

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本文件的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本文件全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



**中國南方航空股份有限公司**  
**CHINA SOUTHERN AIRLINES COMPANY LIMITED**

*(a joint stock limited company incorporated in the People's Republic of China with limited liability)*  
(Stock Code: 1055)

### 於其他市場發佈的公告

本公告乃根據《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》第13.10B條而作出。

茲載列中國南方航空股份有限公司在上海證券交易所網站刊登的《中國南方航空股份有限公司2016年公司債券（第二期）信用評級分析報告》，僅供參閱。

承董事會命  
中國南方航空股份有限公司  
公司秘書  
謝兵

中華人民共和國，廣州  
二零一六年五月二十日

于本公告日期，董事包括非執行董事袁新安及楊麗華、執行董事譚萬庚、張子芳及李韶彬以及獨立非執行董事寧向東、劉長樂、譚勁松、郭為及焦樹閣。

# 信用等级公告

联合[2016]399号

中国南方航空股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国南方航空股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**中国南方航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**中国南方航空股份有限公司 2016 年拟公开发行公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  王华

二零一六年五月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国南方航空股份有限公司

## 2016 年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：本次债券发行规模不超过 190 亿元，其中本期债券基础发行规模 25 亿元，可超额配售不超过 25 亿元

本期债券期限：5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2016 年 5 月 18 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	1651.45	1,896.9	1,862.50
所有者权益(亿元)	422.12	442.74	495.73
长期债务(亿元)	686.19	859.85	652.92
全部债务(亿元)	937.44	1,141.2	1,035.10
营业收入(亿元)	981.30	1,083.1	1,114.67
净利润(亿元)	26.49	24.18	49.86
EBITDA(亿元)	144.84	162.70	205.22
经营性净现金流(亿元)	111.28	151.16	257.13
营业利润率(%)	11.01	11.98	17.77
净资产收益率(%)	6.48	5.59	10.63
资产负债率(%)	74.44	76.66	73.38
全部债务资本化比率(%)	68.95	72.05	67.62
流动比率	0.42	0.51	0.22
EBITDA 全部债务比	0.15	0.14	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	7.34	6.23	7.99
EBITDA/本期发债额(倍)	-	=	8.21
EBITDA/本次发债额(倍)	-	-	1.08

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”或“公司”）的评级反映了其作为国内三大航空运输集团之一中国南方航空集团公司航空业务的运营主体，在资产规模、航线资源、综合管理、运营控制能力及政府支持等方面具备显著优势。同时，联合评级也关注到中国民航行业竞争激烈、整体盈利水平受汇率波动、油价变化及营业外收入影响较大，以及公司整体债务负担较重等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着中国经济转型的深入推进，居民收入不断增加、旅行需求持续增长，以及国家各项政策的支持，中国民航运输业将有望持续稳健发展，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而支撑其经营及信用水平。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 中国民航运输业与国民经济发展密切相关，随着我国经济转型的推进，中国经济将保持长期稳健的发展态势，居民消费水平逐步提升，有利于民航运输业的长期发展。

2. 公司作为中国南方航空集团公司航空业务的运营主体，获得国家各项政策性补贴等专项支持。

3. 公司综合管理和运营能力在行业中处于领先水平，其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标居国内同行业首位，在国内航运市场上具有明显的竞争优势。

4. 波音 787 和空客 A380 两种当今世界最先进客机投入运营，为公司扩大品牌影响力、扩张运力以及拓展国际航线提供有力保证。

5. 近年来,公司大力开拓国际航线,建设以广州为枢纽的中转航线网络,为公司发展开辟了新的空间。

#### 关注

1. 随着中国航空市场逐步开放,外资和民营航空公司对民航业投资的增加,以及运力投放过快、近年来航空安全事件频发、高铁替代效应等因素导致中国民航行业内、外部竞争压力增大。

2. 受高铁分流、航空业运力相对过剩、“营改增”政策和限制“三公”消费等因素综合影响,公司收入规模有所波动,整体盈利水平受汇率波动及营业外收入影响波动大。

3. 随着机队及运量规模不断提升,公司整体债务负担有所加重;同时,公司债务以美元等外币计量,人民币汇率波动将对公司的财务管理能力提出挑战。

4. 公司主要运营成本中,油价占较大比例,公司的经营成果对国际油价波动较为敏感,需关注由此对公司盈利能力带来的不确定性。

#### 分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhouk@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话: 010-85172818

邮箱: liuxl@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话: 010-85172818

邮箱: caiz@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级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信用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联合评级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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

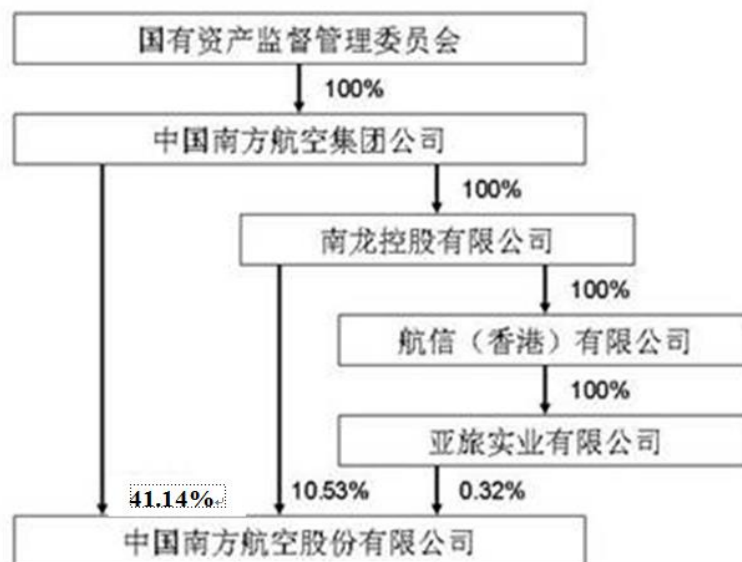
分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”或“公司”）是经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生[1994]139号文批准，由中国南方航空集团公司（以下简称“南航集团”）独家发起成立的股份有限公司。公司于1997年7月在香港和纽约同步上市，2003年7月，公司于上海证券交易所上市（股票代码：600029.SH）。经过历次股本变更，截至2015年底，公司注册资本98.18亿元，南航集团持股41.14%，通过其下属子公司南龙控股有限公司持有公司10.53%股权，子公司亚旅实业有限公司持有公司0.32%股权，合计持有公司51.99%股权，南航集团为公司的控股股东。南航集团为国务院国资委的全资子公司，国务院国资委为公司的实际控制人，具体如下图所示。

图1 截至2015年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：一、提供国内、地区和国际定期及不定期航空客、货、邮、行李运输服务；二、提供通用航空服务；三、提供航空器维修服务；四、经营国内外航空公司的代理业务；五、提供航空配餐服务（仅限分支机构经营）；六、进行其他航空业务及相关业务（限保险兼业代理业务；人身意外伤害险）。

截至2015年底，公司下设财务部、党委工作部、董事会秘书办公室、飞行管理部、规划发展部、航空服务质量管理部、纪委办公室、人力资源部、审计部、运行标准管理部、航空卫生管理部、市场营销管理委员会、货运部、计算机中心、运行控制中心、机务工作部、客舱部、地面服务保障部、航空服务部等31个职能部门。截至2015年底，公司在职工733人。

截至2015年底，公司合并资产总额1,862.50亿元，负债合计1,366.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）495.73亿元，其中归属于母公司的所有者权益389.66亿元。2015年，公司实现合并营业收入1,114.67亿元，净利润（含少数股东损益）49.86亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为38.51亿元；经营活动产生的现金流量净额257.13亿元，现金及现金等价物净增加额为-125.47亿元。



公司注册地址：广东省广州市萝岗区经济技术开发区开发大道 233 号 203 房。公司法定代表人：司献民。

## 二、本次债券概况

### 1. 本期债券概况

本次债券是南航股份面向合格投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过 190 亿元（含 190 亿元），分期发行。本期债券名称为“中国南方航空股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）”，为本次债券项下第三期发行，基础发行规模 25 亿元，可超额配售不超过 25 亿元。本次债券票面金额 100 元/张，按面值平价发行，债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本次债券采用单利按年计息，不计复利。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。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款以及补充营运资金。

## 三、行业分析

公司主要提供航空运输服务，属于航空运输业。

### 1. 航空运输业概况

航空运输是指使用飞机、直升机及其它航空器运送人员、货物、邮件的一种运输方式，具有快速、机动的特点，是现代旅客运输，尤其是远程旅客运输的重要方式，为国际贸易中的贵重物品、鲜活货物和精密仪器运输所不可缺。航空运输业作为交通运输基础产业，是 20 世纪产生的新兴行业，作为一个规模巨大的经济实体，航空运输业具有高投入、高产出、高效率等基础性设施产业的基本特征，近年来，我国的航空运输业在国家综合交通运输体系中的地位和作用在不断的提高。

#### 航空运输方式的优缺点

优点：1、速度快。航空运输在各种运输方式中运输速度最快，因而航空运输适用于中长距离的旅客运输、邮件运输和精密、贵重货、鲜活易腐物品的运输。2、机动性大。飞机在空中运行，受航线条件限制的程度相对较小，可跨越地理障碍将任何两地连接起来。航空运输的这一优点使其成为执行救援、急救等紧急任务中必不可少的手段。3、舒适、安全。现代民航客机平稳舒适，且客舱宽敞、噪音小，机内有供膳、视听等设施，旅客乘坐的舒适程度较高。随着科技进步和管理的不断改善，航空运输的安全性比以往已大大地提高。4、基本建设周期短、投资少。发展航空运输的设备条件是添置飞机和修建机场。这与修建铁路和公路相比，建设周期短、占地少、投资省、收效快。

缺点：1、飞机机舱容积和载重量都比较小，运载成本和运价比地面运输高。2、飞机飞行往往要受气象条件限制，因而影响其正常、准点性。3、航空运输速度快的优点在短途运输中难以显示。

### 航空业与上、下游产业链

对于中国航空业，上游产业主要为航油供应商、飞机制造商与机场，下游为旅客和需要进行航空货物运输的企业或个人。

航空业的上游产业享有较强的资源优势，具有较大的定价权。航空公司的成本结构中，航油成本、飞机发动机租赁费和折旧、机场起降及导航费用总计约占航空公司主营成本的 70%，其中机场起降及导航费用较为稳定，而国际航油价格与人民币外汇汇率波动对航空公司成本的影响较大。

航空业的下游需求主要受到宏观经济与竞争的影响。航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性。根据发达国家经验，在居民收入突破一定水平后，航空业年均增速将是 GDP 增速的 1.5~2 倍，且行业成长期长达 30~40 年。2015 年，中国民航旅客周转量和货邮周转量年均增长率达到 14.78% 和 10.40%，约为 GDP 增速（6.90%）的 2.14 倍和 1.51 倍。

### 中国航空运输业的发展历程

中国航空运输业的发展，从 1950 年 8 月 1 日开辟第一条国内固定航线经营国内航班算起，可以划分为三个历史时期：

（1）1950 年~1978 年为第一时期，中国航空运输业缓慢地发展。

1950 年，仅有航线 12 条，载运旅客 1 万人，运输总周转量 157 万吨公里；到 1978 年，也仅发展到航线 162 条，载运旅客 231 万人，运输总周转量近 3 亿吨公里。

（2）1979 年~2002 年为第二时期，是中国航空运输业迅猛发展的时期。

2002 年，中国航空运输业定期航班航线总数达 1176 条，航线里程 163.8 万公里，国内航线 1015 条，通航 132 个城市，国际航线 161 条，通航 32 个国家和地区的 67 个城市；运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别达到 165 亿吨公里、8594 万人次和 202 万吨，分别比 1978 年增长 54 倍、36 倍和 31 倍，年均增长率分别为 18.2%、16.3% 和 15.5%，其中运输总周转量的增长速度是同期世界民航增长速度的 3 倍以上。

2002 年，中国航空运输在国际民航组织缔约国中的排位，按总周转量计（不含香港、澳门和台湾的统计数字，下同），已由 1978 年的第 37 位上升为第 5 位；按旅客周转量计，由第 37 位上升为第 4 位。

（3）2003 年~2020 年为第三时期，是中国民航深化体制改革，全面实施民航体制改革方案，实现由航空大国向航空强国跨越的历史时期。

伴随着中国社会经济的改革，航空业也在经历着一系列的改革，从标榜着高端、时尚、高效的航空消费，到现在退去贵族的外衣，进入寻常百姓的生活。从一个政企合一、高度垄断、准军事化管理的超大型民航国有企业，逐步发展到今天初步奠定市场化地位的独立产业部门。市场由原来的供小于求，变为供大于求，由无序竞争变为有序竞争。

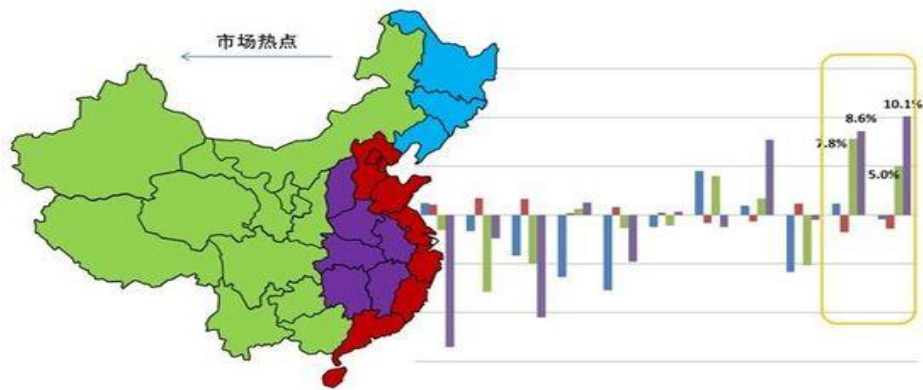
### 民航市场结构的改变

航空运输业与宏观经济密切相关，随着中国经济进入新常态，国内民航业也出现了很多新的变化。过去，民航市场的传统结构是“东高西低”、“国际远弱于国内”、“干支明显不平衡”。但在经济新常态下，这些不平衡将正以更快的速度被打破。

首先展现出来的就是东西发展不平衡格局的被打破。事实上，从 2012 年起，这种格局变化就开始显现。国民经济发展放缓，虽然影响到民航业总体发展速度，但在各区域的影响却不尽相同。传统的较为发达的东部市场，增长急剧放缓；但中西部地区市场，却呈现快速崛起的迹象。以 2012 年的航空货运为例，过去发展薄弱的西部与中部地区的增长速度明显高于东部地区，如下图所示。



图 2 2002~2012 年我国东部、中部、西部地区的航空货运增长速度变化情况



资料来源：联合评级整理

其次是国内市场与国际市场结构比例将出现明显的转变，国际航线在总体市场结构中的比例将快速上升。虽然总体经济增长速度放缓，但经过 30 多年的改革开放，居民收入水平出现了明显的变化，居民消费能力得到了较大的提高，国际旅游市场正呈现快速增长的态势。近两年，我国公民出境旅游基本保持 20% 左右的速度增长。与此同时，国内航线则在整个国民经济集约化发展的背景下，出现市场增量与收益率双双下滑的态势。因此，以四大航空集团为主导的大型航空公司，以及一些具有一定规模的地区性航空公司，都纷纷加大了国际市场开发与航线开辟的步伐。

最后，干支线发展的日趋平衡。由于整体经济增速放缓，行业结构调整加速，航空公司运力过剩的局面开始显现。无论是大型航空公司，还是中小型航空公司，都纷纷将市场发展的目光放在了一些具有增长潜力的支线机场。尤其是在政府重点关注航空运输与地区经济及社会发展的互动关系之后，地方政府的政策开始积极向支线机场倾斜，更是加快了航空公司对支线市场的关注与运力的投放。而且，在我国经济结构调整加速、以及国内旅游业发展改革加速和城镇化建设加快的大背景下，这种支线加快发展的趋势，将会更加明显。

总体看，航空运输有其它运输方式难以比拟的优势，其发展受宏观经济影响较大，自改革开放以来，中国经济迅猛增长，国内航空业也飞速发展，随着中国经济进入新常态，中国航空市场结构也正加速发生改变：中西部市场快速增长，国际航线市场提升，支线加快发展。

## 2. 市场状况

### 行业供给

#### (1) 航油供应

我国的航油供给是由中国航空油料集团公司（简称“中航油”）独家经营，目前，在中国航油市场上，中航油掌握着 75% 的市场供应，并同时掌握着 100% 的进口航油供应。因此，中航油垄断油源和全国机场的储供油设施，但中航油并不能自行随意定价，航油的定价受国家民航局的干预。

#### (2) 航空器材供应

国内航空公司购买飞机必须经过中国航空器材总公司（以下简称“中航材”）。中航材隶属民航总局，全权代表中国各航空公司对外采购飞机，采用这种方式的主要原因为集中采购能降低采购价格，同时还能能为政治和外交服务。中航材实际上扮演垄断性中间商的角色，航空公司无法绕开它直接向飞机制造公司订货。

### (3) 飞机及运力投放

从国际航空公司在国内的飞机投放看，受国内航权尚未完全放开影响，国际航空公司目前只能参与本国和中国间的国际航线业务，对国内运力规模影响较小。

从国内航空市场的飞机投放看，2012年以来，随着先前订单的逐步到位，中国运输机队规模（期末在册架数）从2008年的1,259架增加到2015年底的2,127架，2015年全年共新增飞机175架。根据目前各航空公司购买飞机的计划来看，预计未来中国飞机进口量仍将保持一定增速，运力投放将有所增加。

#### 机场建设

近年来，中国民航局大力提倡发展航空经济，各地发展民航业的热情高涨。目前全国共有62个城市依托54个机场，规划了63个临空经济区。截至2015年末，通用航空公司278家；运输飞机2,645架，通用航空器1,866架。运输颁证机场数量增至206个，其中千万级机场达25个，三千万级机场达8个。

2015年，中国民航将加快枢纽机场建设步伐，依托京津冀、长三角和珠三角地区城市群的发展，大力构建以北京首都、上海浦东和虹桥、广州白云等机场为中心的机场群，打造多个大型国际航空枢纽。当前，民航局重点加大对京津冀三地机场一体化运行的政策扶持，力争到2020年初步形成定位明确、协同运营、互利共赢、与京津冀城市群发展相适应的多机场系统。

此外，围绕“一带一路”建设，提升昆明、乌鲁木齐、福州等机场的门户枢纽功能，加快重庆、成都、西安等机场的区域枢纽建设。

总体来看，国内航空运输业在飞机供应和机场建设上都处于增长态势，航运能力持续增强，尽管在上游航油供应和航空器材供应上存在着垄断，但受制于国内行政当局的监管，价格比较稳定，不会对航空运输业造成太大影响。

#### 行业需求

2013年，航空运输市场进入缓慢复苏阶段，据民航局官方公布，2013年，全行业完成运输总周转量671.72亿吨公里，同比增长10.1%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量501.43亿人公里，同比增长12.3%；货运市场扭转了负增长趋势，货邮周转量170.29亿吨公里，同比增长3.9%。2014年，中国民航完成运输总周转量748.12亿吨公里，同比增长11.37%，其中客运市场稳步增长，旅客周转量560.34亿人公里，同比增长11.7%；货邮周转量187.77亿吨公里，同比增长10.3%。从国内、国际航线看，2014年，国内航线完成运输周转量508.00亿吨公里，同比增长10.2%；国际航线完成运输周转量240.11亿吨公里，同比增长14.0%。总体来看，2014年，航空运输业增长较2013年有所提升，但仍低于发达国家平均水平。

2015年，全行业共完成完成运输总周转量850.40亿吨公里，同比增长13.7%；旅客运输量9.15亿人次，同比增长10.0%；货邮运输量1,409.4万吨，同比增长3.9%。截至2015年6月底，全行业共有运输航空公司54家，新成立3家；通用航空企业263家，新成立24家。

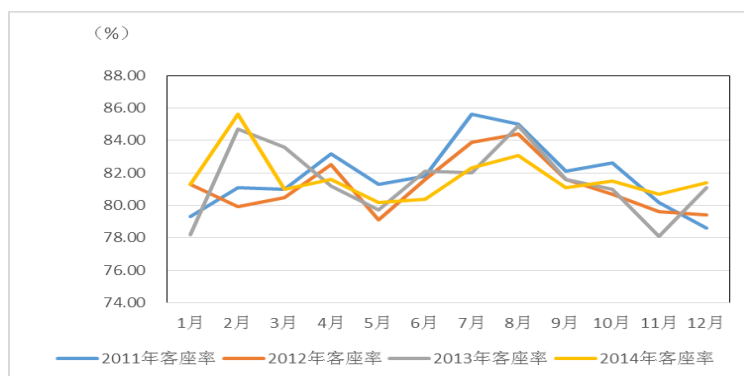
总体看来，国内航空运输业各项指标都有大幅增长，需求旺盛。

#### 营运效率

从运营效率看，2011年以来，行业运营效率继续保持较高景气度，但季节性波动特征明显。客运方面，每年第三季度为旅游旺季，载容量较1、2、4季度高；货运方面，每年1、2月份受春节因素影响，航班整体载运率显著低于其他各月。由于航空公司一般按照年度安排其运能扩张计划，航空需求的季节性波动也在一定程度上导致航空运能与需求的不平衡。2014年，中国民航正班客座率为81.4%，同比增加0.3个百分点；正班载运率为71.9%，同比降低0.3个百分点。2015

年上半年，中国民航正班客座率为 82.3%，正班载运率为 72.3%。

图 3 中国民航客座率情况

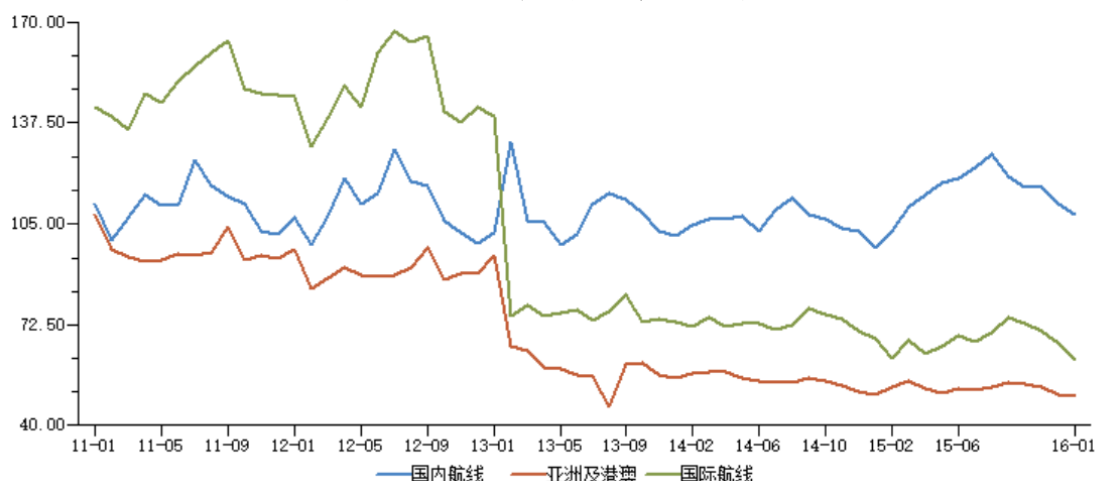


资料来源：中国民用航空总局

从飞机利用率看，自 2008 年金融危机之后，民航运输飞机平均日利用率在 2010 年出现了短暂的反弹，2011 年与 2012 年继续落回较低水平，2013 年略有好转。2014 年为 9.51 小时，同比下降 0.02 小时；其中，大中型飞机平均日利用率为 9.74 小时，同比下降 0.02 小时，小型飞机平均日利用率为 6.36 小时，同比下降 0.24 小时。2015 年上半年，大中型飞机平均日利用率为 9.6 小时，小型飞机平均日利用率为 6.2 小时。

从票价水平看，2012 年，国内航线“控量保价”的情况非常显著，年初客座率出现同比下滑而票价维持在较高水平，然而第四季度国内综合票价指数下降 15%，价格基本与年初持平。2013 年机票价格延续了 2012 年年末的跌势，在春节期间出现了“跳水”，加之限制“三公消费”等政策的出台，头等舱及商务舱票价下滑严重。2014 年票价指数总体低于 2013 年同期水平，航空公司采取弃价保量策略以保证客座率，与此同时七月末到八月中旬的航空管制也给航空业造成了一定的负面影响。2015 年上半年民航票价指数有所回升。

图 4 2012~2016 年 1 月民航票价指数情况



资料来源：Wind 资讯

总体来看，尽管受季节波动、金融危机、“三公消费”等的影响，行业各项指标有较大波动，但大多数时候还是处于高位，行业整体经营效率较高。

### 3. 竞争格局

中国航空运输业存在很多壁垒限制：

#### 政策壁垒

政府对航空运输业的高度管制构成了进入航空运输市场的政策壁垒。航空运输业是受管制的行业，根据《国内投资民用航空业规定（试行）》，国内投资主体设立民航企业应当向中国民航局或者地区管理局申请取得相应的许可。为对公共航空运输企业经营许可施行严格的管理，原民航总局于 2007 年下发《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》，明确提出 2010 年之前民航总局将暂停受理新设立航空公司的申请。2010 年，中国民航局又下发《关于进一步加强公共航空运输企业经营许可管理，落实航空运输安全要求的通知》，将继续暂停受理新航空公司的设立申请。此外，飞机的购买和租赁、航线的开辟和停运、航班计划的设立和变更、飞机的起降时刻以及各种安全标准、维修资质等也均需取得中国民航局或者地区管理局的许可或备案，其中飞机购买和租赁需获得国家发改委的批准。

#### 资金壁垒

航空运输业属于资金密集型行业，航空公司除需大量的资本开支用于购买/租赁飞机以外，另需投入大量的运营资金维持日常经营，如支付燃油费、飞机起降费 and 飞机维修费等，这对于航空业新进入者提出了较高的资金要求，构成了航空业的资金壁垒。

#### 技术与人才壁垒

航空运输业属于技术密集型行业。航空公司的成功运作需要经验丰富的高级管理人员和技术娴熟的航空专业人员。航空专业人员，尤其是飞行员，一般要求经过较长时间培训和实际操作经验、通过专门考核和评估后，才能取得相应的从业资格。飞行员是航空公司的重要资源。为保证民航飞行队伍稳定与飞行安全，原民航总局先后下发了《关于规范飞行人员流动管理保证民航飞行队伍稳定的意见》、《关于加强飞行人员流动管理的紧急通知》等关于飞行员流动管理的一系列规范性文件。根据该等规范性文件，航空企业招录其他航空企业在职飞行人员，应当与飞行人员和其所在单位进行协商，并根据一定标准向原单位支付费用，这在一定程度上提高了新进入航空企业招募飞行员的成本。对航空专业人员较高的技术要求、专业飞行人才的相对紧缺以及流动的严格管理构成了进入航空运输业市场的技术与人才壁垒。

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成自然垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。按照控股股东背景区分，国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。

中央控股公司实力最为雄厚，机组规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为中国航空集团公司（以下简称“国航集团”；下辖中国国际航空股份有限公司（国航股份，SH.601111）、南航集团（下辖中国南方航空股份有限公司（南航股份，SH.600029）和中国东方航空集团公司（以下简称“东航集团”，下辖中国东方航空股份有限公司（东航股份，SH.600151）），简称为“三大航”。

在航线资源分布上，国航集团以中国国际航空公司为主体，航线网络以北京为枢纽，以长江三角洲、珠江三角洲、成渝经济带为依托，连接国内干线、支线，对国际航线形成全面支持。通过加入星空联盟，截至 2015 年底，国航集团航线网络可覆盖 193 个国家的 1,330 个目的地，所经营的客运航线条数达到 360 条，航线覆盖全球六大洲，其中国内航线 245 条，国际航线 100 条，地区航线 15 条；通航国家（地区）40 个；通航城市 174 个，其中国内 106 个，国际 64 个，地区



4 个。南航集团以中国南方航空股份有限公司为主体，航线网络以广州、北京、乌鲁木齐、重庆枢纽航线为核心，其国内航线占其航线的 70%，为国内飞行基地最多、直属服务机构最多的航空公司；广州白云机场为其重要的运营基地，南航集团占白云机场飞机起降架次的 50% 左右。东航集团以中国东方航空股份有限公司为主体，航线网络以上海为核心，以西安、昆明为两翼，在上海、昆明、西安等核心市场具有较强的影响力，在北京市场的竞争力也不断增强，自 2012 年 6 月东航加入天合联盟后，截至 2015 年末其航线已延伸至全球范围内的 179 个国家、地区的 1,057 个目的地城市。总体看，北京、上海、广州三大机场为全国最主要的三大机场，而这关键性的三点分别为国航、东航、南航三大集团各自重要的运营基地和枢纽。整体上看，三大航在营业收入、利润总额、机队规模及航线资源拥有方面均处于行业前列，反映出民用航空领域的高度垄断竞争格局。

从财务及经营指标看，国航股份、南航股份及东航股份分别为国航集团、南航集团及东航集团的核心子公司，在收入、机组规模、运力、运营效率等方面差距较小，稳居国内航空公司第一梯队，是国内民航市场的主要参与者。三家企业总部分别设立在北京、广州及上海，业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长三角经济圈，客货流需求稳定。良好的区位设置及政府的持续政策支持，是三大航逐步形成垄断优势的重要原因。另一方面，三大航也都存在单机运营效率偏低，盈利能力偏弱、债务负担重等负面因素。2015 年，国航股份及东航股份整体盈利情况均较上年有不同程度提升，其中东航股份利润来源主要为补贴收入，具体如下表所示。

表 1 2015 年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	南航股份		国航股份		东航股份		海航股份	
<b>运营指标</b>								
项目	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)
可用座公里(亿客公里)	2,356.61	12.30	2,148.29	10.95	1,817.93	13.21	751.12	10.04
机队规模(架)	667	8.99	590	18.71	551	15.27	202	19.53
载客人数(千人)	109,422.02	8.43	89,815.89	8.20	93,779.95	11.89	38,600.00	8.43
运输货邮量(千吨)	1,511.55	5.46	166.44	7.18	1,399.42	2.64	384.70	6.65
平均客座率 (%)	80.50	-1 个百分点	79.93	0.04 个百分点	80.50	0.95 个百分点	88.10	1.39 个百分点
平均载运率 (%)	69.50	0 个百分点	69.53	-0.86 个百分点	70.71	-0.82 个百分点	87.54	3.94 个百分点
<b>财务指标</b>								
项目	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)	数值	增幅 (%)
资产总额(亿元)	1,862.50	-1.82	2,137.04	0.80	1,957.09	19.67	1,219.82	-0.03
营业收入(亿元)	1,114.67	2.91	1,089.29	3.85	938.44	4.57	360.44	0.02
政府补助(亿)	23.65	36.86	9.39	-12.85	41.31	13.90	7.56	0.50

元)								
利润总额 (亿元)	63.41	-434.27	90.43	77.73	56.71	37.65	32.13	-0.18
经营性净现金流 (亿元)	-0.63	-434.27	317.53	87.87	243.25	98.54	60.05	-0.52
营业利润率 (%)	17.77	5.79 个百分点	22.91	6.89 个百分点	17.60	6.46 个百分点	0.27	0.04 个百分点
资产负债率 (%)	73.38	3.28 个百分点	68.84	-2.79 个百分点	81.97	-1.21 个百分点	69.24	-4.75 个百分点

资料来源：上市公司年报，联合评级整理。  
 注：部分指标空缺系该公司年报中未披露。

相对而言，国航股份立足首都北京，承担的中外交流任务最为频繁，其开通的国际航线居于三大航之首，国际航线是国航股份未来发展的关键。国际航线中两舱及高端旅客的单位收入贡献大，是盈利的主要来源，在国际航线高端旅客客源源的争夺中，国航股份面临世界主要大型航空公司的直接竞争，拓展国际航线并形成规模效益的难度相对较大。同时，国际航线受世界经济波动影响较大。

南航股份作为目前国内机队规模最大的航空公司，在绝对运输能力及运力结构优化方面具备相对优势，但运力快速增长与航权航线布局匹配矛盾问题日益突出，在国际航权短期内无法快速扩张的前提下，国内市场成为南航股份发展的重要侧重点。依托中西部地区经济增长及千万级机场建设，东西走向航空客流将成为化解南航股份新增运力的重要途径。

东航股份相对国航股份及南航股份而言，在航权航线资源及运营机组方面均相对弱势，导致其收入及营业利润率较国航股份和南航股份更低。随着上海自贸区的建立，上海市对外开放程度升级，由此带来的国内外客货流将成为东航股份未来收入及利润增长的重要支撑。

地方航空公司获得地方政府支持力度较大，整体运营实力居于行业中游，包括海航集团等。

从单机年收入、单机年利润总额及营业利润率看，国内航空企业营业利润率与单机运营效率高度相关。

总体看，民航业存在着诸多进入壁垒，目前形成以国航、南航、东航和海航四家为主的竞争格局。

#### 4. 行业政策

中国民航总局继 2008 年 12 月出台十项措施以促进国内民航业平稳较快发展后，2009 年以来，又先后出台和落实多项细则，包括落实支线航空补贴政策、调整航空公司新开独飞航线的保护期、两舱票价自主定价、国际运输免征营业税等。这些行业政策对国内运输的快速增长、国际运输的止跌回升发挥了重要作用。同时，民航局还通过向航空公司返还民航基础设施建设基金、免征燃油附加营业税、返还国际及港澳航班使用国产燃油增值税等，为航空公司增收节支。另外，政府还为国有航空公司输血，南航和东航分别获得国家注资 45 亿元和 70 亿元，国家注资并不能从根本上提升航空企业的盈利能力，但能够在一定程度上改善企业的资本结构，有助于降低企业的财务风险。总体看，政府给予航空运输业扶持力度大，未来更多扶持政策有望进一步落实和细化。

2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。从 2012 年 1 月 1 日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点。至此，货物劳务税收制度的改革拉开序幕。截至目前，“营改增”范围已推广到全国试行。增值税是以不含税营



业收入为计税依据的价外税，通过价格将税转嫁给消费者。虽然短期内相关企业的利润不会有明显的变化，但是改制后，不含税价格的收入比含税价格的收入会有所下降，至于下降的比例要根据增值税税率的大小而定。航空公司的收入包括国际运输收入和国内运输收入，其他还有地面服务、旅游收入等。国内运输收入营业税的税率为 3%，其余的营业税税率为 5%，国际运输业务税率为零。《实施办法》中规定“营改增”以后，国内运输增值税税率变为 11%，国际运输业务税率仍然为零，而其他的辅助服务适用税率则为 6%。营改增后的国内运输收入减少了 10% [ $11\% \div (1+11\%)$ ]，其他服务收入减少 5.7% [ $6\% \div (1+6\%)$ ]。相关企业的税后利润，主要取决于运营收入、成本的降低比例以及税务附加值的减少程度。“营改增”税制改革，使航空运输业也享受到进项税的抵扣优惠，航空运输公司的成本中纳入税改应税服务的有飞机起降费、飞机经营性租赁费、销售代理手续费、运输服务费以及系统服务费。这些项目的费用属于可以抵扣的进税项，在“营改增”后都可以开具增值税专用发票。属于物流辅助服务的飞机起降费税率为 6%，属于有形动产租赁的飞机起降费适用税率为 17%，属于物流辅助服务的销售代理手续费适用税率为 6%，属于信息技术服务的系统服务费适用税率为 6%，属于交通运输服务的运输服务费适用税率为 11%。“营改增”后，公司在这方面的税务将相应减轻。

2011 年 11 月 1 日，发改委下发了《关于完善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》，要求国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元时，燃油附加最高标准方可按联动机制有关规定进行调整。2012 年，国家发改委、民航局对国内航线旅客运输燃油附加单位收取率做出了明确规定，国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元，燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002541 元。燃油附加单位收取率调整后，燃油附加最高标准计算公式为：800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准=0.00002541×（国内航空煤油综合采购成本-4140）×800；800 公里以上航线燃油附加最高标准=0.00002541×（国内航空煤油综合采购成本-4140）×1500。航油是航空公司最大的成本消耗，占运营总成本的 30%-50% 左右，燃油费的收取在一定程度上可以缓解油价上涨带来的成本压力。

2013 年 5 月 17 日，自 2007 年执行“暂停受理新设立航空公司申请”禁令被废除，民航局开始对新建航空公司进行审批，截至 2014 年 1 月 24 日，中国民航局已相继初审同意了 5 家航空公司，分别是福州航空、九元航空、瑞丽航空、青岛航空以及乌鲁木齐航空，民航局审批政策的宽松对于中国民航业的发展尤其是民营航空的成长具有十分重要的意义。

2013 年 11 月 6 日，中国民用航空局和国家发展与改革委员会联合公开《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》（下称“《通知》”），《通知》指出“对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过 25%，下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平”。以前国内经济舱和两舱票价采用两套定价体系，前者为公有运价，基于政府指导价；后者为私有运价，完全自主制定。2010 年 6 月起，两舱票价已经与国际机票定价体系同步，采用私有运价体系，完全市场化自主定价，而放开前头等舱价格为经济舱基价 150%，公务舱为经济舱基价 130%。2015 年 1 月，国家发改委宣布放开 24 项商品和服务价格，下放 1 项定价权限，其中包括铁路和航空客货运价格。发改委相关通知指出：全面放开国内航线货物运价，由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体运价水平；改进基准票价定价办法，由政府审批航线基准票价改为政府制定定价规则，由航空公司按规则自行制定、调整基准票价，变事前审批为事中、事后监管。同时进一步放开 101 条相邻省份之间、与地面主要运输方式形成竞争的 600 公里以下短途航线旅客票价。一方面，放开价格管制给航空公司在不同时间段和淡旺季更多自主定价权，使得航空公司可以提高上座率、充分利用资源；

另一方面,在国内整体上运力过剩仍将持续,未来数年时间还将成立一批地方航空公司的背景下,放开票价管制后价格竞争将日趋激烈。

2013年11月18日,中国人民解放军总参谋部和中国民用航空局联合发布了《通用航空飞行任务审批与管理规定》(下称“《规定》”),《规定》的第五条细则提到“除以下九种情况外,通用航空飞行任务不需要办理任务申请和审批手续,但在飞行实施前,须按照国家飞行管制规定提出飞行计划申请,并说明任务性质”,这就意味着普通的通航飞行任务(只要不涉及军事、国防、领土边界)不再需要通过军方来办理任务申请和审批手续,而只需提前向民航局提出飞行计划申请即可,虽然不是低空的完全开放,但在一定程度上简化了通航飞行的流程,有利于航空业的发展。

2015年1月,中国民用航空局、国家发展改革委印发通知,全面放开民航国内航线货物运输价格;放开101条相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价;对继续保留实行政府指导价的国内民航客运票价,改由航空运输企业按照国家制定的规则自主制定、调整基准票价。改革实施后,有利于航空公司更加灵活地制定、调整价格,反映市场供求关系和竞争状况,满足不同类型消费者需要。

2015年7月,国家发改委与民航局联合出台《关于临空经济示范区建设发展的指导意见》(以下简称“《指导意见》”),明确临空经济示范区建设发展将重点依托大型航空枢纽,遵循航空经济发展规律,引导和推进高端制造业及现代服务业集聚发展,构建以航空运输为基础、航空关联产业为支撑的产业体系,推动低污染、低风险产业与城市融合协调发展,临空经济示范区将成为现代产业基地、区域物流中心、科技创新引擎和开放合作平台,是民航业与区域经济相互融合、促进和提升的重要载体。2015年8月,中共中央及国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》,鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权等多种方式参与国有企业改制重组或国有控股企业上市公司增资扩股以及企业经营管理,鼓励社会资本参与民航基础设施建设;国家发改委亦表示要按照中共中央及国务院的总体部署,在电力、石油、天然气、铁路、民航、通信、军工等领域,开展混合所有制改革的试点示范,该文件将为民航机场未来发展拓宽融资渠道。

总体看,上述行业政策的出台促进了民航运输业的发展,并为其行业发展提明了方向。

## 5. 行业关注

### 航油价格波动

油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素,航油也是航空业的最大成本,约占运营总成本的30%~50%左右。

图 5 2014~2015 年底航油价格和原油价格走势



资料来源: Wind 资讯

自世界经济走出金融危机的低谷后, 2011 年以来国际航油价格由 2008 年末的最低点逐步攀升并持续保持高位。2014 年下半年以来, 随着美国宽松量化政策缩减, 以及全球经济减速导致对化石能源需求量不高, 以及石油供给增加等多方面因素影响, 国际原油价格出现急剧下降的趋势, 原油价格的下滑导致航油价格相应下降, 在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。截至 2015 年底, 航空煤油和布伦特原油价格分别为 3,133 元/吨和 36.46 美元/桶。但同时, 国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性, 国内大型航空公司的航油均从国内采购商采购, 因此航油成本下滑程度尚不能与国际原油价格的表现同步。

#### 受人民币利率和汇率波动的影响

航空业属于资金密集型行业, 因此航空公司的资产负债率一般较高, 其融资成本很大程度受到利率水平的影响。

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

现阶段, 在美联储停止 QE、加息预期明显、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下, 人民币贬值趋向较为明显, 航空企业将继续面临汇率波动风险。

#### 高速铁路网建设的替代影响

按照铁道部 2008 年底调整的《中长期铁路网规划》, 铁道部将铺设一个巨大的四纵四横、时速在 200 公里以上的客运专线网络, 里程增至 1.6 万公里。据民航总局航空安全技术中心最新的统计, 目前中国年旅客运输量 50 万以上的航线主要分布在东中部地区, 网络密度由东向西递减。而目前正在建设的高速铁路网大多集中在东中部地区, 这与民航市场形成了直接的替代和竞争。

目前已经进入运营的 250 公里时速的动车组已经对航空运营带来了一定的冲击。如上海至武汉 (2009 年开通)、成渝线 (2009 年开通)、武广高铁 (2009 年开通)、京石高铁 (2012 年开通)、京广高铁 (2012 年开通) 以及石武高铁 (2012 年开通) 的动车组开通后, 航空公司在票价以及运力投放上都进行了下调, 成渝空中快线也被迫停航。从欧洲高铁与航空竞争的结果来看, 3 小时以内 800 公里以下短途市场, 铁路占绝对优势; 而 800 公里以上的长途市场仍主要由航空公司控制; 而铁路和航空也通过空铁联运的模式从竞争走向了合作。联合评级认为, 国内的旅客运输市

场也将出现类似的格局，随着 300 公里时速的高速铁路网的逐渐建成，航空业在短途市场将面临分流的风险。综合分析，短期内高铁由于仍在建设期中，对航空运输的冲击尚不具规模。但随着高铁“四纵四横”主要线路的建成，国内航空市场必将受到更大的冲击。因此，从长期发展潜力来看，航线网络相对均衡的航空公司更具竞争优势。

#### 限制“三公消费”相关政策的影响

2012 年 12 月 4 日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定：包括“轻车简从”，“不安排群众迎送”，“不铺设迎宾地毯”，“不出席各类剪彩、奠基活动”，“严格控制出访随行人员”，“首先要从中央政治局做起”，“要求别人做到的自己先要做到”等。随后中纪委为了贯彻落实中央关于改进工作作风、密切联系群众“八项规定”，要求各地各部门和领导干部严格遵守“六个严禁”。2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》，并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控。

头等舱和商务舱（以下简称“两舱”）是航空公司重要的收入和利润来源。根据国际航空运输协会的统计，全球很多品牌航空公司“两舱”的客运量仅占总客运量的 10%，但收益却可以占到总收入的约 30%。“八项规定”和“六项禁令”的出台，对“粮仓”客运量产生直接影响。

#### 突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。美国“9·11”事件及中国 SARS 疫情均曾对所在国航空业产生巨大的负面冲击。2014 年以来，受马来西亚航空 MH370 航班失联事件、马航 MH17 航班坠机事件、台湾复兴航空 GE222 迫降失败事件、阿尔及利亚航空 AH5017 航班坠毁事件、亚航失事事件等重大空难影响，国际航空业的运输安全问题受到普遍重视，行业景气或将承压。部分涉事航空公司业务及航权受到较大影响。

#### 来自国际航空公司的竞争

随着民航业逐渐对外开放航权，国际知名的外国航空公司纷纷进入涉及中国市场的客运、货运与维修等多种业务领域，其丰富的运营经验、雄厚的资金实力与优质的服务将对国内航空公司的国际业务提出较大的挑战。

## 6. 未来发展

航空业的需求增速与总体经济增速高度相关。2001 年至 2014 年，中国国内生产总值保持了平均 7% 以上的增长速度。同时，中国经济的持续增长推动了人均国内生产总值水平的不断提高，促进了消费结构的升级——由满足温饱需求的“吃、穿、用”支出为主阶段向满足小康需求的“住、行”支出为主阶段升级，未来将有越来越多的居民选择以航空作为自费旅游和探亲出行的首选交通工具，航空出行将日趋大众化。

尽管中国经济经历了快速的增长，人均国内生产总值也获得了大幅的提高，但相比其他国家，中国民航的市场渗透率不仅距离发达国家存在较大差距，以人均乘机次数作为衡量指标，相比人均国内生产总值水平相当的部分东南亚国家，仍然存在一定差距，这意味着中国航空业仍然具有较大的发展潜力。为使社会大众享受到安全、便捷、经济的航空客货运服务，国家将加快基础设施建设，优化空域结构，从而进一步提高民航服务的覆盖能力。

总体看，未来随着航空市场供需的改善、航线网络的完善、民航业政策的落实，航空运输业运营效率和盈利水平有望继续提升。中长期看，随着中国经济的增长和消费升级带来的市场成长



空间，航空运输业仍将保持较高的景气度。国内航空公司这样的大环境中将获得长足发展，拥有航线网络优势和区位优势以及注重差异化经营的航空公司具有较强的综合竞争力。考虑到行业整体的景气度和相关政策支持，未来一定时期内行业内重点企业的信用水平将保持稳定。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模及竞争力

公司是全国三大航空公司之一，且控股厦门航空有限公司、汕头航空有限公司、珠海航空有限公司、贵州航空有限公司、重庆航空有限责任公司和中国南方航空河南航空有限责任公司。截至 2015 年底，公司是国内运输飞机最多、航线网络最密集、年客运量最大的航空公司，以广州为核心枢纽，北京为重要枢纽，形成了密集覆盖国内，辐射亚洲，有效连接欧美澳非的航线网络布局。

机队规模方面，截至 2015 年末，公司机队规模位列世界第五，亚洲第一。截至 2015 年末，公司拥有各类先进运输飞机 667 架，机队规模亚洲第一。

航运网络方面，截至 2015 年末，公司平均每天有 2,500 多个航班飞至全球近 38 个国家和地区，261 个目的地，到达全球各主要城市，投入市场的座位数逾 30 万个。

飞行安全方面，截至 2015 年底，公司全年共完成运输飞行约 220 万小时，同比增长 10.04%，累计安全飞行超过 1,572 万小时，连续保证了 16 年的飞行安全和 21 年的空防安全，保持了中国民航安全飞行最高纪录。

客运量及货邮运方面，2015 年，公司共完成运输总周转量 223.88 亿吨公里，同比增长 13.19%；实现旅客运输量 1.09 亿人次，同比增长 8.43%，是中国民航首家年运输旅客人次超过 1 亿的航空公司；实现货邮运输量 1,511.55 千吨，同比增长 5.46%。

企业荣誉方面，2015 年，公司获海峡两岸卓越贡献服务企业奖；新西兰中国商会颁布的“最快业务增长奖”；“全球空客最佳航空公司”；《Now Travel Asia》杂志 2015 “亚洲杰出航空公司”；中国物流业最高奖项“金飞马奖”和“中国品牌价值百强物流企业奖”；“明善公益榜·上市公司年度最佳公益实践”奖。

总体看，公司主业规模实力强，运输飞机数量、航运网络发达程度、年客运量等多方面在国内居于首列，在国内市场具有明显的竞争优势。

##### 2. 技术水平

公司拥有约 7,465 名优秀飞行员、超万名乘务员，是国内唯一拥有独立培养飞行员能力的航空公司，公司与全球知名飞行模拟器制造商加拿大 CAE 公司合资建立的飞行训练中心是亚洲规模最大的飞行训练中心。

飞机维修方面，公司与香港和记黄埔合资成立的广州飞机维修工程有限公司建有亚洲最大的飞机维修机库。同时，公司建立了以广州基地为主，沈阳、乌鲁木齐、郑州、厦门为辅的五大飞机维修基地，形成了 B737-B7E7、A320/A321、MD82/MD90、EMB14、ATR72 等飞机大修及各级检维修能力。

在发动机修理方面，公司控股子公司，与德国 MTU 公司合资建成的珠海摩天宇航空发动机维修中心是亚洲最大的发动机维修基地之一，已具备从单元体拆装、零部件拆分到部件修理等一系列完整的发动机大修能力。该公司对 V2500 和 CFM56-3 型号发动机的修理能力已从二级水平

(部件分解、零件更换、清洗等)达到三级修理水平,并正在进一步发展修理 CFM56-5 和 CFM56-7 型号发动机的能力。

运行保障体系方面,公司拥有获得国家科技进步二等奖的飞行运行控制系统,以及同获国家科技进步二等奖的发动机性能监控系统等国内航空业最为先进的 IT 系统。1995、2001、2003、2004、2007 年度,南航五度夺得中国民航年度安全最高奖“金鹏杯”。航空配套服务方面,公司是首家推出计算机订座、电子客票等业务的航空公司,并引进开发了收益管理系统、运行控制系统、财务管理系统、人力资源系统、货运系统、办公自动化系统等广泛覆盖各流程的信息系统,信息化优势明显。公司在北京首都机场、西安咸阳机场、乌鲁木齐地窝堡机场设有专用航站楼,并建有国内第一、全球第三的超级货站,以及国内最大的航空配餐中心等设施。

总体看,公司飞行员培养能力突出,维修保障能力强,控制系统先进,严格控制飞行风险,配套服务系统先进完备,拥有很强的技术实力。

### 3. 人员素质

公司现任高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师、总信息师、总经济师、总工程师等共 33 人。

公司副董事长、总经理谭万庚先生,现年 50 岁,硕士研究生学历,中山大学经济地理专业毕业。曾任北京飞机维修工程有限公司基建处处长、人事行政部主任,中国民用航空总局人事劳动司(人事教育司)副司长,中国民用航空总局东北管理局局长、党委书记,2007 年 2 月至 2009 年 1 月任南航集团党组成员、公司党委书记、副总经理,2009 年 1 月至 2009 年 2 月任南航集团党组成员、公司总经理、党委书记;自 2006 年 6 月 15 日起任公司董事,2013 年 1 月 24 日起任公司副董事长。公司前任董事长司献民因涉嫌严重违纪,接受调查,截至 2015 年末,公司董事长职位暂时空缺。

截至 2015 年末,公司在职工 87,202 人,从教育程度来看,大专及以下人员占比 56.95%,本科人员占比 39.95%,本科以上人员占比 3.10%;从专业构成来看飞行员占比 8.56%,乘务员及安全人员占比 20.15%,机务系统人员占比 13.89%,航务系统人员占比 2.69%,客运系统人员 8.40%,货运系统人员 7.11%,地面服务系统人员占比 10.49%,信息系统人员占比 1.60%,财务人员占比 2.71%。

总体看,公司高管具备多年从业经历和丰富的管理经验,员工学历水平较高,专业构成符合行业特点。

### 4. 外部支持

公司长期获得国家及地方政府的财政补贴,其中国家层面的补贴包括支线航空补贴、特殊国际航线补贴、节能减排补贴、安全能力建设补贴、特殊创新等专项补贴;地方政府补贴包括航空事业补贴、客货运航线新开、加密及运营补贴等。2013~2015 年,公司分别获得财政补贴 11.76 亿元、17.28 亿元和 23.65 亿元,公司将其纳入营业外收入,且自 2008 年以来,财政部对公司的母公司南航集团予以多次财政拨款,作为国家资本金投入。

总体看,公司在航线建设、环境保护、行业创新等多方面受到了各级政府及部门的支持。



## 五、公司治理

### 1. 治理结构

公司严格按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》和各上市地的相关法律法规及上市规则的要求，制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》等各项制度，不断改善公司治理水平。

公司设股东大会，股东大会为公司最高权力机构，依法行使相应职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由十三名董事（现有十名，一名退休，一名被免职，补选时间待定，同时原董事长司献民因个人原因辞职，董事长职位暂时空缺）组成，董事会设董事长一名（职位暂时空缺），董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设监事会，监事会由五名监事组成。监事会设主席一人，监事会成员由股东代表和公司职工代表组成，其中职工代表为2名。股东代表的监事由股东大会从上任监事会或代表发行股份百分之五以上（含百分之五）的股东提名的候选人中选举。

公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期三年，与董事会任期相同，总经理连聘可以连任。公司设副总经理若干名，协助总经理工作。公司董事会可以决定由公司董事兼任总经理。

总体看，公司作为央企及上市公司，拥有完善的法人治理结构，运行合理规范。

### 2. 管理体制

公司作为央企，建立了与其业务性质和规模相适应的内部管理机构，整体管理框架由机关党委、审计部、财务部、机关管理部、飞行管理部、运力网络部、市场销售部等众多职能部门构成，企业分工细致，各部门职能明确。同时，公司还建立了涵盖重大投资决策、采购、销售、子公司管理、财务管理、资金管理、安全保卫等较为完整的内部控制制度。

对下属子公司的管理方面，公司对控股子公司和具有重大影响的参股公司实施重点管理控制，通过严格执行投资立项程序，完善被投资企业公司治理，并根据《中国南方航空股份有限公司派出董事管理办法》建立董事、监事、高管委派制，重大经营及财务数据报告等制度，及时准确把握投资企业动态。公司通过投资企业董事会既定程序对其实施影响，促进公司与投资企业的合作。公司委托中介对投资企业开展专项审计及年终审计等。

财务管理方面，公司采用全面预算管理制度，年度预算按程序经董事会审批后生效。公司所有经营活动均纳入预算进行管控，定期对资产负债、现金流、损益、资本性开支实施全程跟踪管理和分析，对经营成果、大项成本、费用预算等设立明确的预算目标，对各类费用开支建立了严格的单位标准，对主要的经济指标层层分解、责任到人。

资金管理方面，公司有严格的银行账户管理规定，其中境内采用“现金池”资金集中管理模式，境外采用“收支两条线”资金集中管理模式。对货币资金收支和保管业务建立了严格的授权批准制度，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离。公司日常资金实现网络自动收款，境内销售机构资金实现定期清零，对境外销售资金进行远程监控，对账户余额进行严格的限制和监督。所有资金网点均有良好的安全措施。

重大投资管理方面，公司制定《中国南方航空股份有限公司对外投资管理规定》并严格执行，各单位发送投资机会后需以书面形式报送公司规划发展部，规划发展部进行初步判断后提交总经理办公会，成立项目组，最终提交董事会审批。公司对立项报告、可行性报告、项目组成员确定

都由严格要求，对项目筹建阶段、运营阶段和终止阶段都由明确的管理要求。

对外担保管理方面，公司制定《中国南方航空股份有限公司对外担保管理制度》并严格执行，公司对担保对象要求严格，对被担保公司的公司性质、财务状况、反担保措施等方面都有严格要求。对外担保由财务部统一负责受理，财务部需对被担保单位进行评估调查，形成可行性报告，并经过董事会审议及股东大会审批通过才能形成担保决议。

关联交易管理方面，公司对关联交易建立了明确的管理制度，并严格按照上市地上市规则要求进行关联交易控制。对所有关联交易都由独立董事发表独立意见，严格按照上市规则的要求进行披露。协议的签订及执行情况安排专人监控，重点关注与控股股东签署的协议，确保协议条款公平、公正，没有侵犯中小股东权益。公司监控关联交易最新变化，能及时预警并根据交易所要求提出调整方案。在关联交易披露时，通过相关业务部门和财务部双重把关，确保关联交易披露的真实、准确和完整。

安全防控方面，公司制定《中国南方航空股份有限公司航空安保管理体系手册》（试行版）、《中国南方航空股份有限公司航空安全保卫方案》（试行版）、《中国南方航空股份有限公司空防安全风险管理办法》等一系列安全防控管理办法和操作手册，从飞行员培训、业务流程、飞行操作、应急预案等各方面进行了严格的规定，尽量控制风险，保障客户安全。

总体来看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司目前的主业为航空客货运输业，其中客运业务占主营业务收入的 90% 以上，其余主要为货邮运收入，公司主营业务十分突出。2013~2015 年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长 6.56%，其中 2014 年公司主营业务收入提升至 1,064.63 亿元，同比增长 10.50%，主要受益于运力投放增加驱动客、货及邮运收入增长，2015 年主营业务收入提升至 1,094.00 亿元，同比增长 2.76%。截至 2015 年末，公司客运业务收入占比 91.63%、货邮运业务占比 6.27%，其中，客运收入 1,002.38 亿元，较上年增长 3.18%。

公司主营业务成本主要包括燃油、人力、起降费、维修费等支出，由于成本难以按照航班统计，故客运和货邮运的毛利率未分别核算。2013~2015 年，国际航油价格持续下跌带动公司毛利率逐年增长，三年分别为 10.82%、11.72% 和 17.63%。

表 2 近三年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
客运	882.71	91.62	--	971.45	91.25	--	1,002.38	91.63	--
货运及邮运	64.13	6.66		71.83	6.75		68.61	6.27	
其他	16.64	1.73		21.35	2.01		23.01	2.10	
<b>合计</b>	<b>963.48</b>	<b>100.00</b>	<b>10.82</b>	<b>1,064.63</b>	<b>100.00</b>	<b>11.72</b>	<b>1,094.00</b>	<b>100.00</b>	<b>17.63</b>

提供资料来源：公司年报

从公司收入的区域分布来看，公司航空收入 70% 以上来自国内航班，其余部分来自港澳台地区及国际地区。2015 年，公司自大陆航班的主营业务收入 809.14 亿元，占主营业务收入的 73.96%；港澳台航班营业收入 26.14 亿元，占比 2.39%；国际航班收入 258.72 亿元，占比 23.65%。近三年

国内航班收入占比逐年下降，由 2013 年的 77.89% 降低至 2015 年的 73.96%，主要系随着公司战略转型，国际业务量不断增加所致。

表 3 近三年公司主营业务收入分地区情况（单位：亿元，%）

地区	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	750.46	77.89	809.14	76.00	809.14	73.96
港澳台	22.49	2.33	25.97	2.44	26.14	2.39
国际	190.53	19.78	229.52	21.56	258.72	23.65
合计	<b>963.48</b>	100.00	<b>1,064.63</b>	100.00	<b>1,094.00</b>	100.00

提供资料来源：公司年报

总体看，公司经营规模大，近年来主营业务发展稳健，国内市场为其主要销售市场，占比超过 70%，随着政策调整和战略规划调整，未来公司国际市场销售比重预计将逐步增长。

## 2. 业务运营

### 航线布局

公司网络收益部航班计划处负责根据公司的中长期发展规划，细化制定公司航班计划。航班计划处通过销售部门提供的市场信息及其他部门的配合，对航空市场进行研判，提出公司航班计划。公司航线包括战略航线、高效益航线及新开航线。战略航线需要根据航网整体效益进行通盘考虑，并考虑市场先入占有资源。对于新开国内航线，网络收益部需对未来收益成本进行预测，报送营销委员会评审会，执行报送审批流程。对于新开国际航线，由于涉及国际航权，公司需出具可行性分析报告报送民航局审批。航班计划包括运力分配及时间安排，需根据市场信息、历史信息进行判断，同时协调民航局确定具体时间安排。目前公司航线方面长期规划是增加国际航班占比，持续增加国际航班投入，加快对东南亚及大洋洲的规划和布局，将公司打造成国际化航空公司。

航线网络覆盖方面，公司现有航线网络以广州、北京为中心枢纽，密集覆盖国内 190 多个通航点，全面辐射欧美澳非洲。在航线结构上，公司以国内航线为重心，辐射国际航线，国际、国内航线同步协调发展。截至 2015 年底，公司每天有 2,500 多个航班飞至全球近 38 个国家和地区，261 个目的地。通过与天合联盟成员密切合作，公司航线网络通达全球 1,057 个目的地，连接 179 个国家和地区。2015 年，公司借力于国家“一带一路”发展战略，航线网络已覆盖“一带一路”沿线 36 个国际和地区的 69 个城市。

2010 年以来，公司提出战略转型并不断强化目标，明确围绕广州、北京、乌鲁木齐、重庆四大枢纽做中转，围绕国际长航线做衔接，创造新的盈利模式和发展方式。近年来，公司通过完善枢纽建设和运行服务，战略转型成果进一步凸显。2013 年，公司新开广州-莫斯科、广州-巴厘岛、广州-清迈等航线，加密伦敦、布里斯班、奥克兰、德里航线，完善“广州之路”航线网络，进一步将广州枢纽打造成为欧洲-澳洲、北美-东南亚、东南亚-东北亚的便捷枢纽。2014 年，公司全球航线布局进一步得到完善，新开广州-纽约、广州-长沙-法兰克福、广州-武汉-莫斯科、广州-武汉-旧金山等洲际航线，加密欧美、澳新、东南亚等贵航线，优化国内运力投入，国内国际相互补充、枢纽基地相互支撑的格局已初步形成。与此同时，公司积极优化机型配置，A380 冬春季执行悉尼航线晚班，B787 执飞伦敦、温哥华、奥克兰、大阪、旧金山航线，有效提升南航广州国际航线竞争力。2015 年，公司继续围绕广州、北京、乌鲁木齐和重庆 4 大核心区域，在国内强化重点市场

竞争力和主导地位，同时牢牢把握“一带一路”战略机遇，完善国际布局，重点加强欧美投入，适当增加澳新地区航班，报告期内新开内罗毕、基督城、罗马等航点，加密广州至悉尼、墨尔本、珀斯、洛杉矶、纽约等航班。同时，公司加强乌鲁木齐枢纽，增加乌鲁木齐至德黑兰、伊斯兰堡等航班。

2013年4月8日，公司与新西兰旅游局、移民局、教育局、奥克兰机场及广东省机场管理集团签署战略合作协议，承诺未来将在航线经营、市场推广、旅游开发等方面开展战略合作。针对不同旅客的需求，公司针对团队旅客推出了“新西兰北岛高尔夫球6日豪华游”、“新西兰南北岛8日酒庄品酒豪华游”等系列差异化的产品和服务。成为迄今为止，公司是中国—新西兰航线上唯一一家中国大陆承运人。

2014年，公司与中信集团、洛杉矶市、奥克兰机场等签署战略合作协议，继续深化与联盟外航空公司合作。截至2014年底，通过新增与澳航、捷克航代码共享，公司已与18个国内外航空公司在379条航线进行代码共享合作，增加了109个国际通航点；利用国内外行业论坛，体育文化赛事、对外合作等机会，有效提升了公司在澳大利亚市场的影响力和知名度。

2015年冬春航季自2015年10月25日起至2016年3月26日止，公司推进落实“广州之路”与国家“一带一路”相呼应战略，以“拓展国际、优化国内”为重点，合理布局运力，完善航线网络，持续稳健推进公司战略发展。本航季公司计划新开航线41条，其中包括国内18条，国际及地区航线23条。截至本航季，公司计划通航点195个，包括国内122个，国际69个，港澳台地区4个；航线605条，包括国内434条，国际146条，港澳台地区25条。与2014年同期相比，通航点增加了4个，航线增加了25条。

#### 机队规模

公司机队客机主要为空客和波音系列客机，少量支线使用安博威系列飞机，货机包括B747-400F和B777-200F等型号。近年来公司机队规模保持增长趋势，2015年，公司获得新交付飞机58架（包括经营租赁增加30架、融资租赁飞机增加23架、自购飞机增加5架），退出飞机3架（包括融资租赁飞机1架、自购飞机2架）。截至2015年末，公司所拥有的667架飞机中，其中自购243架、经营租赁226架、融资租赁198架。截至2015年末，公司机队结构较上年末变化不大，机队规模仍保持亚洲第一，世界第五，公司机队平均机龄6.3年。

表4 公司机队结构及变化情况（单位：架，%）

型号	2013		2014		2015	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
空客	253	45.10	276	45.10	290	43.48
波音	272	48.48	301	49.18	337	50.52
其他	26	4.63	25	4.08	26	3.90
小计	551	98.22	602	98.37	653	97.90
货机	10	1.78	10	1.63	14	2.10
合计	561	100.00	612	100.00	667	100.00

资料来源：公司年度报告

机队结构方面，公司客机波音系列客机和空客系列客机约各占一半。截至2015年末，公司客机总量为677架，其中空客系列290架，占比43.48%，波音系列337架，占比50.52%，安博威系列30架，占比3.90%。其中包括A380飞机5架，B787飞机16架。

空客A380是欧洲空中客车工业公司研制生产的四台发动机、550座级超大型远程宽体客机，



是目前全球载客量最大的客机。波音 787 是美国波音公司于 2004 年 4 月正式启动研制的新一代双通道宽体客机。在设计上,波音 787 客机 50%的主体结构采用复合材料,较同级别飞机可节省 20% 油耗;客舱环境也主要针对长途飞行需求,拥有更大的行李舱和舷窗。波音 B787 适用于点对点的高密度中远程直飞航线,A380 则适用于大容量、大枢纽的市场。波音 787 和空客 A380 的投入运营为公司扩大品牌影响力、运力扩张以及国际航线拓展提供有力保证。

表 5 2016~2018 年公司计划飞机交付及退出情况(单位:架)

型号	2016 年		2017 年		2018 年	
	交付	退出	交付	退出	交付	退出
空客	25	6	28	--	20	--
波音	32	12	43	8	43	1
货机	--	--	--	--	--	--
其他	1	--	1	--	1	--
<b>合计</b>	<b>58</b>	<b>15</b>	<b>72</b>	<b>8</b>	<b>64</b>	<b>1</b>

资料来源:公司年度报告

2016~2018 年,公司计划引进飞机 58 架、72 架和 64 架,退出飞机 15 架、8 架和 1 架,机队规模保持增长,具体如上表所示。照此计划,未来三年年底公司飞机数量将分别达到 710 架、774 架、837 架。

#### 运营情况

2015 年,公司共完成运输总量 223.88 亿吨公里,同比增长 13.19%;实现旅客运输量 1.09 亿人次,同比增长 8.43%;实现货邮运输量 56.62 亿吨公里,同比增长 11.99%,平均客座率为 80.50%,同比增长 1.1 个百分点。

从运力投放看,2013~2015 年,公司可用吨公里持续增长,年复合增长率 8.88%,运力投入持续提升,为公司业务量增长提供有力支撑。截至 2015 年底,公司可用吨公里为 322.05 亿,同比增长 13.18%,增速高于同期中国国航(10.37%)和东方航空(11.67%)水平;其中,国际线运力投入增速达 24.38%,随着公司对国际航线的进一步开拓,国际载运能力快速提升。

表 6 公司近年可用吨公里(单位:亿吨公里,%)

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比
国内	164.86	186.40	200.55	7.59
地区	4.08	4.98	5.63	13.03
国际	80.58	93.16	115.87	24.38
<b>合计</b>	<b>249.52</b>	<b>284.54</b>	<b>322.05</b>	<b>13.18</b>

资料来源:公司提供

注:地区指标衡量港澳台地区情况,下同。

从运输总量看,2013~2015 年,随着运输能力提升,公司收费吨公里年均复合增长 13.21%;近三年,受公司平均载运率保持平稳,2015 年为 69.50%,与 2014 年持平。

表 7 公司近年载运量及载运率情况(单位: 亿吨公里, %)

项目	地区	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比
收费吨公里	国内	117.65	129.17	139.16	7.74
	地区	2.41	3.00	3.32	10.26
	国际	54.62	65.63	81.40	24.04
	合计	<b>174.69</b>	<b>197.80</b>	<b>223.88</b>	<b>13.19</b>
平均载运率 (RTK/ATK)	国内	71.36	69.30	69.40	0.14
	地区	59.14	60.40	58.90	-2.48
	国际	67.78	70.40	70.30	-0.14
	平均	<b>70.01</b>	<b>69.50</b>	<b>69.50</b>	--

资料来源: 公司提供

从客运业务来看, 2013~2015 年, 公司客运收入波动增长, 年均复合增长 6.56%, 国内业务是传统优势业务。其中, 2014 年公司客运收入提升至 971.45 亿元, 同比增长 10.05%, 主要系运力投放增加驱动所致, 2015 年客运收入提升至 1,002.38 亿元, 同比增长 3.18%。近三年, 公司载客人次年均复合增长 9.19%, 2015 年载客人次为 109,422.02 千人, 同比增长 8.43%。其中, 受益于出境游市场需求旺盛以及公司持续拓展国际航线网络, 国际航线载客人次同比快速增长 27.90%。旅客周转量方面, 2013~2015 年, 公司旅客周转量年均复合增长 13.02%; 2015 年为 1,895.88 亿客公里, 同比增长 13.78%, 基本与当期运力投入增速持平 (13.18%)。客座率方面, 2013~2015 年, 公司客座率变化不大, 基本保持平稳, 三年分别为 79.45%、79.40% 和 80.50%。

表 8 公司近年载客人次情况 (单位: 千人次, %)

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比
国内	82,172.28	89,363.18	95,121.91	6.44
地区	2,019.28	2,385.37	2,571.15	7.79
国际	7,599.41	9,170.47	11,728.96	27.90
合计	<b>91,790.97</b>	<b>100,919.02</b>	<b>109,422.02</b>	<b>8.43</b>

资料来源: 公司提供

表 9 公司近年收费客公里情况 (单位: 亿客公里, %)

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比
国内	1,161.06	1,276.82	1,387.69	8.68
地区	25.74	32.15	35.27	9.72
国际	297.37	357.33	472.92	32.35
合计	<b>1,484.17</b>	<b>1,666.29</b>	<b>1,895.88</b>	<b>13.78</b>

资料来源: 公司提供

表 10 公司近年客座率情况 (单位: %, 百分点)

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比
国内	80.22	79.60	80.60	1.26
地区	71.62	73.40	74.10	0.95
国际	77.29	79.50	80.50	1.26
合计	<b>79.45</b>	<b>79.40</b>	<b>80.50</b>	<b>1.39</b>

资料来源: 公司提供



从货运业务来看，2013~2015年，公司货邮运输收入有所波动，分别为64.13亿元、71.83亿元和68.61亿元。2014年，公司实现货邮运输量1,433.25千吨，同比增长12.29%，主要系2014年以来，国内物流需求因电子商务的快速发展持续提高，国际货运市场也出现回暖带动公司货邮运输发展良好；2015年，公司实现货邮运输量1,511.55千吨，同比增长5.46%。与此同时，公司加强与快递及电商企业总部合作，积极拓展港澳台和国际邮件及个人包裹运输，带动地区及国际航线货邮运输量分布同比提升16.95%和15.01%。

表 11 公司近年运输货运量情况（单位：千吨，%）

地区	2013年	2014年	2015年	2015年同比
国内	923.73	1,014.90	1,030.10	1.50
地区	13.70	16.40	19.18	16.95
国际	338.92	401.95	462.27	15.01
<b>合计</b>	<b>1,276.35</b>	<b>1,433.25</b>	<b>1,511.55</b>	<b>5.46</b>

资料来源：公司提供

总体看，作为三大全国性国有航空公司之一，公司综合管理和运营能力在行业中处于领先水平，其机队规模、航线网络、年客运量等多项指标居国内同行业前列，在国内航运市场上具有明显的竞争优势。近年来，公司运力持续提升带动运量逐年增长；在国际航线网络的拓展、运力投放增加以及出境游市场需求旺盛背景下，公司国际客运市场保持较快增长。

### 3. 采购情况

#### 航油采购

公司2013年至2015年航油采购成本分别为355.38亿元、377.28亿元和262.74亿元，分别占主营业务成本的41.36%、40.14%和28.75%，是公司经营成本的主要组成部分。2015年公司航油采购成本金额及占比较上年大幅，主要系国际油价持续快速下跌所致。

国内航油定价方面，国内大部分航油都由中航油提供。航油定价由基本油价及进销差价共同确定。基本油价以国际市场原油期货价格为基础，参考新加坡普氏原油价格确定，具体而言，按照上月油价均值确定当月航油结算价格，每月调整一次。进销差价是中航油提供行业运输、储存等服务的成本及其合理利润的来源，由民航总局通过文件方式确定，并依照不同机场等级确定不同的价格范围。

国际上大多数国家的航油供应商不只一家，加油时可以自由选择。国际航油定价与国内航油基本类似，也是由基本油价和进销差价共同确定，进销差价包括运输、仓储、加油服务费和供应商利润等，国际通行做法是，某个机场的进销差价依据其本身成本定价，对于偏远地区的机场，政府可以考虑从财政上给予支持。国际上航油的基础油价同样锚定新加坡普氏原油价格，每月调整一次。

表 12 近三年前五名国内航油供应商采购情况 (单位: 百万元, %)

供应商	2013 年		2014 年		2015 年	
	采购额	占比	采购额	占比	采购额	占比
中国航空油料有限责任公司	13,527.71	51.09	14,402.86	49.64	9275.53	49.17
华南蓝天航空油料有限公司	9,128.57	34.48	10,340.67	35.64	6736.59	35.71
深圳承远航空油料有限公司	1,213.90	4.58	1,418.16	4.89	933.43	4.95
上海浦东国际机场航空油料有限责任公司	1,251.87	4.73	1,346.55	4.64	977.35	5.18
海南太平洋石油实业股份有限公司	536.46	2.03	561.98	1.94	379.88	2.01

资料来源: 公司提供

注: 表中占比比例为占国内航油采购总额的比例, 不包括国际航油采购。

表 13 近三年前五名国际航油供应商采购情况 (单位: 百万元, %)

供应商	2013 年		2014 年		2015 年	
	采购额	占比	采购额	占比	采购额	占比
CHINA AVIATION OIL (SINGAPORE) CORPORATION LTD (中航油新加坡)	524.91	13.05	764.18	17.87	541.40	16.04
NORTH AMERICAN FUEL CORPORATION (北美航油)	467.00	11.61	625.91	14.64	602.62	17.86
CHEVRON PRODUCTS COMPANY (雪佛龙)	581.96	14.46	562.84	13.16	505.98	15.00
AIR BP LIMITED BREAKSPEAR PARK (英国石油)	650.12	16.16	441.26	10.32	355.44	10.53
EXXONMOBIL AVIATION, DIVISION OF EMPC, BVBA (美孚)	419.08	10.42	380.02	8.89	242.70	7.19

资料来源: 公司提供

注: 表中占比比例为占国外航油采购总额的比例, 不包括国内航油采购; 采购额已根据年末汇率换算为人民币。

国内前五大航油供应商中, 华南蓝天航空油料有限公司、深圳承远航空油料有限公司、上海浦东国际机场航空油料有限责任公司、海南太平洋石油实业股份有限公司均为中航油控股或参股子公司, 国内实际航空煤油均由中航油供应, 中航油及其控股公司提供航油占公司国内航油采购量的90%以上。由于进销差价已由民航总局确定, 市场价格随国际油价波动, 中航油对国内航油价格不具备实际定价权。按照惯例, 公司对中航油账单结算的账期约30天, 以人民币结算支付。

前五名国际航油供应商近三年对公司航油供应较为平均, 每家航油供应量约占国外航油供应总量的10%~20%, 不存在一家独大的情况, 主要系由于国外不存在航油供应垄断, 每家石油公司航油定价及服务标准各不相同, 每次航油采购公司采用两轮招标方式确定最终航油供应商。公司对国外航油供应商的结算账期一般在15天左右, 以当地外币进行支付。

### 飞机采购及租赁

公司飞机来源主要为采购空客公司和波音公司的系列飞机。公司一般通过购买方式获取飞机，并以经营租赁作为补充。公司购买飞机时，视融资来源不同采用不同的方式：若公司从国内银行获取美元贷款，则直接采用购买方式；若公司从境外金融机构获得贷款，则主要通过包括出口信贷支持下的财务租赁及税务租赁等方式，外资银行通过成立SPV（特殊功能机构）持有飞机，并以其作为出租主体与公司开展融资租赁。经营租赁优势在于租赁飞机不进资产负债表，能够有效降低公司资产负债率，另外，公司不用考虑飞机的残值处理。

公司定制五年机队规划，报送民航局审批，并最后由发改委进行批复后执行。公司飞机采购计划需基于其五年机队规划，并提前两年进行订购，订购时需提交购机价格25%~30%作为订金。由于飞机制造耗时较长成本较高，公司需提前较长时间先行订购并交纳高额订金。公司2016年飞机订单预算为25亿美元，2017年飞机订单预算24亿美元。

表 14 近年公司飞机采购情况（单位：架，%）

采购方式	2013 年		2014 年		2015 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
经营租赁	182	32.44	197	32.19	243	36.43
融资租赁	137	24.42	186	30.39	226	33.88
自购	242	43.14	229	37.42	198	29.69
<b>合计</b>	<b>561</b>	<b>100.00</b>	<b>612</b>	<b>100.00</b>	<b>667</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

公司所有飞机约40%来自自购，60%通过经营租赁和融资租赁获得。截至2015年底，公司共有飞机667架，较2014年底增加55架；其中自购243架，占比36.43%，经营租赁226架，占比33.88%，融资租赁198架，占比26.69%。近年来随着航线网络拓展和运力投放增加，公司对飞机需求量增大，飞机数量逐年增长。公司通常租赁期限为10~15年，公司飞机通常使用年限为15年，飞机折旧期限是20年，故飞机最后进行处理时需提取减值准备，由于飞机更新换代较快，不断淘汰落后科技，故飞机存在一定的减值风险。

表 15 近年公司飞机采购支出（单位：亿元，%）

采购方式	2013 年		2014 年		2015 年	
	支出	占比	支出	占比	支出	占比
自购	94.29	56.08	79.25	49.07	84.93	43.70
融资租赁	38.41	22.85	43.44	26.89	68.65	35.32
经营租赁	35.43	21.07	38.83	24.04	40.78	20.98
<b>合计</b>	<b>168.13</b>	<b>100.00</b>	<b>161.52</b>	<b>100.00</b>	<b>194.36</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

注：自购支出包括预付款和尾款支出。

近三年，每年飞机采购总支出大体稳定，随着公司融资结构的调整，每年自购支出占比逐年减少，融资租赁和经营租赁支出占比逐年增长。2015年，公司自购支出84.93亿元，占比43.70%，融资租赁支出68.65亿元，占比35.32%，经营租赁支出40.78亿元，占比20.98%。

总体看，公司航油采购在国内价格受国际油价和民航局控制，国际航油采购采用招标确定，航油和飞机采购流程科学合理，飞机获取途径结构稳定，飞机融资渠道通畅，机队规模随着运力投放加大而增长。由于航油采购成本占主营业务成本比重较大，国际油价的变动将会对公司盈利

状况产生一定影响。

#### 4. 销售情况

##### 销售渠道

公司机票销售采用直销渠道和分销渠道相结合的销售方式。直销渠道主要包括官网销售、移动客户端销售、柜台直销和呼叫中心售票四种形式；分销渠道主要包括三种形式：一是通过网络销售平台售票，二是通过OTA（在线旅行社）销售，三是通过TMC（差旅管理公司）销售。对于分销渠道而言，代理人分为直客型和批发型。直客型代理使公司能够直面客户，接触到客户资源，例如TMC通常能给公司带来高价值旅客，是公司要重点扶持发展的销售渠道。批发型代理是指代理人从公司取得大量机票资源，再转手销售平台或通过OTA卖给旅客。

对于分销渠道的管理，机票代理公司首先需申请并通过民航局审批，获得民航局颁发的机票代理人资格证书，其后代理公司需与公司签订机票代理销售协议，通过公司授权销售南航机票。代理公司需遵守终端行为规范，公司主要从销售任务、服务考核和行为合规等方面对代理人进行考核。

售票系统和账期方面，机票销售根据计算机定座系统的不同分为航空公司定座系统（ICS）填开的ICS电子客票和代理人订座系统中性电子客票（简称BSP电子票），BSP是国际航空运输协会（IATA）根据协会会员航空公司的要求建立的一种供销售代理人使用的中性客票销售和结算的系统。互联网销售客票国内收单账期为1天，国际收单账期为4至7天。BSP电子票票款由国际航协统一收取，分账完成后清算给各航空公司，资金清算账期一周两次，账期约3至4天。公司也可通过自己的售票处直接销售，主要接受现金、支票和POS刷机，票款可以直接入账。

表 16 近三年公司客票销售情况（单位：亿元，%）

渠道	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	159.83	20.96	168.02	20.44	274.44	32.27
分销	602.81	79.04	654.02	79.56	576.09	67.73
<b>总收入</b>	<b>762.64</b>	<b>100.0</b>	<b>822.04</b>	<b>100.00</b>	<b>850.53</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

近三年客票销售收入分别为762.64亿元、822.04亿元和850.53亿元，呈逐年增长趋势，三年复合增长率为5.59%，主要系公司近年来运力投入增加，客运量增加导致。销售渠道方面，分销渠道为主要销售渠道。截至2015年底，公司全年完成客票销售850.53亿元，其中直销收入274.44亿元，占比32.27%，分销收入576.09亿元，占比67.73%。

##### 机票定价

公司机票定价需根据每个重点OD（重要中转航班）的竞争态势、公司行业地位及航班收入状况三个方面，针对主动销售与被动销售分别确定定价策路，具体细节方面，需针对不同竞争对手、不同季节、不同提前天数及不同舱位组制定不同的定价策略。



表 17 近三年公司平均票价情况（单位：元）

航段类型	2013 年	2014 年	2015 年
国内	861	842	891
地区	1,027	985	917
国际	1,425	1,413	1,315

资料来源：公司提供  
注：平均票价不含燃油附加费。

近三年，国内航班和国际航班平均票价波动上升，港澳台地区航班平均票价波动下降，主要系航空公司竞争日趋激烈，旅游客户占比逐年增长，航空票价日趋亲民化导致。

定价流程方面，一般来说，公司首先区分客源结构为价格敏感型、商旅型、高价值客户等不同类型，根据每类客源支付意愿及出行习惯，结合市场竞争制定长期运价；其次，针对主动销售策略，对航班淡季，根据市场主要竞争对手价格，制定中短期促销运价，并根据每日运价监控，动态调整价格应对主要竞争对手运价变动；最后，公司还需要与航线管理及销售单位沟通，根据航班趋势及市场份额趋势，调整中短期促销运价。

收费模式方面，公司逐渐由传统的同质化服务向付费享受附加服务的收费模式转变。目前公司已经上线付费选座服务、预售行李额等附加服务产品。目前达美、美联航、法荷等传统老牌航空公司已通过附加服务手段大幅提高收入，同时附加服务体系的完善也有利于航空公司完善服务，改善旅客体验。

公司未来定价策略的变化主要依赖于航空公司海量数据收集、统计分析能力及直销能力。通过在直销网站的大数据挖掘，公司可细化对每个重点OD不同的淡旺季、周期及销售阶段的分析，对每类旅客实时的销售偏好的分析，从而提供动态实时的定价策略。

总的看，公司销售收入逐年增长，销售渠道多样化，直销比例稳定提高，渠道结构逐步完善。机票定价策略合理，定价流程完善，收费模式逐步与国际接轨，有利于改善旅客体验。

## 5. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数呈逐年递减趋势，主要系公司应收账款逐年增加所致；总资产周转率逐渐递减，主要系公司总资产稳步增长所致。2015 年，公司应收账款周转率和总资产周转率分别 42.09 次和 0.59 次，均较上年有所下降，主要系公司应收账款快速增长以及 2014 年公司总资产规模大幅增长所致。与行业内其他企业相比，公司应收账款周转率和总资产周转率处于较高水平。

表 18 2015 年我国主要航空公司经营效率情况

指标名称	南方航空	东方航空	海南航空	中国国航
应收账款周转率(次)	42.09	27.89	48.78	32.78
总资产周转率(次)	0.59	0.52	0.28	0.51

资料来源：wind 资讯

总的看，公司各项经营效率指标处于行业较高水平，整体经营效率较高。

## 6. 经营关注

### 国际航油价格波动影响公司经营成本

航油采购成本占主营业务成本的 40%以上，为航空公司最主要的经营成本。近年来，受全球

经济衰退影响，国际油价持续走低，降低公司航油采购成本，导致公司出现较为乐观的盈利状况。未来油价受国际政治经济形势等多方面因素影响，油价走势存在一定的不确定性，油价的波动影响公司航油采购行为，从而影响公司未来盈利状况。

### 安全风险

飞行安全是航空公司正常运营的前提和基础。恶劣天气、机械故障、人为错误、飞机缺陷以及其他不可抗力事件都可能对飞行安全造成影响。公司机队规模大，异地运行、过夜运行、国际运行较多，安全运行面临着一定的考验。一旦发生飞行安全意外事故，将对公司正常的生产运营及声誉带来不利影响。截至 2015 年底，公司已连续保证了逾 16 年的飞行安全，公司拥有较好的安全防控意识并严格执行风险控制流程。

### 7. 未来发展

公司发展目标是建立国际一流航空公司，坚持建设国际化规模网络型航空公司。

具体来说，航空安全方面，安全是公司最有价值的品牌，公司将牢固树立持续安全理念，努力健全安全长效机制。

运输生产方面，公司目前发展已初具规模，将以保持稳健发展、追求内涵式增长为基调，适当控制增长速度。公司“十三五”初步预期总周转量年均增速为 7%~8%，客运市场份额力争保持在 25%左右。公司未来将主要通过精准化营销，加快国际市场布局，建设电子商务平台来实现运输生产增收增效。

航线建设方面，公司将继续围绕广州枢纽和北京枢纽双枢纽战略优化航线结构，增强航线网络的协同性。目前公司已被明确为北京新机场的主基地航空公司，北京枢纽建设的瓶颈预计将取得实行突破，发展空间广阔。

总体看，公司未来发展目标明确，规划合理，未来发展前景良好。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年合并财务报表经普华永道中天会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。

从合并范围来看，2013 年公司通过投资新设方式增加 1 家子公司中国南方航空河南航空有限公司；2014 年通过非同一控制下的企业合并新增 1 家子公司河北航空有限公司。截至 2015 年末，公司合并范围内的子公司 12 家，合并范围较 2014 年末无变化，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 1,862.50 亿元，负债合计 1,366.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）495.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 389.66 亿元。2015 年公司实现营业收入 1,114.67 亿元，净利润（含少数股东损益）49.86 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 38.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 257.13 亿元，现金及现金等价物净增加额-125.47 亿元。

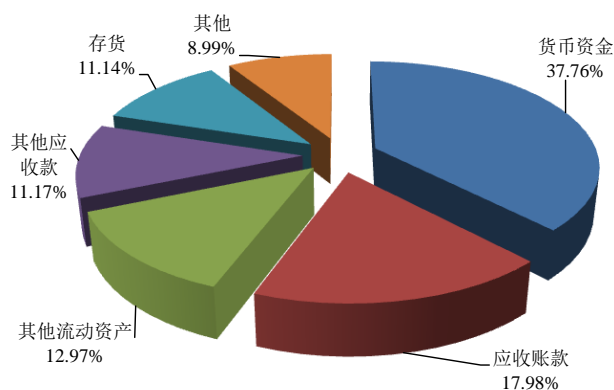
### 2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额稳定增长，年均复合增长率 6.20%，主要系非流动资产增长所致。截至 2015 年末，公司资产总额 1,862.50 亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产占比 7.74%，非流动资产占比 92.26%，公司资产构成以非流动资产为主，符合航空运输行业特点。

## 流动资产

2013~2015年，公司流动资产规模随着货币资金的变动而先增后减，年均复合减少16.28%。截至2015年末，公司流动资产合计144.18亿元，较上年末减少48.21%，主要系货币资金大幅减少所致。截至2015年末，公司流动资产主要以货币资金（占比37.76%）、应收账款（占比17.98%）、其他流动资产（占比12.97%）、其他应收款（占比11.17%）和存货（占比11.14%）为主。

图6 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金先增后减，年均复合减少34.29%。截至2015年末，公司货币资金54.44亿元，较上年末减少70.26%，主要系偿还债务及固定资产投资支出增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占43.72%）和存放于中国南航集团财务有限公司存款（占53.89%）组成。截至2015年末，公司受限资金为1.23亿元，占货币资金总额2.26%，主要由保函保证金、质押存款等构成。

2013~2015年，公司应收账款有所波动，年均复合增长率为8.22%。截至2015年末，公司应收账款合计26.92亿元，较上年末减少4.18%，公司应收账款主要为应收航空票款，欠款方主要为国际航空运输协会的电子客票销售结算系统，回收风险不大。从账龄看，一年以内（含一年）占比为99.54%，账龄较短；应收前五名单位合计占比为39.77%，集中度较高；2015年公司累计计提坏账准备0.33亿元，综合计提比例为1.26%，计提较为充分。

2013~2015年，公司其他应收款有所波动，年均复合减少8.21%。截至2015年末，公司其他应收款合计16.10亿元，较上年末减少34.92%，主要系购买飞机意向金、出口退税款等大幅减少所致。从账龄看，1年以内其他应收款占比29.94%，1~2年的其他其他应收款占比27.02%，2~3年的占比为5.96%，3年以上的占比为37.20%；其中账龄1年以上的主要为应收飞机设备制造商回扣款，该部分款项可用于未来抵扣航材采购款以及发生的修理费用，回收风险不大。2015年末，其他应收款前五名欠款单位合计占比为64.84%，集中度较高；公司累计计提坏账准备200万元，计提比例较低。

2013~2015年，公司存货规模基本保持稳定，年末存货账面价值年均复合减少1.25%；截至2015年末，公司存货账面余额16.06亿元，主要为航材消耗件（占比87.73%），较2014年末变化不大；公司累计计提跌价准备1.01亿元，主要系部分老旧机型退出运营后，相关配套专用航材预计可变现净值低于账面价值所致。

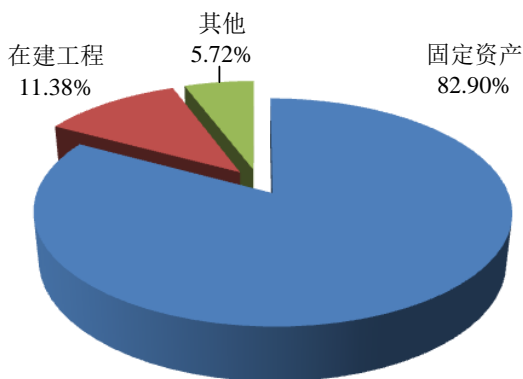
2013~2015年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长25.73%。截至2015年末，公司其他流动资产18.70亿元，较上年末增长17.91%，主要系预缴所得税增长所致。截至2015年末，

公司其他流动资产由待抵扣的增值税进项税 15.96 亿元（占比 85.35%）和预缴所得税 2.74 亿元（占比 14.65%）构成。

### 非流动资产

2013~2015 年，公司固定资产增长带动非流动资产规模持续增长，非流动资产年复合增长 9.02%。截至 2015 年末，公司非流动资产 1,718.32 亿元，较上年末增长 6.16%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 82.90%）及在建工程（占 11.38%）构成。

图 7 截至 2015 年底公司非流动资产情况



数据来源：公司年报

2013~2015 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 9.30%。截至 2015 年末，公司固定资产账面价值 1,424.54 亿元，较上年末增长 6.31%，主要系公司购置飞机所致。截至 2015 年底，公司固定资产中，飞机 1,251.76 亿元（占比 87.87%），其他飞行设备占 5.88%；公司累计计提折旧 716.41 亿元，计提减值准备 16.98 亿元。公司固定资产成新率为 66.70%，成新度一般。截至 2015 年末，公司将账面价值约 881.24 亿元的飞机用作抵押，占固定资产账面价值的 61.86%，占比较高；公司尚有账面价值约 33.54 亿元房产尚未办妥土地使用权证及房产证，主要由于未与机场分割权证或未更名等原因造成。

2013~2015 年，公司在建工程规模较为稳定，年均复合增长 6.28%；截至 2015 年末，公司在建工程 195.56 亿元，较上年底增长 1.61%；公司在建工程主要为分期支付购买飞机及飞行设备款 178.18 亿元，占比 91.12%。

总体看，公司资产规模稳定增长，资产构成以非流动资产为主，符合航空运输行业特点。流动资产中，货币资金占比高，资产流动性较好；非流动资产以固定资产及在建工程为主，但公司资产抵押比率较高，对其资产流动性造成一定影响。整体看，公司资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

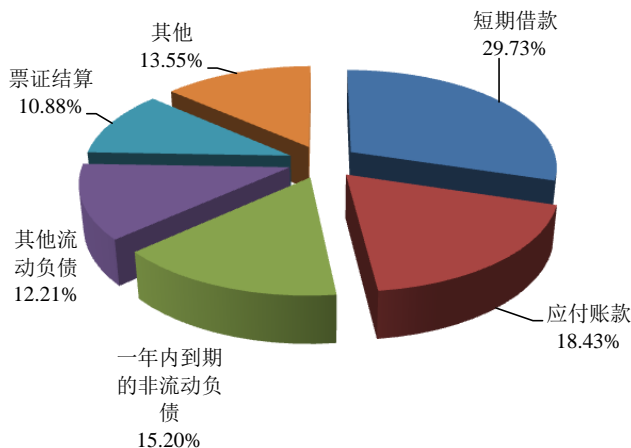
2013~2015 年，公司负债总额有所波动，年均复合增长率为 5.44%。截至 2015 年末，公司负债为 1,366.77 亿元，较上年底减少 6.01%，其中流动负债和非流动负债分别占 47.95%和 52.05%。

#### 流动负债

2013~2015 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 15.40%。截至 2015 年末，公司流动负债总计为 655.36 亿元，较上年末增长 21.17%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要

由短期借款(占比 29.73%)、应付账款(占比 18.43%)、一年内到期的非流动负债(占比 15.20%)、其他流动负债(占比 12.21%)和票证结算(占比 10.88%)构成。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动较大，年均复合增长率为 16.27%。2015 年末，公司短期借款 194.83 亿元，较上年末增长 168.99%，其中美元及欧元借款合计占比 5.86%，由于人民币对美元及欧元汇率持续走弱，公司大幅提高人民币债务比重，外币短期借款规模及比重大幅减少，以降低汇率波动风险。

2013~2015 年，公司应付账款规模较为稳定，年均复合增长 4.61%。截至 2015 年末，公司应付账款 120.77 亿元，主要由应付飞机及发动机修理费 54.31 亿元（占比 44.97%）、应付起降费 23.30 亿元（占比 19.29%）及应付航油款 13.46 亿元（占比 11.15%）构成。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，年均复合减少 3.55%。截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债 99.64 亿元，较上年末减少 44.30%，系归还一年内到期的长期借款所致。

公司其他流动负债全部为超短期融资券，公司自 2014 年起发行超短期融资券。截至 2015 年末，公司其他流动负债 80.00 亿元，较上年末增长 166.67%。2015 年，公司共发行 3 期超短期融资券，发行规模合计 80.00 亿元；偿还 2014 年第二期超短期融资券，偿还金额 30.00 亿元。

公司票证结算系预售飞机舱位所得票款，随着公司航空机票销售的增长而增长。截至 2015 年末，公司票证结算 71.31 亿元，较上年末增长 16.88%。

### 非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债有所波动，年均复合减少 1.76%。截至 2015 年末，公司非流动负债合计 711.41 亿元，较上年末减少 22.11%，系长期借款大幅减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 18.11%）和应付融资租赁款（占 69.45%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款有所波动，年均复合减少 41.19%。截至 2015 年末，公司长期借款为 128.84 亿元，较上年末减少 69.37%，主要系公司为应对人民币持续贬值的汇率风险大规模提前偿还美元长期借款所致。截至 2015 年末，公司美元长期借款占比 84.45%。截至 2015 年末，公司长期借款由抵押借款（占比 61.77%）和信用借款（占比 38.23%）构成。从长期借款期限构成来看，公司 1~2 年的长期借款占比 52.45%，2~5 年的长期借款占比 41.97%，存在一定的集中偿付压力。



2013~2015年,公司应付融资租赁款持续快速增长,年均复合增长率25.49%。截至2015年末,公司应付融资租赁款494.08亿元,较上年末增长12.50%,主要系公司1年以上2年以内(含2年)及3年以上的应付融资租赁款增长所致。从付款期限上看,2015年末,公司1年以内(含1年)的应付融资租赁款项占比12.54%,1年以上2年之内(含2年)的应付融资租赁款项占比13.73%,2年以上3年以内(含3年)的应付融资租赁款占比10.85%,3年以上的应付融资租赁款项占比62.88%,公司应付融资租赁款以3年以上为主。

有息债务方面,2013~2015年,公司全部债务规模有所波动,年均复合增长率5.08%。截至2015年末,公司全部债务为1,035.10亿元,其中短期债务占比为36.92%,长期债务占比为63.08%;公司全部债务较2014年末减少9.30%,主要系长期借款快速减少所致。债务指标方面,2015年,随着公司大规模偿还债务以及利润增长,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降,截至2015年末,上述三项指标分别为73.38%、67.62%和56.84%,分别较上年减少3.28个百分点、4.43个百分点和9.17个百分点。

总体看,近年来,公司有息债务规模有所波动,构成以长期债务为主,2015年,为应对汇率风险,公司大规模偿还美元债务带动债务规模有所减少,公司各项债务指标均有所下降。与此同时,公司长期债务中美元债务规模仍较大,在人民币对美元汇率走弱趋势下,将对公司经营带来一定负面影响。

#### 所有者权益

2013~2015年,公司所有者权益稳定增长,年均复合增长8.37%,主要来自利润积累。截至2015年末,公司所有者权益495.73亿元,较年初增长11.97%,其中归属于母公司权益合计389.66亿元(占80.30%),归属母公司的所有者权益中股本占25.20%,资本公积占36.79%,盈余公积占3.98%,未分配利润占33.88%。

总体看,归属于母公司所有者权益占比较大,但未分配利润在归属母公司所有者权益中占比较大,公司权益结构的稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2013~2015年,公司营业收入逐年增长,三年营业收入分别为981.30亿元、1,083.13亿元和1,114.67亿元,年均复合增长6.58%;三年实现利润总额分别为33.50亿元、30.95亿元和63.41亿元,年复合增长37.58%,主要系收入增加所致;三年投资收益分别为4.31亿元、4.16亿元和5.82亿元,年均复合增长16.20%,主要来自于权益法核算的长期股权投资收益;三年营业外收入分别为20.07亿元、28.22亿元和38.14亿元,年均复合增长35.74%,主要系政府补助增加所致,政府补助各由地政府航线补贴和其它航空业发展收入组成,近三年营业外收入占利润总额的比例分别为61.79%、91.18%和60.15%,占比波动较大,整体看公司营业外收入对公司利润贡献较大。公司近三年净利润分别为26.49亿元、24.18亿元和49.86亿元,归属母公司所有者净利润分别为18.95亿元、17.73亿元和38.51亿元。公司盈利水平波动增长,营业外收入对盈利影响较大。

2013~2015年,公司期间费用波动增长,三年分别为92.50亿元、127.80亿元和176.61亿元,三年复合增长38.81%,系财务费用快速增长所致。2015年,公司期间费用176.61亿元,同比增长38.19%,主要是由于人民币兑美元汇率持续下降导致净汇兑损失大幅增加,公司财务费用大幅增加所致。2015年,公司净汇兑损失57.02亿元,对当期利润总额的影响程度较大,人民币兑美元汇率变化对公司盈利水平影响大。2013~2015年,公司期间费用占营业收入比重分别为

9.43%、11.80%和 15.84%，期间费用对利润侵蚀影响较大，费用控制能力有待加强。

2013~2015 年，公司汇兑净收益分别为 27.60 亿元、-2.76 亿元和-57.02 亿元，受美元兑人民币汇率持续大幅升值影响，公司汇兑损失迅速扩大，人民币汇率变化对公司盈利水平影响大。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 3.43%、3.13%和 4.61%，净资产收益率分别为 12.55%、5.59%和 10.63%，总资产报酬率分别为 4.06%、2.98%和 4.54%，各项指标均有所波动，其中，2015 年，受益于燃油价格下降，各项指标均有所回升。整体来看，公司盈利能力一般。

从同行业上市公司比较情况看，公司销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率均低于行业平均水平，公司整体盈利能力一般（见下表）。

表 19 2015 年我国主要民航企业盈利能力情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
601111.SH	中国国航	23.17	5.53	11.87
600115.SH	东方航空	17.79	4.34	14.45
600221.SH	海南航空	26.88	5.60	9.67
600029.SH	南方航空	20.70	4.42	9.99

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind 资讯，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

整体来看，公司近年来收入规模波动增长，整体盈利水平受汇率波动及营业外收入影响波动大。燃油价格下降对公司 2015 年整体盈利能力有所增强，但人民币汇率走弱造成的汇兑损失对利润总额有一定的负面影响，公司利润对营业外收入依赖程度较高，公司整体盈利能力一般。

## 5. 现金流分析

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量呈持续增长状态，年均复合增长 6.05%，主要系营业收入和政府补助增长所致；公司经营活动现金流出有所波动，整体规模较为稳定，年均复合增长率 0.54%。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 111.28 亿元、151.16 亿元和 257.13 亿元，年均复合增长率 52.01%。从收入实现质量来看，2013~2015 年，公司现金收入比呈波动趋势，分别为 110.52%、108.13%和 109.43%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入呈波动下降趋势，年均复合减少 36.74%，主要系收回国债回购产品投资产生的其他与投资活动有关的现金波动所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合减少 23.05%，主要系与自购飞机相关的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金逐年减少所致，2015 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 117.57 亿元，规模仍属较大且有所扩大。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-110.56 亿元、-68.19 亿元和-82.71 亿元。

从筹资活动来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长 9.07%，主要系公司发行债券和取得借款所收到的现金增加所致；筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 43.47%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。同期，公司筹资活动现金流量净额分别为 20.32 亿元、-25.86 亿元和-300.27 亿元。

总体看，公司经营性现金流入量规模大且持续增长，收入实现质量较好；外部融资主要以借款为主；公司资本性支出需求主要为购买飞机支出，近年来保持较大规模。

## 6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013~2015年，公司流动比率和速动比率随着货币资金的波动而有所波动，流动比率三年分别为0.42倍、0.51倍和0.22倍，速动比率三年分别为0.38倍、0.48倍和0.20倍，公司流动比率和速动比率较低。2013~2015年，公司经营现金流动负债比逐年增长，三年分别为22.61%、27.95%和39.23%，公司经营现金对流动负债的保障程度较好。2013~2015年，公司现金短期债务比稳定增长，三年分别为0.50倍、0.65倍、0.14倍，公司经营现金对短期债务的保障能力尚可，随着货币资金的快速下降而呈大幅下降趋势。考虑到经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2013~2015年，公司EBITDA波动增长，三年分别为144.84亿元、162.70亿元和205.22亿元；2015年，公司EBITDA为205.22亿元，同比增长26.13%，主要系利润总额增长所致；2015年公司EBITDA的构成中，利润总额占比30.90%，利息支出占比10.66%，摊销占比1.13%，折旧占比57.31%。三年EBITDA利息倍数分别为7.34倍、6.23倍和7.99倍，EBITDA对利息的保障能力强；三年EBITDA全部债务比分别为0.15倍、0.14倍和0.20倍，EBITDA对债务的保障能力尚可。三年经营现金债务保护倍数分别为0.12倍、0.13倍和0.25倍，经营现金对债务的保障尚可。三年经营现金利息偿还能力分别为5.64倍、5.79倍和10.01倍，经营现金对利息的保障能力强。整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2015年末，公司为飞行学员飞行培训费个人贷款提供连带责任担保4.54亿元，为公司设立的SPV公司南航一号（天津）租赁有限公司对境外飞机出租人的飞机租金等应付款项及租赁合同项下责任提供不超过1.15亿美元的担保。

截至2015年末，公司有1个未决仲裁。公司于2014年5月31日收到ICC国际商会仲裁通知，SASOF TR-81 AVIATION IRELAND LIMITED（以下简称“出租人”）已向该院提交仲裁申请称公司存在数项违约行为，仲裁请求赔偿其发动机推力升级损害赔偿、发动机寿命件补偿、发动机储备金补偿、飞机退租成本费用、外聘律师费用及以上款项延期支付利息共计13,422,414.89美元。公司已就此事项成立应诉工作小组并于2014年7月31日向ICC国际商会仲裁院提出反诉，请求出租人赔偿公司包括银行保费、履约保证金、违约金等。截至2016年3月底，本案件尚未开庭。

截至2015年末，公司共获得各家银行授信1,737.39亿元，尚未使用额度1,310.21亿元，间接融资渠道畅通；公司为境内外多地上市企业，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告（银行版）》（机构信用代码G1044011100066540Z），截至2016年4月21日，公司无未结清关注类或不良类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司目前债务负担较重，短期偿债能力较弱，EBITDA对公司债务的保障能力尚可；公司经营活动净现金流规模较大且快速增长，同时考虑到公司作为中国南方航空集团公司的航空业务运营主体，处于国内行业领先水平，其实际控制人为国资委，整体偿债能力仍属很强。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年末，公司债务总额为1,035.10亿元，本次拟发行公司债规模不超过190亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度一般。本次债券发行后，虽然公司债务负担将有所加重，但尚处于合理水平。

以 2015 年末财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 190 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 62.97%、67.62% 和 71.78%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

以 2015 年末财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 25 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 57.76%、68.14% 和 73.74%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

## 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 205.22 亿元，为本次公司债券发行额度（190 亿元）的 1.08 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 1,255.04 亿元，为本次公司债券发行额度（190 亿元）的 6.61 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度很高。

未来，随着销售网络的不断拓展，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、技术水平、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色，承担着重要的运输责任，对中国的经济发展起到了极大的推动促进作用。随着中国经济的增长和消费升级带来的市场成长空间，航空运输业仍将保持较高的景气度。

作为中国三大航空运输集团之一南航集团航空业务的唯一运营主体，公司在资产规模、竞争实力、航线资源、基地数量、综合管理、运营控制能力、融资能力等方面具备显著优势。同时，联合评级也关注到中国民航行业内外竞争的激烈、整体盈利水平受汇率波动及营业外收入对利润影响较大等不利因素对公司的影响。

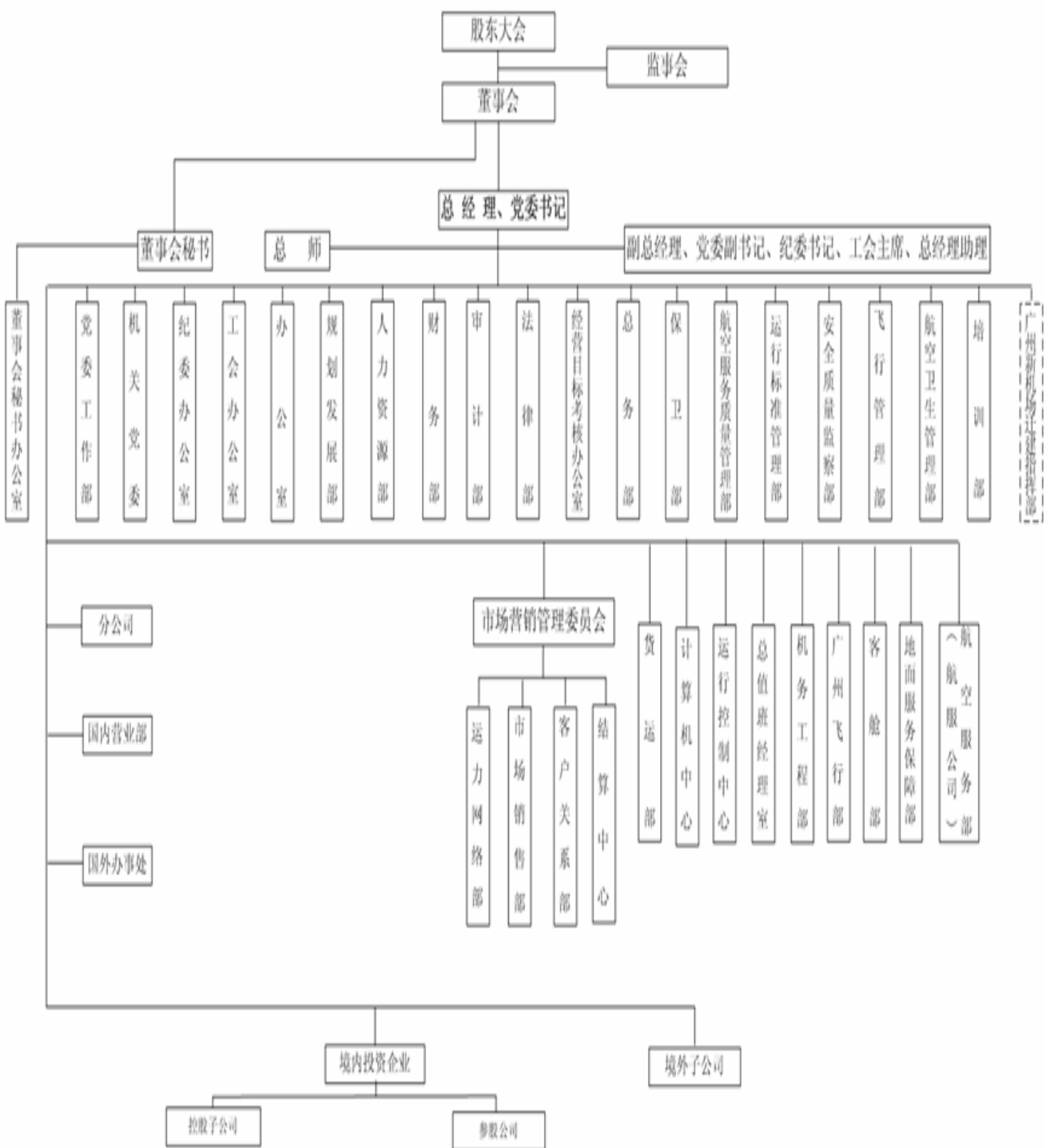
公司资产构成以非流动资产为主，整体资产质量较好；公司整体债务规模较大，且美元债务规模占比高，易受人民币汇率波动影响。近年来，受高铁分流、航空业运力相对过剩、成本上涨、“营改增”政策和限制“三公”消费等因素综合影响，公司收入规模有所波动，利润总额有所下降，整体盈利水平受汇率波动及营业外收入影响波动大。公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量良好。

国内居民收入的增加、国家政策的支持为中国民航运输业的发展提供了有利保障，公司所拥有的资源优势能够确保其在行业内的竞争地位，进而支撑其优良的经营及信用基本面。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险极低。



附件 1 公司组织架构图





## 附件 2 中国南方航空股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	1,651.45	1,896.97	1,862.50
所有者权益 (亿元)	422.12	442.74	495.73
短期债务 (亿元)	251.25	281.42	382.18
长期债务 (亿元)	686.19	859.85	652.92
全部债务 (亿元)	937.44	1,141.27	1,035.10
营业收入 (亿元)	981.30	1,083.13	1,114.67
净利润 (亿元)	26.49	24.18	49.86
EBITDA (亿元)	144.84	162.70	209.04
经营性净现金流 (亿元)	111.28	151.16	257.13
应收账款周转次数 (次)	47.28	43.52	41.57
存货周转次数 (次)	43.19	51.20	59.86
总资产周转次数 (次)	0.64	0.61	0.59
现金收入比率 (%)	110.52	108.13	109.43
总资本收益率 (%)	3.43	3.13	4.85
总资产报酬率 (%)	3.25	2.98	4.74
净资产收益率 (%)	6.48	5.59	10.63
营业利润率 (%)	11.01	11.98	17.77
费用收入比 (%)	9.43	11.80	15.84
资产负债率 (%)	74.44	76.66	73.38
全部债务资本化比率 (%)	68.95	72.05	67.62
长期债务资本化比率 (%)	61.91	66.01	56.84
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.34	6.23	7.99
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.14	0.20
流动比率 (倍)	0.42	0.51	0.22
速动比率 (倍)	0.38	0.48	0.20
现金短期债务比 (倍)	0.50	0.65	0.14
经营现金流流动负债比率 (%)	22.61	27.95	39.23
EBITDA/本期发债额度 (倍)	-	-	8.21
EBITDA/本次发债额度 (倍)	-	-	1.08

### 附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [ (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [ (期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款+其他非流动负债

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 中国南方航空股份有限公司 2016年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国南方航空股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国南方航空股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国南方航空股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国南方航空股份有限公司的相关状况，如发现中国南方航空股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国南方航空股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中国南方航空股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国南方航空股份有限公司、监管部门等。

