

信用评级公告

联合〔2021〕4994号

联合资信评估股份有限公司通过对中国航空集团有限公司及其相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定维持中国航空集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“18中航集”“19中航05”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监: 

二〇二一年六月二十九日

中国航空集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中航集	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中航 05	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 中航集	30 亿元	30 亿元	2021/09/21
19 中航 05	20 亿元	20 亿元	2022/12/12

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
航空运输企业信用评级方法	V3.0.201907
航空运输企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F4	现金流	盈利能力	5	
			现金流量	2	
			资产质量	3	
		资本结构	2		
		偿债能力	4		
调整因素和理由				调整子级	
外部支持					5

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，中国航空集团有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国资委直属国内三大航空运输集团之一，在机队规模、品牌影响力、航线资源及政府支持等方面保持显著优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到新冠肺炎疫情冲击下公司出现较大亏损、公司整体债务负担加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着新冠肺炎疫情得到控制，公司经营状况将得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 中航集”“19 中航 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司继续保持突出的市场地位。跟踪期内，公司在行业中仍处于领先地位，在机队规模、航线资源等方面继续保持突出优势。
2. 公司继续获得有力的外部支持。民航业是国民经济的重要支柱产业，持续获得国家扶持。作为国务院国资委直属的三大航空集团之一，2020 年以来，公司持续获得航线补贴、财政补贴和税费返还等有力的政府支持。

关注

1. 新冠肺炎疫情冲击下，公司出现较大亏损。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，重要子公司中国国际航空股份有限公司经营业绩受到冲击，出现较大亏损。联合资信将持续关注公司业务运营的恢复情况。
2. 公司整体债务负担加重，短期债务增长较快。公司加大融资力度，且部分债务融资工具逐步到期，短期债务规模持续较快增长，公司整体债务负担加重。截至 2021 年 3 月末，公司有息债务 1873.48 亿元，其中短期债务 657.97 亿元。

分析师：杨廷芳 (R0040219010001)

郭雄飞 (R0040220010003)

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	88.70	107.99	82.31	118.00
资产总额(亿元)	2646.48	3157.87	3071.13	3122.23
所有者权益(亿元)	1105.95	1127.07	974.87	918.57
短期债务(亿元)	409.79	401.78	591.52	657.97
长期债务(亿元)	662.48	1160.76	1174.15	1215.52
全部债务(亿元)	1072.27	1562.53	1765.67	1873.48
营业总收入(亿元)	1394.11	1431.10	791.02	170.33
利润总额(亿元)	101.34	102.53	-146.82	-79.37
EBITDA(亿元)	282.29	382.81	124.68	--
经营性净现金流(亿元)	314.56	378.07	41.14	-8.92
营业利润率(%)	16.00	17.09	-2.45	-21.50
净资产收益率(%)	7.42	7.31	-13.50	--
资产负债率(%)	58.21	64.31	68.26	70.58
全部债务资本化比率(%)	49.23	58.10	64.43	67.10
流动比率(%)	29.07	29.78	24.84	28.98
经营现金流动负债比(%)	40.22	47.39	4.81	--
现金短期债务比(倍)	0.22	0.27	0.14	0.18
EBITDA利息倍数(倍)	7.68	6.50	2.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.80	4.08	14.16	--
本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	299.84	342.88	338.60	333.36
所有者权益(亿元)	206.93	212.20	215.85	214.77
全部债务(亿元)	78.00	116.00	102.00	103.35
营业收入(亿元)	3.41	3.28	2.21	0.45
利润总额(亿元)	7.33	10.24	2.51	-0.54
资产负债率(%)	30.99	38.11	36.25	35.57
全部债务资本化比率(%)	27.38	35.34	32.09	32.49
流动比率(%)	45.87	26.21	13.08	8.83
经营现金流动负债比(%)	0.74	1.08	6.98	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告合并口径其他流动负债中的短融、超短融计入短期债务，一年内到期的非流动负债计入短期债务时已剔除一年内到期的递延收益、一年内到期的预计负债和一年内到期的长期应付款-其他，长期应付款中应付融资租赁款/租赁负债均已计入长期债务，母公司其他流动负债付息部分计入短期债务；3. 本报告计算收入相关指标若未特殊说明，所用收入均指营业总收入；4. 公司2021年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告、公司提供及2021年一季度财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18中航集、19中航04、19中航05	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	杨廷芳 徐汇丰	(原联合信用评级有限公司)航空运输企业信用评级方法 V3.0.201907	阅读全文
19中航04、19中航05	AAA	AAA	稳定	2019/09/18	杨婷 杨廷芳	(原联合信用评级有限公司)航空运输企业主体信用评级方法	阅读全文
18中航集	AAA	AAA	稳定	2018/09/10	杨婷 张婧茜	(原联合信用评级有限公司)航空运输企业主体信用评级方法	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国航空集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



郭中飞

联合资信评估股份有限公司

中国航空集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国航空集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2019 年 8 月，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）将其持有的公司 10.00% 股权无偿划转至社保基金会，划转完成后，国务院国资委和社保基金会分别持有公司 90.00% 和 10.00% 股权。2020 年，财政部对公司增资 2.00 亿元，增资完成后，国务院国资委和社保基金会分别持有公司 90.13% 和 9.87% 股权，股权划转及增资事项尚未完成工商变更登记。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 150.00 亿元，实收资本 157.43 亿元，国务院国资委为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围无变化。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司 8 家，较上年同期未发生变化。公司纳入合并范围的子公司中包含 1 家上市公司：中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”；证券简称“中国国航”，证券代码 601111；公司对其直接持股 40.98%，通过全资子公司间接持有 10.72% 的股权，合计持股 51.70%）。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 3071.13 亿元，所有者权益 974.87 亿元（含少

数股东权益 460.43 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 789.99 亿元，利润总额-146.82 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 3122.23 亿元，所有者权益 918.57 亿元（含少数股东权益 430.12 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 170.33 亿元，利润总额-79.37 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区天柱路 30 号院 1 号楼-1 至 9 层 101-C709；法定代表人：宋志勇。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，本次跟踪债券募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月末由联合资信评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
18 中航集	30.00	30.00	2018/09/21	3 年
19 中航 05	20.00	20.00	2019/12/12	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业

中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 一季度年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长

25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行

比较计算的几何平均增长率，下同。

济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速(8.60%)也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，

缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协

调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强势增长;固定资产投资修复过程仍将持续,投资结构有望优化:房地产投资虽然韧性较强,但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计 2021 年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

航空运输业凭借其高速、便捷等特点在交通运输体系中发挥重要作用。中国航空运输业垄断竞争特点明显,受益于政策利好,多元化竞争逐步增强。航油、汇率价格波动是影响航空运输企业盈利水平的重要因素,突发事件对航企持续经营影响重大。2020 年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情对航空运输业产生负面影响,随着国内疫情的控制和疫苗的推广,2020 年下半年以来国内航空运输行业需求明显改善,2021 年一季度以来国内航空运输业持续复苏,整体发展前景向好,但境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍在持续。考虑航空需求的持续性及宏观经济恢复向好趋势,预计航空运输业增长的长期趋势不变,航空运输业展望为稳定,维持航空运输行业评级为风险一般。

(1) 行业概况

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分,在运输活动中扮演了重要角色。航空运输业为周期性行业,其增长与 GDP 增长具有

较高的正相关性。根据发达国家经验,在居民收入突破一定水平后,航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5~2 倍,且行业成长期长达 30~40 年。疫情发生前,随着经济增长及居民收入水平提升,中国航空客货运输量逐年增加,航空运输业凭借其高效、便捷等特点,在交通运输体系中发挥重要作用。但航空运输业受突发事件影响大,2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生了严重冲击。

2020 年 1 月起,新冠肺炎疫情在国内快速传播,导致航班大量停飞,全球蔓延趋势逐步加剧,亚洲、欧洲、美洲等多地为阻止疫情进一步扩散,陆续采取了出行限制措施,导致全球航空需求锐减。根据《中国民航 2020 年 12 月份主要生产指标统计》,2020 年 1—12 月,中国民航业累计完成运输总周转量 798.5 亿吨公里,同比下降 38.3%,增速较上年下降 45.5 个百分点。客运市场方面,完成旅客周转量 6311.2 亿人公里,同比下降 46.1%,增速较上年下降 55.4 个百分点;其中国内航线同比下降 31.1%,国际航线同比下降 86.1%;全年完成旅客运输量 4.2 亿人次,连续 15 年稳居世界第二。货运方面,2020 年全行业实现货邮周转量 240.2 亿吨公里,同比下降 8.7%,增速较上年下降 9.0 个百分点。

在国内新冠肺炎疫情逐步控制,经济生产生活逐步恢复的背景下,我国民航业自 2020 年 5 月开始逐步恢复,单月旅客周转量逐步回升,受冬季疫情反复影响,自 2020 年 11 月又有所回落。2021 年 1 月以来,随着疫情的防控、疫苗的推广以及复工复产的持续推进,国内航空客货运需求逐渐恢复。2021 年一季度,中国民航共完成运输总周转量 203.0 亿吨公里、旅客运输量 1.02 亿人次、货邮运输量 178.2 万吨,同比分别增长 22.8%、37.5%和 28.7%,分别恢复至 2019 年同期的 65.6%、63.4%和 106.2%。同期,航空运输业仍持续亏损,但亏损程度较上年同期有所收窄。2021 年一季度,航空运输业全行业累计实现营业收入 878.8 亿元,同比

减少 1.1%，航空运输业全行业累计亏损达 300.5 亿元，同比减亏 45.8 亿元。由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策仍较严格，国

际客运供应量预计仍将维持低位。

(2) 行业政策

表 3 近年来航空运输行业主要政策梳理

发布日期	发布单位	政策或会议名称	政策要点
2017 年 1 月	中国民用航空局 (以下简称“民航局”)	《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》	国内航线起降费整体提高 10% 左右、安检费提高 40% 至 50%、停车场提高 5% 至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20% 左右
2017 年 12 月	民航局、国家发改委	《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》	头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价；经济舱旅客运价根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价，货物运价实行市场调节价，并公布运价制定上限和基准价公式
2018 年 1 月	民航局、国家发改委	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上 (含 5 家) 航空运输企业参与运营的国内航线，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 1 月	交通运输部	《国内投资民用航空业规定》	国有投资主体和非国有投资主体可以单独或者联合投资民用航空业，对国内投资需要特别管理的公共航空运输企业应当保持国有控股或者国有相对控股，其中，国有相对控股应当由单一国有投资主体及其控股企业相对控股
2019 年 5 月	民航局	《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》	将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调 50%；要降低航空煤油销售价格；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮，下调货运航空公司机场收费标准
2020 年 2 月	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》	免征航空公司应缴纳的民航发展基金
2020 年 3 月	财政部、民航局	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》	疫情防控期间 (2020 年 1 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日)，中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持，共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴 0.0176 元，独飞航班每座公里 0.0528 元，执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补贴
2020 年 10 月	交通运输部	《国际航空运输价格管理规定》	国际航空运价按照我国政府与外国政府签订的航空运输协定、协议，分别实行核准管理或者备案管理；核准或者备案的范围分别为旅客公布运价中的旅客普通运价和货物公布运价中的普通货物运价。对于协定、协议未要求核准或备案的国际运价，交由航空运输企业自主决定
2020 年 11 月	民航局、国家发改委	《关于进一步深化民航国内航线运输价格有关问题的通知》	3 家以上 (含 3 家) 航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定
2021 年 1 月	民航局	《〈外商投资民用航空业规定〉及其补充规定废止》	民航外资政策管理方式由正面清单模式转向负面清单模式
2021 年 3 月	国务院	《2021 年政府工作报告》	民航发展基金航空公司征收标准降低 20%
2021 年 3 月	财政部、海关总署	《关于 2021—2030 年支持民用航空维修用航空器材进口税收政策的通知》	自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对民用飞机整机设计制造企业、国内航空公司、维修单位、航空器材分销商进口国内不能生产或性能不能满足需求的维修用航空器材，免征进口关税

资料来源：联合资信根据公开资料整理

价格改革方面，2017 年 12 月、2018 年 1 月、2020 年 10 月和 11 月，民航局、国家发展和改革委员会及交通运输部陆续下发文件，明确了国内和国际运价管理方式，完善运价形成机制，并逐步放开航空公司对部分航线的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的

逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于三大航航线资源的比较优势，其运营效率未来有望提升。

成本方面，2017 年 1 月民航局发布了机场收费的调整方案，该方案自 2017 年 4 月起实施，起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15% 左右，收费标准上调后，航空公司成本将有所增加，对其盈利能力有一定影响，但影

响整体可控。2019年5月民航局统筹推进降低航空公司成本的工作，主要是减税降费、适度调减机场服务性收费等，有助于缓解航空公司成本负担和提升行业发展活力。2021年3月财政部和海关总署下发文件，提出减免航空维修用航空器材进口关税，进一步缓解航空公司的成本负担。

所有制改革方面，2018年1月，交通运输部发文提出放宽中国国航（股票代码：601111.SH）、中国南方航空股份有限公司（以下简称“南方航空”，股票代码：600029.SH）和中国东方航空股份有限公司（以下简称“东方航空”，股票代码 600115.SH）三家航空公司（简称“三大航空”）的股权结构至国有相对控股，民航业混改拉开序幕。此次改革，在政策上为三大航进一步吸收包括社会资本在内的各类资本投资提供了一定的空间。2017年，三大航控股股东中国航空集团有限公司（以下简称“国航集团”）、中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）、中国东方航空集团有限公司（以下简称“东航集团”）相继宣布完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责。改制将有助于进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。

疫情防控方面，2020年，财政部、民航局发文提出在疫情防控期间免征航空公司应缴纳的民航发展基金，对执飞重大运输飞行任务的航空公司进行适度补贴。2021年3月，政府工作报告中提出将民航发展基金航空公司征收标准降低20%，对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

（3）行业发展

2020年受新冠疫情影响，航空运输业飞行利用率和运营效率同比均有所下降。

从国内航空市场的飞机投放看，随着飞机购买订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从2010年的1597架增加到2019年底的3818架，但2019年末飞机架数增速回

落至4.91%。根据各航空公司未来飞机购买计划，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定规模。

从飞机利用率看，2018—2020年，民航运输飞机平均日利用率大幅下降，分别为9.36小时、9.33小时和6.5小时。

从运营效率看，2020年受新冠肺炎疫情管控影响，中国民航正班客座率和正班载运率较上年大幅下降，上述指标分别为72.9%和66.5%，较上年分别下降10.2个百分点和5.1个百分点。

（4）行业竞争

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成一定垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。根据民航局统计数据，截至2019年末，中国共有运输航空公司62家。其中，国有控股公司48家，民营和民营控股公司14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。

按照控股股东背景区分，国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。其中中央控股公司实力最为雄厚，机队规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为三大航。

从三大航数据比较看，三大航在营业收入、利润总额及机队规模方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。从财务及经营指标看，中国国航、南方航空及东方航空分别为国航集团、南航集团和东航集团的核心子公司，在收入、机队规模、运力、运营效率等方面差距较小，稳居国内航空公司第一梯队，是国内民航市场的主要参与者。三家企业总部分别设立在北京、广州及上海，业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长

三角经济圈，客货流需求稳定。良好的区位设置及政府的持续政策支持，是三大航逐步形成垄断优势的重要原因。另一方面，三大航也都

存在单机运营效率偏低、债务负担重等负面因素。

表 4 2020 年三大航空公司运营及财务指标

项目	中国国航 601111.SH	东方航空 600115.SH	南方航空 600029.SH
运营指标			
可用座公里（亿客公里）	1560.61	1520.66	2147.22
机队规模（架）	707	734	867
飞机日利用率（小时）	6.34	5.89	7.02
平均客座率（%）	70.38	70.54	71.46
平均载运率（%）	56.09	56.71	61.39
每客公里收益（元）	0.507	0.492	0.46
财务指标			
资产总额（亿元）	2840.71	2824.08	3261.15
营业收入（亿元）	695.04	586.39	925.61
政府补助（亿元）	40.76	53.48	41.79
利润总额（亿元）	-184.75	-164.81	-151.86
经营性净现金流（亿元）	14.08	12.11	90.49
主营业务毛利率（%）	-8.82	-20.74	-3.11
资产负债率（%）	70.50	79.85	73.98

注：1. 东方航空在计算单位收益指标时相应收入包含合作航线收入和燃油附加费；2. 上表中的政府补助来自于审计报告中的“其他收益”

资料来源：联合资信根据三大航年报整理

国内航空公司中，除三大航以外，作为第二梯队有厦门航空有限公司等综合竞争实力较强的地方性航空公司。近年来，政策利好下，以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到快速发展。但受到新冠肺炎疫情的影响，大部分航空公司在 2020 年均处于亏损状态，股东支持力度高、资本实力强的航空公司将获得更明显的竞争优

势。

（5）主要供求因素

航油价格波动

油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素，航油也是航空业的最大成本，约占运营总成本的 20%~50% 左右。国际原油价格波动以及发改委对国内航油价格的调整，都会对航空公司的盈利造成较大的影响。

图1 近年航油价格和原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

2016年2月航空煤油价格跌至2543元/吨的低点，之后油价整体呈波动上升态势，到2018年11月初达到阶段性高点。2018年四季度，国际油价出现暴跌趋势。随着2019年初OPEC推动新一轮减产，国际油价反弹且呈单边上涨走势，进入二季度以后，美国加征关税导致中美贸易关系紧张，全球经济数据不佳，石油需求增长减缓，美国页岩油行业扩大产量利空油价，国际原油价格快速回跌，三季度中东关系紧张石油设施屡次受袭，原油价格出现短暂反弹，四季度OPEC做出2020年深化减产决定，原油价格再次上涨，但受制于需求疲软和供给过剩担忧，上涨空间受限，2019年国际油价呈现宽幅震荡格局。2020年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，原油需求大幅压减，此外随着减产协议于3月到期，沙特扩大产量并

压低油价，国际原油供求迅速失衡，导致价格暴跌。2020年下半年，随着新减产协议的达成，国际原油市场供应端逐步收紧，越来越多的国家在防控疫情的同时启动复工复产，原油需求回暖，国际油价逐步上涨。未来，在全球政治局势复杂多变、经济下行压力加大以及新冠肺炎疫情的影响下，国际原油供给端和需求端存在不确定性，航空运输企业仍需面临油价波动的影响。

人民币汇率变化

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外币结算，以上支出直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。

图 2 近年人民币兑美元汇率走势图



资料来源：联合资信根据公开数据整理

自 2015 年 8 月 11 日中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，人民币兑美元汇率出现大幅贬值，趋势持续至 2016 年 12 月末。2017 年，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元汇率中间价全年大幅升值 6.1%。2018 年呈波动下降走势。2019 年，中国仍然面临贸易局势不确定的影响，经济下行压力持续加大，人民币贬值压力加大，全年贬值 4.1%。2020 以来，受新冠肺炎疫情爆发影响，美联储实施不限量、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动，受益于国内经济逐步复苏，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率呈升值走势。未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整、新冠疫情防控等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

高速铁路网建设的替代影响

随着中国高速铁路网的日臻完善，高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票价相对较低等特点，在 3 小时以内、800 公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。据民航局航空安全技术中心最新的统计，中国年旅客运输量 50 万以上的航线主要分布在东中部地区，网络

密度由东向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区，这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

从欧洲高铁与航空竞争的结果来看，3 小时以内 800 公里以下短途市场，铁路占绝对优势；而 800 公里以上的长途市场仍主要由航空公司控制；而铁路和航空也通过空铁联运的模式从竞争走向了合作。联合资信认为，中国的旅客运输市场也将出现类似的格局，随着 300 公里时速的高速铁路网的逐渐建成，航空业在短途市场将面临分流的风险。综合分析，短期内高铁由于仍在建设期中，对航空运输的冲击可控；且随着民航局 2016 年 11 月起放开 800 公里以下及 800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线运输票价，航空公司与高铁在短距离运输上的价格差异有望收窄。但高速铁路网的形成仍将对国内航空市场带来较大冲击。因此，从长期发展潜力来看，航线网络相对均衡的航空公司更具竞争优势。

突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故、疫情等突发性事件及政治与外交关系的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。如 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对航空运输行业产生

了严重冲击，国内航空公司大幅亏损，2020年全年全球34家航空公司宣布破产。此外，重大空难不仅使得行业景气度承压，部分涉事航空公司业务及航权也将受到较大影响。另外，国际政局的动荡及国家间关系的亲疏变化对航企国际航线业务开展影响重大。随着各国对环境保护的日益重视，征收碳排放税等环保措施的执行也将对航空公司运营产生影响。

(6) 未来发展

短期来看，随着国内疫情的控制和疫苗的推广，航空运输行业需求明显改善，2021年一季度，我国经济实现“开门红”，GDP较上年同期增长18.3%。一季度以来国内航空运输业持续复苏，整体发展前景向好，但境外疫情蔓延对国际航线负面影响仍持续。中长期看，中国经济作为世界第二大经济体的经济发展韧性较强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着航空市场供需的改善、航线网络的完善、民航业政策的落实，国家、金融机构的政策支持，航空运输业仍将保持一定的景气度。国内航空公司所处的大环境中存在机遇也面临挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展。整体看，航空运输业行业展望为稳定，维持航空运输行业评级为风险一般。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况发生变化。历经股权划转及增资，截至2021年3月末，国务院国资委和社保基金会分别持有公司90.13%和9.87%股权，国务院国资委为公司实际控制人，上述事项尚未完成工商变更登记。

2. 企业规模及竞争力

作为国务院国资委直属的三大航空集团之一，跟踪期内，公司继续在机队规模、品牌影响力、航线资源等方面保持突出优势。

公司是国务院国资委直属的三大航空集团

之一，航空主业由子公司国航股份负责运营，公司合计持有国航股份51.70%股份。

公司以北京首都国际机场为主基地，坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，目前形成了以北京为超级枢纽，以成都为国际枢纽，以上海和深圳门户为核心的四角菱形航线网络结构。公司机队结构与航线网络匹配，且定位于中高端公商务主流旅客市场，产品和服务认可度高。

品牌影响力方面，公司拥有堪称世界一流的安全飞行记录和国内领先的综合实力，在消费者中有着广泛的品牌认知度和良好的品牌美誉度。公司是中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、文化体育代表团等提供专机和包机服务。

机队规模方面，截至2020年末，国航股份拥有各类飞机707架，其中自有飞机293架，融资租赁飞机212架，经营租赁202架，机队规模位列国内前三、世界前十名。航运网络方面，截至2020年末，国航股份经营的客运航线条数达到674条，航线覆盖全球六大洲；通航国家（地区）28个，通航城市147个，通过星空联盟，航线网络可覆盖195个国家（地区）的1300个目的地。

3. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得政府及有关部门的大力支持。

2020年，公司获得财政部拨付的资本金2.00亿元，计入“实收资本”。

公司长期获得航线补贴、财政补贴、税费返还等，2020年及2021年1-3月，公司分别获得各项资金47.81亿元和9.52亿元，计入“其他收益”。

七、管理分析

跟踪期内，根据公司经营需要，公司高级管理人员发生变动，任命宋志勇先生担任公司董事长，不再担任总经理一职；任命马崇贤为公司总经理。变更后，公司董事会成员4名，其中

董事长 1 名、非职工董事 2 名、职工董事 1 名。除此之外，公司核心技术人员稳定，主要管理制度规范且连续，管理运作正常。

宋志勇先生，55 岁，正高级飞行员；历任国航股份飞行总队总队长、党委副书记、总裁助理、副总裁等，公司副总经理、党组书记、副董事长、总经理等；自 2020 年 12 月起任公司董事长、党委书记。

马崇贤先生，55 岁，大专学历，清华大学高级管理人员工商管理硕士；历任国航股份内蒙古分公司副总经理，国航股份浙江分公司党委书记、总经理，国航股份湖北分公司总经理、党委副书记，国航股份副总裁、常委，山东航空集团有限公司董事长、总裁、党委副书记，公司副总经理、党组成员；自 2021 年 4 月起任公司总经理、董事及国航股份总裁、党委副书记。

八、经营分析

1. 经营概况

受新冠肺炎疫情影响，2020 年，公司营业收入同比大幅下降，经营出现亏损。

跟踪期内，公司继续以航空客运、货运及邮运为主业。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入同比大幅下降 44.75%。从收入构成来看，公司航空运输业务收入同比下降 45.36%。其中，受新冠肺炎疫情影响，公司航空客运业务收入同比下降 53.57%；受益于防疫物资运输规模增加等因素影响，公司航空货运及邮运收入同比增长 53.31%。同期，公司与航空相关的业务收入同比出现大幅下滑。

毛利率方面，2020 年，航空运输业务收入大幅锐减，但营运成本、折旧等刚性支出持续产生，导致公司航空运输业务毛利率为负，进而影响公司综合毛利率表现为亏损。

2021 年 1—3 月，受运力投入下降等因素影响，公司实现营业收入 170.33 亿元，同比下降 11.95%，毛利率同比下降至-20.99%。

表 5 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、航空运输业务	1399.72	97.90	17.09	764.86	96.82	-2.81
航空客运	1292.14	90.37	17.15	599.93	75.94	-9.67
航空货运及邮运	107.58	7.52	16.39	164.93	20.88	22.14
二、与航空相关的业务	30.07	2.10	28.17	25.13	3.18	4.81
航空食品及相关	9.78	0.68	24.26	3.23	0.41	-57.85
快递物流业务	10.40	0.73	16.27	14.71	1.86	30.02
广告及服务业务	2.38	0.17	43.44	0.79	0.10	21.55
物业管理	4.34	0.30	16.24	4.59	0.58	21.94
酒店经营管理	2.63	0.18	87.81	1.02	0.13	80.36
其他	0.53	0.04	66.28	0.79	0.10	32.99
合计	1429.79	100.00	17.33	789.99	100.00	-2.12

资料来源：公司审计报告

2. 航空运输业务

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，国航股份航空运输收入同比大幅下降，其运输能力、运输周转量和载运效率等指标均有所下降，对其整体经营产生较大负面影响。联合资信将持续关注公司业务运营的恢复情况。

公司航空运输业务包括航空客运、航空货

运及邮运等，主要由国航股份运营，下文就国航股份经营情况进行主要分析。2020 年，国航股份受新冠肺炎疫情影响较大，当年航空运输收入同比大幅下降 50.65% 至 642.81 亿元，主要来源于客运收入的大幅下滑（同比下降 55.25%）。

（1）航线布局

国航股份长期以来坚持“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持续打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳门户为核心的四角菱形结构和广泛均衡的国内、国际航线网络，经过多年发展，国航股份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，也是亚洲唯一能够便捷飞往除南极洲外全球任何一个大陆的航空公司。截至 2020 年末，国航股份经营的客运航线条数达到 674 条，航线覆盖全球六大洲。其中，国内航线 620 条，国际航线 48 条，地区航线 6 条，通航国家（地区）28 个，通航城市 147 个（其中国内 118 个、国际 26 个、地区 3 个）。通过星空联盟，国航股份航线网络可覆盖 195 个国家（地区）的 1300 个目的地。

航线开拓方面，国航股份结合京津冀一体化、长三角一体化、粤港澳大湾区等国家发展战略，2020 年全年北京枢纽新开杭州—新加坡等国际航线，北京—衡阳、北京—延安等国内航线，航线网络分布进一步完善。

（2）机队规模及优势

2020 年，国航股份机队规模进一步扩大，新引进飞机 14 架、退出老旧飞机 6 架。截至 2020 年末，国航股份机队总规模达到 707 架，在国内民航业中排名前三，在世界航空企业中位居前十名；机队平均机龄 7.94 年。

表 6 国航股份机队结构情况（单位：架、%）

型号	2019 年末		2020 年末	
	数量	占比	数量	占比
客机	694	99.28	702	99.29
其中：空客系列	365	52.22	373	52.76
波音系列	329	47.06	326	46.11
商飞系列	--	--	3	0.42
公务机	5	0.72	5	0.71
合计	699	100.00	707	100.00

资料来源：国航股份年报及公司提供

机队结构方面，截至 2020 年末，国航股份现有机队包括 702 架客机和 5 架公务机，其中客机类型包括空客系列（包括 A319、A320/A321、A330 和 A350 等）和波音系列（包括 B737、B747、B777 和 B787），占比分别为 52.76% 和

46.11%，以 A320/A321 和 B737 两种机型为主，这两种机型在短途单通道飞机机型中拥有垄断地位。

飞机购买计划方面，2021—2023 年，国航股份将分别引进 59 架、24 架和 14 架客机，引进机型仍以 A320/A321 为主，具体见下表。

表 7 2021—2023 年国航股份客机计划引进飞机情况（单位：架）

型号	2021 年	2022 年	2023 年
空客系列	53	16	5
A319	--	--	--
A320/321	48	8	--
A350	5	8	5
波音系列	--	--	--
B737	--	--	--
商飞系列	6	8	9
ARJ21	6	8	9
合计	59	24	14

资料来源：国航股份年报

（3）运营情况

从运输量方面看，受新冠肺炎疫情影响，随着国航股份运力投入的减少及客座率的下降，2020 年国航股份旅客人次同比下降 40.28%，其中国际及港澳台地区旅客人次下降最为明显，同比分别下降 86.89% 和 88.60%；货物及邮运运输量同比下降 22.35%。

表 8 国航股份运输量情况

（单位：千人次、吨）

地区	2019 年	2020 年
国内	92550.97	65834.70
国际	17096.11	2241.20
港澳台地区	5359.05	611.18
旅客人次合计	115006.12	68687.07
货物及邮运	1434203.10	1113676.51

资料来源：国航股份年报

从运输能力来看，2020 年，国航股份运力投入有所下滑，表现为可用吨公里同比下降 35.84%。客运运输能力方面，国航股份可用座位公里同比大幅下降 45.77%，其中国际及港澳台地区可用座位公里同比分别下降 82.95% 和

82.70%。货运运输能力方面，国航股份可用货运吨公里同比下降 12.03%。

表 9 国航股份运输能力情况（单位：亿吨公里）

运输能力	2019 年	2020 年
可用座位公里	2877.88	1560.61
国际	1093.37	186.40
国内	1676.62	1355.54
港澳台地区	107.89	18.67
可用货运吨公里	109.52	96.35
国际	64.72	61.63
国内	42.23	33.75
港澳台地区	2.57	0.96
可用吨公里	369.18	236.86

资料来源：国航股份年报

从运输周转量来看，2020 年，国航股份收入吨公里大幅下降，主要系受新冠肺炎疫情影

响、运力投放减少等因素影响所致。

表 10 国航股份运输周转量情况

（单位：亿公里、亿吨公里）

运输周转量情况	2019 年	2020 年
收入客公里	2331.76	1098.30
国际	866.18	117.54
国内	1381.94	971.18
港澳台地区	83.64	9.59
收入货运吨公里	47.79	35.58
国际	31.51	23.00
国内	15.56	12.29
港澳台地区	0.73	0.28
收入吨公里	253.64	132.85

资料来源：国航股份年报

从载运效率来看，2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，国航股份客座率、货邮运载率及综合载运率均有所下滑。

表 11 三大航空公司载运率比较（单位：%）

指标	国航股份			南方航空			东方航空		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
客座率	80.60	81.02	70.38	82.44	82.81	71.46	82.29	82.06	70.54
货邮载运率	55.96	43.63	36.93	--	--	--	32.76	32.54	31.67
综合载运率	70.70	68.70	56.09	70.99	70.26	61.39	68.01	67.30	56.71

资料来源：国航股份、南方航空和东方航空年度报告

3. 未来发展

短期来看，新冠肺炎疫情对公司经营产生很大影响，重要子公司国航股份各项经营与财务指标均出现一定程度下滑，短期航空业整体需求恢复乏力，原油价格下降有助于缓解公司成本端压力，但行业盈利能力仍有待长期修复。公司将继续坚持边际贡献最大化原则，加强国航系成员企业协同力度，提高经营效率，严控成本，以应对新冠肺炎疫情对其业务造成的冲击。

中长期来看，公司将以世界一流航空运输产业集团为核心目标，以安全发展为基础，以高品质服务为追求，实现效益领先与效率争先，谋求集团共同发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

会计政策变更方面，公司按照财政部规定执行新会计准则，自 2019 年起执行新租赁准则，具体情况详见附件 4。

从合并范围来看，截至 2020 年末，公司合并范围内拥有二级子公司 8 家，较上年末无变化。2021 年一季度公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模波动下降，使用权资产和固定资产占比高，符合航空运输行业特点。公司整体资产质量较高。

截至 2020 年末，公司合并资产总额较上年末下降 2.75%，资产结构仍以非流动资产为主，较上年末变化不大。

表 12 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	237.60	7.52	212.65	6.92	267.38	8.56
货币资金	106.31	3.37	77.22	2.51	111.09	3.56
应收账款	42.87	1.36	29.29	0.95	34.85	1.12
其他应收款	28.78	0.91	31.41	1.02	37.32	1.20
存货	20.91	0.66	18.98	0.62	24.71	0.79
其他流动资产	26.71	0.85	45.82	1.49	47.22	1.51
非流动资产	2920.27	92.48	2858.48	93.08	2854.85	91.44
长期股权投资	213.31	6.76	171.56	5.59	160.91	5.15
固定资产	1136.36	35.99	1131.81	36.85	1087.17	34.82
在建工程	360.32	11.41	392.93	12.79	370.22	11.86
使用权资产	1035.17	32.78	975.46	31.76	1032.23	33.06
资产总额	3157.87	100.00	3071.13	100.00	3122.23	100.00

注：其他应收款含应收利息及应收股利

资料来源：公司审计报告及 2021 年一季度财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末下降 10.50%，主要系债务的到期偿还使得货币资金下降所致。

截至 2020 年末，公司货币资金较上年末下降 27.37%，主要系偿还到期债务所致。公司货币资金主要由银行存款（占 99.26%）构成，有 10.30 亿元资金使用受限，受限比例为 13.34%，主要为存款准备金、定期存款、保证金等。

截至 2020 年末，公司应收账款账面价值较上年末下降 31.67%，主要为应收的客票销售款；应收前五名单位合计占比为 26.41%，集中度较低；公司累计计提坏账准备 2.18 亿元，计提比例为 6.93%。

截至 2020 年末，公司其他应收款主要由往来款、飞机设备制造商回扣款、购房款和出口退税款等款项构成。公司其他应收款（不含应收股利及应收利息）余额较上年末增长 8.43%，累计计提坏账准备 10.72 亿元，计提比例为 25.66%，主要系已发生信用减值损失的往来企业（深圳市深航房地产开发有限公司和河南航空有限公

司）破产导致全额/部分计提坏账所致；根据账龄法分析，计提坏账准备的其他应收款余额 2.25 亿元，累计计提坏账准备 2.08 亿元。公司其他应收款前五名欠款单位合计占比 33.43%，集中度较低。

截至 2020 年末，公司存货账面价值较上年末下降 9.24%，主要为航材消耗件（占 56.01%）；公司存货累计计提跌价准备 2.45 亿元，其中航材消耗件计提跌价准备 2.24 亿元。

截至 2020 年末，公司其他流动资产较上年末增长 71.55%，主要系新增同业存单所致。其他流动资产主要由待抵扣进项税额（28.24 亿元）和同业存单（16.87 亿元）构成。

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末下降 2.12%。

截至 2020 年末，公司长期股权投资较上年末下降 19.57%，主要系受新冠肺炎疫情影响，联营企业国泰航空有限公司（以下简称“国泰航空”）经营不佳导致公司当年确认投资损失 55.11 亿元所致。公司长期股权投资主要为对航

空企业及航空相关行业企业的股权投资。

截至 2020 年末，公司固定资产较上年末下降 0.40%，主要由购置的飞机及发动机（占 85.08%）及房屋建筑物（占 7.75%）构成，累计计提折旧 990.81 亿元，计提减值准备 13.55 亿元；固定资产成新率 52.98%。

截至 2020 年末，公司在建工程较上年末增长 9.05%，主要来源于飞机预付款、发动机替换件等。公司在建工程主要包括飞机预付款（占 63.40%）和发动机替换件（占 22.49%）等。

截至 2020 年末，公司使用权资产较上年末下降 5.77%，主要为公司以融资租赁和经营租赁取得的飞机及发动机。公司使用权资产累计计提折旧 586.58 亿元，成新率为 62.43%。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 856.77 亿元，占资产总额的 27.90%。其中，受限货币资金 10.30 亿元；应收账款质押 1.50 亿元，系国航股份子公司为取得借款以国际航空协会组织的“开账与结算计划”收款权进行质押；使用权资产中受限资产 662.24 亿元，系用于抵押的融资租赁资产受限；固定资产和无形资产中受限资产分别为 182.46 亿元和 0.27 亿元，均因抵押借款或抵押融资租赁资产而受限。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额较上年末增长 1.66%，资产结构仍以非流动资产为主。公司货币资金随着融资规模的扩大而有所增长；长期股权投资较上年末下降 6.21%，主要系联营公司 2021 年一季度继续亏损所致。

3. 资本结构

受新冠肺炎疫情影响，公司出现亏损，所有者权益规模有所下降；未分配利润及少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年末，公司所有者权益 974.87 亿元，较上年末下降 13.50%，主要系未分配利润下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 52.77%，少数股东权益占比为 47.23%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 16.15%、7.01%和 30.27%。公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

截至 2020 年末，公司实收资本为 157.43 亿元，较上年末增加 2.00 亿元，来源于财政部拨付的投资款，截至本报告出具日尚未完成工商变更。

受新冠肺炎疫情影响，公司出现亏损，2020 年末未分配利润较上年末减少 57.64 亿元至 295.10 亿元，少数股东权益较上年末减少 89.72 亿元至 460.43 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 918.57 亿元，较上年末下降 5.78%，主要系公司持续亏损所致，所有者权益结构较上年末变化不大，权益稳定性一般。

为应对疫情需要，公司加大融资力度，且部分债务融资工具逐步到期，短期债务规模持续较快增长，公司整体债务负担较重。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 3.22%，负债结构仍相对均衡。

表 13 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	797.81	39.29	855.95	40.83	922.52	41.86
短期借款	178.90	8.81	313.27	14.94	365.54	16.59
应付账款	260.62	12.83	152.10	7.26	163.93	7.44
其他应付款	69.61	3.43	60.94	2.91	56.12	2.55
一年内到期的非流动负债	151.12	7.44	252.14	12.03	262.04	11.89
其他流动负债	73.88	3.64	26.18	1.25	28.28	1.28
非流动负债	1232.99	60.71	1240.31	59.17	1281.14	58.14
长期借款	94.18	4.64	302.00	14.41	346.23	15.71

应付债券	213.99	10.54	124.98	5.96	115.88	5.26
长期应付款	76.83	3.78	79.84	3.81	61.06	2.77
租赁负债	775.76	38.20	667.33	31.83	692.35	31.42
负债总额	2030.80	100.00	2096.26	100.00	2203.66	100.00

注：其他应付款含应付利息及应付股利

资料来源：公司审计报告及 2021 年一季度财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较上年末增长 7.29%，主要系短期借款增加所致。

截至 2020 年末，公司短期借款较上年末增长 75.11%，主要为信用借款（占 98.33%）。

截至 2020 年末，公司应付账款较上年末下降 41.64%，主要系应付起降费 and 航油款减少所致，构成为应付航材款等；从账龄看，主要集中在 1 年以内（占 81.76%）。

截至 2020 年末，公司其他应付款较上年末下降 12.44%，主要为应付的代理商押金、土地出让金等。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 66.85%，主要由一年内到期的租赁负债/应付融资租赁款（122.29 亿元，占 48.50%）和一年内到期的应付债券（108.77 亿元，占 43.14%）构成。本报告已将一年内到期的无息债务从短期债务中剔除。

截至 2020 年末，公司其他流动负债较上年末下降 64.56%，主要系超短期融资债券等其他债务融资工具到期偿付所致。公司其他流动负债中的短期应付债券包括“20 中航集 SCP001”10.00 亿元、“20 中航航空 SCP002”11.00 亿元和“20 深航 D1”5.00 亿元，付息部分已调至短期债务核算。

截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 0.59%。

截至 2020 年末，公司长期借款较上年末增长 220.66%，主要系信用借款增加所致。公司长期借款由信用借款和抵押借款构成。

截至 2020 年末，公司应付债券较上年末下降 41.59%，主要系一年内到期的部分调整至流动负债科目所致。

截至 2020 年末，公司长期应付款较上年末增长 3.92%，主要包括应付的融资租赁款（22.00 亿元）及飞机退租大修准备（57.81 亿元），本

报告已将长期应付款中应付融资租赁款调至长期债务。

公司自 2019 年起执行新租赁准则，将应付融资租赁款及应付经营租赁款合并至租赁负债。截至 2020 年末，公司租赁负债较上年末下降 13.98%，本报告已将租赁负债中付息部分调至长期债务。

表 14 公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期债务	401.78	591.52	657.97
长期债务	1160.76	1174.15	1215.52
全部债务	1562.53	1765.67	1873.48
资产负债率	64.31	68.26	70.58
全部债务资本化比率	58.10	64.43	67.10
长期债务资本化比率	50.74	54.64	56.96

资料来源：公司审计报告及 2021 年一季度财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司全部债务较上年末增长 13.00%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 33.50%，长期债务占 66.50%，以长期债务为主。其中，短期债务较上年末增长 47.23%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致，短期债务占比上升较快；长期债务较上年末增长 1.15%。从债务指标来看，截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.26%、64.43% 和 54.64%，较上年末分别提高 3.95 个百分点、6.33 个百分点和 3.90 个百分点。公司整体债务负担有所加重。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 5.12%，负债结构仍相对均衡；为应对疫情，公司所取得的银行借款规模进一步扩大。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务较上年末增长 6.11%。其中，短期债务占 35.12%，

长期债务占 64.88%。公司短期债务较上年末增长 11.23%，长期债务较上年末增长 3.52%。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别提高 2.32 个百分点、2.67 个百分点和 2.32 个百分点，公司整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入大幅下降，加之对联营企业的投资出现亏损，公司出现大额亏损，盈利能力指标恶化。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入及营业成本均出现大幅下滑，同比分别下降 44.73% 和 31.75%，营业总收入下降幅度超过营业成本，加之对联营企业投资出现亏损，公司营业利润为 -147.27 亿元（上年为 102.72 亿元）。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业总收入	1431.10	791.02	170.33
营业成本	1182.04	806.71	206.09
费用总额	196.06	109.72	41.80
其中：销售费用	70.75	44.25	10.78
管理费用	54.07	50.24	12.80
财务费用	66.24	13.39	17.91
投资收益	11.05	-62.56	-10.76
其他收益	42.27	47.80	9.52
利润总额	102.53	-146.82	-79.37
营业利润率	17.09	-2.45	-21.50
总资本收益率	5.05	-2.80	--
净资产收益率	7.31	-13.50	--

资料来源：公司审计报告及 2021 年一季度财务报表，联合资信整理

2020 年，公司费用总额同比下降 44.04%，主要系销售费用及财务费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 40.33%、45.79% 和 12.20%。2020 年，公司费用总额占营业总收入的比重为 13.87%，同比提高 0.17 个百分点，费用总额对利润形成一定侵蚀。

2020 年，公司对外投资收益由 11.05 亿元

转为亏损 62.56 亿元，主要系联营企业国泰航空出现大额亏损所致，详见“资产质量-长期股权投资”分析。

2020 年，公司其他收益较上年增长 13.10%，主要为合作航线收入（系公司为支持地方经济发展，加强和地方政府合作，根据双方协议约定开辟的合作航线，并依据协议所获得的收益）、航线补贴、政府专项补贴或奖励、专机补贴等。2020 年，公司利润总额由盈利转为亏损 146.82 亿元。

从盈利指标来看，2020 年，在利润亏损的前提下，公司各盈利指标均出现大幅下降，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 19.54 个百分点、7.86 个百分点和 20.81 个百分点。公司经营出现较大亏损，盈利能力指标恶化。

2021 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 11.95%，受联营企业继续亏损的影响，公司利润总额亏损金额由上年同期的 65.38 亿元增至 79.37 亿元。

5. 现金流

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司经营现金流流入量及流出量均出现大幅下滑，但经营性主业回款良好，公司经营活动现金流保持净流入。公司大幅增加债务融资规模用以弥补投资活动产生的现金流量缺口，未来公司仍将存在较大规模的融资需求。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1559.46	858.72	182.96
经营活动现金流出小计	1181.39	817.58	191.89
经营活动现金流量净额	378.07	41.14	-8.92
投资活动现金流入小计	25.50	13.05	11.90
投资活动现金流出小计	201.28	201.14	21.74
投资活动现金流量净额	-175.78	-188.10	-9.83
筹资活动现金流入小计	541.02	973.05	163.36
筹资活动现金流出小计	724.80	853.17	109.11
筹资活动现金流量净额	-183.78	119.88	54.25
现金收入比	103.85	99.05	100.99

资料来源：公司审计报告及 2021 年一季度财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入量同比下降44.93%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成；收到其他与经营活动有关的现金同比增长3.82%，主要为政府补贴收入等。2020年，经营活动现金流出量同比下降30.80%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金构成。2020年，公司经营活动现金持续净流入，但净流入规模大幅收窄。2020年，公司现金收入比同比下降4.80个百分点，收入实现质量高。

从投资活动看，2020年，公司投资活动现金流入量同比下降48.84%，主要来自处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金以及收回投资收到的现金等。同期，公司投资活动现金流出量同比变化不大，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（以购买飞机资产支付的现金为主）。2020年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入量同比增长79.85%，主要为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出量同比增长17.71%，主要为偿还债务本息及融资租赁支付的现金。为应对新冠肺炎疫情，公司加大债务融资规模，使得2020年筹资活动产生的现金表现为净流入，公司未来仍将存在较大规模的融资需求。

2021年1-3月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-8.92亿元、-9.83亿元及54.25亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力弱，长期偿债能力较强，考虑到公司是国内三大航空运输集团之一，行业地位突出，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

表 17 公司偿债能力情况

项目	2019年 (末)	2020年 (末)	2021年 3月(末)
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	29.78	24.84	28.98
速动比率(%)	27.16	22.63	26.31
现金短期债务比(倍)	0.27	0.14	0.18
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.50	2.10	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.08	14.16	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2021年一季度财务报表及公司提供整理

从短期偿债能力指标看，截至2020年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比（剔除受限货币资金后为0.12倍）较上年末均有所下降。截至2021年3月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所上升。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为124.68亿元，同比下降67.43%。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的6.50倍下降至2.10倍，EBITDA对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA由上年的4.08倍增至14.16倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2020年末，公司共获得银行授信总额3393.79亿元，其中已使用授信额度为900.61亿元，尚未使用额度2493.18亿元，间接融资渠道畅通。子公司国航股份为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2020年末，公司对外担保金额为3.15亿元。

截至2020年末，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于子公司国航股份，母公司债务负担一般。

截至2020年末，母公司资产总额338.60亿元，较上年末下降1.25%。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成，非流动资产由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至 2020 年末，母公司负债总额 122.75 亿元，较上年末下降 6.07%。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，非流动负债主要由应付债券和递延收益构成。母公司 2020 年末资产负债率为 36.25%，较上年末下降 1.86 个百分点；全部债务 102.00 亿元，全部债务资本化比率为 32.09%，母公司债务负担一般。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 215.85 亿元，较上年末增长 1.72%。在母公司所有者权益中，实收资本为 157.43 亿元（占 72.93%）、资本公积合计 36.38 亿元（占 16.85%）、未分配利润合计 18.07 亿元（占 8.37%），母公司权益稳定性强。

2020 年，母公司营业收入为 2.21 亿元，利润总额为 2.51 亿元。同期，母公司投资收益为 6.53 亿元，其他收益为 4.17 亿元。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 333.36 亿元，所有者权益为 214.77 亿元，负债总额 118.59 亿元；母公司资产负债率 35.57%；全部债务 103.35 亿元，全部债务资本化比率 32.49%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 0.45 亿元，利润总额-0.54 亿元，投资收益 0.20 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月末，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券本金余额 80.00 亿元，一年内到期兑付债券本金 60.00 亿元，存续债券待偿本金峰值 60.00 亿元。截至 2020 年末，公司现金类资产 82.31 亿元；2020 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 858.72 亿元、41.14 亿元和 124.68 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表 18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
2021 年 5 月末一年内到期债券余额	60.00
未来待偿债券本金峰值	60.00
2020 年末现金类资产/一年内到期债券余额	1.37
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	14.31
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.69
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.08

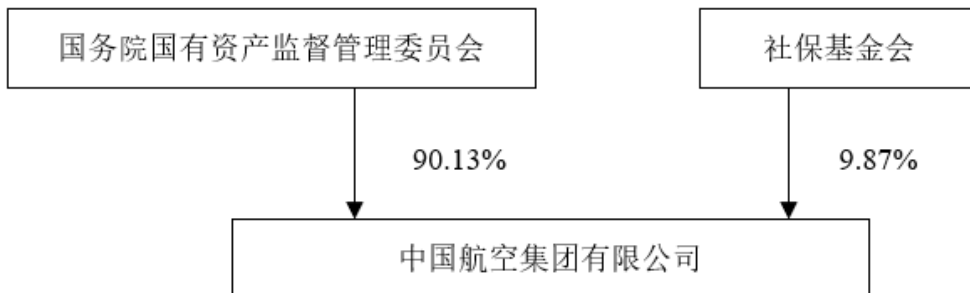
资料来源：联合资信整理

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度高，经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度较高，EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力强。

十一、结论

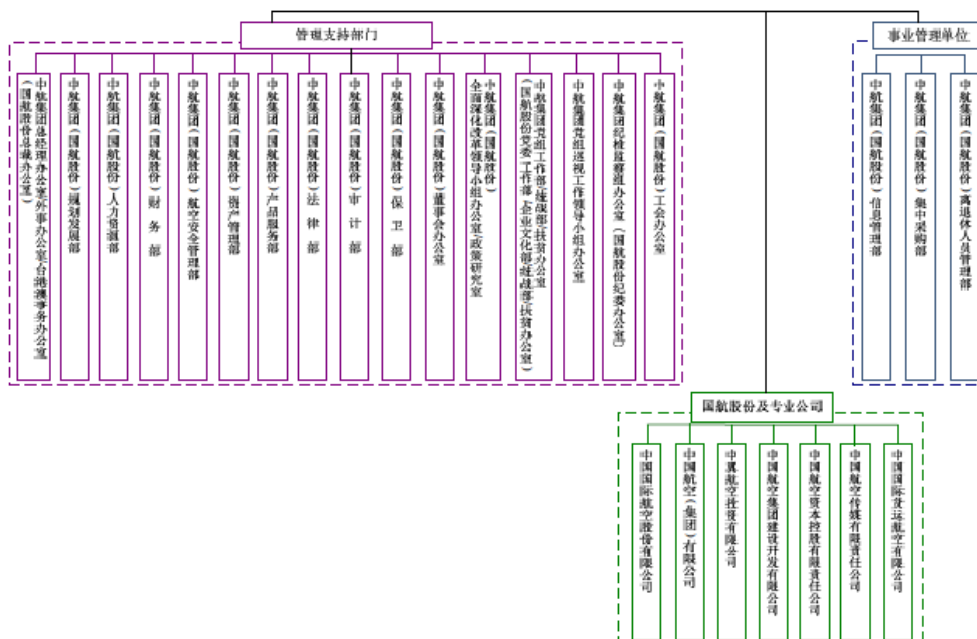
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 中航集”“19 中航 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末中国航空集团有限公司二级子公司情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	投资额 (万元)
1	中国国际航空股份有限公司	北京市	航空运输	51.70	1322672.83
2	中国航空 (集团) 有限公司	香港	航空相关业务	100.00	403264.28
3	中国航空资本控股有限责任公司	北京市	投资管理	100.00	127793.62
4	中国航空集团建设开发有限公司	北京市	建设开发	100.00	239348.39
5	中国航空传媒有限责任公司	北京市	传媒广告	100.00	20994.74
6	北京凤凰航空实业有限公司	北京市	仓储物流	100.00	24872.96
7	中国航空集团资产管理有限公司	北京市	资产管理	100.00	8639.77
8	北京航空货运公司	北京市	航空货运	100.00	2058.01

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	88.70	107.99	82.31	118.00
资产总额 (亿元)	2646.48	3157.87	3071.13	3122.23
所有者权益 (亿元)	1105.95	1127.07	974.87	918.57
短期债务 (亿元)	409.79	401.78	591.52	657.97
长期债务 (亿元)	662.48	1160.76	1174.15	1215.52
全部债务 (亿元)	1072.27	1562.53	1765.67	1873.48
营业总收入 (亿元)	1394.11	1431.10	791.02	170.33
利润总额 (亿元)	101.34	102.53	-146.82	-79.37
EBITDA (亿元)	282.29	382.81	124.68	--
经营性净现金流 (亿元)	314.56	378.07	41.14	-8.92
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	35.49	34.61	21.89	--
存货周转次数 (次)	62.42	58.38	40.45	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.49	0.25	--
现金收入比 (%)	104.53	103.85	99.05	100.99
营业利润率 (%)	16.00	17.09	-2.45	-21.50
总资本收益率 (%)	5.16	5.05	-2.80	--
净资产收益率 (%)	7.42	7.31	-13.50	--
长期债务资本化比率 (%)	37.46	50.74	54.64	56.96
全部债务资本化比率 (%)	49.23	58.10	64.43	67.10
资产负债率 (%)	58.21	64.31	68.26	70.58
流动比率 (%)	29.07	29.78	24.84	28.98
速动比率 (%)	26.57	27.16	22.63	26.31
经营现金流动负债比 (%)	40.22	47.39	4.81	--
现金短期债务比 (倍)	0.22	0.27	0.14	0.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.68	6.50	2.10	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.80	4.08	14.16	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中其他流动负债中的短融、超短融计入短期债务；一年内到期的非流动负债计入短期债务时已剔除一年内到期的递延收益、一年内到期的预计负债和一年内到期的长期应付款-其他；长期应付款中应付融资租赁款/租赁负债均已计入长期债务；3. 本报告计算收入相关指标若未特殊说明，所用收入计算指标均指营业总收入；4. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司审计报告、公司提供及 2021 年一季度财务报表

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	4.10	7.05	8.42	3.13
资产总额 (亿元)	299.84	342.88	338.60	333.36
所有者权益 (亿元)	206.93	212.20	215.85	214.77
短期债务 (亿元)	48.00	56.00	82.00	82.46
长期债务 (亿元)	30.00	60.00	20.00	20.89
全部债务 (亿元)	78.00	116.00	102.00	103.35
营业收入 (亿元)	3.41	3.28	2.21	0.45
利润总额 (亿元)	7.33	10.24	2.51	-0.54
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	0.47	0.76	7.04	-5.18
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	218.35	15.48	10.09	--
存货周转次数 (次)	/	/	/	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	101.66	88.68	105.58	9.84
营业利润率 (%)	-88.35	-74.17	-140.57	74.14
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	3.54	4.82	1.13	--
长期债务资本化比率 (%)	12.66	22.04	8.48	8.87
全部债务资本化比率 (%)	27.38	35.34	32.09	32.49
资产负债率 (%)	30.99	38.11	36.25	35.57
流动比率 (%)	45.87	26.21	13.08	8.83
速动比率 (%)	45.87	26.21	13.08	8.83
经营现金流动负债比 (%)	0.74	1.08	6.98	--
现金短期债务比 (倍)	0.09	0.13	0.10	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 母公司其他流动负债付息部分纳入短期债务核算；3. 母公司 2021 年一季度财务报表未经审计；4. “/”代表数据未获取
资料来源：公司审计报告及 2021 年一季度财务报表

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司子公司国航股份执行新会计准则的具体情况

1. 国航股份、国货航自 2018 年 1 月 1 日起施行新金融工具准则，并自该日起按照新金融工具准则的规定确认、计量和报告国航股份、国货航的金融工具。因国航股份、国货航 2018 年 1 月 1 日之前的金融工具确认和计量与新金融工具准则要求不一致的，国航股份、国货航按照新金融工具准则的要求进行衔接调整。涉及前期比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，国航股份及国货航不进行调整。金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入 2018 年 1 月 1 日的留存收益或其他综合收益。国货航采用新金融工具准则对公司 2018 年 1 月 1 日合并报表项目无影响，国航股份采用新金融工具准则对公司 2018 年 1 月 1 日合并财务报表项目的影响较小。

2. 2018 年起，国航股份、国货航自 2018 年 1 月 1 日起执行新收入准则。国货航首次执行新收入准则不存在对年初留存收益及财务报表相关项目的调整。国航股份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。国航股份将预收款项转入合同负债，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）。国航股份调整了超期票证计入收入的计量。新收入准则调整对公司 2018 年报表影响可控。

3. 2019 年 1 月 1 日起，国航股份执行新租赁准则。不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模型，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。在资产负债表中单独列示使用权资产和租赁负债。在利润表中，分别列示租赁负债的利息费用与使用权资产的折旧费用；租赁负债的利息费用在财务费用项目列示。在现金流量表中，偿还租赁负债本金和利息所支付的现金计入筹资活动现金流出，支付的简化处理的短期租赁付款额和低价值资产租赁付款额以及未纳入租赁负债计量的可变租赁付款额计入经营活动现金流出。

整体看，2019 年起，国航股份执行新租赁准则，对公司报表可比性产生一定影响。因其他子公司尚未执行新收入准则等，合并报表编制上，公司未对合并范围内已执行新金融工具准则、新收入准则的国航股份、国货航财务报表按照母公司会计政策进行调整。在进行会计政策和会计估计描述时，公司对相关内容区别“已执行新金融工具准则的公司”和“尚未执行新金融工具准则的公司”，“已执行新收入准则的公司”和“尚未执行新收入准则的公司”分别描述。

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

