

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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100500】

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+/2020 年 6 月 28 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 13 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	19.22	26.22	44.64	48.95
刚性债务	104.36	108.49	104.23	126.70
所有者权益	82.06	128.24	143.72	139.54
经营性现金净流入量	5.81	33.12	19.34	-12.02
合并口径数据及指标:				
总资产	206.02	265.75	293.67	300.44
总负债	121.39	132.51	143.25	154.02
刚性债务	89.26	92.24	96.86	119.54
所有者权益	84.64	133.25	150.41	146.41
营业收入	109.71	131.14	148.04	23.84
净利润	12.62	15.03	18.38	-2.28
经营性现金净流入量	23.02	28.96	34.36	-8.93
EBITDA	27.28	31.10	35.85	—
资产负债率[%]	58.92	49.86	48.78	51.27
权益资本与刚性债务 比率[%]	94.83	144.46	155.29	122.48
流动比率[%]	121.54	131.79	112.37	109.73
现金比率[%]	78.53	70.78	89.24	87.53
利息保障倍数[倍]	6.33	7.24	7.27	—
净资产收益率[%]	15.98	13.79	12.96	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	43.13	46.76	44.10	—
非筹资性现金净流入 与负债总额比率[%]	-3.50	-20.62	8.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.93	10.08	9.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.34	0.38	—

注:根据春秋航空经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

王树玲 wangsl@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 跟踪评级反映了跟踪期内春秋航空主业中长期发展能力与态势、业务运营能力及资金储备等方面仍具有一定优势,同时也反映了公司在疫情影响下经营获现能力与经营业绩、债务期限结构等方面面临的压力加大。

主要优势:

- **行业中长期发展态势仍较好。**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。中长期看,随着国民经济的发展和居民可支配收入的提升,我国航空运输业仍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。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,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。
- **仍保持相对较好的财务状况。**受益于经营积累和前期资本补充,春秋航空资产负债率保持在相对较低水平;公司货币资金储备充裕,银行贷款授信较充足,财务层面抗短期经营冲击的能力较强。

主要风险:

- **新冠疫情对经营业绩与现金流冲击明显。**新冠疫情影响下,预计春秋航空全年经营业绩及现金流将受到较大的负面影响,经营承压明显。后续仍需持续关注公司应对疫情防控常态化的举措与效果,以及国际航线的恢复情况。
- **汇率及航油波动风险加大。**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。短期内，受新冠疫情、地缘政治等因素影响，油价及汇率波动或加剧，公司面临的成本控制压力将加大。

- 债务期限结构有待改善。近年来春秋航空刚性债务规模持续扩大，且呈现短期化，与其资产构成及业务的匹配程度弱化。作为市场地位相对偏弱的民营控股的航空运输企业，仍需持续关注公司债务期限结构短期化可能面临的融资环境不利变动风险。
- 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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，并于 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 2107800 手，回售金额为 21.08 亿元（不含利息），回售后数量为 192200 手，回售资金已于 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 2020 年 6 月 8 日，公司待偿债券本金余额为 13.92 亿元。

图表 1. 截至 2020 年 6 月 8 日，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
20 春秋航空 SCP0023	3.00	3.00	2.65	2020-06-05	—	2021-03-02
20 春秋航空 SCP002	3.00	3.00	2.85	2020-04-03	—	2020-12-29
20 春秋航空 (疫情防控 债)SCP001	6.00	6.00	2.85	2020-03-04	—	2020-11-29

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向

金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

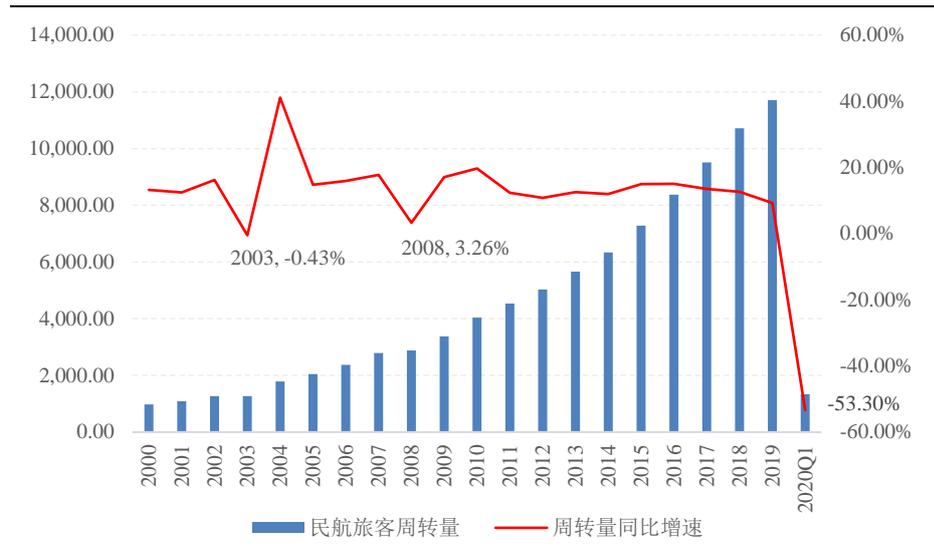
(2) 行业因素

受经济增长放缓、燃油价格波动以及内外部贸易摩擦的持续影响，2019 年以来我国航空运输业持续承压。2020 年初新冠疫情爆发，航空运输业受到极大冲击，全球各国及中国各地方政府出台的临时交通管制措施与隔离措施导致民航旅客数量明显减少，民航出行需求大幅缩减，航空公司大面积停飞，民航业运营形势严峻。随着疫情防控常态化，预计航空运输业将逐步适应新的经营环境，但整体承压仍很明显。

A. 行业概况

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。受经济增长放缓、燃油价格波动以及内外部贸易摩擦的冲击，2019 年以来我国航空运输业面临一定的盈利压力，但我国宏观经济运行总体平稳，居民收入稳步增长，为出行消费增长提供支撑，带动航空出行需求增长。根据国家统计初步核算数据，2019 年我国国内生产总值为 990865 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%；同期我国居民人均可支配收入 30773 元，比上年同期名义增长 8.9%，居民人均消费支出 21559 元，比上年同期名义增长 8.6%，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中有升。

图表 2. 近年来中国民航旅客周转量（单位：亿人公里）



资料来源：Wind

根据国家统计局发布的《2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年全年旅客运输周转量为35349.1亿人公里，较上年增长3.3%，其中民航旅客周转量11705.1亿人公里，较上年增长9.3%，增速再次放缓，占各种运输方式比例为33.1%，较上年上升1.8个百分点，民航在综合交通运输体系中的地位和作用有所提高。根据《2019年民航行业发展统计公报》，2019年我国航空运输业共完成运输总周转量1293.25亿吨公里、旅客运输量6.60亿人次、货邮运输量753.14万吨，同比分别增长7.2%、7.9%和2.0%，增速分别下降4.2个百分点、3.0个百分点和2.6个百分点。

图表 3. 近年来我国民航业发展概况

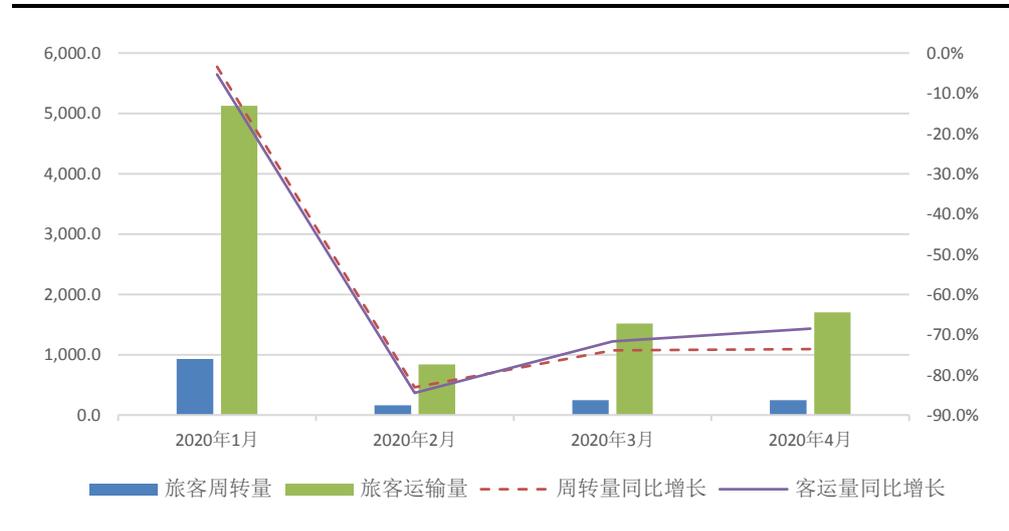
指标	2016年	2017年	2018年	2019年
期末定期航班航线数（条）	3794	4418	4945	5521
期末定期航班国内通航城市数（个）	214	224	230	234
期末行业运输飞机在册数（架）	2950	3296	3639	3818
运输总周转量（亿吨公里）	962.51	1083.10	1206.53	1293.25
旅客运输量（万人次）	48796.00	55156.80	61173.77	65993.42
货邮运输量（万吨）	668.00	705.80	738.51	753.14
飞机平均日利用率（小时）	9.41	9.49	9.36	9.33
正班客座率（%）	82.60	83.20	83.20	83.20
正班载运率（%）	72.70	73.50	73.20	71.60

数据来源：中国民用航空局、《2019年民航行业发展统计公报》、Wind

2020年初新冠疫情爆发，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，民航旅客数量显著减少，航空公司大面积停飞，民航业经济效益形势极为严峻。春运旺季遭受冲击且当前海外疫情严重政府加强航空管制，预计疫情将对航空运输业全年经营业绩及现金流产生很大的负面影响。根据民航局统计数据显示，2020年1-3月，民航旅客周转量分别为

928.3 亿人公里、162.1 亿人公里、和 246.1 亿人公里，同比分别下降 3.4%、83.1%和 73.9%；从飞机利用率来看，1-3 月飞机日飞行小时分别为 9.2 小时、2.7 小时和 3.7 小时，飞机利用率大幅下降。

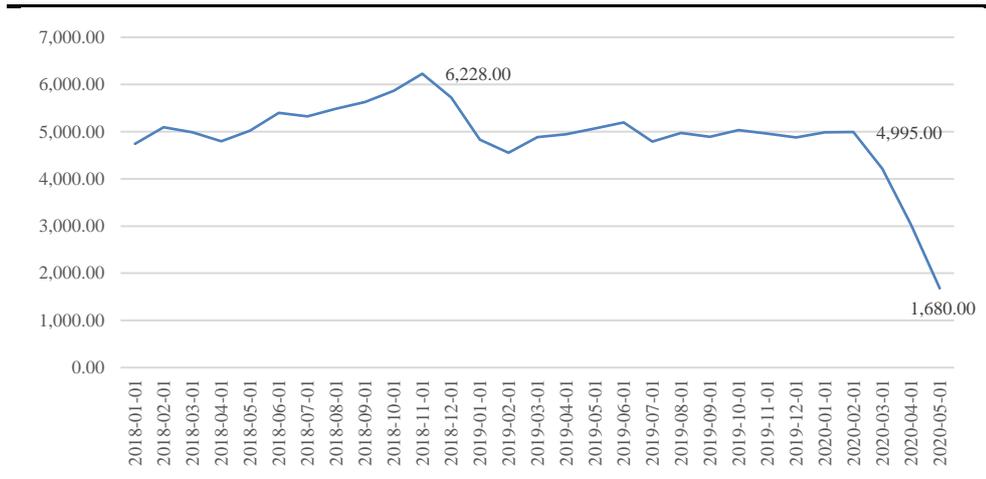
图表 4. 2020 年以来民航客运当月运行情况（单位：亿人公里、万人）



数据来源：Wind

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。根据国家发改委于 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），国家发改委决定自 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。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。2019 年油价呈现波动行情，1-4 月油价呈现单边上涨趋势，进入二季度后，受贸易摩擦加剧等因素，油价承压下行，下半年又因地缘政治紧张局势，油价出现大幅震荡行情，并延续至 2019 年年底。2020 年以来，受到新冠疫情叠加俄罗斯和沙特价格战双重影响，国际油价暴跌，根据 wind 数据显示，航空煤油出厂价已从 2020 年 2 月的 4995 元/吨下跌至 5 月的 1680 元/吨，预计会为航空公司节省一定程度的运营成本。

图表 5. 航空煤油出厂价含税（元/吨）



资料来源：新世纪评级整理

随着疫情防控常态化，航空运输企业正积极适应变化中的市场环境，尤其是国内航企，在疫情总体得到有效控制的情况下，国内航空运输市场得到一定程度恢复，且各级政府及金融机构给予支持力度较大，预计短期内的运营及财务压力将得到缓解。后续仍需关注国际航运市场恢复状况，以及对国际航线执飞量较大的航企的影响。

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。

为减轻新冠疫情影响，缓解民航业经济效益严峻形势，国家采取一系列扶

持政策。民航局表示，将已出台的免征航空公司应缴纳的民航发展基金政策落实到位。同时，继续向国家有关部门积极争取对民航企业疫情防控的财政补贴政策。出台进一步降低民航企业成本负担措施，对于执行疫情防控任务飞行的民航企业免收起降费机场航空性业务收费以及免收航路费空管收费。

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 6. 行业内核心样本企业基本数据概览(2019 年/末, 亿元, 亿人公里, 架, %)

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/带息债务(倍)	净利润	经营性净现金流
南方航空	1543.22	12.09	3440.62	2849.21	82.81	862	3066.46	74.87	0.24	30.95	381.22
中国国航	1361.81	16.84	2877.88	2331.76	81.02	699	2942.54	65.55	0.38	72.52	383.40
东方航空	1208.60	11.30	2702.54	2217.79	82.06	723	2829.36	75.12	0.28	34.83	289.72
海航控股	723.89	7.42	1743.45	1453.67	83.38	361	1965.35	68.40	0.12	7.55	137.33
吉祥航空	167.49	14.02	407.97	347.70	85.23	96	331.38	60.94	0.20	10.12	23.37
春秋航空	148.04	11.41	437.07	396.91	90.81	93	293.67	48.78	0.38	18.38	34.36

资料来源: Wind、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

汇兑损失风险

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月末达到谷值，随后缓慢回升，2019年人民币汇率依然呈现反复波动行情，人民币先升值后再阶梯式贬值。2020年以来，受疫情影响，美联储实施量化宽松政策，人民币兑美元汇率出现波动行情，各大航司仍面临一定的汇兑损失风险。

图表 7. 近年美元兑人民币汇率情况



资料来源：新世纪评级整理

新冠疫情冲击

受新冠疫情冲击，航班大量取消叠加客票价格下滑，客票收入大幅减少。另一方面，大规模的退票易造成航司短期流动性压力，免费退票政策实行以来，民航局数据显示，截至2月10日国内外航空公司共办理免费退票1900多万张，涉及票面总金额超过200亿元。

图表 8. 2020年第一季度，行业内核心样本企业受疫情影响程度(单位:亿元,%)

项目	南方航空	中国国航	东方航空	海航控股	吉祥航空	春秋航空
营业收入	211.41	172.56	154.54	68.89	23.80	23.84
同比	-43.82	-46.99	-48.58	-63.03	-42.40	-34.50
净利润	-60.10	-56.16	-41.91	-66.28	-4.95	-2.28
同比	-308.39	-273.50	-293.13	-634.58	-221.99	-148.11
经营活动产生的现金流量净额	-82.38	-87.17	-61.26	-20.32	-13.85	-8.93
同比	-261.94	-246.86	-214.83	-308.91	-937.90	-245.59

资料来源：Wind、新世纪评级整理

短期内航空公司流动性压力将加大，尤其对于退票规模过大的航空公司，易造成短期内经营性现金流净流出现象，因此疫情期间的信贷支持、自身的财务杠杆以及资金储备等核心要素成为此次抵御短期流动性风险的重点。鉴于上述原因，财务杠杆适中且具备一定规模资金储备的航空公司地位依然稳固，且随着疫情逐渐受到控制，航空需求释放，客座率以及票价也会逐步改善。但部分流动性本已紧张的航司，叠加此次疫情冲击后，其债务融资滚续或将进一步面临考验。

图表 9. 2020 年 1 月 1 日至 6 月 14 日，部分航司发行债券情况（单位：亿元，支）

债券发行情况	南方航空	中国国航	东方航空	深圳航空	厦门航空	四川航空	春秋航空
融资金额合计	440	125	417	75	48	31	12
发行债券数量合计	32	9	20	17	10	5	3

资料来源：Wind、新世纪评级整理

2. 业务运营

随着航空运力稳步扩张，该公司 2019 年营业利润进一步增长；但新冠疫情冲击下，航空出行需求大幅削弱，航班停飞，加之大规模退改票，公司 2020 年一季度同比由盈转亏，经营明显承压。作为低成本航空公司，公司相对较强的成本控制能力、油价下跌、税费减免等因素有助于其在一定程度上缓解经营压力。但仍需关注公司国际航线的恢复状况及后续影响。

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。2019 年民航行业保持了稳中有进的良好发展态势，公司航线、渠道及枢纽建设等方面均进一步拓展，运力持续扩张。2020 年第一季度受新冠疫情冲击，我国多地实施了延期复工、封城、隔离等措施，导致航空客运需求的持续减少，公司经营承压。2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现营业收入 148.04 亿元和 23.84 亿元，航空运输业务仍是公司主营业务，在营业收入中占比分别为 97.83% 和 97.72%。

图表 10. 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	东南亚/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 11. 公司主营业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	109.71	131.14	148.04	23.84	36.40
其中：主营业务收入（航空运输业务）	105.60	128.42	144.83	23.30	35.61
主营业务在营业收入中所占比重（%）	96.26	97.93	97.83	97.72	97.85

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
其中：(1) 航空客运业务	104.64	127.27	143.59	22.95	35.34
在营业收入中所占比重 (%)	95.38	97.05	97.00	96.27	97.09
(2) 航空货运业务	0.96	1.15	1.23	0.35	0.28
在营业收入中所占比重 (%)	0.88	0.88	0.83	1.45	0.76
毛利率 (%)	12.14	9.68	11.41	-12.96	17.24
其中：航空客运业务 (%)	9.83	8.53	10.28	-14.54	16.25
航空货运业务 (%)	9.83	8.53	10.28	-14.54	16.25

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

2019 年该公司航空客运业务发展稳健，完成旅客周转量 396.91 亿人公里，运输旅客 2239 万人次，分别同比增长 14.44% 和 14.70%，其中，国内航线完成旅客周转量 258.82 亿人公里，旅客运输量 1618.95 万人次，同比分别增长 11.10% 和 11.89%。

2020 年初，受新冠疫情冲击，多地实施了延期复工、封城、隔离等措施，国外大幅限制入境，航空客运需求的持续减少，2020 年第一季度，该公司完成旅客周转量 57.31 亿人公里，运输旅客 313 万人，分别同比下降 38.79% 和 40.04%，业务量明显缩减，公司经营承压。

图表 12. 近年来公司航空客运业务主要经营数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
可用座位公里数 (ASK) (万人公里)	3340029	3896538	4370653	790515	1015635
旅客周转量 (RPK) (万人公里)	3024804	3468281	3969122	573091	936223
旅客运输量 (万人)	1717	1952	2239	313	554
平均客座率 (%)	90.56	89.01	90.81	72.50	92.18
行业平均客座率 (%)	83.20	83.20	83.20	-	-
飞机日平均利用小时 (在册)	10.84	11.06	11.24	7.24	11.26
行业飞机日平均利用小时	9.49	9.36	9.30	-	-

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。公司作为低成本航空公司，继续采用空客 A320 单一机型系列飞机，2019 年共引进 12 架空客 A320neo 机型飞机，其中 3 架通过自行保有形式，9 架通过经营租赁形式。截至 2019 年末，公司合计运营飞机 93 架，其中自购 43 架，融资租赁 1 架，经营租赁 49 架，平均机龄为 5.09 年，成新率较高；从机型来看，其中 A320neo 机型飞机 13 架，A320ceo 机型 80 架；186 座客舱布局 58 架，180 座客舱布局 35 架。此外，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，全部为经营性租赁方式引进。

2020 年第一季度，该公司共增 2 架自购飞机、1 架经营租赁飞机，期末合计运营飞机 96 架。未来公司仍将进一步扩充机队规模，预期使机队保持平稳

增长，但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，并结合空客的实际交付能力与新冠疫情的发展做持续调整。随着公司机队运力的增长，关注未来飞机及发动机租赁折旧及维修费用的摊销对盈利的侵蚀影响。

图表 13. 2017 年末以来公司机队构成情况（单位：架）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
自行保有	40	40	43	45
融资租赁	1	1	1	1
经营租赁	35	40	49	50
合计	76	81	93	96

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，2019 年该公司客公里收益呈小幅下滑趋势，其中国内航线客公里收益同比微幅下降 0.44%，主要系当年新设的兰州基地以及下半年受行业宽体机运力投入增幅较大和周边地区政治局势影响较大的深圳基地影响；国际航线客公里收益同比下降 3.03%，主要系日韩航线则由于新增运力集中投放且过往票价基数较高收益水平有所下降；港澳台航线因下半年政治局势问题等因素，需求出现明显下滑，全年客公里收益同比下降 6.84%。

跟踪期内，为配合机队规模增长以及应对行业飞行员紧缺的现象，该公司持续加强飞行员的储备和建设。截至 2019 年末，公司飞行员（已进入公司飞行部门序列，下同）人数为 1165 名，其中机长人数为 504 名（含外籍机长 136 名）。2019 年，公司通过内部晋升及外部招聘方式净增加机长 55 名、副驾驶 92 名，现役机长和副驾驶年平均飞行小时数分别为 793.2 小时和 722.6 小时。此外，公司于 2019 年新引进 1 台飞行模拟机，截止 2019 年末，飞行模拟机总数达到 5 台，进一步加强飞行员的技术培训，严控安全事故的发生。

基地机场与航线资源

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，形成以上海基地为核心，江苏扬州和浙江宁波为支撑的华东枢纽。在国内各区域也继续设立区域基地，以深圳为核心、揭阳为支撑的华南机场枢纽，以石家庄机场为核心的华北机场枢纽和以沈阳机场为核心的东北枢纽，同时以 2019 年新投入运力的兰州和西安机场作为开拓西北区域的基石，未来亦将逐步增加西南重要城市的投入。国际航线则仍以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站。2019 年，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 46.7%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.5%。

图表 14. 2017 年末以来公司航线拓展情况¹

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
运营航线（条）	159	173	210	167
其中：国内航线	100	113	128	144
港澳台航线	7	8	13	3
国际航线	52	52	69	20

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。

通航城市（个）	94	90	93	74
定期航班班次（个/周）	2190	2442	2749	1626

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。

航线网络方面，2019 年末，该公司在飞航线共 210 条，其中国内航线 128 条，国际航线 69 条，港澳台航线 13 条。2020 年 3 月末，受新冠疫情冲击，各地封城、隔离等措施的影响，公司在飞航线减少 43 条，其中，国际航线减少 49 条，主要系受新冠疫情冲击多国封国所致，港澳台航线减少 10 条，国内航线较上年末仍增长 16 条，主要系公司把握复工后需求的回升，积极拓展返程商务航线；同期末公司通航城市为 74 个，较上年末减少 19 个。

2019 年，该公司总体可用座位公里同比上升 12.17% 至 437.07 亿人公里，其中国内、国际和港澳台航线同比分别增长 9.96%、16.51% 和 14.73%，国内外运力投放较为均衡，航线结构得到进一步稳固。国内、国际、港澳台航线可用座位公里占比分别为 64.09%、32.55% 和 3.35%，较去年相比无明显变动。

2020 年第一季度，该公司可用座位公里为 79.05 亿人公里，同比下降 22.17%，主要系航空需求降低导致航线减少所致；同期平均客座率为 72.50%，同比下降 19.69 个百分点，平均客座率水平在同行业中仍较好。

图表 15. 2020 年第一季度，行业内核心企业运营情况（单位：%、百分点）

项目	南方航空	中国国航	东方航空	海航控股	吉祥航空	春秋航空
同比（可用座位公里数）	-42.87	-42.2	-44.35	-61.67	-34.29	-22.17
同比（旅客周转量）	-53.17	-51.8	-54.38	-69.16	-48.46	-38.79
同比（旅客运输量）	-53.69	-51.8	-57.06	-70.83	-48.24	-40.04
同比（客座率）	-14.94	-13.6	-14.89	-16.54	-18.37	-19.69

资料来源：Wind、新世纪评级整理

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。2019 年公司单位营业成本为 0.30 元，同比下降 1.3%，主要系公司在时刻资源方面的协调及航线网络的优化方面推动飞机日平均利用小时（可用）同比上升 1.63%。2019 年公司航空运输业务成本为 129.93 亿元，同比增长 10.61%，其中航油成本仍为第一大成本，同比增长 3.99% 至 41.66 亿元，当期航油消耗量为 88.23 万吨，同比增长 10.05%，受益于单位油耗节约和航油价格下跌，单位航油成本同比有所下滑；同期起降费用为 24.24 亿元，受机场起降相关收费标准上涨以及国际航线比例增加而同比上升 25.53%。2019 年公司飞机及发动机租赁折旧费用和维修成本分别上升 11.99% 和 16.63% 至 20.18 亿元和 6.10 亿元，随着公司对机组运力的扩张而上升。总体来看，由于机队运力增长和航线运行增加带来相应的运输成本增加，2019 年公司航空运输业务成本有所增长。

图表 16. 2017-2019 年公司主营业务主要成本构成情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航油成本	28.30	29.36	40.06	33.82	41.66	31.77
飞机及发动机租赁折旧费用	16.00	16.60	18.02	15.21	20.18	15.38
工资及福利费用	18.46	19.16	22.63	19.11	24.82	18.92
起降费用	16.64	17.26	19.31	16.30	24.24	18.48
维修成本	4.83	5.01	5.23	4.41	6.10	4.65
飞行员培训及补偿	1.62	1.68	2.09	1.76	1.96	1.49
民航建设基金	2.92	3.03	3.31	2.79	2.69	2.05
其他成本	6.45	6.69	6.84	5.78	8.30	6.34
合计	95.22	98.79	117.47	99.18	129.93	99.08

数据来源：春秋航空年度报告，占比数为占总成本的比例

2020 年第一季度，该公司营业成本 26.93 亿元，同比减少 10.60%。为应对疫情冲击，公司严控成本开支，人力成本方面，机组人员薪酬与飞行小时挂钩，属于变动成本，降幅较大；而属于固定成本的员工薪酬则根据执飞航班量匹配轮岗率且对部分核心管理人员进行临时性降薪，同时国家出台一系列扶持政策使得公司社保相关费用得以延缓支出；此外，航油价格明显走低以及针对飞机租赁及维修等主要供应商延缓账期也适当地减缓了公司成本压力。

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，截止 2019 年底，公司网站注册用户数达到 4257 万名，同比增长 23.8%。2019 年，除包机包座业务以外的销售渠道占比中，电子商务直销（含 OTA 旗舰店）占比达到 91.9%，同比增长 1.2 个百分点；移动端占电子商务直销比例为 33.1%，其中微信小程序增幅最快，同比增长 36.8%。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 13.35 亿元，同比下降 1.64%，占当期营业收入的比例为 9.02%；接受机票代理销售业务及相关服务支付的代理费 0.02 亿元，同比下降 77.62%，占当期机票销售代理费用的 3.66%。

其他

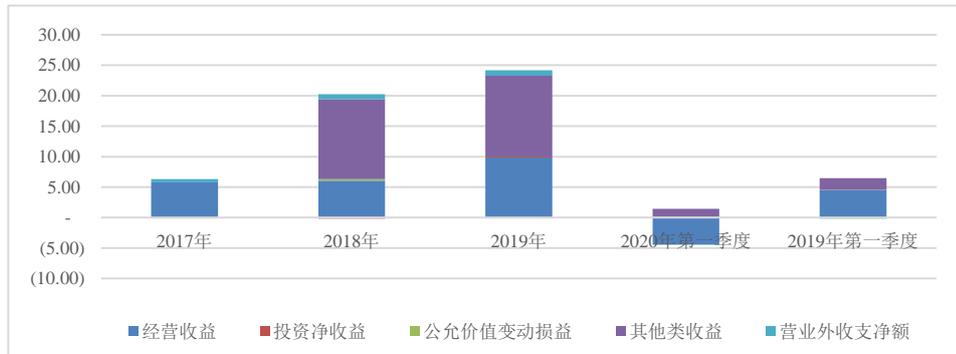
跟踪期内，该公司航空运输业务还包括航空货运业务，主要为客机腹舱载货，受益于（货邮运输量及运单价上升），2019 年实现营业收入 1.23 亿元，同比增长 7.08%，但业务规模仍较小；同期，公司航空货运业务毛利率为 10.28%。跟踪期内，公司其他业务收入仍主要为空中服务销售收入、地面客运收入、快速登机服务收入等航空辅助业务收入，占营业收入的比例为 2.17%，占比较小，2019 年公司其他业务收入为 3.21 亿元，同比增长 18.01%，主要系空中服务销售收入增加导致，空中服务销售仍为其他业务主要收入来源，2019 年实现营业收入 1.01 亿元，毛利率为 46.64%，盈利能力较好。

2020 年第一季度，因新冠疫情影响导致需求减少从而大幅削减航班，该公司其他业务收入作为航空辅助业务收入亦同比下降 30.63%；而航空货运方面，该公司加大货物承载，加之一些客户为了维护疫情期间供应链的正常运行，航

空货运市场需求增大，当期同比增长 25.31%。

(2) 盈利性

图表 17. 公司盈利来源结构（亿元）



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，该公司利润总额仍主要来自于经营收益和其他收益。2019 年公司实现营业毛利 16.89 亿元，受益于国际新航线的开辟，航空客运业务上升，同比增长 33.03%；当期综合毛利率为 11.41%，同比上升 1.73 个百分点，受益于单位油耗节约和航油价格下跌所致。

2020 年第一季度，该公司营业毛利较上年同期下降 9.36 亿元至 -3.09 亿元，主要系受新冠疫情冲击，公司大幅削减航班，但 2020 年 3 月以来国际油价单边大幅下行，一定程度上降低了航空公司运营成本。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	109.71	131.14	148.04	23.84	36.40
毛利（亿元）	13.32	12.70	16.89	-3.09	6.27
期间费用率（%）	6.76	4.96	4.58	5.52	4.67
其中：财务费用率（%）	1.75	0.64	0.75	0.71	0.98
全年利息支出总额（亿元）	3.05	3.09	3.63	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.24	0.78	1.23	-	-

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司仍作为低成本航空公司，坚持加强对费用的管控。2019 年公司期间费用合计为 6.78 亿元，2019 年同比上升 4.32%，主要系利息收入减少导致的财务费用增长；当期期间费用率为 4.58%，同比下降 0.38 个百分点。2019 年受益于公司销售费用转为注重性价比的投放策略，当年单位销售费用同比下降 10.4%，机票销售代理费和广告费分别同比下降 9.65% 和 52.82%，但由于职工薪酬的上升，销售费用同比整体微幅上升 0.49%。2020 年第一季度，公司期间费用同比下降 22.59% 至 1.32 亿元，其中财务费用受益于手续费的减少同比下降 52.41%，管理费用受益于严格的预算缩减支出同比亦下降 45.70%。

但受新冠疫情冲击航线减少等因素影响，公司营业收入同比下降 34.50%，致使当期期间费用率同比上升 0.85 个百分点。总体来看，公司费用管控能力持续增强。

图表 19. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	-0.15	-0.21	0.12	0.02	0.04
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	0.07	0.02	0.05
其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入	-	-	0.07	-	-
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	-0.02	0.00	-0.01
营业外收入	0.55	0.87	0.97	0.00	0.01
其中：财政补贴	0.09	0.31	0.09	0.00	0.00
超出结算期的票证结算款	0.39	0.38	0.63	-	-
其他收益	10.19	13.03	13.54	1.36	1.89
其中：航线补贴	8.45	10.34	11.05	0.54	1.59
财政补贴	1.74	2.69	2.49	0.82	0.30
公允价值变动损益	-0.12	0.26	-0.16	0.03	-0.12

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。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别获得其他收益 13.54 亿元和 1.36 亿元，主要为航线补贴和财政补贴，同期航线补贴分别为 11.05 亿元和 0.54 亿元，主要系公司在扬州泰州机场和石家庄机场等基地及目的地获得机场或当地政府的补贴；同期营业外收入分别为 0.97 亿元和 0.00 亿元，主要对超出结算期的票证结算款和财政补贴。2019 年及 2020 年第一季度，公司获得政府补助合计分别为 13.63 亿元和 1.36 亿元，能为公司盈利起到较好地补充。此外，2019 年及 2020 年第一季度，公司投资净收益分别为 0.12 亿元和 0.02 亿元，主要来自外汇远期合约及贷款利率掉期合约交割。

汇率风险管理上，该公司通过签订外汇远期合约和贷款利率掉期合约降低部分外币结算费用相关的汇率风险和贷款的浮动利率变动风险。截至 2019 年末，公司持有的美元外汇远期合约的名义金额为 0.08 亿美元，合同将于 2020 年到期；持有的美元贷款利率掉期合约的名义金额为 0.56 亿美元，人民币贷款利率掉期合约的名义金额为 2.98 亿元，合同将于 2020 年至 2025 年到期。2020 年，公司计划继续保持外币资产负债敞口管理，维持汇率中性管理，通过持有美元和日元头寸、持续滚动购入远期外汇合约在内的一揽子方案来控制美元和日元资产负债敞口；未来新增负债预计采用人民币借款方式。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司净利润分别为 18.38 亿元和 -2.28 亿元；2019 年总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.45% 和 12.96%，分别同比下降 0.02 个百分点和 0.83 个百分点，盈利能力小幅下滑。需关注疫情冲击之下公司

后续经营收益恢复情况。

(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，仍将坚持采用空客 A320 单一机型系列飞机，以不断提升节油能力。根据目前已签署的购买与租赁飞机协议及意向性协议，公司未来三年飞机引进计划如下表所示，但由于新冠疫情影响，将结合空客的实际交付能力、新冠疫情的发展及市场供需进行持续调整。

图表 20. 公司未来三年飞机引进计划

引进方式	2020 年	2021 年	2022 年
引进	12 架 A320 系列	15 架 A320 系列	12 架 A320 系列
经营租赁到期	2 架 A320 系列	7 架 A320 系列	11 架 A320 系列

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人无变化，产权结构较为清晰，在管理制度和部门设置等方面无重大变化，能够满足公司日常经营活动需要。

截至 2020 年 3 月末，该公司实收资本为 9.17 亿元，春秋国旅持有公司 54.98% 股份，仍为公司控股股东；王正华分别通过持有春秋国旅 35.70% 的股权和上海春秋包机旅行社有限公司（简称“春秋包机”）48.91% 的股权间接持有公司 21.46% 股权，仍为公司的实际控制人。公司产权状况详情见附件一。

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，公司非公开发行 A 股股票实际发行人民币普通股 116317713 股，每股发行价格人民币 30.09 元，募集资金总额为人民币 35.00 亿元，扣除承销保荐费及其他发行费用（含税）后，实际募集资金净额为人民币 34.57 亿元，其中新增实收资本人民币 1.16 亿元。截至 2020 年 3 月末，上述募集资金投资已用于购置 10 架空客 A320 飞机、8 架空客 A320neo 飞机、1 台 A320 飞行模拟机，募集资金全部使用完毕。此外，公司第一期限限制性股票激励计划第二个解锁期因业绩条件考核未达成及部分激励对象离职等原因合计回购注销 170000 股，并于 2019 年内完成注销。

2020 年 4 月该公司召开第三届董事会第二十一次会议审议通过了《关于向春秋航空日本株式会社增资的议案》，同意公司以货币形式向春秋航空日本株式会社（简称“春航日本”）增资不超过 7.50 亿元人民币的等值日元，用以缓解春航日本由于新冠疫情的爆发和持续而加重的运营资金压力。目前已授

权公司管理层在上述额度内根据春航日本实际资金需求情况就增资价格和增资金额与各方进行谈判，并签署相关法律文件，办理增资相关事宜。因公司实际控制人王正华与春航日本董事长王炜为父子关系，上述增资构成关联交易。

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 2020 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 2020 年 5 月 15 日，公司无违约欠息情况发生。

图表 21. 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	2020.5.15	不涉及	无	不涉及	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.15	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

该公司主营业务现金回笼能力较强，但受新冠疫情冲击，2020 年一季度出现经营亏损，加之大规模客票退改，经营性现金流状况不佳；跟踪期内公司负债仍以刚性债务为主，债务期限呈短期化，受益于公司保守财务策略，货币资金存量较为充裕，对即期债务偿付有保障。

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 2019 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。

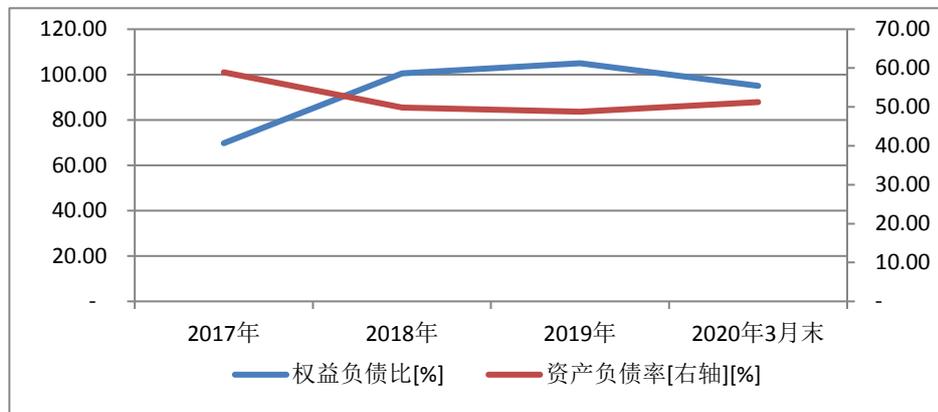
该公司从编制 2019 年度财务报表起执行财政部于 2019 年颁布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2019]6 号)及修订后的《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》和《企业会计准则第 12 号——债务重组》，对财务报表的相关列报项目进行了修订。

2019 年，该公司设立全资子公司上海春晶企业管理有限公司和上海绿翼职业技能培训有限责任公司，注册资本分别为人民币 1200 万元和 100 万元。截至 2019 年 12 月 31 日，分别现金出资人民币 1 万元和 100 万元。截至 2019 年末，公司合并范围内一级控股子公司共 16 家，较上年末增加两家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 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，随着运力的扩张，该公司负债规模进一步增长，同比增长 8.11% 至 2019 年末的 143.25 亿元，但受益于经营积累和权益资本的更快增长，同期末资产负债率同比下降 1.08 个百分点至 48.78%。2020 年第一季度，新冠疫情冲击下形成的营运资金缺口较大，当期负债规模继续增长 7.52% 至 154.02 亿元，资产负债率较上年末上升 2.49 个百分点至 51.27%。

2019 年及 2020 年 3 月末该公司所有者权益分别为 150.41 亿元和 146.41 亿元，较上年末分别增长 12.88% 和下降 2.66%，增减变动主要系持有南方航空市值变化导致其他综合收益的变动所致；期末未分配利润占所有者权益比重分别为 57.39% 和 57.69%。此外，2019 年公司回购部分股份使得当年股本微降 0.02%²。

² 截止春秋航空年报披露日，该公司工商登记的总股本为 916,742,713 股，2019 年 12 月 30 日公司完成股权激励限制性股票回购注销手续，总股本变更为 916,727,713 股，截止春秋航空年报披露日，工商变更登记工作仍未完成。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



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。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司以流动负债为主，2019 年及 2020 年 3 月末分别为 86.50 亿元和 94.99 亿元，同期末长短期债务比分别为 65.62% 和 62.14%，其中 2019 年末较上年末下降 25.42 个百分点。为应对疫情冲击，截至本报告出具日，公司已发行三期超短期融资券以缓解资金压力。

从债务构成来看，跟踪期内该公司负债仍以刚性债务为主，2019 年末及 2020 年 3 月末刚性债务余额分别为 96.86 亿元和 119.54 亿元，分别较上年末增长 5.02% 和 23.41%，其中 2020 年 3 月末增幅较大主要系受新冠疫情冲击，短期筹资需求增加导致当期短期借款增长所致；刚性债务分别占负债总额的比率为 67.62% 和 77.61%。同期末公司预收款项分别为 13.54 亿元和 3.89 亿元（合同负债，公司执行新收入准则将原预收款项科目金额计入合同负债科目），主要系已出售但尚未提供相关运输服务的票款，因受新冠疫情冲击，预售票款大幅减少；同期末公司应付账款分别为 7.31 亿元和 6.73 亿元，分别较上年末增长 21.93% 和减少 7.98%，2019 年有所增长主要系航线运行量增加导致的应付起降费及应付航空辅助物资采购款增加所致，2020 年 3 月末受航线

运行量减少及起降费优惠而有所下降；同期末公司长期应付款分别为 9.13 亿元和 9.50 亿元，分别较上年末增长 13.22% 和 4.09%，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，随着公司机组运力的增长而呈增长态势。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	31.76	39.21	51.71	72.54
其中：短期借款	16.41	26.95	34.57	44.99
一年内到期的长期借款	13.81	10.90	16.05	19.30
应付利息	0.81	1.05	0.77	0.91
交易性金融负债	0.42	0.04	-	-
其他短期刚性债务	0.31	0.27	0.32	7.35
中长期刚性债务合计	57.50	53.02	45.15	46.99
其中：长期借款	34.10	29.84	42.58	44.45
应付债券	22.93	22.98	1.92	1.92
其他中长期刚性债务	0.47	0.20	0.65	0.62

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，随着“16 春秋 01”于 2019 年 6 月已大部分完成回售，该公司刚性债务转为以短期刚性债务为主，2019 年末及 2020 年 3 月末、短期刚性债务余额分别为 51.71 亿元和 72.54 亿元，占刚性债务的比重分别为 53.38% 和 60.69%，较上年末分别上升 10.87 个百分点和 7.30 个百分点，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 149.28% 和 114.62%。受益于公司存量货币资金充裕，即期债务偿付保障程度仍很高。

从刚性债务构成来看，该公司刚性债务主要为银行借款，2019 年末及 2020 年 3 月末公司银行借款合计分别为 93.20 亿元和 108.74 亿元，占期末刚性债务的比例分别为 96.22% 和 90.96%，其中 2019 年末占比较上年末上升 22.82 个百分点，主要系公司债券“16 春秋 01”于 2019 年 6 月已大部分完成回售，债券余额由 22.98 亿元下降为 1.92 亿元。跟踪期内，公司长短期银行借款均有所增加，2019 年末分别增加 28.26% 和 42.68%，主要系飞机预付款增加所致，从借款性质来看，2019 年末公司银行借款以信用借款和抵押借款为主，分别占银行借款比重为 55.24% 和 44.76%，当期抵押借款主要系公司以账面价值为 83.66 亿元的飞机作抵押。2020 年 3 月末，银行借款较上年末增长 16.67%，主要系受新冠疫情冲击短期筹资需求增大，导致短期借款大幅增长 30.15%，当期末公司短期借款利率区间为 3.00~3.92%，长期借款利率区间为 1.45~5.04%。此外，公司其他中长期刚性债务主要为应付融资租赁款，2019

年末余额为 0.65 亿元，金额相对较小。

总体来看，跟踪期内，该公司债务规模持续扩张，且债务短期化程度升高，但公司整体负债水平仍相对较低，且存量货币资金充足，短期内的债务偿付保障程度仍高。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	6.58	6.24	7.07	-
营业收入现金率（%）	124.83	121.90	118.14	75.72
业务现金收支净额（亿元）	15.45	19.36	22.54	-12.33
其他因素现金收支净额（亿元）	7.57	9.60	11.82	3.40
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	23.02	28.96	34.36	-8.93
EBITDA（亿元）	27.28	31.10	35.85	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.30	0.34	0.38	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.93	10.08	9.86	-

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。2019 年及 2020 年第一季度，公司销售商品、提供劳务分别收到现金 174.89 亿元和 18.05 亿元，同比分别增长 9.40% 和下降 53.42%，2020 年第一季度大幅减少主要系受新冠疫情冲击预售票款大幅减少；同期营业收入现金率分别为 118.14% 和 75.72%，分别同比下降 3.76 个百分点和 30.76 个百分点，2020 年第一季度营业收入现金率同比下降较多，主要系受新冠疫情冲击票据集中结算延迟结转收入相对较少所致。2020 年第一季度公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降 21.96%，主要系受航线大幅削减，燃油等各项成本支出减少所致。综合上述因素，2019 年及 2020 年第一季度公司经营环节产生的现金流量净额分别为 34.36 亿元和 -8.93 亿元。总体来看，2019 年公司经营活动现金流整体较好，但 2020 年第一季度受新冠疫情冲击明显，需关注公司后续经营活动现金流恢复情况。

2019 年该公司 EBITDA 为 35.85 亿元，同比增长 15.25%，仍主要来自于利润总额的增加，同期末公司 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖倍数分别为 0.38 倍和 9.86 倍。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.11	-8.60	0.09	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-25.21	-31.60	-53.37	-10.90
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.99	-14.93	30.48	0.53
投资环节产生的现金流量净额	-27.30	-55.13	-22.80	-10.37

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

2019 年及 2020 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 53.42 亿元和 10.94 亿元，同比分别增长 68.46% 和 34.73%，主要为购置飞机支出的款项。2019 年公司收到其他与投资活动有关的现金 31.58 亿元，同比大幅增长 103.52%，主要系公司收回上年购买的结构性存款 29.50 亿元；同期公司支付其他与投资活动有关现金 1.11 亿元，同比大幅减少 96.37%，主要当期公司未购买结构性存款。2019 年及 2020 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净额分别为 30.48 亿元和 0.53 亿元。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资活动现金流仍呈现净流出，分别为 22.80 亿元和 10.37 亿元。中长期看，随着机队规模的持续扩张，预计公司投资环节资金需求仍较大；但短期内投资活动将会受到疫情因素制约。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
吸收投资收到的现金	-	34.57	0.06	-
取得借款收到的现金	31.86	32.33	71.11	38.05
偿还债务支付的现金	34.23	30.60	66.84	16.56
筹资环节产生的现金流量净额	0.55	31.48	15.54	25.20

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过银行借款获得现金流入，2019 年公司吸收投资流入现金 0.06 亿元，为子公司吸收少数股东投资收到的现金，同比大幅下降 99.83%，主要系上年公司非公开发行股票用于满足后续机队扩充的需求，2019 年无此项流入。2019 年及 2020 年第一季度，公司取得借款收到现金分别为 71.11 亿元和 38.05 亿元，同比分别增长 119.92% 和 158.59%，2019 年大幅增长主要系为满足机队扩充的需求，2020 年第一季度大幅增长主要系受新冠疫情冲击，短期筹资需求增加所致。此外，2020 年第一季度，公司收到其他与筹资活动有关的现金 4.64 亿元，为收到的飞机预付款返还。2019 年及

2020 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 15.54 亿元和 25.20 亿元。受疫情因素影响，公司经营环节出现较大资金缺口，加之期内扩充运力所导致的资金需求仍较大，主要通过新增债务融资以满足资金需求。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	66.23	91.41	97.20	104.24
	32.15%	34.40%	33.10%	34.69%
其中：货币资金（亿元）	42.69	48.93	77.19	83.15
预付款项（亿元）	3.58	4.25	11.27	9.95
其他应收款（亿元）	16.82	33.88	4.98	7.46
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	139.79	174.34	196.47	196.20
	67.85%	65.60%	66.90%	65.31%
其中：固定资产（亿元）	106.91	104.54	115.46	120.64
在建工程（亿元）	17.39	44.81	55.40	51.51
可供出售金融资产（亿元）	0.53	9.87	-	-
其他权益工具投资（亿元）	-	-	10.63	7.77
其他非流动资产（亿元）	8.02	9.12	9.22	9.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	71.10	65.39	85.71	-
受限资产账面余额/总资产（%）	34.51	24.61	29.18	-

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，2019 年末及 2020 年 3 月末资产总额分别为 293.67 亿元和 300.44 亿元，较上年末分别增长 10.50% 和 2.31%。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 66.90% 和 65.31%。

2019 年末及 2020 年 3 月末该公司非流动资产分别为 196.47 亿元和 196.20 亿元，较上年末分别增长 12.69% 和下降 0.14%，仍主要由固定资产和在建工程构成。同期末，公司固定资产分别为 115.46 亿元和 120.64 亿元，较上年末分别小幅上升 10.44% 和 4.49%，主要构成为飞机及发动机；在建工程分别为 55.40 亿元和 51.51 亿元，2019 年末较上年末增长 23.63%，主要系预付引进飞机款项增加所致；其他非流动资产分别为 9.22 亿元和 9.06 亿元，较上年末分别增长 1.10% 和下降 1.75%，主要为经营租赁飞机大修储备金波动所致。此外，由于会计准则变更，2019 年开始公司将原先计入“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”，2019 年末及 2020 年 3 月末其他权益工具投资分别为 10.63 亿元和 7.77 亿元，主要为所持有的南方航空股票 1.41 亿股和对北京民航合源投资中心（有限合伙）的投资。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动资产分别为 97.20 亿元和 104.24 亿元，分别较上年末增长 6.32% 和 7.24%，主要由货币资金、预付款项和其他

应收款构成。同期末公司货币资金余额分别为 77.19 亿元和 83.15 亿元，分别同比增长 57.76% 和 7.73%，其中 2019 年末公司受限货币资金为 2.04 亿元，主要为保证金，可动用货币资金充裕。2019 年末及 2020 年 3 月末公司预付款项分别为 11.27 亿元和 9.95 亿元，2019 年同比大幅增长 165.36%，主要系新增预付土地出让款所致；同期末其他应收款分别为 4.98 亿元和 7.46 亿元，其中 2019 年同比大幅下降 85.31%，主要系自银行购买的保本型理财产品 29.50 亿元到期收回，2020 年 3 月末同比增长 49.92% 主要系公司应收飞发预付款退回增加所致。

2019 年末，该公司受限资产除受限货币资金外，还包括用于长期借款抵押物的固定资产，主要为飞机。同期末公司全部受限资产账面金额为 85.71 亿元，占总资产的比例为 29.18%，较上年末增长 4.58 个百分点。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	121.54	131.79	112.37	109.73
现金比率 (%)	78.53	70.78	89.24	87.53

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理。

2019 年末该公司流动比率和现金比率分别为 112.37% 和 89.24%，较上年末分别下降 19.42 个百分点和上升 18.46 个百分点，流动比率较上年末有所下降主要系当期末使用短期借款购买飞机计入固定资产所致；2020 年 3 月末同比分别下降 2.64 个百分点和 1.71 个百分点至 109.73% 和 87.53%，主要系受新冠肺炎疫情冲击退票量大幅上升导致公司整体流动性减弱。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司无对外担保情况。

7. 集团本部财务质量

该公司主要由本部承担航空运输业务运营，资产、债务及业务集中于本部。公司设立有多家全资子公司，除春秋融资租赁及春秋香港外，规模均很小。

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 2020 年 3 月末，公司共获各商业银行授信额度 371.56 亿元，其中贷款授信为 296.18 亿元，未使用的贷款授信额度为 108.66 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 30. 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）	371.56	296.18	108.66	3%-4.41%	飞机固定资产贷款抵押，流动资金贷款信用和担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	78.62	62.62	18.37	3.3%-4.41%	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）	173.91	145.58	67.26	3%-4.41%	飞机固定资产贷款抵押，流动资金贷款信用和担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	67.96	70.30	78.81		

资料来源：根据春秋航空所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人无变化，产权结构较为清晰，在管理制度和部门设置等方面无重大变化，能够满足公司日常经营活动需要。

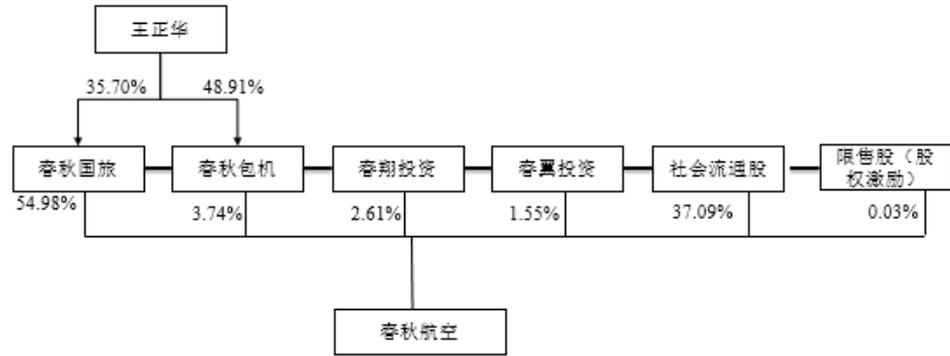
随着航空运力稳步扩张，该公司 2019 年营业利润进一步增长；但新冠疫情冲击下，航空出行需求大幅削弱，航班停飞，加之大规模退改票，公司 2020 年一季度同比由盈转亏，经营明显承压。作为低成本航空公司，公司相对较强的成本控制能力、油价下跌、税费减免等因素有助于其在一定程度上缓解经营压力。但仍需关注公司国际航线的恢复状况及后续影响。

该公司主营业务现金回笼能力较强，但受新冠疫情冲击，2020 年一季度出现经营亏损，加之大规模客票退改，经营性现金流状况不佳；跟踪期内公司负债仍以刚性债务为主，债务期限呈短期化，受益于公司保守财务策略，货币资金存量较为充裕，对即期债务偿付有保障。

本评级机构将持续关注：(1) 新冠疫情后续影响及公司应对举措与效果；(2) 债务融资环境变化；(3) 全球及国内宏观经济形势的变化；(4) 低成本航空行业环境的发展形势；(5) 航油价格变化趋势对该公司盈利能力的影响；(6) 该公司后续飞机引进情况及资本性支出安排。

附录一：

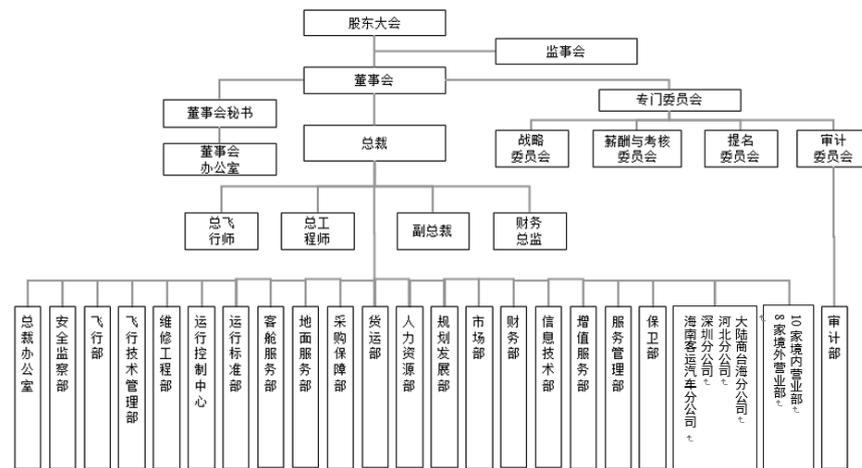
公司与实际控制人关系图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	6.71	1.20	19.19	-0.11	
春秋航空股份有限公司	春秋航空	本级	—	航空运输	295.97	143.72	147.03	16.75	母公司口径
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	2.10	1.14	0.13	0.02	
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	3.67	2.33	0.84	0.19	
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	55.29	9.03	6.89	1.28	
春秋国际控股(香港)有限公司	春秋香港	子公司	100.00	服务	23.27	2.15	0.00	0.08	

注：根据春秋航空 2019 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 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	206.02	265.75	293.67	300.44
货币资金 [亿元]	42.69	48.93	77.19	83.15
刚性债务[亿元]	89.26	92.24	96.86	119.54
所有者权益 [亿元]	84.64	133.25	150.41	146.41
营业收入[亿元]	109.71	131.14	148.04	23.84
净利润 [亿元]	12.62	15.03	18.38	-2.28
EBITDA[亿元]	27.28	31.10	35.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	23.02	28.96	34.36	-8.93
投资性现金净流入量[亿元]	-27.30	-55.13	-22.80	-10.37
资产负债率[%]	58.92	49.86	48.78	51.27
权益资本与刚性债务比率[%]	94.83	144.46	155.29	122.48
流动比率[%]	121.54	131.79	112.37	109.73
现金比率[%]	78.53	70.78	89.24	87.53
利息保障倍数[倍]	6.33	7.24	7.27	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	6.58	6.24	7.07	—
毛利率[%]	12.14	9.68	11.41	-12.96
营业利润率[%]	14.56	14.63	15.61	-12.58
总资产报酬率[%]	9.60	9.47	9.45	—
净资产收益率[%]	15.98	13.79	12.96	—
净资产收益率*[%]	15.98	13.79	12.96	—
营业收入现金率[%]	124.83	121.90	118.14	75.72
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	43.13	46.76	44.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.50	-20.62	8.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.93	10.08	9.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.34	0.38	—

注：表中数据依据春秋航空经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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实地调查和诚信义务，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。