

海南航空控股股份有限公司

2011 年公司债券

# 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)100612】

**评级对象:** 海南航空控股股份有限公司  
2011年公司债券

11海航02

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AAA/稳定/AAA/2019年6月27日

**前次跟踪:** AAA/稳定/AAA/2018年4月12日

**首次评级:** AA+/稳定/AA+/2011年3月28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				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	138.07	171.25	205.66	206.63
刚性债务	458.89	556.47	753.69	754.38
所有者权益	499.42	517.58	493.42	501.50
经营性现金净流入量	89.67	170.63	15.25	-14.41
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	1,481.44	1,973.48	2,047.35	2,034.10
总负债	802.68	1,233.91	1,359.85	1,337.42
刚性债务	648.60	997.20	1,092.30	1,081.55
所有者权益	678.76	739.57	687.50	696.68
营业收入	406.78	599.04	677.64	186.33
净利润	34.10	38.82	-36.48	12.40
经营性现金净流入量	122.87	129.60	92.25	9.73
EBITDA	116.09	149.13	62.84	-
资产负债率[%]	54.18	62.52	66.42	65.75
资产负债率*[%]	57.62	67.31	70.98	70.16
权益资本与刚性债务 比率[%]	104.65	74.16	62.94	64.41
流动比率[%]	89.85	63.22	43.85	45.07
现金比率[%]	65.70	54.18	30.61	31.68
利息保障倍数[倍]	1.92	1.87	0.05	-
净资产收益率[%]	6.41	5.47	-5.11	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	39.25	25.65	9.52	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-7.25	3.47	-1.67	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.09	2.95	1.14	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.18	0.06	-
<b>担保方数据(合并口径):</b>				
	2016年	2017年	2018年	
总资产	10,154.99	12,319.36	10,705.13	
营业收入	1,830.08	5,870.99	6,167.13	
资产负债率[%]	59.43	59.78	70.55	
经营性现金净流入量	505.18	634.00	412.29	

注:根据海航控股经审计的2016-2018年财务数据和担保人海航集团经审计的2016-2018年财务数据整理、计算。资产负债率\*为考虑可续期贷款及永续中票等永续债务工具后的资产负债率。

### 分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

杨茜 yh@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)对海南航空控股股份有限公司(简称海航控股、发行人、该公司或公司)及其发行的11海航02的跟踪评级反映了2018年以来海航控股在市场空间、经营效率、经营规模及外部支持等方面所保持的优势,同时也反映了公司在汇率波动、航油价格和债务偿付等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **市场空间大。**我国民航运输尚处于成长期,民航客运量已连续多年保持两位数的增长,人均消费能力的提升及海南国际旅游岛建设将为海南航空主业带来较好的市场空间。
- **经营效率相对显著。**海航控股经营管理水平较高,飞机平均日利用率、客座率和载运率等指标在国内航空公司中处于较高水平,且服务质量领先于国内同行,公司拥有较高的行业地位和品牌知名度。
- **经营规模持续扩张。**近年来,海航控股机队规模继续扩大,航线网络进一步丰富,经营规模持续扩张,运营效率和生产效益情况维持在较好水平。
- **外部支持。**海航控股为我国第四大航空公司,经营业务开展关系到公众出行,可获得股东、地方政府等的大力支持。
- **担保支持。**本期债券由海航集团提供担保,仍可增强债券到期偿付的安全性。

#### 主要风险:

- **随时偿付风险。**海航控股因未能履行相关借款及融资租赁协议中约定事项,并触发其他借款、融资租赁以及债券的相关违约条款,导致公司存在被要求随时偿还相关借款、融资租赁款以及债券的可能性,且金额巨大。截至目前,

公司尚未收到任何立即还款的要求，但也未获得书面豁免。不排除存在公司可能面临随时偿付的可能。

- 航油及汇率波动价格风险。航油成本为航空公司最主要的运营成本，加之飞机采购多使用美元，航油及汇率的波动易对海航控股盈利造成影响。
- 关联交易及往来规模较大。海航控股关联交易较为活跃，主要与海航集团及其下属单位进行，涉及的交易类型除日常购销、租赁等的经常性关联交易外，还包括担保、资产及股权转让等，另外2018年还涉及大规模资金拆借及关联应收款项。公司易受到关联方状况影响。
- 2018年亏损。2018年海航控股受航油成本上涨、汇兑损失、资产减值、资产处置损失等因素影响，当年度亏损严重。
- 被出具带与持续经营相关的重大不确定性段落的无保留意见审计报告。

#### ➤ 未来展望

通过对海航控股及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 海南航空控股股份有限公司

### 2011 年公司债券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照海南航空控股股份有限公司 2011 年公司债券（简称“11 海航 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海航控股提供的经审计的 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，对海航控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]721 号文批准，该公司于 2011 年 5 月 24 日至 26 日发行了两个品种的 2011 年公司债券。其中，品种一为 5 年期债券，简称“11 海航 01”，发行规模为 35.60 亿元人民币，票面利率为 5.6%；品种二为 10 年期债券，简称“11 海航 02”，发行规模为 14.40 亿元人民币，票面利率为 6.2%。11 海航 01 已于 2016 年 5 月到期。截至 2018 年末，11 海航 02 付息情况正常。本次跟踪为对 11 海航 02 的跟踪。

截至 2019 年 5 月 20 日，该公司合并口径在境内发行的待偿还债券余额为 218.40 亿元。截至 2019 年 5 月 20 日公司待偿还债券概况如图 1 所示。

**图表 1. 公司合并口径境内发行的待偿还债券概况（截至 2019 年 5 月 20 日）**

发行人名称	债项名称	债券余额 (亿元)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	到期日/ 下一行权日
海南航空控股 股份有限公司	19 海南航空 SCP001	10.00	0.74	5.70	2019-03-05	2019-11-30
	18 海航 Y5	14.00	3+N	7.30	2018-11-27	2021-11-27
	18 海航 Y4	8.00	3+N	7.35	2018-11-05	2021-11-05
	18 海南航空 SCP001	10.00	0.74	6.50	2018-10-26	2019-07-23
	18 海航 Y3	15.00	3+N	7.45	2018-10-19	2021-10-19
	18 海航 Y2	8.00	3+N	7.45	2018-09-27	2021-09-27
	18 海航 Y1	5.00	3+N	7.60	2018-09-14	2021-09-14
	16 海南航空 MTN001	25.00	3+N	5.15	2016-03-09	2022-03-09
	15 海南航空 MTN001	25.00	3+N	5.40	2015-10-21	2021-10-21
	11 海航 02	14.40	10.00	6.20	2011-05-24	2021-05-24
云南祥鹏航空 有限责任公司	17 祥鹏 01	6.00	2+2+1	7.98	2017-06-20	2019-06-20
	12 滇祥航	7.00	7.00	7.29	2012-12-14	2019-12-14
天津航空有限 责任公司	17 津航空 PPN003	5.00	3.00	7.00	2017-10-26	2020-10-26
	17 津航空 PPN001	10.00	3.00	7.50	2017-07-20	2020-07-20

发行人名称	债项名称	债券余额 (亿元)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	到期日/ 下一行权日
	17 津航空 PPN002	2.00	3.00	7.50	2017-06-26	2020-06-26
	17 津航空 MTN001	13.00	3+N	7.00	2017-04-14	2020-04-14
	16 天津航空 MTN004	10.00	3+N	5.30	2016-11-04	2019-11-04
	16 津航空 PPN002	10.00	3.00	5.20	2016-10-19	2019-10-19
	16 天津航空 MTN003	5.00	3.00	3.96	2016-09-23	2019-09-23
	16 津航空 MTN002	6.00	3.00	4.15	2016-09-05	2019-09-05
	16 天津航空 MTN001	10.00	3+N	6.50	2016-03-31	2022-03-31

资料来源：海航控股

## 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、国际经济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、货运量一定程度上受宏观经济周期影响。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得到对冲，宏观经济运行总体平稳，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

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。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡，我国尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲，宏观经济运行总体平稳。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。根据国家统计局初步核算数据，2018 年我国国内生产总值达到 900309 亿元人民币，按可比价格计算，同比增长 6.6%。2015-2018 年，我国居民人均可支配收入分别为 21996 元、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，我国航空运输量仍稳中有升。2018 年我国航空运输业共完成运输总周转量 1206.4 亿吨公里，同比增长 11.4%，其中国内航线 771.5 亿吨公里，同比增长 11.1%，国际航线 434.9 亿吨公里，同比增长 12.0%；完成旅客运输量 6.12 亿人次，同比增长 10.9%，其中国内航线 5.48 亿人次，同比增长 10.5%，国际航线 0.64 亿人次，同比增长 14.8%；完成货邮运输量 738.5 万吨，同比增长 4.6%，其中国内航线 495.8 万吨，同比增长 2.5%，国际航线 242.7 万吨，同比增长 9.3%；飞机客座率为 83.2%，与上年持平。

图表 2. 近年来我国航空运输业运营情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
运输总周转量（亿吨公里）	851.65	962.51	1,083.10	1,206.40
旅客运输量（万人次）	43,618	48,796	55,157	61,171
货邮运输量（万吨）	629.30	668.00	705.80	738.50
正班客座率（%）	82.1	82.6	83.2	83.2
正班载运率（%）	72.2	72.7	73.5	73.2

数据来源：中国民用航空局

燃油成本是航空公司的主要成本之一。我国成品油价格形成机制改革以来，成品油价格与国际原油价格的联系愈加紧密。近年来，受世界经济、美元

汇率、地缘政治等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，导致航空煤油价格也随之波动，对航空公司运营成本控制形成较大影响。2015年，我国燃油价格维持低位运行，并于三季度进入下跌通道，受益于此，航空公司2015年毛利率同比均出现较大幅提升，经营业绩得到改善。但2017年开始，燃油价格持续上涨，各航空公司经营成本明显上升，毛利率普遍下降。2018年10月以来，我国航空煤油价格有所回落，航空公司经营压力略有缓解，根据wind资讯显示，截至2018年末，航空煤油出厂价已回落至4,888.00元/吨。此外，根据航空燃油附加费的最新相关政策，当国内航空煤油综合采购成本超过每吨5000元时，航空公司可按照相关规定收取航空燃油附加费，但总体来看，航空燃油附加费对航空公司增量经营成本的覆盖较为有限。

**图表 3. 航空煤油出厂价格（单位：元/吨）**

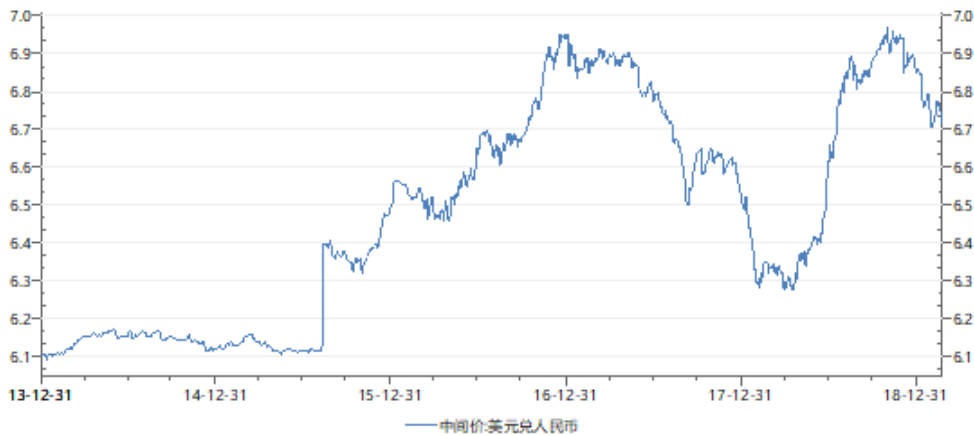


数据来源：Wind 资讯

由于运营的飞机大多从境外购买和租赁，加之国际航线于国外机场采购航油等需求，我国航空公司存在较大规模的外币负债，汇率波动将使航空公司产生较大额汇兑损益，进而影响航空公司经营业绩。从2015年8月开始，受完善人民币兑美元汇率中间价报价规则、国内产业资本海外并购加速以及美联储加息等影响，人民币持续较大幅贬值，航空公司面临较大的汇兑损失。鉴于此，航空公司开始通过提前偿还美元债务、调整不同币种的外币债务结构等方式缓解汇率波动风险，但从中长期看，国际宏观经济环境仍较复杂，支持人民币汇率涨跌因素的影响力将交互发力，航空公司汇率风险控制压力将不断加大。2017年人民币出现大幅升值，各航空公司获得不同程度的汇兑收益。但2018年人民币再次出现大幅贬值，航空公司再次面临较大的汇兑损失压力。2019年以来，美元兑人民币汇率有所回落，汇兑损失压力有所缓解。



图表 4. 美元兑人民币汇率



数据来源：Wind 资讯

## B. 政策环境

根据国家发改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，一定程度上缓解了国内航空公司在油价上涨时的成本压力。根据国家发改委于 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。

根据国家发改委及民航局于 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，相应地，国内航线燃油附加最高收取标准也经历多次下调，并于 2015 年 4 月 1 日，国家发改委发布《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，由现行每吨 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，进一步削弱了航空燃油附加费对航司的

补偿作用。

### C. 竞争格局/态势

作为公共交通运输体系重要的组成部分，我国航空运输业在企业设立、飞机购买、航线开设及关闭等方面受到国家发改委和民航局等政府部门的管制程度较高。目前我国航空运输业形成了以中国国航、东方航空、南方航空和海航控股四家大型航空公司为主的竞争格局，行业集中度较高，行业内竞争程度虽受市场准入放开不断加深，但由于航空业属资本密集型行业，且经营对航线和时刻等资源依赖度高，四家大型航空公司凭借较雄厚的资本实力以及在航线和时刻等稀缺资源的先入优势，行业内竞争地位相对稳固。但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开，以春秋航空、吉祥航空、华夏航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域，加之九元航空、江西航空、桂林航空、龙江航空等区域性航空公司的正式开航以及国外航空公司积极加大对我国国内航空运输市场的渗透，我国中小型航空公司行业竞争压力不断加大。

**图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）**

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	飞机数（架）	客座率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
海航控股	677.64	7.30	463	84.53	2,047.35	66.42	-35.91	92.25
中国国航	1,367.74	15.82	684	80.60	2,436.57	58.74	73.51	286.83
东方航空	1,149.30	10.90	680	82.26	2,390.17	74.93	26.98	223.38
南方航空	1,436.23	10.45	840	82.43	2,469.49	68.30	28.95	153.88
吉祥航空	143.66	15.02	90	84.26	214.55	55.25	12.33	19.49
春秋航空	131.14	9.68	81	89.01	265.75	49.86	15.03	28.96

资料来源：新世纪评级整理。

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

### D. 风险关注

#### 航油价格波动对航空公司成本影响显著

燃油成本是航空公司主要成本之一，航空公司盈利水平受航油价格影响显著。而航油价格的波动，受到国际经济形势、地缘政治和突发事件的共同影响，具有较大的不确定性。

#### 人民币汇率波动对航空公司汇兑损益影响显著

由于运营的飞机大多从境外购买和租赁，加之国际航线于国外机场采购航油等需求，我国航空公司存在较大规模的外币负债，汇率波动将使航空公司产生较大额汇兑损益，进而影响航空公司经营业绩。

### (3) 区域市场因素

2018 年以来海南省经济总体发展态势良好。随着 2018 年国务院《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》的出台，海南省经济发展面临更加广阔的空间，该公司也因此获得较好的政策环境及发展机遇。

从海南省情况来看，根据《2018 年海南省国民经济和社会发展统计公报》，2018 年海南省经济总体发展态势良好，全省地区生产总值为 4832.05 亿元，按可比价格计算，较上年增长 5.8%；按年平均常住人口计算，全省人均地区生产总值 5.20 万元，较上年增长 4.8%。在房地产业方面，2018 年海南省房地产业完成增加值 389.66 亿元，较上年下降 12.0%。在旅游业方面，2018 年海南省旅游业完成增加值 392.82 亿元，较上年增长 8.5%；接待国内外游客总人数为 7627.39 万人次，较上年增长 11.8%，其中接待旅游过夜人数 6329.66 万人次，较上年增长 11.7%；旅游总收入 950.16 亿元，较上年增长 14.5%。当年，海南省批发零售业完成增加值 523.02 亿元，较上年增长 3.8%；住宿餐饮业完成增加值 240.59 亿元，较上年增长 6.1%；交通运输邮政仓储业实现增加值 291.73 亿元，较上年增长 12.5%。在对外经济方面，2018 年海南省对外贸易进出口总值 848.96 亿元，较上年增长 20.8%。其中，出口总值 297.67 亿元，增长 0.7%；进口总值 551.29 亿元，增长 35.4%。

2018 年 4 月 11 日，中共中央国务院印发并实施《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》（简称“《意见》”）。《意见》提出海南省的四大战略定位分别为全面深化改革开放试验区、国家生态文明试验区、国际旅游消费中心、国家重大战略服务保障区。坚持全方位对外开放，按照先行先试、风险可控、分步推进、突出特色的原则，第一步，在海南全境建设自由贸易试验区，赋予其现行自由贸易试验区试点政策；第二步，探索实行符合海南发展定位的自由贸易港政策。到 2020 年，自由贸易试验区建设取得重要进展，国际开放度显著提高；到 2025 年，自由贸易港制度初步建立，营商环境达到国内一流水平；到 2035 年，自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟，营商环境跻身全球前列。未来随着自由贸易试验区和自由贸易港建设的推进，海南省经济发展将面临更加广阔的空间，该公司在海南相关业务的开展也将面临较好的政策环境及发展机遇。

## 2. 业务运营

该公司为国内规模靠前的航空公司，近年来机队规模不断扩大，尤其 2017 年对天津航空的收购完成后，公司经营规模进一步扩张；公司拥有明显的品牌优势，且运营效率和生产效益情况较好；但也面临市场竞争的挑战，而汇率及航油价格的波动也易对公司盈利造成影响。2018 年受航油和汇率波动、资产减值和资产处置损失等因素影响，公司亏损严重。

该公司已形成了以航空客运为核心，航空货运与飞机租赁等业务为辅助的

业务体系。2016-2018年，公司营业收入分别为406.78亿元、599.04亿元和677.64亿元，营业收入逐年增长。其中2017年增长幅度较大，主要是因为2017年1月公司收购天津航空有限责任公司（简称“天津航空”）48.21%的股权完成交割，公司将天津航空纳入合并范围。从收入结构来看，2016-2018年公司客运业务分别实现收入370.33亿元、552.07亿元和623.75亿元，为公司最主要的收入来源，货运及逾重行李业务和飞机租赁业务等对公司营业收入形成了一定的补充。

**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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
民航运输	全球/欧美/亚非拉/亚洲/东亚/澳新/国内/华东/上海	横向规模化	规模/资本/技术/品质/成本/管理/资源/品牌/政策

资料来源：海航控股

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 7. 公司核心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
营业收入合计	406.78	599.04	677.64
其中：（1）航空客运业务	370.33	552.07	623.75
在营业收入中所占比重（%）	91.04	92.16	92.05
（2）航空货运业务	9.51	14.04	19.48
在营业收入中所占比重（%）	2.34	2.34	2.88
（3）其他业务	26.94	32.93	34.40
在营业收入中所占比重（%）	6.62	5.50	5.08
毛利率（%）	22.91	13.54	7.30
其中：航空客运业务（%）	19.71	9.95	3.43
航空货运业务（%）	19.71	9.84	3.43
其他业务（%）	67.91	75.24	100.00

资料来源：海航控股

### A. 客运业务

客运业务是该公司航空运输业务的核心。2016-2018年公司旅客运输量持续增长，分别为4702万人、7169万人和7988万人；同期公司客座率分别为87.83%、86.07%和84.53%。

**图表 8. 2016-2018 年公司主业经营数据<sup>1</sup>**

指标	2016 年	2017 年	2018 年
机队规模（架）	238	410	463
其中：波音系列	205	250	286

<sup>1</sup> 可用座公里=飞行公里乘以可出售座位数；飞机日利用率：由轮楔于飞机起飞时脱离机轮开始计算，直至轮楔再次返回机轮的完整小时或部分小时；平均客座率=以收费客公里除以可用座公里所得的百分比；平均载运率=以收费吨公里除以可用吨公里所得的百分比。

指标	2016年	2017年	2018年
空客系列	33	81	98
EMRJ 系列	0	79	79
可用座公里(ASK) (万)	9,444,154	14,084,320	16,432,897
收入客公里 (万)	8,295,127	12,122,348	13,890,870
旅客运输量 (万人)	4,702.30	7,168.99	7,987.66
货邮运输量 (万吨)	40.74	47.93	55.91
飞行总公里 (万公里)	50,714	77,571	87,226
总飞行小时 (小时)	779,520	1,231,388	1,369,240
飞行班次 (班次)	322,675	538,972	579,318
飞机日利用率 (小时)	10.07	9.31	9.12
平均客座率(%)	87.83	86.07	84.53
平均载运率(%)	87.08	85.22	85.61

注：根据海航控股提供的数据整理。

该公司除内生性发展外，还通过股权并购及投资设立航空子公司来发展客运业务。2014 年公司完成受让云南祥鹏航空有限责任公司（简称“祥鹏航空”）股权，并成为祥鹏航空控股股东。公司合资设立的乌鲁木齐航空有限责任公司（简称“乌鲁木齐航空”）于 2014 年 8 月顺利开航。2014 年 10 月，公司合资设立的福州航空有限责任公司（简称“福州航空”）正式投入运营，福州航空以国内航线为主，开通福州至上海浦东、海口、昆明、太原、重庆、西安、天津、合肥等往返航线。福州航空未来将围绕海峡西岸经济区发展战略、福建自贸区建设和福州新区规划，开展国际及港澳台航空客货邮运输业务。截至 2018 年末，公司对新华航空集团有限公司、长安航空有限责任公司（简称“长安航空”）、山西航空有限责任公司（简称“山西航空”）、祥鹏航空、乌鲁木齐航空及福州航空的直接持股比例分别为 61.74%、70.75%、100%、73.48%、86.32%及 65.22%。

截至 2015 年末，该公司持有天津航空 39.06%的股权，为天津航空第二大股东。2016 年 9 月，公司 164.04 亿元非公开发行募集资金到位。所募集资金用于引进 37 架飞机和收购天津航空 48.21%股权。2017 年 1 月，天津航空的股权购买完成交割，公司持有天津航空比例增至 87.27%。2018 年 12 月 13 日，公司发布公告，拟以 11.34 亿元向天津创鑫投资合伙企业（有限合伙）收购其持有的天津航空 8.55%的股权。截至目前，收购已完成，公司持有天津航空 95.82%股权。

### 机队建设

在运力建设方面，该公司机队规模持续扩大，增加的飞机主要为波音和空客系列。2016-2018 年末，公司运营飞机分别为 238 架、410 架和 463 架。463 架飞机中包括空客系列 98 架、波音系列 286 架和巴工系列 79 架；最多的机型为 B737-800，数量为 223 架。2018 年，公司继续提高经营租赁形式所占的比例，当年末机队中自有 146 架、融资租赁 49 架、经营租赁 268 架；平均机龄为 5 年。



根据该公司与波音公司签署的飞机引进协议<sup>2</sup>，公司未来机队仍将增长。未来公司将继续优化选型机制，快速推进核心硬件机型产品升级与迭代更新，打造具有核心市场竞争力的舱位布局，并加速全球航空市场布局，完成国内及世界重点城市的航线布局，运营能力有望进一步提升。

航线网络建设方面，2018 年末该公司及旗下控股子公司共运营国内外航线近 2,000 条。其中，国内航线 1,800 余条（其中港澳台航线 16 条），较上年末增加约 300 条，涉及海南、华北、东北、西北、中南、西南、华东和新疆等内陆所有省、区和直辖市以及台北和澳门；国际地区航线 244 条，航线覆盖亚洲、欧洲、北美洲和大洋洲，涉及境外 63 个城市。2018 年新开国际及地区航线 62 条，其中远程国际航线 44 条。持续完善北京洲际航线网络，开通北京至蒂华纳、墨西哥城、都柏林、爱丁堡等国际航线；并重点打造深圳等国际枢纽的远程网络，开通深圳至巴黎、维也纳、马德里、布鲁塞尔、苏黎世、温哥华和西哈努克等 7 条国际航线，是深圳机场运营洲际航线最多的航空公司，且在深圳至欧洲和澳新区域占绝对主导地位。2018 年，公司集中资源，在重点国内市场增投运力，进一步提升区域竞争优势：截至 2018 年年底，海航控股共在 16 个两千万级以上机场设立了分公司及运营基地，其中西安、郑州、长沙、海口、三亚、乌鲁木齐等 12 个机场市场份额稳步提升，且 8 个机场市场份额在 15% 以上，海口市场份额高达 39%。

飞行员资源方面，2018 年末该公司拥有机长及教员 2,007 人，副驾驶 3,106 人，飞行教员 919 人。当年末公司拥有的飞行员资源较 2017 年末实现大幅增长。

### 采购

该公司经营情况受航油价格波动影响较大。公司所需的航油主要向中航油、华南蓝天、浦东油料、美亚油料及美孚石油、道达尔石油、英国石油、壳牌等供应商采购。公司在绝大多数国际机场通过招标方式进行航空煤油采购及加油服务的采购，在兼顾价格优势及保障能力的前提下，确定最佳供应商。国际航油按照每月实际用量以美元结算。

在飞机采购方面，该公司自置飞机采购均经过充分的可行性分析，并报国家发改委审批。公司主要供应商为空客公司和美国波音公司两家飞机制造商。根据航线的不同，公司分别向两家制造商采购最能发挥经济性能的飞机类型，并且可以增强采购的议价能力，降低采购成本——国际航线选择波音 787 和空客 A330 大型宽体机为运营机型，国内干线航线选择波音 737-700/800。公司根据飞机制造进度与飞机采购商按美元进行结算。对于波音飞机制造商，公司分别在飞机交付前 24 个月、21 个月、18 个月、12 个月、9 个月、6 个月，每期支付合同价格 5%，合计 30%，飞机交付时支付剩余价款；对于空客飞机制造

<sup>2</sup> 2014 年 7 月公司与波音公司签订意向协议，计划在未来十年内引进 50 架波音 737-8MAX 型客机。2015 年 3 月公司又与波音公司签署引进 30 架波音 787-9 飞机，每架飞机目录价 2.57 亿美元，交付日期为 2021 年之前。公司机队规模仍将以较快速度扩张。



商，公司提前 30 个月支付飞机预付款，每隔 5 个月支付合同价格 5%，合计 30%，飞机交付时支付剩余价款。公司未来较大的飞机采购规模将带来持续的资金压力，且公司飞机采购主要以外币结算，面临汇率波动风险。

在航材采购方面，该公司航材主要包括发动机、零部件等耗材。公司主要通过租赁、定购等方式采购航材。为保证航材的质量，公司对供应商进行严格的筛选，经过民航局、美国联邦航空局（FAA）、欧洲航空安全局（EASA）及公司质保部门批准通过的厂商方可成为合格的供货商，所有采购的航材必须提供适航合格证。公司通过旗下的进出口公司进行统一采购，以降低成本。

### 机票销售

机票销售方面，该公司分别通过直销、分销、常旅客计划等方式进行多元化销售。公司直销方式主要包括通过 950718 客服电话、官网、手机端 APP 和海航集团有限公司（简称“海航集团”）旗下海航销售公司进行销售。公司常旅客计划主要通过金鹏俱乐部<sup>3</sup>来实行。

在国内航线定价方面，该公司根据现行政策，按照国家发改委与民航局共同制订并联合公布的基准票价及准许浮动范围内，结合不同业务区域、航线实际情况、平均营业成本、市场供求条件及旅客的支付能力进行合理定价。国际航线定价方面，运价分为公布运价和承运人运价。公布运价是国际航空运输协会（International Air Transport Association，简称“IATA”）的成员航空公司充分利用 IATA 定价大会平台形成的价格体系，报所在国家政府审批后执行。承运人运价则是各航空公司根据市场情况、旅客需求、竞争对手情况、航班收益情况以及定座状况等因素制定。

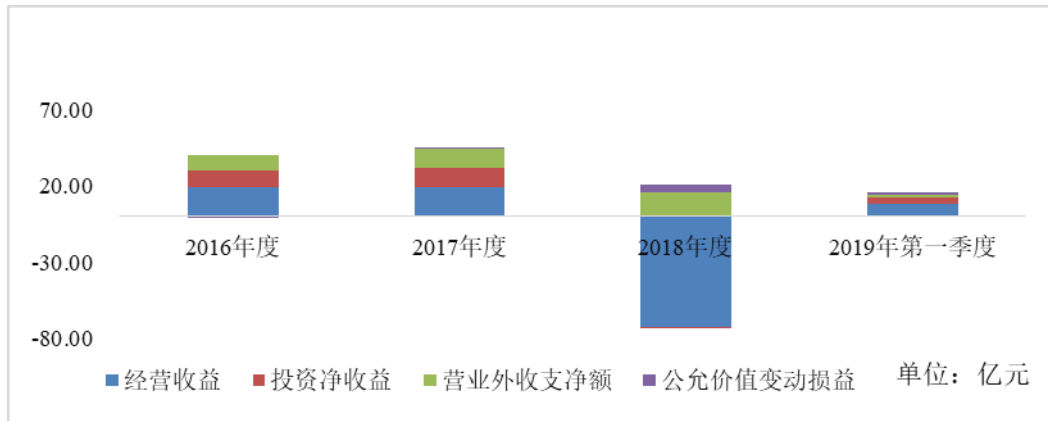
### B. 货运业务

该公司货运业务目前无专业货机机队，主要通过高效合理利用客机腹舱实现运载。2016-2018 年公司货邮运输量分别为 40.74 万吨、47.93 万吨和 55.91 万吨，分别实现货运收入 9.51 亿元、14.04 亿元和 19.48 亿元。

<sup>3</sup> 金鹏俱乐部是大新华航空、海南航空、香港航空、香港快运航空、天津航空、祥鹏航空、西部航空、首都航空共享的全球性常旅客奖励计划。乘客可通过搭乘航班、入住酒店、信用卡消费、租赁汽车等方式累积里程，兑换奖励机票、升舱、酒店住宿、美食、租车及多种礼品。另外，金鹏金卡、金鹏银卡客户可享受额外里程奖励、优先订票、免费变更和退票、专用值机柜台、免费休息室、额外免费行李额等优惠和服务。

## (2) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构



资料来源：根据海航控股所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来源于经营收益。除主业经营外，股权投资收益、补贴收入也对公司盈利形成了补充，但非经营性损益年度间存在一定波动。

图表 10. 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
营业收入合计 (亿元)	406.78	599.04	677.64	186.33
毛利 (亿元)	93.18	81.11	49.48	23.01
期间费用率 (%)	17.78	9.98	15.15	8.01
其中：财务费用率 (%)	11.12	3.51	9.40	2.91
全年利息支出总额 (亿元)	37.62	50.49	54.98	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	6.14	4.15	2.01	-

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 406.78 亿元、599.04 亿元和 677.64 亿元，其中航空运输业务收入分别为 379.84 亿元、566.11 亿元和 623.75 亿元，公司营业收入主要来源于航空主业。从成本构成来看，公司营业成本主要由航油成本、起降成本、飞机发动机维修及航材耗费、折旧费用和摊销费用、租金费用、空勤机务及地服人员工资福利、民航建设基金及航食成本等构成。近三年公司主要成本构成持续上涨。2018 年，航油成本、起降成本、飞机及航材消耗、职工薪酬分别上涨 40.94%、14.43%、12.71% 和 21.83%。由此也导致公司综合毛利率持续下滑，近三年分别为 22.91%、13.54% 和 7.30%。2016-2018 年，公司分别实现营业毛利 93.18 亿元、81.11 亿元和 49.48 亿元。2018 年，公司营业收入虽增长 13.12%，但综合毛利率下降 46.09%，营业毛利下降 39.00%。

图表 11. 2016-2018 年公司成本主要构成及增长分析 (单位: 亿元)

公司主要成本构成	2016 年	2017 年	2018 年	2018 年较上年变动
航油成本	78.59	145.90	205.64	40.94%

公司主要成本构成	2016年	2017年	2018年	2018年较上年变动
折旧费用和摊销费用	36.63	53.86	48.70	-9.57%
起降成本	46.62	78.75	90.11	14.43%
租金费用	43.49	86.15	91.99	6.77%
飞机维修及航材消耗	39.89	58.88	66.36	12.71%
职工薪酬费	28.82	46.47	56.61	21.83%

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

2016-2018年，该公司期间费用分别为72.31亿元、59.80亿元和102.69亿元。2018年，销售费用和管理费用较上年度变化幅度不大，但财务费用大幅度上涨，主要由于在2018年人民币贬值的影响下公司发生净汇兑损失17.10亿元，而2017年为汇兑收益18.88亿元，由此导致当年度公司财务费用较上年增长203.15%至63.69亿元。

**图表 12. 2016-2018 年公司期间费用构成及增长分析（单位：亿元）**

科目	2016年	2017年	2018年	2018年较上年变动
管理费用	9.27	14.18	14.41	1.65%
财务费用	45.22	21.01	63.69	203.15%
其中：汇兑损益	18.59	-18.88	17.10	-190.57%
利息费用	31.48	46.34	52.97	14.31
销售费用	17.82	24.61	24.59	-0.08%

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

自2017年度起，该公司将与日常活动密切相关的航线补贴和税费返还计入“其他收益”。2016-2018年，公司分别实现营业外收入10.61亿元、5.17亿元和1.43亿元。2017年和2018年公司分别实现其他收益7.81亿元和14.90亿元。2018年其他收益主要为公司收到航线补贴14.44亿元，税费返还0.46亿元。

2016-2018年，该公司分别发生资产减值损失0.02亿元、0.05亿元和18.21亿元。2018年资产减值主要来源于公司持有的可供出售金融资产出现减值损失。

**图表 13. 2018 年公司资产减值情况（单位：亿元）**

持有可供出售金融资产名称	减值准备本期增加	备注
海南新生飞翔文化传媒股份有限公司	1.52	由于其于2018年12月31日的公允价值已低于公司初始投资成本超过50%且低于其初始投资成本持续时间超过一年，因此将其公允价值下降形成的累计损失计入本年度资产减值损失
深圳兴航融投融资基金合伙企业	4.68	
深圳建信天航股权投资（有限合伙）	0.81	
天津滨海农村商业银行	5.38	
海航机场集团有限公司	5.81	出现减值迹象，并聘请独立评估师对其未来现金流量的现值进行评估，根据评估结果，确认损失

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

2016-2018年，该公司分别实现投资收益10.60亿元、12.43亿元和-0.20亿元。2018年投资收益较上年降幅较大，主要系权益法下长期股权投资实现的投资收益减少、处置长期股权投资产生的处置损失较大。其中，公司当年权益法核算的长期股权投资取得的投资收益1.91亿元，较上年下降81.85%，主要由于2018年受航油、汇率影响航空公司利润普遍下降，公司合营联营部分企业也受到影响。具体当年度权益法下长期股权投资实现的投资收益主要来源于渤海国际信托股份有限公司（简称“渤海信托”）实现2.38亿元，海航集团财务有限公司（简称“海航财务公司”）实现1.29亿元，海航航空技术股份有限公司（简称“海航技术”）实现1.00亿元，香港航空集团控股有限公司（简称“香港航空集团”）实现-2.95亿元。当年处置长期股权投资产生的处置损失为3.81亿元，主要来源于公司处置持有的Azul航空股权产生损失6.50亿元，处置所持北京燕京饭店有限责任公司35%的股权产生收益2.69亿元。

此外，根据财会[2017]13号要求，自2017年度起，该公司将处置固定资产和无形资产产生的利得和损失计入“资产处置收益”。2017年和2018年公司分别实现资产处置收益2.22亿元和2.60亿元，其中2018年取得转让飞行员利得2.87亿元，飞机及发动机和房屋处置利得1.33亿元，在建工程及其他固定资产处置损失-1.60亿元。

2016-2018年，该公司分别实现净利润34.10亿元、38.82亿元和-36.48亿元，同期净资产收益率分别为6.41%、5.47%和-5.11%。2018年出现亏损，主要来源于航油成本上涨、汇兑损失、资产减值和处置损失等。其中航油和汇率变动为行业影响因素，资产减值和处置损失为非经常性损失，2018年度的巨额亏损非公司经营所导致。

**图表 14. 2018 年公司损失主要来源（单位：亿元）**

项目	2017年	2018年	2018年较上年变化金额
航油成本	145.90	205.64	60.04
汇兑损失	-18.88	17.10	35.98
资产减值	0.05	18.21	18.16
投资收益	12.43	-0.20	-12.63

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

2019年第一季度，该公司实现营业收入186.33亿元，较上年同期增长9.79%；当期综合毛利率为12.35%，较上年同期略有下降；受汇兑收益减少导致财务费用增长等因素影响，当期期间费用率较上年同期增长2.76个百分点至8.01%；同期分别实现投资收益、其他收益、公允价值变动收益和营业外收入4.50亿元、1.93亿元、1.16亿元和0.20亿元，此外公司还确认0.62亿元的资产处置收益。当期公司实现净利润12.40亿元，较上年同期下降9.58%。

### **(3) 运营规划/经营战略**

为顺应未来民航业高速增长的发展趋势，该公司制定了“全面提升公司综合竞争实力，打造航空主业核心业务平台，建设智力密集、技术领先、管理优

秀、资金雄厚并具备国际竞争力的世界级航空企业”的整体战略，倾力打造全球多基地营运，规模、运营能力、服务品质、安全运营水平居世界前列的航空公司。

2019年，该公司将继续优化网络布局，在战略层面，公司将围绕优质资源获取、重点市场发展、国际枢纽建设等方面，强化网络核心竞争力；在效益层面，公司将着力于强化市场经营能力、强化客户开发及贡献能力、提升辅营创收能力、提升中转销售能力等；在支持层面，公司将持续提升系统支持及服务销售保障能力；在资源整合方面，公司将以海航控股整体效益最大化为导向，通过成员航企运力、时刻资源调配，统筹部署，打造区域聚焦优势。公司将持续开展航班正常率提升工作，通过优化航线网络，提升管理、保障能力，依托大数据支持等一系列手段增强运行保障能力，践行民航局“真情服务”要求，切实保障航班正常率。在国际化品牌战略方面，公司将以品牌形象体系升级、核心产品升级与包装、国际化传播推广、客户关系精细化管理为推力，带动公司产品与服务更新升级，坚持打造明星产品系列，强化舆情风险管控，完善品牌质量管理体系，提高国际化品牌建设运营水平。

## 管理

该公司为A股上市公司，股权分布较为分散，近年来第一大股东大新华航空一直维持控股地位。公司根据相关法律法规建立了法人治理结构，设置了与经营管理需要相符的组织架构与管控制度。但公司关联交易较为活跃，2018年向关联方大额资金拆借，截至目前已收回。

该公司第一大股东为大新华航空有限公司（简称“大新华航空”）。2016年9月，公司非公开发行股票完成，共计向特定投资者发行4,623,938,540股人民币普通股（A股），募集资金净额约为164.04亿元。大新华航空未参与此次非公开发行股票。截至2018年末，大新华航空直接持有公司24.33%的股权。2019年1月7日至8日，大新华航空被动减持公司0.05%公司股权。截至2019年4月30日，大新华航空直接持有公司24.28%的股权，其中99.97%的已质押。公司产权状况详见附录一。大新华航空成立于2004年7月12日，目前注册资本为60.08亿元。大新华航空本部目前主要运营3架B737-800型飞机，经营航线包括北京-哈尔滨、北京-桂林、北京-南宁、北京-大连、北京-南昌。

此外，截至2019年5月末，海航集团持有公司股份593,941,394股，占该公司总股本的3.53%，其中99.99%已质押。其一致行动人长江租赁有限公司（简称“长江租赁”）持有公司股份517,671,098股，占公司总股本的3.08%，其中99.98%的已质押。海航集团与其一致行动人长江租赁共持有公司股份1,111,612,492股，占公司总股本的6.61%。另，海航集团、长江租赁和公司前十名无限售条件股东中大新华航空、海口美兰国际机场有限责任公司存在关联关系。



2019年3月，根据山东省高级人民法院（2019）鲁财保9号《协助执行通知书》，因国泰租赁有限公司（简称“国泰租赁”）与大新华航空、海航集团等合同纠纷一案，大新华航空、海航集团所持该公司100%股份在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司被冻结。经大新华航空、海航集团与国泰租赁友好协商并达成一致。截至2019年4月24日，相关解冻手续在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司已办理完结。截至该日，大新华航空、海航集团持有的公司股份无冻结情形。

该公司按《公司法》和《证券法》和其他有关规定，制订了《公司章程》，并设立了股东大会、董事会和监事会，并就其人员构成、职权、选聘程序和议事规则作出了明确规定。公司股东大会是最高权力机构，董事会对股东大会负责。公司董事会现任董事9名，其中独立董事3名；公司监事会由5名监事组成，其中包括2名职工代表监事；公司高级管理人员共7名。2018年以来，因工作调整等因素，公司部分董事、高管发生了变更。

该公司关联交易较为活跃，主要与海航集团及其下属单位进行，涉及的交易类型除日常购销、租赁等的经常性关联交易之外，还包括资产及股权转让、担保等。2018年金额较大的涉及：公司接受海航技术提供飞机维修及保障服务，当年交易金额27.77亿元，公司从海南美亚实业有限公司采购航油款，当年交易金额为10.02亿元；公司为海航货运有限公司提供货运包舱服务，当年度获得收入17.26亿元；公司向北京首都航空有限公司提供飞机租赁，当年度获得租金收入2.93亿元；公司从渤海金控投资股份有限公司、天津航空金融服务有限公司、香港航空有限公司租赁飞机，当年度租赁费分别为17.33亿元、12.13亿元、6.07亿元；当年公司出资11.34亿元收购天津创鑫投资合伙企业(有限合伙)的少数股东权益，并出资0.70亿元对陕西长安航空旅游有限公司进行增资；2018年向关联方云南祥鹏投资有限公司转让飞机及发动机，交易金额为5.05亿元；公司向海航酒店(集团)有限公司转让股权，涉及交易金额2.69亿元；向天津货运航空有限公司转让飞机，价值0.92亿元。另外，2018年末大新华航空、海航集团及其子公司等关联方为公司借款及债券发行提供担保余额为544.86亿元；公司为大新华航空、海航集团及其子公司等关联方借款及发行债券提供担保余额为164.31亿元。

**图表 15. 经常性关联交易情况（单位：亿元）**

项目	2018年
采购商品/接受劳务	68.11
出售商品/提供劳务	26.77
租赁费用	38.89
出租收入	9.05
关键管理人员报酬	0.37
其他	1.67
<b>合计</b>	<b>144.87</b>

注：根据海航控股2018年年报整理

2018年，在海航集团流动性问题解决过程中，根据有关部门的统筹安排，



海航集团和海航实业集团有限公司（简称“海航实业”）以该公司为主体申请三笔银行贷款，分别拆借资金 56.70 亿元和 9.00 亿元，用于清偿其境内外公开市场债券，于 2018 年 12 月 31 日尚未偿还。根据 2019 年 4 月 19 日公司股东大会批复，公司向海航航空集团有限公司收购 60.78% 的股权和天羽飞训 100.00% 的股权，总计作价约 38.34 亿元。根据相关协议，收购价款已全额抵减公司向海航集团的资金拆借本金约 38.34 亿元。截至 2019 年 4 月末，海航集团已通过银行转账方式直接归还海航集团及海航实业剩余资金拆借本金及利息约 28.95 亿元。针对该事项，当年度普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对其出具了否定意见的《内部控制审计报告》。

2018 年末，该公司在海航财务公司存款本息合计 51.80 亿元。除应收海航集团及海航实业拆借资金 65.70 亿元外，公司应收关联公司款项金额合计 107.21 亿元，包括应收大新华航空 45.11 亿元、应收海航货运有限公司 5.02 亿元、应收北京首都航空控股有限公司 5.99 亿元、应收渤海租赁投资股份有限公司（简称“渤海租赁”）5.97 亿元和应收天津航空金融服务有限公司 4.91 亿元等。同期末，公司应付关联方款项金额合计 56.81 亿元。关联方应付款项主要是与海南海航航空进出口有限公司（简称“海航航空进出口”）、海航技术、渤海租赁及长江租赁等公司关联业务开展结算所致。2018 年末，公司应付长江租赁的长期应付款为 15.52 亿元，应付海航航空进出口和海航技术票据 12.50 亿元和 6.67 亿元，对渤海租赁的应付账款为 7.30 亿元。

该公司认为海航集团及下属子公司资金拆借事项违反了《海南航空控股股份有限公司资金管理制度》、《海南航空控股股份有限公司关联交易制度》及其他相关法规的规定。公司未能有效执行重大关联交易适当授权审批的内部控制以避免该违规情况的发生。上述重大缺陷导致公司不能合理保证防止或及时发现未经授权且对财务报表有重大影响的关联方交易。针对该内部控制缺陷，公司实施了多方面的整改措施并已整改完毕。另外，公司合规法务部于 2019 年 4 月 10 日下发了《海南航空控股股份有限公司合规经营红线管理规定》并对高管及财务加强红线行为和相关法规的培训，强化合规合法运营理念，建立预警机制并将在 2019 年度加大红线行为检查力度，积极维护股东的合法权益。

根据该公司 2019 年 5 月 22 日的《企业信用报告》，公司本部未结清贷款中关注类 143 笔，金额为 434.13 亿元。

## 财务

2018 年，该公司因未能履行相关借款及融资租赁协议中约定事项，并触发其他借款、融资租赁以及债券的相关违约条款，导致公司存在被要求随时偿还相关借款、融资租赁款以及债券的可能性。截至目前，公司尚未收到任何立即还款的要求，但也未获得书面豁免。公司董事会表示：对于上述未按时偿还的借款，公司已与各银行等金融机构充分沟通，金融机构不会要求提前偿还未到

期借款。

该公司负债经营程度不高，但刚性债务占比较大，且资产集中为非流动资产；公司货币资金储备较充裕且经营环节的现金流状况总体较好，公司能获得股东、地方政府等的外部支持，目前外部融资环境仍顺畅。

## 1. 数据与调整

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，其中 2016 年度和 2017 年度出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年度，公司发生净亏损人民币 3,648,064 千元，且于 2018 年 12 月 31 日，公司流动负债超过流动资产约 70,562,201 千元。此外，当年度公司部分借款及融资租赁款未按照相关协议的约定按时偿还部分本金，并触发其他借款、融资租赁款以及债券的相关违约条款，导致借款银行、出租人及债权人有权按照相关借款协议、融资租赁协议或债券发行条款要求公司随时偿还相关借款、融资租赁款及债券。公司已将上述事项相关的长期负债总计 51,916,552 千元列示为一年内到期的非流动负债。针对以上事项，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年度财务报表出具了带与持续经营相关的重大不确定性段落的无保留意见的审计报告。

具体，该公司累计未按时偿还本金共计人民币 75.78 亿元，其中 71.37 亿元已于 2018 年 12 月 31 日前偿还，人民币 4.40 亿元于 2019 年 4 月 30 日前偿还。公司被要求随时偿还相关借款、融资租赁款以及债券全部本金于 2018 年 12 月 31 日之余额共计人民币 935.08 亿元，其中包括短期借款 278.87 亿元、长期借款(包括一年内到期的部分)人民币 480.33 亿元、长期融资租赁款(包括一年内到期的部分)17.35 亿元、长期债券(包括一年内到期的部分) 158.52 亿元。上述逾期偿还及违约事项相关的长期负债 519.17 亿元已在 2018 年度财务报表中列示为一年内到期的非流动负债。截至 2019 年 3 月 31 日，上述事项下银行、出租人及债权人有权要求公司随时偿还的相关借款、融资租赁款以及债券本金总余额为人民币 884.19 亿元。

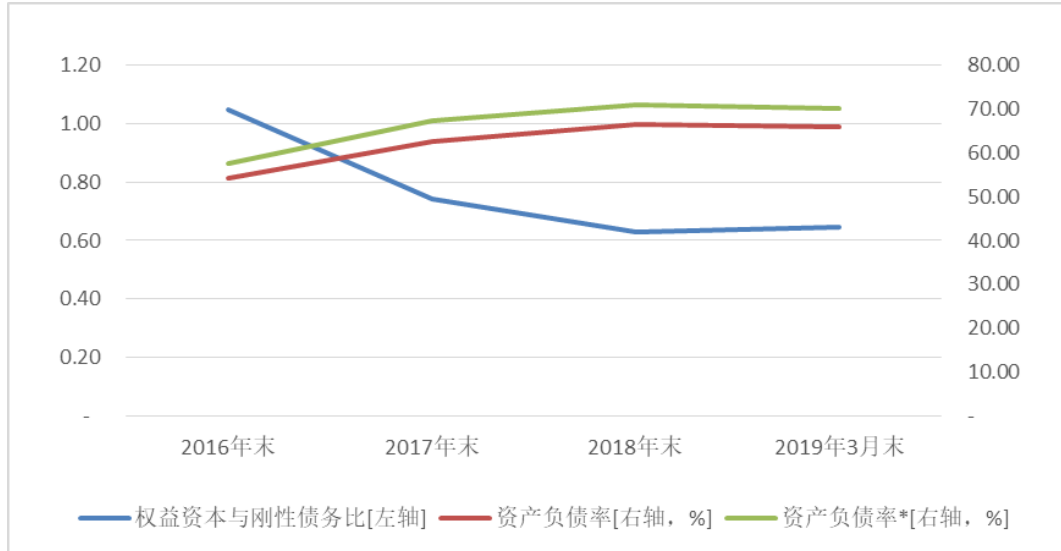
截至 2019 年 4 月 30 日，相关银行、出租人与债券持有人尚未针对该公司采取任何行动而要求立即还款。然而，公司也尚未获得相关银行、出租人以及债券持有人的书面豁免，以确认不会就前述的逾期偿还及违约事项在将来行使其要求公司随时偿还借款、融资租赁款以及债券本金的权利。公司董事会表示：对于上述未按时偿还的借款，公司已与各银行等金融机构充分沟通，不构成实质性交叉违约，金融机构不会要求提前偿还未到期借款。

财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，并于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)及其解读，公司采用上述准则和通知编制 2018 年度财务报表。2018 年度，公司合并范围与上年度相比无变化。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



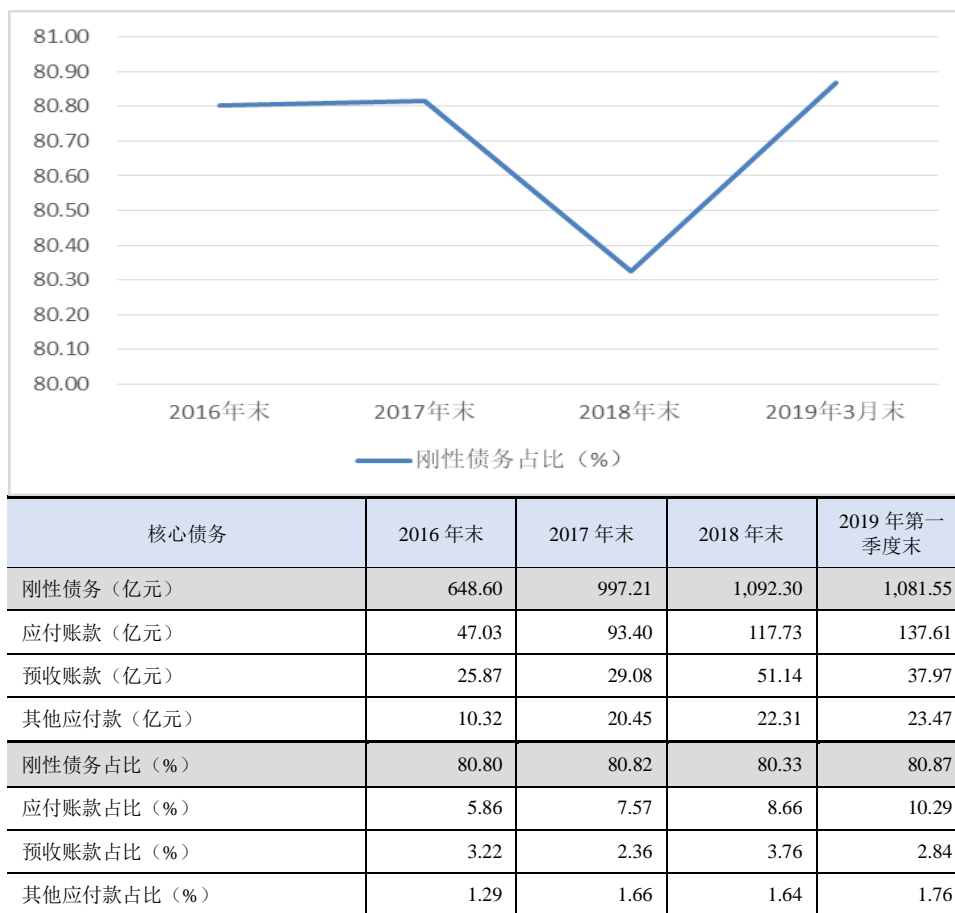
资料来源：根据海航控股所提供数据绘制。

随天津航空的纳入合并，该公司负债规模明显提升。2016-2018 年末公司负债总额分别为 802.68 亿元、1233.91 亿元和 1359.85 亿元。同期末资产负债率分别为 54.18%、62.52%和 66.42%。2017 年末主要受合并天津航空影响，公司负债余额、资产负债率较上年末明显增长。2018 年末公司短期借款较上年末增长 29.02%，公司负债规模进一步提升，当年末资产负债率有所上升。

截至 2018 年末，该公司及下属子公司合计发行永续中票及取得可续期贷款的本金金额合计 91.00 亿元。其中，包括公司本部发行的永续中票 50.00 亿元、天津航空发行的永续中票 33.00 亿元、祥鹏航空发行的永续中票 5.00 亿元及广西北部湾航空有限责任公司取得的可续期委托贷款 3.00 亿元。如将以上永续中票和可续期贷款纳入负债核算，2018 年末公司资产负债率为 70.98%。

## (2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据海航控股所提供数据绘制。

注：财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，将应付利息、应付股利和其他应付款合并计入其他应付款项目，本文中列示的 2018 年末及 2019 年第一季度末“其他应付款”系将应付利息、应付股利剔除计算。

该公司负债主要为刚性债务。除刚性债务外，2018 年末公司其他负债主要包括应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款和递延所得税负债，账面余额分别为 117.73 亿元、51.14 亿元、17.43 亿元、22.31 亿元和 40.97 亿元，分别占负债总额的 8.66%、3.76%、1.28%、1.64% 和 3.01%。其中，应付账款主要是与主业相关的应付飞机及发动机维修费、经营租赁飞机租金、起降费、航油费、航材款等；递延所得税负债主要是公司固定资产折旧税法所要求年限短于会计准则要求年限所产生的暂时性差异<sup>4</sup>、投资性房地产按公允价值计量产生应纳税暂时性差异所致。此外，其他应付款主要是应付押金及各项基金、应付利息、应付关联方代垫款项等。

<sup>4</sup> 该公司飞机及模拟机税法折旧年限为 10 年，低于会计折旧年限 20 年。

### (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	233.54	509.38	1,044.90	1,041.41
其中: 短期借款	79.07	239.07	308.44	309.09
一年内到期非流动负债	135.09	172.15	684.50	673.19
应付短期债券	-	69.90	14.97	24.95
应付票据	11.85	20.00	28.91	24.79
其他短期刚性债务	7.53	8.26	8.07	9.39
<b>中长期刚性债务合计</b>	415.06	487.82	47.41	40.14
其中: 长期借款	253.45	289.93	4.56	4.41
应付债券	59.58	108.07	14.30	14.31
其他中长期刚性债务	102.03	89.82	28.54	21.42

资料来源: 根据海航控股所提供数据整理。

2018 年末该公司刚性债务<sup>5</sup>余额为 1,092.30 亿元, 较上年末增长 9.54%。当年末公司短期借款较上年末增长 29.02%至 308.44 亿元。由于公司当年度部分借款及融资租赁款未按照相关协议的约定按时偿还部分本金, 并触发其他借款、融资租赁款以及债券的相关违约条款, 导致借款银行、出租人及债权人有权按照相关借款协议、融资租赁协议或债券发行条款要求公司随时偿还相关借款、融资租赁款及债券, 公司已将上述事项相关的长期负债总计 519.17 亿元列示为一年内到期的非流动负债。在短期借款增长及部分中长期刚性债务重分类至一年内到期的非流动负债的共同影响下, 公司当年末短期刚性债务大规模增长至 1,044.90 亿元, 占刚性债务总规模的比重较上年末上升 44.58 个百分点至 95.66%。

该公司刚性债务主要包括银行借款、应付债券及应付融资租赁款等。2018 年末公司长短期借款余额为 795.15 亿元, 较上年末增长 28.65%。长短期借款按借款性质分类, 信用借款余额为 26.70 亿元, 抵押、质押或保证借款余额为 768.45 亿元; 按币种分类, 人民币借款余额为 522.76 亿元, 美元借款余额折合人民币 270.73 亿元, 欧元借款余额折合人民币 1.66 亿元。当年末公司发行的(超)短期融资券、一年内到期的应付债券及应付债券余额分别为 14.97 亿元、153.54 亿元及 14.30 亿元, 其中美元债券折合人民币 40.79 亿元。公司面临较大的汇率风险。

2019 年 3 月末, 该公司负债总额为 1,337.42 亿元, 资产负债率为 65.75%。负债规模较年初略有下降。同期末, 公司刚性债务余额为 1,081.55 亿元, 较年初略有减少。2019 年 3 月公司发行一期 10 亿元短期融资券, 2019 年 3 月末公司其他流动负债较年初增加 9.98 亿元, 当期末长期应付款较年初减少

<sup>5</sup> 不含该公司及下属子公司发行的永续中票和取得的永续期贷款。公司及下属子公司发行的永续中票和取得的永续期贷款, 反映在了其他权益工具及少数股东权益中。

7.12 亿元，公司其余负债构成较年初变化不大。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 19. 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）	8.91	11.32	15.33	-
营业收入现金率（%）	117.23	114.98	115.45	101.88
业务现金收支净额（亿元）	135.15	162.15	121.34	7.56
其他因素现金收支净额（亿元）	-12.28	-32.55	-29.10	2.17
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	122.87	129.60	92.25	9.73
EBITDA（亿元）	116.09	149.13	62.84	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.17	0.18	0.06	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.09	2.95	1.14	-

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

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。

该公司现金获取能力较强，2016-2018 年营业收入现金率分别为 117.23%、114.98% 和 115.45%。在经营环节，公司每年保持现金净流入状态。同期，公司经营现金净流量分别为 122.87 亿元、129.60 亿元和 92.25 亿元。2018 年公司经营性现金净流量较上年下降 28.82%，主要是运营成本增加所致。公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。2018 年，在航油成本大幅上涨导致营业毛利大幅下降、大额汇兑损失导致财务费用激增且当年投资收益大幅下降的共同影响下，当年利润总额大幅下降至 -49.94 亿元，同期公司 EBITDA 较上年度下降 57.86% 至 62.84 亿元。2018 年 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖倍数分别为 1.14 倍和 0.06 倍，覆盖程度大幅下降。

#### (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（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	-163.30	11.32	-36.06	4.01
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	-42.82	-108.70	16.99	7.81
其他因素对投资环节现金流量影响净额	22.69	3.11	-94.80	3.89
投资环节产生的现金流量净额	-183.44	-94.27	-113.86	15.71

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

该公司处于快速扩张期，资本性支出规模大，主要用于扩张运力。未来



公司仍将投入一定资金以保障运力增长。2016-2018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分别为84.99亿元、132.85亿元和31.23亿元，投资活动现金净流量分别为-183.44亿元、-94.27亿元和-113.86亿元。其中2018年度投资活动现金净流出金额较大主要是支付的其他与投资活动有关的现金金额较大，其中公司向关联方海航集团和海航实业拆借资金合计65.70亿元。

### (3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
权益类净融资额	231.04	21.07	-3.17	-
其中：分配股利、利润支付的现金	0.00	8.64	3.87	-
债务类净融资额	-123.15	60.57	-9.59	-24.01
其中：现金利息支出	36.27	50.42	54.56	13.67
筹资环节产生的现金流量净额	107.88	81.64	-12.76	-24.01

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

该公司非筹资活动存在一定资金缺口，主要通过银行借款、债券发行及非公开发行弥补。2016-2018年，公司筹资活动现金流净额分别为107.88亿元、81.64亿元和-12.76亿元。2016年公司完成非公开发行A股股票，募集资金净额约为164.04亿元，当年筹资活动现金流净流入较大。2017年公司保持了较大的对外融资力度，筹资活动现金流入主要来自借款及发行债券取得的资金。2018年公司筹资活动现金流由正转负，同比下降115.63%，主要系公司当年债券融资规模减少所致。

2019年第一季度，该公司营业收入现金率为101.88%，仍处于较好水平。同期，公司经营环节现金净流入9.73亿元，同期处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回资金9.27亿元，当期公司投资活动现金净流入15.71亿元。随到期债务的偿还，当期筹资活动现金净流出24.01亿元。

## 4. 资产质量

图表 22. 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年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	295.39	431.02	551.01	557.59
	19.94	21.84	26.91	27.41
其中：货币资金（亿元）	215.91	363.91	379.26	386.55
应收账款（亿元）	12.02	21.97	30.32	35.57
存货（亿元）	0.21	2.54	1.75	1.65
其他应收款（亿元）	7.65	8.48	90.21	89.41
其他流动资产（亿元）	40.53	4.37	7.50	5.80

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1,186.05	1,542.46	1,496.34	1,476.50
	80.06	78.16	73.09	72.59
其中：固定资产（亿元）	580.91	739.08	708.86	694.40
在建工程（亿元）	115.16	149.49	106.99	107.57
可供出售金融资产（亿元）	93.69	212.26	245.58	-
投资性房地产（亿元）	100.36	100.80	107.03	107.03
长期股权投资（亿元）	190.49	222.74	188.79	190.41
无形资产（亿元）	5.49	6.26	6.04	6.00
<b>期末全部受限资产账面价值（亿元）</b>	<b>337.27</b>	<b>568.77</b>	<b>655.54</b>	<b>-</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>22.77</b>	<b>28.82</b>	<b>32.02</b>	<b>-</b>

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

2018 年末，该公司资产总额达 2,047.35 亿元，较上年末增长 3.74%。公司资产以非流动资产为主，主要由固定资产、长期股权投资、可供出售金融资产、在建工程、投资性房地产和其他非流动资产等构成，2018 年末以上六项资产账面价值分别为 708.86 亿元、188.79 亿元、245.58 亿元、106.99 亿元、107.03 亿元及 113.69 亿元，分别占总资产的 34.62%、9.22%、12.00%、5.23%、5.23% 及 5.55%。其中，固定资产主要是飞机及发动机、房屋及建筑物和高价周转品，2018 年末飞机及发动机账面价值为 630.37 亿元，占固定资产总账面价值的 88.93%。长期股权投资仍为对联营企业的投资，包括对渤海信托、海航财务公司、金鹏航空、香港航空集团控股有限公司等公司的投资。当年末可供出售金融资产中按成本法计量的权益工具账面价值为 94.31 亿元，主要为对海航机场集团有限公司、海航通航等公司的股权投资；按公允价值计量的权益工具账面价值为 45.62 亿元，主要为对国银租赁有限公司、天津滨海农村商业银行、中国民航信息网络股份有限公司及深圳兴航融投股权投资基金合伙企业等公司的股权投资；其他可供出售金融资产账面价值为 105.65 亿元，主要为基金投资。在建工程主要为购买飞机预付款。其他非流动资产主要包括信托财产收益权<sup>6</sup>、飞机及发动机维修储备金、租赁保证金和定期存款<sup>7</sup>。2018 年末，公司流动资产占总资产的比重为 26.91%。货币资金是最主要的流动资产，占流动资产的 68.83%，2018 年末余额为 379.26 亿元，其中受限货币资金 94.70 亿元，为长短期借款、应付票据、保函、信用证及关联方借款的质押金。2018 年末公司其他应收款较上年末大幅增长至 90.21 亿元，

<sup>6</sup> 2017 年 7 月，该公司以 55.36 亿元受让大新华航空所持有的信托资产收益权。该信托的标的为大新华航空运营航线的未来全部收入的收益权，其公允价值根据独立评估师评估的公允价值确定，后续以公允价值计量且变动计入当期损益。2018 年末，该信托财产收益权的公允价值为 50.52 亿元，其中将于一年内到期的部分计 5.41 亿元计入公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，剩余长期部分 45.11 亿元列示于其他非流动资产。2018 年度，公司确认应收大新华航空运营航线收入 5.42 亿元并已抵减该信托财产收益权余额，同时确认公允价值变动损益 1.79 亿元。

<sup>7</sup> 质押用于借款。

主要系公司于当年分别向关联方海航集团和海航实业拆借资金 56.70 亿元和 9.00 亿元。

2018 年末，该公司受限资产余额为 655.54 亿元，占总资产的 32.02%，均因借款而抵押、质押或作为保证金。其中受限的固定资产账面价值为 471.68 亿元、受限的投资性房地产账面价值为 58.38 亿元、受限的可供出售金融资产 14.21 亿元，受限的在建工程账面价值为 4.69 亿元、受限的无形资产账面价值为 0.68 亿元、受限的其他非流动资产账面价值为 11.20 亿元。

截至 2019 年 3 月末，该公司资产总额为 2,034.10 亿元，较年初变化不大。根据新金融会计准则规定，2019 年 3 月末公司将以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产列报为交易性金融资产，且将可供出售金融资产列报为其他权益工具投资。除此外，资产构成无重大变化。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 23. 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 年第一季度末
流动比率 (%)	89.85	63.22	43.85	45.07
速动比率 (%)	86.81	60.27	42.10	43.20
现金比率 (%)	65.70	54.18	30.61	31.68

资料来源：根据海航控股所提供数据整理。

该公司固定资产投资规模大，资产以非流动资产为主。因 2018 年末将长期负债总计 519.17 亿元列示为一年内到期的非流动负债，年末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 43.85%、42.10% 和 30.61%，公司流动性指标较上年末下滑明显。

## 6. 表外事项

根据该公司 2019 年 4 月 19 日股东大会决议，公司拟以不超过 31.38 亿元购买海航航空集团持有的海航技术 60.78% 股份。交易完成后，海航技术将成为公司全资子公司。公司拟以 6.96 亿元购买航空集团持有的海南天羽飞行训练有限公司（简称“天羽飞训”）100.00% 股权。交易完成后，天羽飞训将成为公司全资子公司。海航技术和天羽飞训以上股权的收购价款已全额抵减公司向海航集团的资金拆借本金 38.34 亿元。公司拟以 15.65 亿元收购嘉兴兴晟持有的本公司控股子公司新华航空 12.18% 股权。交易完成后，公司将持有新华航空 73.92% 股权。此外，公司已将其持有天津燕山航空租赁产业股权投资合伙企业(有限合伙)（简称“燕山基金”）和深圳黔海文化旅游基金(有限合伙)（简称“黔海文化”）的基金份额全部退伙，并分别收回投资款项 10.70 亿元和 24.28 亿元。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2018年，该公司本部实现营业收入383.36亿元，占合并口径的56.57%，实现净利润-16.86亿元。当年末公司资产负债率为67.38%，负债总额及刚性债务余额分别为1,019.02亿元和753.69亿元，其中刚性债务主要集中为银行借款。同期末本部资产总额为1,512.44亿元，其中货币资金余额为205.66亿元，同期经营活动现金净流入15.25亿元。经营活动现金流入和货币储备可为债务的偿付提供一定的支撑。

2019年3月末，该公司本部资产负债率为65.86%，负债总额及刚性债务余额分别为967.36亿元和754.38亿元。2019年第一季度本部实现营业收入105.50亿元，实现净利润9.37亿元，当期经营活动现金净流出14.41亿元。

## 外部支持因素

截至2018年末，公司合并口径在各家商业银行取得的授信总额为1,107.04亿元，其中尚未使用的银行授信为122.81亿元，能为公司营运资金正常周转提供一定支持。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 11 海航 02：外部担保

该公司关联方海航集团为本期债券提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。近年来，海航集团海外扩张迅速，外延式并购加之内生的增长使海航集团资产和业务体量迅速扩大，但快速的膨胀也使海航集团面临流动性等风险。2018年，在回归航空主业的战略指导下，海航集团对部分资产进行出售，并继续聚焦航空主业的发展。截至2018年末，海航集团经审计的合并会计报表口径资产总额为10,705.13亿元，所有者权益为3,152.44亿元（其中归属于母公司所有者权益为800.85亿元）；2018年海航集团实现营业收入6,167.13亿元，净利润为-49.02亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为-19.38亿元）；当年海航集团经营性现金流量净额为412.29亿元。

## 跟踪评级结论

该公司为A股上市公司，股权分布较为分散，近年来第一大股东大新华航空一直维持控股地位。公司根据相关法律法规建立了法人治理结构，设置了与经营管理需要相符的组织架构与管控制度。但公司关联交易较为活跃，2018年向关联方大额资金拆借，截至目前已收回。

该公司为国内规模靠前的航空公司,近年来机队规模不断扩大,尤其 2017 年对天津航空的收购完成后,公司经营规模进一步扩张;公司拥有明显的品牌优势,且运营效率和生产效益情况较好;但也面临市场竞争的挑战,而汇率及航油价格的波动也易对公司盈利造成影响。2018 年受航油和汇率波动、资产减值和资产处置损失等因素影响,公司亏损严重。

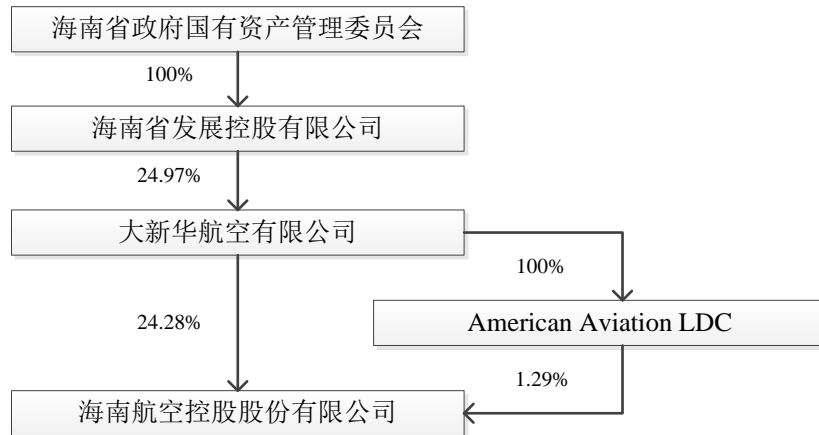
2018 年,该公司因未能履行相关借款及融资租赁协议中约定事项,并触发其他借款、融资租赁以及债券的相关违约条款,导致公司存在被要求随时偿还相关借款、融资租赁款以及债券的可能性。截至目前,公司尚未收到任何立即还款的要求,但也未获得书面豁免。公司董事会表示:对于上述未按时偿还的借款,公司已与各银行等金融机构充分沟通,金融机构不会要求提前偿还未到期借款。

该公司负债经营程度不高,但刚性债务占比较大,且资产集中为非流动资产;公司货币资金储备较充裕且经营环节的现金流状况总体较好,公司能获得股东、地方政府等的外部支持,目前外部融资环境仍顺畅。

本评级机构仍将持续关注:(1) 该公司部分借款、融资租赁款及债券可能被要求随时偿付的情况;(2) 航油及汇率波动情况;(3) 公司关联交易及往来情况;(4) 公司经营亏损改善情况。

附录一：

公司与实际控制人关系图



注：根据海航控股提供的资料绘制（截至 2019 年 4 月 30 日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据海航控股提供的资料绘制（截至 2018 年末）。



附录三：

相关实体主要数据概览

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
海南航空控股股份有限公司	海航控股	-	航空运输	753.69	493.42	383.36	-16.86	15.25	公司本部
中国新华航空集团有限公司	新华航空	61.74	航空运输	20.58	123.36	54.62	-0.82	5.19	
长安航空有限责任公司	长安航空	70.75	航空运输	40.85	68.97	16.34	-1.06	0.49	
山西航空有限责任公司	山西航空	100.00	航空运输	9.99	21.84	19.90	-1.40	0.15	
云南祥鹏航空有限责任公司	祥鹏航空	73.48	航空运输	52.27	87.04	71.16	1.58	17.33	
乌鲁木齐航空有限责任公司	乌鲁木齐航空	86.32	航空运输	3.50	5.00	17.49	-2.50	3.00	
福州航空有限责任公司	福州航空	65.22	航空运输	-	15.52	18.07	-2.12	-1.15	
北京科航投资有限公司	北京科航	95.00	持有型物业	4.96	26.51	1.63	0.89	-	
广西北部湾航空有限责任公司	北部湾航空	70.00	航空运输	5.50	34.12	23.84	0.07	-0.94	
天津航空有限责任公司	天津航空	95.82	航空运输	162.86	153.91	129.97	-13.24	17.97	

注：根据海航控股 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

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]	1,481.44	1,973.48	2,047.35	2,034.10
货币资金 [亿元]	215.91	363.91	379.26	386.55
刚性债务[亿元]	648.60	997.20	1,092.30	383.57
所有者权益 [亿元]	678.76	739.57	687.50	696.68
营业收入[亿元]	406.78	599.04	677.64	186.33
净利润 [亿元]	34.10	38.82	-36.48	12.40
EBITDA[亿元]	116.09	149.13	62.84	-
经营性现金净流入量[亿元]	122.87	129.60	92.25	9.73
投资性现金净流入量[亿元]	-183.44	-94.27	-113.86	15.71
资产负债率[%]	54.18	62.52	66.42	65.75
资产负债率*1[%]	57.62	67.31	68.92	68.23
权益资本与刚性债务比率[%]	104.65	74.16	62.94	64.41
流动比率[%]	89.85	63.22	43.85	45.07
现金比率[%]	65.70	54.18	30.61	31.68
利息保障倍数[倍]	1.92	1.87	0.05	-
担保比率[%]	8.53	7.14	20.29	19.92
营业周期[天]	8.91	11.32	15.33	-
毛利率[%]	22.91	13.54	7.30	12.35
营业利润率[%]	7.39	7.17	-7.54	8.68
总资产报酬率[%]	5.27	5.47	0.15	-
净资产收益率[%]	6.41	5.47	-5.11	-
净资产收益率*1[%]	7.02	5.85	-6.46	-
营业收入现金率[%]	117.23	114.98	115.45	101.88
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	39.25	25.65	9.52	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.25	3.47	-1.67	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.09	2.95	1.14	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.18	0.06	-

注：表中数据依据海航控股经审计的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*1(%)=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、CCC 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）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。