



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪169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

二零一八年五月二十五日

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（2018）

| | | | |
|--------|----------------------------------|------------|------------|
| 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 | 2017/05/26 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |

| | | | |
|--------|----------------------------------|------------|------------|
| 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 | 2017/05/26 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |

概况数据

| 中国国航 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.03 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元） | 665.95 | 764.74 | 949.32 | 975.93 |
| 总资产（亿元） | 2,137.04 | 2,241.28 | 2,357.18 | 2,346.21 |
| 总债务（亿元） | 1,040.57 | 1,062.04 | 947.99 | 931.85 |
| 营业收入（亿元） | 1,089.29 | 1,126.77 | 1,213.63 | 316.07 |
| 营业毛利率（%） | 23.17 | 22.16 | 17.36 | 15.83 |
| EBITDA（亿元） | 250.56 | 270.98 | 283.16 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 10.84 | 10.15 | 9.10 | 13.02 |
| 资产负债率（%） | 68.84 | 65.88 | 59.73 | 58.40 |
| 总债务/EBITDA（X） | 4.15 | 3.92 | 3.35 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.88 | 7.82 | 8.02 | - |

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 2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。
3、中诚信证评在计算相关指标时，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”；在计算 2018 年一季度相关指标时，未予剔除。

基本观点

2017 年，我国民航运输业延续了上年较好的景气度，中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”或“公司”）运力持续扩张，国内外航线网络日益健全，收入规模稳步增长，盈利能力仍保持在较高水平。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到市场波动风险仍存、航油价格探底回升、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，2017 年，在“世界品牌 500 强”的排名上升至第 295 位，在国内外取得的品牌认知度和美誉度持续提升，市场地位保持领先。
- 运力提升助力收入规模持续扩张。2017 年末，公司机队规模扩张至 655 架，较上年底增加 32 架，位居国内前列。当年公司投入 2,478.15 亿可用座位公里，同比增加 6.26%；实现客运总周转量 2,010.78 亿客公里，同比增长 6.87%，全年取得营业收入 1,213.63 亿元，较上年增长 7.71%，收入规模持续扩张。
- 盈利规模向好，财务结构稳健。得益于人民币升值影响，2017 年公司汇兑收益大幅增加，期间费用控制能力得以改善，当年实现利润总额 114.81 亿元，同比增长 12.34%。留存利润的积累以及非公开发行股票地完成，使得公司自有

资本实力进一步夯实，2018年3月末，公司资产负债率回落至58.40%，财务结构稳健性持续提升。

分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn
郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn
2018年5月25日



关 注

- 市场波动风险。航空运输市场需求与国民收入水平密切相关，受结构性、周期性因素叠加，以及国际政治局势动荡等不确定因素的影响，航空运输行业面临的市场波动性风险仍存。
- 汇兑损失风险。近年来，人民币汇率波动较为频繁，2015~2017年公司汇兑损益净额分别为-51.56亿元、-42.34亿元和29.38亿元，对净利润影响较大。中诚信证评关注汇率波动对公司未来经营带来的不利影响。
- 油价波动风险。2016年下半年以来，国际油价探底回升，2017年航空油料成本占营业成本的比例由上年的25.21%提升至28.33%，当年营业毛利率下滑至17.36%，影响当期业绩表现，中诚信证评关注后期航油价格变动对公司盈利的影响。
- 资本支出压力。公司未来三年飞机及相关设备的资本开支计划总额为979.73亿元，其中2018年为295.53亿元，面临一定资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

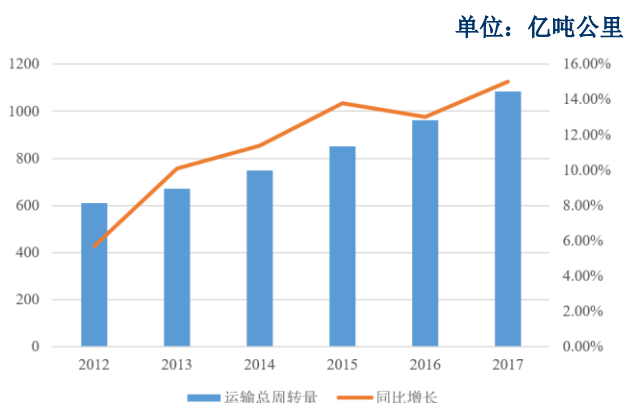
行业关注

2017 年国内航空运输业延续了上年的景气度，全年运输周转总量及旅客运输量等主要运输生产指标持续增长，运力规模稳步扩张，全年未发生运输航空事故，行业安全生产继续保持平稳态势。

我国民航业正处于高速发展阶段，在宏观经济放缓的大背景下，消费升级促使民航运输增速仍连续保持在两位数。2016 年，我国民航运输业全行业实现完成运输总量 962.51 亿吨公里，同比增长 13%；2017 年，全年完成运输周转总量 1,083 亿吨公里，同比增长 12.5%。2016 年，全行业完成旅客周转量 8,378.13 亿人公里，较上年增长 15.0%，完成旅客运输量 4.88 亿人，同比增长 11.9%；2017 年全行业完成旅客总周转量 9,512.8 亿人公里，同比增长 13.5%，全年民航旅客总运输量 5.52 亿人，同比增长 13.0%。

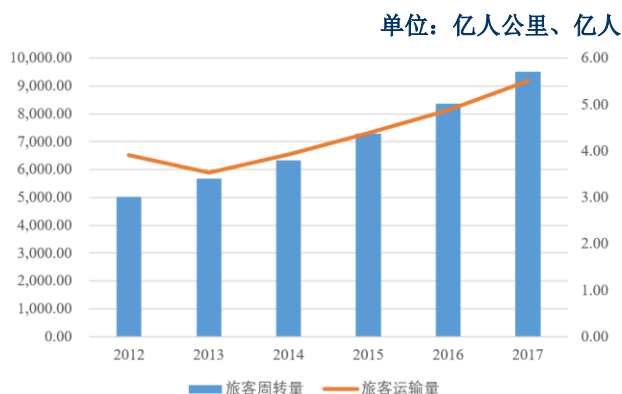
中国国航 2017 年年报显示，中国民航局预计，2020 年中国需达到人均乘机 0.5 次、旅客运输量 7.2 亿人的市场需求。这就意味着“十三五”期间，我国航空市场仍有年均 10% 左右的增长速度。国际航空运输协会预计，2024 年中国旅客需求将超过美国，成为全球最大的航空客运市场；2035 年中国旅客数量将达到 13 亿人。

图 1：2012~2017 年我国民航运输总周转量



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

图 2：2012~2017 年我国民航旅客总周转量



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

货运方面，根据民航局官网于 2018 年 2 月发布的《中国民航 2017 年 12 月份主要运输生产指标统计》显示，2017 年 1~12 月，民航共完成货邮运输量 705.8 万吨，同比增长 5.7%；共完成货邮运输量 243.5 亿吨公里，同比增长 9.5%。

表 1：2017 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 | 1,083.1 | 12.5 |
| 国内航线（含港澳台） | 亿吨公里 | 694.6 | 11.7 |
| 国际航线 | 亿吨公里 | 388.5 | 14.1 |
| 旅客运输量 | 万人 | 55,156.8 | 13.0 |
| 国内航线（含港澳台） | 万人 | 49,612.6 | 13.7 |
| 国际航线 | 万人 | 5,544.2 | 7.4 |
| 货邮运输量 | 万吨 | 705.8 | 5.7 |
| 国内航线（含港澳台） | 万吨 | 483.7 | 1.9 |
| 国际航线 | 万吨 | 222.1 | 15.0 |
| 旅客周转量 | 亿人公里 | 9,512.8 | 13.5 |
| 国内航线（含港澳台） | 亿人公里 | 7,036.6 | 13.2 |
| 国际航线 | 亿人公里 | 2,476.2 | 14.6 |
| 货邮周转量 | 亿吨公里 | 243.5 | 9.5 |
| 国内航线（含港澳台） | 亿吨公里 | 73.0 | 1.2 |
| 国际航线 | 亿吨公里 | 170.6 | 13.5 |
| 正班客座率 | % | 83.2 | 0.5 |
| 正班载运率 | % | 73.5 | 0.8 |

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

运力方面，2017 年中国国内民航运输机队规模增长迅速，全年净增飞机 336 架（引进飞机 424 架，退出 58 架）。截至 2017 年底，在运营机队总规模达到 3,261 架，其中客机 3,118 架、货机 143 架，

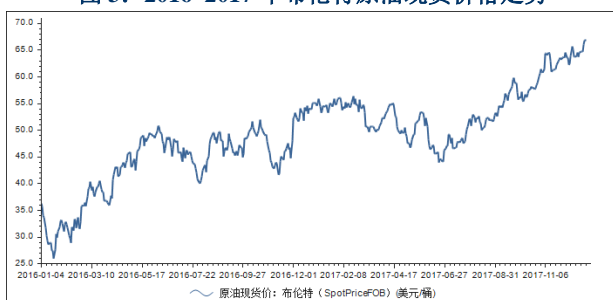
运营宽体客机的航空公司数量达到了 13 家。2017 年全年，我国民航实现运输飞行 1,059.7 万个小时，通航 80.8 万小时，同比分别增长 11.6% 和 6.2%，全年未发生运输航空事故，行业安全生产继续保持平稳态势。

燃油、汇率和供需差是影响航企业绩的重要因素。2017 年以来，国内航企仍保持了营收、净利润的双增长，但燃油价格探底回升、高铁分流带来的压力依然存在，汇率的变动对航企最终盈利的影响亦值得关注。

我国民航运输业体系的主导者仍是四大航空公司，即中国国航、南方航空、东方航空和海南航空。在不考虑山东航空、四川航空等联营企业的情况下，以上市公司合并报表口径计算，2017 年我国四大航旅客周转量的市场份额合计达到 77.4%，主导了行业的运行。

2017 年，四大航的营业收入、净利润均取得同比增长，其中南方航空全年取得营业收入 1,274.89 亿元，是营业收入规模最大的航空公司。成本端方面，自 2016 年四季度起，国际油价呈现探底回升趋势，由年初的 37.22 美元/桶上涨至年底的 56.82 美元/桶。2017 年 1~12 月，国际原油现货月平均价格中最高达到了 57.65 美元/桶，布伦特原油价格达到 63.66 美元/桶。作为航空公司第一大成本支出，燃油价格的上涨对航空公司的业绩有着直接的影响，2017 年中国国航、东方航空、南方航空和海南航空的油料成本分别为 284.09 亿元、251.31 亿元、318.95 亿元和 145.90 亿元，同比分别增长 29.24%、28.05%、34.02% 和 85.66%。

图 3：2016~2017 年布伦特原油现货价格走势



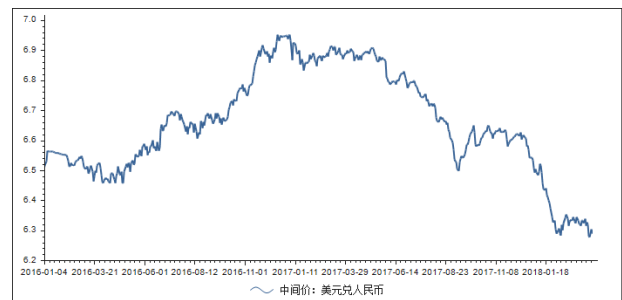
资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

燃油附加费是航企对冲油价主要手段，燃油附加费可以在一定程度上降低燃油价格波动对盈利

造成影响。根据相关规定，当国内航空燃油综合采购成本超过每吨 5,000 元时，航空运输企业方可按照联动机制在票价外收取燃油附加。截至 2018 年 3 月末，布伦特原油现货价格在 69 美元/桶，已接近燃油附加费征收点（以美元兑人民币 1: 6.5 换算）。

此外，由于引进飞机的需求，航企长期拥有外币负债，并以美元为主；另一方面，航企部分燃油在国外采购，加之航材维修成本、海外机场起降费用、海外员工薪酬等也以美元计价，因此汇率对于航空公司的影响非常显著。2017 年，受国内经济企稳回升、跨境经济流动趋于平衡、美联储加息和缩表及税改等综合影响，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元中间价全年大幅升值 6.1%，利好国内航企盈利表现。同时，近年来国内航企积极调整债务规模、减少美元负债比重，汇率造成的影响正逐步减弱。

图 4：2016.01~2018.01 美元兑人民币中间价走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

供需方面，在出境旅游持续升温的情况下，过去五年，国内大型航空公司国际航线运力大幅增长，除传统的东南亚、东亚及欧美航线外，延伸至非洲及南美洲国家及地区。但近年来，日韩及东南亚地区的航线竞争进入白热化状态，而中澳、中美航线运力严重过剩，导致国际航线价格及载客率均呈下降趋势，2017 年，三大航国际航线客运人公里收入均出现下滑。受此影响，2017 年以来，三大航明显放缓了开拓国际航线的节奏，根据财报显示，中国国航、东方航空和南方航空 2017 年国际航线运力增速均为 2016 年的一半左右，增速分别为 7.8%、10.96% 和 14.28%。

随着各大航司国际航线收益的下滑，国内航空公司对国内航线更为依赖。2018 年初，民航局联合发改委发布通知，决定扩大实行市场调节价的航

线，北上广深等一二线城市互飞共 306 条国内航线被包括在内，加上 2016 年 10 月民航局发布的《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》中的 724 条航线，目前实行市场调节的航线总数已经超过千条，全面覆盖北上广深，国内航线的部分热门航线将有继续提价的空间。

燃油价格的上行压力多可以通过票价上涨进行传导，在民航局发布实行市场调节价的国内航线目录后，部分航企的国内航线全价票已开始上调，加之汇兑收益的影响，2018 年一季度，在燃油价格推动成本上涨的情况下，大部分航企一季度净利润仍同比增长。但值得注意的是，截至 2017 年，我国高铁通车里程已达到 2.5 万公里，预计到 2020 年，我国高速公路将达到 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，与各大航企的国内航线重合度不断增加，机票涨价幅度或将受限。

总体而言，目前我国航空运输业仍处于景气周期，国内航企业绩稳步提升。但未来原油供应、美元加息、地缘政治等不确定因素仍将在航油价格波动、汇率等多个方面对航企盈利水平造成影响。

业务运营

2017 年国内民航运输业仍处于景气周期，公司机队及运力规模持续扩张，国内外航线布局进一步完善，营业收入规模稳步增长。

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。公司仍以北京首都国际机场作为主基地，以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网格结构仍保持稳定，持续打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳国际门户，深入推进全球化网络布局。

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，公司盈利能力仍居于行业领先地位，市场地位突出，在世界品牌实验室“世界品牌 500 强”中的排名上升至 290 位，以 1,285.36 亿

元的品牌价值成为 2017 年入选该榜单的唯一中国航企。

公司定位于中高端公商务主流旅客，2017 年新开发大客户 351 家，有效大客户数量达到 2,393 家。截至 2017 年末，公司凤凰知音会员已经超过 5,000 万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的 43.7%，贡献收入同比增加 19.6%。

2017 年，公司投入 2,478.15 亿可用座位公里，同比增加 6.26%；实现客运总周转量 2,010.78 亿客公里，同比增长 6.87%；客座利用率为 81.14%，同比上升 0.46 个百分点。货邮方面，公司投入 133.19 亿可用货运吨公里，同比增长 4.57%；实现货运总周转量 75.53 亿吨公里，同比增长 7.97%；货运载运率为 56.70%，同比上升 1.78 个百分点。公司各项生产运营指标平稳增长，全年实现营业收入 1,213.63 亿元，同比增长 7.71%；实现主营业务收入 1,182.79 亿元，同比增长 7.59%。2018 年一季度，公司实现营业收入 316.07 亿元，同比增长 9.11%。

表 2：2017 年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

| 业务板块 | 2017 | |
|---------|----------|-------|
| | 营业收入 | 同比增减 |
| 航空客运 | 1,067.44 | 6.37 |
| 航空货运及邮运 | 102.55 | 23.48 |
| 其他 | 12.81 | 0.42 |
| 合计 | 1,182.79 | 7.59 |

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主要受运力情况、航线收益率及客座率水平的影响。2017 年，公司运力指标——可用座位公里同比增长 6.26%，但因国际航线收益率的下降，公司当年每收入客公里收益由 2016 年的 0.5331 元下滑至 0.5307 元，降幅为 0.45%。当年，公司航空客运业务实现收入 1,067.44 亿元，同比增长 6.37%。

表 3：2016~2017 年公司客运业务指标情况

| 指标 | 2016 | 2017 |
|-------------|------------|------------|
| 可用座位公里（百万） | 233,218.05 | 247,815.03 |
| 客座率 | 80.68% | 81.14% |
| 每收入客公里收益（元） | 0.5331 | 0.5307 |

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集中于国内，2017 年中

国内地业务为 722.38 亿元，同比增长 8.01%，占比为 67.68%，港澳台地区增速较为缓慢，仅为 2.61%。2017 年国内赴韩国旅游人数锐减，公司当年日本及韩国航线实现收入 54.86 亿元，同比大幅下降 13.32%。同时，2016 年公司欧洲航线收入为 71.03 亿元，2017 年欧洲航线强势复苏，实现收入 83.09 亿元，同比增长 16.97%。

2017 年，公司货邮运收入为 102.55 亿元，同比增长 19.50 亿元。其中，因运力投入增加而增加收入 3.80 亿元，因载运率增加而增加收入 2.82 亿元，因收益水平增加而增加收入 12.88 亿元。

表 4：2016~2017 年公司货邮运业务指标情况

| 指标 | 2016 | 2017 |
|---------------|-----------|-----------|
| 可用货运吨公里（百万） | 12,736.96 | 13,319.36 |
| 载运率 | 54.92% | 56.70% |
| 每收入货运吨公里收益（元） | 1.1873 | 1.3578 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基地建设及航线布局方面，公司主基地北京首都国际机场旅客吞吐量已连续五年实现增长，连续八年稳居世界第二，并逐步缩小与第一名美国亚特兰大机场的差距，是世界重要的国际枢纽。2017 年，公司北京基地新开阿斯塔纳、苏黎世、布里斯班等国际航线，北京-茅台、北京-郑州-邵阳等国内航线，加密北京-伊斯兰堡-拉卡奇、北京-乌鲁木齐等航线的频次，北京枢纽的航班规模不断扩大，航线网络持续拓展。成都基地方面，2017 年公司新开成都-石河子-伊宁、成都-哈密及重庆-南昌、重庆-台北松山等航线；上海基地新开上海浦东-巴塞罗那、上海浦东-曼谷等航线；深圳基地新开深圳-洛杉矶、广州-兰州、广州-银川等航线。此外，公司新开大连-成都、贵阳-海口、呼和浩特-厦门、天津-连云港-曼谷、杭州-普吉、运城-香港等国内、国际航线，联程市场更趋丰富。

2017 年，公司全年新开国内、国际航线 61 条，截至当年年末，公司经营的客运航线条数达到 420 条，其中国际航线 101 条，地区航线 16 条，国内航线 303 条；通航国家（地区）40 个，通航城市 185 个，其中国际 66 个，地区 3 个，国内 116 个。2018 年，公司拟开通北京-巴拿马城、北京-哥本哈根、北京-巴塞罗那、成都-曼谷、成都-巴厘岛、杭

州-芽庄等远程国际航线以及成都-红原-拉萨、重庆-乌鲁木齐等国内航线。

北京首都机场航线时刻资源已过于饱和，大兴机场预计于 2019 年下半年正式运营。根据民航局 2016 年相关通知，中航集团等星空联盟成员留守首都机场，东航集团、南航集团等天合联盟成员则整体搬迁至大兴机场，首都机场时刻资源的腾让将优先满足公司发展需求。2018 年 4 月，民航华北地区管理局初审同意筹建北京航空有限责任公司（以下简称“北京航空”），注册资本为 10 亿元，其中公司持股比例为 51%，北京控股集团有限公司、北京国有资产经营有限责任公司和中达银瑞投资有限公司持股比例分别为 18%、18% 和 13%。北京航空原系公司旗下负责公务机运营和托管的公司，此次筹建意味着北京航空将从一家公务机公司转型为客货运航空公司，或将填补公司在大兴机场的布局空白，中诚信证评对此予以长期关注。

机队建设方面，2017 年公司共引进飞机 56 架，包括 6 架 B787-9、3 架 B-777-330ER、24 架 B737 系列、6 架 A330-300 和 17 架 A320 系列；其中自有资金购买飞机 17 架，融资租赁引进飞机 23 架，经营租赁引进飞机 16 架。同年，公司退出飞机 24 架，包括 3 架 B777-200、18 架 B737 系列、2 架 A320 系列和 1 架公务机。截至 2017 年末，公司共拥有飞机 655 架，平均机龄 6.53 年（不含湿租飞机）。

表 5：截至 2017 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 | 265 | 171 | 198 | 634 |
| 空客系列 | 127 | 89 | 95 | 311 |
| 波音系列 | 138 | 82 | 103 | 323 |
| 货机 | 10 | 5 | 0 | 15 |
| 公务机 | 1 | 0 | 5 | 6 |
| 合计 | 276 | 176 | 203 | 655 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018~2020 年，公司计划分别引进飞机 54 架、63 架和 53 架，分别退出飞机 22 架、17 架和 12 架。公司未来三年飞机及相关设备的资本开支计划总额为 979.73 亿元，上述三年分别为 295.53 亿元、371.43 亿元和 312.77 亿元，公司计划通过自有资金或债务融资等方式满足资本开支计划的要求。

承诺事宜方面，公司承诺未来几年内支付的飞机和有关设备的购置款项，于 2017 年 12 月 31 日的金额为 777.42 亿元；经营租赁承诺主要为未来几年内安排租赁若干办公室和相关设备的付款，于 2017 年 12 月 31 日的金额为 513.91 亿元；投资承诺主要用于已签署的投资协议，于 2017 年 12 月 31 日的金额为 0.58 亿元。作为航空运输企业，飞机及相关设备的引进及更新关系到主业的良性发展，公司高额的资本支出情况将长期存在。

财务分析

以下分析基于毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2015~2016 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 年度标准无保留意见的审计报表，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

截至 2017 年末，公司总资产 2,357.18 亿元，同比增长 5.17%，其中流动资产合计 207.59 亿元，占总资产的 8.81%，主要包括货币资金 62.60 亿元、应收账款 34.90 亿元、其他应收款 20.09 亿元、预付款项 31.13 亿元、存货 15.36 亿元和其他流动资产 40.37 亿元。公司当年末受限的货币资金为 6.97 亿元，主要为存放于中国人民银行的准备金 6.10 亿元；应收账款账龄基本在一年之内，回收风险可控；其他应收款主要包括应收购买飞机及发动机回扣款和关联公司往来款，公司拆借资金无抵押且不计利息，还款期在一年之内，或未约定固定还款期限；受预付航油采购款规模加大影响，当年末公司预付款项同比大幅增长 173.86%；其他流动资产主要为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，贷款年利率范围为 3.83%~4.35%。2017 年末，公司非流动资产包括可供出售金融资产 13.37 亿元、长期股权投资 152.99 亿元、固定资产 1,582.74 亿元和在建工程 303.41 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，同比增长 0.86%；固定资产主要为飞机发动机、房屋

建筑物等，同比增长 6.29%；在建工程主要为飞机预付款和发动机替换件等，同比增长 3.48%。

截至 2018 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 182.78 亿元，占资产总额的比例为 7.79%，包括货币资金 62.64 亿元、应收账款 35.45 亿元、其他应收款 16.00 亿元、预付款项 10.61 亿元、存货 16.69 亿元和其他流动资产 35.42 亿元。2018 年一季度，公司航油采购及备货规模较 2017 年末有所减少，期末预付款项回落至 10.61 亿元。公司期末非流动资产合计 2,163.43 亿元，占期末资产总额的 92.21%，包括长期股权投资 147.90 亿元、固定资产 1,585.54 亿元、在建工程 324.01 亿元和无形资产 43.51 亿元。2018 年以来，公司暂无飞机引进及大规模备件举动，非流动资产规模较为稳定。

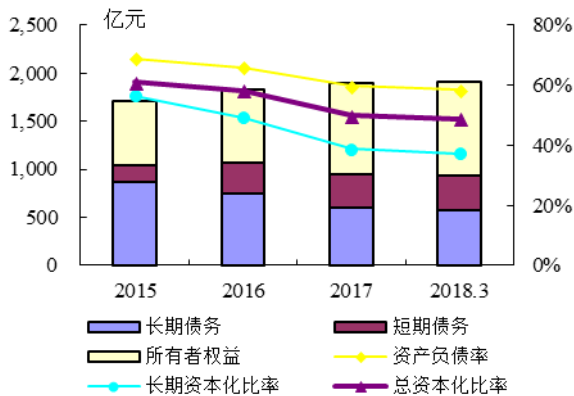
负债方面，2017 年末，公司负债合计 1,407.86 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 717.55 亿元和 690.31 亿元，占比分别为 50.97% 和 49.03%。当年末，公司流动负债包括短期借款 194.84 亿元、应付短期融资债券 11.99 亿元、应付账款 146.72 亿元、其他应付款 79.72 亿元和一年内到期的非流动负债 150.00 亿元。公司其他应付款主要为吸收存款为中航集团及其他关联方存放于公司下属财务公司的款项，存款年利率为 0.35%~2.10%；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付融资款等。公司非流动负债包括长期借款 76.08 亿元、应付债券 145.00 亿元、长期应付款 36.69 亿元和应付融资租赁款 377.99 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司流动负债合计 698.50 亿元，包括短期借款 194.49 亿元、应付短期融资债券 6.00 亿元、应付账款 157.68 亿元、其他应付款 72.63 亿元和一年内到期的非流动负债 153.68 亿元。当期，公司偿还部分到期的短期融资债券，应付短期融资债券规模有所下滑。当期末，公司非流动负债合计 671.78 亿元，较上年末小幅下滑 2.68%，主要由长期借款 61.19 亿元、应付债券 150.00 亿元和应付融资租赁款 366.49 亿元构成。

2017 年 3 月公司完成非公开发行股票募集资金净额 112.00 亿元，加之留存利润的积累，当年末公

司所有者权益合计 949.32 亿元，同比增长 24.14%。受此影响，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.73% 和 49.96%，同比回落 6.15 个百分点和 8.17 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 975.93 亿元，同期资产负债率和总资本化比率分别为 58.40% 和 48.84%。

图 5：2015~2018.3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期限结构方面，2017 年末公司总债务规模为 947.99 亿元，同比下滑 10.74%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.58 倍；截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 931.85 亿元，长短期债务比为 0.61 倍，债务期限结构较为合理。

总体而言，得益于利润的积累及非公开发行的完成，2017 年以来公司自有资本实力不断增强，资产负债率和总资本化比率持续回落，财务结构趋于稳健。

盈利能力

2017 年国内民航运输业延续了上年较好的景气度，机队规模的扩张和航线网络布局的完善推动了公司收入规模的持续增长。公司全年实现营业收入 1,213.63 亿元，同比增长 7.71%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 316.07 亿元，同比增长 9.11%。

毛利率方面，2017 年航油价格的上涨使得公司当年航空油料在总成本中的占比由上年的 25.21% 提升至 28.33%。此外，机队规模的扩张使得公司当年经营性租赁费、飞机维护成本等相应扩张。2017 年，公司营业毛利率为 17.36%，同比下滑 5.25 个百分点。值得注意的是，作为航企最主要的成本构成项目，2016 年下半年以来航油价格的探底回升加

大了公司成本控制压力，公司毛利率逐年下滑，2018 年 1~3 月，公司毛利率下滑至 15.83%。中诚信证评将持续关注因低油价红利效应的逐渐减弱而对公司未来经营业绩造成的影响。

表 6：2016~2017 年公司成本构成情况

单位：亿元、%

| 成本构成项目 | 2016 | | 2017 | |
|--------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|
| | 金额 | 占总成本的比例 | 金额 | 占总成本的比例 |
| 航空油料 | 219.82 | 25.21 | 284.09 | 28.33 |
| 起降及停机费用 | 127.74 | 14.65 | 138.63 | 13.82 |
| 折旧 | 129.17 | 14.81 | 129.72 | 12.93 |
| 飞机保养、维修和大修成本 | 46.55 | 5.34 | 62.13 | 6.19 |
| 员工薪酬 | 153.60 | 17.61 | 171.34 | 17.09 |
| 航空餐饮费用 | 32.71 | 3.75 | 34.62 | 3.45 |
| 经营性租赁费 | 62.53 | 7.17 | 73.11 | 7.29 |
| 其他 | 80.58 | 9.24 | 86.93 | 8.67 |
| 其他业务成本 | 19.32 | 2.22 | 22.41 | 2.23 |
| 合计 | 872.03 | 100.00 | 1,002.98 | 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，2017 年公司销售费用为 61.13 亿元，同比增长 5.18 亿元，主要系人工成本及电脑订座费的增加；管理费用为 43.73 亿元，同比增长 3.42 亿元，主要源于人工成本的增加；受美元兑人民币贬值影响，公司当年汇兑净收益为 29.38 亿元，同比增长 71.72 亿元，当年财务费用同比减少 74.41 亿元，为 0.53 亿元。2017 年，公司期间费用合计 105.40 亿元，同比减少 38.44%，占收入比例由上年的 15.19% 下滑至 8.68%。2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 15.93 亿元，同期三费收入比为 5.04%，人民币的持续升值使得公司对期间费用的管理能力持续提升。但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 7：2015~2018.3 公司期间费用情况

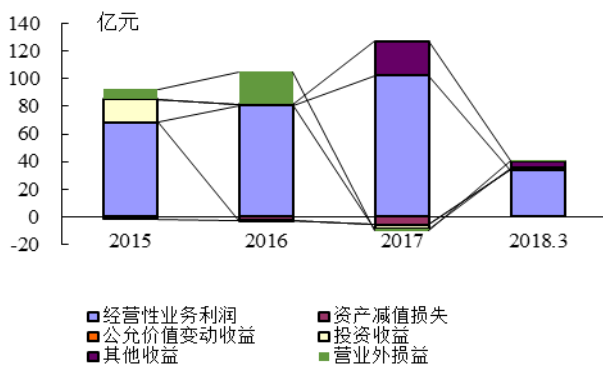
单位：亿元

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 61.48 | 55.95 | 61.13 | 14.98 |
| 管理费用 | 40.24 | 40.32 | 43.73 | 10.92 |
| 财务费用 | 79.49 | 74.94 | 0.53 | -9.97 |
| 三费合计 | 181.20 | 171.20 | 105.40 | 15.93 |
| 三费收入占比 | 16.63% | 15.19% | 8.68% | 5.04% |

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。2017 年公司利润总额为 114.81 亿元，其中经营性业务利润为 102.24 亿元，同比增长 26.85%，主要得益于收入规模的扩张以及期间费用控制能力的提升。2017 年，公司发生资产减值损失 5.96 亿元，主要为计提的存货跌价准备和固定资产减值准备；公司联营企业国泰航空亏损增加，当年投资收益为-3.08 亿元；公司其他收益 24.79 亿元包括航线补贴 20.84 亿元和政府专项补贴或奖励 2.91 亿元。2018 年 1~3 月，公司取得利润总额 40.24 亿元。

图 6：2015~2018.3 公司利润总额构成



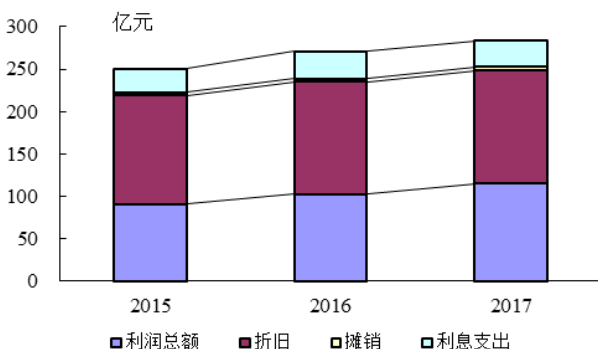
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体而言，收入规模的扩张以及汇兑收益的提升推动了公司获利规模的持续增长，公司整体盈利能力很强。

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，2017 年公司 EBITDA 规模为 283.16 亿元，当年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.35 倍和 8.02 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力持续提升。

图 7：2015~2017 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，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 263.89 亿元，较上年减少 14.11%，主要系受到航油价格回升，公司采购成本支出增加影响；投资活动产生的现金流净额为-146.53 亿元，公司当年支付飞机预付款和尾款的现金支出同比减少，投资性现金流同比减少 22.93%；2017 年公司偿还部分债务，当年筹资活动产生的现金流净额为-128.54 亿元。2017 年，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动现金流利息保障倍数分别为 0.28 倍和 7.48 倍，经营性现金流仍能够对债务本息的偿还形成良好保障。

表 8：2015~2018.3 公司偿债能力分析

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.3 |
|-------------------|----------|----------|--------|--------|
| 总债务 (亿元) | 1,040.57 | 1,062.04 | 947.99 | 931.85 |
| EBITDA (亿元) | 250.56 | 270.98 | 283.16 | - |
| 经营性净现金流 (亿元) | 317.53 | 307.24 | 263.89 | 72.38 |
| 资产负债率 (%) | 68.84 | 65.88 | 59.73 | 58.40 |
| 总资本化比率 (%) | 60.98 | 58.14 | 49.96 | 48.84 |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 7.88 | 7.82 | 8.02 | - |
| 总债务/EBITDA (X) | 4.15 | 3.92 | 3.35 | - |
| 经营活动净现金流/总债务 (X) | 0.31 | 0.29 | 0.28 | 0.31* |
| 经营活动净现金流/利息支出 (X) | 9.98 | 8.86 | 7.48 | - |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：带“*”指标经过年化处理

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 2017 年 12 月 31 日，深圳航空有限责任公司为员工房屋按揭银行借款及飞行学员学费的担保金额分别为约 0.54 亿元和 17.2 万元。此外，截至 2017 年末，公司为子公司中国国际货运航空有限公司提供担保 4.12 亿美元。

截至 2017 年末，公司已获得多家国内银行提供数额最高为 1,715.67 亿元的银行授信额度，其中已使用额度为 230.04 亿元，备用流动性充足。

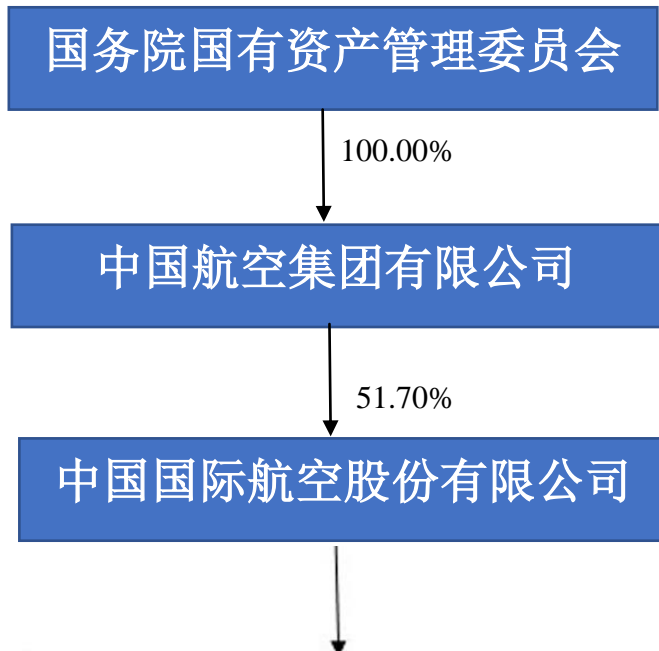
总体来看，国内航空运输业高景气度的延续使得公司 2017 年运营情况仍持续向好，收入规模稳步增长，且保持很强的盈利能力，经营性现金流表现为持续的大规模净流入，偿债能力极强。但随着

航油价格的探底回升，公司面临的成本控制压力进一步加大，同时中诚信证评关注汇率波动对公司未来盈利造成的影响。

结 论

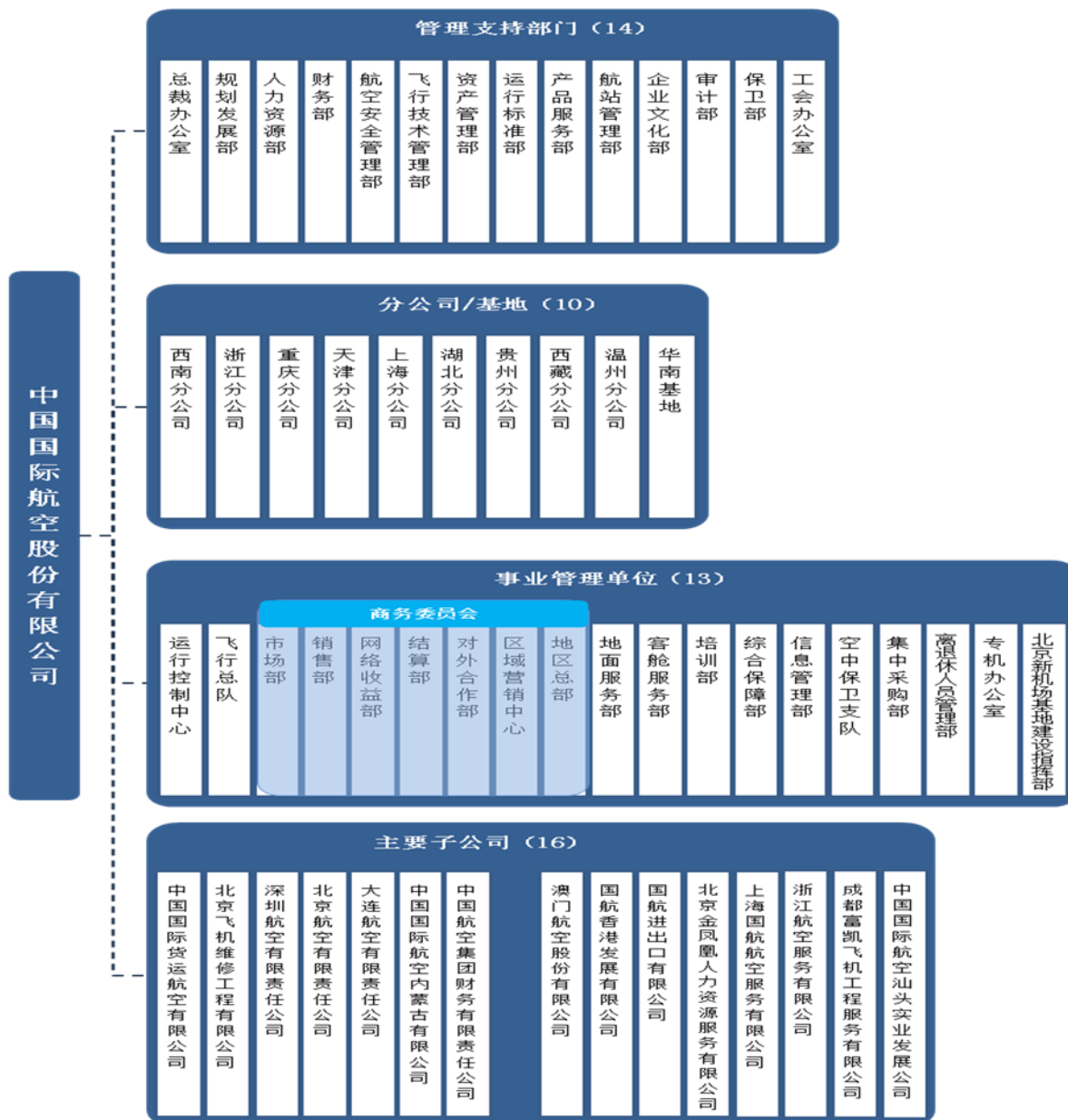
综上，中诚信证评维持中国国航主体信用等级 **AAA**；维持“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级 **AAA**，维持“中国国际航空股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级 **AAA**。

附一：中国国际航空股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



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

附二：中国国际航空股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 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） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.03 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 779,304.40 | 732,235.60 | 626,007.40 | 626,428.00 |
| 应收账款净额 | 366,135.40 | 328,609.10 | 349,042.70 | 354,491.80 |
| 存货净额 | 173,074.20 | 168,063.30 | 153,576.90 | 166,900.40 |
| 流动资产 | 1,952,761.40 | 1,932,238.10 | 2,075,933.30 | 1,827,818.90 |
| 长期投资 | 1,356,965.50 | 1,633,146.40 | 1,663,601.30 | 1,479,035.30 |
| 固定资产合计 | 17,036,872.40 | 17,856,852.20 | 18,894,593.40 | 19,128,204.60 |
| 总资产 | 21,370,353.50 | 22,412,819.20 | 23,571,781.60 | 23,462,091.90 |
| 短期债务 | 1,726,593.30 | 3,207,516.90 | 3,489,207.10 | 3,541,685.00 |
| 长期债务 | 8,679,080.10 | 7,412,871.70 | 5,990,687.10 | 5,776,796.80 |
| 总债务 | 10,405,673.40 | 10,620,388.60 | 9,479,894.20 | 9,318,481.80 |
| 总负债 | 14,710,839.70 | 14,765,455.20 | 14,078,598.60 | 13,702,801.60 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 6,659,513.80 | 7,647,364.00 | 9,493,183.00 | 9,759,290.30 |
| 营业总收入 | 10,892,911.40 | 11,267,708.00 | 12,136,289.90 | 3,160,675.40 |
| 三费前利润 | 2,496,002.60 | 2,518,040.00 | 2,076,404.40 | 496,904.40 |
| 投资收益 | 167,598.80 | 8,785.10 | -30,781.70 | 13,348.40 |
| 净利润 | 722,014.80 | 776,353.70 | 863,744.00 | 317,772.00 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 2,505,601.70 | 2,709,753.40 | 2,831,608.20 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 3,175,270.70 | 3,072,436.00 | 2,638,930.10 | 723,762.80 |
| 投资活动产生现金净流量 | -678,808.50 | -1,901,303.70 | -1,465,275.70 | -398,235.90 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -2,656,184.50 | -1,213,951.10 | -1,285,390.40 | -297,594.80 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -150,158.90 | -29,008.00 | -128,511.10 | 21,417.40 |
| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.03 |
| 营业毛利率（%） | 23.17 | 22.61 | 17.36 | 15.83 |
| 所有者权益收益率（%） | 10.84 | 10.15 | 9.10 | 13.02* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 23.00 | 24.05 | 23.33 | - |
| 流动比率（X） | 0.39 | 0.30 | 0.29 | 0.26 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.31 | 0.29 | 0.28 | 0.31* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 1.84 | 0.96 | 0.76 | 0.82* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 9.98 | 8.86 | 7.48 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.88 | 7.82 | 8.02 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 4.15 | 3.92 | 3.35 | - |
| 资产负债率（%） | 68.84 | 65.88 | 59.73 | 58.40 |
| 总资本化比率（%） | 60.98 | 58.14 | 49.96 | 48.84 |
| 长期资本化比率（%） | 56.58 | 49.22 | 38.69 | 37.18 |

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、2018 年一季度带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 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

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。