

跟踪评级公告

联合〔2020〕985号

中国南方航空股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国南方航空股份有限公司主体长期信用状况和发行的“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”进行了跟踪评级，确定：

中国南方航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国南方航空股份有限公司发行的“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国南方航空股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 南航 01	26.55 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2019/5/22
16 南航 02	1.49 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2019/5/22
18 南航 01	20.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/22
19 南航 01	30.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/22
19 南航 02	20.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/22

跟踪评级时间：2020 年 5 月 22 日

分析师

徐汇丰 登记编号 (R0040218010006)

张晶晶 登记编号 (R0040219080003)

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层 (100022)

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内三大航空运输集团之一中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）旗下航空业务的唯一运营主体，继续保持突出的市场地位。跟踪期内，公司航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。公司在航线补贴、航空事业补贴等方面继续获得一定的政府支持。2020 年 4 月，公司完成非公开发行 H 股股票，有助于缓解短期资金压力。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加，叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑，公司整体债务负担仍较重，新冠肺炎疫情对航空业务短期形成较大冲击等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司向南航集团非公开发行 A 股股票的完成及可转换公司债券的发行，将有助于公司扩充机队规模，增强主营业务核心竞争力。同时，随着广州-北京“双枢纽”战略布局的加快推进，以及北京新机场的投入运营，公司航空运输主业规模或将进一步扩大。公司长期发展前景良好。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“15 南航 01”“16 南航 02”“18 南航 01”“19 南航 01”和“19 南航 02”债项“AAA”的信用等级。

优势

1. **继续保持突出的市场地位。**跟踪期内，公司在行业中继续保持领先地位，其航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。

2. **继续获得一定的政府支持。**民航业是我国国民经济的重要基础产业，持续获得国家财政

的支持。公司作为国内三大航空运输集团南航集团的唯一运营主体，跟踪期内继续在航线补贴、航空事业补贴等方面获得一定的政府支持。

3. **完成 H 股股票增发。**2020 年 4 月，公司向南龙控股有限公司完成了非公开发行 H 股股票，共募集资金 35.00 亿港元，有助于缓解短期资金压力。

关注

1. **公司利润下滑，其他收益对公司利润贡献仍较大。**2019 年，新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加，叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑，以航线补贴为主的其他收益对公司利润贡献仍较大。

2. **债务规模快速增长，债务负担加重。**跟踪期内，受新租赁准则的实施使得应付的经营租赁款纳入全部债务核算及发行债券增加影响，公司债务规模快速增长，整体债务负担仍较重。

3. **持续关注 737-8 客机停飞事件给公司带来的影响。**2019 年 3 月 11 日，中国民用航空局官网发布通告，要求国内航空公司暂停波音 737-8 飞机的商业运行，恢复飞行时间待定。联合评级将持续关注 737-8 客机停飞事件的最新进展，并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

4. **持续关注新冠肺炎疫情给公司业务带来的影响。**2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大冲击，公司客运运输量及相关收入受此影响短期内有所下降，联合评级将持续关注新冠肺炎疫情对公司客货运输业务的影响。

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径			
资产总额（亿元）	2,466.55	3,066.46	3,002.80
所有者权益（亿元）	781.83	770.54	707.73
长期债务（亿元）	783.42	1,277.13	1,348.17
全部债务（亿元）	1,267.88	1,852.54	1,985.29
营业收入（亿元）	1,436.23	1,543.22	211.41
净利润（亿元）	34.56	30.95	-60.10
EBITDA（亿元）	220.55	345.25	--
经营性净现金流（亿元）	195.85	381.22	-82.38
营业利润率（%）	10.26	11.86	-13.47
净资产收益率（%）	4.92	3.99	--
资产负债率（%）	68.30	74.87	76.43
全部债务资本化比率（%）	61.86	70.62	73.72
流动比率（倍）	0.29	0.18	0.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.14	4.85	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.25	3.52	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	1,955.73	2,460.54	2,407.24
所有者权益（亿元）	536.56	520.87	473.94
全部债务（亿元）	1,059.75	1,572.97	1,692.99
营业收入（亿元）	996.13	1,065.53	142.72
净利润（亿元）	22.14	18.12	-46.50
资产负债率（%）	72.56	78.83	80.31
全部债务资本化比率（%）	66.39	75.12	78.13
流动比率（倍）	0.23	0.17	0.15

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务核算，将应付融资租赁款和租赁负债计入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020 年 1 季度财务数据未经审计；6. 本报告中涉及 2018 年度的财务数据均采用 2019 年度期初财务数据

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

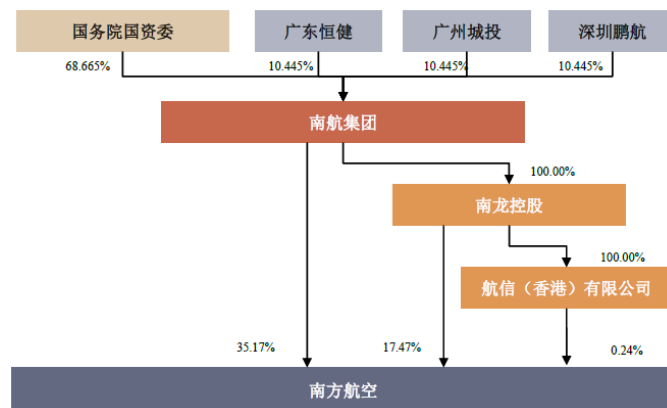
分析师：

张晶晶
联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”或“南方航空”）是经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生（1994）139号文批准，由中国南方航空集团有限公司¹（以下简称“南航集团”）独家发起成立的股份有限公司。公司于1997年7月在香港和纽约同步上市，于2003年7月在上海证券交易所上市（股票简称：南方航空，股票代码：600029.SH）。经过历次股本变更，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为122.67亿元。2020年4月，公司向南龙控股有限公司（以下简称“南龙控股”）完成非公开发行H股股票后，南航集团合计持有公司股权比例由50.54%上升至52.88%（直接持有35.17%股权），仍为公司的控股股东。南航集团由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有68.665%股权、由广东恒健投资控股有限公司（以下简称“广东恒健”）持有10.445%股权、由广州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“广州城投”）持有10.445%股权、由深圳市鹏航股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“深圳鹏航”）持有10.445%股权，公司的实际控制人仍为国务院国资委（如图1所示）。

图1 截至2020年4月15日公司与控股股东之间的产权及控制关系图



资料来源：公开资料，联合评级整理

作为国内三大航空运输集团之一南航集团旗下航空业务的唯一运营主体，公司经营范围较2018年末发生重大变化，仍主要从事国内外航空客、货运业务。截至2019年末，公司拥有北京、深圳等16家分公司和厦门航空有限公司、贵州航空有限公司、珠海航空有限公司等8家控股航空子公司，在杭州、青岛等地设有23个境内营业部，在悉尼、纽约等地设有55个境外营业部。

公司组织架构较上年有所调整，新增了深化改革领导小组办公室和科技信息与流程管理部。截至2019年末，公司本部设战略规划投资部、财务部、审计部等19个职能部门（见附件1）。公司合并范围在职员工103,876人。

截至2019年末，公司合并资产总额3,066.46亿元，负债合计2,295.92亿元，所有者权益770.54亿元，其中归属于母公司所有者权益638.63亿元。2019年，公司实现营业收入1,543.22亿元，净利润30.95亿元，其中归属于母公司所有者的净利润26.51亿元；经营活动产生的现金流量净额381.22亿元，现金及现金等价物净增加额-53.43亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额3,002.80亿元，负债合计2,295.07亿元，所有者权益707.73亿元，其中归属于母公司所有者权益584.31亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入211.41

¹ 原中国南方航空集团公司，经国务院国资委《关于中国南方航空集团公司改制有关事项的批复》（国资改革〔2017〕1082号）批准，中国南方航空集团公司已由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后名称为“中国南方航空集团有限公司”。

亿元，净利润-60.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-52.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额-82.38 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.44 亿元。

公司注册地址：广东省广州市黄埔区玉岩路 12 号冠昊科技园区一期办公楼三楼 301 室；法定代表人：王昌顺。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司经中国证监会证监许可〔2015〕2581 号文核准面向合格投资者公开发行公司债 190 亿元，采取分期发行方式，其中第一期为“15 南航 01”，第二期为“16 南航 01”，第三期为“16 南航 02”。其中，“15 南航 01”和“16 南航 02”均附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

公司经中国证监会证监许可〔2018〕1758 号文核准面向合格投资者公开发行公司债 100 亿元，采取分期发行方式，其中第一期“18 南航 01”，第二期为“19 南航 01”，第三期为“19 南航 02”。

表 1 截至本报告出具日公司债券发行相关情况（单位：亿元、年）

债券名称	债券简称	证券代码	债券余额	起息日	期限
中国南方航空股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）（品种一）	15 南航 01	136053.SH	26.55	2015/11/20	5（3+2）
中国南方航空股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）	16 南航 02	136452.SH	1.49	2016/05/25	5（3+2）
中国南方航空股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）	18 南航 01	155052.SH	20.00	2018/11/27	3
中国南方航空股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）	19 南航 01	155185.SH	30.00	2019/02/22	3
中国南方航空股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）	19 南航 02	155417.SH	20.00	2019/05/17	3

注：上表仅列示本报告所跟踪债项，未涵盖公司全部存续期内债券
资料来源：Wind，联合评级整理

2018 年 10 月，“15 南航 01”的部分债权人选择将其持有的“15 南航 01”回售给公司，合计回售金额为 3.45 亿元（不含利息），公司于 2018 年 11 月 20 日对有效申报回售的“15 南航 01”持有人支付了本金及当期利息，当前余额为 26.55 亿元。2019 年 3 月 4 日，“16 南航 01”完成本息兑付和摘牌。2019 年 4 月，“16 南航 02”的部分债权人选择将其持有的“16 南航 02”回售给公司，合计回售金额为 48.51 亿元（不含利息），公司于 2019 年 5 月 27 日对有效申报回售的“16 南航 02”持有人支付了本金及当期利息，当前余额为 1.49 亿元。

“15 南航 01”所募集资金扣除发行费用后余额为 29.99 亿元，其中 16.90 亿元用于偿还银行贷款，剩余募集资金用于补充营运资金；“16 南航 02”所募集资金扣除发行费后约 50.00 亿元，其中 20.00 亿元用于偿还银行贷款，剩余资金用于补充营运资金；“18 南航 01”募集资金扣除发行费用后的净额为 19.999 亿元全部用于补充营运资金；“19 南航 01”和“19 南航 02”募集资金扣除发行费用后全部用于偿还存量有息债务。截至本报告出具日，以上债券募集资金均已使用完毕且用途与募集说明书中的相关约定一致。公司已按约定足额、按时完成以上债券最近一期利息的支付。

三、行业分析

2019 年，航空客运运输行业保持平稳增长态势，增速较上年有所放缓，航空货运需求有所下降，2020 年以来的新冠肺炎疫情短期内对航空运输业产生较大冲击，国家相关部委正积极采取应对措施

减少新冠肺炎疫情对航空运输业造成的损失。

国际航空运输协会（IATA）公布的数据显示，2019年航空客运增速较上年有所放缓，全球航空客运需求（按照收入客公里计算）同比增长4.2%，载客率达82.6%，较上年增加0.7个百分点。全球航空货运需求（按照货运吨公里计算）较上年下降3.3%，自2012年以来首次出现下降。受新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎疫情”）影响，IATA预计：2020年全球航空客运需求或将同比下降38%，其中亚太地区全年客运需求同比下降37%，北美地区全年客运需求同比下降27%，欧洲地区全年客运需求同比下降46%；2020年全球航空客运业务收入损失或将达2,520亿美元，同比下降44%。

根据中国民用航空局（以下简称“民航局”）公布的数据，截至2018年末，我国航空运输企业达到60家，通用航空企业共计423家；航线总数4,206条，其中国内航线3,420条、国际航线786条。生产运营方面，2019年，中国民航共完成运输总周转量1,292.7亿吨公里、旅客运输量6.6亿人次、货邮运输量752.6万吨，同比分别增长7.1%、7.9%、1.9%。中国民航旅客周转量在综合交通运输体系中的比重达32.8%，同比增加1.5个百分点。运行服务方面，2019年，中国民航航班平均正常率81.65%，同比增加1.52个百分点。

成本方面，航油是航空业的最大成本，约占运营总成本的30%~50%左右，油价走势将直接影响航空公司经营业绩和盈利水平。随着2019年OPEC推动新一轮减产，美国页岩行业扩大产量利空油价，国际原油价格呈现宽幅震荡格局。2020年以来，随着新冠肺炎疫情在全球蔓延，沙特阿美扩大产量压低油价，国际原油价格持续下跌并剧烈波动，截至2020年4月21日，布伦特原油现货价格为13美元/桶，较年初跌幅约79.88%，原油价格的下跌在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。未来，在全球政治格局复杂多变及经济下行压力加大的背景下，国际原油供给端和需求端均存在不确定性。

图2 2019年1月-2020年4月航油价格和原油价格走势



资料来源: Wind

汇率方面，航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外币结算，这些支出会直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。2019年，中国经济仍然面临贸易局势不确定的影响，经济下行压力持续加大，人民币兑美元呈波动贬值态势，全年贬值4.1%。2020年以来，受新冠肺炎疫情

爆发影响，美联储实施 unlimited、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动，但受益于国内经济回暖明显，货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率保持在合理区间双向波动，市场预期稳定。未来长期汇率走势仍取决于美联储的货币政策、中美贸易关系、国内改革实施进程、货币政策调整等多方面因素。航空企业将继续面临汇率波动风险。

图3 2019年1月—2020年4月美元兑人民币（中间价）走势（单位：元）



资料来源：Wind

自2020年1月下旬以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，亚洲、欧洲、美洲等多国为阻止疫情进一步扩散，陆续采取了旅行限制措施，导致全球航空需求锐减。截至2020年3月末，中国民航累计共完成运输总周转量165.3亿吨公里、旅客运输量7,409.4万人次、货邮运输量138.7万吨，同比分别下降46.6%、53.9%、17.4%。截至目前，我国整体疫情控制情况出现向好趋势，国内多个省市采取差异化复产复工政策，境内的航空客运需求逐渐恢复。但由于国际疫情持续扩散，国际航空限制政策趋严，民航局近期发布疫情防控期间调减国际客运航班量的通知，国际客运供应量预计将进一步减少。新冠肺炎疫情的爆发短期内对航空运输业产生较大冲击。

政策方面，2019年5月初，民航局出台《关于统筹推进民航降低成本工作的实施意见》。意见内容明确：将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行基础上下调50.00%；要降低航空煤油销售价格；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。2020年2月初，国家发改委和财政部联合下发《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》（财政部、国家发展改革委公告2020年第11号），公告内容包括免征航空公司应缴纳的民航发展基金，免征期限自2020年1月1日期，截止日期将视疫情情况另行公告，此举对减少因疫情造成的航空运输行业损失有积极作用。

四、管理分析

公司高级管理人员虽有所变动，但新任人员在同行业任职经验丰富，上述变动预计不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生重大不利影响。公司部门设置有所变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

部门设置方面，截至 2019 年末，公司本部设战略规划投资部、财务部、审计部等 19 个职能部门，部门设置较年初有所变化，新增了深化改革领导小组办公室和科技信息与流程管理部。

董事、监事以及高级管理人员方面，公司部分其他高级管理人员因工作原因离任。经公司于 2019 年 3 月 18 日召开的第八届董事会临时会议，同意聘任马须伦先生为公司总经理，任期自 2019 年 3 月 18 日生效。

新任总经理简历如下：

马须伦先生，1964 年 7 月生，华中科技大学机械学院工业工程专业毕业，工程硕士，注册会计师，1984 年 8 月参加工作，1990 年 10 月加入中国共产党。曾任中国物资储运总公司副总经理，中国民用航空总局财务司副司长，中国国际航空公司副总裁、党委常委。2002 年 10 月任中国国际航空公司常务副总裁、党委副书记；2004 年 9 月任中国国际航空股份有限公司董事、总裁、党委副书记；2004 年 12 月任中国航空集团公司党组成员兼中国国际航空股份有限公司董事、总裁、党委副书记；2007 年 2 月任中国航空集团公司副总经理、党组成员；2008 年 12 月任中国东方航空集团公司党组副书记、中国东方航空股份有限公司总经理、党委副书记；2011 年 10 月任中国东方航空集团公司党组书记、副总经理，中国东方航空股份有限公司总经理；2016 年 11 月任中国东方航空集团公司董事、总经理、党组副书记；2016 年 12 月兼中国东方航空股份有限公司副董事长、总经理、党委副书记；2019 年 2 月任中国南方航空集团有限公司董事、总经理、党组副书记；2019 年 3 月兼任中国南方航空股份有限公司总经理，2019 年 5 月兼任中国南方航空股份有限公司副董事长。

2019 年，公司管理制度未发生重大变化，主要管理制度连续。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受益于运力投放增加和客运量的上升，公司营业收入继续增长，主营业务毛利率较上年小幅提升。航油成本在公司运营成本中占比仍较高，未来航油价格的波动仍将对公司盈利能力产生较大影响。2020 年 1 季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司经营业绩受到较大不利影响，呈亏损状态。

2019 年，公司全年实现营业收入 1,543.22 亿元，较上年增长 7.45%，其中主营业务收入 1,516.33 亿元，占营业收入的 98.00%，主营业务突出。公司主营业务收入仍主要来源于客运、货运及邮运业务。2019 年，客运业务稳定发展，受益于公司运力投放增加和客运量的上升，客运收入较上年增长 8.17%；货运及邮运收入较上年下降 4.10%。

表 2 2018-2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年			2019 年			收入同比增减	毛利率同比增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
客运	1,280.38	90.70	--	1,385.02	91.34	--	8.17	--
货运及邮运	100.26	7.10		96.15	6.34		-4.10	
其他	30.95	2.19		35.16	2.32		13.60	
合计	1,411.59	100.00	9.99	1,516.33	100.00	11.69	7.42	1.70

资料来源：公司年报

主营业务成本方面，2019 年，公司航油成本较上年基本持平，职工薪酬费用、起降费用、飞机发动机维修费和餐食机供品费用均较上年有所增长。受公司执行新租赁准则影响，原经营租赁资产确认为使用权资产使得折旧与摊销大幅增加，同时公司不再确认相关租赁费用，因此经营租赁费大

幅减少。受上述因素综合影响，公司主营业务毛利率较上年增加 1.70 个百分点。

表 3 2018 - 2019 年公司主营业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		成本同比变动
	金额	占比	金额	占比	
航油成本	429.22	33.78	428.14	31.97	-0.25
职工薪酬费用	190.89	15.02	212.84	15.89	11.50
折旧与摊销费用	135.82	10.69	234.77	17.53	72.85
起降费用	159.80	12.58	176.58	13.19	10.50
飞机、发动机维修费	83.32	6.56	85.65	6.40	2.80
经营租赁费	87.26	6.87	14.12	1.05	-83.82
餐食机供品费用	37.34	2.94	39.75	2.97	6.45
其他	146.86	11.56	147.21	10.99	0.24
主营业务成本合计	1,270.51	100.00	1,339.06	100.00	5.40

资料来源：公司年报

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 211.41 亿元，较上年同期下降 43.82%，实现利润总额-76.03 亿元，呈亏损状态，主要系受新冠肺炎疫情影响，航空运输需求锐减所致。

2. 业务运营

公司仍保持突出的市场地位，2019 年，其航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位，运营效率等指标整体保持稳中有升态势，在国际航线网络拓展、运力投放持续增加以及民航市场需求增长的背景下，公司国内和国际客运市场均获得了快速增长。但 2020 年以来爆发的新冠肺炎疫情对公司航空运输业务产生严重不利影响，公司各项运营指标同比下降幅度较大。

（1）航线布局

公司航线网络密集，形成了密集覆盖国内，全面辐射亚洲，有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。2019 年，国内市场方面，公司增班广州-北京大兴、广州-郑州、广州-杭州、广州-南京、广州-三亚、广州-青岛、北京大兴-昆明、北京大兴-海口、深圳-长春、深圳-哈尔滨、上海-西宁、武汉-重庆等国内航线，进一步丰富航线网络。国际市场方面，公司新增维也纳、宿务、澳门等国际及地区航点，新增武汉-伊斯坦布尔、广州-宿务、广州-东京成田、广州-昆明-伊斯坦布尔、浦东-东京成田、浦东-名古屋、浦东-曼谷、武汉-澳门、长沙-澳门等国际及地区航线。

2019 年，公司每天有 3,000 多个航班飞至全球 44 个国家和地区、243 个目的地，提供座位数超过 50 万个。

2020 年，公司将继续完善国际航线网络布局，计划新增北京大兴-伦敦、北京大兴-莫斯科、北京大兴-东京羽田、北京大兴-大阪、北京大兴-迪拜、广州-美娜多等国际航线，目前暂无退出航线计划。

（2）机队规模

截至 2019 年末，公司共拥有飞机 862 架（客机 848 架、货机 14 架），较上年末净增加 22 架。2019 年，公司引进飞机 54 架（包括经营租赁飞机 22 架、融资租赁飞机 28 架、自购飞机 4 架），退出飞机 32 架（包括 3 架 A330 系列飞机、17 架 A320 系列飞机、4 架 B757 系列飞机、2 架 B737 系列飞机和 6 架 EMB190 系列飞机）。截至 2019 年末，公司所拥有的 862 架飞机中，经营租赁 320

架（占 37.12%）、融资租赁 257 架（占 29.81%）、自购 285 架（占 33.06%）。截至 2019 年末，公司机队规模仍位居全国首位，经营租赁飞机占比较上年末减少 1.69 个百分点。

表 4 2018 - 2019 年公司飞机保有形式构成（单位：架、%）

形式	截至 2018 年末		截至 2019 年末	
	数量	占比	数量	占比
经营租赁	326	38.81	320	37.12
融资租赁	232	27.62	257	29.81
自购	282	33.57	285	33.06
合计	840	100.00	862	100.00

注：上表飞机数量为公司及其控股子公司拥有的飞机合计数，其中子公司厦门航空有限公司截至 2019 年末拥有飞机数量为 206 架

资料来源：公司年报

从机队结构来看，公司主要为空客和波音系列飞机，少量支线使用安博威系列飞机。截至 2019 年末，公司机队中空客 A320 系列和波音 737 系列占比较大，分别为 36.00% 和 46.00%。

表 5 截至 2019 年末公司机队构成（单位：架、年）

飞机制造商	飞机型号	飞机数量	平均机龄
空中客车	A380 系列	5	7.70
	A330 系列	47	6.80
	A320 系列	317	7.60
	A350 系列	6	0.20
波音	B787 系列	37	3.20
	B777 系列	27	5.00
	B737 系列	401	6.50
	B747 系列	2	17.40
其他	EMB190	20	7.30
合计		862	--

注：A330 系列飞机包括 A330-200 飞机和 A330-300 飞机；A320 系列飞机包括 A319 飞机、A320 飞机、A320NEO 飞机、A321 飞机和 A321NEO 飞机；B787 系列飞机包括 B787-8 飞机和 B787-9 飞机；B777 系列飞机包括客机 B777-300ER 飞机和货机 B777-200F 飞机；B737 系列飞机包括 B737-700 飞机、B737-800 飞机和 B737-8 飞机

资料来源：公司年报

（3）运营情况

从运力投放来看，2019 年，公司可用吨公里保持持续增长态势。截至 2019 年末，公司可用吨公里为 464.34 亿吨公里，较上年增长 8.67%。港澳台可用吨公里较上年基本保持稳定，国内和国际航线载运能力提升较快。2020 年 1—3 月，公司可用吨公里为 70.39 亿吨公里，同比下降 37.39%。其中，国内可用吨公里为 37.79 亿吨公里，同比下降 42.16%；国际可用吨公里为 32.22 亿吨公里，同比下降 29.59%。2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，导致航空需求锐减，公司运力投放相应缩减。

表 6 2018 - 2019 年公司可用吨公里情况（单位：亿吨公里、%）

地区	2018 年	2019 年	同比增减
国内	245.50	268.04	9.18
港澳台	5.04	5.07	0.63
国际	176.75	191.23	8.19
合计	427.28	464.34	8.67

注：可用吨公里或“ATK”，指飞行公里数乘以可用载运吨位数

资料来源：公司年报

从运输总量来看，2019年，公司运输量继续提升，共完成运输总周转量326.25亿吨公里，同比增长7.55%。国内和国际航线运输总周转量提升较快，港澳台航线运输总周转量略有下降，由上年的同比增长11.63%转为同比下降0.82%。2019年，公司总体载运率平均为70.26%，较上年基本保持稳定。2020年1-3月，公司完成运输总周转量42.77亿吨公里，同比下降44.71%。其中，国内完成运输总周转量22.45亿吨公里，同比下降50.27%；国际完成运输总周转量20.14亿吨公里，同比下降35.84%。公司总体载运率为60.77%，同比减少8.04个百分点。受新冠肺炎疫情冲击，2020年1季度，公司运输总量同比大幅下降。

表7 2018-2019年公司载运量及载运率情况(单位:亿吨公里、%、个百分点)

项目	地区	2018年	2019年	同比增加/减少
收费吨公里	国内	174.38	188.98	8.38
	港澳台	3.15	3.13	-0.82
	国际	125.81	134.14	6.62
	合计	303.34	326.25	7.55
总体载运率(RTK/ATK)	国内	71.03	70.50	-0.53
	港澳台	62.63	61.73	-0.90
	国际	71.18	70.15	-1.03
	平均	70.99	70.26	-0.73

注:收费吨公里(或RTK),即运输总周转量,飞行公里数乘以运载(乘客及货邮)吨位量;总体载运率是指以收费吨公里除以可用吨公里所得的百分比

资料来源:公司年报

从客运业务来看，2019年，公司旅客运输量1.52亿人，同比增长8.40%，旅客运输量仍居国内各航空公司之首。载客仍主要来自国内航线，达1.29亿人次，占84.88%；国际航线载客人数由于需求增长以及公司持续拓展国际网络，同比增长14.45%；港澳台航线载客人数由上年的同比增长8.47%转为同比下降1.84%。旅客周转量方面，2019年公司收费客公里2,849.21亿客公里，同比增长9.93%，其中国内和国际航线收费客公里增速较快，港澳台则小幅下降。2019年公司客座率82.81%，较上年增加0.37个百分点。2020年1-3月，公司旅客运输量0.17亿人，同比下降53.69%，载客主要来自国内航线，为0.15亿人次，占88.24%；国际航线载客人数218.10万人，同比下降55.68%。受新冠肺炎疫情冲击，2020年1季度，公司旅客运输量锐减。

表8 2018-2019年公司客运情况

项目	地区	2018年	2019年	同比变动
载客人数(千人)	国内	119,494.01	128,706.50	7.71%
	港澳台	2,527.08	2,480.54	-1.84%
	国际	17,863.96	20,445.12	14.45%
	合计	139,885.04	151,632.16	8.40%
收费客公里(亿客公里)	国内	1,789.73	1,952.39	9.09%
	港澳台	33.05	32.59	-1.40%
	国际	769.16	964.23	12.36%
	合计	2,591.94	2,849.21	9.93%
客座率(%)	国内	82.80	83.00	0.20个百分点
	港澳台	75.39	74.61	-0.78个百分点
	国际	81.93	82.72	0.79个百分点
	合计	82.44	82.81	0.37个百分点

注:收费客公里或“RPK”,即旅客周转量,飞行公里数乘以所载运乘客数量

资料来源:公司年报

从货邮运输业务来看，2019年，公司货邮运输量较上年基本保持稳定，同比增长1.81%，实现货运及邮运收入96.15亿元，同比下降4.10%，主要系货运市场运价同比有所下降所致。2020年1-3月，公司货邮量303.66千吨，同比下降22.78%。其中，国内货邮量167.01千吨，同比下降29.76%；国际货邮量134.40千吨，同比下降10.39%。2020年1季度，公司货邮运输业务同样受到一定程度来自新冠肺炎疫情的冲击，货邮运输量同比有所下降。

表9 2018-2019年公司货邮量情况(单位:千吨、%)

地区	2018年	2019年	同比变动
国内	1,043.91	1,052.13	0.79
港澳台	21.85	23.27	6.50
国际	666.52	688.16	3.25
合计	1,732.28	1,763.56	1.81

资料来源:公司年报

3. 投资计划

跟踪期内，北京新机场南航基地项目一期已完成主体建设，公司仍处于快速发展阶段，在飞机引进、基地项目建设等方面仍将面临较大的资本支出压力。北京新机场2019年下半年已投入运营，公司将成为北京新机场最大的主基地公司。

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。公司将分期支付的购机款列入在建工程，2019年末账面余额为310.41亿元。2020-2022年，公司计划分别引进86架、72架和51架飞机²，退出37架、3架和0架飞机，预测2022年末公司机队规模将达到1,031架。2020-2021年，公司已授权并已签订合同的飞机、发动机及飞行设备的资本支出承诺为712.24亿元，其中1年以内(含1年)414.42亿元，1-2年(含2年)210.77亿元，公司仍具有较大的飞机购买支出需求。

除飞机购买款外，公司其他主要在建工程项目为北京新机场南航基地项目、厦航大厦等，计划总投资214.12亿元，截至2019年末已投资106.78亿元，尚需投资107.34亿元，公司未来仍将面临较大的资本支出压力。

表10 截至2019年末公司主要在建工程项目情况(单位:亿元、%)

项目名称	预算总投资	已投资规模	工程累计投入占预算比例
北京新机场南航基地项目	145.51	78.58	54.00
厦航大厦	23.09	7.16	31.00
湖北分公司南工作区综合保障楼	4.18	2.17	52.00
南航广州碧华园综合培训中心	9.8	1.67	17.00
杭州基地	8.2	4.59	56.00
福州长乐机场设施	9.26	8.89	96.00
厦航洪文飞行乘务出勤楼	6.8	1.43	21.00
广州白云国际机场值班倒班用房项目	4.3	1.16	27.00
广西南宁市区运营中心	2.98	1.13	38.00
合计	214.12	106.78	--

注:此表格中为部分工程类在建项目,不包含分期支付飞机购买款等
资料来源:公司年报

² 公司机队未来引进退出计划,以实际营运为准。

公司作为北京新机场主基地航空公司，按照承担北京新机场航空旅客业务量 43% 的目标进行基地建设。北京新机场南航基地项目建设地点位于北京市南，礼贤镇南侧，榆垓镇东侧，距天安门直线距离 46 公里，距离廊坊市中心约 26 公里。场址位于京九线东侧，永定河北侧。北京新机场南航基地包括生产设施和基地生产运行保障设施。工程类别包括货运站、配餐中心、机库、运控中心、宿舍、仓库、车库、维修厂房、公共设备用房等。项目用地红线内面积约 62 万平方米（不含道路代征地），总建筑面积 108.89 万平方米，其中生产主体工程 34.86 万平方米，生产运行保障设施 74.03 万平方米。按照发展规划，北京新机场未来计划承接公司 40% 的航空旅客业务量目标，到 2025 年，公司预计在北京新机场投放飞机 250 架，日起降航班超过 900 班次。北京新机场南航基地项目（分为一期和二期工程）概算总投资约 145.51 亿元，截至 2019 年末，一期工程已完成主体建设，二期工程尚未动工。2019 年下半年，公司完成北京新机场首航和首批航班转场。按照规划，至 2021 年 3 月末，公司在北京新机场的市场份额将达到 43% 左右，成为北京新机场最大的主基地公司。

4. 重大事项

公司完成非公开发行 H 股后，有助于缓解短期资金压力，未来随着公司向南航集团非公开发行 A 股股票的完成及可转换公司债券的发行，将有助于公司扩充机队规模，增强主营业务核心竞争力，进一步提升盈利水平。联合评级将持续关注 737-8 客机停飞事件的最新进展情况。

（1）完成非公开发行 H 股股票

根据中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）于 2020 年 3 月 27 日出具的《关于核准中国南方航空股份有限公司增发境外上市外资股的批复》（证监许可〔2020〕547 号），核准公司增发不超过 613,358,614 股境外上市外资股。2020 年 4 月 15 日，公司完成向南龙控股发行 H 股普通股票 608,695,652 股，发行价格为每股 5.75 港元，每股面值人民币 1 元，共募集资金 35.00 亿港元。同时，公司已与南龙控股完成相关股份认购及交割事宜。公司此次非公开发行 H 股股票的募集资金在扣除发行费用后，全部用于补充其一般运营资金。

本次 H 股发行完成后，截至 2020 年 4 月 15 日，南航集团直接和间接合计持有公司 6,808,414,900 股股份，持股比例为由 50.54% 上升至 52.88%，仍为公司的控股股东。

（2）计划非公开发行 A 股股票

2019 年 10 月，公司与南航集团签订了《关于认购中国南方航空股份有限公司非公开发行 A 股股票之附条件生效的股份认购协议》。公司拟向南航集团非公开发行不超过 2,453,434,457 股 A 股股票（含 2,453,434,457 股），发行规模不超过人民币 168.00 亿元（含人民币 168.00 亿元），南航集团拟以现金认购。此次非公开发行 A 股股票募集的资金扣除发行费用后将主要用于飞机引进。2002 年 4 月 24 日，证监会发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得通过，截至本报告出具日，公司尚未收到证监会的书面核准文件。

（3）计划发行 A 股可转换公司债券

公司于 2020 年 5 月 15 日发布了《中国南方航空股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券预案》（以下简称“预案”），预案称公司计划发行可转换公司债券，拟募集资金总额不超过 160.00 亿元（含），扣除发行费用后募集资金净额拟将 106.00 亿元用于飞机购置、航材购置及维修项目，6.00 亿元用于引进备用发动机，48.00 亿元用于补充流动资金。

（4）737MAX 客机停飞

2019 年 3 月 11 日，民航局官网发布通告，要求国内运输航空公司暂停波音 737-8（即 737MAX）

飞机的商业运行，民航局将联系美国联邦航空局和波音公司，在确认具备有效保障飞行安全的有关措施后，通知各运输航空公司恢复波音 737-8 飞机的商业运行。根据民航资源网数据显示，目前国内航司共运营 737MAX 飞机 96 架，其中公司共拥有 34 架（包括子公司厦门航空拥有的 10 架）。截至目前，公司正在与波音公司积极沟通，与各方共同寻求问题解决方案。联合评级将持续关注 737MAX 客机停飞事件的最新进展并分析其对公司经营及财务状况带来的影响。

5. 未来发展

公司明确了“三二四五三”战略框架，其中，战略目标是“三个一流”：一流的安全品质、一流的盈利能力、一流的品牌形象；战略布局是打造广州—北京“双枢纽”；战略取向是推动“四化”：规范化、一体化、智能化、国际化发展；治理体系由党的领导、治理结构、战略管理、市场机制和企业文化五个体系构成；保障能力是加强“条件、资源、环境”三个方面的保障。

2020 年，公司将跟踪分析市场走势，为新冠肺炎疫情过后航空市场的恢复做好准备。公司在确保持续安全、不断提高安全品质的同时，还将加快推进双枢纽战略落地，并围绕“亲和精细”定位，全面提升服务品质。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2020 年 1 季度财务报表未经审计。

会计政策变更方面，2018 年公司根据财政部规定执行新收入准则，2019 年起执行新租赁准则（见附件 2）。公司根据最新财务报表格式要求编制 2019 年度财务报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报。

合并范围变动方面，2019 年，公司以 0.14 亿元收购了原合营公司沈阳北方飞机维修有限公司剩余 21% 股权并取得对其的控制权。此外，公司以 0.09 亿元的现金对价收购广东南航明珠航空服务有限公司 100% 股权。公司将上述两家公司纳入合并范围。上述子公司净资产及收入利润规模较小。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模保持增长，构成仍以非流动资产为主，符合航空运输业特点。公司尚未办妥土地使用权证及房产证的资产账面价值较上年有所增加，对资产流动性产生一定影响，但公司资产受限比例较低，资产质量整体仍较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 24.32%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 5.46%、非流动资产占 94.54%，非流动资产占比较年初增加 4.30 个百分点。

表 11 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		同比增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	240.72	9.76	167.38	5.46	-30.47	148.75	4.95
货币资金	73.08	2.96	19.94	0.65	-72.71	18.39	0.61
应收账款	29.27	1.19	31.97	1.04	9.22	28.95	0.96

预付款项	36.95	1.50	15.91	0.52	-56.94	4.48	0.15
存货	16.99	0.69	18.93	0.62	11.42	20.21	0.67
其他应收款	23.34	0.95	23.43	0.76	0.39	18.59	0.62
其他流动资产	54.39	2.21	54.86	1.79	0.86	55.98	1.86
非流动资产	2,225.83	90.24	2,899.08	94.54	30.25	2,854.05	95.05
固定资产	1,700.39	68.94	843.74	27.52	-50.38	824.74	27.47
在建工程	378.81	15.36	393.44	12.83	3.86	388.12	12.93
使用权资产	0.00	0.00	1,499.41	48.90	--	1,470.27	48.96
资产总额	2,466.55	100.00	3,066.46	100.00	24.32	3,002.80	100.00

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初下降 30.47%，主要系货币资金和预付款项大幅减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，但各项规模占总资产规模较小，对资产影响不大。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 30.25%，主要系公司采用新租赁准则后经营租赁资产计入使用权资产所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和使用权资产构成。公司固定资产账面价值较年初下降 50.38%，主要系公司执行新租赁准则，将融资租赁资产与经营租赁资产合并计入使用权资产所致。其中，自有飞机 589.84 亿元（占 69.00%）、房屋及建筑物 111.33 亿元（占 13.00%）、其他飞行设备（包括高价周转件）112.66 亿元（占 13.00%）。公司累计计提折旧 764.90 亿元，计提减值准备 9.88 亿元，成新率为 63.23%，资产成新率尚可。公司有账面价值约 70.53 亿元（较上年增加 19.77 亿元）的若干房产尚未办妥土地使用权证及房产证，主要由于未与机场分割权证或未更名等原因造成。公司在建工程较年初增长 3.86%，主要系北京新机场南航基地项目和厦航大厦投入增加所致。公司在建工程主要为分期支付购买飞机及飞行设备款 310.41 亿元，占在建工程账面价值的 78.00%。公司新增使用权资产 1,499.41 亿元，主要系公司执行新租赁准则，将短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产所致。

截至 2019 年末，公司所有权受限制的资产账面价值合计为 5.43 亿元，占公司总资产的比例为 0.18%。其中，受限的货币资金 1.02 亿元、固定资产（自有飞机）3.39 亿元、投资性房地产 0.15 亿元、无形资产 0.87 亿元。公司资产受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 3,002.80 亿元，较年初下降 2.08%，变化不大。其中，流动资产占 4.95%、非流动资产占 95.05%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，受发行债券增加及新租赁准则的实施使得应付的经营租赁款纳入全部债务核算影响，公司债务规模快速增长，债务结构较为合理，但债务负担仍较重。

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 36.28%。其中，流动负债占 41.59%、非流动负债占 58.41%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比较年初增加 8.08 个百分点。

表 12 公司负债主要构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2018 年末		2019 年末		同比 增长率	2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	836.87	49.67	954.90	41.59	14.10	881.02	38.39
短期借款	207.39	12.31	122.50	5.34	-40.93	120.23	5.24
应付票据及应付账款	140.71	8.35	137.97	6.01	-1.95	123.58	5.38
其他应付款	64.48	3.83	71.52	3.12	10.92	51.40	2.24
票证结算	85.94	5.10	103.03	4.49	19.89	0.00	0.00
一年内到期的非流动 负债	235.57	13.98	227.94	9.93	-3.24	220.91	9.63
其他流动负债	40.00	2.37	224.97	9.80	462.43	288.00	12.55
非流动负债	847.85	50.33	1,341.02	58.41	58.17	1,414.05	61.61
长期借款	94.22	5.59	23.91	1.04	-74.62	45.01	1.96
应付债券	62.54	3.71	112.46	4.90	79.82	182.46	7.95
应付融资租赁款	626.66	37.20	0.00	0.00	-100.00	0.00	0.00
租赁负债	0.00	0.00	1,140.76	49.69	--	1,120.70	48.83
负债总额	1,684.72	100.00	2,295.92	100.00	36.28	2,295.07	76.43

资料来源: 公司年报及财务报表, 联合评级整理

截至 2019 年末, 公司流动负债较年初增长 14.10%, 主要系其他应付款、票证结算和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款、票证结算、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款较年初下降 40.93%, 主要系公司偿还借款所致。公司应付票据及应付账款 137.97 亿元, 全部为应付账款, 较年初下降 1.95%。公司其他应付款较年初增长 3.91%, 主要系应付购建固定资产款增加所致。公司票证结算较年初增长 19.89%, 主要系预售飞机舱位所得票款增加所致, 票证结算账龄均在 2 年以内。公司一年内到期的非流动负债较年初下降 3.24%。其中一年内到期的长期借款 14.10 亿元, 租赁负债 199.98 亿元, 公司债券为 26.55 亿元。公司其他流动负债较年初增长 462.43%, 主要系公司发行的超短期融资券增加所致。公司其他流动负债均为超短期融资券, 本报告将其他流动负债纳入“短期债务”核算。

截至 2019 年末, 公司非流动负债较年初增长 58.17%, 主要系应付债券和租赁负债增加所致。公司非流动负债主要由应付债券和租赁负债构成。公司长期借款较年初下降 74.62%, 主要系公司将一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债核算所致; 长期借款主要由信用借款构成。公司应付债券较年初增长 79.82%, 主要系公司发行债券所致。2019 年公司执行新租赁准则, 将应付融资租赁款及应付经营租赁款合并至租赁负债核算, 新增租赁负债 1,140.76 亿元, 本报告将租赁负债纳入长期债务核算。

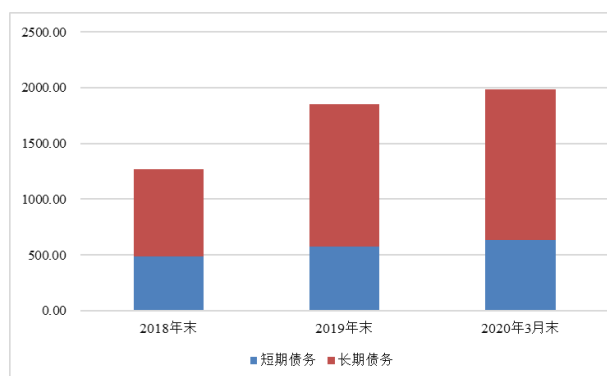
截至 2019 年末, 公司全部债务 1,852.54 亿元, 较年初增长 46.11%。其中, 短期债务 575.41 亿元 (占 31.06%), 较年初增长 18.77%, 主要系公司发行超短期融资券所致; 长期债务 1,277.13 亿元 (占 68.94%), 较年初增长 63.02%, 主要系公司发行的债券增加及新租赁准则的实施使得应付的经营租赁款纳入长期债务核算所致。从长期债务期限分布看, 2021 年到期的占 18.03%, 2022 年到期的占 21.73%, 2023 年到期的占 13.55%, 2024 年到期的占 13.70%, 2025 年及以后到期的占 33.00%, 公司债务期限结构相对分散。债务指标方面, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.87%、70.62% 和 62.37%, 较年初分别增加 6.57 个百分点、8.77 个百分点和 12.32 个百分点。

由于行业特点, 公司部分融资性租赁负债、银行及其他贷款及经营租赁承担均以外币为单位,

主要是美元。截至 2019 年末，公司美元带息负债 702.60 亿元（占公司全部债务的 37.93%），较年初增长 108.63%，主要系受新租赁准则实施影响，公司增加了大额的美元租赁负债所致。

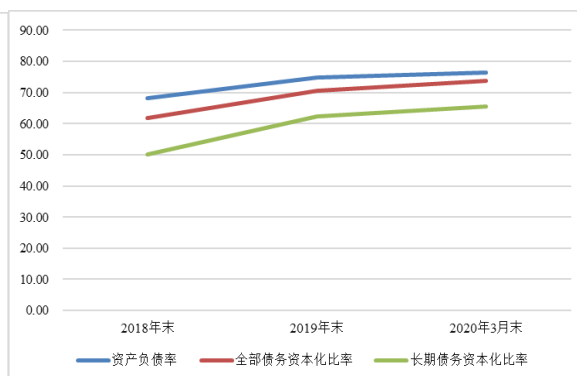
截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 2,295.07 亿元，较年初下降 0.04%。其中，流动负债占 38.39%、非流动负债占 61.61%，非流动负债占比较年初增加 3.20 个百分点。公司全部债务 1,985.29 亿元，较年初增长 7.17%。其中，短期债务 637.12 亿元（占 32.09%），较年初增长 10.72%，主要系公司发行的超短期融资券所致。长期债务 1,348.17 亿元（占 67.91%），较年初增长 5.56%，主要系公司新增长期借款及发行中期票据和公司债所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.43%、73.72% 和 65.58%，较年初分别增加 1.56 个百分点、3.10 个百分点和 3.21 个百分点，公司债务负担继续上升，整体债务负担较重。

图 4 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

图 5 公司负债及债务指标（单位：%）



资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

（2）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模受未分配利润减少影响有所下降。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 770.54 亿元，较年初基本保持稳定。其中，归属于母公司所有者权益占比为 82.88%，少数股东权益占比为 17.12%。归属于母公司所有者权益 638.63 亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 19.21%、40.12%、0.64% 和 36.00%。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 707.73 亿元，较年初下降 8.15%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 82.56%，少数股东权益占比为 17.44%。归属于母公司所有者权益 584.31 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 20.99%、43.63%、0.62% 和 30.34%。公司未分配利润 177.26 亿元，较年初下降 22.89%。

4. 盈利能力

2019 年，客运量上升带动公司收入增长，但新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加，叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑，以航线补贴为主的其他收益对公司利润贡献仍较大；汇率波动仍在一定程度上影响公司的业绩表现。2020 年 1 季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入下滑，并呈亏损状态。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	同比增长率/增减百分点	2020 年 1—3 月
营业收入	1,436.23	1,543.22	7.45	211.41
营业成本	1,286.13	1,356.68	5.49	239.40

费用总额	161.51	197.75	22.44	49.39
其中：销售费用	70.86	79.23	11.81	13.89
管理费用	37.36	40.40	8.14	8.31
研发费用	2.21	3.52	59.28	0.86
财务费用	51.08	74.60	46.05	26.33
投资收益	4.83	2.25	-53.42	-5.98
其他收益	43.20	40.84	-5.46	6.76
营业利润	40.09	32.02	-20.13	-77.32
营业外收入	8.49	9.24	8.83	1.31
净利润	34.56	30.95	-10.45	-60.01
营业利润率	10.26	11.86	1.60	-13.47
总资本收益率	3.46	3.83	0.43	--
净资产收益率	4.92	3.99	-0.93	--

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

受益于运力投放增加和客运量的上升，2019年公司营业收入较上年增长7.45%。营业成本较上年增长5.49%，主要系受公司执行新租赁准则影响，原经营租赁资产确认为使用权资产使得折旧与摊销大幅增加，同时职工薪酬费用、起降费用等成本均有所增长所致。营业利润较上年下降20.13%，主要系财务费用大幅增加所致。公司实现净利润30.95亿元，较上年下降10.45%，其中归属于母公司所有者净利润为26.51亿元。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额较上年增长22.44%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为40.07%、20.43%、1.78%和37.72%。其中，销售费用较上年增长11.81%；管理费用较上年增长8.14%；财务费用较上年增长46.05%。公司财务费用中租赁负债的利息支出52.84亿元，受新租赁准则的实施影响较上年大幅增长120.00%；借款及债券的利息支出18.40亿元，较上年保持稳定；净汇兑损失14.72亿元，较上年下降15.00%，但规模仍较大，美元兑人民币汇率的变动对公司财务费用的影响仍较大，汇率波动仍会在一定程度上影响公司的业绩表现。2019年，公司费用收入比为12.81%，较上年增加1.57个百分点，公司期间费用对利润总额的侵蚀作用仍较大。

2019年，公司实现投资收益较上年下降53.42%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为7.03%，对营业利润影响不大。公司实现其他收益40.84亿元，较上年下降5.46%，主要系获得的航线补贴略有下降所致；其他收益占营业利润比重为127.55%，对营业利润贡献较大。公司实现营业外收入较上年增长8.83%，营业外收入主要为政府补助和违约金收入，营业外收入占利润总额比重为22.70%。民航业是我国国民经济的重要基础产业，持续获得国家财政的支持。公司作为国内三大航空运输集团南航集团的唯一运营主体，跟踪期内继续在航线补贴、航空事业补贴等方面获得一定的政府支持。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.83%、3.58%和3.99%，较上年分别增加0.37个百分点、增加0.28个百分点和减少0.94个百分点。公司各盈利指标表现尚可。

2020年1—3月，公司实现营业收入211.41亿元，较上年同期下降43.82%。营业利润为-77.32亿元，营业利润率为-13.47%，净利润为-60.10亿元。其中，归属于母公司所有者净利润为-52.62亿元。

5. 现金流

2019年，受公司运输服务业务形成净现金流入增加，以及执行新租赁准则，导致原计入经营活动现金流出的租赁费支出在筹资活动中呈列等综合影响，公司经营性现金净流入规模大幅增加，业务获现能力仍很强；投资活动现金支出规模虽有所下降但支出规模仍较大，公司经营活动现金流量基本能够满足其投资需求，但债务偿还对外部融资依赖较大。2020年1季度，受客货运量和营业收入下滑影响，公司经营性现金流量大幅净流出。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	同比增长率	2020年1-3月
销售商品、提供劳务收到的现金	1,591.44	1,715.35	7.79	158.29
收到其他与经营活动有关的现金	40.90	45.31	10.78	6.97
购买商品、接受劳务支付的现金	1,136.11	1,070.54	-5.77	167.43
支付其他与经营活动有关的现金	17.88	11.70	-34.56	3.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	35.50	8.14	-77.07	2.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	240.33	156.22	-35.00	12.93
经营活动产生的现金流量净额	195.85	381.22	94.65	-82.38
投资活动产生的现金流量净额	-205.08	-146.24	-28.69	-10.65
筹资活动产生的现金流量净额	9.65	-288.47	-3,089.33	91.57

资料来源：公司年报，联合评级整理

从经营活动来看，2019年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年增长94.65%，主要系公司运输服务业务形成净现金流入增加，以及执行新租赁准则，导致原计入经营活动现金流出的租赁费支出在筹资活动中呈列所致。收入实现质量方面，2019年公司现金收入比为111.15%，基本与上年持平，公司经营获现能力仍很强。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动产生的现金净流出规模较上年有所下降，主要系公司购建固定资产、使用权资产、无形资产、其他长期资产支付的现金减少所致。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-288.47亿元，主要系公司执行新租赁准则，原计入经营活动现金流出的租赁费支出在筹资活动中呈列以及灵活运用多种低成本工具直接融资所致。

2020年1-3月，公司经营活动现金呈大幅净流出状态，主要系受新冠肺炎疫情疫情影响，公司主营业务收入减少及退票增加所致。公司投资活动现金净流出10.65亿元，筹资活动现金净流入91.57亿元。

6. 偿债能力

受新冠肺炎疫情冲击，公司面临一定短期偿债压力，但考虑到公司融资渠道畅通，尚未使用银行授信额度规模大，同时考虑到公司作为南航集团的航空业务运营主体，其股东实力雄厚，市场地位突出，公司整体偿债能力仍极强。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期偿债能力指标			
流动比率	0.29	0.18	0.17
速动比率	0.27	0.16	0.15

现金短期债务比	0.16	0.03	0.03
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	5.14	4.85	--
EBITDA 全部债务比	0.17	0.19	--

资料来源：公司年报，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降，主要系公司控制货币资金存量使得货币资金大幅减少所致。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率和速动比率继续下降，现金短期债务比较年初保持稳定。2020 年以来，新冠肺炎疫情在全球范围内爆发，公司经营获现能力受到较大影响，公司面临一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 345.25 亿元，较上年增长 56.54%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 70.02%）、计入财务费用的利息支出（占 16.93%）、利润总额（占 11.79%）构成。受公司执行新租赁准则，租赁负债产生的利息费用上升影响，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所减弱。EBITDA 对债务本金的覆盖程度有所提高。整体看，公司长期债务偿债能力仍尚可。

截至 2019 年末，公司已获得多家国内银行提供最高为 3,083.43 亿元的银行授信额度，其中已使用 571.78 亿元，尚未使用为 2,511.65 亿元。公司为境内外多地上市企业，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的《企业信用记录（授信机构版）》（机构查询代码：B20225810B0002），截至 2020 年 4 月 2 日，公司本部无关注类或不良类未结清信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 3 笔关注类记录，主要系银行系统³原因所致，公司过往债务履约情况良好。

对外担保方面，公司及其控股子公司厦门航空有限公司部分飞行学员需要为个人承担的培训费和在校学习期间的学杂费申请个人贷款，并由公司及厦门航空有限公司对个人贷款提供连带责任担保。截至 2019 年末，由公司和厦门航空有限公司担保的贷款为 2.75 亿元，由于被担保飞行学员未按时还贷而履行担保责任的还贷金额为 0.21 亿元，上述对外担保事项均有反担保措施，公司整体代偿风险可控。

截至 2019 年末，公司及其下属境内控股子公司不存在尚未执行完毕的金额在 1,000 万元以上，足以对其经营产生重大影响的重大诉讼、仲裁。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性较好，债务负担较重。

截至 2019 年末，母公司资产总额 2,460.54 亿元，占公司合并资产总额的 80.00%，较年初增长 25.81%。其中，流动资产 141.25 亿元、非流动资产 2,319.29 亿元。母公司货币资金 9.37 亿元，较年初下降 74.66%。

截至 2019 年末，母公司负债 1,939.67 亿元，较年初增长 36.68%。母公司全部债务 1,572.97 亿元，占公司合并口径的 84.91%。其中，短期债务 520.87 亿元（占 33.54%）、长期债务 1,045.44 亿元（占 66.46%），以长期债务为主。母公司其他流动负债 194.98 亿元，全部为超短期融资券；母公司应付债券 81.49 亿元。截至 2019 年末，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 78.83% 和 75.12%，较年初均有所上升。总体看，母公司债务负担较重。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 520.87 亿元，较年初下降 2.92%。其中，股本和资本公积合计占 72.59%，母公司所有者权益稳定性较好。

³ 公司表示已结清信贷信息记录中存在的 3 笔关注类记录系银行系统原因所致，公司未提供银行出具的情况说明。

2019年，母公司实现营业收入1,065.53亿元，较上年增长6.97%，占公司合并口径的69.05%。母公司利润总额21.95亿元，较上年下降18.88%；营业利润率11.54%，与上年基本持平。

截至2020年3月末，母公司资产总额2,407.24亿元，所有者权益473.94亿元，负债1,933.30亿元，全部债务1,692.99亿元，其中应付债券141.49亿元；母公司资产负债率80.31%，全部债务资本化比率52.25%。2020年1—3月，母公司实现营业收入142.72亿元，利润总额-60.02亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达18.39亿元，为“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”待偿本金合计（98.04亿元）的0.19倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达707.73亿元，为债券待偿本金合计（98.04亿元）的7.22倍，公司较大规模的净资产能够对“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为345.25亿元，为债券待偿本金合计（98.04亿元）的3.52倍，公司EBITDA对“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入1,762.53亿元，为债券待偿本金合计（98.04亿元）的17.97倍，公司经营活动现金流入量对“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内三大航空运输集团之一南航集团航空业务的唯一运营主体，在行业竞争、资产规模等方面具有显著优势，联合评级认为，公司对“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”的偿还能力极强。

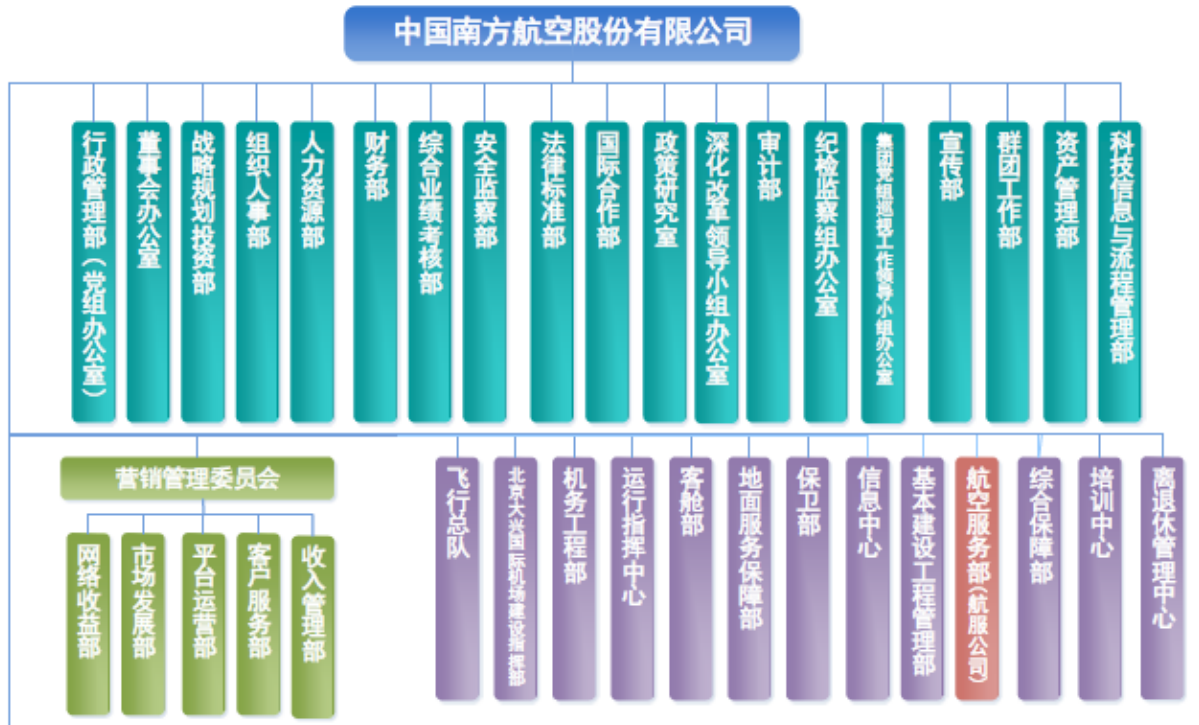
八、综合评价

公司作为国内三大航空运输集团之一南航集团旗下航空业务的唯一运营主体，继续保持突出的市场地位。跟踪期内，公司航线网络进一步完善，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业首位。公司在航线补贴、航空事业补贴等方面继续获得一定的政府支持。2020年4月，公司完成非公开发行H股股票，有助于缓解短期资金压力。同时，联合评级也关注到新租赁准则的实施使得租赁负债利息支出大幅增加，叠加销售、管理费用的增长导致公司利润下滑，公司整体债务负担仍较重，新冠肺炎疫情对航空业务短期形成较大冲击等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司向南航集团非公开发行A股股票的完成及可转换公司债券的发行，将有助于公司扩充机队规模，增强主营业务核心竞争力。同时，随着广州-北京“双枢纽”战略布局的加快推进，以及北京新机场的投入运营，公司航空运输主业规模或将进一步扩大。公司长期发展前景良好。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“15南航01”“16南航02”“18南航01”“19南航01”和“19南航02”债项“AAA”的信用等级。

附件 1 中国南方航空股份有限公司
组织架构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附件 2 中国南方航空股份有限公司 执行新租赁准则的具体情况

2019 年起，南方航空执行新租赁准则。不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模型，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。在资产负债表中单独列示使用权资产和租赁负债。在利润表中，分别列示租赁负债的利息费用与使用权资产的折旧费用；租赁负债的利息费用在财务费用项目列示。在现金流量表中，偿还租赁负债本金和利息所支付的现金计入筹资活动现金流出，支付的简化处理的短期租赁付款额和低价值资产租赁付款额以及未纳入租赁负债计量的可变租赁付款额计入经营活动现金流出。

附件3 中国南方航空股份有限公司
主要财务指标（合并报表）

项目	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	2,466.55	3,066.46	3,002.80
所有者权益（亿元）	781.83	770.54	707.73
短期债务（亿元）	484.46	575.41	637.12
长期债务（亿元）	783.42	1,277.13	1,348.17
全部债务（亿元）	1,267.88	1,852.54	1,985.29
营业收入（亿元）	1,436.23	1,543.22	211.41
净利润（亿元）	34.56	30.95	-60.10
EBITDA（亿元）	220.55	345.25	--
经营性净现金流（亿元）	195.85	381.22	-82.38
应收账款周转次数（次）	50.64	49.81	--
存货周转次数（次）	68.27	70.17	--
总资产周转次数（次）	0.62	0.56	--
现金收入比率（%）	110.81	111.15	74.87
总资本收益率（%）	3.46	3.83	--
总资产报酬率（%）	3.31	3.58	--
净资产收益率（%）	4.92	3.99	--
营业利润率（%）	10.26	11.86	-13.47
费用收入比（%）	11.25	12.81	23.36
资产负债率（%）	68.30	74.87	76.43
全部债务资本化比率（%）	61.86	70.62	73.72
长期债务资本化比率（%）	50.05	62.37	65.58
EBITDA 利息倍数（倍）	5.14	4.85	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.19	--
流动比率（倍）	0.29	0.18	0.17
速动比率（倍）	0.27	0.16	0.15
现金短期债务比（倍）	0.16	0.03	0.03
经营现金流流动负债比率（%）	23.40	39.92	-9.35
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.25	3.52	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务核算，将应付融资租赁款和租赁负债计入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020年1季度财务数据未经审计；6. 本报告中涉及2018年度的财务数据均采用2019年度期初财务数据

附件 4 中国南方航空股份有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,955.73	2,460.54	2,407.24
所有者权益（亿元）	536.56	520.87	473.94
短期债务（亿元）	401.63	527.53	583.96
长期债务（亿元）	658.12	1,045.44	1,109.03
全部债务（亿元）	1,059.75	1,572.97	1,692.99
营业收入（亿元）	996.13	1,065.53	142.72
净利润（亿元）	22.14	18.12	-46.50
EBITDA（亿元）	53.03	64.80	--
经营性净现金流（亿元）	161.74	254.48	-91.69
应收账款周转次数（次）	/	/	/
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.54	0.48	--
现金收入比率（%）	112.84	110.97	65.09
总资本收益率（%）	/	/	/
总资产报酬率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	4.77	3.43	--
营业利润率（%）	11.05	11.54	-16.06
费用收入比（%）	11.75	12.92	24.90
资产负债率（%）	72.56	78.83	80.31
全部债务资本化比率（%）	66.39	75.12	78.13
长期债务资本化比率（%）	55.09	66.75	70.06
EBITDA 利息倍数（倍）	2.04	1.51	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04	--
流动比率（倍）	0.23	0.17	0.15
速动比率（倍）	0.21	0.15	0.13
现金短期债务比（倍）	0.10	0.02	0.01
经营现金流动负债比率（%）	22.60	29.88	-11.75

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务核算，将应付融资租赁款和租赁负债计入长期债务核算；3. 未获取母公司折旧、摊销数据，母公司 EBITDA 以利润总额和计入财务费用的利息支出近似匡算；4. 2020 年 1 季度财务数据未经审计；5. 2018 年财务数据采用 2019 年年初数

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。