

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(2019)100186】

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+/2019 年 6 月 13 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	28.05	19.22	26.22	31.06
刚性债务	103.18	104.36	108.49	107.32
所有者权益	71.85	82.06	128.24	134.71
经营性现金净流入量	22.72	5.81	33.12	7.43
合并口径数据及指标:				
总资产	196.47	206.02	265.75	273.75
总负债	123.23	121.39	132.51	133.74
刚性债务	92.40	89.26	92.24	96.34
所有者权益	73.23	84.64	133.25	140.01
营业收入	84.29	109.71	131.14	36.40
净利润	9.51	12.62	15.03	4.75
经营性现金净流入量	20.40	23.02	28.96	6.13
EBITDA	21.46	27.28	31.10	—
资产负债率[%]	62.72	58.92	49.86	48.86
权益资本与刚性债务 比率[%]	79.26	94.83	144.46	145.33
流动比率[%]	129.05	121.54	131.79	142.18
现金比率[%]	90.15	78.53	70.78	86.69
利息保障倍数[倍]	3.87	6.33	7.24	—
净资产收益率[%]	13.71	15.98	13.79	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	39.99	43.13	46.76	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-27.98	-3.50	-20.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.32	8.93	10.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.28	0.30	0.34	—

注: 根据春秋航空经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

李超男 lcn@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 2018 年以来春秋航空在机队规模、航线布局、盈利能力及资本补充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、债务结构和资本性支出等方面面临的压力有所加大。

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。
- **机队规模扩张及航线布局优化。**跟踪期内,春秋航空机队规模进一步扩张,航线结构进一步稳固,国内航线基地集中度进一步提高,收益水平有所提升。
- **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,并积极布局二三线城市出发地和目的地,可持续获得航线补贴及政府收入。
- **资本得到有效补充。**春秋航空作为上市公司,可通过资本市场进行股权融资。2018 年完成大额定增,公司资本实力明显增强。
- **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较有利保障。

主要风险:

- **汇率及航油波动风险。**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影响较大。此外,航油为

公司航空运输业务主要成本，2018 年平均航油价格上升，公司成本支出增大。

- 持续面临较大的资本性支出压力。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，公司持续面临较大的资本性支出压力。

➤ 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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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。根据公司 2019 年 5 月 28 日公告，“16 春秋 01”的回售数量为 2,107,800 手，回售金额为 21.08 亿元（不含利息），回售后数量为 192,200 手，回售资金于 2019 年 6 月 3 日发放，“16 春秋 01”票面利率由 3.65% 调整至 3.80%。截至本报告出具日，“16 春秋 01”待偿本金余额为 1.92 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	当期票面利率 (%)	起息日	回售日	到期日
16 春秋 01	23.00	1.92	3.80	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

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短

期内经济增长下行压力较大,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行;中长期内,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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实,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,主要央行货币政策开始转向,我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中,美国经济表现仍相对较强,而增长动能自高位回落明显,经济增长预期下降,美联储货币政策正常化已接近完成,预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表;欧盟经济增长乏力,制造业疲软,欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划,包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素;日本经济复苏不稳,通胀水平快速回落,制造业景气度亦不佳,货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中,货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解,货币政策刺激经济复苏空间扩大;印度经济仍保持较快增长,印度央行降息一次,而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾;油价回升有利于俄罗斯经济复苏,但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大;巴西和南非经济景气度企稳回升,可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内,消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升,经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快,汽车消费负增长继续拖累整体消费,个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长;地产投资增长依然较快,制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓,基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳;以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低,中美贸易摩擦具有长期性和复杂性,对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换,代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长;工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓,存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导,促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进,中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力,“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快,我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下,我国宏观政策向稳增长倾斜,财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效,赤字率上调,减税降费力度进一步加大,在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用;地方政府专项债券额度提升支持基建补短板,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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

航空运输行业的发展与宏观经济相关，航空客、货运量会在一定程度上受到宏观经济周期变动的影响，但我国当前总体上仍处于航空运输业稳定增长阶段。2018年以来，我国尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但仍有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下保持总体平稳，航空出行需求与货邮业务增长，航空旅客周转量仍稳中有升。

A. 行业概况

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，当前处于稳定增长阶段。航油作为航空公司的主要成本之一，2018年航油价格整体呈上涨趋势；虽然航空燃油附加费可为增量燃油成本提供一定补偿以及2018年10月以来国际原油价格有所下降，但总体跟踪期内各航空公司经营成本呈上升趋势；此外，受美国加息以及中美贸易摩擦等复杂因素影响，人民币持续贬值，各大航司2018年汇兑损失金额大。

航空运输业具有一定的周期性特征，航空客、货运量一定程度上受宏观经

济周期影响，但我国当前总体上仍处于航空运输业稳定增长阶段。尽管油价上涨、贸易摩擦、强监管等短期因素对国内航空业有所冲击，但一方面国内宏观经济有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力对冲下保持总体平稳；另一方面国内航空业当前仍处于稳定增长周期，总体发展环境仍较好。2018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。根据国家统计局公布数据，2018年中国全年国内生产总值90.03万亿，按可比价格计算，比上年增长6.6%。2016-2018，我国居民平均可支配收入分别为23821元、25974元和28228元，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，我国航空运输量在所处宏观环境较为复杂的背景下仍稳中有升。

2018年，我国民航业全行业完成运输总周转量1206.53亿吨公里，同比增长11.4%。国内航线完成运输总周转量771.51亿吨公里，同比增长11.1%，其中港澳台航线完成17.51亿吨公里，同比增长8.8%；国际航线完成运输总周转量435.02亿吨公里，同比增长12.0%。全行业完成旅客周转量10712.32亿人公里，同比增长12.6%。全年全行业完成旅客运输量61173.77万人次，同比增长10.9%；国内航线完成旅客运输量54806.50万人次，同比增长10.5%，其中港澳台航线完成1127.09万人次，同比增长9.8%；国际航线完成旅客运输量6367.27万人次，同比增长14.8%。

截至2018年末，我国民航全行业运输飞机期末在册架数3639架，较上年末增加343架。同期末我国共有定期航班航线4945条，其中国内航线4096条（含港澳台航线100条）；国际航线849条；国内定期航班通航城市230个（不含港澳台）。

运输效率方面，2018年我国民航业全行业在册运输飞机平均日利用率为9.36小时，同比减少0.13小时。其中，大中型飞机平均日利用率为9.48小时，同比减少0.15小时，小型飞机平均日利用率为6.91小时，同比减少0.13小时。同期，正班客座率平均为83.2%，与上年持平；正班载运率平均为73.2%，同比下降0.3个百分点。

图表 2. 近年来我国民航业发展概况

指标	2016年	2017年	2018年
期末定期航班航线数（条）	3794	4418	4945
期末定期航班国内通航城市数（个）	214	224	230
期末行业运输飞机在册数（架）	2950	3296	3639
运输总周转量（亿吨公里）	962.51	1083.10	1206.53
旅客运输量（万人次）	48796.00	55156.80	61173.77
货邮运输量（万吨）	668.00	705.80	738.51
飞机平均日利用率（小时）	9.41	9.49	9.36
正班客座率（%）	82.60	83.20	83.20
正班载运率（%）	72.70	73.50	73.20

数据来源：中国民用航空局

低成本航空在全世界范围内的市场份额仍不断增长，但我国低成本航空市场渗透率目前仍较低。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效用的显现以及国内需求的进一步释放，未来市场前景广阔，潜力巨大。

根据亚太航空中心统计，2009年至2018年十年间，全球低成本航空的国内航线市场份额从24.7%提高至32.5%，国际航线市场份额从5.6%提升至12.7%；亚太地区的国内航线市场份额从16.1%攀升至28.8%，国际航线市场份额从3.7%提升至7.9%。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9.7%，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及其效用的显现，以及国内需求的进一步释放，国内低成本航空市场前景广阔，潜力巨大。

B. 政策环境

2019年1月，中国民航局春运工作发布会提出在上海浦东、广州白云等十个大型机场在春运期间开展凌晨一点至六点的国内航班夜航试点，以满足春运期间旅客出行需要。未来如夜航由季节性调整为常态化运营，将为旅客提供更丰富的出行选择，有利于低成本航空企业提升效率。

2019年5月8日，中国民航局发布《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》，为深化民航供给侧结构性改革，统筹推进民航降成本工作，降低民航企业成本负担，推动民航高质量发展，目标是经过1至2年努力，使民航企业成本负担明显下降，进一步优化民航企业营商环境。该意见指出需合理降低企业税费负担，降低民航发展基金征收标准；落实《财政部关于调整部分政府性基金有关政策的通知》（财税[2019]46号）要求，将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行的基础上下调50%；降低和规范民用机场收费标准。暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮。下调货运航空公司机场收费标准。规范通用航空在运输机场的收费标准，按照不超过运输航空的机场收费标准执行。全面清理和规范机场收费标准；降低航空煤油销售价格；落实国家增值税税率16%下调至13%的调整政策，跟进下调航空煤油进销差价；据实调整海上运保费等与航空煤油销售价格相关的收费标准；明确北京大兴国际机场价格收费政策；完善价格收费形成机制；规范下属单位和行业协会收费；加强民航价格收费监管；推动降低制度性交易成本等一系列举措。随着民航降成本工作的推进，民航业盈利能力或有所提升。

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中短程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而不断加深，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，行业内竞争地位保持相对稳固。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布局我国国内航空运输市场，我国中小型航空公司行业竞争压力将不断加大。

图表 3. 行业内核心样本上市企业基本数据概览（2018 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	可用座位公里	旅客周转量	客座率	期末飞机数量	总资产	资产负债率	EBITDA/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
南方航空	1436.23	10.45	3144.20	2591.94	82.44	840	2466.55	68.30	0.30	34.56	195.85
中国国航	1367.74	15.82	2736.00	2205.28	80.60	669	2437.16	58.74	0.46	82.01	314.19
东方航空	1149.30	10.90	2448.41	2014.86	82.29	692	2367.65	74.93	0.35	29.41	223.38
海航控股	677.64	7.30	1643.29	1389.09	84.53	463	2047.35	66.42	0.05	-36.48	92.25
吉祥航空	144.66	15.02	348.12	300.21	86.24	90	214.55	55.25	0.36	12.40	19.49
春秋航空	131.14	9.68	389.65	346.83	89.01	81	265.75	49.86	0.34	15.03	28.96

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理。

此外，近年来我国高铁网络不断得到完善，票价较低及准点率较高等优势使得高铁对 800 公里以内的中短程航空运输替代效应明显，航空公司部分中短途航线面临较大的分流压力。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有望逐渐减弱。

D. 风险关注

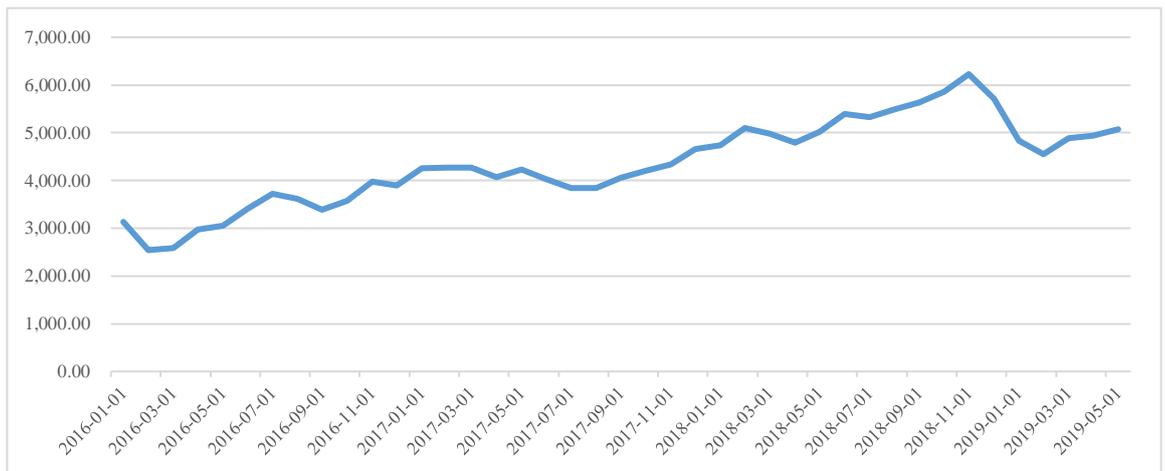
2018 年以来，航油价格整体呈上涨趋势，虽然航空燃油附加费可为增量燃油成本提供一定补偿，但各航空公司经营成本总体上仍呈明显上升趋势；此外，受美国加息和中美贸易摩擦等因素多重影响，人民币总体呈贬值态势，各大航空公司或将面临持续汇兑损失。

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，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。根据国家发展改革委和中国民用航空总局（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，在一定程度上缓解了国内航空公司面对油价上涨时的成本压力。根据国家发展改革委于 2011 年 7 月 7 日发布的《国家发展改革委关于推进航空煤油价格市场化改革有关问题的通知》（发改价格[2011]1419 号），航空煤油出厂价格按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则，由供需双方协商确定，具体出厂价格由进口到岸完税价和贴水两部分构成。根据国家发展改革委于 2015 年 2 月 15 日发布的《国家发展改革委关于航空煤油出厂价格市场化改革有关问题的通知》（发改价格[2015]329 号），国家发展改革委决定自 2015 年 3 月起不再公布航空煤油进口到岸完税价格，改由中石油、中石化、中海油和中航油集团公司按现行原则办法自行计算、确认；贴水继续由供需双方考虑市场供求、运费、交易数量、国际市场油价走势等因素协商确定。2015 年，我国燃油价格维持低位运行，并于三季度再次进入下跌通道，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 2016 年以来，燃油价格基本呈上涨趋势，根据 wind 资讯显示，截至 2018 年 11 月 1 日，航空煤油出厂价已上涨至 6228 元/吨，但在同年 11 月和 12 月快速下跌，而在 2019 年 2 月又恢复上升态势，燃油价格波动较大。

根据国家发展改革委及民航局于 2009 年发布的《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》，航空公司在规定范围内可自主确定国内航线旅客燃油附加费收取标准，燃油附加费是指航司根据燃油成本变动而向旅客征收的独立于机票价格的附加费用，以部分覆盖增量燃油成本。但 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，国内航线燃油附加最高收取标准也相应地经历多次下调。2015 年 4 月 1 日，国家发展改革委发布《关于调整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基础油价的通知》（发改价格[2015]571 号），将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格，由每吨 4140 元提高到每吨 5000 元，即国内航空煤油综合采购成本超过每吨 5000 元时，航司可按照联动机制规定收取燃油附加，削弱了航空燃油附加费对航司的补偿作用。2018 年 2 月以来，航空煤油出厂价（含税）突破 5000 元/吨，航司虽自 2018 年 10 月开始征收航空燃油附加费，但总体来看，航空燃油附加费对航司增量经营成本的覆盖较为有限，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）（元/吨）



资料来源：新世纪评级整理

此外，由于运营所需飞机大多从境外购买和租赁，加之国际航线的境外航油采购等需求，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将交互发力，航空公司汇率风险控制压力将不断加大。2018年以来，受美国加息和中美贸易摩擦等因素多重影响，人民币汇率呈现双向波动。进入2018年4月后人民币持续贬值，6月份以来人民币开始加速贬值，10月末达到谷底，随后缓慢回升，2019年以来人民币仍呈现贬值，各大航司仍面临一定的汇兑损失风险。

图表 5. 近年来汇率（中间价:美元兑人民币）变动情况



资料来源：Wind 资讯

2. 业务运营

跟踪期内，航空出行需求稳定增长，该公司航空运力持续扩张，客运业务

发展稳健，带动收入稳步增长。2018年由于航油价格上涨影响公司主业盈利能力有所下降，但公司有效降低油耗，控制成本，低成本航空经营模式日趋成熟，发展势头较好。

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，航空出行需求稳定增长，公司航空运力持续扩张，航空主业稳步发展；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。跟踪期内，公司经营模式更为成熟，营业收入稳步增加。2018年及2019年第一季度，公司分别实现营业收入131.14亿元和36.40亿元，分别同比增长19.54%和12.67%，航空运输业务仍然是公司主营业务，在营业收入中占比分别为97.93%和97.85%。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	84.29	109.71	131.14	36.40	32.30
其中：主营业务收入（航空运输业务）	79.72	105.60	128.42	35.61	31.58
主营业务在营业收入中所占比重（%）	94.58	96.26	97.93	97.85	97.74
其中：（1）航空客运业务	78.88	104.64	127.27	35.34	31.32
在营业收入中所占比重（%）	93.58	95.38	97.05	97.09	96.95
（2）航空货运业务	0.84	0.96	1.15	0.28	0.26
在营业收入中所占比重（%）	1.00	0.88	0.88	0.76	0.79
毛利率（%）	12.80	12.14	9.68	17.24	15.44
其中：航空客运业务（%）	8.90	9.83	8.53	16.25	14.79
航空货运业务（%）	8.90	9.83	8.53	16.25	14.78

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。

运力与效率

跟踪期内，航空出行需求稳定增长，该公司航空客运业务发展稳健，2018年公司完成旅客周转量346.83亿人公里，运输旅客1952万人次，分别同比增长14.66%和13.71%；其中，国内航线完成旅客周转量232.96亿人公里，旅客运输量1446.86万人次，同比分别增长13.29%和12.65%。2019年第一季度，公司完成旅客周转量93.62亿人公里，运输旅客523万人，分别同比增长12.71%和12.61%，业务量稳定增长。2018年及2019年第一季度，公司在册飞机日平均利用小时分别为11.06和11.26小时，公司凭借价格优势及运力的充分有效

利用，平均客座率和飞机日平均利用小时均保持行业领先水平。

图表 8. 近年来公司航空客运业务主要经营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
可用座位公里数 (ASK) (万人公里)	2700438	3340029	3896538	1015635	931511
旅客周转量 (RPK) (万人公里)	2475905	3024804	3468281	936223	830643
旅客运输量 (万人)	1423	1717	1952	554	464
平均客座率 (%)	91.69	90.56	89.01	92.18	89.17
行业平均客座率 (%)	82.70	83.20	83.20	-	-
飞机日平均利用小时 (在册)	10.70	10.84	11.06	11.26	11.07
行业飞机日平均利用小时	9.40	9.49	9.36	-	-

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，该公司航空运力持续扩张，机队规模进一步扩充。2018 年，公司共引进 5 架空客 A320 飞机，均通过经营租赁方式引进，客舱布局均为 186 座，无退出飞机。公司仍采用单一机型和单一舱位经营模式。截至 2018 年末，公司合计运营飞机 81 架，其中自购 40 架，融资租赁 1 架，经营租赁 40 架，平均机龄为 4.78 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。2019 年一季度，公司共增两架经营租赁飞机，期末合计运营飞机 83 架。未来公司将进一步扩充机队规模，并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 2019-2021 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，截至本报告出具日，2019 年经营租赁到期的 6 架飞机均已签署续约协议。

图表 9. 2016 年末以来公司机队构成情况 (单位：架)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
自行保有	35	40	40	40
融资租赁	1	1	1	1
经营租赁	30	35	40	42
合计	66	76	81	83

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。

收益端方面，2018 年该公司整体客运人公里收益同比上升 7.06% 至 0.37 元，平均客座率为 89.01%，同比下降 1.55 个百分点。其中国内客运人公里收益同比增长 7.76% 至 0.36 元，国内航线客座率下降 1.26 个百分点至 91.45%，实现了除当年新设的揭阳潮汕基地以外其他六大基地国内航线客公里收益的全面提升。其中，根据中国民航局和国家发展改革委下发《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，公司从 2018 年 5 月起陆续挑选了 14 条国内优质航线实行市场调节价，该等航线客公里收益涨幅水平显著超出同期其他国内航线整体涨幅，有效提升了其国内航线的收益水平。

2018 年，国际航线和港澳台地区客公里收益同比涨幅分别达到 5.73% 和

3.35%，客座率分别下降 2.16 个百分点和上升 0.37 个百分点至 84.03% 和 87.97%，不同市场表现呈现较大差异。其中东北亚地区（包括日本及韩国航线）由于供需情况显著改善，客公里收益及客座率水平均获得较大幅度提升；而东南亚航线尤其是泰国航线由于全年运力投放增幅较大且下半年受到普吉沉船事件对需求的影响，客公里收益及客座率水平出现下滑。随着泰国政府推出一系列加强旅游规范化和安全性以及签证优惠的政策，泰国航线客座率水平已于 2018 年 11 月开始出现较大幅度的环比和同比回升。

近年来，为配合机队规模增长，该公司持续加强飞行员资源储备。截至 2018 年末，公司共有飞行员（已进入公司飞行部门序列）1018 名，较上年末增加 145 人，其中机长人数为 449 名（含外籍机长 148 名），机组人员规模增幅较大，带来一定的成本和管理压力。2018 年，公司通过内部晋升及外部招聘方式净增加机长 71 名、副驾驶 100 名，现役机长和副驾驶年平均飞行小时数分别为 761 小时和 787 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，2018 年公司共运行 4 台模拟机并于 2019 年 1 月完成引进第 5 台飞行模拟机。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。

基地基础与航线资源

跟踪期内，该公司仍以上海虹桥和上海浦东机场为主要枢纽基地，以华东上海基地为核心，以东北沈阳基地、华北石家庄基地、华南深圳基地为区域支撑点，以华东扬州基地和宁波基地、华南揭阳潮汕基地为战略性发展基地，并将逐步增加西北和西南重要城市的投入，主动服务“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略；国际航线则以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站，背靠国内各基地和主要目的地网络，聚焦东南亚重点市场，并向东北亚区域市场辐射发展。2018 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 46.0%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.5%。公司于 2011 年 6 月正式入驻石家庄机场并于 2018 年设立河北分公司，目前已实现年运送旅客人次占石家庄机场吞吐量近 1/3。

图表 10. 2016 年末以来公司航线拓展情况¹

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
运营航线（条）	164	159	173	179
其中：国内航线	94	100	113	117
港澳台航线	6	7	8	9
国际航线	64	52	52	53
通航城市（个）	87	94	90	86
定期航班班次（个/周）	1888	2190	2442	2494

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，该公司继续围绕国内主要基地发展境内外航线，并集中运力提

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。

升境外主要目的地市场份额，国内外运力均衡投放，航线结构得到进一步稳固。2018年末，公司在飞航线共173条，较上年末增加14条，其中国内航线113条，国际航线52条，港澳台航线8条。截至2019年3月末，公司在飞航线共179条，较上年末增加6条国内航线。同期末公司通航城市为86个，较上年末减少4个，主要系动态调整航线网络所致；同期末定期航班班次为2494个/周，较上年末增加52个/周。公司航线集中度和基地市场份额提高，运营航线进一步增加，定期航班班次设置更为频繁。

2018年，该公司可用座位公里同比增长16.66%至389.65亿人公里，其中国内航线可用座位公里同比增长14.85%至254.75亿人公里，客运人公里收益同比增长7.76%至0.36元，带动国内航线主营业务收入增长20.66%至84.65亿元，占营业收入比例达到64.55%；同时国际航线和港澳台航线可用座位公里数分别同比增长20.25%和20.14%至122.12亿人公里和12.78亿人公里，客运人公里收益同比增长5.73%和3.35%至0.38元和0.42元，使得国际和港澳台地区航线主营业务收入同比上升23.49%和23.40%至39.08亿元和4.68亿元。

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。2018年公司单位营业成本为0.30元，同比上升5.3%，主要原因为航油采购价格上涨，职工薪酬、飞机及发动机租赁费、飞行员培训费等项目也不同程度增加了营业成本。2018年公司航空运输业务成本为117.47亿元，同比增长23.27%，主要系运力增长和航线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 11. 2016-2018 年公司主营业务主要成本构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航油成本	18.81	25.58	28.30	29.36	40.06	33.82
飞机及发动机租赁折旧费用	13.29	18.08	16.00	16.60	18.02	15.21
工资及福利费用	13.86	18.86	18.46	19.16	22.63	19.11
起降费用	13.04	17.75	16.64	17.26	19.31	16.30
维修成本	4.14	5.63	4.83	5.01	5.23	4.41
飞行员培训及补偿	1.52	2.07	1.62	1.68	2.09	1.76
民航建设基金	2.33	3.17	2.92	3.03	3.31	2.79
其他成本	5.64	7.67	6.45	6.69	6.84	5.78
合计	72.63	98.81	95.22	98.79	117.47	99.18

数据来源：春秋航空年度报告，占比数为占总成本的比例

航油作为航空公司的主要运营成本，对盈利能力影响较大。2018年该公司航油采购均价（含税，简单平均）同比上涨24.6%，单位航油成本单位航油成本同比上涨21.3%。在油价上涨的大环境下，公司节油精细化管理的效果逐渐释放，2018年单位油耗同比下降3.2%。此外，公司于2018年10月开始引进

第一架 A320NEO 飞机，该机型较上一代 A320CEO 飞机大约能节省理论油耗 15%，且公司未来引进计划均为 NEO 机型，将不断提升节油能力。

销售渠道

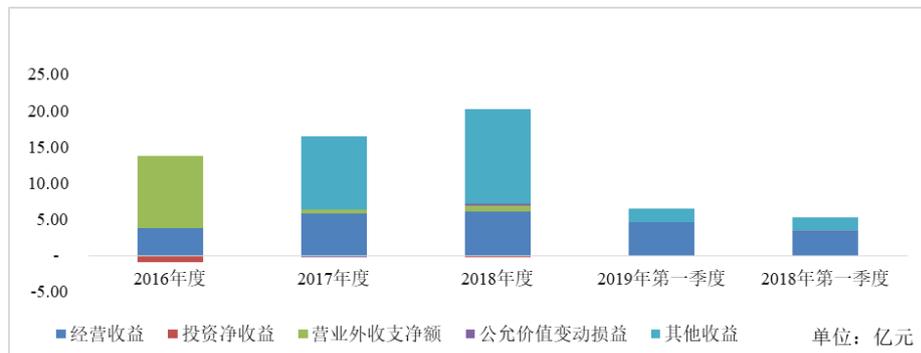
跟踪期内，该公司仍以电子商务直销为主要销售渠道，降低销售费用。2018 年，公司除包机包座业务以外的销售渠道占比中，电子商务销售比例为 90.70%，其中移动端占电子商务直销比例达到 36.1%，同比上升 7.9 个百分点。同期公司向春秋国旅及其子公司提供包机包座业务实现业务收入 13.57 亿元，同比下降 13.08%，占当期营业收入的比例为 10.35%；接受机票代理销售业务 0.08 亿元，同比下降 30.44%，占当期机票销售代理费用的 14.76%。

其他

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，2018 年实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 19.81%，但业务规模仍较小；同期，公司航空货运业务毛利率为 8.53%，毛利率与航空客运业务相同，同比下降 1.30 个百分点。跟踪期内，公司其他业务收入主要为空中服务销售收入、地面客运收入、快速登机服务收入等航空辅助业务收入，占营业收入的比例较小，2018 年公司其他业务收入为 2.72 亿元，同比减少 33.77%，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。

(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和其他收益。2018 年和 2019 年第一季度，公司营业毛利分别为 12.70 亿元和 6.27 亿元，同比分别下降 4.70% 和增长 25.82%，综合毛利率分别为 9.68% 和 17.24%。2018 年营业毛利下降主要系航油成本上升所致，同期综合毛利率下降 2.46 个百分点。2019 年第一季度，油价有小幅下降，公司毛利率同比上升 1.80 个百分点，主业盈利能力大幅回升。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	84.29	109.71	131.14	36.40	32.30
毛利（亿元）	10.79	13.32	12.70	6.27	4.99
期间费用率（%）	8.21	6.76	4.96	4.67	5.08
其中：财务费用率（%）	2.92	1.75	0.64	0.98	1.12
全年利息支出总额（亿元）	4.04	3.05	3.09	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	1.25	0.24	0.78	-	-

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司运行加强对费用的管控，低成本运营模式更为成熟。2018 年及 2019 年第一季度，公司期间费用合计分别为 6.50 亿元和 1.70 亿元，同比分别下降 12.33% 和上升 3.66%；期间费用率分别为 4.96% 和 4.67%，同比分别下降 1.80 个百分点和 0.41 个百分点。2018 年公司财务费用同比下降 56.35% 至 0.84 亿元，主要系利息收入的增加；同期公司管理费用同比增长 7.83% 至 2.02 亿元，主要系职工薪酬增加，管理费用率为 2.34%，同比小幅上升 0.05 个百分点，仍处于较低水平。2018 年公司研发费用同比增长 63.13% 至 1.05 亿元，主要为研发人员工资薪酬，为提升经营效率，减少运营成本，近年来公司持续在升级完善业务系统、运行系统及辅助系统的各项 IT 技术环节中有所投入。2018 年公司销售费用同比下降 12.94% 至 2.60 亿元，主要系公司由数字营销转为更注重性价比的投放策略，同期广告费同比下降 45.47% 至 0.55 亿元。2019 年第一季度，公司销售费用同比下降 24.92% 至 0.53 亿元，费用管控能力持续增强。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益	-0.91	-0.15	-0.21	0.04	-0.19
其中：外汇远期合约及贷款利率掉期合约 交割净收益	-	-0.16	-0.14	0.05	-0.18
处置长期股权投资产生的投资收益			-0.02	-	
合营企业		0.01	-0.05	-0.01	-0.01
营业外收入	9.34	0.55	0.87	0.01	0.00
其中：航线补贴	6.61	-	-	-	-
财政补贴	2.41	0.09	0.31	0.00	-
超出结算期的票证结算款	0.26	0.39	0.38	-	-
其他收益	-	10.19	13.03	1.89	1.89
其中：航线补贴	-	8.45	10.34	1.59	1.84
财政补贴	-	1.74	2.69	0.30	0.50
公允价值变动损益	-	-0.12	0.26	-0.12	0.01

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理，四舍五入后尾数或存在差异。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司投资净收益分别为 -0.21 亿元和 0.04 亿元，2018 年呈现净亏损状态，主要系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。2018 年及 2019 年第一季度，公司公允价值变动净收益分别为 0.26 亿元和-0.12 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。近年来公司获得较大规模的来自地方政府、机场以及民航局的航线补贴和财政补贴，2018 年及 2019 年第一季度，公司分别获得其他收益 13.03 亿元和 1.89 亿元。其中，2018 年其他收益中航线补贴和财政补贴分别为 10.34 亿元和 2.69 亿元，同比分别增长 22.43%和 54.63%。2018 年公司营业外收入为 0.87 亿元，主要为超出结算期的票证结算款 0.38 亿元以及与收益相关的财政补贴 0.31 亿元。

汇率风险管理上，航空公司外币负债普遍规模较大，汇率风险管理压力大。截至 2018 年末，该公司存在 28.05 亿元等值人民币美元负债和 2.01 亿元等值人民币日元负债，公司通过匹配足量外币资产严格管理外币资产负债敞口。2018 年公司净汇兑损失为 0.35 亿元，保持中性的汇兑敞口。

2018 年和 2019 年第一季度，该公司净利润分别为 15.03 亿元和 4.75 亿元，受益于主营业务的稳健增长及补贴的有效补充，净利润分别同比上升 19.12%和 23.09%，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，公司未来引进计划均为 NEO 机型，以不断提升节油能力。未来三年，公司资本性支出计划集中于飞机购买。

图表 15. 公司未来三年飞机引进计划

引进方式	2019 年	2020 年	2021 年
购买	12 架 A320NEO 型	12 架 A321 NEO 型	3 架 A321 NEO 型, 10 架 A320 NEO 型
经营租赁	3 架 A320NEO 型	-	-
经营租赁到期	6 架	2 架	8 架

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

管理

2018 年 2 月该公司完成非公开发行股票，实收资本增加，控股股东和实际控制人无变化。跟踪期内公司在管理制度和部门设置等方面无重大变化。

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²A 股股票实际发行人民币普通股

² 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。

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。2018 年公司共使用募集资金 29.77 亿元，其中 24.92 亿元用于置换前期已预先投入的自筹资金，闲置募集资金 9.65 亿元暂时补充流动资金。截至 2019 年 3 月末，公司实收资本为 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，王正华仍为公司的实际控制人。公司产权状况详情见附件一。

除此之外，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。截至 2019 年 3 月末，公司前十大股东持股无质押情况。

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 2019 年 4 月 24 日，公司无违约欠息情况发生。

图表 16. 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	2019.4.24	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.4.24	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：“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，该公司完成定增并募集较大量资金，资本实力显著增强；期间公司新增短期借款规模较大，但公司货币资金存量较为充裕，即期债务偿付有保障。此外，公司主营业务现金回笼能力较强，经营性现金流状况持续表现良好，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 2018 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。

该公司从编制 2018 年度财务报表起执行财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对财务报表的相关列报项目进行了修订。

该公司编制 2019 年第一季度报告时，根据财政部关于印发修订《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》的通知（财会〔2017〕7 号）和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）的规定，对财务

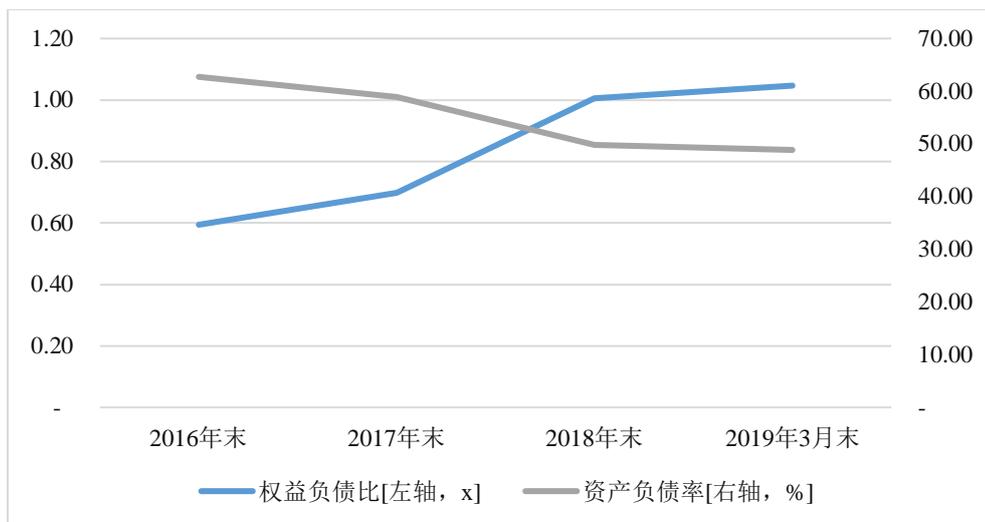
报表的相关列报项目进行了修订。

2018年，该公司设立全资子公司石家庄春航商务服务有限公司，注册资本为人民币1000万元（截至2018年末已出资人民币400万元）。截至2018年末，公司合并范围内子公司共14家，较上年末增加一家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



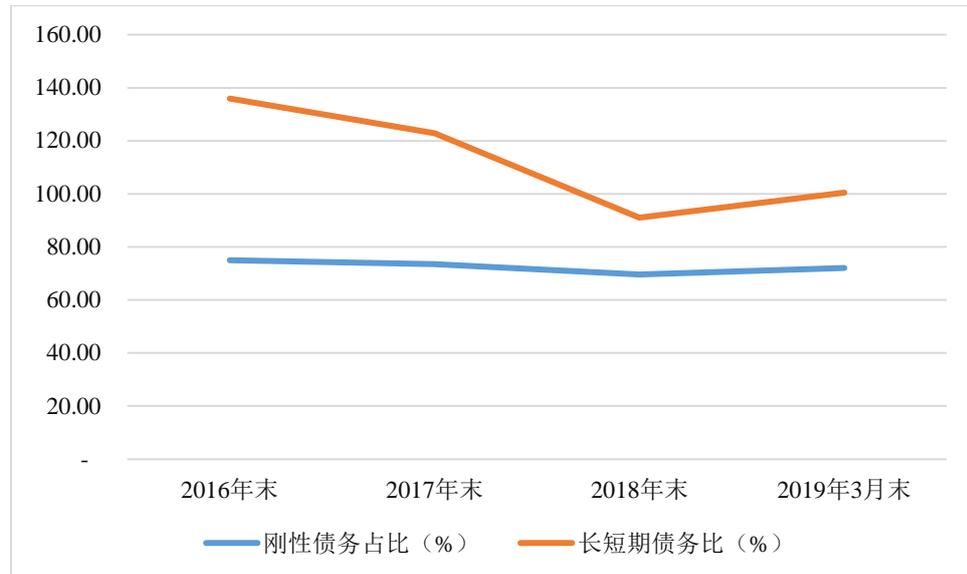
资料来源：根据春秋航空所提供数据绘制。

跟踪期内，得益于定增的完成与经营积累，该公司负债规模有所扩张但资产负债率持续下降。2018年末及2019年3月末公司负债总额分别为132.51亿元和133.74亿元，分别较上年末增加9.16%和0.93%；同期末公司资产负债率分别为49.86%和48.86%，分别较上年末下降9.06个百分点和1.00个百分点，2018年末下降较多主要系定增完成所致。2018年末和2019年3月末公司权益负债比分别为1.01倍和1.05倍，权益资本对债务的覆盖程度进一步提升。

2018年末及2019年3月末，该公司所有者权益分别为133.25亿元和140.01亿元，分别较上年末增长57.43%和5.07%。随着非公开发行股票募集完成，2018年末公司实收资本较上年末增长14.53%至9.17亿元，募集资金超出新增股本以及部分计入资本公积金，期末为资本公积金48.97亿元，较上年末增加33.44亿元。2018年末及2019年3月末，公司未分配利润分别为69.74亿元和74.49亿元，占期末所有者权益的比率分别为52.34%和53.20%，随着资本实力的增加，公司权益资本结构稍有改善。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	92.40	89.26	92.24	96.34
应付账款 (亿元)	3.26	4.26	6.00	6.25
预收账款 (亿元)	9.69	8.40	11.82	8.03
长期应付款 (亿元)	6.72	6.91	8.06	8.16
刚性债务占比 (%)	74.98	73.53	69.61	72.03
应付账款占比 (%)	2.64	3.51	4.53	4.67
预收账款占比 (%)	7.86	6.92	8.92	6.01
长期应付款占比 (%)	5.45	5.69	6.09	6.10

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。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 91.03% 和 100.57%，2018 年公司新增短期借款较多，债务期限结构有待改善。

从债务构成来看，跟踪期内该公司负债仍以刚性债务为主，2018 年末及 2019 年 3 月末刚性债务余额分别为 92.24 亿元和 96.34 亿元，分别较上年末增长 3.34% 和 4.45%，刚性债务规模随公司业务发展而扩张；刚性债务分别占负债总额的比率为 69.61% 和 72.03%。同期末公司预收款项分别为 11.82 亿元和 8.03 亿元，分别较上年末增长 40.68% 和下降 32.02%，主要为预收票款，受业务量影响及结算时点影响而有所变动；同期末公司应付账款分别为 6.00 亿元和 6.25 亿元，分别较上年末增长 40.69% 和 4.14%，主要系航线运行量增加导致的应付起降费增加所致；同期末公司长期应付款分别为 8.06 亿元和 8.16 亿元，分别较上年末增长 16.71% 和 1.21%，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以及计提经营性租赁飞机及发动机退租检修准备金。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	30.09	31.76	39.21	39.41
其中: 短期借款	12.05	16.41	26.95	26.03
一年内到期的长期借款	16.86	13.81	10.90	11.97
应付利息	0.82	0.81	1.05	1.11
交易性金融负债	-	0.42	0.04	0.04
其他短期刚性债务	0.37	0.31	0.27	0.27
中长期刚性债务合计	62.30	57.50	53.02	56.93
其中: 长期借款	38.64	34.10	29.84	33.80
应付债券	22.88	22.93	22.98	22.99
其他中长期刚性债务	0.78	0.47	0.20	0.13

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, 该公司刚性债务仍以中长期刚性债务为主, 2018 年末及 2019 年 3 月末、中长期刚性债务余额分别为 53.02 亿元和 56.93 亿元, 占刚性债务的比重分别为 57.49% 和 59.09%, 2018 年末占比较上年末下降 6.93 个百分点, 即期偿付压力有所增加。

从刚性债务构成看, 该公司刚性债务主要由长短期银行借款及应付债券构成。2018 年末及 2019 年 3 月末公司长短期银行借款分别为 67.70 亿元和 71.80 亿元, 占期末刚性债务的比例分别为 73.40% 和 74.53%。由于采购飞机 (预付款) 借款增加, 2018 年末公司短期借款较上年末增长 64.29% 至 26.95 亿元, 其中信用借款大幅增加 21.76 亿元至 23.28 亿元, 保证借款大幅减少 11.22 亿元至 3.67 亿元, 由春秋国旅提供保证担保, 期末公司短期借款利率区间为 2.63-4.35%。2018 年末公司长期借款较上年末下降 12.48% 至 29.84 亿元, 主要为公司固定资产抵押的借款, 利率区间为 1.45-6.23%。同期末公司应付债券为 22.98 亿元, 与上年末基本持平, 为本期公司债券“16 春秋 01”, 至 2019 年 6 月已大部分完成回售。公司其他中长期刚性债务主要为应付融资租赁款, 2018 年末余额为 0.20 亿元, 金额相对较小。2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 125.21% 和 146.68%。公司存量货币资金充裕, 即期债务偿付保障程度高。

总体来看, 跟踪期内, 该公司债务规模扩张, 但随着非公开发行股票发行完成, 资产负债率明显下降; 公司债务期限结构短期内主要受飞机采购 (预付款) 融资所致。公司存量货币资金充裕, 即期债务偿付保障程度高。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	8.01	6.58	6.24	-
营业收入现金率（%）	133.11	124.83	121.90	106.48
业务现金收支净额（亿元）	10.85	15.45	19.36	2.25
其他因素现金收支净额（亿元）	9.55	7.57	9.60	3.89
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	20.40	23.02	28.96	6.13
EBITDA（亿元）	21.46	27.28	31.10	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.28	0.30	0.34	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.32	8.93	10.08	-

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。

该公司航空主业主要采取预收票款方式结算，主业收现能力较强。2018 年及 2019 年第一季度，公司销售商品、提供劳务分别收到现金 159.86 亿元和 38.75 亿元，同比分别增长 16.73% 和下降 1.01%；同期营业收入现金率分别为 121.90% 和 106.48%，分别同比下降 2.93 个百分点和 14.71 个百分点；2019 年第一季度营业收入现金率同比下降较多，主要系 2018 年春节时间相对较晚，票据集中结算延迟，使得 2018 年第一季度结转收入相对较少所致。2018 年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长 32.09% 至 97.12 亿元，主要系燃油等各项成本支出增加所致。2018 年及 2019 年第一季度，公司经营产生的现金流量净额分别为 28.96 亿元和 6.13 亿元，同比增长 25.81% 和 12.31%，经营活动现金流整体表现较好。

2018 年该公司 EBITDA 为 31.10 亿元，同比增长 14.01%，主要来自于利润总额的增加，固定资产折旧和利息支出费用也有所增加。2018 年公司 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖倍数分别为 0.34 倍和 10.08 倍，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（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.54	-0.11	-8.60	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长	-43.21	-25.21	-31.60	-8.11

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
期资产形成的净流入额				
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-7.17	-1.99	-14.93	4.57
投资环节产生的现金流量净额	-50.92	-27.30	-55.13	-3.55

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

2018年及2019年第一季度，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31.71亿元和8.12亿元，同比分别增长24.19%和下降32.26%，主要为购置飞机支出的款项，随交付时间点呈现一定波动。此外，2018年公司收到其他与投资活动有关的现金15.52亿元，同比增长29.05%，主要系公司收回上年购买的结构性存款13.50亿元；同期公司支付其他与投资活动有关现金30.45亿元，同比大幅增长117.32%，主要系公司购买结构性存款29.50亿元。2019年第一季度，受短期结构性存款滚动影响，公司收到、支付其他与投资活动有关现金分别为19.83亿元和15.26亿元。

2018年及2019年第一季度，该公司投资活动现金流仍呈现净流出，分别为55.13亿元和3.55亿元，未来随着公司机队规模的持续扩张，预计公司投资环节资金需求仍较大。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
吸收投资收到的现金	-	-	34.57	-
取得借款收到的现金	63.03	31.86	32.33	14.72
发行债券收到的现金	22.85	-	-	-
偿还债务支付的现金	56.80	34.23	30.60	10.34
筹资环节产生的现金流量净额	44.95	0.55	31.48	5.57

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过非公开发行股票及银行借款获得现金流入，以满足资金需求。2018年，公司吸收投资流入现金34.57亿元，为非公开发行股票获得的现金流入，用于满足后续机队扩充的需求。2018年及2019年第一季度，公司取得借款收到现金分别为32.33亿元和14.72亿元，分别同比增长1.48%和57.35%，2019年第一季度公司购机的资金需求较大，借款流入增加较多。此外，2019年第一季度，公司收到其他与筹资活动有关的现金2.08亿元，为收到的飞机预付款返还。2018年及2019年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为31.48亿元和5.57亿元。

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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	67.41	66.23	91.41	94.81
	34.31%	32.15%	34.40%	34.63%
其中：货币资金（亿元）	47.09	42.69	48.93	57.76
预付款项（亿元）	2.21	3.58	4.25	3.85
其他应收款（亿元）	14.16	16.82	33.88	29.47
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	129.05	139.79	174.34	178.94
	65.69%	67.85%	65.60%	65.37%
其中：固定资产（亿元）	96.70	106.91	104.54	104.40
在建工程（亿元）	16.68	17.39	44.81	48.34
可供出售金融资产（亿元）	0.50	0.53	9.87	-
其他权益工具投资（亿元）	-	-	-	12.55
其他非流动资产（亿元）	8.53	8.02	9.12	8.18
期末全部受限资产账面金额（亿元）	58.79	71.10	65.39	-
受限资产账面余额/总资产（%）	29.92	34.51	24.61	-

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，2018 年末及 2019 年 3 月末资产总额分别为 265.75 亿元和 273.75 亿元，较上年末分别增长 28.99% 和 3.01%。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 65.60% 和 65.37%。

2018 年末及 2019 年 3 月末该公司非流动资产分别为 174.34 亿元和 178.94 亿元，分别较上年末增长 24.71% 和 2.64%，主要为固定资产和在建工程。同期末公司固定资产分别为 104.54 亿元和 104.40 亿元，分别较上年末小幅下降 2.22% 和 0.14%，主要构成为飞机及发动机；同期末公司在建工程分别为 44.81 亿元和 48.34 亿元，2018 年末较上年末大幅增加 27.42 亿元，主要系预付引进飞机款项增加所致；2018 年末及 2019 年 3 月末公司其他非流动资产分别为 9.12 亿元和 8.18 亿元，分别较上年末增长 13.74% 和下降 10.32%，主要为经营租赁飞机大修储备金波动所致。此外，2018 年末公司可供出售金融资产较上年末大幅增加 9.34 亿元，为公司新增持有的南方航空股份有限公司（简称“南方航空”）股票；2019 年 3 月末，由于会计准则变更，计入“可供出售金融资产”核算的股权投资调整至“其他权益工具投资”，期末金额为 12.55 亿元。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动资产分别为 91.41 亿元和 94.81 亿元，分别较上年末增长 38.02% 和 3.71%，主要由货币资金和其他应收款构成。同期末公司货币资金余额分别为 48.93 亿元和 57.76 亿元，分别较上年末增长 14.61 和 18.04%，其中 2018 年末公司受限货币资金为 1.04 亿元，主要

为保证金，公司可动用货币资金充裕。2018 年末及 2019 年 3 月末公司其他应收款分别为 33.88 亿元和 29.47 亿元，2018 年末较上年末大幅增长 101.45%，其中应收保本结构性存款为 29.35 亿元，较上年末大幅增加 15.85 亿元，结构性存款利率为 3.95%-4.90%。

2018 年末，该公司受限资产除受限货币资金外，还包括为长期借款抵押物的固定资产，主要为飞机。期末公司全部受限资产账面金额为 65.39 亿元，占总资产的比例为 24.61%，较上年末下降 9.90 个百分点。

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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	129.05	121.54	131.79	142.18
现金比率 (%)	90.15	78.53	70.78	86.69

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 131.79% 和 142.18%；同期末现金比率分别为 70.78% 和 86.69%。跟踪期内定增完成后，部分闲置募集资金被用于补充流动资金，公司整体流动性有所好转。

6. 表外事项

截至 2019 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，2018 年及 2019 年第一季度，本部实现营业收入 130.34 亿元和 36.18 亿元，同比大幅增长 19.59% 和 12.74%；同期末本部资产总额分别为 275.43 亿元和 280.02 亿元，股东权益分别为 128.24 亿元和 134.71 亿元，2018 年末股东权益较上年末增长 56.27% 主要系非公开发行股票发行完成。公司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分别为 101.83 亿元和 101.11 亿元，主要集中于飞机资产。2018 年末及 2019 年 3 月末，本部负债总额分别为 147.19 亿元和 145.30 亿元，以非流动负债为主，其中应付融资租赁款分别为 35.99 亿元和 33.05 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。2018 年本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为 33.12 亿元、-56.76 亿元和 30.21 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 2019 年 3 月末，公司共获各商业银行授信额度 332.72 亿元，其中贷款授信为 285.58 亿元，未使用的贷款授信额度为 214.27 亿元，可用授信额度充足。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较好，可持续获得航线补贴收入。

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）	332.72	285.58	71.31	3.05%- 6.50%	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）	77.84	61.84	10.80	3.92%- 6.50%	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）	147.57	129.22	46.37	3.40%- 4.31%	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（%）	68	67	80		

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

跟踪评级结论

2018 年 2 月该公司完成非公开发行股票，实收资本增加，控股股东和实际控制人无变化。跟踪期内公司在管理制度和部门设置等方面无重大变化。

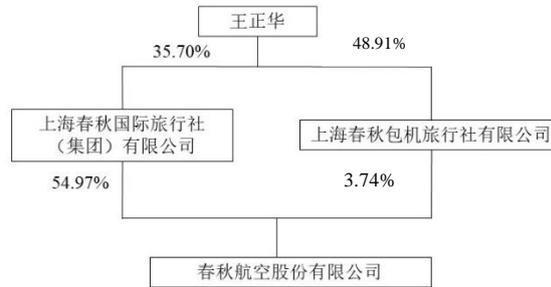
跟踪期内，航空出行需求稳定增长，该公司航空运力持续扩张，客运业务发展稳健，带动收入稳步增长。2018 年由于航油价格上涨影响公司主业盈利能力有所下降，但公司有效降低油耗，控制成本，低成本航空经营模式日趋成熟，发展势头较好。

跟踪期内，该公司完成定增并募集较大资金，资本实力显著增强；期间公司新增短期借款规模较大，但公司货币资金存量较为充裕，即期债务偿付有保障。此外，公司主营业务现金回笼能力较强，经营性现金流状况持续表现良好，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。

本评级机构将持续关注：（1）全球及国内宏观经济形势的变化；（2）低成本航空行业环境的发展形势；（3）航油价格变化趋势对该公司盈利能力的影响；（4）公司后续飞机引进情况及资本性支出安排。

附录一：

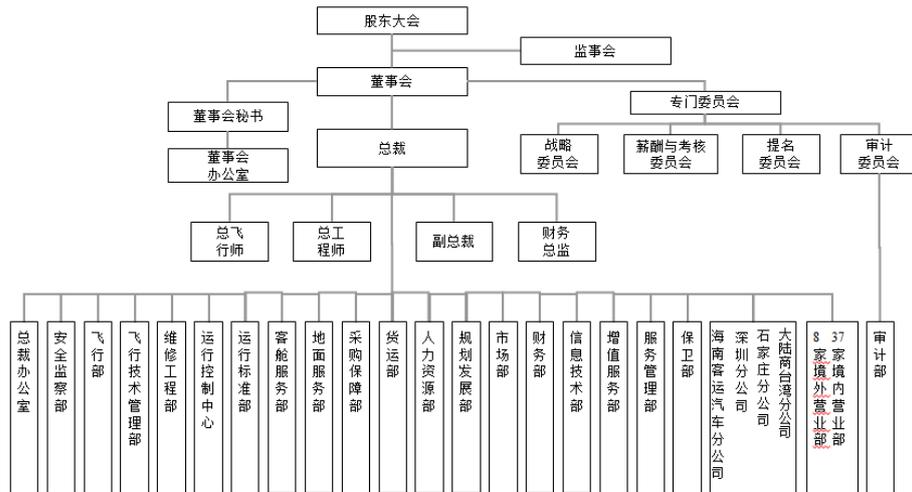
公司与实际控制人关系图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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	2018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 ³	春秋国旅	公司之控股股东	—	旅游服务	13.73	3.20	2.03	1.35	
春秋航空股份有限公司	春秋航空	本级	—	航空运输	275.43	128.24	130.34	12.60	母公司口径
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	0.27	0.19	0.10	0.05	
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	2.30	1.12	0.09	0.01	
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	3.74	2.14	0.77	0.23	
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	2.24	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	0.77	0.45	0.14	0.02	
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	0.10	0.05	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	0.22	0.21	0.14	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	0.37	0.01	0.43	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	51.73	7.74	3.94	1.94	
春秋国际控股(香港)有限公司	春秋香港	子公司	100.00	服务	13.28	2.07	0.00	0.17	
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	-	-	-	
上海春秋置业有限公司	春秋置业	子公司	100.00	房地产	0.01	0.00	-	0.02	
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	0.17	0.14	0.22	0.00	

注：根据春秋航空 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

³ 上海春秋国际旅行社(集团)有限公司 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	196.47	206.02	265.75	273.75
货币资金 [亿元]	47.09	42.69	48.93	57.76
刚性债务[亿元]	92.40	89.26	92.24	96.34
所有者权益 [亿元]	73.23	84.64	133.25	140.01
营业收入[亿元]	84.29	109.71	131.14	36.40
净利润 [亿元]	9.51	12.62	15.03	4.75
EBITDA[亿元]	21.46	27.28	31.10	—
经营性现金净流入量[亿元]	20.40	23.02	28.96	6.13
投资性现金净流入量[亿元]	-50.92	-27.30	-55.13	-3.55
资产负债率[%]	62.72	58.92	49.86	48.86
权益资本与刚性债务比率[%]	79.26	94.83	144.46	145.33
流动比率[%]	129.05	121.54	131.79	171.28
现金比率[%]	90.15	78.53	70.78	86.69
利息保障倍数[倍]	3.87	6.33	7.24	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	8.01	6.58	6.24	—
毛利率[%]	12.80	12.14	9.68	17.24
营业利润率[%]	3.43	14.56	14.63	17.46
总资产报酬率[%]	8.76	9.60	9.47	—
净资产收益率[%]	13.71	15.98	13.79	—
净资产收益率*[%]	13.71	15.98	13.79	—
营业收入现金率[%]	133.11	124.83	121.90	106.48
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	39.99	43.13	46.76	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.98	-3.50	-20.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.32	8.93	10.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.28	0.30	0.34	—

注：表中数据依据春秋航空经审计的2016~2018年度及未经审计的2019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总论》（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。