面，公司主基地北京首都国际机场旅客吞吐量已连续六年实现增长，连续九年稳居世界第二，成为世界重要的国际枢纽。2019年，北京大兴国际机场将投入运营，中国民航局正式印发的《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》和《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》对北京两大机场定位、航班时刻资源配置作出了相应规划。方案显示，在大兴国际机场投入运营后，公司将继续留守首都机场，并取得其他转场航司留下的时刻份额及航站楼资源，山东航空等公司关联方亦将在此次调整中受益，公司市场份额有望进一步扩大。

同时，配合公司枢纽网络战略，公司定位于中高端商务主流旅客市场，目前拥有中国最具价值的旅客群体。截至2018年12月31日，凤凰知音会员已超过5,600万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的45.1%，收入贡献同比增加11.6%。2018年，公司新开发大客户346家，贡献收入同比增长18.2%，比重占客运收入的10%；有效大客户数量达到2,538家，维护和新开发全球协议客户累计达到141家。

航线网络方面，2018年，公司北京枢纽开通北京-巴塞罗那、北京-休斯顿-巴拿马城、北京-哥本哈根等国际航线以及北京-惠州、北京-兰州-阿克苏等国内航线，加密北京-伦敦、北京-莫斯科及北京-重庆等国际、国内航线班次；成都国际枢纽新开成都-伦敦、成都-曼谷及成都-和田等航线；上海国际门户加密上海-巴黎、上海-名古屋等国际航线，上海周边开通杭州-芽庄、杭州-运城等国际、国内航线；深圳国际门户加快国际航线市场布局，新开深圳-伦敦、深圳-雅加达及深圳-乌鲁木齐、深圳-包头等

国际、国内航线，加密深圳-首尔、深圳-金边等航线。此外，公司新开广州-普吉、广州-河内及呼和浩特-西安、贵阳-厦门等国际国内航线。2018年，公司新开（含调整）国内、国际航线155条，经营的客运航线条数达到754条，其中国际航线138条，地区航线27条，国内航线589条。当年末，公司通航国家及地区42个，通航城市184个，其中国际66个，地区3个，国内115个。同时，公司还积极开展国际化合作，36家合作伙伴为公司提供每周14,087班次代码共享航班；通过与星空联盟成员的合作，公司将服务进一步拓展全球193个国家的1,317个目的地。2019年，公司拟开通北京-斯里巴家湾市、杭州-罗马、天津-大阪、北京-喀什、成都-巴中-上海等航线。

机队建设方面，2018年，公司共引进飞机50架，包括6架A350、1架B787-9、2架B777-300ER，3架A330-300、14架B737-8MAX、9架B737-800、2架B737-700、8架A320NEO、3架A321NEO和2架A320飞机。其中，公司自有资金购买飞机5架，融资租赁引进飞机34架，经营租赁引进飞机11架。当年，公司退出飞机21架，包括1架B747-400、4架B777-200、4架B737-800、2架A320、2架A319、7架B737-700飞机和1架公务机。截至2018年末，公司共有客机（含公务机）669架，平均机龄6.62年。值得注意的是，受埃航坠机事件影响，2019年3月11日9时，中国民航局发出通知，要求国内运输航空公司于2019年3月11日18时前暂停波音737-8MAX系列飞机的商业运行。截至2019年3月末，公司共拥有737-8MAX16架，中诚信证评对因此次停飞事件对公司运力调配、运维费用等造成的商业损失予以长期关注。

表4：截至2018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	276	188	200	664
空客系列	136	94	99	329
波音系列	140	94	101	335
货机	10	5	0	15
公务机	1	0	4	5
合计	287	193	204	684

注：2018年12月28日，公司完成向资本控股出售国货航51%股权事宜，故自该日起公司不再持有列表中的15架货机。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司未来三年飞机及相关设备的资本开支计划总额为462.91亿元，其中2019年、2020年和2021年分别为241.07亿元、156.65亿元和65.19亿元，将通过自有资金或债务融资等方式满足资本开支计划的需求。

公司航空客运业务收入主要受运力情况、航线收益率及客座率水平的影响。2018年公司客座率水平小幅下滑0.54个百分点，但得益于运力投入的持续增长以及收益水平的上升，全年实现客运收入1,204.30亿元，同比增长12.82%。

表5：2017~2018年公司客运业务指标情况

指标	2017	2018
可用座位公里（百万）	247,815.03	273,600.29
客座率	81.14%	80.60%
每客公里收益（元）	0.5307	0.5461

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司航空客运业务收入仍集中于国内，2018年公司在大陆实现客运收入796.27亿元，占比66.12%，同比小幅下滑1.56个百分点。国际业务方面，欧洲、北美以及日韩地区的收入分别为110.65亿元、80.69亿元和68.55亿元，占比分别为9.19%、6.70%和5.69%。

2018年，公司货邮运收入为114.06亿元，同比增加11.51亿元，其中，因运力投入增加而增加收入7.09亿元，因载运率下降而减少收入1.43亿元，因收益水平增加而增加收入5.85亿元。

表6：2017~2018年公司货邮运业务指标情况

指标	2017	2018
可用货运吨公里（百万）	13,319.36	14,240.47
载运率	56.70%	55.96%
每货运吨公里收益（元）	1.3578	1.4312

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

我国航空货运市场近年来始终供大于求，市场竞争激烈，货运价格水平处于低位。2018年8月30日，公司发布公告称，拟作价24.39亿元向中国航空资本控股有限责任公司（以下简称“资本控股”）转让公司持有的中国国际货运航空有限公司（以下简称“国货航”）51%的股权。资本控股是公司控股股东中国航空集团有限公司全资子公司，本次交易构成关联交易，但不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

2018年12月28日，公司发布公告称，截至公告日，国货航就本公司持有的国货航51%股权转让给资本控股相关事项已于北京市工商行政管理局完成变更登记，公司不再持有国货航股权。本次股权转让关联交易完成后，公司资源将进一步聚焦航空客运业务，有利于公司提升航空客运的经营管理能力及竞争力。

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2016年度标准无保留意见的审计报告、德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2017~2018年度标准无保留意见的审计报告，以及未经审计的2019年一季度财务报表。

公司自2018年1月1日起执行财政部于2017年修订的《企业会计准则第14号-收入》以及包括《企业会计准则第22号-金融工具的确认和计量》（修订）、《企业会计准则第23号-金融资产转移》（修订）、《企业会计准则第24号-套期会计》（修订）和《企业会计准则第37号-金融工具列报》（修订）在内的新金融工具准则。新收入准则引入了收入确认计量的五步法，并针对特定交易（或事项）增加了更多的指引。公司根据首次执行本准则的累计影响数，调整2018年1月1日的留存收益及财务报表相关项目金额，对可比期间信息不予调整。仅在首次执行日尚未完成的合同的累计影响数进行调整。根据新收入准则，合同负债是指公司已收或应收客户对价而应向客户转让商品或服务的义务。因此，于2018年1月1日，公司将预收款项余额转入合同负债，同时也将常旅客积分奖励计划下形成的递延收益余额重分类为合同负债（其中合同义务在一年之后到期的列示为其他非流动负债）。

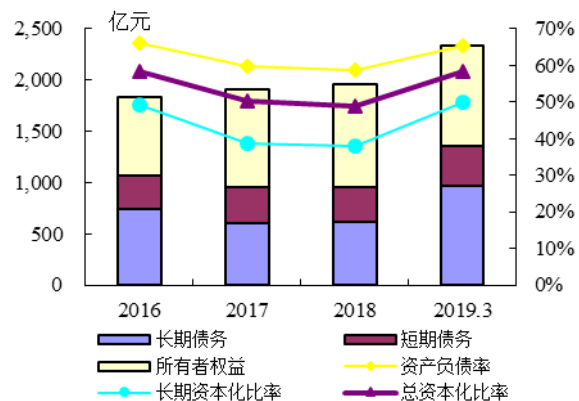
根据《关于修订印发<企业会计准则第21号-租赁>的通知》（财会【2018】35号）（以下简称“新租赁准则”），公司自2019年1月1日起执行新租赁准则，并调整2019年1月1日财务报表的相关项目净额，对可比期间信息不予调整。

资本结构

2018年下半年以来，人民币大幅贬值，受外币报表折算差额变动影响，当年末公司其他综合收益同比增加7.31亿元至-9.63亿元，得益于留存收益的积累，2018年末公司所有者权益合计1,005.57亿元，同比增长5.93%。同年末，公司总资产和总负债分别为2,437.16亿元和1,431.59亿元，同比分别增长1.69%和3.39%，资产负债率和总资本化比率分别为58.74%和48.78%，较上年末分别下降0.99个百分点和1.40个百分点。

受会计政策变更影响，2019年公司将所有租赁确认使用权资产和租赁负债。截至2019年3月末，公司总资产和总负债分别为2,811.78亿元和1,839.84亿元，较上年末涨幅分别为15.37%和28.52%。当期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为65.43%和58.30%，同比分别提高6.69个百分点和9.52个百分点。

图7：2016~2019.3公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2018年末，公司总资产2,437.16亿元，其中流动资产合计237.26亿元，占资产总额的9.74%，包括货币资金78.08亿元、应收票据及应收账款53.74亿元、预付款项11.89亿元、其他应收款30.31亿元、存货18.77亿元和其他流动资产44.47亿元。当年末，公司货币资金中所有权受到限制的约为10.44亿元，包括存放于中国人民银行准备金约7.58亿元、质押银行存款2.40亿元和保证金0.46亿元，整体流动性良好；年末应收账款中前五大客户应收账款余额为35.35亿元，占应收账款余额的63%，受国货航股权转让影响，公司年末新增对关

联方国货航的应收账款 26.24 亿元，导致应收账款规模同比增长 53.96%，但年末应收账款账龄基本在一年以内（占比为 96.81%），回收风险可控；预付款项包括预付的经营租赁飞机租金、设备采购款和航油采购款等，2018 年公司减少了航油采购的预付款规模，年末预付款项同比下滑 61.81%；其他应收款主要包括应收购买飞机及发动机回扣款、租赁押金和关联公司往来款，往来款无抵押且不计利息，还款期在一年之内，或未约定固定还款期限，当年公司应收关联公司款项的增加使得年末其他应收款同比增长 50.86%；年末存货主要为航材消耗件等；其他流动资产包括公司下属财务公司发放给中航集团及其子公司的短期贷款 10.55 亿元和增值税留抵税额 24.67 亿元，其中贷款年利率范围为 3.92%~4.35%。2018 年末，公司非流动资产 2,199.90 亿元包括长期股权投资 165.41 亿元、固定资产 1,604.03 亿元和在建工程 321.80 亿元。公司长期股权投资对象包括国泰航空有限公司（以下简称“国泰航空”）、山东航空集团有限公司和西藏航空有限公司等；固定资产主要为飞机发动机、房屋建筑物等，受飞机及发动机、高价周转件规模的增加影响，同比增长 1.34%；在建工程主要为飞机预付款和发动机替换件等，同比增长 6.06%。

截至 2019 年 3 月末，公司资产结构仍以非流动资产为主。其中，流动资产合计 229.59 亿元，占资产总额的比例为 8.17%，包括货币资金 67.28 亿元、应收账款 63.88 亿元、其他应收款 27.78 亿元、预付款项 8.37 亿元、存货 21.03 亿元和其他流动资产 45.24 亿元。公司期末非流动资产合计 2,582.19 亿元，占期末资产总额的 91.83%，包括长期股权投资 152.77 亿元、固定资产 813.61 亿元、在建工程 316.54 亿元、使用权资产 1,174.44 亿元和递延所得税资产 44.33 亿元。2019 年以来，受会计政策变更影响，融资租赁资产自固定资产调整至使用权资产中核算，导致期末固定资产较上年末下滑 49.28%。

负债方面，2018 年末，公司负债合计 1,431.59 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 722.31 亿元和 709.28 亿元，占比分别为 50.46% 和 49.54%。当年末，公司流动负债包括短期借款 175.62 亿元、

应付短期融资债券 34.67 亿元、应付账款及应付票据 161.74 亿元、国内票证结算 32.38 亿元、国际票证结算 56.48 亿元、其他应付款 71.63 亿元和一年内到期的非流动负债 134.42 亿元。受子公司深圳航空有限责任公司短期融资券发行影响，公司年末应付短期融资券同比增长 185.40%；合同负债主要系常旅客奖励计划（一年内到期的部分）；其他应付款主要为吸收存款，系中航集团及其他关联方存放于公司下属财务公司的款项，存款年利率为 0.35%~2.10%；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付融资款等。公司年末非流动负债包括长期借款 31.85 亿元、应付债券 124.00 亿元、长期应付款 42.09 亿元、应付融资租赁款 458.48 亿元和其他非流动负债 30.63 亿元。2018 年，国货航股权转让后不再并表，加之偿还部分借款，年末公司长期借款规模同比下降 58.13%；其他非流动负债系一年以后到期的常旅客奖励计划。

2019 年 3 月末，公司负债合计 1,839.84 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 753.35 亿元和 1,086.49 亿元，占比分别为 40.95% 和 59.05%。公司期末流动负债包括短期借款 143.51 亿元、应付短期融资债券 67.61 亿元、应付账款及应付票据 177.00 亿元、其他应付款 62.40 亿元和一年内到期的非流动负债 177.85 亿元。当期末，公司非流动负债主要由长期借款 20.21 亿元、应付债券 134.50 亿元、租赁负债 815.07 亿元、长期应付款 39.71 亿元和其他非流动负债 31.91 亿元构成。新租赁准则要求承租人对所有租赁确认使用权资产和租赁负债，导致公司期末负债规模大幅增长。

期限结构方面，2018 年末公司总债务规模为 957.54 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.56 倍；截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 1,358.75 亿元，长短期债务比为 0.40 倍，债务期限结构较为合理。

总体而言，利润留存使得公司自有资本实力逐步增强，资产负债率和总资本化比率较为适中，财务结构较为合理。

盈利能力

2018年，公司稳步扩大机队规模，完善航线网络，加大运力投入，全年投入2,736.00亿可用座位公里，实现营业收入1,367.74亿元，同比增长12.70%，其中客运收入同比增长12.82%，货运收入同比增长11.22%。2018年，随着国货航股权转让的完成，公司将进一步聚焦主业，提升航空客运的经营管理能力及竞争力，以航空客运运输为主的收入结构亦将进一步改善。毛利率方面，2018年航油价格的上涨使得公司相关成本支出增加，当年航空油料成本占营业成本比重由上年的28.33%增至33.42%，公司当年营业毛利率为15.82%，同比下滑1.54个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入325.54亿元，同比增长3.00%，受货运业务剥离影响，公司收入增速有所放缓；当期营业毛利率为17.26%，较上年末提高1.44个百分点，主要受益于2019年初以来油价的下行。

表 7：2017~2018 年公司成本构成情况

成本构成项目	2017		2018	
	金额	占总成本的比例	金额	占总成本的比例
航空油料	284.09	28.33	384.81	33.42
起降及停机费用	138.63	13.83	153.55	13.34
折旧	129.69	12.93	138.96	12.07
飞机保养、维修和大修成本	62.09	6.19	66.13	5.74
员工薪酬	171.18	17.07	187.01	16.24
航空餐饮费用	34.62	3.45	37.87	3.29
经营性租赁费	73.11	7.29	71.66	6.22
其他	86.91	8.68	88.03	7.66
其他业务成本	22.41	2.23	23.30	2.02
合计	1,002.74	100.00	1,151.32	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，2018年公司期间费用合计164.07亿元，同比增加58.67亿元，其中销售费用为63.48亿元，同比增长3.84%，主要系广告宣传费增加所致；管理费用同比增长9.37%至47.83亿元，主要原因为人工成本的增加；2018年6月以来人民币发生贬值，公司全年发生汇兑净损失23.77亿元（上年为汇兑净收益29.38亿元），导致财务费

用大幅增加至52.76亿元。2018年，公司三费收入比为12.00%，同比提高3.32个百分点。2019年1~3月，公司期间费用合计26.18亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别为16.56亿元、10.75亿元和-1.13亿元，三费收入比为8.04%。近年来人民币汇率波动较为频繁，汇兑损益对公司最终盈利的影响仍值得关注。

表 8：2016~2019.3 公司期间费用情况

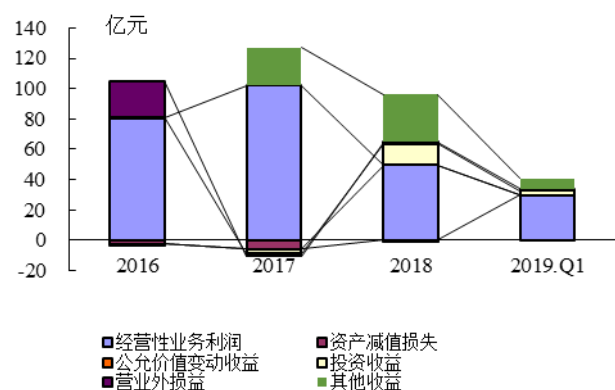
	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	55.95	61.13	63.48	16.56
管理费用	40.32	43.73	47.83	10.75
财务费用	74.94	0.53	52.76	-1.13
三费合计	171.20	105.40	164.07	26.18
三费收入比	15.19%	8.68%	12.00%	8.04%

注：中诚信证评将公司2018年及2019年一季度研发费用计入管理费用内核算。

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。2018年公司利润总额为99.58亿元，其中经营性业务利润为49.72亿元，同比下滑51.37%，主要系航油价格的上涨以及汇兑损失增加的影响。2018年，公司取得投资收益13.68亿元，主要系联营企业国泰航空利润增加以及股权处置产生的收益影响。2018年，公司其他收益31.34亿元主要包括航线补贴26.60亿元和政府专项补贴或奖励2.47亿元。2019年1~3月，公司利润总额40.85亿元，其中经营性业务利润和其他收益分别为29.53亿元和7.04亿元。

图 8：2016~2019.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

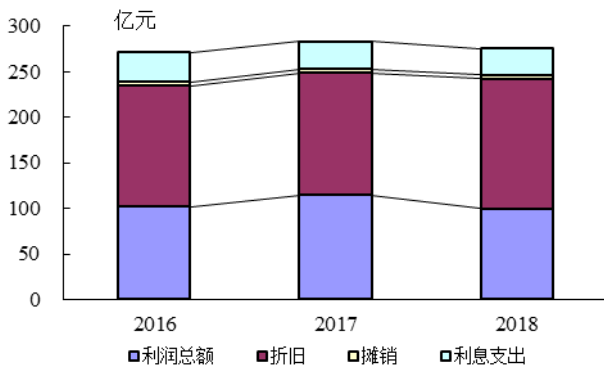
总体而言，2018年，在油价汇率双重因素影响

下，公司盈利规模下滑明显。2019年以来，国内油汇环境有所好转，对当期业绩改善产生一定的积极影响。中诚信证评将持续关注汇率波动对公司经营造成的影响。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成。得益于利润总额增加的影响，2018 年公司 EBITDA 规模为 275.66 亿元，当年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.47 倍和 7.76 倍，EBITDA 能够对债务本息提供保障。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 314.19 亿元，较上年增长 19.06%，主要系跟踪期公司运输收入增加，以及航油预付规模减少的影响；投资活动产生的现金流出净额为 89.50 亿元，较上年减少 38.92%，主要原因为跟踪期内公司飞机预付款及尾款的现金支出同比减少；筹资活动产生的现金流出净额为 213.83 亿元，同比增加 66.35%，主要系债务偿还增加所致。

表 9：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA (亿元)	270.98	283.16	275.66	-
经营性净现金流 (亿元)	307.24	263.89	314.19	59.35
资产负债率 (%)	65.88	59.73	58.74	65.43
总资本化比率 (%)	58.14	50.17	48.78	58.30
EBITDA 利息倍数 (X)	7.82	8.02	7.76	-
总债务/EBITDA (X)	3.92	3.35	3.47	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.29	0.28	0.33	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	8.86	7.48	8.84	-

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 2018 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 163.50 万元和 9.10 万元。

截至 2018 年末，公司已获得多家国内银行提供数额最高为 1,345.95 亿元的银行授信额度，其中约 214.84 亿元已使用，约 1,131.11 亿元未使用，备用流动性充足。

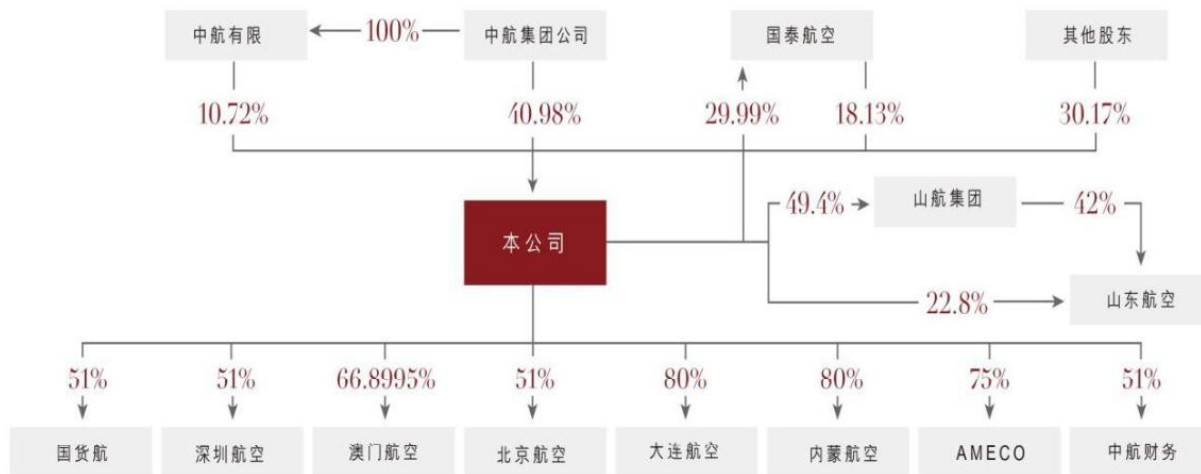
过往债务履约方面，截至 2018 年末，公司未发生过债务逾期的情形，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

总体来看，2018 年公司运力引进稳步增长，机队规模的扩张带动了运营情况的持续向好。但航油价格的上涨以及人民币的大幅贬值对公司当年经营造成较大的不利影响。2019 年以来油汇环境的改善对当期盈利形成一定利好，但航油成本以及汇率波动对公司未来盈利造成的影响仍需长期关注。

结论

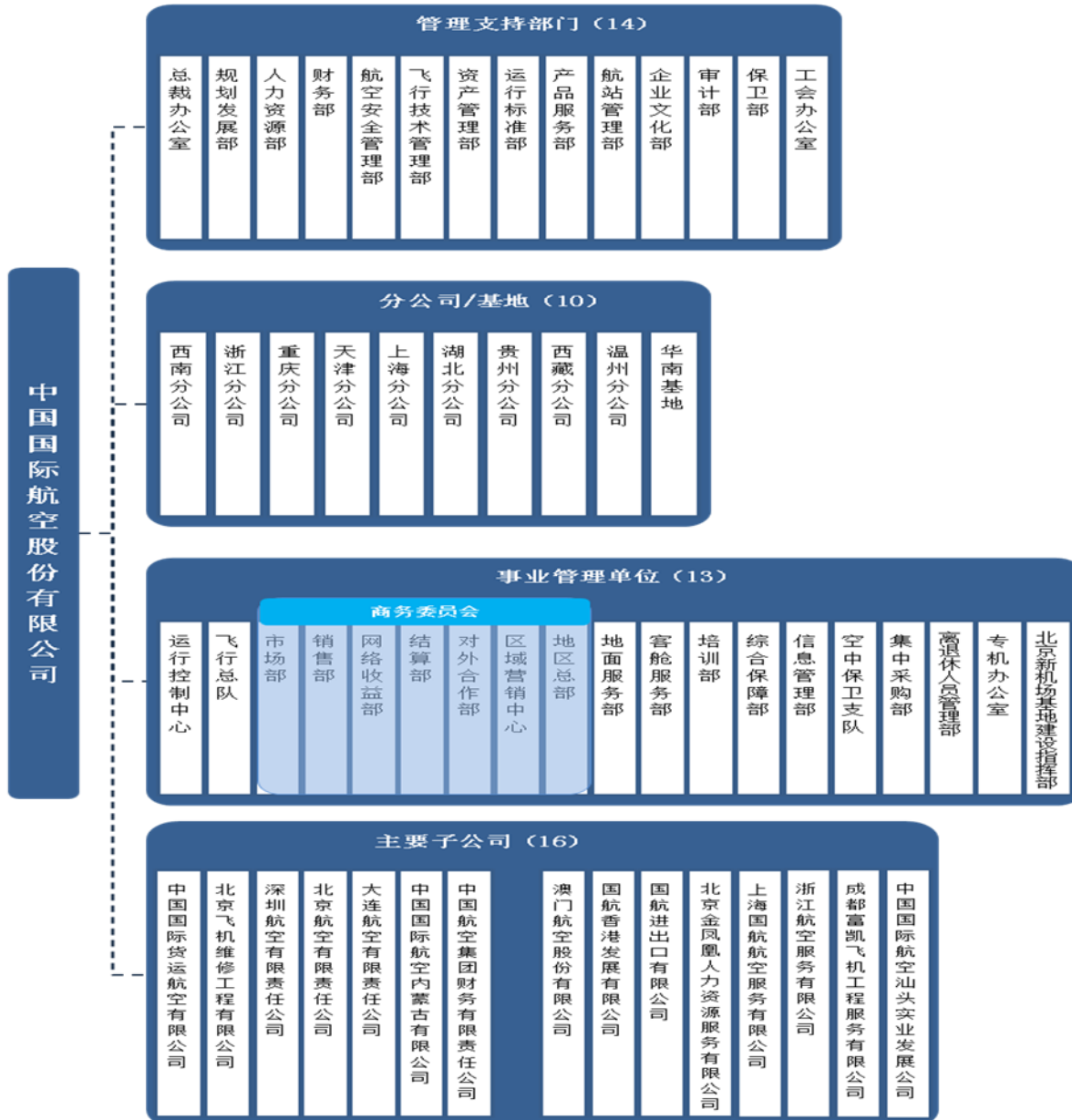
综上，中诚信证评维持中国国航主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级 AAA，维持“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级 AAA。

附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



注：公司自2018年12月28日起不再持有国货航51%的股权。

附二：中国国际航空股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 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）	2016	2017	2018	2019.03
货币资金	732,235.60	626,007.40	780,757.20	672,792.10
应收账款净额	328,609.10	349,042.70	537,397.20	638,835.20
存货净额	168,063.30	153,576.90	187,749.40	210,335.60
流动资产	1,932,238.10	2,075,933.30	2,372,610.70	2,295,905.20
长期投资	1,633,146.40	1,663,601.30	1,785,142.10	1,553,446.10
固定资产合计	17,856,852.20	18,894,593.40	19,275,334.20	11,318,421.50
总资产	22,412,819.20	23,571,781.60	24,371,600.60	28,117,811.80
短期债务	3,207,516.90	3,489,207.10	3,432,048.70	3,889,647.00
长期债务	7,412,871.70	5,990,687.10	6,143,357.60	9,697,862.70
总债务	10,620,388.60	9,479,894.20	9,575,406.30	13,587,509.70
总负债	14,765,455.20	14,078,598.60	14,315,907.40	18,398,419.40
所有者权益（含少数股东权益）	7,647,364.00	9,493,183.00	10,055,693.20	9,719,392.40
营业总收入	11,267,708.00	12,136,289.90	13,677,440.30	3,255,401.90
三费前利润	2,518,040.00	2,076,404.40	2,137,948.00	557,081.60
投资收益	8,785.10	-30,781.70	136,813.90	30,991.10
净利润	776,353.70	863,744.00	820,053.70	323,718.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,709,753.40	2,831,608.20	2,756,559.20	-
经营活动产生现金净流量	3,072,436.00	2,638,930.10	3,141,889.00	593,538.90
投资活动产生现金净流量	-1,901,303.70	-1,465,275.70	-894,969.60	-160,140.40
筹资活动产生现金净流量	-1,213,951.10	-1,285,390.40	-2,138,289.90	-504,772.50
现金及现金等价物净增加额	-29,008.00	-128,511.10	120,027.60	-77,757.10
财务指标	2016	2017	2018	2019.03
营业毛利率（%）	22.61	17.36	15.82	17.26
所有者权益收益率（%）	10.15	9.10	8.16	13.32
EBITDA/营业总收入（%）	24.05	23.33	20.15	-
流动比率（X）	0.30	0.29	0.30	0.28
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.28	0.33	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.96	0.76	0.92	-
经营活动净现金/利息支出（X）	8.86	7.48	8.84	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.82	8.02	7.76	-
总债务/EBITDA（X）	3.92	3.35	3.47	-
资产负债率（%）	65.88	59.73	58.74	65.43
总资本化比率（%）	58.14	49.96	48.78	58.30
长期资本化比率（%）	49.22	38.69	37.92	49.94

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、中诚信证评在计算公司 2016~2018 年相关指标时，将“应付短期融资债券”纳入总债务，并剔除“一年内到期的非流动负债”中“一年内到期的递延收益”和“一年内到期的其他非流动负债”；因未取得相关数据，在计算 2019 年一季度相关指标时，未予剔除。

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 + 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)

附五：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。