

春秋航空股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100296】

评级对象: 春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)

16 春秋 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017 年 5 月 23 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2016 年 5 月 26 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	20.16	28.05	19.22	29.60
刚性债务	59.18	103.18	104.36	105.83
所有者权益	65.04	71.85	82.06	120.19
经营性现金净流入量	14.46	22.72	5.81	6.24
合并口径数据及指标:				
总资产	160.29	196.47	206.02	245.36
总负债	94.89	123.23	121.39	122.23
刚性债务	63.09	92.40	89.26	91.55
所有者权益	65.40	73.23	84.64	123.12
营业收入	80.94	84.29	109.71	32.30
净利润	13.28	9.51	12.62	3.85
经营性现金净流入量	16.10	20.40	23.02	5.46
EBITDA	23.36	21.46	27.28	—
资产负债率[%]	59.20	62.72	58.92	49.82
权益资本与刚性债务 比率[%]	103.66	79.26	94.83	134.49
流动比率[%]	85.65	129.05	121.54	171.28
现金比率[%]	62.15	90.15	78.53	93.20
利息保障倍数[倍]	9.44	3.87	6.33	—
净资产收益率[%]	26.31	13.71	15.98	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	35.02	39.99	43.13	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-20.73	-27.98	-3.50	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.48	5.32	8.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.28	0.30	—

注:根据春秋航空经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

莫燕华 myh@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对春秋航空股份有限公司(简称“春秋航空”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 春秋 01 跟踪评级反映了 2017 年以来春秋航空在机队规模、航线布局、盈利能力及财务杠杆等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在航油价格上涨、资本性支出及汇率波动等方面面临的风险加大。

主要优势:

- **行业发展优势。**在以旅游出行为主的休闲需求加大等因素带动下,我国航空旅客周转量保持较快增长。未来随着国民经济的发展和居民可支配收入的提升,我国航空运输业具有较大的发展空间。
- **机队规模扩张,航线布局优化。**跟踪期内,春秋航空机队规模进一步扩张,公司调整了航线布局结构,着重发展国内航线,经营效率有所提升。
- **航线补助。**春秋航空定位于低成本航空的业务模式,响应中国民航局大众化战略,布局二三线城市出发地和目的地,与地方政府或机场合作,可持续获得航线补贴收入。
- **资本补充能力较强。**春秋航空作为上市公司,可通过资本市场进行股权融资,资本补充能力较强。跟踪期内,公司完成非公开发行股票,资本实力进一步增强。
- **主业收现能力较强。**跟踪期内,春秋航空经营性现金流状况良好,主营业务现金回笼能力较强,且货币资金较为充裕,能为即期债务偿付提供一定保障。

主要风险:

- **航油及汇率波动风险。**春秋航空的飞机采购和融资租赁支出较大,且多以美元结算,汇率波

动将对公司成本控制有一定影响。此外，航油为公司航空运输业务主要成本，2017年下半年以来，航油价格持续上升，公司成本支出增大。

- 资本性支出压力大。跟踪期内，春秋航空机队规模和员工数量持续扩大，且未来三年公司仍有大规模机队扩充计划，公司面临的资本性支出压力较大。
- 资本结构稳定性较弱。跟踪期内，春秋航空股本有所增加，但公司未分配利润占所有者权益的比例仍较高，资本结构稳定性依然较弱。

➤ 未来展望

通过对春秋航空及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



春秋航空股份有限公司
公开发行 2016 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（简称“16 春秋 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据春秋航空提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对春秋航空的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经该公司 2016 年第二届董事会第十八次会议审议，并经 2016 年第一次临时股东大会决定批准，公司向中国证监会申请发行不超过 23.00 亿元公司债券，且公司于 2016 年 6 月发行了期限为 5（3+2）年期的“16 春秋 01”，发行规模为 23.00 亿元，用于偿还银行借款以及补充流动资金。

截至 2018 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券余额为 23.00 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	发行利率 (%)	起息日	回售日	到期日
16 春秋 01	23.00	3.65	2016-06-02	2019-06-02	2021-06-02

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放

不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

2017年以来，我国宏观经济稳中向好，带动航空出行需求与货邮业务增长，航空旅客周转量仍稳重有升。与国际航空运输市场相比，我国航空运输市场渗透率仍较低，行业具有良好的发展空间。航油作为航空公司的主要成本之一，2017年价格持续上行，明显增加航空公司运营成本，但另一方面人民币兑美元有所升值，航空公司有一定程度的汇兑收益。目前我国形成了以中国国航、东方航空、南方航空和海航控股四家大型航空公司为主的竞争格局，行业集中度较高，但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开，以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域，行业内竞争程度有所加剧。

A. 行业概况

航空运输行业的发展与宏观经济高度相关，航空客、货运量受宏观经济周期影响显著。2017年以来，全球经济持续回暖，我国经济在进出口增加、消费稳定增长的驱动下，整体表现出稳中向好态势，同时也带动航空出行需求与货邮业务增长，航空旅客周转量仍稳重有升。

航空运输业具有明显的周期性特征，其发展对宏观经济环境具有较高的依赖度。在2017年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑，带动航空出行需求与货邮业务增长。根据国家统计局初步核算数据，2017年我国国内生产总值为827122亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%；2017年全国居民人均可支配收入25974元，扣除价格因素后，同比增长7.3%。随着我国居民可支配收入的持续增长，以及在以旅游出行为主的休闲需求增加等因素的驱动下，我国航空运输量仍稳重有升。2017年全年，我国航空运输业共完成运输

总周转量 1083.1 亿吨公里，同比增长 12.5%，其中国内航线 694.6 亿吨公里，同比增长 11.7%，国际航线 388.5 亿吨公里，同比增长 14.1%；完成旅客运输量 5.52 亿人次，同比增长 13.0%，其中国内航线 4.96 亿人次，同比增长 13.7%，国际航线 0.55 亿人次，同比增长 7.4%；完成货邮运输量 705.8 万吨，同比增长 5.7%，其中国内航线 483.7 万吨，同比增长 1.9%，国际航线 222.1 万吨，同比增长 15.0%；飞机客座率为 83.2%，较去年同期提高 0.5 个百分点。

图表 2. 近年来我国民航业发展概况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
期末定期航班航线数（条）	3142	3326	3794	4418
期末定期航班国内通航城市数（个）	198	204	214	224
期末行业运输飞机在册数（架）	2370	2650	2950	2297
运输总周转量（亿吨公里）	748.12	851.65	962.51	1083.10
旅客运输量（万人次）	39195	43618	48796	55156.80
货邮运输量（万吨）	594.10	629.30	668.00	705.80
飞机平均日利用率（小时/日）	9.51	9.49	9.41	9.49
正班客座率（%）	81.40	82.10	82.60	83.20
正班载运率（%）	71.90	72.20	72.70	73.50

数据来源：中国民用航空局

B. 政策环境

民航新政利好四大航存量优质航线，客运价格进一步市场化。

由于民航资源（空域资源、时刻资源等）的稀缺性制约着该行业的快速发展，在有限资源环境下，机场基础设施设备运行效率影响生产指标，2017 年 1-8 月，民航机场放行正常率在 55-88% 之间，全国民航航班平均正点率 66.22%，同比下跌 9.27%，平均延误时间 30 分钟，为提高民航运行质量，2017 年 9 月民航局发布的《关于把控运行总量调整航班结构、提升航班正点率的若干政策措施》，明确提出自 2017 年冬春航季起，主协调机场取消非协调时段，实施 24 小时全时段航班时刻协调分配管理，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量的增量控制在 5% 以内。文件侧重提高准点率，通过严格把控总运量，持续改进机场保障能力，从而提升航班正点率。为应对该政策变动，可预期航空公司在确保航班量的同时增加可承载旅客量。

2017 年 12 月 17 日，民航局和发改委联合印发了《民用航空国内运输市场价格行为准则》、《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格有关问题的通知》，启动新一轮民航票价改革。票价上行空间打开，预计部分航司会有不同程度的提价，有助于航司的业绩提升。

C. 竞争格局/态势

我国航空运输业目前形成以中国国航、东方航空、南方航空和海航控股四家大型航空公司为主的竞争格局，行业集中度较高，但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开，以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域，行业内竞争程度有所加剧。此外，随着我国高铁网络的

不断完善，航空公司运营的部分短途航线面临较大的分流压力。

作为公共交通运输体系重要的组成部分，我国航空运输业在企业设立、飞机购买、航线开设及关闭等方面受到国家发改委和民航局等政府部门的管制程度较高。目前我国航空运输业形成了以中国国航、东方航空、南方航空和海航控股四家大型航空公司为主的竞争格局，行业集中度较高，行业内竞争程度虽受市场准入放开不断加深，但由于航空业属资本密集型行业，且经营对航线和时刻等资源依赖度高，四家大型航空公司凭借较雄厚的资本实力以及在航线和时刻等稀缺资源的先入优势，行业内竞争地位相对稳固。但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开，以春秋航空、吉祥航空、华夏航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域，加之乌鲁木齐航空、北部湾航空、福州航空、九元航空、江西航空、桂林航空、龙江航空等区域性航空公司的正式开航以及国外航空公司积极加大对我国国内航空运输市场的渗透，我国中小型航空公司行业竞争压力不断加大。

图 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，亿人公里，%）

核心样本企业名称	核心经营指标					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	可利用座公里	旅客周转量	客座率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
南方航空	1274.89	12.39	2806.46	2306.97	82.20	2183.29	71.53	0.93	68.33	214.04
中国国航	1213.63	17.36	2478.71	2010.90	81.10	2357.18	59.73	1.44	86.37	263.89
东方航空	1017.21	11.24	2259.67	1831.51	81.05	2274.64	75.15	0.76	68.20	195.72
海航控股	599.04	13.54	1408.43	1212.23	86.07	1973.48	62.52	0.88	38.82	129.60
吉祥航空	124.12	20.57	315.29	274.11	86.94	202.37	56.60	0.99	13.52	27.61
春秋航空	109.71	12.14	334.00	302.48	90.56	206.02	58.92	0.95	12.62	23.02

资料来源：新世纪评级整理。

近年来，我国高铁网络不断完善，受益于票价较低、准点率较高等因素，高铁对 800 公里以内的短途航空运输替代效应明显，航空公司部分短途航线面临较大的分流压力。但目前我国高铁投资已进入稳步发展阶段，并形成相对成熟的路网结构，加之航空公司也通过对自身航线网络布局进行结构性调整以应对高铁分流，中长期来看，高铁对航空公司的竞争分流压力将逐渐减弱。

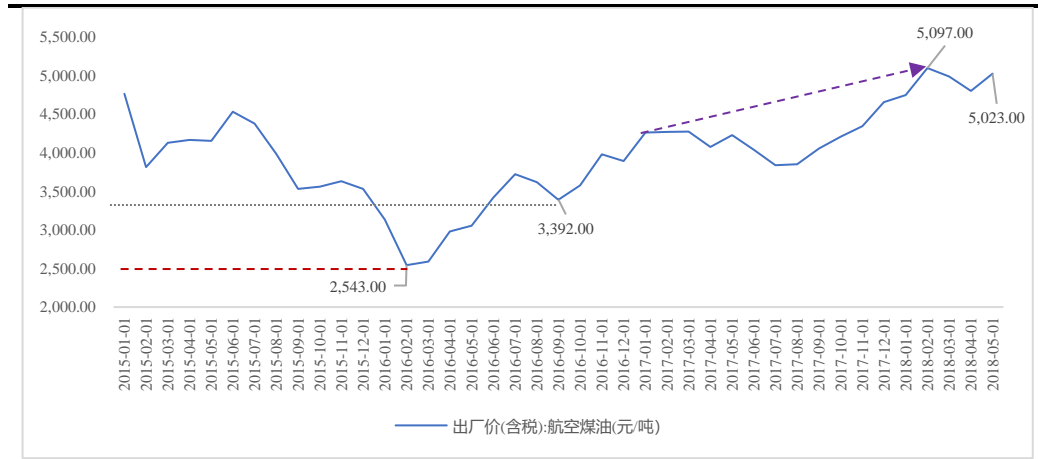
D. 风险关注

2017 年以来，航油价格持续上涨，各航空公司经营成本明显上升。

燃油成本是航空公司的主要成本之一。我国成品油价格形成机制改革以来，成品油价格与国际原油价格的联系愈加紧密。近年来，受世界经济、美元汇率、地缘政治等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，导致航空煤油价格也随之波动，对航空公司运营成本控制形成较大影响。根据国家发改委和中国民用航空局（简称“民航局”）于 2009 年 11 月 11 日联合发布的《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》（发改价格[2009]2879 号），我国燃油附加自 2009 年 11 月 14 日起与国内航空煤油综合采购成本实行联动，并由航空公司在规定范围内自主确定具体收取标准，一定程度上缓解了国内航空公司在油价上涨时的成本压力。而 2014

年以来，国内航空煤油综合采购成本受国际原油价格下跌而持续下降，相应地，国内航线燃油附加最高收取标准也经历多次下调，并于 2015 年 2 月 5 日起停止征收燃油附加费。2015 年，我国燃油价格仍维持低位运行，并于三季度再次进入下跌通道，受益于此，航空公司 2015 年毛利率同比均出现较大幅提升，经营业绩得到改善。但 2017 年以来，燃油价格持续上涨，根据 wind 资讯显示，截至 2017 年 12 月 1 日，航空煤油出厂价已上涨至 4654 元/吨，各航空公司经营成本明显上升，毛利率普遍下降。

图表 4. 航空煤油出厂价（含税）情况



资料来源：新世纪评级整理

2017 年以来，人民币出现一定程度升值，各航空公司获得不同程度的汇兑收益。

由于运营的飞机大多从境外购买和租赁，加之国际航线于国外机场采购航空油等需求，我国航空公司存在较大规模的外币负债，汇率波动将使航空公司产生较大额汇兑损益，进而影响航空公司经营业绩。2015 年 8 月以来，受完善人民币兑美元汇率中间价报价规则、国内产业资本海外并购加速以及美联储加息等影响，人民币持续较大幅贬值，航空公司面临较大的汇兑损失。鉴于此，航空公司开始通过提前偿还美元债务、调整不同币种的外币债务结构等方式缓解汇率波动风险，但从中长期看，国际宏观经济环境仍较复杂，支持人民币汇率涨跌因素的影响力将交互发力，航空公司汇率风险控制压力将不断加大。2017 年以来，人民币出现一定程度升值，各航空公司获得不同程度的汇兑收益。

图表 5. 近年美元兑人民币汇率情况



资料来源：新世纪评级整理

目前，低成本航空在全世界范围内的市场份额不断增长，但我国低成本航空目前市场渗透率较低。随着中国民航局出台进一步促进低成本航空发展的相关政策以及国内需求的日益旺盛，未来市场前景广阔，潜力巨大。

根据亚太航空中心统计，2008年至2017年十年间，全球低成本航空的国内航线市场份额从23.6%提高至31.4%，国际航线市场份额从4.4%提升至11.4%；亚太地区的国内航线市场份额从13.6%攀升至26.9%，国际航线市场份额从2.8%提升至7.8%。虽然亚太地区低成本市场整体发展速度较快，但区域差异较大，东南亚仍然是亚太地区低成本市场份额最高的区域，其他地区低成本航空公司仍具有较大的发展空间，以中国、日本为代表的东北亚地区市场潜力正在逐渐显现。

目前我国低成本航空占国内航线市场份额为9.3%，低成本航空公司无论从数量还是市场份额来看仍然较少，但随着中国民航局出台进一步促进低成本航空发展的相关政策，以及国内需求的日益旺盛，未来市场前景广阔，潜力巨大。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司航空运力持续扩张，航空运输业务发展稳健，带动收入稳步增长，发展势头较好。公司营业收入主要来自航空客运，2017年以来，公司调整并优化航线结构，着力布局国内航线，经营效率有所提高。

该公司为我国首批民营航空公司之一，定位于低成本航空业务模式，主要从事国内、国际及港澳台航空客货运输及其相关的服务。跟踪期内，公司航空运力持续扩张，业务规模进一步扩张，且春秋航空作为国内低成本航空公司的代表，公司品牌认知度进一步提升。此外，跟踪期内，国内经济稳健增长，人民消费出游需求持续提升，公司航空运输业发展稳健，航空运输生产运营效率有所提高。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
航空运输业务	全球/国内	规模/成本/资源等

资料来源：春秋航空年度报告

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司主营业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	80.94	84.29	109.71	32.30	25.71
其中：主营业务收入（航空运输业务）	76.70	79.72	105.60	31.58	24.56
主营业务在营业收入中所占比重（%）	94.76	94.58	96.26	97.74	95.53
其中：（1）航空客运业务	75.76	78.88	104.64	31.32	24.34
在营业收入中所占比重（%）	93.60	93.58	95.38	96.95	94.67
（2）航空货运业务	0.94	0.84	0.96	0.26	0.22
在营业收入中所占比重（%）	1.16	1.00	0.88	0.79	0.86
（3）其他	4.24	4.57	4.10	0.73	1.15
在营业收入中所占比重（%）	5.24	5.42	3.74	2.26	4.47
毛利率（%）	20.11	12.80	12.14	15.44	12.48
其中：航空客运业务（%）	16.77	8.90	9.83	14.79	9.55
航空货运业务（%）	16.77	8.90	9.83	14.78	9.56
其他业务（%）	80.50	80.83	71.68	43.43	74.88

资料来源：根据春秋航空年度报告和春秋航空所提供数据整理，数据经四舍五入后尾数或存在差异。

该公司主要从事航空运输业务（客运及货运），是我国首家低成本航空公司，经营模式较为成熟，运营管理经验丰富。跟踪期内，公司航空运力持续扩张，航空客运业务稳健发展，公司营业收入稳步增加。航空客运业务仍然是公司主营业务的主要构成，2017 年公司实现航空客运业务收入 104.64 亿元，同比增长 32.66%，占营业收入的 95.38%，占比同比上升 1.80 个百分点；公司航空客运业务毛利率为 9.83%，同比上升 0.93 个百分点。其中，受益于国内航线的增加及票价的上升，2017 年公司国内航运业务（包含客运及货运）实现营业收入 70.16 亿元，同比增长 47.81%，国内航运业务（包含客运及货运）的毛利率为 11.05%，同比上升 2.87 个百分点。

成本

从营业成本上来看，跟踪期内，该公司营业成本仍主要由航油成本、飞机及发动机租赁折旧费用、工资及福利费用和起降费用等构成。2017 年，公司航空运输业营业成本为 95.22 亿元，同比上升 31.11%，主要系随着公司机队运力增长和航线运行增加带来相应的运输成本及人工成本增加，且航油采购价格上涨以及民航局上调起降费收费标准等原因所致。

图表 8. 2015-2017 年公司主营业务主要成本构成情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
航油成本	19.41	18.81	28.30
飞机及发动机租赁折旧费用	11.46	13.29	16.00
工资及福利费用	10.38	13.86	18.46
起降费用	11.46	13.04	16.64
维修成本	4.01	4.14	4.83
飞行员培训及补偿	1.23	1.52	1.62
民航建设基金	2.15	2.33	2.92
其他成本	3.74	5.64	6.45
合计	63.84	72.63	95.22

数据来源：春秋航空年度报告

2018 年第一季度，该公司客公里收益同比提升 14.70%，使得营业收入同比增长 25.63% 至 32.30 亿元，其中航空客运业务实现营业收入 31.32 亿元，占营业收入的比重为 96.95%。受益于票价提升带来客公里收益的增加，同期公司航空运输业（客运业务和货运业务）毛利率为 14.79%，同比上升 5.24 个百分点。

跟踪期内，该公司航空运输业务还包括航空货运业务，主要为客机腹舱载货，受益于货邮运输量及运单价上升，2017 年实现营业收入 0.96 亿元，同比增长 14.06%，业务规模仍较小；同期，公司航空货运业务毛利率为 9.83%，毛利率与航空客运业务相同，同比上升 0.90 个百分点。跟踪期内，公司其他业务收入主要为佣金收入和航空辅助业务收入，占营业收入的比例较小，2017 年公司其他业务收入为 4.10 亿元，占营业收入的比重为 3.74%；同比减少 10.21%，主要系根据相关政策，航空公司取消了机票预订时保险业务的搭售，使得保险佣金的收入有所减少所致。受此影响，同期其他业务毛利率为 71.68%，同比下降 9.15 个百分点，仍能为公司利润提供重要补充。

运力与效率

跟踪期内，该公司航空客运业务发展稳健，2017 年公司完成旅客周转量 302.48 亿人公里，运输旅客 1717 万人，分别同比增长 22.17% 和 20.67%。跟踪期内，公司战略调整其航线，加大国内航线的运力投放，当年国内航线旅客周转量为 205.62 亿人公里，旅客运输量为 1284 万人，分别同比增长 30.76% 和 27.48%。2018 年第一季度，公司完成旅客周转量 83.06 亿人公里，运输旅客 464 万人，较 2017 年第一季度分别同比增长 12.17% 和 11.79%，业务量稳定增长。2017 年和 2018 年第一季度，公司平均客座率分别为 90.56% 和 89.17%，分别同比下降 1.13 个百分点和 3.97 个百分点，主要系公司对客座率较高的国内成熟航线进行收益管理优化，且新投入航线客座率相对较低，预计后续客座率会有所提升。同期，公司飞机日平均利用小时（可用）分别为 11.05 小时和 11.17 小时，同比上升 0.09 小时和下降 0.05 小时，2018 年第一季度下降原因主要系为保障飞机准点率，公司排班时主动延长飞机的过站时间。公司凭借较低的价格优势及充分有效利用现有运力，公司平均客座率和飞机日平均利用小时均保

持在行业较高水平。

图表 9. 2014 年以来公司航空客运业务主要经营数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
可用座位公里数 (ASK) (万人公里)	2388518	2700438	3340029	931511.34
旅客周转量 (RPK) (万人公里)	2217554	2475905	3024804	830643.09
旅客运输量 (万人)	1299	1423	1717	464
平均客座率 (%)	92.84	91.69	90.56	89.17
行业平均客座率 (%)	82.20	82.70	83.20	-
飞机日平均利用小时 (可用)	11.47	10.96	11.05	11.17
行业飞机日平均利用小时	9.50	9.40	9.49	-

数据来源：根据春秋航空年度报告和春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司以上海虹桥和上海浦东机场为主要枢纽基地，逐步形成以华东上海为核心、以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为战略支撑点的国内航线网络布局，并辅以日本大阪、韩国济州境外过夜航站，形成背靠我国大陆、面向东北亚地区市场辐射和发展的市场布局。2017 年，公司以上海两场为出发或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 55.3%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.3%。

跟踪期内，该公司航空运力持续扩张，机队规模进一步扩充。2017 年，公司共引进 10 架空客 A320 飞机，其中通过购买方式引进 5 架，通过经营租赁方式引进 5 架，客舱布局均为 186 座，无退出飞机。截至 2018 年 3 月末，公司合计运营飞机 78 架，其中自购 40 架，融资租赁 1 架，经营租赁 37 架，平均机龄为 4.20 年，成新率较高；春秋航空日本拥有波音 B737-800 机队共 6 架，客舱布局均为 189 座，全部为经营性租赁。未来公司将进一步扩充机队规模，目前公司已向国家发展与改革委及民航局递交飞机引进计划，实际飞机引进总数和进度将视国家发展与改革委及民航局核准情况作持续调整。公司 2019 年和 2020 年引进飞机均为向空客公司直接采购，为保持机队规模的灵活性，将对部分订单进行售后返租，目前已针对 2019 年交付的 8 架飞机签署售后返租意向性协议。此外，2019 年经营租赁到期的 6 架飞机中已有 1 架签署续约协议，3 架签署续约意向性协议，另有 2 架尚未确定续租安排。

图表 10. 2015 年末以来公司机队构成情况 (单位：架)

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
自行保有	19	35	40	40
融资租赁	3	1	1	1
经营租赁	30	30	35	37
合计	52	66	76	78

数据来源：根据春秋航空年度报告和春秋航空所提供数据整理。

截至 2017 年末，该公司共有飞行员（已进入公司飞行部门序列）873 名，较上年末增加 42 人，其中机长人数为 417 名（含外籍机长 121 名），机组人员规模增幅较大，带来一定的成本和管理压力。2017 年，公司通过内部晋升及外部招聘方式净增加机长 51 名、副驾驶 51 名，现役机长和副驾驶年平均飞行小

时数分别为 714 小时和 743 小时。跟踪期内，公司进一步加强飞行员的技术培训，严控安全事故的发生，2017 年及 2018 年 4 月公司完成引进 2 台飞行模拟机，支出 0.56 亿元。目前公司飞行模拟机总数达到 4 台。此外，客舱服务、维修及地面服务等生产直接相关部门人员满足生产运行需要，保障体系完备，确保公司安全可持续发展。

航线资源

跟踪期内，该公司结合航线规划、市场供求关系、各区域航线盈利能力以及时刻等资源获得的不同情况，对航线结构做了进一步调整，着力布局于前两年相对运力投放缓慢但更具长期发展潜力和稳定性的国内航线，并且提高基地相关航线可用座位公里集中度。在国际航线方面，公司在不降低境外目的地覆盖范围的情况下，适当控制国际航线运力增速，并通过停飞部分脱离国内航线网络且收益较差的二三线城市国际航线，来实现国际航线网络的逐步优化。2017 年末，公司运营航线和航班班次较上年末大幅增加，同期末，公司运营航线 159 条，较上年末减少 5 条，其中国内航线 100 条，国际航线 52 条，港澳台航线 7 条；定期航班班次 2190 个/周，较上年末增加 302 个/周。截至 2018 年 3 月末，公司运营航线共 172 条，较 2017 年末增加 13 条，为新增的国内航线，其余国际航线和港澳台航线数量不变；同期末，公司合计通航城市 84 个，较上年末减少 10 个，主要系调整航线网络所致；同期末，定期航班班次 2112 个/周，较上年末减少 78 个/周。

跟踪期内，该公司围绕基地建设航线网络，提高航线集中度和基地市场份额。国内航线中，由于 2017 年以来一线市场基地上海浦东机场、虹桥机场及深圳宝安机场新增时刻资源相当有限，因此公司将大部分国内同比新增运力投放至二线市场基地石家庄正定机场和沈阳桃仙机场，以及新设基地扬州扬泰机场和宁波栎社机场。

受 2016 年以来日本、韩国和泰国航线不同程度的运营压力 and 市场竞争影响，跟踪期内，该公司逐步优化国际航线网络，国际航线集中度有所降低。2017 年，日本航线受到二三线市场需求放缓，韩国航线受到萨德事件影响，可用座位公里分别较 2016 年下降 17.1% 和 26.6%，而泰国航线从暑运开始市场需求好转，全年可用座位公里同比上升 11.6%，三者合计可用座位公里下降 2.9%，2017 年末占国际航线比例由上年末的 91.0% 下降至 81.2%。2017 年，公司国际航空运输业务实现营业收入 31.65 亿元，同比增长 9.96%，营业毛利率为 7.07%，同比下降 2.03 个百分点。

图表 11. 2015 年末以来公司航线拓展情况¹

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
运营航线（条）	114	164	159	172
其中：国内航线	56	94	100	113
港澳台航线	6	6	7	7

¹ 通航城市和经营航线数目不包含已开通但未于当年末经营的通航城市及航线。

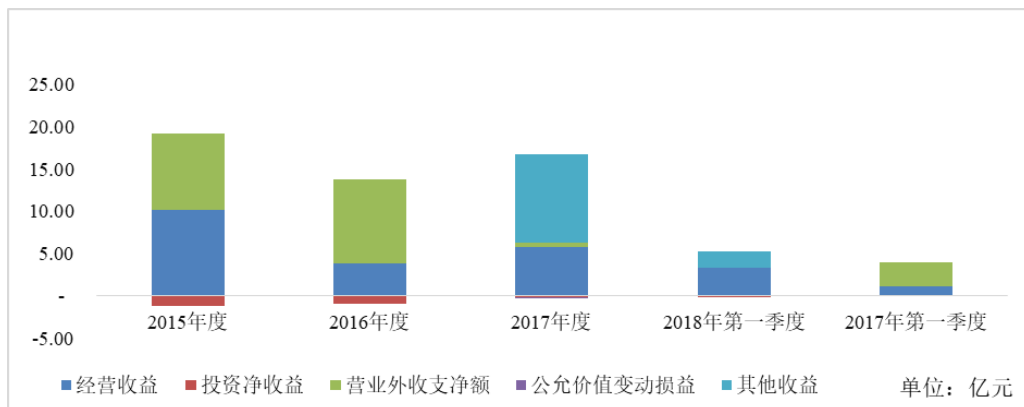
国际航线	52	64	52	52
通航城市（个）	84	87	94	84
定期航班班次（个/周）	1403	1888	2190	2112

数据来源：根据春秋航空年度报告和春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司散客机票销售仍以网站直销和移动互联网直销为主，并结合第三方线上代理进行销售；线下销售则主要通过控股股东春秋国旅及其控股子公司，以及第三方的各营业网点代理销售，少部分机票则通过公司机场柜台和自营营业部进行销售。公司非散客机票销售主要为向春秋国旅和其他非关联方提供的包机包座业务。2017年，公司向春秋国旅及其子公司提供包机包座业务实现业务收入 15.61 亿元，同比下降 27.47%，占当期营业收入的比例为 14.23%；向春秋国旅及其子公司机票代理销售业务 0.11 亿元，同比下降 28.86%，占当期机票销售代理费用的 25.70%。2017年，公司电子商务销售比例为 91.70%，线下销售比例为 8.30%；直销比例为 95.97%，同比上升 2.44 个百分点，受益于公司不断加强对互联网体验投入以及微信和支付宝小程序的设计和开发，机票直销比例增长较快。

（2）盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据春秋航空所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司利润总额主要来自于经营收益，政府补助可以为净利润提供有效补充。2017年和2018年第一季度，公司营业毛利分别为 13.32 亿元和 4.99 亿元，同比增长 23.48%和 55.45%；同期公司毛利率分别为 12.14%和 15.44%，同比下降 0.66 个百分点和上升 2.96 个百分点，受益于机队规模的扩张，公司主业盈利能力有所增强。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	80.94	84.29	109.71	32.30	25.71
毛利（亿元）	16.27	10.79	13.32	4.99	3.21

期间费用率(%)	7.19	8.21	6.76	5.08	8.09
其中：财务费用率(%)	1.91	2.92	1.75	1.12	3.37
全年利息支出总额(亿元)	2.03	4.04	3.05	-	-
其中：资本化利息数额(亿元)	0.87	1.25	0.24	-	-

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司加强对费用的管控，同期公司期间费用合计分别为 7.42 亿元和 1.64 亿元，同比分别上升 7.09% 和下降 21.15%；期间费用率分别为 6.76% 和 5.08%，同比分别下降 1.45 个百分点和 3.01 个百分点。其中，财务费用同比分别下降 22.15% 和 58.25%，主要系人民币对美元汇率升值导致的汇兑损失减少以及利息支出有所下降所致，此外，2017 年公司销售费用同比增长 15.77%，主要系业务规模扩大所致，但跟踪期内，公司销售团队薪酬总额得到控制，数字营销转为更注重性价比的投放策略，销售费用率同比下降 0.34 个百分点至 2.72%；管理费用同比增长 33.48%，主要系公司持续加大信息技术研发团队的建设投入，使得管理人员薪酬总额中信息技术研发团队薪酬总额部分涨幅较大所致。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益	-1.17	-0.91	-0.15	-0.19	0.01
其中：外汇远期合约及贷款利率掉期合约交割净收益	-	-	-0.16	-0.18	-
合营企业			0.01	-0.01	0.01
营业外收入	9.02	9.34	0.55	0.00	2.82
其中：航线补贴	8.13	6.61	-	-	2.61
财政补贴	0.38	2.41	0.09	-	0.14
超出结算期的票证结算款	0.24	0.26	0.39	-	-
其他收益	-	-	10.19	1.89	-
公允价值变动损益	-	-	-0.12	0.01	-

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

2017 年和 2018 年第一季度，该公司投资净收益分别为 -0.15 亿元和 -0.19 亿元，呈现净亏损状态，主要由公司外汇远期合约及贷款利率掉期合约交割产生损失造成。同期，公司公允价值变动净收益分别为 -0.12 亿元和 0.01 亿元，主要系公司贷款利率掉期合约和外汇远期合约公允价值变动产生。跟踪期内，公司能持续获得较大规模的政府补助²，同期计入其他收益的政府补贴分别为 10.19 亿元和 1.89 亿元，主要为航线补贴和财政补贴。2017 年，公司营业外收

² 根据财政部印发修订《企业会计准则第 16 号——政府补助》的通知（财会【2017】15 号）、《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财会【2017】30 号）及财政部相关解读的规定，该公司修改 2017 年财务报表列报，在利润表“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，将自 2017 年 1 月 1 日起发生的与企业日常活动相关的政府补助 10.19 亿元从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，其中 8.45 亿元航线补贴划分为经常性损益。

入为 0.55 亿元，主要来自于超出结算期的票证结算款 0.39 亿元。2017 年和 2018 年第一季度，公司净利润分别为 12.62 亿元和 3.85 亿元，分别同比上升 32.73%和 27.12%，公司盈利能力进一步提升。

(3) 运营规划/经营战略

为更好地配合基地枢纽建设和航线网络扩展，满足目标市场的需求，该公司未来安排合理扩充机队规模和持续优化机队结构。作为低成本航空公司，公司仍将坚持采用空客 A320 单一机型系列飞机，在确保安全的前提下，使机队规模保持平稳增长。未来三年，公司资本性支出计划集中于飞机购买，目前公司已签署购买与租赁飞机协议。根据公司董事会于 2018 年 4 月 27 日出具的《春秋航空股份有限公司变更部分募集资金投资项目公告》，公司拟购置 10 架空客 A320 飞机、8 架空客 A320neo 飞机及 1 台 A320 飞行模拟机，拟投资总额约合人民币 122.30 亿元；新增的 8 架空客 A320neo 飞机将于 2019-2020 年陆续交付并投入使用，公司将使用非公开发行股票募集的资金，拟投入募集 34.57 亿元，差额部分由公司自筹解决，公司面临一定的资本性支出压力。

管理

跟踪期内，该公司完成非公开发行股票，实收资本增加，公司控股股东和实际控制人未发生变更。除此之外，公司在管理制度和部门设置等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，该公司在管理制度和部门设置等方面均未发生重大变化。2017 年 3 月 29 日，王正华辞去公司董事长一职，经公司董事会选举，其子王煜担任公司新任董事长，选举前副总经理王志杰为公司总经理。公司法人代表变更为王煜。截至 2017 年末，公司实收资本为 8.01 亿元，上海春秋国际旅行社（集团）有限公司（简称“春秋国旅”）持有公司 62.95%股份，为公司控股股东。

2017 年 12 月 22 日，该公司收到中国证监会《关于核准春秋航空股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2017〕2321 号）。截至 2018 年 2 月 5 日止，公司本次非公开发行³A 股股票实际发行人民币普通股 116,317,713 股，每股发行价格人民币 30.09 元，募集资金总额为人民币 35.00 亿元，扣除承销保荐费及其他发行费用（含税）后，实际募集资金净额为人民币 34.57 亿元，其中新增实收资本人民币 1.16 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司实收资本增至 9.17 亿元，春秋国旅持有公司 54.97%股份，仍为公司控股股东；王正华持有春秋国旅 35.70%的股权，为春秋国旅的第一大股东；王正

³ 本次非公开发行的发行对象为诺德基金管理有限公司、民生加银基金管理有限公司、财通基金管理有限公司、鹏华资产管理有限公司、华宝(上海)股权投资基金管理有限公司、九泰基金管理有限公司和华融瑞通股权投资管理有限公司。

华仍为公司的实际控制人。公司产权状况详情见附件一。

2018年4月27日，该公司第三届监事会第九次会议审议通过了《关于公司第一期限限制性股票激励计划第一个解锁期符合解锁条件的议案》。公司第一期限限制性股票激励计划的第一个解锁期解锁条件已达成，公司同意为符合解锁条件的30名激励对象办理限制性股票第一个解锁期解锁相关事宜，解锁的限制性股票数量为14.5万股，占公司目前股本总额的0.016%，本次解锁股票上市流通时间为2018年5月22日。截至2018年3月末，公司股票无质押情况。

跟踪期内，该公司与其控股股东无重大不良行为记录。根据公司提供的《企业信用报告》，截至2018年5月3日，公司无违约情况发生。

图表 15. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	本部	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.05.03	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.05.29	无	无	无	不涉及

资料来源：根据春秋航空所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司负债规模呈现小幅波动，随着公司完成股票定向增发，资产负债率持续下降；公司刚性债务以中长期为主，即期偿债压力不大。此外，公司的经营性现金流状况持续表现良好，主营业务现金回笼能力较强，货币资金存量较为充裕，能为债务的到期偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则。

截至2017年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为206.02亿元，所有者权益为84.64亿元（其中归属于母公司所有者权益为84.64亿元）；当年实现营业收入109.71亿元、净利润12.62亿元（其中归属于母公司所有者的净利润12.62亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为23.02亿元。

截至2018年3月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为245.36亿元，所有者权益为123.12亿元（其中归属于母公司所有者权益为123.12亿元）；当期实现营业收入32.30亿元、净利润3.85亿元（其中归属于

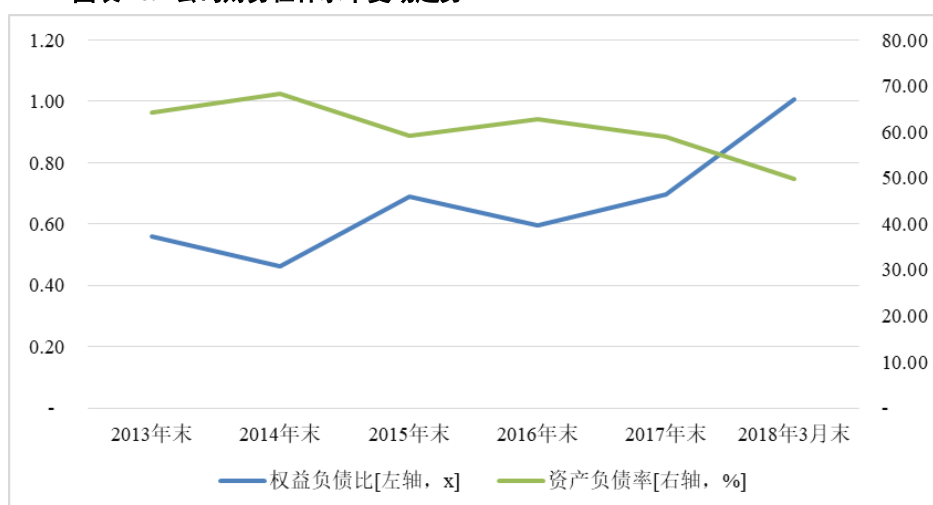
母公司所有者的净利润 3.85 亿元); 当期经营活动产生的现金流量净额为 5.46 亿元。

跟踪期内, 该公司合并报表范围未发生变化, 截至 2018 年 3 月末, 公司合并报表范围内仍为 13 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



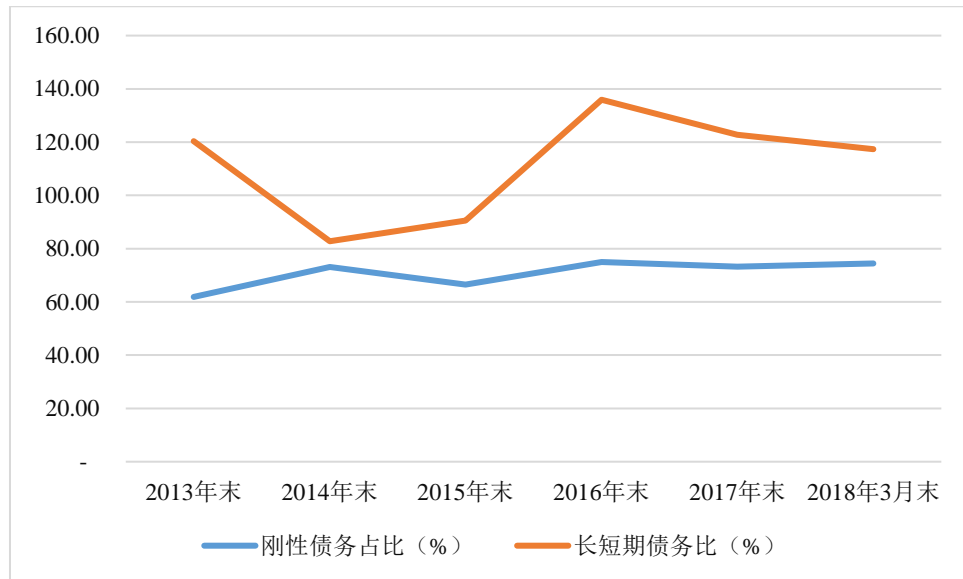
资料来源: 根据春秋航空所提供数据绘制。

跟踪期内, 该公司负债规模呈现小幅波动, 资产负债率持续下降。2017 年末及 2018 年 3 月末, 公司负债总额分别为 121.39 亿元和 122.23 亿元, 分别较上年末下降 1.50% 和上升 0.70%; 同期末, 公司资产负债率分别为 58.92% 和 49.82%, 分别较上年末下降 3.80 个百分点和 9.10 个百分点, 2018 年 3 月末下降较多主要系非公开发行股票所致。2017 年末和 2018 年 3 月末, 公司权益负债比分别为 0.70 和 1.01 倍, 权益资本对债务的覆盖程度进一步提升。

2017 年末及 2018 年 3 月末, 该公司所有者权益分别为 84.64 亿元和 123.12 亿元, 分别较上年末增长 15.57% 和 45.47%。其中, 同期末公司未分配利润分别为 56.43 亿元和 60.28 亿元, 占期末所有者权益的比率分别为 66.67% 和 48.96%, 分别较上年末增长 3.54 个百分点和下降 17.71 个百分点, 公司权益资本结构仍有待改善。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	30.37	56.39	63.09	92.40	89.26	91.55
应付账款 (亿元)	2.13	2.04	3.40	3.26	4.26	22.94
预收账款 (亿元)	5.55	6.79	13.55	9.69	8.40	6.89
长期应付款 (亿元)	6.75	10.67	10.06	6.72	6.91	7.00
刚性债务占比 (%)	61.88	73.16	66.48	74.98	73.53	74.90
应付账款占比 (%)	4.33	2.65	3.58	2.64	3.51	18.77
预收账款占比 (%)	11.30	8.81	14.28	7.86	6.92	5.64
长期应付款占比 (%)	13.76	13.84	10.60	5.45	5.69	5.73

资料来源：根据春秋航空年度报告和春秋航空所提供数据整理和绘制。

跟踪期内，该公司负债仍以非流动负债为主，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 122.76%和 117.36%，分别较上年末下降 13.15 个百分点和 5.40 个百分点，非流动负债占比有所减少。

从债务构成来看，跟踪期内，该公司负债仍以刚性债务为主，2017 年末及 2018 年 3 月末，刚性债务余额分别为 89.26 亿元和 91.55 亿元，分别较上年末下降 3.40%和增长 2.56%，呈现一定波动；同期末刚性债务分别占负债总额的比率为 73.53%和 74.90%。此外，同期末，公司预收款项分别为 8.40 亿元和 6.89 亿元，分别较上年末下降 13.34%和 17.92%，主要由预收票款和预收商银通卡销售款构成；同期末，公司应付账款分别为 4.26 亿元和 5.26 亿元，分别较上年末增长 30.95%和 23.37%，主要系航线运行量增加及民航局上调起降费收费标准导致的应付起降费增加所致；同期末，公司长期应付款中分别为 6.91 亿元和 7.00 亿元，分别较上年末增长 2.83%和 1.32%，长期应付款中除计入刚性债务的应付融资租赁款以外，主要为应付经营性租赁发动机包修小时费。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	7.80	26.68	24.66	30.09	31.76	34.89
其中: 短期借款	2.90	20.46	15.61	12.05	16.41	19.29
一年内到期的长期借款	2.48	4.88	8.19	16.86	13.81	13.84
应付票据	1.50	-	-	-	-	-
交易性金融负债	-	-	-	-	0.42	0.57
其他短期刚性债务	0.92	1.34	0.86	1.18	1.13	1.20
中长期刚性债务合计	22.57	29.71	38.43	62.30	57.50	56.65
其中: 长期借款	19.61	23.29	33.54	38.64	34.10	33.31
应付债券	-	-	-	22.88	22.93	22.94
其他中长期刚性债务	2.96	6.42	4.89	0.78	0.47	0.40

资料来源: 根据春秋航空年度报告和春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内, 该公司刚性债务仍主要由中长期刚性债务构成, 2017 年末及 2018 年 3 月末, 公司中长期刚性债务余额分别为 57.50 亿元和 56.65 亿元, 占刚性债务的比率分别为 64.42%和 61.88%, 即期刚性债务偿付压力尚可。

从刚性债务的构成来看, 该公司刚性债务主要由长短期银行借款及应付债券构成。2017 年末及 2018 年 3 月末, 公司长短期银行借款分别为 64.32 亿元和 66.44 亿元, 占期末刚性债务的比率分别为 72.06%和 72.57%。其中, 同期末公司短期借款分别为 16.41 亿元和 19.29 亿元, 分别较上年末增长 36.15%和 17.58%, 主要由保证借款构成, 由春秋国旅提供保证担保; 同期末长期借款余额分别为 34.10 亿元和 33.31 亿元分别较上年末下降 11.75%和 2.32%, 主要为公司以固定资产作的抵押借款; 同期末公司应付债券分别为 22.93 亿元和 22.94 亿元, 为本期公司债券“16 春秋 01”, 回售日为 2019 年 6 月 2 日, 回售时或有集中兑付风险; 公司其他中长期刚性债务主要为应付融资租赁款, 同期末分别为 0.47 亿元和 0.40 亿元, 金额相对较小。

图表 19. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不 含 2 年)	2~3 年 (不 含 3 年)	3~5 年 (不 含 5 年)	5 年及以上
3%以内	10.21	0.27	0.27	0.27	0.94
3%~4% (不含 4%)	12.67	5.62	5.62	4.81	1.30
4%~5% (不含 5%)	7.19	3.14	3.14	2.57	2.22
5%~6% (不含 6%)	0.64	0.64	0.64	1.28	0.90
6%及以上	-	-	-	-	-
合计	30.71	9.67	9.67	8.93	5.36

资料来源: 根据春秋航空所提供数据整理。

总体来看, 跟踪期内, 该公司债务规模呈现小幅波动, 但是公司资产负债率持续下降; 且公司刚性债务以中长期为主, 即期偿付压力不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	6.17	5.86	6.71	8.01	6.58
营业收入现金率（%）	121.44	119.57	118.47	133.11	124.83
业务现金收支净额（亿元）	11.03	6.75	10.65	10.85	15.45
其他因素现金收支净额（亿元）	4.33	4.02	5.45	9.55	7.57
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	15.36	10.76	16.10	20.40	23.02
EBITDA（亿元）	14.29	16.82	23.36	21.46	27.28
EBITDA/刚性债务（倍）	0.47	0.39	0.39	0.28	0.30
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.33	9.34	11.48	5.32	8.93

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，该公司主业收现能力仍较强。2017 年及 2018 年第一季度，公司销售商品、提供劳务收到现金流入分别为 136.95 亿元和 39.15 亿元，分别同比增长 22.05% 和 38.35%；同期营业收入现金率分别为 124.83% 和 121.19%，同比分别下降 8.28 个百分点和上升 11.13 个百分点，2017 年公司营业收入现金率有所下降主要系自 2016 年 6 月起，包座业务结算方式从月结改为季结所致。2017 年公司经营活动现金流净额为 23.02 亿元，同比增长 12.84%；2018 年第一季度，公司经营活动现金流量净额为 5.46 亿元，同比增加 5.61 亿元，总的来看，公司经营活动现金流表现整体较好。

2017 年，该公司 EBITDA 为 27.28 亿元，同比增长 27.10%，主要来自于利润总额，同期固定资产折旧对 EBITDA 贡献度上升，占当年 EBITDA 的比重为 27.07%，占比上升 2.31 个百分点。2017 年，EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖倍数分别为 0.30 倍和 8.93 倍，公司偿债能力进一步提升。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.89	-0.93	-1.02	-0.54	-0.11
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.13	-24.46	-31.88	-43.21	-25.21
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.29	1.35	-1.02	-7.17	-1.99
投资环节产生的现金流量净额	-8.32	-24.04	-33.93	-50.92	-27.30

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金分别为 25.54 亿元和 11.99 亿元，分别同比下降 47.12% 和增长 66.22%，主要为购置飞机支出的款项。此外，2017 年公司收到其他与投资活动有关的现金 12.03 亿元，同比大幅增长 225.51%，主要系公司收回上年存入的结构性存款 10.75 亿元；同期公司支付其他与投资活动有关现金 14.01 亿元，同比增长 29.00%，主要系公司存入结构性存款 13.50 亿元。2018 年第一季度，受短期结构性存款滚动影响，公司支付其他与投资活动有关现金 33.97 亿元，同比增加 33.93 亿元；收到其他与投资活动有关的现金 13.81 亿元，同比增长 48.74%。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司投资活动仍呈现净流出，分别为 27.30 亿元和 32.07 亿元，未来随着公司机队规模的持续扩张，预计公司投资活动现金流仍呈持续流出状态。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
筹资环节产生的现金流量净额	-8.14	22.44	24.35	44.95	0.55

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过银行借款及非公开发行股票获得现金流入，以满足融资需求。2017 年及 2018 年第一季度，公司取得借款收到现金分别为 31.86 亿元和 9.35 亿元，分别同比下降 49.44% 和增长 1.94%。此外，2017 年公司收到其他与筹资活动有关的现金 7.57 亿元，为收到的飞机预付款返还，同比减少 68.51%；支付其他与筹资活动有关的现金为 0.36 亿元，为支付的融资租赁本金。2018 年第一季度，公司吸收投资流入现金 34.59 亿元，为非公开发行股票获得的现金流入，为满足后续机队扩充的需求。2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.55 亿元和 36.59 亿元，同比减少 44.40 亿元和增加 38.80 亿元。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	19.16	29.22	42.64	67.41	66.23	96.32
	25.05%	25.95%	26.60%	34.31%	32.15%	39.26%
其中：现金类资产（亿元）	14.75	24.00	30.95	47.09	42.69	52.41
应收款项（亿元）	0.63	0.73	1.02	1.27	0.85	1.05
其他应收款（亿元）	1.59	1.93	7.21	14.16	16.82	36.97
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	57.35	83.40	117.65	129.05	139.79	149.04
	74.95%	74.05%	73.40%	65.69%	67.85%	60.74%
其中：固定资产（亿元）	38.00	43.72	58.58	96.70	106.91	106.59

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
在建工程（亿元）	5.49	25.12	42.88	16.68	17.39	27.71
其他非流动资产（亿元）	8.35	8.16	8.91	8.53	8.02	7.75
期末全部受限资产账面金额（亿元）	32.38	31.37	35.01	58.79	71.10	-
受限资产账面余额/总资产（%）	42.32	27.85	21.84	29.92	34.51	-

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产规模进一步扩张，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产总额分别为 206.02 亿元和 245.36 亿元，较上年末分别增长 4.87% 和 19.09%。公司资产仍以非流动资产为主，同期末非流动资产占比分别为 67.85% 和 60.74%。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 139.79 亿元和 149.04 亿元，分别较上年末增长 8.32% 和 6.61%。同期末，公司固定资产分别为 106.91 亿元和 106.59 亿元，分别较上年末增长 10.56% 和 小幅下降 0.31%，主要为飞机及发动机；同期末，公司在建工程分别为 17.39 亿元和 27.71 亿元，分别较上年末增长 4.26% 和 59.33%，2018 年 3 月末在建工程增加较多主要系引进的飞机预付款增加所致；2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他非流动资产分别为 8.02 亿元和 7.75 亿元，分别较上年末下降 6.01% 和 3.36%，主要为经营租赁飞机大修储备金的下降。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动资产分别为 66.23 亿元和 96.32 亿元，同比分别减少 1.75% 和 大幅增长 45.42%，2018 年 3 月末增加较大主要系其他应收款的增加。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他应收款分别为 16.82 亿元和 36.97 亿元，分别较上年末增长 18.79% 和 119.84%，主要为应收结构性存款和应收子公司款项，2017 年末分别为 13.50 亿元和 15.22 亿元；2018 年 3 月末公司其他应收款较上年末增加较多主要系结构性存款进一步增加所致；2017 年末及 2018 年 3 月末，公司预付款项分别为 3.58 亿元和 3.64 亿元，分别较上年末增长 61.82% 和 1.69%，2017 年末增幅较大主要系公司预付航油采购款增加所致；2017 年末及 2018 年 3 月末，公司货币资金余额分别为 42.69 亿元和 52.41 亿元，分别较上年末减少 9.34% 和 增长 22.77%，其中 2017 年末公司受限货币资金为 0.61 亿元，主要为保证金，占比较小，公司可动用货币资金充裕。

2017 年末，该公司受限资产除受限货币资金外，还包括长期贷款所作借款抵押物的固定资产，主要为飞机，期末全部受限资产账面金额为 71.10 亿元，占总资产的比率为 34.51%。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
流动比率 (%)	86.02	69.29	85.65	129.05	121.54	171.28
现金比率 (%)	66.20	56.91	62.15	90.15	78.53	93.20

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 121.54% 和 171.28%；同期末现金比率分别为 78.53% 和 93.20%。2017 年末公司流动性指标均有所下降，主要系短期融资规模和应付账款增加所致；2018 年 3 月末，公司流动性较上年末均有所好转。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保情况。

7. 集团本部财务质量

该公司主要围绕集团本部开展主业航空运输业务。跟踪期内，集团本部业务发展经营稳健，营业收入大幅增长，2017 年及 2018 年第一季度，本部实现营业收入 108.99 亿元和 32.09 亿元，同比大幅增长 30.13% 和 25.48%；同期末，本部资产总额为 221.89 亿元和 260.21 亿元，股东权益为 82.06 亿元和 120.19 亿元。本部资产主要集中于固定资产和其他应收款，期末本部固定资产余额为 104.55 亿元和 104.22 亿元，主要集中于飞机资产。2017 年末及 2018 年 3 月末，本部负债总额分别为 139.82 亿元和 140.02 亿元，以非流动负债为主，主要为应付融资租赁款，同期末分别为 46.19 亿元和 43.19 亿元，高于合并口径下应付融资租赁款，主要系本部向子公司春秋融资租赁(上海)有限公司融资租赁飞机，本部产生应付融资租赁款，在合并口径中抵消所致。2017 年本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为 5.81 亿元、-6.74 亿元和 -7.84 亿元。总体来看，本部债务以中长期刚性债务为主，即期偿债压力尚可。

外部支持因素

该公司与国内多家银行合作关系稳固，间接融资渠道畅通。截至 2018 年 3 月末，公司共获各商业银行授信额度 312 亿元，其中未使用的授信额度为 239 亿元。同时，公司作为上市公司，具有一定的资本市场融资能力。此外，公司定位于低成本航空的业务模式，响应中国民航局大众化战略，布局二三线城市出发地和目的地，与地方政府或机场合作，可持续获得航线补贴收入。2017 年，公司合计收到航线补贴 8.45 亿元，来源地超过 40 个地方政府和机

场，具有一定的可持续性。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	312	218	64	1.37-6.0%	飞机固定资产贷款抵押，流动资金贷款信用和担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	77	38	11	1.37-6.0%	飞机固定资产贷款抵押，流动资金贷款信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	128	81	35	2.28-4.41%	飞机固定资产贷款抵押，流动资金贷款信用和担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	65.71	54.59	71.88	-	-

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

16 春秋 01

本期公司债券发行期限为 5（3+2）年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级结论

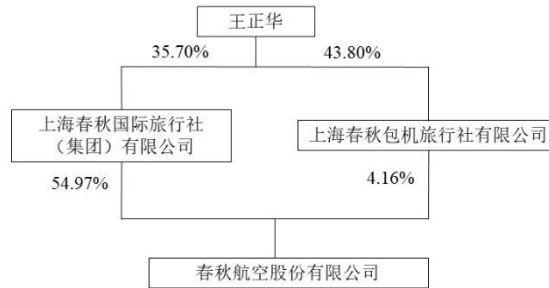
跟踪期内，该公司完成非公开发行股票，注册资本增加，但公司控股股东和实际控制人未发生变更。除此之外，公司在管理制度和部门设置等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，该公司航空运力持续扩张，航空运输业务发展稳健，带动收入稳步增长，发展势头较好。公司营业收入主要来自航空客运，2017 年以来，公司调整并优化航线结构，着力布局国内航线，经营效率有所提高。

跟踪期内，随着该公司负债规模呈现小幅波动，但资产负债率持续下降，且公司刚性债务以中长期为主，即期偿债压力不大。此外，公司的经营性现金流状况持续表现良好，主营业务现金回笼能力较强，货币资金存量较为充裕，能为债务的到期偿付提供一定的保障。

附录一：

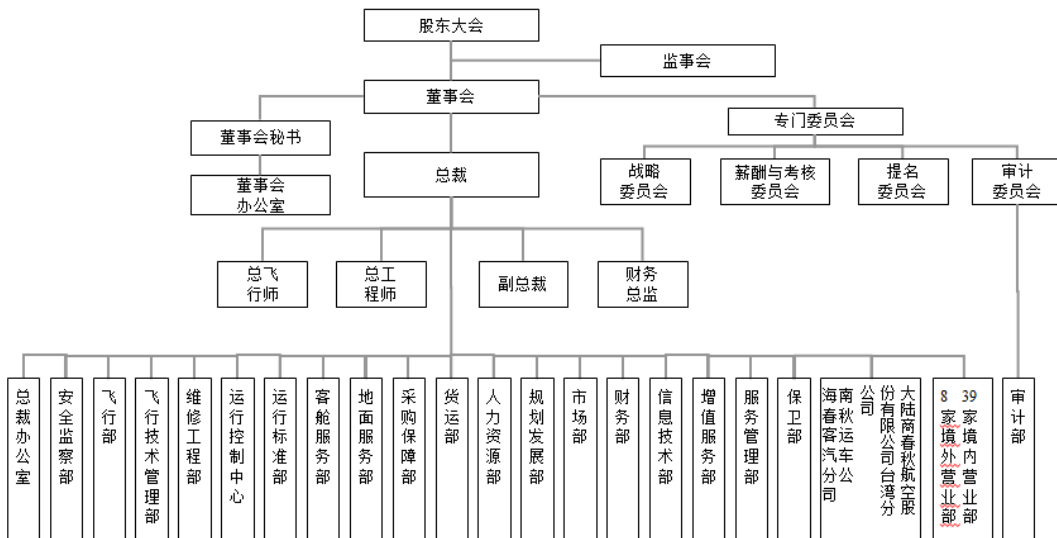
公司与实际控制人关系图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年 (末) 主要财务数据 (亿元)				备注
					资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
上海春秋国际旅行社(集团)有限公司 ⁴	春秋国旅	公司之控股股东	—	旅游服务	16.96	2.73	24.23	0.64	
春秋航空股份有限公司	春秋航空	本级	—	航空运输	221.89	82.06	108.99	11.43	
上海春秋文化传媒有限公司	春秋文化传媒	子公司	100.00	广告	0.18	0.15	0.02	0.01	
上海商旅通商务服务有限公司	商旅通商务	子公司	100.00	电子商务	2.15	1.10	0.12	0.03	
上海春秋飞行培训有限公司	春秋飞行培训	子公司	100.00	培训服务	3.22	1.92	0.72	0.14	
上海春华航空地面服务有限公司	春华航空地面服务	子公司	100.00	服务	0.08	0.06	1.87	0.00	
上海秋实企业管理有限公司	秋实企业管理	子公司	100.00	服务	0.42	0.14	0.15	0.01	
上海春煦信息技术有限公司	春煦信息技术	子公司	100.00	电子商务	0.08	0.03	0.03	0.02	
上海小翼信息科技有限公司	小翼信息科技	子公司	100.00	电子商务	0.07	0.06	0.12	0.00	
重庆春之翼信息科技有限公司	春之翼信息科技	子公司	100.00	电子商务	0.29	-0.01	0.34	-0.02	
春秋融资租赁 (上海) 有限公司	春秋融资租赁	子公司	100.00	融资租赁	60.55	5.81	2.48	0.49	
春秋国际控股 (香港) 有限公司	春秋香港	子公司	100.00	服务	18.02	1.90	-	0.50	
春秋航空新加坡有限公司	春秋新加坡	子公司	100.00	服务	0.00	0.00	-	-	
上海春秋置业有限公司	春秋置业	子公司	100.00	房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
春秋航空技术发展江苏有限公司	春秋技术发展	子公司	100.00	服务	0.09	0.06	0.09	0.01	

注：根据春秋航空 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

⁴ 上海春秋国际旅行社 (集团) 有限公司 2017 年 (末) 主要财务数据未经审计。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	160.29	196.47	206.02	245.36
货币资金 [亿元]	30.95	47.09	42.69	52.41
刚性债务[亿元]	63.09	92.40	89.26	91.55
所有者权益 [亿元]	65.40	73.23	84.64	123.12
营业收入[亿元]	80.94	84.29	109.71	32.30
净利润 [亿元]	13.28	9.51	12.62	3.85
EBITDA[亿元]	23.36	21.46	27.28	—
经营性现金净流入量[亿元]	16.10	20.40	23.02	5.46
投资性现金净流入量[亿元]	-33.93	-50.92	-27.30	-32.07
资产负债率[%]	59.20	62.72	58.92	49.82
权益资本与刚性债务比率[%]	103.66	79.26	94.83	134.49
流动比率[%]	85.65	129.05	121.54	171.28
现金比率[%]	62.15	90.15	78.53	93.20
利息保障倍数[倍]	9.44	3.87	6.33	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	6.71	8.01	6.58	-
毛利率[%]	20.11	12.80	12.14	15.44
营业利润率[%]	11.17	3.43	14.56	15.73
总资产报酬率[%]	14.08	8.76	9.60	—
净资产收益率[%]	26.31	13.71	15.98	—
净资产收益率*[%]	26.31	13.71	15.98	—
营业收入现金率[%]	118.47	133.11	124.83	121.19
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.02	39.99	43.13	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.73	-27.98	-3.50	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.48	5.32	8.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.28	0.30	—

注：表中数据依据春秋航空经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。