

海南航空控股股份有限公司

中期票据

跟踪评级报告

主体信用等级：	AAA 级
14 海南航空 MTN001 信用等级：	AAA 级
15 海南航空 MTN001 信用等级：	AAA 级
16 海南航空 MTN001 信用等级：	AAA 级
评级时间：	2018 年 4 月 12 日



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.

概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100031】

跟踪对象:海南航空控股股份有限公司中期票据

	本次		前次		首次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
14 海南航空 MTN001	AAA/稳定/AAA	2018年4月	AAA/稳定/AAA	2017年6月	AA+/稳定/AA+	2013年5月
15 海南航空 MTN001	AAA/稳定/AAA	2018年4月	AAA/稳定/AAA	2017年6月	AAA/稳定/AAA	2015年4月
16 海南航空 MTN001	AAA/稳定/AAA	2018年4月	AAA/稳定/AAA	2017年6月	AAA/稳定/AAA	2015年11月

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	123.00	138.07	171.25
刚性债务	531.45	458.89	556.47
所有者权益	291.03	499.42	517.58
经营性现金净流入量	121.11	89.67	170.63
合并数据及指标:			
总资产	1253.81	1481.44	1973.48
总负债	868.17	802.68	1233.91
刚性债务	734.02	648.60	997.20
所有者权益	385.64	678.76	739.57
营业收入	352.25	406.78	599.04
净利润	32.57	34.10	38.82
经营性现金净流入量	125.36	122.87	129.60
EBITDA	114.65	116.09	149.13
资产负债率[%]	69.24	54.18	62.52
资产负债率*[%]	71.24	57.62	67.31
权益资本与刚性债务比率[%]	52.54	104.65	74.16
流动比率[%]	79.22	89.85	63.22
现金比率[%]	62.88	65.70	54.18
利息保障倍数[倍]	1.78	1.92	1.87
净资产收益率[%]	9.27	6.41	5.47
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.16	14.71	12.73
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.34	-7.25	3.47
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	3.09	2.95
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.17	0.18

注:根据海航控股经审计的2015-2017年度财务数据整理、计算。资产负债率*为考虑永续期贷款及永续中票等永续债务工具后的资产负债率。

分析师

蒋卫
Tel: (021) 63501349-914
E-mail: jw@shxsj.com

王琳琳
Tel: (021) 63501349-914
E-mail: wlc@shxsj.com

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
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“新世纪评级”或“本评级机构”)对海南航空控股股份有限公司(简称“海航控股”、“该公司”或“公司”)及其发行的2014年度第一期、2015年度第一期及2016年度第一期中期票据的跟踪评级反映了2017年以来海航控股在行业环境、管理水平及经营效率等方面所保持的优势,同时也反映了公司在汇率波动、航油价格波动、短期偿债及并购整合等方面面临的压力与风险。

主要优势/机遇:

- **市场空间大。**跟踪期内,民航客运量继续保持两位数的增长,海航控股所处行业环境良好。
- **经营规模持续扩张。**跟踪期内,海航控股完成对天津航空的合并,机队规模继续扩大,航线网络进一步丰富,经营规模持续扩张,运营效率和生产效益情况维持在较好水平。
- **经营效率相对显著。**海航控股经营管理水平较高,客座率和载运率等运营指标在国内航空公司中处于较高水平,且服务质量领先于国内同行。跟踪期内,公司保持了较高的行业地位和品牌知名度。

主要劣势/风险:

- **汇率波动风险。**海航控股美元借款规模大,加之飞机采购多使用美元,公司面临的汇率波动风险较大。
- **航油价格风险。**航油成本为航空公司最主要的运营成本,跟踪期内航油价格持续上涨,海航控股成本压力也随之加大。
- **政府补助波动。**海航控股的支线航空业务多为与当地政府和机场合作,政府补助的波动或对公司

盈利产生影响。

- **短期债务负担加重。**跟踪期内，海航控股短期刚性债务规模增加较快，公司短期债务偿付压力增大。
- **重大资产重组影响尚不确定。**海航控股近期筹划重大资产重组，具体重组方案尚未公告，对公司的影响尚无法判断。
- **并购与整合风险。**随天津航空的并入及重大资产重组的进行，海航控股面临较大的整合压力。
- **永续中票递延付息风险。**15 海南航空 MTN001 及 16 海南航空 MTN001 允许递延付息，存在递延付息风险。

➤ 未来展望

通过对海航控股及其发行的 14 海南航空 MTN001、15 海南航空 MTN001 及 16 海南航空 MTN001 三期中期票据主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述三期中票还本付息安全性极高，并维持上述中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对海南航空控股股份有限公司发行的 2014 年度第一期、2015 年度第一期及 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级作如下声明：

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、评估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。

本评级机构与评估人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

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。

海南航空控股股份有限公司

中期票据

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照海南航空控股股份有限公司（简称“海航控股”、“该公司”或“公司”）发行的 2014 年度第一期、2015 年度第一期及 2016 年度第一期中期票据信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海航控股提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对海航控股的财务状况、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。

二、宏观经济和政策环境

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不断拓展，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。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年一季度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。

三、 公司所处行业及区域经济环境

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827,122亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%。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，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%，较上年同期提高 0.5 个百分点。

图表 1. 近年来我国航空运输业运营情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
期末定期航班航线数（条）	3,142	3,326	3,794	—
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）	2,370	2,650	2,950	—
运输总周转量（亿吨公里）	748.12	851.65	962.51	1,083.10
旅客运输量（万人次）	39,195	43,618	48,796	55,157
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	—
正班客座率（%）	81.4	82.1	82.6	83.2
正班载运率（%）	71.9	72.2	72.7	73.5

数据来源：中国民用航空局

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 月中国民用航空总局（简称“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。

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。

图表 2. 2017 年部分航空公司经营指标

公司简称	可用座公里 (亿座公里)	客运量 (万人次)	客座率 (%)	收入客公里 (亿客公里)
中国国航	2,478.72	10,157.75	81.10	2,010.90
东方航空	2,259.67	11,080.26	81.05	1,831.52
南方航空	2,806.46	12,629.87	82.20	2,306.97
海航控股	1,408.43	7,169.00	86.07	1,212.23
吉祥航空	315.29	1,670.13	86.94	274.11
春秋航空	334.00	1,716.91	90.56	302.48

数据来源：Wind

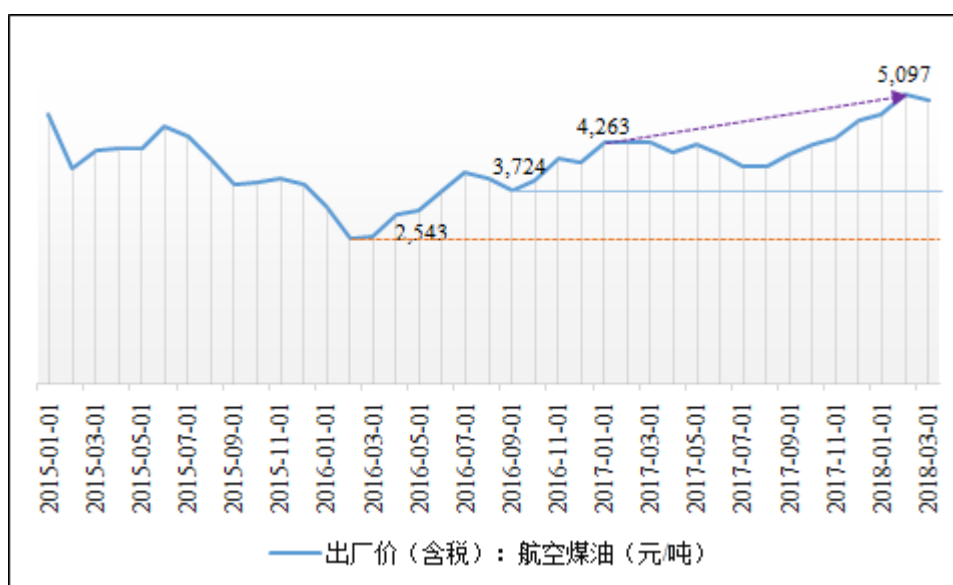
近年来，我国高铁网络不断完善，受益于票价较低、准点率较高等因素，高铁对 800 公里以内的短途航空运输替代效应明显，航空公司部分短途航线面临较大的分流压力。但目前我国高铁投资已进入稳步发展阶段，并已形成相对成熟的路网结构，加之航空公司也通过对自身航线网络布局进行结构性调整以应对高铁分流，中长期来看，高铁对航空公司的竞争分流压力将逐渐减弱。

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 2018 年 2 月 1 日，航空煤油出厂价已上涨至 5,097.00 元/吨，各航空公司经营成本明显上升，毛利率普遍下降。

图表 3. 航空煤油出厂价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind

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 4. 美元兑人民币汇率



数据来源：Wind

四、 公司自身素质

（一） 公司产权状况、法人治理结构和管理水平

跟踪期内，该公司完成天津航空股权收购，经营规模进一步扩大。公司内部管理进一步加强。

2017年1月，该公司以55.54亿元人民币收购天津航空有限责任公司（简称“天津航空”）48.21%的股权完成交割，公司持有天津航空的股权比例增加至87.27%，公司将天津航空纳入合并范围。2017年5月，公司由海南航空股份有限公司更名为海南航空控股股份有限公司，6月公司证券简称由“海南航空”变更为“海航控股”，证券代码仍为“600221.SH”。

2017年以来，该公司对《公司章程》进行了修订，修订、制定或重新制定了《监事会议事规则》、《首席执行官工作细则》、《总裁工作细则》及《证券投资管理办法》等规章制度，公司管理进一

步完善。

截至 2017 年末，大新华航空有限公司（简称“大新华航空”）合计持有公司 24.33% 的股权，股权比例较上年末有所下降，但仍为控股股东。公司实际控制人仍为海南省政府国有资产监督管理委员会。公司产权状况详见附录二。

2017 年 7 月，该公司股东大会审议通过《关于控股子公司天津航空有限责任公司增资扩股的报告》，宁波市鄞州鑫拓恒投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“鄞州鑫拓恒”）、广州津海创信股权投资合伙企业（有限合伙）（暂用名，最终以工商管理部门核准为准，以下简称“津海创信”）以每股 1.51 元人民币的价格分别对天津航空现金增资 173,650.00 万元、295,260.00 万元。增资完成后，天津航空注册资本将由 819,260.00 万元增加至 1,129,796.00 万元，公司持股比例将下降为 63.28%。

2017 年 10 月以来，该公司通过收购控股子公司少数股东股权，对中国新华航空集团有限公司、长安航空有限责任公司（简称“长安航空”）、山西航空有限责任公司（简称“山西航空”）及云南祥鹏航空有限责任公司（简称“祥鹏航空”）的直接持股比例分别上升至 61.74%、71.34%、72.83% 及 73.48%。

2018 年 1 月 10 日起该公司股票因重大事项停牌。经判断，该次重大事项构成重大资产重组，并于 2018 年 1 月 24 日起转入重大资产重组程序。根据公司于 2018 年 3 月 24 日公告的《关于提请股东大会审议延期复牌事项暨停牌进展情况的公告》，本次重大资产重组拟以发行股份、支付现金等方式面向海航集团有限公司（简称“海航集团”）及其控制企业、独立第三方收购标的资产。本次重大资产重组拟进行交易的标的资产主要包括西部航空有限责任公司（简称“西部航空”）股权、桂林航空有限公司股权（简称“桂林航空”）、海航航空技术股份有限公司股权（简称“海航技术”）、海南天羽飞行训练有限公司股权（简称“海南天羽飞行”）、海航酒店控股集团有限公司股权（简称“海航酒店控股”）、SR Technics Holdco I GmbH¹（简称“SRT”）股权及海航集团控制的境外酒店企业股权。经过重组，公司拟取得西部航空、海航航空技术、海南天羽飞行、海航酒店控股、SRT 及原由海航集团控制的境外酒店企业的控制权，并参股桂林航空。经公司第八届董事会第二十次会议审

¹ 为境外航空 MRO（维护、维修及运行）企业。

议通过，公司与部分交易对象已经签订了重组框架协议，但尚未签署正式协议。截至目前本次重大资产重组具体方案尚未公告，对公司的影响尚无法判断。

该公司关联交易较为活跃，主要与海航集团及其下属单位²进行，涉及的交易类型除日常购销、租赁等的经常性关联交易之外，还包括担保、资产及股权转让等。2017 年金额较大的涉及：公司接受海航技术提供飞机维修及保障服务，当年交易金额 29.62 亿元；公司为海航货运有限公司提供货运包舱服务，当年度获得收入 13.52 亿元；公司向北京首都航空有限公司提供飞机租赁，当年度获得租金收入 3.00 亿元；公司从渤海金控投资股份有限公司、香港航空有限公司租赁飞机，当年度租赁费分别为 23.91 亿元、6.41 亿元；2017 年末大新华航空、海航集团及其子公司等关联方为公司借款及债券发行提供担保余额为 272.89 亿元；公司为大新华航空、海航集团及其子公司等关联方借款及发行债券提供担保余额为 52.82 亿元。另外，当年公司分别出资 9.69 亿元、5.79 亿元及 18.77 亿元收购控股子公司长安航空、山西航空、祥鹏航空的少数股东股权，并分别出资 15.00 亿元、10.50 亿元及 7.50 亿元参与海航通航投资有限公司（简称“海航通航”）、成都神鸟航空有限公司、海航进出口有限公司的设立，持股比例分别为 15.00%、35.00% 及 30.00%，同期对云南祥鹏投资有限公司增资 6.50 亿元。

图表 5. 公司经常性关联交易情况（单位：亿元）

项目	2017 年
采购商品/接受劳务	68.91
出售商品/提供劳务	22.14
租赁费用	33.20
出租收入	9.54
关键管理人员报酬	0.35
其他	0.46
合计	134.61

注：根据海航控股 2017 年年报整理

该公司金额较大的关联方应收款项主要是公司在海航集团财务有限公司（简称“海航财务公司”）的存款和应收利息。关联方

² 截至 2017 年末，海航集团直接持有海航控股 3.53% 股权。海航集团旗下经营多家机场、航空公司及飞机维修公司，公司与海航集团及其下属单位存在飞机租赁、转让、起降、维修等关联交易。

应付款项主要是与海南海航航空进出口有限公司³（简称“海航航空进出口”）、海航技术及长江租赁有限公司⁴（简称“长江租赁”）的结算所致。2017年末，公司应收关联方款项金额合计78.92亿元，其中在海航财务公司存款本息合计53.03亿元。同期末，公司应付关联方款项金额合计47.41亿元，其中应付长江租赁的长期应付款为23.59亿元，应付海航航空进出口和海航技术票据5.10亿元和4.75亿元。

（二） 公司经营状况

跟踪期内，该公司在完成合并天津航空的基础上，进一步扩充机队规模并拓展航线网络，运营效率和生产效益情况维持在较好水平，但仍面临市场竞争、成本控制、飞行安全等多方面的挑战。

跟踪期内，随着天津航空的并入以及机队规模的扩大，该公司主营业务收入规模大幅增长。2017年公司实现营业收入599.04亿元，较上年增长47.26%，增长主要来自于航空客运收入的增加。当年，航空客运实现收入552.07亿元，较上年增长49.08%；航空货运实现收入14.04亿元，较上年增长47.55%。但主要受2017年以来航油成本上涨、租金费用及起降费用增加的影响，公司航空客运及航空货运业务毛利率下降明显，分别较上年下降9.76个百分点及9.87个百分点至9.95%和9.84%，导致公司综合毛利率较上年下降9.37个百分点至13.54%。

图表 6. 近年来公司营业收入及毛利率情况⁵

项目	2015年	2016年	2017年
航空客运（亿元）	320.67	370.33	552.07
航空货运（亿元）	9.71	9.51	14.04
其他业务（亿元）	21.88	26.94	32.93
营业收入合计（亿元）	352.25	406.78	599.04
航空客运（亿元）	77.54	73.01	54.95
航空货运（亿元）	2.35	1.88	1.38
其他业务（亿元）	14.80	18.29	24.78
毛利合计（亿元）	94.69	93.18	81.11
航空客运（%）	24.18	19.71	9.95
航空货运（%）	24.18	19.71	9.84

³ 海航航空进出口为该公司联营公司。

⁴ 长江租赁为海航集团间接控股子公司，同时也是该公司前十大股东之一，2017年末持有公司股权比例为3.08%。

⁵ 合计数存在尾差为四舍五入所致。

项目	2015年	2016年	2017年
其他业务(%)	67.67	67.91	75.24
综合毛利率(%)	26.88	22.91	13.54

注：根据海航控股提供的数据整理

2017年，该公司实现总周转量 1,216,604 万吨公里，同比增长 44.07%；实现旅客运输量 7,169 万人，同比增长 52.46%；货邮运输量达 47.93 万吨，同比增长 17.66%。飞行班次达 53.90 万班次，同比增长 67.03%；飞行小时达 123.14 万小时，同比增长 57.97%。同期公司平均客座率、平均载运率和飞行日利用率分别为 86.07%、85.22% 和 9.31 小时，虽较上年略有下降，但仍保持在较高水平。

图表 7. 各项经营数据指标

指标	2015年	2016年	2017年
机队规模(架)	202	238	410
其中：波音系列	173	205	250
空客系列	29	33	81
EMRJ 系列	0	0	79
可用座公里(ASK)(万)	7,511,215	9,444,154	14,084,320
收入客公里(万)	6,623,952	8,295,127	12,122,348
旅客运输量(万人)	3,859.80	4,702.30	7,168.99
货邮运输量(万吨)	38.47	40.74	47.93
飞行总公里(万公里)	41,315	50,714	77,571
总飞行小时(小时)	636,824	779,520	1,231,388
飞行班次(班次)	268,527	322,675	538,972
飞机日利用率(小时)	9.67	10.07	9.31
平均客座率(%)	88.19	87.83	86.07
平均载运率(%)	87.54	87.08	85.22

注：根据海航控股提供的数据整理

机队建设方面，截至 2017 年末，该公司总计运营飞机 410 架，较 2016 年末增加 172 架，新增飞机包含由天津航空运营的 100 余架飞机⁶。机队包括空客系列 81 架、波音系列 250 架和 EMRJ 系列 79 架；最多的机型为 B737-800，数量为 204 架；机队中自有 147 架、融资租赁 50 架、经营租赁 213 架；平均机龄为 4.7 年。公司计划在 2018 年至 2019 年上半年投资引进 47 架飞机，其中包括宽体机 23 架。

航线网络建设方面，2017 年末该公司及旗下控股子公司共运营国内外航线近 1,800 条。其中，国内航线 1,500 余条，较上年末增加约 600 条，涉及海南、华北、东北、西北、中南、西南、华东和新疆等内陆所有省、区和直辖市；国际地区航线 234 余条，航线覆盖

⁶ 天津航空机队主要由 E190 及 A320 为主的支线飞机构成。

亚洲、欧洲、北美洲和大洋洲，涉及境外 58 个城市以及台北、台中和澳门 3 个地区城市。2017 年，公司先后在重庆开通了洛杉矶、纽约、莫斯科和墨尔本航线，在成都开通了洛杉矶、纽约航线，在深圳开通了布里斯班、凯恩斯航线，在天津开通了莫斯科、奥克兰航线，在上海开通了特拉维夫、布鲁塞尔航线，全年合计新开 76 条国际和地区航线。目前公司是中国至北美市场直飞航线最多的中国航空公司，也是国内二线城市始发至欧美澳市场国际航点覆盖最多的中国航空公司。

飞行员资源方面，2017 年末该公司拥有机长及教员 1,831 人，副驾驶 2,745 人，飞行教员 848 人。当年末公司拥有的飞行员资源较 2016 年末实现大幅增长。

在航油采购方面，该公司所需的航油主要向中国航空油料有限责任公司、华南蓝天航空油料有限公司、海南美亚实业有限公司、中航油新疆航空油料有限责任公司、深圳承远航空油料有限公司及海南太平洋石油实业股份有限公司等供应商采购，航油供应商相对集中。2017 年公司共采购航油 359.49 万吨，发生采购金额 162.31 亿元，采购均价较 2016 年上升 23.59%。

截至 2018 年 3 月 24 日，该公司正筹划通过收购取得西部航空、海航航空技术、海南天羽飞行、海航酒店控股、SRT 及原由海航集团控制的境外酒店企业的控制权，并参股桂林航空。本次资产重组将进一步解决关联方同业竞争问题，并扩大公司业务规模。

（三）公司财务质量

普华永道中天会计师事务所有限公司对该公司的 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。公司财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。跟踪期内，公司针对 2017 年施行的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号）和《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）的相关规定进行了会计政策变更。

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

1,973.48 亿元，所有者权益为 739.57 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 576.17 亿元）；当年实现营业收入 599.04 亿元、净利润 38.82 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 33.23 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 129.60 亿元。

跟踪期内，随经营规模的扩大，该公司收入较上年大幅增长。受航油价格上扬、租金费用和起降费用增加等影响，公司毛利率出现下降，但得益于期间费用的减少和非经常性净收益的增加，净利润仍保持增长。随着公司刚性债务规模进一步扩大，且短期刚性债务增加较多，公司短期偿债压力增大。但公司货币资金储备仍充裕且经营环节的现金流状况整体较好，债务偿付能力极强。

（四）公司抗风险能力

该公司经营规模大，拥有一定的行业地位。未来我国民航业较大的发展空间为公司主业带来较好的发展机遇。公司以其领先的服务质量享有较高的品牌知名度，运营效率也处于业内较高水平，竞争力强。

1. 发展空间较大

未来我国民航业还有较大的发展空间，我国民航投资规模将加大，民航业的发展基础将持续增强，为该公司主业带来较好的发展机遇。

2. 拥有一定的行业地位

该公司机队规模、可用座公里及收入客公里等指标仅次于三大国有航空公司（中国国航、南方航空和东方航空），拥有一定的行业地位。

3. 品牌优势较明显

该公司航空业务的服务水平居国内乃至全球航空运输业的前列，品牌优势较明显。公司连续七年蝉联全球“SKYTRAX 世界五星级航空公司”称号并跻身“SKYTRAX 全球航空公司 TOP10”行列；在国际知名商旅杂志《Global Traveler》多次被评为“中国最佳航空公司”。

4. 基地及航线资源

该公司在北京、天津、西安、重庆、昆明、广州、深圳、海口、杭州、长沙、乌鲁木齐等 24 个城市建立航空营运基地/分公司，这

些基地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，提高运营利润率。

5. 经营管理水平较高

该公司经营手段灵活、内部管理规范。公司着力开发旅游航线和支线航空市场，实行差异化竞争，并积极与国内外其它航空公司开展代码共享和中转联程等多种形式的合作。公司实行高度集中的管理模式，各项主要资产的运行效率处于较高水平。

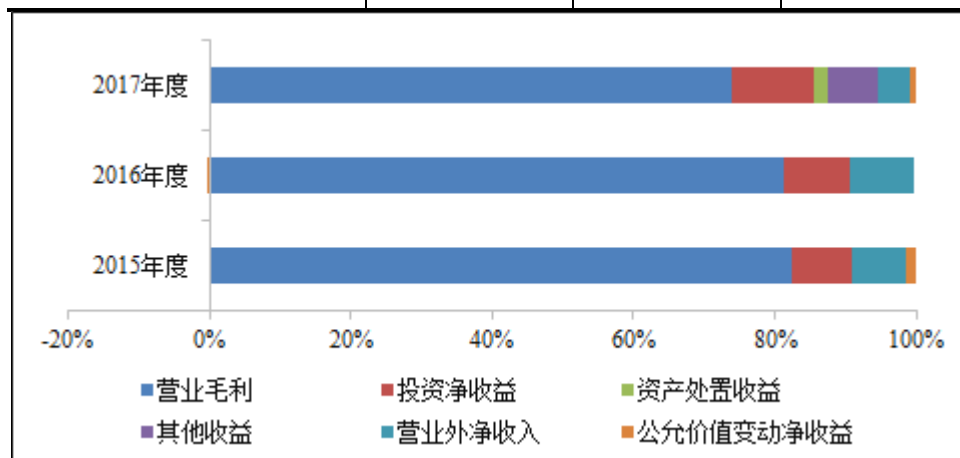
五、 公司盈利能力及偿债能力

（一）公司盈利能力

跟踪期内，随经营规模的扩大，该公司收入较上年大幅增长。受航油价格上扬、租金费用和起降费用增加等影响，公司毛利率出现下降，但得益于期间费用的减少和非经常性净收益的增加，净利润仍保持增长。

图表 8. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业毛利	94.69	93.18	81.11
投资净收益	9.78	10.60	12.43
资产处置收益	0.00	0.00	2.22
其他收益	0.00	0.00	7.81
营业外净收入	8.79	10.58	5.14
公允价值变动净收益	1.66	-0.20	0.83
合计	114.93	114.15	109.54



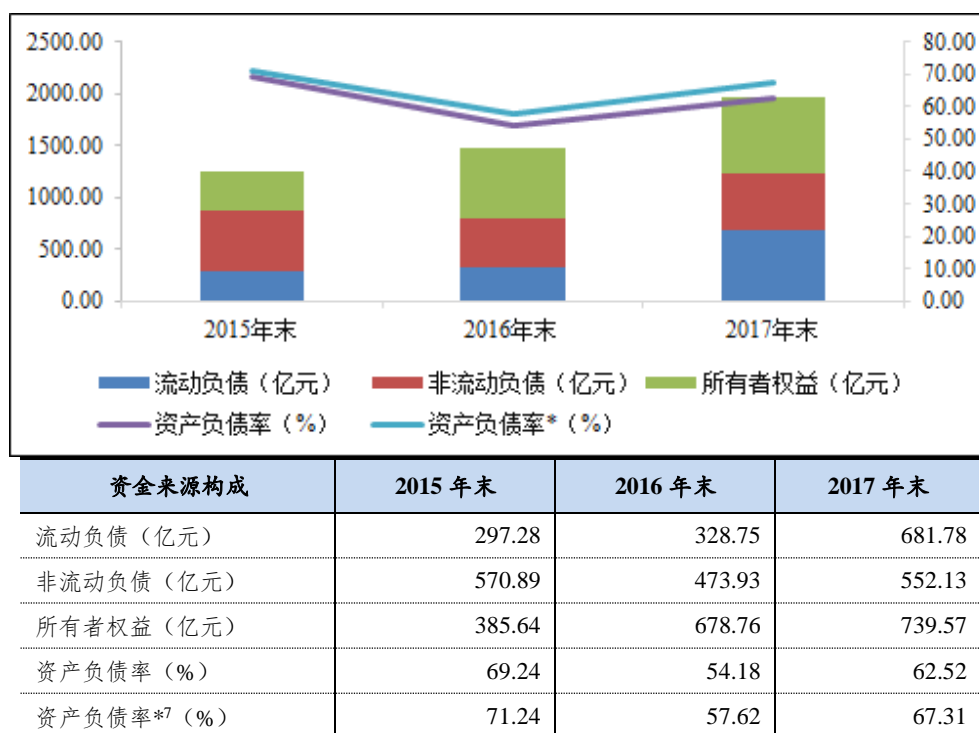
资料来源：根据海航控股所提供数据整理、绘制

2017年,该公司实现营业收入599.04亿元,较上年增长47.26%,但主要受航油成本上涨、租金费用及起降费用增加的影响,公司综合毛利率较上年下降9.37个百分点至13.54%,导致当年营业毛利较上年下降12.95%。同期,主要因合并天津航空及公司管理人员薪酬增加,公司销售费用及管理费用分别较上年增长38.11%和52.98%;虽然随着公司合并天津航空后带息债务规模增加导致列入财务费用的利息支出较上年增长47.22%至46.34亿元,但在人民币升值的影响下,公司实现汇兑收益20.95亿元,导致财务费用反而较上年下降53.54%。财务费用的减少带动当年公司期间费用较上年下降17.30%至59.80亿元,同期期间费用率较上年下降7.79个百分点至9.98%。2017年公司实现投资收益12.43亿元,较上年增长17.20%,主要系权益法下长期股权投资实现的投资收益增加、持有及处置可供出售金融资产取得的投资收益增加。其中,公司长期股权投资实现的投资收益主要来源于渤海国际信托股份有限公司(简称“渤海信托”)、Azul航空、海航财务公司、海航技术和西部航空等公司。根据财会[2017]5号要求,公司将与日常活动密切相关的航线补贴和税费返还计入“其他收益”,于当年实现其他收益7.81亿元。同期,根据财会[2017]13号要求,公司将处置固定资产和无形资产产生的利得和损失计入“资产处置收益”,于当年实现资产处置收益2.22亿元,其中1.43亿元为转让飞行员利得,0.79亿元为固定资产处置利得。2017年公司实现营业外净收入5.14亿元,主要包括非同一控制下合并天津航空产生的负商誉以及其他财政补贴。2017年公司实现的其他收益、资产处置收益及营业外净收入合计15.17亿元,较2016年营业外净收入增长43.48%。2017年受益于期间费用规模的下降和非经常性净收益的增加,公司实现净利润38.82亿元,较上年增长13.83%。同期公司总资产报酬率和净资产收益均为5.47%。

(二) 公司偿债能力

跟踪期内,该公司刚性债务规模进一步扩大,且短期刚性债务增加较多,公司短期偿债压力增大。但公司货币资金储备仍充裕且经营环节的现金流状况整体较好,债务偿付能力极强。

图表 9. 公司财务杠杆水平变化趋势



注：根据海航控股所提供资料整理、绘制

跟踪期内，主要受合并天津航空影响，该公司负债余额较上年末有所增长。2017 年末，公司负债总额为 1,233.91 亿元，较 2016 年末增长 53.72%，年末资产负债率为 62.52%，负债经营程度仍处于近年来较低水平。公司负债主要为刚性债务，2017 年末公司刚性债务⁸余额为 997.20 亿元，较上年末增长 53.75%。同期末，公司短期刚性债务余额较上年末增长 118.12% 至 509.38 亿元，占刚性债务总规模的比重较上年末上升 15.07 个百分点至 51.08%，公司短期刚性债务偿付压力增加。公司刚性债务主要包括银行借款、应付债券及应付融资租赁款等。2017 年末公司长短期借款余额为 618.07 亿元，其中，短期借款（不含一年内到期的长期借款）余额较上年末增长 202.36% 至 239.07 亿元，主要系公司合并天津航空及短期融资规模扩大所致。长短期借款按借款性质分类，信用借款余额为 38.35 亿元，抵押、质押或保证借款余额为 579.72 亿元；按币种分类，人民币借款余额为 340.54 亿元，美元借款余额为 273.99 亿元，欧元借款余额为 3.54 亿元。当年末公司发行的（超）短期融资券、一年内到期的应付债券及应付债券余额分别为 69.90 亿元、51.32 亿元及

⁷ 资产负债率*是将该公司及下属子公司发行的永续中票或取得的永续期贷款作为负债核算计算的资产负债率。

⁸ 不含该公司及下属子公司发行的永续中票和取得的永续期贷款。公司及下属子公司发行的永续中票和取得的永续期贷款，反映在了其他权益工具及少数股东权益中。

108.07 亿元，其中包含美元债券 71.53 亿元。公司面临一定的汇率风险。

图表 10. 公司刚性债务构成分析⁹

资金来源构成	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期借款（亿元）	109.18	79.07	239.07
应付票据（亿元）	12.42	11.85	20.00
交易性金融负债（亿元）	0.00	1.04	0.48
应付（超）短期融资券（亿元）	0.00	0.00	69.90
一年内到期的长期借款（亿元）	45.01	58.31	89.07
其他短期刚性债务（亿元）	52.07	83.27	90.86
短期刚性债务合计（亿元）	218.69	233.54	509.38
长期借款（亿元）	302.43	253.45	289.93
应付债券（亿元）	118.96	59.58	108.07
其他中长期刚性债务（亿元）	93.95	102.03	89.82
中长期刚性债务合计（亿元）	515.34	415.06	487.82
刚性债务合计（亿元）	734.02	648.60	997.20
短期刚性债务占比	29.79%	36.01%	51.08%

资料来源：根据海航控股所提供资料整理、绘制

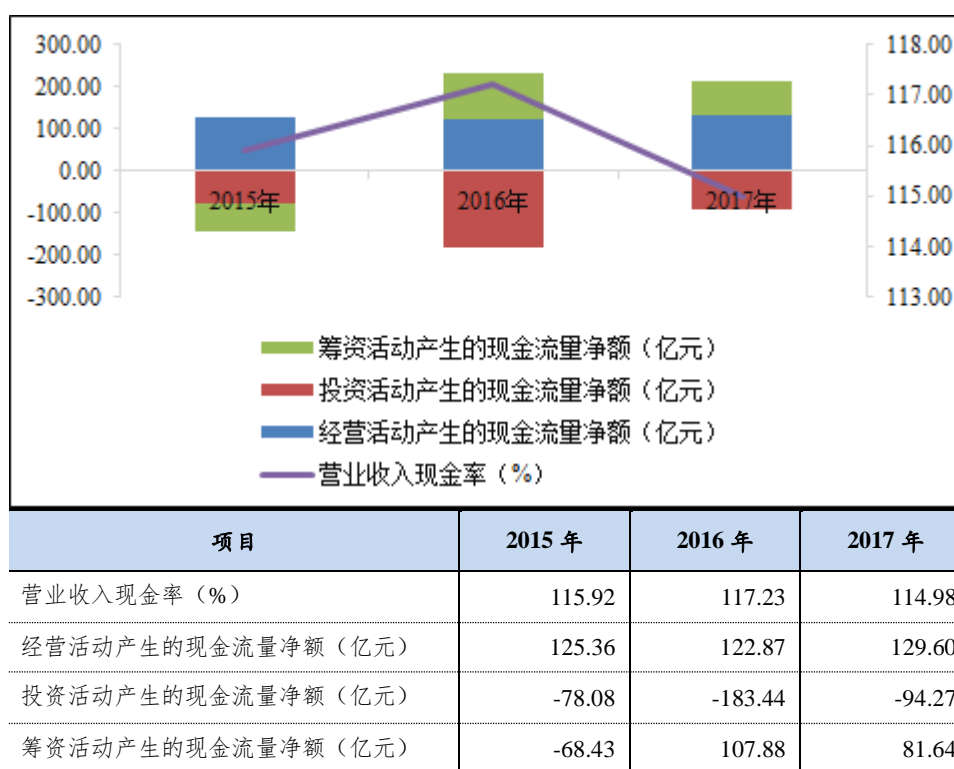
截至 2017 年末，该公司及下属子公司合计发行永续中票及取得可续期贷款的本金金额合计 91.00 亿元。其中，包括公司本部发行的永续中票 50.00 亿元、天津航空发行的永续中票 33.00 亿元、祥鹏航空发行的永续中票 5.00 亿元及广西北部湾航空有限责任公司取得的可续期委托贷款 3.00 亿元。如将以上永续中票和可续期贷款纳入负债核算，2017 年末公司资产负债率为 67.31%。

或有负债方面，2017 年末该公司对外担保余额为 52.82 亿元¹⁰，较上年末下降 8.82%，担保比率下降 1.39 个百分点至 7.14%。

⁹ 合计数存在尾差为四舍五入所致。

¹⁰ 该公司对外担保全部为对关联方担保。

图表 11. 公司现金流量分析



资料来源：根据海航控股所提供资料整理、绘制

2017 年该公司营业收入现金率为 114.98%，虽较上年略降 2.25 个百分点，但仍保持了较强的主业获现能力。随销售收入增长，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 129.60 亿元，较上年增长 5.48%。当年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -94.27 亿元，净流出规模较上年大幅下降，主要系合并天津航空取得现金流入所致。同期，公司仍保持了较大的对外融资力度，实现筹资活动现金净流入 81.64 亿元，主要来自借款及发行债券取得的资金。

2017 年末，该公司资产总额达 1,973.48 亿元，较上年末增长 33.21%，增长主要系天津航空并入所致。公司资产以非流动资产为主，主要由固定资产、长期股权投资、可供出售金融资产、在建工程、投资性房地产和其他非流动资产等构成，2017 年末以上六项资产账面价值分别为 739.08 亿元、222.74 亿元、212.26 亿元、149.49 亿元、100.80 亿元及 96.70 亿元，分别占总资产的 37.45%、11.29%、10.76%、7.58%、5.11% 及 4.65%。随天津航空的并入，公司固定资产、可供出售金融资产及在建工程账面价值分别较上年末增长 27.23%、126.56% 及 29.81%。其中，固定资产主要是飞机及发动机，2017 年末飞机及发动机账面价值为 664.69 亿元，占固定资产总账面价值的 89.93%。长期股权投资仍为对联营企业的投资，包括对渤海

信托、Azul 航空、海航财务公司、香港航空集团控股有限公司等公司的投资。当年末可供出售金融资产中按成本法计量的权益工具账面价值为 68.71 亿元，主要为对海航机场集团有限公司、海航通航等公司的股权投资；按公允价值计量的权益工具账面价值为 50.75 亿元，主要为对天津滨海农村商业银行、中国民航信息网络股份有限公司、国银租赁有限公司及深圳兴航融投股权投资基金合伙企业等公司的股权投资；其他可供出售金融资产账面价值为 92.79 亿元，主要为基金投资。在建工程主要为购买飞机预付款。其他非流动资产主要包括信托财产收益权¹¹、飞机及发动机维修储备金和租赁保证金。2017 年末，公司流动资产占总资产的比重为 21.84%。货币资金是最主要的流动资产，占流动资产的 84.43%，2017 年末余额为 363.91 亿元，资金存量充裕，其中受限部分余额为 45.03 亿元，受并入天津航空影响，公司货币资金余额较上年末增长 68.55%。此外，2017 年末随理财投资到期赎回，公司其他流动资产减少至 4.37 亿元，其中 3.00 亿元为公司购买的保本型理财产品。同期末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 63.22%、60.27%及 54.18%，均较上年末有所下降，但现金比率仍维持在较高水平。

2017 年末，该公司受限资产余额为 568.77 亿元，占总资产的 28.82%，均因借款而抵押、质押或作为保证金。其中受限的固定资产账面价值为 422.54 亿元、受限的投资性房地产账面价值为 96.54 亿元、受限的在建工程账面价值为 4.16 亿元、受限的无形资产账面价值为 0.50 亿元。

图表 12. 2015 年末以来公司资产情况 (亿元)

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	186.93	14.91%	215.91	14.57%	363.91	18.44%
可供出售金融资产	53.36	4.26%	93.69	6.32%	212.26	10.76%
长期股权投资	130.98	10.45%	190.49	12.86%	222.74	11.29%
投资性房地产	95.78	7.64%	100.36	6.77%	100.80	5.11%
固定资产	578.77	46.16%	580.91	39.21%	739.08	37.45%
在建工程	119.94	9.57%	115.16	7.77%	149.49	7.58%

¹¹ 2017 年 7 月，该公司以 55.36 亿元受让大新华航空所持有的信托资产收益权。该信托的标的为大新华航空运营航线的未来全部收入的收益权，其公允价值根据独立评估师评估的公允价值确定，后续以公允价值计量且变动计入当期损益。2017 年末，该信托财产收益权的公允价值为 54.15 亿元，其中将于一年内到期的部分计 5.48 亿元计入公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，剩余长期部分列示于其他非流动资产。

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他非流动资产	25.90	2.07%	87.12	5.88%	91.70	4.65%
其他资产	62.16	4.96%	97.80	6.60%	93.49	4.74%
总资产	1,253.81	100.00%	1,481.44	100.00%	1,973.48	100.00%

资料来源：根据海航控股所提供资料整理

（三） 外部支持

该公司与多家银行建立了长期合作伙伴关系，能获得有力的资金支持。截至 2017 年末，公司合并口径在各家商业银行取得的授信总额为 961.32 亿元，其中尚未使用的银行授信为 397.53 亿元，能为公司营运资金正常周转提供支持。

六、 公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2018 年 3 月 20 日《企业信用报告》，公司（母公司）无信贷违约情况发生。

该公司从 2006 年起先后以短期及超短期融资券、中期票据、公司债、企业债及资产支持票据等多种方式进行直接债务融资，均正常偿付本息。截至 2018 年 3 月 23 日，公司合并口径待偿还直接债务融资工具本金余额为人民币 360.28 亿元（含美元债折算金额），详见附录五。其中，公司本部待偿还本金余额为人民币 133.40 亿元，此外子公司祥鹏航空待偿还本金余额为人民币 35.00 亿元、天津航空待偿还本金余额为人民币 120.00 亿元，海南航空（香港）有限公司（简称“海南航空（香港）”）待偿还美元债本金余额折合人民币为 71.88 亿元。

七、 结论

跟踪期内，我国航空运输业保持平稳增长，市场化竞争仍然激烈。航油价格持续上涨，各航空公司经营成本明显上升。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。

跟踪期内，该公司完成天津航空的合并，经营规模进一步扩大，同期公司内部管理进一步加强。公司总体业务开展情况良好，随经营规模扩张，公司营业收入较上年大幅增长。在航油价格上涨、租

金费用及起降费用增加等影响下，公司毛利率较上年下降，但主要得益于当期汇兑收益及非经常性净收益的增加，净利润仍保持增长。跟踪期内，公司刚性债务进一步增加，且短期刚性债务占比上升，公司短期偿付压力增大。但公司仍保持了充裕的货币资金储备，同时经营环节的现金流状况整体较好，债务偿付能力极强。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司重大资产重组进展及对公司经营、财务的影响；（2）我国民航业面临的政策及监管环境；（3）国内外经济形势变化情况及其对航空市场的影响；（4）航油价格变动情况；（5）美元兑人民币汇率波动情况；（6）公司安全运营情况；（7）公司对外投资情况；（8）公司财务状况，尤其是债务规模及财务杠杆变化情况。

附录一：

信用等级符号及定义

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。

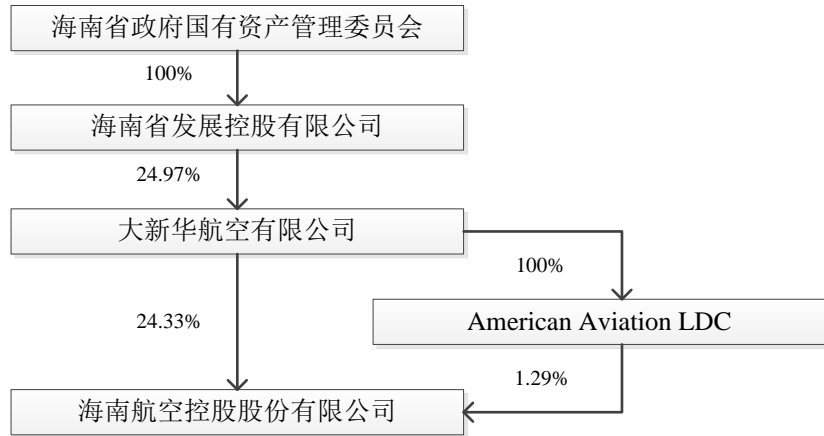
本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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。

附录二：

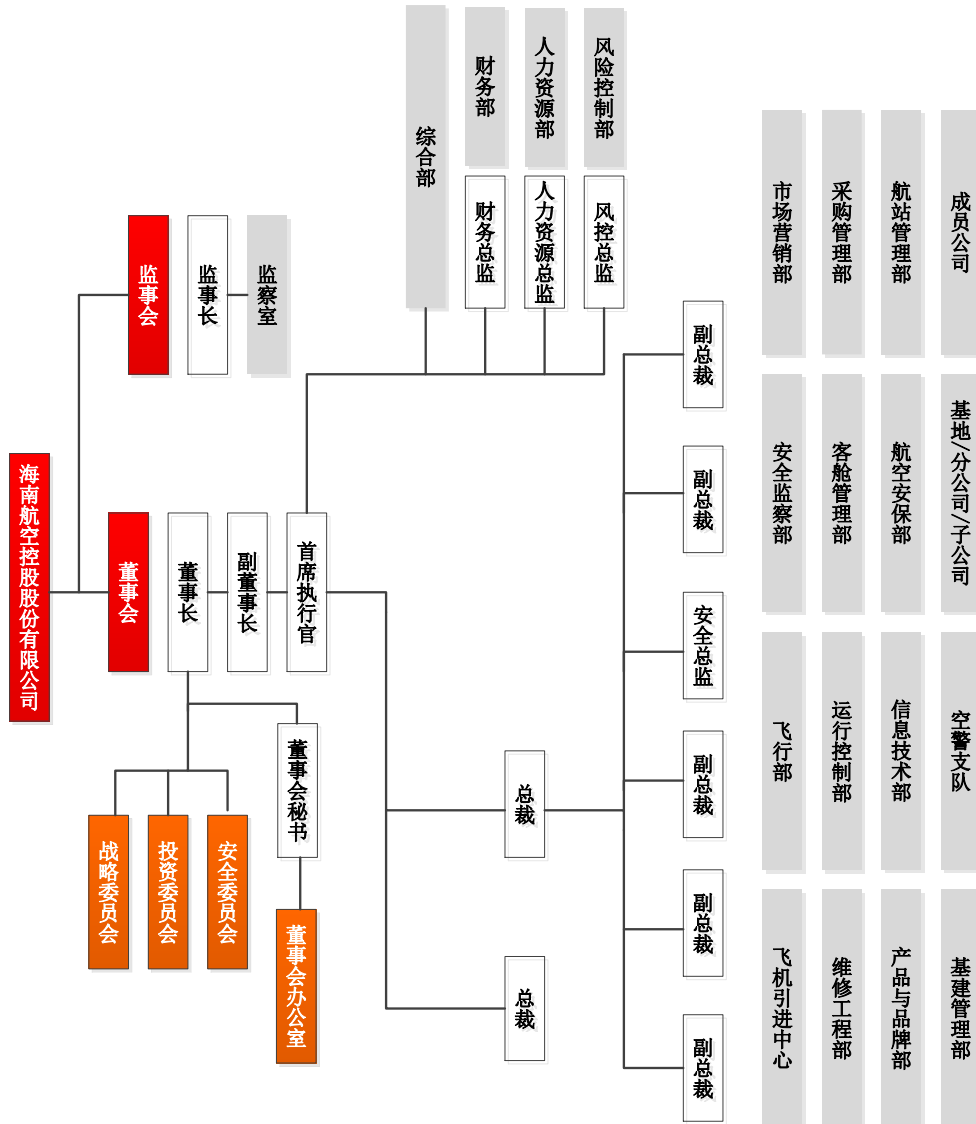
公司与实际控制人关系图



注：根据海航控股提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三:

公司组织结构图



注：根据海航控股提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录四：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量	
海南航空控股股份有限公司	海航控股	-	航空运输	556.47	517.58	337.85	28.25	170.63	公司本部
中国新华航空集团有限公司	新华航空	61.74	航空运输	31.61	123.70	55.21	3.65	-2.44	
长安航空有限责任公司	长安航空	71.34	航空运输	37.81	69.37	11.95	0.24	4.77	
云南祥鹏航空有限责任公司	祥鹏航空	73.48	航空运输	97.38	85.82	64.05	2.42	5.96	
乌鲁木齐航空有限责任公司	乌鲁木齐航空	86.32	航空运输	7.50	7.51	12.98	-0.61	-4.01	
福州航空有限责任公司	福州航空	65.22	航空运输	4.01	17.63	15.40	-0.64	-0.03	
北京科航投资有限公司	北京科航	95.00	持有型物业	12.42	25.63	1.61	0.91	-1.24	
天津航空有限责任公司	天津航空	87.27	航空运输	259.95	163.04	113.72	5.93	15.63	

注：根据海航控股所提供资料整理、绘制

附录五：

公司合并口径待偿还直接债务融资工具概况

发行区域	简称	发行主体	债券余额(亿元人民币)	期限(年)	利率(%)	发行日	到期日	
境内发行	公司债-11 海航 02	海航控股	14.40	10.00	6.20	2011/5/24	2021/5/24	
	1 期 BSP 资产证券化-海航 103		10.00	3.79	7.20	2015/4/10	2019/1/23	
	1 期 BSP 资产证券化-海航 104			4.79	7.55	2015/4/10	2020/1/23	
	2 期 BSP 资产证券化-海航 201		20.00	2.77	5.55	2015/9/17	2018/6/23	
	2 期 BSP 资产证券化-海航 202			4.60	5.80	2015/9/17	2019/6/23	
	2 期 BSP 资产证券化-海航 203			4.77	6.10	2015/9/17	2020/6/23	
	3 期 BSP 资产证券化-海航 301		20.00	2.27	4.30	2016/8/18	2018/11/23	
	3 期 BSP 资产证券化-海航 302			3.10	5.15	2016/8/18	2019/9/23	
	3 期 BSP 资产证券化-海航 303			4.27	5.80	2016/8/18	2020/11/23	
	中期票据-14 海南航空 MTN001		4.00	5.00	8.00	2014/5/27	2019/5/9	
	15 海南航空 MTN001		25.00	3+N	5.40	2015/10/21	2018/10/20	
	16 海南航空 MTN001		25.00	3+N	5.15	2016/3/9	2019/3/8	
	17 海南航空 SCP004		5.00	0.74	5.80	2017/11/2	2018/7/30	
	17 海南航空 SCP005		10.00	0.74	5.94	2017/11/13	2018/8/10	
	公司债-12 滇祥航		祥鹏航空	7.00	7.00	7.29	2012/12/14	2019/12/13
	公司债-17 祥鹏 01			6.00	2+2+1	7.98	2017/6/20	2022/6/20
	15 祥鹏航空 ABN001C			12.00	3.00	7.50	2015/3/26	2018/3/27
	15 祥鹏航空 ABN001D				4.00	7.80	2015/3/26	2019/3/27
	15 祥鹏航空 ABN001E				5.00	8.20	2015/3/26	2020/3/27
17 祥鹏航空 MTN001	5.00	2+N		7.20	2017/5/5	2019/5/5		
17 祥鹏航空 SCP003	5.00	0.75		8.20	2017/11/30	2018/8/27		
17 津航空 SCP005	天津航空	10.00	0.75	5.38	2017/7/17	2018/4/13		
17 津航空 SCP006		10.00	0.75	7.60	2017/11/22	2018/8/20		
17 津航空 SCP007		10.00	0.75	7.80	2017/12/11	2018/9/6		
16 天津航空 MTN001		10.00	3+N	6.50	2016/3/31	2019/3/31		
16 天津航空 MTN004		10.00	3+N	5.30	2016/11/4	2019/11/4		
17 津航空 MTN001		13.00	3+N	7.00	2017/4/14	2020/4/14		

发行区域	简称	发行主体	债券余额(亿元人民币)	期限(年)	利率(%)	发行日	到期日
	16 津航空 PPN 001		5.00	3.00	6.70	2016/1/7	2019/1/7
	16 津航空 PPN 002		10.00	3.00	5.20	2016/10/19	2019/10/18
	15 津航空 PPN 003		5.00	3.00	7.00	2015/12/30	2018/12/30
	17 津航空 PPN 001		10.00	3.00	7.50	2017/7/20	2020/7/20
	17 津航空 PPN 002		2.00	3.00	7.50	2017/6/26	2020/6/26
	17 津航空 PPN 003		5.00	3.00	7.00	2017/10/26	2020/10/26
	2015 年第二期理财直融		9.00	3.00	6.30	2015/10/21	2018/10/20
	2015 年第三期理财直融			3.00	6.20	2015/11/10	2018/11/9
	2015 年第四期理财直融			3.00	6.70	2015/11/27	2018/11/26
	2016 年第一期理财直融			3.00	6.30	2016/3/22	2019/3/22
	中期票据-16 天津航空 MTN 002		6.00	3.00	4.15	2016/9/5	2019/9/4
	中期票据-16 天津航空 MTN 003		5.00	3.00	3.96	2016/9/23	2019/9/22
境外发行	美元债	海南航空 (香港)	71.88	7.00	3.625	2013/2/7	2020/2/7
	美元债			1.00	5.50	2017/6/22	2018/6/21
	美元债			1.00	6.35	2017/11/1	2018/10/31

注：根据海航控股所提供资料整理、绘制（截至 2018 年 3 月 23 日）

附录六：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	1,253.81	1,481.44	1,973.48
货币资金 [亿元]	186.93	215.91	363.91
刚性债务[亿元]	734.02	648.60	997.20
所有者权益 [亿元]	385.64	678.76	739.57
营业收入[亿元]	352.25	406.78	599.04
净利润 [亿元]	32.57	34.10	38.82
EBITDA[亿元]	114.65	116.09	149.13
经营性现金净流入量[亿元]	125.36	122.87	129.60
投资性现金净流入量[亿元]	-78.08	-183.44	-94.27
资产负债率[%]	69.24	54.18	62.52
资产负债率*[%]	71.24	57.62	67.31
长期资本固定化比率[%]	106.46	102.89	119.41
权益资本与刚性债务比率[%]	52.54	104.65	74.16
流动比率[%]	79.22	89.85	63.22
速动比率 [%]	77.47	86.81	60.27
现金比率[%]	62.88	65.70	54.18
利息保障倍数[倍]	1.78	1.92	1.87
有形净值债务率[%]	233.34	121.54	173.01
营运资金与非流动负债比率[%]	-10.82	-7.04	-45.42
担保比率[%]	15.40	8.53	7.14
应收账款周转速度[次]	48.78	42.55	35.26
存货周转速度[次]	521.61	1,104.44	376.10
固定资产周转速度[次]	0.65	0.70	0.91
总资产周转速度[次]	0.28	0.30	0.35
毛利率[%]	26.88	22.91	13.54
营业利润率[%]	8.62	7.39	7.17
总资产报酬率[%]	6.08	5.27	5.47
净资产收益率[%]	9.27	6.41	5.47
净资产收益率*[%]	9.67	7.02	5.85
营业收入现金率[%]	115.92	117.23	114.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	36.72	39.25	25.65
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.16	14.71	12.73
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.85	-19.35	6.99
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.34	-7.25	3.47
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	3.09	2.95
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.17	0.18

注：表中数据依据海航控股经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录七:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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+应付利息+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+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