



中诚信证评  
CCXR

# 信用等级通知书

信评委函字[2017]G085-2号

## 海南航空控股股份有限公司：

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拟发行的“海南航空控股股份有限公司公开发行2017年可续期公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证券评估信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一七年十月二十三日

## 海南航空控股股份有限公司 公开发行 2017 年可续期公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	海南航空控股股份有限公司
<b>发行总额</b>	本次债券发行规模不超过人民币50亿元（含人民币50亿元），分期发行，首期债券基础发行规模人民币20亿元，可超额配售不超过30亿元。具体各期限品种发行规模授权董事会根据公司资金需求和发行时市场情况，在前述范围内确定。
<b>债券期限</b>	品种一：3+N 品种二：5+N
<b>债券利率</b>	本次债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期按当期票面利率累计计息。
<b>付息方式</b>	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。
<b>偿付顺序</b>	本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
<b>续期选择权</b>	本次债券分两个品种，品种一基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为5年，以每5个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长5年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。
<b>赎回回选择权</b>	公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法規司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回；若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时，公司有权对本次债券进行赎回。
<b>递延支付利 息 权</b>	本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。
<b>资金用途</b>	本次债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于置换存量有息债务和补充公司流动资金。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“海南航空控股股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券”信用级别为 **AAA**，该级别反映了本次债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**。该级别反映了海航控股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。中诚信证评肯定了公司主要枢纽基地机场时刻份额领先、机队规模稳步增长、核心业务发展稳健、差异化航线布局收效明显以及经营管理水平较高等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，我们也关注到宏观经济下行风险加大、燃料价格波动、汇率波动频繁、市场竞争激烈及资本性支出压力较大等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

### 正 面

- 主要枢纽基地机场时刻份额领先。海南省是我国唯一的省级经济特区，旅游经济发达。2016 年夏秋航季，公司在海口美兰机场和三亚凤凰机场的时刻份额分别达到 25.63% 和 15.62%，均处于领先地位。同时，海南国际旅游岛的建设、三沙市的建设与发展，以及不断放宽的离岛免税制度，均为公司未来业务的发展带来了机遇。
- 机队规模稳步提升，主营业务收入持续增长。在国内民航运业需求的日益旺盛情况下，公司通过并购航空公司及购买、租赁飞机等方式，保持机队规模逐年增长，截至 2017 年 6 月末，共拥有飞机 362 架，较上年末增加 52.10%。2014~2016 年及 2017 年上半年公司主营业务收入分别为 324.15 亿元、330.77 亿元、380.37 亿元和 270.39 亿元，核心业务稳步发展。





### 概况数据

海航控股	2014	2015	2016	2017.H1
所有者权益（亿元）	317.25	385.64	678.76	761.54
总资产（亿元）	1,219.82	1,253.81	1,481.44	1,849.32
总负债（亿元）	902.57	868.17	802.68	1,087.79
总债务（亿元）	776.36	727.27	642.11	822.82
营业收入（亿元）	360.44	352.25	406.78	285.26
营业毛利率（%）	23.14	26.88	22.91	13.81
EBITDA（亿元）	105.56	114.65	116.09	-
所有者权益收益率（%）	8.33	8.45	5.02	3.64
资产负债率（%）	73.99	69.24	54.18	58.82
总债务/EBITDA(X)	7.35	6.34	5.53	-
EBITDA利息倍数(X)	2.39	2.71	3.09	-

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、中诚信证评在计算相关债务指标时将“长期应付款”纳入长期债务。

### 分析师



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年10月23日

- 差异化航线布局收效明显。公司采用“国内一线对欧美二线”、“国内二线对欧美一线”的国际航线布局策略，2015年和2016年分别开通洲际航线8条和20条，成为国内首家同时执飞北京、上海两个枢纽至美国本土航线的航空公司和首个开通以色列航线的国内航空公司。此外，公司通过与国内各地方政府合作，积极布局中西部二三线及支线市场，形成差异化竞争，区域性市场竞争优势不断凸显。
- 经营管理指标领先，盈利能力较强。公司经营管理水平较高，2014~2016年总体载运率等核心业绩指标均处于行业领先地位。得益于航油价格的走低及国际航线的增长，同期公司营业毛利率分别为23.14%、26.88%和22.91%，盈利能力较强。
- 财务杠杆比率总体呈下降态势。2014~2016年及2017年6月末，公司资产负债率分别为73.99%、69.24%、54.18%和58.82%，虽近期并购天津航空后财务杠杆水平有所回升，但随着自有资本实力的提升，公司财务杠杆水平总体下降幅度较大。

### 关注

- 宏观经济波动风险。目前全球经济仍处于复苏期，受结构性、周期性因素叠加影响，我国经济增速放缓，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经营业绩及财务状况表现予以关注。
- 市场竞争风险。我国民航业竞争日益激烈，除三大国有航空公司外，公司面临各支线航空公司，在价格、航班时刻等方面的竞争，同时低成本航空公司亦对其业务开展带来压力。此外，随着铁路、公路运输，尤其是高铁运输的日益完善，公司在部分航线，特别是运输距离1,000公里之内的短途航线上面临较大的竞争压力。
- 航油价格波动风险。航油系航空公司最主要营业成本之一，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。公司相当部分的固定资产购置及相关融资均以外币结算，2015年以来，人民币对美元的持续贬值导致公司近两年分别发生净汇兑损失18.70亿元和21.42亿元。截至2016年末，公司外币资产及外币负债规模分别为26.92亿元和285.80亿元，当前人民币汇率波动较为频繁，相关汇兑风险应予以长期关注。
- 资本支出压力。截至2016年末，公司已签约尚不必在资产负债表列示的资本支出承诺及未来最低应支付租金合计1,002.77亿元，公司后期面临较大的资本支出压力。
- 递延付息风险。在本次债券存续期内，除非发生强制付息事件，海南航空有权行使递延付息权，中诚信证评将持续关注海南航空行使递延付息权时其经营、管理和财务状况，及由此导致的债券利息回收期延长的风险。

## 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](http://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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

## 概 况

### 发行主体概况

海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”或“公司”）前身为成立于 1989 年 10 月的海南省航空公司，由海南省人民政府办公厅以琼府办【1989】179 号文批准成立。1992 年 9 月，经海南省股份制试点领导小组办公室《关于规范化设立海南省航空公司并定向募集股份的批复》（琼股办字【1992】18 号）文件批准，海南省航空公司以定向募集方式改组设立为股份有限公司，总股本 25,010 万股。1995 年 11 月，海南省航空公司向美国航空有限公司发售 10,004 万股外资股，公司性质变更为中外合资股份有限公司。1996 年 11 月，经国家工商行政管理局核准，海南省航空公司更名为海南航空股份有限公司，同时股本增至 40,016 万股。经国务院证券委员会证委发【1997】24 号文批准，公司于 1997 年 6 月发行境内上市外资股（B 股）合计 7,100 万股，总股本增至 47,116 万股。经中国证监会证监发行字【1999】129 号文的批准，公司于 1999 年 11 月向社会公开发行人民币普通股（A 股）20,500 万股，总股本增至 67,616 万股。2006 年，经中国证监会证监公司字【2005】50 号文的批准，公司向新华航空控股有限公司（2007 年更名为大新华航空有限公司，以下简称“大新华航空”）、三亚凤凰国际机场有限责任公司（以下简称“三亚凤凰机场”）、海口美兰国际机场有限责任公司（以下简称“海口美兰机场”）、海南泰衡实业有限公司、长江租赁有限公司和海南嘉信投资管理有限公司 6 家企业定向增发 28 亿股法人股，其中大新华航空认购 16.5 亿股，占公司增发后总股本的 46.7%，为公司控股股东。同年，经海南省国有资产监督管理委员会琼国资函【2006】330 号文批复，公司于 2006 年 7 月完成股权分置改革。后经定向增发、资本公积转增资本及股权变更，截至 2017 年 6 月末，公司总股本 1,680,612 万股，大新华航空、美兰机场和海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）分别直接持股 24.33%、5.13% 和 3.53%，大新华航空系公司控股股东。2017 年 5 月 16 日，经海南省工商行政管理局批复，公司完成营业执照变更手续，名

称由“海南航空股份有限公司”变更为“海南航空控股股份有限公司”。

公司目前主要从事国内外航空客运、货运等民航运输业务，其中航空客运系公司核心业务，2016 年该板块业务占当年营业收入的比例为 91.04%。

截至 2016 年末，公司资产总额 1,481.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）678.76 亿元，资产负债率 54.18%；2016 年公司实现营业收入 406.78 亿元，净利润 34.10 亿元，经营活动净现金流 122.87 亿元。

截至 2017 年 6 月末，公司资产总额 1,849.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）761.54 亿元，资产负债率 58.82%；2017 年 1~6 月公司实现营业收入 285.26 亿元，净利润 13.86 亿元，经营活动净现金流 50.90 亿元。

### 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	海南航空控股股份有限公司
债券名称	海南航空控股股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券
发行规模	本次债券发行规模不超过人民币 50 亿元（含人民币 50 亿元），分期发行，首期债券基础发行规模人民币 20 亿元，可超额配售不超过 30 亿元。具体各期限品种发行规模授权董事会根据公司资金需求和发行时市场情况，在前述范围内确定。
债券期限	本次债券基础期限不超过 5 年（含 5 年），分两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。
债券利率	本次债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由公司确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。
续期选择权	本次债券分两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延



	长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。
赎回选择权	公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回；若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时，公司有权对本次债券进行赎回。
递延支付利息权	本次债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日报披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算付息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的付息将加入已经递延的所有利息及其孳息中计算利息。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
偿付顺序	本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于置换存量有息债务和补充公司流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

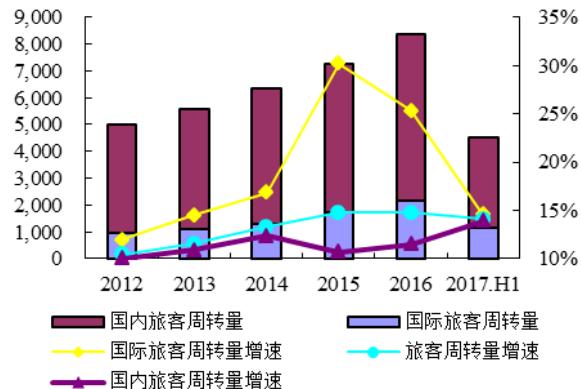
## 行业分析

### 行业概况

航空运输业属于周期性行业，发展趋势与宏观经济周期保持较紧密的关系。近年来受航油价格下行、航空客运需求强劲以及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，航空运输业已成为人们日常经济生活中最重要的交通运输方式之一。国际航空运输协会发布的 2016 年全球航空定期运输数据显示，2016 年全球航空客运需求（按总收入客公里计算）与 2015 年相比增长 6.3%，增幅远超过近十年 5.5% 的年均水平；运力较 2015 年增长 6.2%，载客

率上升 0.1 个百分点，年均载客率水平创历史新高，达到 80.5%。2017 年 8 月 7 日，国际航空运输协会最新发布的全球航空货运定期数据显示，2017 年上半年全球航空货运需求同比增长 10.4%，增长率约定为过去五年年均增长率（3.9%）的三倍；货运运力（按照可用货运吨公里计算）同比增长 3.6%。

图 1：2012~2017.H1 全国民航旅客周转量及增速



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

就中国市场而言，中国民航运输业快速发展，运输能力和国际地位显著提升。中国民用航空局发布的《2016 年民航行业发展统计公报》显示，2016 年我国民航业完成运输总周转量 962.51 亿吨公里，同比增长 13.0%，国内航线（含港澳台，下同）完成运输总周转量 621.93 亿吨公里，同比增长 11.2%；国际航线完成运输总周转量 340.58 亿吨公里，同比增长 16.4%。客运方面，2016 年我国民航运输业完成旅客运输量 48,796 万人次，同比增长 11.9%，国内航线完成旅客运输量 43,634 万人次，同比增长 10.7%；国际航线完成旅客运输量 5,162 万人次，同比增长 22.7%。货邮运输方面，2016 年我国民航运输业完成货邮运输量 668.0 万吨，同比增长 6.2%。国内航线完成货邮运输量 474.8 万吨，同比增长 7.3%；国际航线完成货邮运输量 193.2 万吨，同比增长 3.4%。2017 年上半年，我国民航业完成运输总周转量 513.4 亿吨公里，同比增长 12.5%，国内航线完成运输总周转量 332.3 亿吨公里，同比增长 12.5%；国际航线完成运输总周转量 181.1 亿吨公里，同比增长 12.5%。客运方面，2017 年上半年我国民航运输业完成旅客运输量 26,333.9 万人次，同比增长 13.4%，国内航线完成旅客运输量 23,663.0 万人次，同比增长 14.2%；国际航线完成旅客运输

量 2,670.9 万人次，同比增长 6.1%。货邮运输方面，2017 年上半年我国民航运业完成货邮运输量 329.2 万吨，同比增长 5.1%，国内航线完成货邮运输量 228.7 万吨，同比增长 2.8%；国际航线完成货邮运输量 100.5 万吨，同比增长 10.6%。整体来看，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。在上述因素影响下，2016 年国际航线旅客周转量增速持续大幅高于国内航线，国际航线客运需求的增长也带动我国客运周转量保持高速增长。

表 2：2016~2017.H1 我国民航主要运输生产指标统计

统计指标	计算单位	2016		2017.H1	
		累计完成数	同比增幅	累计完成数	同比增幅
运输总周转量	亿吨公里	960.9	12.8	513.4	12.5
国内航线	亿吨公里	621.0	11.1	332.3	12.5
国际航线	亿吨公里	339.8	16.1	181.1	12.5
旅客运输量	万人	48,776.1	11.8	26,333.9	13.4
国内航线	万人	43,614.2	10.7	23,663.0	14.2
国际航线	万人	5,162.0	22.7	2,670.9	6.1
货邮运输量	万吨	666.9	6.0	329.2	5.1
国内航线	万吨	473.6	7.0	228.7	2.8
国际航线	万吨	193.3	3.4	100.5	10.6
旅客周转量	亿人公里	8,359.5	14.8	4,537.8	14.1
国内航线	亿人公里	6,208.0	11.5	3,365.1	13.9
国际航线	亿人公里	2,151.6	25.3	1,172.7	14.6
货邮周转量	亿吨公里	221.1	6.3	112.4	7.5
国内航线	亿吨公里	71.9	7.4	34.6	2.5
国际航线	亿吨公里	149.3	5.8	77.7	9.9
正班客座率	%	82.7	0.6	83.3	1.0
正班载运率	%	72.8	0.6	73.1	1.3

注：国内航线包含港澳台航线数据

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

2016 年我国民航运机场完成旅客吞吐量 10.16 亿人次，同比增长 11.1%；完成货邮吞吐量 1,510.40 万吨，同比增长 7.2%；完成起降架次 923.8 万架次，同比增长 7.9%。截至 2016 年末，我国民航运飞机期末在册架数 2,950 架，比上年末增加 300 架；年末我国共有颁证运输机场 218 个，比上年末增加 8 个。航线网络方面，截至 2016 年末，我国民航定期航班航线 3,794 条，其中：国内航线 3,055 条（包括港澳台航线 109 条）、国际航线 739

条。按照重复距离计算的航线里程为 919.3 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 634.8 万公里；国内定期航班通航城市 214 个（不含港澳台），国际定期航班通航 56 个国家的 145 个城市，国内航空公司定期航班分别从 38 个和 10 个内地城市通航香港和澳门，大陆航空公司从 48 个大陆城市通航台湾地区。

从航线申请情况来看，当前国内航线以日趋饱和，各航空公司均积极寻求海外拓展机会。2017 年，中国民航申请新开航线共计 57 条，皆为国际航线，涉及 14 个航空公司，覆盖 10 个国家的 42 个城市。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；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煤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。

2017 年上半年，我国民航业发展稳中有进，全行业完成运输总周转量 513.4 亿吨公里、旅客运输量 26,333.9 万人次、货邮运输量 329.2 万吨，同比分别增长 12.5%、13.7%、5.1%。

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很强，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 9~10% 左右的增长速度。

## 行业关注

### 航空燃油价格波动对航空公司经营业绩的稳定性具有重要影响

近年来航油价格随着国际原油价格呈大幅波动的趋势，在充分竞争的航空市场上，燃油价格风险很难直接或部分地转嫁给最终旅客。国际原油市场上的供求关系、美元汇率、地缘政治等诸多因素的综合影响使油价波动成为常态。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。从国内进口航空煤油到岸价来看，2016 年 2 月进口航空煤油价格到达阶段性低点 2,468 元/吨，此后触底波动反弹，至 2017 年 3 月，进口航空煤油价格达到 3,663 元/吨，较 2016 年 2 月上涨 48.42%；2017 年 3 月以来，进口航空煤油价格有所下降，6 月份均价为 3,329 元/吨，同比仍上涨 30.09%，航油成本提升或使得航企业绩承压。未来若国际油价继续回升，将会对航空公司的运营成本控制造成较大压力，进而对经营业务产生负面影响。

**图 2：2015 年 11 月~2017 年 6 月进口航空煤油价格走势图**

单位：元/吨



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

**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

### 其他交通工具替代竞争风险

高速铁路是国家发展立体交通网络的重要环节，但与民航也存在一定竞争关系。在国内中短程旅途中，频次、准时、快速、便捷、舒适、票价成为旅客选择高铁出行的主要原因，综合考虑时间和票价因素，高铁在 1,000 公里的半径内优势突出。从长远来看，高铁出行方式对于中国旅客而言仍属

刚性需求，随着高铁网络成型、技术完善、管理升级、改革推进和结构性调整，高铁对民航冲击仍难以避免。高铁对于航空中短程的冲击，不仅表现在新开线路的一次性分流，还将出现既有线路的网络化运营、整体提速、频次增加、运营时间延长之后的二次分流。

### 人民币汇率波动对航空公司业绩的影响

航空公司多拥有大量的外币（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空公司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，汇兑损益对航空公司盈利能力的影响有所减弱，财务费用总体有所下降。当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。

**图 3：2016.6~2017.6 美元兑人民币汇率中间价走势**



资料来源：中国货币网，中诚信证评整理

### 环境保护对航空公司业绩的影响

近年来，随着民众环境保护意识的提升及各国政府对于环境保护日益重视，航空业带来的环境问题引起了广泛的关注。欧盟宣布从 2012 年 1 月 1 日起将对所有到、离欧盟机场的航班纳入碳排放交易体系，征收碳排放交易税。这种单方面决定征收碳排放税的行为遭到了包括中国、美国在内的航空大国的反对。目前该争议还在进行中，对于全球航空业的影响目前还不能进行明确估计。由于未来各国可能采取针对欧盟的反制措施，普遍征收国际航空碳排放税的行为很可能提升航空运输成本、抑制市场需求，对航空行业发展和航空公司运营产生潜

在影响。

## 竞争格局及发展趋势

### 航空客运市场快速增长，但结构将发生巨大变化

虽然经济增长放缓，但中国航空市场需求的驱动力依然坚挺，市场潜力仍然很大。未来市场结构将发生变化，预计二、三线城市旅客吞吐量增速将高于一线城市，中西部内陆城市旅客增长迅速；高效商务及务实旅游客源将成为增速较快、发展潜力较大的市场；出境旅客增速将超过国内旅客，受留学、移民、签证政策放宽等因素影响，未来十年出境旅客将持续增长。

### 三大区域战略的推行将改变现有航空市场格局

作为促进区域协同发展的重要举措，京津冀、“一带一路”、长江经济带三大区域战略不仅将加强区域之间的联系与协同，且会改变现有航空市场格局。京津冀协同发展将显著提升北京航空枢纽的国际竞争力，枢纽功能进一步加强；“一带一路”战略将促进中国与东南亚、东北亚、欧洲的经贸交流与合作，不仅会强化上海、广州等国际枢纽地位，而且将为国内二线城市机场提供发展机会；长江经济带将加快形成以上海国际航空枢纽和区域航空枢纽为核心的航空网。

### 全球航空竞合方式逐渐演变，中国航空市场竞争日趋激烈

从全球市场来看，竞争形式出现新的变化。欧美航空公司不断整合，竞争力显著提高。大型网络型承运人的双边和多边联营已逐步取代航空联盟，少数股权投资策略建立了超越现有航空联盟框架和代码共享模式的全球合作关系。

从国际市场来看，中国国航、东方航空和南方航空正在大量引进宽体机，加速扩张国际航线，不断提高自身国际航线比例；国内中型航空公司纷纷申请开通国际中远程航线，未来国际航权资源将更加紧缺。同时，欧美中转市场分流严重，北美航线面临首尔、东京、香港等枢纽的竞争，欧洲航线面临中东承运人分流。

从国内市场来看，春秋航空、吉祥航空等民营航空总体呈现上升态势，竞争日趋激烈。随着市场

准入逐渐放松，地方纷纷成立区域性航空公司，低成本航空浪潮逐渐兴起，将进一步加剧国内市场竞争的激烈程度，降低收益水平。

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。但中诚信证评也将持续关注航油价格及人民币汇率变动、高铁替代竞争以及环境保护等因素对航空运输业发展的影响。

## 竞争实力

### 核心枢纽旅游经济发达，机场时刻份额领先

公司总部及两大核心运营基地（海口美兰机场和三亚凤凰机场）均位于我国最大经济特区、旅游胜地海南省。海南省是我国唯一的省级经济特区，也是我国最大的经济特区，近年国家出台多项利好政策推动其持续、稳定发展。2010年1月，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》正式印发，海南国际旅游岛建设上升为国家发展战略；2011年3月，财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，至此离境退税、离岛免税政策开始陆续落实并实施，当地旅游业发展得到进一步促进；2015年3月，国家将海南省列入“一带一路”战略规划，海口、三亚成为海上合作战略支点，为海南旅游特区及自贸区的获批奠定了良好基础。随着一系列政策红利的释放，海南国际旅游岛建设的新格局开始逐步显现，发展动力强劲，公司作为海南省重要的企业集团，也将在国际旅游岛建设的大背景下迎来重大发展机遇。

2016年全年，海南省共接待旅客6,023.59万人次，同比增长12.90%，实现旅游总收入669.62亿元，同比增长16.97%。公司在海南区域航空市场中占有明显竞争优势，2016年夏秋航季公司在海口美兰机场和三亚凤凰机场的时刻份额分别达到25.63%和15.62%，均处于领先地位。同时，海南国际旅游岛的建设、三沙市的建设与发展，以及不断放宽的离岛免税制度，均为公司未来业务的发展带来了机遇。

表 4：2016 年夏秋航季公司主要基地时刻份额

单位：%

	海口	三亚	北京	长沙	乌鲁木齐	西安
夏秋航季	25.63	15.62	10.4	10.47	9.8	8.4

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2016 年夏秋航季公司在首都机场的时刻份额为 10.40%。目前首都第二机场正处于建设中，规划于 2019 年投入使用，届时南方航空和东方航空等将从首都机场搬迁至首都第二机场，其时刻份额将分摊给未搬迁航空公司，公司在首都机场的时刻份额将进一步上升，为后期业务扩张奠定有利基础。

### 服务质量高，品牌优势明显

公司作为中国内地唯一一家 SKYTRAX 五星航空公司，连续五年获评 SKYTRAX 五星航空公司称号，据 2015 年民航行业发展统计公报显示，以公司为核心的海航集团在民航综合实力排行中位列第四位。同时，公司机型结构配置较合理，航班组织安排能力位居全民航前列，机舱服务水平较高，飞机正班客座率、正班载运率等运营指标均大幅高于行业平均水平，而平均正班客座率位于全行业第一位。此外，公司多次获得中国民航局最高奖“金鹏杯”、“金鹰杯”，荣获 2016 年度 WTA“世界最佳商务舱”、“世界最佳机上娱乐”、“世界最佳空服人员”、“世界最佳客舱服务”、“亚洲最佳航空公司奖”、“亚洲最佳商务舱”、“亚洲最佳空服人员”和“亚洲最佳机上餐饮奖”八项大奖；在国际知名商旅杂志《Global Traveler》、《Premier Traveler》评选中连续荣获“中国最佳航空公司”奖项。

公司累计安全飞行逾 560 万小时，保持安全运行 23 年优秀记录，荣获民航局颁发的“安全飞行五星奖”。德国航空事故数据评估中心（JACDEC）公布了 2016 年全球最安全航空公司榜单，公司名列第三，为国内航空公司之首。2015 年以来，公司全面推行 E-IOSA 审核（国际航协运行安全审核），接受 IOSA 认证机构更高标准的安全审核，并在当年 7 月份以“零不符合项”顺利通过了 E-IOSA 审核；加入 IATA 全球 GDDB 数据库，共享全球航空地面安全信息，参加 ATA 运行规范会议、飞安基金会全球航空安全峰会、FAA 美国航空安全信息共享大

会，参与国际民航安全管理交流与研究，使得公司安全管理品牌更具影响力。

### 差异化竞争布局国内外市场

在航线优势不明显、支线市场受阻的情况下，公司近年来以“差异化”布局国内外航线。即，国内与各地政府合资组建航空公司，国外航线上则选择国内一线城市飞往欧美的二线城市，以及国内的二线城市飞往欧美一线城市的市场竞争策略。

国内布局方面，面对我国民航运业同质化较为严重，东部发达地区运力过剩，中西部中小机场利用率不足，支线运力短缺的现状，近年来公司依托海航集团多元化的业务平台，采用“航空先行、多产业跟进”的方式拓展地方性市场，相继与地方政府合作成立了乌鲁木齐航空有限责任公司（以下简称“乌鲁木齐航空”）、福州航空有限责任公司（以下简称“福州航空”）等公司。2017 年 4 月 27 日，公司与成都交通投资集团有限公司（以下简称“成都交投”）共同出资 30 亿元投资组建成都神鸟航空有限公司，其中公司持股 80%，成都交投持股 20%。目前公司与国内二三线城市（呼和浩特、延安、东营、长治、石家庄、包头、珠海、大同、榆林、佳木斯、十堰、庆阳、六盘水、连城、三明、义乌等）合作开通了 50 余条航线航班，地方政府给予航班补贴予以扶持，有效降低了公司航线运营风险，提高了航班盈利能力。2015 年度和 2016 年度公司分别获得航线补贴等补贴收入 7.56 亿元和 8.65 亿元。

国外布局方面，由于民航局相关规定，中美和中欧洲际市场一条航线仅能由一家国内航空公司运营，受航权限制影响，公司积极拓展欧美传统市场和俄非新兴市场，并采用“国内一线对欧美二线”、“国内二线对欧美一线”的竞争策略，这一策略系公司国际化的核心战略。2015 年，公司新开重庆至罗马、北京至圣何塞/伯明翰/布拉格、上海至西雅图/波士顿、西安至罗马/悉尼 8 条洲际航线，使得公司成为国内首家同时执行北京、上海两个枢纽至美国本土航线的航空公司。2016 年，公司新开通远程洲际航线 20 条，至周边国家的中短程航线 22 条，其中北京至特拉维夫系中国航空公司首次开通的以色列航线，北京至曼彻斯特航线是中英两国

间首条飞往伦敦以外城市的航线。以上航线的开通进一步完善了公司以北京为核心枢纽的国际航线网络，加强了在西安、长沙的网络布局，同时新增深圳作为远程国际通航城市。

总的来看，公司差异化市场竞争策略使得其通航航线不断增长，航线网络布局进一步完善，为其业务规模的增长奠定了有利基础。

## 业务运营

目前公司已形成了以航空客运为核心业务平台，航空货运等为辅助的业务体系。公司采用差异化竞争策略拓展市场并取得成效，国内外航线持续增长，截至 2017 年 6 月末，公司共运营国内外航线 1,400 余条，其中国内航线 1,200 余条，涉及海南和内陆所有省、区和直辖市；国际地区航线 190 余条，以亚洲、欧洲、美洲和澳洲为主，涉及 52 个境外城市及台中、桃园和澳门 3 个地区城市。随着机队规模和航线的双双增长，近年公司业务量持续增长，2014~2016 年，公司运输总周转量分别为 61.09 亿吨公里、68.20 亿吨公里和 84.45 亿吨公里，同期营业总收入分别为 360.44 亿元、352.25 亿元和 406.78 亿元。2016 年 9 月，公司定向增发 46.24 亿股，募集资金净额 164.04 亿元，其中 55.54 亿元将用于购买天航控股有限责任公司（以下简称“天航控股”）持有的天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）48.21% 的股权，并于 2017 年 1 月完成收购，公司持有天津航空的股权比例增至 87.27%，并成为其控股股东。天津航空是目前国内第一大支线航空公司，加上自身拥有的航线及所覆盖的城市，公司已成为国内覆盖城市最广的航空公司之一。随着天津航空的并表，公司机队规模和航线均大幅增加，2017 年 1~6 月，公司运输总周转量为 58.23 亿吨公里，同比增长 60.21%；实现营业总收入为 285.26 亿元，同比增长 50.17%。

从收入结构来看，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司航空客运业务实现收入规模分别为 314.60 亿元、320.67 亿元、370.33 亿元和 262.16 亿元，占营业总收入的比例分别为 87.28%、91.03%、91.04% 和 91.90%，系公司最主要的收入来源；航空货运及逾重行李收入和其他业务收入（主要系飞机租赁

收入和退票手续费）对公司营业收入形成一定补充。

表 5：2014~2017.H1 公司各业务板块情况

业务板块	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.H1
航空客运收入	314.60	320.67	370.33	262.16
航空货运及逾重行李收入	8.93	9.71	9.51	7.98
其他	0.62	0.39	0.53	0.25
其他业务收入	36.29	21.48	26.41	14.87
合计	360.44	352.25	406.78	285.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从主营业务成本结构来看，公司主营业务成本主要由航油成本、起降成本、发动机维修及航材消耗、折旧及摊销和租赁费用构成，2014~2016 年主要成本项目占营业成本的比重如下表所示。

表 6：2014~2016 年公司主要成本项目占比

成本项目	单位：%		
	2014 年	2015 年	2016 年
航油成本	39.46	28.92	25.06
折旧及摊销费用	9.40	12.03	11.68
起降成本	11.62	14.04	14.87
租金费用	8.79	10.40	13.87
飞发维修及航材消耗费	7.67	12.45	12.72
职工薪酬	6.51	8.57	9.19
营业成本	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014~2016 年，公司航油成本分别为 109.33 亿元、74.52 亿元和 78.59 亿元。自 2014 年 11 月开始，石油价格下行带动航油价格走低，在飞行总公里由 2014 年 38,268 万公里增至 2016 年 50,714 万公里的现状下，公司航油成本 2016 年较 2014 年下降 28.12%，航油成本占营业成本的比重由 39.46% 下降至 25.06%；2017 年上半年，随着航油价格的上涨，当期公司航油成本为 69.83 亿元，较上年同期增长 108.76%，增幅大幅高于同期飞行小时的同比增幅 60.20%，航油价格的波动对公司的经营业绩及盈利能力产生较大影响。

## 机队建设及航线布局

在居民可支配收入的不断提升及消费结构升级等因素的带动下，我国民航运输业实现了快速增长。公司在行业快速增长周期内，持续加大客运业

务运力投入，优化机队结构，机队建设呈现快速发展的态势，2014~2016 年末公司飞机数量分别为 169 架、202 架和 238 架，其中 2015 年和 2016 年分别净增加 33 架和 36 架。2017 年 1 月，随着天津航空纳入合并范围，公司机队规模大幅扩张，截至 2017 年 6 月末，公司合计运营飞机 362 架，机队规模仅次于国航、南航、东航三大国有航空公司。同时，中诚信证评注意到，截至 2016 年末，公司已签约将于未来几年内采购的飞机的金额为 564.4 亿元，后期公司机队规模仍将保持快速增长，为其收入规模及运营效率的提升奠定了良好的基础，但也使得公司面临较大的资本支出压力。此外，通过新旧飞机的更替，公司机队结构更趋年轻化，截至 2017 年 6 月末，公司飞机平均机龄为 4.62 年。机队年轻化有利于成本控制，也使得公司在市场竞争中处于相对有利地位。

**表 7：2016 年末国内主要航空公司机队规模和平均机龄**

单位：架、年				
	国航	东航	南航	公司
机队规模	623	596	702	238
平均机龄	6.36	5.40	6.60	4.60

资料来源：上市公司定期年报，中诚信证评整理

就飞机引进方式而言，公司通过购置、融资租赁和经营租赁三种方式引进飞机，其中融资租赁主要与国外相关公司合作，经营性租赁主要与国内相关公司合作。截至 2016 年末，公司自有、融资租赁及经营租赁飞机分别为 87 架、33 架和 118 架，相比 2015 年，分别净增加 1 架、1 架和 34 架。随着天津航空的并入，2017 年 6 月末，公司自有、融资租赁及经营租赁飞机分别为 139 架、50 架和 173 架，共计 362 架，分别增加 52 架、17 架和 55 架，共新增 124 架。公司在购置飞机和以融资租赁方式引进飞机时会形成较大规模的美元有息负债，在美元汇率走高的情况下，为降低汇兑损失风险，公司经营租赁飞机的数量明显增加。

**表 8：2017 年 6 月末公司机队详细情况**

机型	飞机数量（架）			合计
	自有	融资租赁	经营租赁	
空客系列	6	10	50	66
波音系列	84	26	111	221
EMB 系列	49	14	12	75
合计	139	50	173	362

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机队维修方面，为保障飞机的安全运营，公司机队主要由参股子公司海航航空技术有限公司（以下简称“海航技术”，公司持股 48.08%）提供维修和保障服务。海航技术拥有 CAAC-145、DMDOR、MDA、JMM、香港 DOA、新加坡 SAR-145、STC 等多项资质，维修保障能力已遍布国内外，维修网络包括 6 大航线维修区域中心（中南海口、华北北京、西北西安、重庆、云南、新疆）、13 个航线维修主基地（三亚、深圳、广州、宁波、宜昌、太原、大连、杭州、兰州、丽江、长沙、成都、桂林）、全球 100 余个分基地和外站（上海、厦门、长沙、呼和浩特、丽江、敦煌、满洲里、芝加哥、西雅图、多伦多、柏林、布鲁塞尔、曼谷、普吉等）。目前，海航技术维护能力已经覆盖包括 757-200、737-300/400/500/600/700/800/900、777-200、A310、A319-100、A330-200、A340-300/600、D328-300、DHC-8 等在内的多个机型，能够充分满足公司在役飞机的维修和保障服务需求。2016 年，公司与海航技术的关联交易额为 21.29 亿元，相应的关联交易价格按照交易金额及性质经公司董事会授权批准。

航线网络建设方面，公司开辟国内外航线以“差异化”为主要策略，国内通过与各地政府合作合资组建航空公司，国外则选择从京沪飞往欧美的二线城市，以及从国内二线城市飞往欧美的一线门户，避免与三大航空公司的直面竞争。具体而言，目前公司与国内呼和浩特、延安、东营、石家庄、长治、三明、六盘水等多个二三线城市合作开通了 50 余条航班航线；另一方面，国内外一线城市航权及时刻受到限制，加之国内二三线城市出境游潜力巨大，公司对二三线城市航线开辟的积极性大幅提升。截至 2017 年 6 月末，公司及其下属并表范围内子公司共运营国内外航线 1,400 余条，其中国内

航线 1,200 余条，涉及海南、华北、东北、西北、中南、西南、华东及新疆等内陆所有省、区和直辖市；国际地区航线 190 余条，以亚洲、欧洲、美洲和澳洲为主，涉及境外 52 个城市以及台中、桃园和澳门 3 个地区城市。2017 年一季度新纳入合并的天津航空系国内第一大支线航空公司，已建立起包含天津、西安、呼和浩特、乌鲁木齐等 8 大枢纽的区域航线网络，累计开通国际国内航线 250 余条，拥有 30 余条国际航线。随着对天津航空的吸收重组，公司国内及国际航线均有所增长。

国际航线方面，随着出境游人数的激增、签证政策的放宽，以及国家“一带一路”战略的推进实施，2015 年公司新开重庆至罗马、北京至圣何塞/伯明翰/布拉格、上海至西雅图/波士顿、西安至罗马/悉尼 8 条洲际航线，公司因此成为首家同时执行北京、上海两个枢纽至美国本土航线的航空公司。2016 年，公司新开 42 条国际航线，其中远程洲际航线 20 条，包括北京至特拉维夫/曼彻斯特/卡尔加里/拉斯维加斯、长沙至洛杉矶/悉尼/墨尔本、西安至悉尼/墨尔本和深圳至奥克兰，进一步完善了公司以北京为核心枢纽、以西安、长沙为重要通航点的国际航线网络。2017 年上半年，公司加速布局至欧美国际网络，新开重庆至洛杉矶、成都至洛杉矶、重庆至莫斯科、天津至莫斯科和昆明至莫斯科 5 条二线枢纽机场直达全球一线枢纽城市的洲际航线；同时加快短途国际航线网络布局，并完善国内中转网络，新开国内至亚洲区域短途航线 9 条。2015 年和 2016 年，公司国际航线的客座率均保持在 80% 以上，与国内三大航空公司相比处于较高水平。

总体而言，公司与各级政府的合作，在支撑区域经济发展、拉动当地内需、拓展旅游需求的同时，加速了公司航空品牌的成长，并能够得到各地方政府在税收、政策等诸多方面的支持。2016 年公司共计获得地方政府、民航局等国家行政单位累计 8.65 亿元财政补贴和奖励，有效降低了公司航线运营风险，并提升了航线的盈利能力。

## 航空客运业务

公司以“差异化”为主要策略，近年国内外航线均有所增加，同时公司加大运力投资力度，机队规

模持续扩张。2014~2016 年，公司执飞航班数量分别为 26.05 万班次、26.85 万班次和 32.27 万班次，年均复合增长率为 11.30%；运输总周转量分别为 61.09 亿吨公里、68.20 亿吨公里和 84.45 亿吨公里，年均复合增长率为 17.57%；旅客运输量分别为 3,560 万人、3,860 万人和 4,702 万人，年均复合增长率为 14.93%；飞行总公里数分别为 3.83 亿公里、4.13 亿公里和 5.07 亿公里，年均复合增长率为 15.05%。2017 年上半年，公司执飞航班数量为 25.95 万班次，运输总周转量和旅客运输量分别为 58.23 亿吨公里和 3,420.91 万人，飞行总公里数为 3.73 亿公里。随着机队规模及航线的扩张，公司主要业务指标均保持快速增长。2014~2016 年及 2017 年上半年，公司航空客运业务收入分别为 314.60 亿元、320.67 亿元、370.33 亿元和 262.16 亿元，分别占同期营业收入的 87.28%、91.03%、91.04% 和 91.90%，核心业务发展稳健。同时，随着国外航线的逐年增加，公司国外业务收入规模逐年增长，2014~2016 年分别为 40.68 亿元、52.07 亿元和 67.85 亿元。公司大力发展境外航线，一方面有利于减弱不断完善的高铁网络对公司航空客运业务的影响，另一方面也有利于提升公司的整体盈利水平。

表 9：2014~2016 年公司主要业务指标统计

	2014 年		2015 年		2016 年	
	数量	增减 (%)	数量	增减 (%)	数量	增减 (%)
可用座位公里（万座公里）	6,826,028	14.24	7,511,215	10.04	9,444,154	25.73
运输总周转量（万吨公里）	610,945	14.27	681,984	11.63	844,465	23.82
旅客运输量（万人）	3,560	15.10	3,860	8.43	4,702	21.83
货邮总周转量（万吨公里）	87,415	7.94	97,832	11.92	113,157	15.66
飞行总公里（万公里）	38,268	12.40	41,315	7.96	50,714	22.75
总飞行小时（小时）	594,341	11.92	636,824	7.15	779,520	22.41
飞行班次（班次）	260,499	11.11	268,527	3.05	322,675	20.16
飞机日利用率（小时）	10.26	0.49	9.67	-5.75	10.07	0.4
旅客运输量（万人）	3,560	15.10	3,860	8.43	4,702	21.83
货邮运输量（万吨）	36.07	4.64	38.47	6.65	40.74	5.88
平均客座率（%）	86.80	+1pts	88.19	+1.39pts	87.83	-0.36pts
平均载运率（%）	83.60	+2pts	87.54	+3.94pts	87.08	-0.46pts

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

就竞争力而言，公司目前与国内三大航空公司机队规模方面仍存在一定差距，但公司保持安全运行 23 年的优秀记录，荣获民航局“安全飞行五星奖”，品牌知名度和美誉度较高，同时拥有以波音系列为主的年轻豪华机队，为旅客提供全方位无缝隙的航空服务。随着消费者对安全和服务注重程度的提升，公司的两项航空运输业的关键指标—平均客座率和平均载运率逐年提升，始终处于行业内领先地位。2016 年公司平均客座率和平均载运率分别为 87.83% 和 87.08%，分别领先行业平均水平 5.13 百分点和 14.28 百分点。由于天津航空主要从事载运率相对较低的支线航空运输，其并表对公司整体载运率产生一定负面影响，2017 年上半年，公司平均客座率和平均载运率分别为 86.65% 和 85.09%，相较于上年均有所下降，但仍处于行业较高水平。

表 10：2016 年公司与国内三大航空公司部分经营数据

	中国国航	东方航空	南方航空	公司
收入客公里 (亿)	1,881.58	1,675.29	2,061.06	829.51
飞机日利用率 (小时)	9.56	9.73	9.53	10.07
乘客数量 (万人)	9,660.59	10,174.16	11,461.86	4,702.30
客座率（%）	80.68	81.23	80.50	87.83
载运率（%）	70.16	70.40	69.70	87.08

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

公司机票主要通过直销、代理分销和常旅客计划等形式实现销售，其中直销渠道主要包括 95339

客服电话、官网和海航集团旗下海航销售公司等，常旅客计划主要通过金鹏俱乐部实行。随着电子商务的发展和电子客票的普及，公司直销比重逐年提升。同时，公司将代理分销由比例提成逐渐转为固定代理费机制，代理佣金有所下降。直销占比的上升及代理费机制的转变，使得公司售票环节单票销售成本下降，对公司盈利水平产生积极影响。

枢纽基地建设方面，公司立足于海南和北京两大核心枢纽，建立了广州、深圳、大连、乌鲁木齐、西安、太原、杭州、长沙等多个运营基地和航空运营站，使得公司能够构筑更加灵活、合理的航线结构，规避高铁对短途航线带来的冲击率，提高其客运业务的利润率。同时，面对三大航空公司在东部和北上广深市场的竞争，公司加大了在中西部地区的枢纽建设，目前在乌鲁木齐和西安航空市场上，市场占有率均位居第二。2017 年 1 月控股天津航空后，公司已成为国内航线覆盖城市最广的航空公司之一。

总体而言，目前公司机队规模在国内民航运输业中仅次于三大国有航空公司，“差异化”战略的逐步推进使其核心业务收入规模名列前茅。同时，公司机队平均机龄及客座率等重要运营指标在行业内均处于领先地位，竞争优势明显，随着国际航空客运需求的持续提升，公司未来发展前景较为广阔。

## 非客运业务

公司非客运业务主要包括货运业务和飞机租赁业务，2014~2016 年分别实现非客运业务收入 45.84 亿元、31.58 亿元和 36.45 亿元，成为公司营业收入的一个有力补充。

国内航权开放后，国外航空及大型物流公司可以在国际市场上参与我国国际航线的竞争，对国内航空公司的国际货运业务产生了较大的压力，使得我国民航运输业货运业务在运营及市场份额方面地位较为弱势。公司无专用货机，货运业务主要通过客机腹舱载货实现，2014~2016 年，公司货物及邮件载运量分别为 36.07 万吨、38.47 万吨和 40.74 万吨，同期航空货运及逾重行李收入分别为 8.93 亿元、9.71 亿元和 9.51 亿元。从公司发展规划来看，公司短期内暂无货运业务运力投入计划，货运及邮运量的增长完全依赖于客机运力的增长。

此外，公司还向海航集团旗下其他航空公司出租飞机并收取租金，租金参照市场价格协商确定，2014~2016 年分别实现飞机租赁收入 10.27 亿元、8.20 亿元和 9.89 亿元。

## 战略规划

为顺应未来民航业高速增长的发展趋势，公司制定了“全面提升公司综合竞争实力，打造航空主业核心业务平台、建设智力密集、技术领先、管理优秀、资金雄厚并具备国际竞争力的世界级航空企业”的整体战略，倾力打造全球多基地营运，规模、运营能力、服务品质、安全运营水平居世界前列的航空公司。

1、枢纽型国际化网络战略。公司将持续推进“枢纽型网络”战略，抓住“一带一路”、“民航强国”等历史机遇走向卓越，承载海南航空品牌全球传播的责任，建设覆盖全球的、有竞争力的、国内国际高效互动的航空网络。

2、阿米巴经营战略。运用先进的阿米巴管理策略，将公司划分为 21 家阿米巴单元，建立阿米巴内部购销体系，实现精细化管控；分解公司整体运营成本，创新性将“预算归口”与“内部购销”相结合，界定收入成本责任及建立阿米巴核算体系。通

过提升收入、控制成本和提高资源使用效率等措施，使得公司初步实现从管理向经营的转变。

3、产品创新战略。公司将对航空上下游产品在内容、运行和营销模式上进行创新，有针对性地提供各类更加卓越的产品及服务品质，建立完善的产品/服务体系。公司将通过改善客舱布局选型，提升宽体机核心软硬件产品品质，升级 A 舱产品，推出贵宾礼遇升舱，多等级升舱等配套产品，实现对高端客源的精准挖掘。

4、信息化管理战略。公司将持续围绕信息、保障、管控三大信息系统网，构建营销服务线、安全运行产品线、企业资源管理线等主要业务系统的信息化体系。

总的来看，公司战略主要围绕航线建设、服务提升和成本控制进行，通过拓展航线和提升服务水平，在提升公司品牌的同时促进业务规模的增长；严格的成本控制则有利于公司盈利水平的提升。

## 公司治理

### 治理结构

根据《公司法》、《公司章程》、《证券法》和其他有关法律、法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了《股东大会议事规则》、《董事大会议事规则》、《监事大会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职业权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。董事会内部按照功能分别设立了战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及审计委员会，并制定了相关的工作细则，以规范董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善公司治理结构，促进董事会科学、高效决策。

公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长和副董事长各 1 名。公司独立董事了解公司生产经营情况、财务情况，独立参与董事会的决策，对需要由独立董事发表意见的事项，发表独立意见，在董事会决策和经营管理中发挥了独立的作用。总体上看，公司已建立了科学有效的职责分工和制衡机制，高管人员和董事会之间的责任、

授权和报告关系明确，法人治理结构较为完善，内部管理较为规范。

## 内部控制

公司采取职能式的管理结构，股东大会是公司最高权力机构；董事会对股东大会负责，直接领导由总经理、副总经理等组成的经营管理团队。公司实行总经理负责制，设立运行控制部、维修工程部、财务部、市场销售部、飞行部、客舱与地面服务部、安全监察部、采购部、人力资源部、货运部和保卫部等职能部门。同时为适应管理需要，公司建立了涉及预算、财务、投资、融资、关联交易、对外担保等覆盖公司日常经营各环节的规章制度，为公司发展奠定了良好基础。

预算管理方面，公司建立并实施全面预算管理，制定了《公司全面预算管理办法》以及《公司资金预算管理办法》，实施严格的预算监督和通报制度，定期对财务状况、经营成果、现金流量等主要经营目标或事项进行管理分析。

资金管理方面，公司以规避资金使用风险，提高资金使用效益为核心目标，制定了《资金管理规定》。同时，公司借助财务公司的结算系统建立了内部资金结算平台，以提升公司的资金集中管理能力，提高资金管理效率，降低资金成本。

投资管理方面，投资额低于 5,000 万元的建设项目建设由各项目负责单位（或申请单位）编制项目建议书上报公司审批。投资额规模在 5,000 万元以上的大中型项目，先由项目的负责单位（或申请单位）向公司财务部及相关部门报送项目建议书及其它资料，经公司审查后编制项目建议书报送国家有关部门，由国家有关部门审批。

对外担保方面，公司只为公司成员单位提供融资担保，未经公司董事会授权，公司及子公司不得对公司以外的单位提供融资担保。原则上，只有公司下属子公司能要求公司为其提供担保，孙公司及更低层次的公司不得越级向公司提出担保要求。对合营、合资、合作等子公司经营性融资，一般不提供担保，特殊情况需经公司董事会同意。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，对关联交易的决策原则、权限、程序等作出

了明确具体的规定；制定了《严格控制与控股股东及其他关联方资金往来的规定》，严格限制控股股东及其他关联方对公司资金的经营性占用，禁止控股股东及其他关联方对公司资金的非经营性占用。同时，为进一步加强对公司关联交易的管理及控制，公司制定了《关联交易管理实施细则（试行）》，并严格按照细则要求定期检查公司日常关联交易的履行情况。

安全方面，公司确立了政策、风险管理、安全保证及安全促进作为安全管理体系建设的四大方面，各部门围绕公司安全政策，积极运用安全保证中的各种工具，持续在运行体系中寻找潜在的危险源，进行前置性风险管理，从而达到既定的安全目标。为此公司制定了《安全管理类手册》、《运行总手册》、《服务质量类手册》、《安保手册》、《飞行类手册》、《工程类手册》、《运行控制类手册》等一系列相关手册以保证公司的安全运营。但航空公司飞行安全受气压、大气密度、能见度等不可控气象因素影响较大，飞行事故或事件的出现不仅将导致受损飞机的修理、造成飞机暂时停运或永久退役，还将对公司的声誉造成不利影响，降低公众对公司的飞行安全的信任程度，从而对公司的业务和经营业绩造成负面影响。

总体看，公司较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 财务分析

以下分析基于公司经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告，以及未经审计的 2017 年半年报。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

## 资本结构

随着机队规模的增大，公司资产规模逐年增长，2014~2016 年末，公司总资产分别为 1,219.82 亿元、1,253.81 亿元和 1,481.44 亿元，年均复合增长率为 10.20%。从负债规模来看，2014~2016 年末

公司负债总额分别为 902.57 亿元、868.17 亿元和 802.68 亿元，2015 年和 2016 年公司相继发行 25 亿元永续中票和完成 46.24 亿股定向增发（募集资金净额为 164.04 亿元），置换部分融资成本较高的募投项目融资，使得近两年债务规模持续下降。自有资本方面，得益于历年经营盈余的留存、永续中票的发行及定向增发的完成，2014~2016 年末公司所有者权益分别为 317.25 亿元、385.64 亿元和 678.76 亿元，年均复合增长率为 46.27%，自有资本实力大幅提升。受此影响，近三年公司财务杠杆比率持续回落，2014~2016 年公司资产负债率分别为 73.99%、69.24% 和 54.18%；总资本化比率分别为 70.99%、65.35% 和 48.61%。从近期来看，随着天津航空纳入合并范围，公司资产、负债和所有者权益均呈较大幅度增长。2017 年 6 月末，公司资产、负债和所有者权益分别为 1,849.32 亿元、1,087.79 亿元和 761.54 亿元；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.82% 和 51.93%。整体来看，公司财务杠杆水平在国内民航行业内处于较低范围内。

**表 11：2016 年末国内四大民航企业资本结构比较表**

单位：亿元、%

	资产总额	负债总额	资产负债率
中国国航	2,241.28	1,476.54	65.88
东方航空	2,100.51	1,599.55	76.15
南方航空	2,004.61	1,457.53	72.71
海南航空	1,481.44	802.68	54.18

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

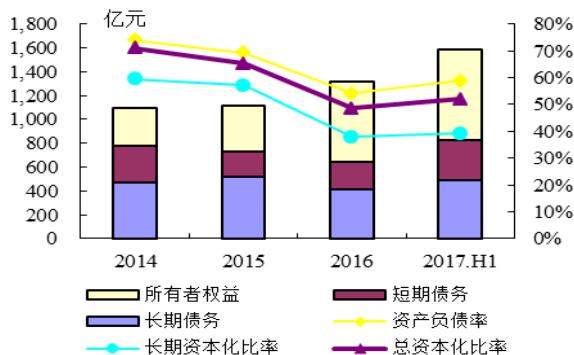
从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2014~2016 年末非流动资产占总资产的比重分别为 76.40%、81.22% 和 80.06%。截至 2016 年末，公司非流动资产合计 1,186.05 亿元（其中以外币计价的非流动资产合计 14.91 亿元），主要包括长期股权投资 190.49 亿元、固定资产 580.91 亿元和在建工程 115.16 亿元。其中，长期股权投资主要系对天津航空、渤海信托、香港航空集团、海航技术、西部航空和湖南金鹿等公司的股权投资，当年共确认投资收益 8.99 亿元；固定资产主要为飞机及发动机、房屋建筑物、高价周转件、运输工具和器具设备等；公司在建工程主要为飞机预付款及基建成

本，随着新飞机的交付使用，飞机预付款规模下降，近两年公司在建工程规模持续下降。2016 年末公司流动资产合计 295.39 亿元（其中以外币计价的流动资产合计 12.01 亿元），主要包括货币资金 215.91 亿元和其他流动资产 40.54 亿元，其中货币资金主要为银行存款及其他货币资金，其他货币资金为定期存款和各类保证金（共计 13.86 亿元）；其他流动资产主要为保本保收益理财产品和保本浮动收益型短期理财产品。近期公司流动资产中应收账款和其他应收款分别较 2016 年末增长 112.92% 和 159.59%。随着天津航空的并表，及国际业务特别是国际包机业务的增加，公司应收账款大幅增长，截至 2017 年 6 月末公司应收账款余额为 25.58 亿元；其他应收款增长主要系关联方金鹏航空股份有限公司新增 8.71 亿元拆借款所致。

负债方面，近年来公司积极调整债务结构，流动负债占总负债的比重总体有所下降，近三年流动负债占总负债的比重分别为 42.71%、34.24% 和 40.96%。2016 年末公司流动负债合计 328.75 亿元（其中以外币计价的流动负债合计 9.56 亿元），其中短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债占流动负债的比重分别为 24.05%、14.31% 和 41.09%。公司短期借款中抵押、质押及保证借款和信用借款规模分别为 74.57 亿元和 4.50 亿元；应付账款包括应付飞机及发动机维修费、起降费、航油费和经营租赁飞机租金等；一年内到期的非流动负债包括集中到期的长期借款 58.31 亿元、应付债券 61.93 亿元和长期应付款 14.85 亿元。2016 年末公司非流动负债合计 473.93 亿元（其中以外币计价的流动负债合计 276.24 亿元），长期借款和应付债券占非流动负债的比重分别为 53.48% 和 34.10%。其中，长期借款系公司取得的长期银行借款；应付债券包括公司债券、美元债券、狮城债券、中期票据以及非公开定向债务融资工具等。



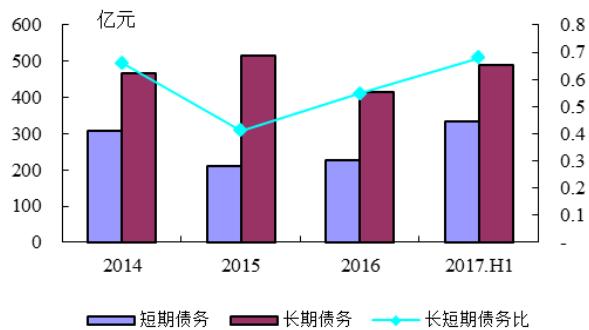
图 4：2014~2017.H1 公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014~2016 年末公司总债务分别为 776.36 亿元、727.27 亿元和 642.11 亿元，机队规模的增长使得公司资金需求量增加，但 2015 年和 2016 年公司成功发行永续中票和完成定向增发，置换部分债务，使得总债务规模持续下降。从债务期限结构来看，近三年公司短期债务和长期债务分别为 308.83 亿元、211.93 亿元、227.05 亿元和 467.53 亿元、515.34 亿元、415.06 亿元，长短期债务比分别为 0.66 倍、0.41 倍和 0.55 倍。截至 2017 年 6 月末，公司总债务为 822.82 亿元，长短债务比为 0.68 倍。总的来看，公司债务规模较大，但债务期限结构较为合理。

图 5：2014~2017.H1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体而言，近年来公司调整债务结构取得一定成效，现有债务以长期债务为主，资本结构尚属稳健，近期定向增发的完成使得公司财务结构进一步改善。但作为民航运输业企业，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

受益于机队规模的扩张及差异化竞争带来的航线增长，公司航空运输业务量保持稳定增长，主营业务收入逐年增长，但由于其他业务收入近年有所波动，使得近三年营业总收入具有一定的波动性。2014~2016 年，公司分别实现营业总收入 360.44 亿元、352.25 亿元和 406.78 亿元。2017 年 1~6 月，随着机队规模和航线的增长，以及天津航空纳入合并范围，当期公司营业总收入为 285.26 亿元，同比增长 50.17%。

表 12：2014~2016 年公司营业收入结构及毛利率情况

科目明细	2014		2015		2016		单位：亿元、%
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	
主营业务收入	324.15	20.62	330.77	24.27	380.37	19.83	
其中：航空客运收入	314.60	20.47	320.67	24.18	370.33	19.71	
航空货运及逾重行李收入	8.94	20.47	9.71	24.18	9.51	19.71	
其他	0.62	100.00	0.39	100.00	0.53	100.00	
其他业务收入	36.29	45.64	21.48	67.07	26.41	67.29	
合计	360.44	23.14	352.25	26.88	406.78	22.90	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利方面，公司 2014~2016 年公司营业毛利率分别为 23.14%、26.88% 和 22.91%，与同行业上市公司相比，公司盈利指标处于中上水平。其中 2015

年营业毛利率提升主要受益于航油价格的走低；2016 年，航油价格虽有所上涨，但仍保持低位运行，但随着起降成本、租金费用、飞发维修及航材消耗

费，以及人工成本的大幅增长，当期营业毛利率下降 3.97 个百分点。2017 年 1~6 月，随着航油价格的上涨，加之天津航空纳入合并范围后导致盈利水平相对较低的国内业务占比提升，当期公司营业毛利率下滑至 13.81%。总的来看，公司盈利水平受航油价格走势影响较大，国际原油市场的供求关系、地缘政治等诸多因素都将对航油价格产生重大影响，中诚信证评将对航油价格趋势及对公司盈利能力的影响予以持续关注。

表 13：2014~2016 年公司主要成本项目情况

成本项目	单位：亿元		
	2014 年	2015 年	2016 年
航油成本	109.33	74.52	78.59
折旧及摊销费用	26.05	30.99	36.63
起降成本	32.19	36.17	46.62
租金费用	24.34	26.78	43.49
飞发维修及航材消耗费	21.25	32.05	39.89
职工薪酬	18.04	22.07	28.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 14：2016 年国内民航企业盈利指标比较表

	单位：亿元、%	
	营业收入	毛利率
中国国航	1,139.64	23.48
东方航空	985.60	16.21
南方航空	1,147.92	16.06
海南航空	406.78	22.91

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司销售费用主要为机票代理手续费、系统服务费和工资、奖金及福利等，2015 年以来公司加大直销力度，同时将代理分销由比例提成逐渐转为固定代理费机制，机票代理手续费下降使得近两年销售费用规模下降；管理费用主要为折旧、工资、奖金及福利和其他费用，随着航线的增长，管理人员增加导致薪酬规模增长，近两年管理费用保持增长；财务费用主要为利息支出和汇兑损失，公司拥有较大规模的外币金融负债和外部金融资产，2015 年以来人民币对美元的持续贬值导致公司近两年分别发生汇兑损失 18.70 亿元和 21.42 亿元，加剧了公司的财务负担，同时鉴于人民币汇率波动对公司财务成本的控制将产生持续的影响，中诚信证评对其汇兑风险保持长期关注。2014~2016 年，公司期间费用分别为 63.35 亿元、

74.73 亿元和 72.31 亿元，三费收入占比分别为 17.58%、21.21% 和 17.78%。2017 年 1~6 月，公司期间费用合计 32.43 亿元，三费收入占比为 11.37%。

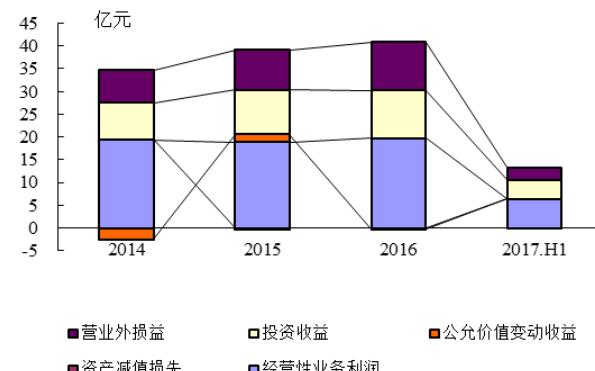
表 15：2014~2017.H1 公司三费分析

	单位：亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.H1
销售费用	21.66	19.87	17.82	11.57
管理费用	7.68	8.41	9.27	6.50
财务费用	34.01	46.45	45.22	14.35
三费合计	63.35	74.73	72.31	32.43
营业收入	360.44	352.25	406.78	285.26
三费收入占比	17.58	21.21	17.78	11.37

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，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。2014~2016 年公司经营性业务利润分别为 19.37 亿元、18.92 亿元和 19.67 亿元，系利润的主要来源。同期，公司取得投资收益 8.05 亿元、9.78 亿元和 10.60 亿元；营业外损益分别为 7.14 亿元、8.79 亿元和 10.58 亿元，其中营业外收入主要为政府补助收入。同期，公司利润总额分别为 32.13 亿元、39.14 亿元和 40.62 亿元。2017 年 1~6 月，公司经营性业务利润为 6.39 亿元，投资收益和营业外损益分别为 4.20 亿元和 2.70 亿元，当期利润总额为 17.36 亿元。

图 6：2014~2017.H1 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

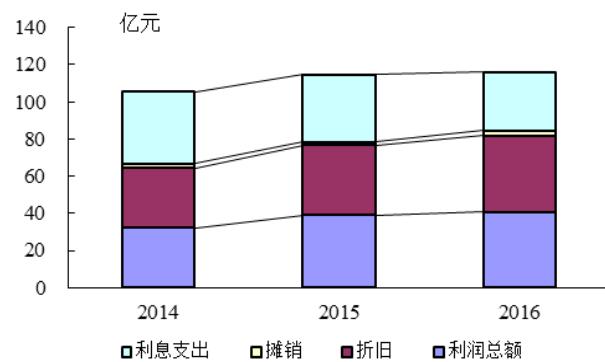
整体而言，受益于机队规模的扩张及差异化竞争带来的航线增长，公司航空运输业务收入规模持续增长；同时，航油价格的持续低位运行使得公司航油成本逐年下降，公司营业毛利率持续保持较高水平，盈利能力较强。但航油价格走势，以及汇率波动对公司境外采购、运营成本及期间费用产生的

影响仍值得关注。

## 偿债能力

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司总债务分别为 776.36 亿元、727.27 亿元、642.11 亿元和 822.82 亿元；长短期债务比分别为 0.66 倍、0.41 倍、0.55 倍和 0.68 倍。总体来看，公司债务规模较大，但债务期限结构维持在合理范围内。

图 7：2014~2016 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成，2014~2016 年分别为 105.56 亿元、114.65 亿元和 116.09 亿元，利润总额的逐年扩大使其 EBITDA 表现持续向好。2014~2016 年，公司总债务/EBITDA 分别为 7.35 倍、6.34 倍和 5.53 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.39 倍、2.71 倍和 3.09 倍。总体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力逐年增强，EBITDA 覆盖情况较好。

经营性现金流方面，2014~2016 年公司经营活动净现金流分别为 60.05 亿元、125.36 亿元和 122.87 亿元，2014 年受应付款项结算周期缩短的影响，公司经营活动净现金流流入规模有所减少；2015 年，随着航油价格的下降，公司盈利能力增强，同时预付航油款减少，当期经营活动现金流量同比大幅增长 108.76%；2016 年，公司业务规模增长，但由于采购付款和税费支付规模增幅较大，当年公司经营活动净现金流规模小幅下降。2014~2016 年，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.08 倍、0.17 倍和 0.19 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 1.36 倍、2.96 倍和 3.27 倍，随着经营性净现金流的向好，公司经营性现金流对债务本息的覆盖能力有所增强。

表16：2014~2017.H1公司偿债指标

项目	2014	2015	2016	2017.H1
长期债务 (亿元)	467.53	515.34	415.06	489.73
总债务 (亿元)	776.36	727.27	642.11	822.82
资产负债率 (%)	73.99	69.24	54.18	58.82
总资本化比率 (%)	70.99	65.35	48.61	51.93
EBITDA (亿元)	105.56	114.65	116.09	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.39	2.71	3.09	-
总债务 / EBITDA (X)	7.35	6.34	5.53	-
经营活动净现金 / 利息支出 (X)	1.36	2.96	3.27	-
经营活动净现金 / 总债务 (X)	0.08	0.17	0.19	0.12*

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

备注：其中带“\*”项目经年化处理

重要承诺事项，截至 2016 年末，公司已签约尚不必在资产负债表列示的资本支出承诺及未来最低应支付租金合计 1,002.77 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年 6 月末，公司受限资产账面价值共计 411.09 亿元，占当期末净资产的 53.98%。

表 17：截至 2017 年 6 月末公司受限资产情况

单位：亿元		
项目	受限原因	账面价值
货币资金	长短期借款的质押金或保证金	41.98
投资性房地产	长期借款抵押物	28.09
固定资产	长短期借款抵押物	336.62
在建工程	长期借款抵押物	4.13
无形资产	长期借款抵押物	0.27
合计	-	411.09

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 6 月末，公司对外未清担保余额为 52.61 亿元，担保对象为新华航空、海航集团（含旗下子公司）等关联企业，其中对控股股东大新华航空担保金额为 27.67 亿元。

财务弹性方面，公司与国家开发银行、中国进出口银行及国内各商业银行保持良好的长期合作关系，间接债务融资能力较强。截至 2017 年 6 月末，公司获得银行授信额度 1,172.93 亿元，其中未使用额度 466.75 亿元。同时，公司系上市公司，能够通过定向增发及发行中期票据、公司债券和美元债券等债务融资工具进行直接融资，具备较强的财

务弹性。

总体而言，近年来公司航空业务收入规模持续扩张，航油价格的低位运行使其获利水平较好，经营状况良好。同时，公司资产规模稳步提升，财务杠杆比率有所回落，加之长短期债务置换使其短期偿债压力得以缓解，财务结构稳健，整体偿债能力极强。但中诚信证评也关注到，公司未来仍存在较大的资本性支出需求，航油价格走势将对公司盈利产生重大影响，且汇率波动使得公司面临汇兑风险，未来公司仍存在一定的经营及资金压力。

## 递延支付利息条款及偿付顺序

本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

偿付顺序方面，本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

根据递延支付利息条款，利息递延不属于发行主体未能按照约定足额支付利息的行为，但若发行主体行使递延付利权，中诚信证评将对其经营、管理和财务状况持续予以关注；同时，考虑到本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设定保证了本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

## 结 论

综上，中诚信证评评定海南航空控股股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“海南航空控股股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券”信用级别为 **AAA**。

## 关于海南航空控股股份有限公司 公开发行2017年可续期公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

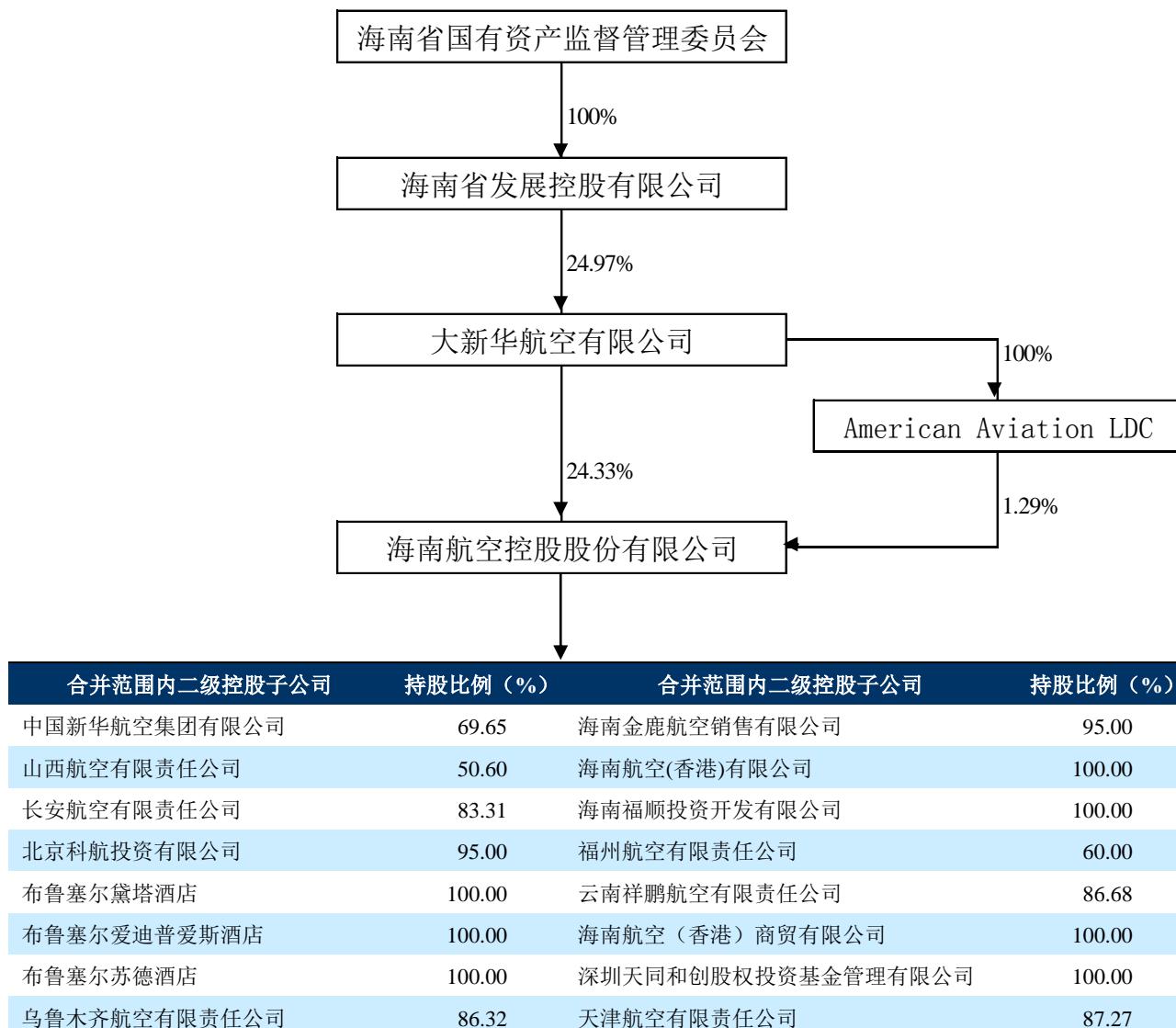
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

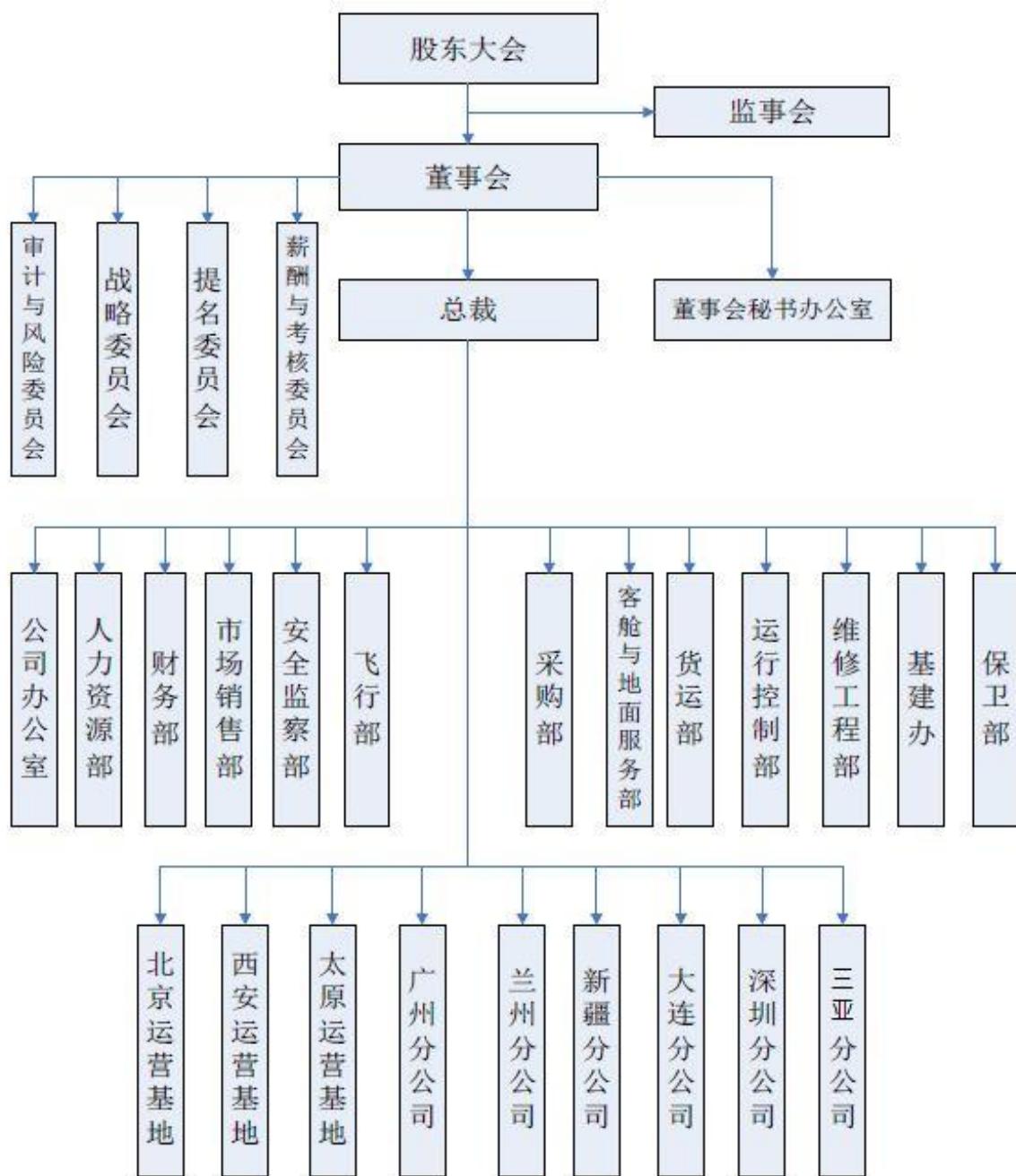
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：海南航空控股股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



附二：海南航空控股股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



### 附三：海南航空控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2014	2015	2016	2017.H1
货币资金	2,171,559.00	1,869,345.20	2,159,082.30	3,987,189.70
应收账款净额	73,390.60	71,024.60	120,162.00	255,846.40
存货净额	6,291.30	3,584.30	2,094.70	22,014.90
流动资产	2,878,941.70	2,355,078.50	2,953,924.00	4,744,044.40
长期投资	1,724,663.10	1,843,355.90	2,841,831.40	3,884,673.80
固定资产合计	7,262,481.40	7,944,854.90	7,964,257.30	9,247,323.40
总资产	12,198,204.10	12,538,122.70	14,814,401.70	18,493,248.90
短期债务	3,088,256.80	2,119,348.00	2,270,492.40	3,330,832.70
长期债务	4,675,309.70	5,153,385.20	4,150,619.80	4,897,336.10
总债务	7,763,566.50	7,272,733.20	6,421,112.20	8,228,168.80
总负债	9,025,729.60	8,681,678.50	8,026,786.00	10,877,879.80
所有者权益 (含少数股东权益)	3,172,474.50	3,856,444.20	6,787,615.70	7,615,369.10
营业总收入	3,604,377.10	3,522,543.90	4,067,813.00	2,852,622.20
三费前利润	827,257.10	936,406.80	919,719.20	388,236.90
投资收益	80,465.10	97,815.30	106,031.30	41,953.30
净利润	264,264.80	325,725.10	341,014.40	138,636.50
EBITDA	1,055,557.60	1,146,458.20	1,160,882.70	660,022.90
经营活动产生现金净流量	600,464.20	1,253,646.70	1,228,708.90	509,030.90
投资活动产生现金净流量	-631,226.60	-780,794.40	-1,834,352.60	590,497.40
筹资活动产生现金净流量	46,047.70	-684,322.50	1,078,817.30	447,480.70
现金及现金等价物净增加额	16,223.80	-199,779.70	483,608.00	1,547,009.00
财务指标	2014	2015	2016	2017.H1
营业毛利率 (%)	23.14	26.88	22.91	13.81
所有者权益收益率 (%)	8.33	8.45	5.02	3.64*
EBITDA/营业总收入 (%)	29.29	32.55	28.54	-
速动比率 (X)	0.75	0.79	0.90	0.89
经营活动净现金/总债务 (X)	0.08	0.17	0.19	0.12*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.19	0.59	0.54	0.31*
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.36	2.96	3.27	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.39	2.71	3.09	-
总债务/EBITDA (X)	7.35	6.34	5.53	-
资产负债率 (%)	73.99	69.24	54.18	58.82
总资本化比率 (%)	70.99	65.35	48.61	51.93
长期资本化比率 (%)	59.57	57.20	37.95	39.14

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；带“\*”财务指标已经年化处理。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+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+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

## 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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。