

深圳航空有限责任公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：黄 菲 fhuang@ccxi.com.cn

项目组成员：文 玥 ywen@ccxi.com.cn

杨羽明 ymyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 23 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1303 号

深圳航空有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 深航空 MTN001”、“19 深航空 MTN002”、“20 深航空（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 深航空 MTN001”、“19 深航空 MTN002”、“20 深航空（疫情防控债）MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。2019 年以来，珠三角腹地经济发展潜力、公司基地枢纽地位稳固、机队规模持续扩张、航线网络逐步完善，备用流动性储备充足等因素对公司发展起到了积极的作用；同时，公司财务杠杆亟需改善、短期偿债压力较大、新冠肺炎疫情对公司经营造成重大冲击等因素未来或对公司经营发展起到一定影响。

概况数据

深圳航空（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	503.76	562.77	664.87	672.05
所有者权益合计（亿元）	76.46	83.22	83.93	69.98
总负债（亿元）	427.30	479.55	580.94	602.06
总债务（亿元）	310.75	372.52	471.36	518.01
营业总收入（亿元）	276.46	311.19	318.79	39.18
经营性业务利润（亿元）	21.21	2.22	10.42	-16.83
净利润（亿元）	14.44	9.22	11.56	-13.51
EBITDA（亿元）	58.85	52.25	76.09	-1.80
经营活动净现金流（亿元）	49.91	42.67	81.37	-19.90
收现比(X)	1.12	1.10	1.09	0.80
营业毛利率(%)	16.42	13.74	14.82	-20.64
应收类款项/总资产(%)	3.05	4.68	2.41	2.20
资产负债率(%)	84.82	85.21	87.38	89.59
总资本化比率(%)	80.25	81.74	84.88	88.10
总债务/EBITDA(X)	5.28	7.13	6.19	-72.03
EBITDA 利息倍数(X)	5.26	3.86	4.17	-0.40

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2020 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径中包含应付短期融资债券、应付融资租赁款（2017~2018 年）和租赁负债（2019 年及 2020 年一季度）中带息债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：航空运输(C170600_2019_03)

深圳航空有限责任公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(10%)	EBITDA 利润率(%)*	17.46	7
财务政策与偿债能力(26%)	总资本化比率(%)	84.88	7
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.69	8
	FFO/总债务(X)*	0.15	8
运营实力(43%)	市场份额	7	7
	综合载运率	8	8
	平均机龄	7	7
	区域重要性	8	8
规模与多元化(21%)	可用吨公里	8	8
	航线网络多元化	7	7
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			3
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性及特殊因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异

*指标采用近三年平均值

正 面

■ **腹地经济潜力较大，基地枢纽地位巩固。**公司以深圳和广州作为主要基地，2019 年深圳宝安机场和广州白云机场旅客吞吐量均位于全国前列；同时珠三角和粤港澳进一步融合发展，腹地经济未来发展潜力较大，为公司业务拓展提供了稳定支撑。

■ **机队规模持续扩张，航线网络逐步完善。**2019 年，公司机队规模增加至 218 架，经营航线增加至 267 条，公司运力规模持续扩张，同时加大与国内外航司的代码共享、联盟合作，以借此改善并拓展自身航线网络，使公司全球航线网络结构优化、中转更加方便。

■ **授信额度储备充足。**截至 2020 年 3 月末，公司银行授信总额为 669.69 亿元，其中未使用授信额度为 526.24 亿元，公司授信额度储备充足，可在必要时为公司提供一定的流动性支持。

关 注

■ **财务杠杆亟需改善。**2019 年以来，因业务经营发展及执行新租赁准则经营性租赁负债入表影响，公司资产负债率及总资本化比率均较上年有所提升，2020 年一季度亏损权益下降使得公司财务杠杆进一步攀升，目前已接近杠杆红线，存在可能触发公开债项交叉违约条款的风险，公司财务杠杆亟需改善。

■ **短期偿债压力较大。**截至 2020 年 3 月末，公司短期债务高达 216.90 亿元，同时公司飞机采购等资本支出规模仍然较大，且货币资金对短期债务的覆盖能力有限，在当前疫情冲击下，对公司资金融通性提出了更高要求，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **新冠肺炎疫情对公司经营造成重大冲击。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司航空运输业务开展及运营受到较大冲击，各项经营指标及经营性现金流入大幅下降，净利润亏损额度较大；但刚性支出仍保持较大规模，短期内公司流动性承压。

评级展望

中诚信国际认为，深圳航空有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司债务滚续情况恶化，融资渠道严重受阻，无法有效偿还债务；财务杠杆大幅提升，触发其他债务交叉违约条款；行业或特殊因素影响，航空出行超预期下行或航油成本超预期上涨，导致公司经营情况持续恶化，且短期内难以恢复等。

评级历史关键信息

深圳航空有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 深航空（疫情防控债）MTN001（AAA）	2020/02/13	孙向男、文玥	中诚信国际航空运输行业评级方法与模型 C170600_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	19 深航空 MTN001（AAA）、19 深航空 MTN002（AAA）	2019/07/22	袁雨晴、文玥、丁静静	中诚信国际航空运输行业评级方法 070500_2017_012	阅读全文
AAA/稳定	19 深航空 MTN002（AAA）	2019/05/16	袁雨晴、文玥	中诚信国际航空运输行业评级方法 070500_2017_012	阅读全文
AAA/稳定	19 深航空 MTN001（AAA）	2018/11/27	袁雨晴、文玥	中诚信国际航空运输行业评级方法 070500_2017_012	阅读全文

注：中诚信国际原口径。

同行业比较

2019 年部分航空企业主要指标对比表						
公司名称	可用吨公里 （百万公里）	综合载运率 （%）	资产总额 （亿元）	资产负债率 （%）	营业总收入 （亿元）	净利润 （亿元）
深圳航空	6,835.82	74.52	664.87	87.38	318.79	11.56
山东航空	4,800.63	75.58	173.93	70.26	189.90	3.61

注：“山东航空”系山东航空股份有限公司。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 深航空 MTN001	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/03/18~2022/03/18
19 深航空 MTN002	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/05/23~2022/05/23
20 深航空（疫情防控债）MTN001	AAA	AAA	10.00	10.00	2020/03/05~2023/03/05

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

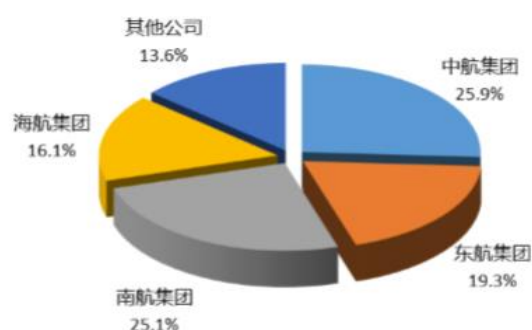
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年，国内航空运输业增速整体放缓，但长期需求驱动力仍较为坚挺，同时受益于运力供给和航线发展保持较快增长，国内航空业总体仍呈稳健发展态势

经过多年发展和全行业重组改革，目前，中国航空运输业已初步形成了以中航集团、东航集团、南航集团三大航空集团为主导，多家航空公司并存的竞争格局。尽管三大国有控股航空集团目前仍占据了国内航空客货运输市场较大的份额，但海航集团和其他区域性、特色航空公司在各自专注的细分市场领域具有较强的市场竞争力，运输总周转量在国内航空市场占比亦呈不断增长趋势，行业竞争日趋激烈。截至 2019 年末，我国共有航空公司 62 家，较上年末净增 2 家，其中国有控股公司 48 家，民营和民营控股公司 14 家；全货运航空公司 9 家，中外合资航空公司 10 家，上市公司 8 家。截至 2019 年末，国内民航全行业运输飞机在册架数 3,6818 架，比上年底增加 179 架，总运力快速增长。

图 1：2019 年各航空（集团）公司运输总周转量比重

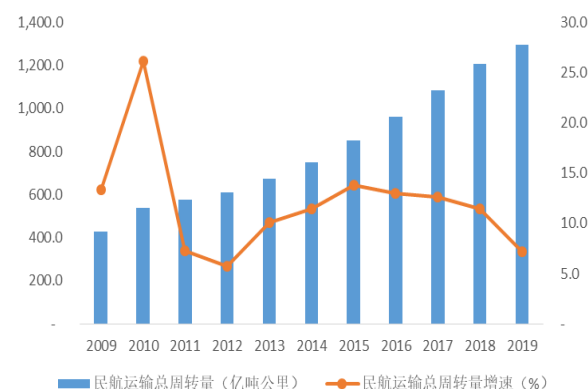


资料来源：中国民用航空局

中国航空运输业的航线数量和航线里程始终保持较快发展，根据中国民用航空局（以下简称“民航局”）统计，截至 2019 年末，我国共有定期航班航线 5,521 条，国内航线 4,568 条，其中港澳台航线 111 条，国际航线 953 条。按重复距离计算的航线里程为 1,362.96 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 948.22 万公里。通航城市方面，截至 2019 年末，我国定期航班国内通航城市 234 个（不含香港、澳门、台湾）。

从行业需求来看，根据民航局统计，2019 年中国民航完成运输总周转量 1,293.25 亿吨公里，旅客运输量 6.6 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%；民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达 32.8%，同比提升 1.5 个百分点。受宏观经济下行压力加大、行业内部飞机和时刻资源不足以及部分机场跑道与停机位饱和运营等多方因素影响，民航业发展增速整体放缓，且旅客吞吐量增幅自 2013 年以来首次低于 10%。根据民航局在 2020 年全国民航工作会议上制定的预期指标，2020 年预计完成运输总周转量 1,390 亿吨公里，旅客运输量 7.1 亿人次，货邮运输量 763 万吨，同比分别增长 7.5%、7.6%和 1.3%，起降架次增速控制在 6%左右，这意味着 2020 年的国内客货运量增速较 2019 年将进一步放缓，且受新型冠状病毒肺炎疫情影响，全国民航增速将较预期有所调整。

图 2：2009~2019 年我国民航运输总周转量及增速情况



资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

表 1：2019 年我国民航主要运输生产指标统计

统计指标	计算单位	累计完成数	同比增长 (%)
运输总周转量	亿吨公里	1,293.25	7.2
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	829.51	7.5
国际航线	亿吨公里	463.74	6.6
旅客运输量	万人	65,993.42	7.9
国内航线 (含港澳台)	万人	58,567.99	6.9
国际航线	万人	7,425.43	16.6
货邮运输量	万吨	753.14	2.0
国内航线 (含港澳台)	万吨	511.24	3.1
国际航线	万吨	241.91	-0.3
旅客周转量	亿人公里	11,705.30	9.3
国内航线 (含港澳台)	亿人公里	8,520.22	8.0
国际航线	亿人公里	3,185.08	12.8
货邮周转量	亿吨公里	263.20	0.3
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	78.59	4.1
国际航线	亿吨公里	184.61	-1.3
正班客座率	%	883.2	0.00pts
正班载运率	%	71.6	-1.6pts

资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

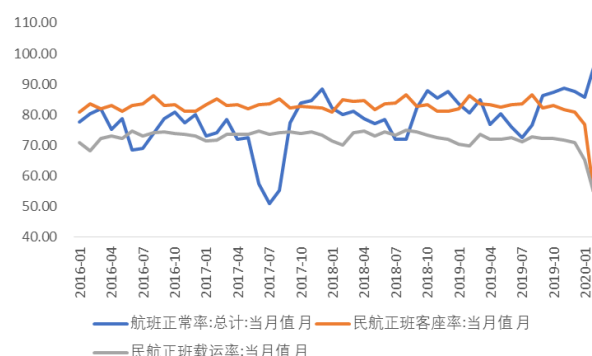
航空运输业属于周期性和消费型行业，与宏观经济周期密切相关。尽管 2019 年增速有一定程度放缓，但中国经济进入高质量发展阶段，受人均收入保持增长、消费逐步升级、中等收入群体兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，目前中国航空运输业仍处于成长期，长期来看中国航空市场需求的驱动力仍较为坚挺，市场发展潜力仍较大。国际航空运输协会（IATA）预计，2024 年中国旅客运输需求将超过美国，成为全球最大的航空客运市场；2035 年中国旅客数量将达到 13 亿人次。

总体来看，我国航空运输行业运力供给及航线开辟保持较快发展，但行业需求自 2019 年以来增速放缓，不过长期来看，国内航空市场需求驱动力仍较为坚挺，中国航空运输业仍将保持稳健的发展态势。同时中诚信国际也将继续关注航空运力增长、需求结构变化以及日益激烈的竞争环境对我国航空业发展的整体影响。

受民航局控总量、调结构政策影响，2019 年航班正常率回升较快，但航班时刻收紧，三大航与其他航司运力投放增速出现分化；此外，国内航司仍较为依赖“降价保量”维持较高客座率指标，票价改革有望带动航企收入增长

从运营效率来看，2017 年 9 月，民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》，提出从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻进行总量控制和结构调整，进一步提升民航航班正点率。从 2020 年全国民航工作会议上披露的数据来看，控制航班总量政策的确促进了航班正常率的回升：2019 年在航班总量同比增长 5.57%、极端天气增多以及其他用户活动大幅增加的情况下，全国航班正常率达 81.65%，同比提高 1.52 个百分点，而 2018 年航班正常率是 80.13%。

图 3：2016 年~2020 年 2 月国内航空运输业运营效率



资料来源：wind，中诚信国际整理

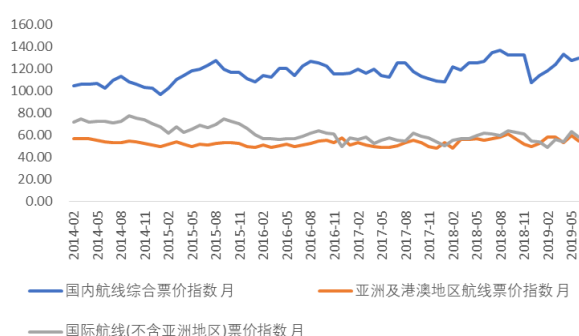
但该政策措施也对航空公司的时刻资源争取、航线航班编排产生了诸多影响，控总量调结构政策的实施，使繁忙机场的时刻获取更难，这一方面有利于三大航等拥有更多好时刻的航司稳固核心市场的票价，也给“三四线市场”带来了结构性运力过剩的风险，航空公司盈利或进一步分化。因而 2020 年全国民航工作会议对于 2020 年的“控总量”政策提出新的提法：科学把控运行总量，区别对待高密度机场与中小机场、骨干航线与小流量航线、繁忙时段与非繁忙时段，结合各地区实际运行品质表现和保障资源能力，实施差异化航班时刻供给与配置措施，做到“运行总量精准控、航班时刻精细调”，

不搞一刀切。

票价方面，2018 年初，《中国民用航空局国家发展改革委关于进一步推动民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，进一步扩大了市场调节票价航线范围，5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与经营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。

2018 年夏秋航季，国内各航空公司陆续在部分黄金航线上进行了调价。中国民航局数据显示，2018 年 11 月国内航线票价指数较 1 月上涨 24.8%，涨幅达 23.96%。2018 年底及 2019 年 1~2 月，受季节波动及高铁分流等多因素影响，国内航线票价指数走低，其中 2019 年 1 月国内综合票价指数仅为 114.0，各大航司通过采取“降价保量”的方式维持较高的客座率及载运率，以保证自身盈利能力；2019 年 3 月以来，国内航线票价指数呈回弹状态。在此次票价实行市场调节之前，航空票价普遍处于均衡价格，导致航空公司客座率较高，但无法通过提高票价转换为更高的收益，在票价市场化的进程中，票价提升有望更多的转化为收入的增长。

图 4：2014 年~2019 年 6 月票价指数走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

整体来看，民航局控总量、调结构政策一定程度上提升了航班正常率，但也加剧了各大航司运力投放增速和盈利的分化；2017 年票价改革以来，国内航线供需较为合理，后续如何通过票价提升转换为更高效益值得期待。

航油汇率波动对航司盈利水平影响明显，2019 年航油价格走弱及汇率环境改善在一定程度上对国内航司成本压力有所缓解；未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战

航空属于强周期行业，是供需、油价双重周期叠加汇率影响的结果。供需增速的相对变化影响了航空行业收益水平的波动，而油价和汇率则作用于航空成本端。2018 年油价成本的高企和汇兑损失对航空公司盈利造成重大利空，经营业绩下滑明显。2019 年油价和汇率同时逆转，油价威胁降低，人民币兑美元汇率阶段性升值，航空业景气度结构性改善，收益水平稳定。

航油成本是航空公司占比最高的成本项。2018 年，航空公司航油压力显著，国际油价在地缘政治和 OPEC 减产等因素的推动下震荡上行，全年布伦特原油现货价格均值在 71.1 美元/桶左右，受此影响，国内航司当年经营业绩出现明显下滑。2018 年底开始，油价出现下降趋势，2018 年 12 月份布伦特原油价格同比下降 9.99%。为疏导油价持续上行对行业利润影响，2018 年 6 月起，多家航司重新收取自 2015 年 2 月取消征收的国内航线燃油附加费；但 2018 年四季度起，随国际油价连续下挫，2019 年 1 月起，多家航司暂免征收国内航线燃油附加费。

2019 年年初，原油价格止住跌势，2 月布伦特原油价格同比下降 1.98%，为 64.6 美元/桶；2 月至 11 月中旬，国际油价整体走势先扬后抑，下半年行情震荡。受 OPEC 减产谈判破裂影响，同时随国外新冠肺炎疫情持续发酵，多国封锁使得原油需求大幅减少，2020 年至今国际原油价格大幅下滑，3 月油价较年初 70 美元/桶左右已下跌超过 50%。在当前石油价格战和疫情持续发酵的背景下，面对全球市场需求锐减与美国能源部购买战略石油储备计划的停滞，短期内相关经济刺激计划难以对油价形成有力支撑。中诚信国际预计未来短期内国内油价仍将持续维持震荡状态，国际原油价格短期内强势反弹的可能性较低。

图 5：2015 年~2020 年 4 月布伦特原油现货价格走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

汇率是直接影响航空公司净利润的重要因素。

航空公司采购飞机时，主要通过美元结算，造成美元负债在总负债中占比较高。2019 年以来，初期中美贸易磋商节奏加快，引发市场对中美谈判的乐观预期，推动人民币升值；后期随中美贸易摩擦再度升级，美国对中国出口两次加征关税，而国内金融监管“补短板”及继续结构性去杠杆也压制了经济周期扩张，整体来看 2019 年人民币兑美元汇率先涨后跌，全年人民币对美元中间价小幅贬值 1.6%，这一波动幅度是近几年来最低的，远低于 2015 年（贬值幅度 6.12%）、2016 年（贬值幅度 6.83%）和 2018 年（贬值幅度 5.04%）。根据三大航 2019 年报显示，中国国航、东方航空、南方航空三大航 2019 年汇兑净损失分别为 12.11 亿元、9.08 亿元、14.72 亿元，分别比上年减少 11.66 亿元、11.32 亿元和 2.70 亿元。未来一段时期内，人民币汇率走势仍具有一定的不确定性，汇兑损益预期难度较大，航空运输业仍将面临一定的汇兑风险。

图 6：2014 年~2020 年 4 月美元兑人民币中间价走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

总体而言，相较于 2018 年，2019 年航油价格的走弱及汇率环境的改善在一定程度上缓解了国内航司成本压力。目前航空公司利用金融衍生工具进行燃油、汇率风险对冲的操作较少，导致燃油及汇率价格波动对航空公司盈利水平影响明显，未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战。

新冠肺炎疫情短期内对航空运输业冲击明显，但航空客运长期需求仍在；目前仍需关注国内供需错峰恢复导致需求外溢，国际疫情持续蔓延也使得航空业整体复苏周期可能拉长

自 2019 年 12 月武汉发现首例新型冠状病毒肺炎患者，后续确诊规模不断增加，随即疫情从武汉扩散到全国。2020 年 1 月 30 日，世界卫生组织（WHO）宣布新型冠状病毒肺炎疫情为国际关注的突发公共卫生事件。相比 2003 年的非典，本次疫情传染性更高，疫情形势更为严峻，疫情的持续升级在短期内对本就增速放缓的航空运输业造成较大负面影响。

由于新冠疫情国内爆发期间恰逢航空公司高收益期的春运，随疫情持续升级，航空公司被迫削减航班，人员流动及出行意愿骤降也使得航空公司客座率断崖式下跌；其次，航空公司属于高资金、高周转的重资产行业，飞机停场费用、固定资产折旧、飞机租赁费以及人工薪酬等成本费用刚性支出却无法随着运营的削减而下降；再者，疫情爆发后，民航管理局调整机票退改签政策，因疫情影响取消行程的退改费用损失由航空公司最终承担，疫情期间航司办理的免费退票数量巨大，巨大的资金压力导致航司销售资金大幅流出，由此承担了巨大的业绩运营和财务压力。

国内情况来看，根据民航局数据显示，受疫情影响，1 月航空运输市场出现负增长，国内民航业共完成运输总周转量 101.0 亿吨公里，同比下降 4.9%；其中，旅客运输量 5,060.2 万人次，同比下降 5.3%；完成货邮运输量 60.6 万吨，同比下降 9.8%；航班正班客座率为 76.7%，同比下降 5.1%。2 月疫

情对行业冲击进一步加剧，航空市场大幅萎缩，当月共完成运输总周转量 25.2 亿吨公里，同比下降 73.9%；完成旅客运输量 834.0 万人次，同比下降 84.5%；完成货邮运输量 29.7 万吨，同比下降 21.0%。具体航司运营数据来看，国内三大航及海南航空 2 月客运量指标同比降幅均超过 80%。

表 2：2020 年 1~2 月主要航司运营数据增幅情况（%）

项目名称	中国国航			南方航空		
	1 月	2 月	累计	1 月	2 月	累计
收入客公里	-2.9	-80.5	-40.9	-2.42	-85.11	-46.04
载运人次	-4.1	-82.9	-43.1	-4.61	-86.38	-46.28
客座率	-3.3	-32.6	-10.9	-3.72	-38.11	-11.94
收入吨公里	-5.6	-76.8	-39.2	-4.44	-75.40	-37.03
综合载运率	-4.2	-18.5	-7.1	-5.02	-15.25	-7.09
项目名称	东方航空			海南航空		
	1 月	2 月	累计	1 月	2 月	累计
收入客公里	-1.28	-83.74	-42.72	-3.57	-93.02	-61.85
载运人次	-5.41	-87.48	-46.17	-4.32	-93.49	-64.82
客座率	-5.41	-34.24	-12.15	-6.84	-43.22	-15.5
收入吨公里	6.88	-80.40	-39.37	-3.09	-91.58	-59.76
综合载运率	-4.86	-21.45	-8.03	-8.06	-21.21	-11.94

资料来源：中诚信国际整理

但 2 月或是国内民航业及各大航司经营数据“冰点”，3 月以来，随国内疫情防控形势持续好转，各大航司也陆续复工复产，国内民航客运市场整体回暖的态势逐渐得以巩固。根据民航局召开的四月第四场新闻发布会，3 月民航日均运输旅客 45.83 万人次，较 2 月环比增长 69.8%；日均飞行班次 6,538 班，较 2 月环比增长 20.5%；4 月（截至 4 月 21 日）民航日均运输旅客进一步恢复至 49.44 万人次，较 3 月环比增长 7.9%，约为去年同期旅客量的 29%；日均飞行班次 6586 班，较 3 月环比增长 1%，约为去年同期水平的 41.6%。旅客量和航班执行率的稳步恢复为复工后刚需出行的释放提供了强有力的支撑，但出行需求错峰、错区域、错层次的恢复是否会导致需求外溢有待进一步观察。此外，疫情期间，国内相关部门推出五个方面十六条政策措施，促进民航业稳定发展，国家相关支持政策短期内起到了稳定剂作用，并加速了航空业在后疫情时段生产经营的迅速恢复。

相对于国内的疫情防控形势和防控结果，国际疫情形势则显得不为乐观，影响持续深化。随国外疫情持续蔓延，当前疫情防控重心也由区域防控转变为输入型防控，3 月 26 日民航局宣布，国内每家航司至任一国家航线只能保留 1 条，每航线每周班次不超 1 班，调减航班自 3 月 29 日起开始执行；同日，外交部也发布公告，自 3 月 28 日 0 时起，暂停外国人持有效来华签证和居留许可入境。从 2018 年国内主要航司国内外收入占比来看，中国国航、东方航空、南方航空三大航空国际业务收入占比在 28~38%之间。一段时期内，境外主要地区的新冠肺炎疫情未来发展形势、各国政策的调整以及各航空公司对于航空运力及其他资源的调整与调配能力，以及由此对国内航空业国际航线业务影响仍值得密切关注。

中诚信国际认为，新冠疫情短期内对航空运输业冲击明显，随着国内疫情控制及需求恢复，各类商务活动及客运需求预计将出现较强幅度反弹，航空客运长期需求仍在；但仍需关注国内供需错峰恢复导致需求外溢，国际疫情持续蔓延使得航空业整体复苏周期可能拉长；此外，疫情冲击下国内民航业信用状况或将出现分化。

2019 年深圳航空在机队规模、基地建设及网络航线搭建和运输能力等方面均较 2018 年有所提升，发展潜力较好，但 2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司运力投放及经营均受到较大影响

2019 年，公司业务格局未发生重大变化。机队规模方面，截至 2020 年 3 月末，公司机队共拥有 218 架飞机，自置和融资租赁比重稍高，公司机队平均机龄为 6.65 年，飞机机型主要为 B737、A319、A320 等市场上主流的窄体双发中短程运输机，且机龄较短，成本控制较好，维修及运营成本较低，运营管理效率较高。目前公司不会出现大规模飞机退出的情况，预计“十三五”期间，公司每年飞机数量增速为 10%以上，退出飞机架数预计在 5 架左右。2020 年，公司计划引进飞机 22 架，计划用于飞机

及相关飞行设备采购的资本支出金额 94 亿元，用于融资及经营租赁合同最低付款额 30.43 亿元。此外，截至 2020 年 3 月末，公司拥有 5 架 B737-8Max 飞机，目前仍处于停飞状态。

表 3：截至 2020 年 3 月末深圳航空机队情况（架）

引进方式	机型	合计
经营租赁	B737-700	56
	B737-800	
	空客 A320	
	空客 A319	
	空客 A330	
融资租赁	B737-800	80
	空客 A320	
自置	B737-700	82
	B737-800	
	B737-900	
	空客 A319	
	空客 A320	
合计	--	218

资料来源：公司提供

航空基地方面，公司的主要市场集中在以广州、深圳为中心的珠三角地区以及南京、无锡等地。截至 2019 年末，深圳航空共有 18 个基地，新增南昌、大连、长沙等基地，较 2018 年有所提升。从基地旅客运输量上看，公司在深圳、广州、南宁、无锡、沈阳、南京、泉州、南昌及郑州等地的旅客运输量占有均超过 10%。

表 4：深圳航空 2019 年基地及市场占有率情况（架、%）

基地城市	停放飞机	座位数占有率	旅客运输量占有率	航班班次占有率
深圳	55	34.4%	33.9%	36.7%
广州	16	10.1%	10.2%	11.5%
南宁	7	22.8%	22.2%	23.3%
无锡	10	41.0%	40.3%	41.9%
沈阳	9	18.0%	18.0%	18.2%
南京	9	17.1%	16.8%	17.3%
北京	4	2.3%	2.2%	2.3%
西安	9	7.7%	7.6%	7.9%
成都	8	5.5%	5.3%	5.8%
重庆	5	4.6%	4.4%	4.4%
福州	0	2.8%	2.8%	2.9%
泉州	8	39.6%	38.5%	42.0%
南昌	3	21.7%	21.2%	21.8%
哈尔滨	9	9.0%	8.9%	7.8%

大连	0	4.5%	4.4%	4.6%
长沙	0	3.2%	3.1%	3.4%
郑州	3	9.9%	10.0%	9.9%
珠海	1	6.8%	6.4%	7.3%

资料来源：公司提供

网络航线方面，截至 2020 年 3 月末，公司经营航线达 267 条，较 2018 年末新增 5 条，其中国内航线 231 条，国际航线 27 条，地区航线 9 条；通航国家（地区）12 个，较 2018 年末无新增；通航城市 86 个，较 2018 年末新增 4 个，其中国内城市 69 个，国际（地区）城市 17 个。

运输能力和运载规模来看，2019 年，公司飞机总数、总周转量等随机队规模扩充稳定增长，飞行公里数及飞机日利用率等运营效率指标较 2018 年亦呈上升趋势；同期，公司综合载运率受收入吨公里增速小于可用吨公里增速影响小幅下降，但总体保持稳定。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，航空出行需求锐减，各国政府亦相继出台航空出行限制措施，公司运力投放、实际运量及运输效率均大幅下降。

表 5：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月深圳航空运输能力及效率情况

项目	2017	2018	2019	2020.3
飞机总数(架)	203	214	218	218
总周转量(亿吨公里)	43.70	48.06	50.94	6.25
飞行公里数(亿公里)	3.37	3.64	3.79	0.56
飞机日利用率(小时)	9.28	9.01	9.39	5.39
航班数量(万架次)	23.50	24.93	26.12	3.77
综合载运率(%)	76.41	75.26	74.52	62.12

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，深圳航空 2019 年业务经营整体稳健，机队规模、基地建设及网络航线搭建方面均较 2018 年有所提升，同期运输能力亦有所增加，发展潜力较好。但受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度公司运力投放及经营受到较大影响。

公司客运货运业务经营较为稳健，2019 年上述业务收入均有所上升，且未来仍具备一定发展潜力；但公司客运货运业务受新冠肺炎疫情影响较大，未来经营恢复情况有待持续关注

在客运业务方面，2019 年公司实现客运收入 295.69 亿元，持续增加。受航线增加、运输投放能力增长等因素影响，2019 年公司收入客公里及乘客人数均有所增加，分别为 507 亿客公里和 3,251 万人次。同期，公司客运公里收益和客座率小幅下降，但总体保持稳定。旅客构成方面，2019 年公司两舱旅客小幅下降至 101 万人次，但同期收入增加至 18.92 亿元；常旅客人数大幅上升，同期实现收入 116.13 亿元，公司较高的两舱旅客占比和快速增长的常旅客客源保证了公司运量和收入的持续增长，高质量客户粘性稳健提升。

2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司客运业务大幅下滑，乘客人数下降至 393 万人次，客座率下降至 67.85%。新冠肺炎疫情对公司民航客运业务影响较大，未来经营情况能否得到改善仍将取决于疫情持续时间、政策支持及市场需求恢复情况等多重因素影响。

表 6：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月深圳航空客运业务情况

项目	2017	2018	2019	2020.3
收入客公里（亿客公里）	438	480	507	61
乘客人数（万人次）	2,828	3,067	3,251	393
客运公里收益（元）	0.54	0.55	0.52	0.53
客座率（%）	82.28	81.70	81.65	67.85

注：此表格乘客人数数据为以乘机人数统计。

资料来源：公司提供

表 7：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月深圳航空旅客来源

项目	2017	2018	2019	2020.3
两舱旅客	万人次	80	110	101
	收入(亿元)	14.71	16.73	18.92
常旅客	万人次	811	933	1212
	收入(亿元)	80.16	107.22	116.13
全部旅客	万人次	2,828	3,067	3,251
	收入(亿元)	265.73	296.35	302.82

注：此表格数据为公司自行统计。

资料来源：公司提供

在货运业务方面，深圳航空主要通过用客机腹仓运输的方式来经营货运业务，因此在货运价格上有着一定的竞争优势。2019 年公司实现货运业务收入 6.69 亿元，同期收入货运吨公里、货物及邮件运输量、货运公里收益分别为 6.21 亿吨公里、37.13

万吨和 1.07 元，总体保持稳定，运量有所提升。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司各项货运指标亦出现大幅下降。

表 8：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月深圳航空货运业务情况

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
收入货运吨公里（亿吨公里）	5.01	5.68	6.21	0.91
货物及邮件（万吨）	30.15	34.46	37.13	5.62
货运公里收益（元）	1.20	1.18	1.07	1.17

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，随着公司客运及货运业务的稳步开展，2019 年公司上述业务经营情况较 2018 年总体有所提升。未来随着公司在机队规模、基地建设及航线网络布局方面的进一步投入，公司竞争力有望进一步增强。但受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司各项客运货运业务指标大幅下降，需持续关注疫情对公司上述业务经营的影响。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所审计并出具带强调事项段的无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，公司财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为期末数。

强调事项段主要内容如下：2017~2019 年度，德勤华永会计师事务所均对深圳市深航房地产开发有限责任公司（以下简称“深航房地产”）及其分子公司的应收款项收回事宜发布强调事项段，内容为公司管理层分别于 2018 年末和 2019 年末对深航房地产及其分子公司的财务状况进行复核后，认为对深航房地产及其分子公司的应收款项收回的可能性非常小，因此对其应收款项全额提取了坏账准备。如果深航房地产及其分子公司有能力和偿还上述部分或全部应收款项，公司可能会对其他应收款的坏账准备予以全部或部分转回。截至 2019 年末，上述应收深航房地产的款项余额为 4.69 亿元。

2019 年公司营业总收入稳步增长，毛利率保持稳定，但期间费用管控能力仍有待提高，当期收到政府补助对利润水平形成较大补充；2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，利润亏损较大

2019 年，公司营业总收入继续呈上升趋势，当年实现营业总收入 318.79 亿元，其中客运收入占比 92.75%。受公司近年来持续提升运输能力及航线网络拓展等因素影响，公司客运业务收入呈上升趋势，航空主业日益突出，客运收入占比持续处于较高水平。按区域看，公司国外航线及西部航线收入增长较为迅速，港澳台及北方航线增幅小幅下降。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率总体保持稳定。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公共交通阶段性停滞，公司一季度运力投入和航班数量大幅减少，乘客人数亦大幅下降，经营性收入及利润水平均远低于同期，公司出现较大亏损。

表 9：近年来公司主要板块收入构成（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.3
客运	257.08	286.51	295.69	36.67
货运及邮运	5.81	6.33	6.69	1.18
其他收入	13.57	18.35	16.41	1.33
合计	276.46	311.19	318.79	39.18

资料来源：公司提供

表 10：近年来公司分区域收入分布（亿元）

航线区域	收入	增长率	占比
北方	52.52	-1.07%	16.47%
华东	65.02	1.86%	20.39%
华南	113.30	1.61%	35.53%
西部	51.78	4.53%	16.24%
港澳台	6.47	-6.84%	2.03%
国外	29.81	25.45%	9.35%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年，公司期间费用总体保持稳定，同期期间费用率为 14.75%，略有下降。其中 2019 年公司汇兑净损失较上年下降 5.31 亿元至 2.64 亿元，但由于债务规模提升利息支出有所增长，公司 2019 年财务费用变化不大。公司期间费用对公司利润形成一定侵蚀，期间费用管控仍有待提升。利润总额方面，2019 年公司实现利润总额 12.09 亿元，较 2018 年末小幅增加。受公司收到较多政府补助及当年毛利水平有所提升影响，公司经营性业

务利润大幅增加，其中 2019 年公司收到政府补助 10.77 亿元，对当年利润水平补充较大；同期，由于未再进行子公司或联营企业处置投资收益规模有所减弱。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	14.75	14.95	15.67	2.70
管理费用（含研发费用）	12.98	14.07	14.33	3.37
财务费用	0.16	17.69	17.04	6.37
期间费用合计	27.89	46.70	47.04	12.44
期间费用率(%)	10.09	15.01	14.75	31.74
经营性业务利润	21.21	2.22	10.42	-16.83
投资收益	0.05	2.97	0.05	-0.16
营业外损益	0.53	1.83	1.59	0.09
利润总额	19.28	10.06	12.09	-16.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随经营规模扩张及执行新租赁准则，2019 年公司资产负债规模均有较大幅度增长，权益总体保持稳定；2020 年一季度，疫情导致的亏损使得公司未分配利润和权益规模有所下滑，本就高企财务杠杆进一步攀升，财务杠杆比率亟需改善

随运力投入及机队规模扩张，同时因执行新租赁准则确认经营租赁使用权，2019 年公司资产总额增幅较大，其中非流动资产占比进一步提升，截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产占总资产比重为 93.14%。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。2019 年起，公司执行新租赁准则，将融资租赁资产纳入使用权资产核算，因而 2019 年末固定资产金额大幅下降 215.60 亿元至 174.54 亿元，同时因确认经营租赁资产，2019 年末使用权资产增至 327.99 亿元。公司固定资产及使用权资产均主要由飞机及发动机构成。2019 年末，公司在建工程总体变化不大，主要系飞机预付款和飞机发动机维修预付款。公司流动资产整体变化不大，其中截至 2020 年 3 月末，公司货币资金为 22.77 亿元，鉴于航空业高资金周转的特性，航空公司货币资金储备一般不高，但疫情期间提升自身货币资金储备有利于缓解因运营业绩下滑产生的流动性压力。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	8.09	8.43	10.12	22.77
固定资产	354.90	390.15	174.54	171.49
在建工程	95.11	109.58	111.67	114.34
使用权资产	--	--	327.99	323.93
总资产	503.76	562.77	664.87	672.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司负债规模亦增幅较大，截至 2020 年 3 月末，公司流动负债占总负债的比重下降至 44.93%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付短期融资券和一年内到期的非流动负债构成。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司短期借款随公司融资需求及融资结构调整有所波动；应付账款总体保持稳定，主要为应付机场起降费、应付航油及航材采购等；应付短期融资券受新冠肺炎疫情及自身融资压力影响大幅上升，截至 2020 年 6 月 15 日，公司 2020 年已累计发行 15 期超短期融资券；一年内到期的非流动负债受债务集中到期影响呈上升趋势。公司非流动负债主要由应付融资租赁款/租赁负债和应付债券构成。2019 年公司发行多期债券使得应付债券规模提升；应付租赁款/租赁负债则主要系为租赁飞机而应付出租方的款项，租赁期通常为 5~20 年。

权益方面，公司实收资本近年来保持不变，均为 53.60 亿元，未分配利润随着利润的积累逐年增加；但 2020 年一季度，由于疫情导致亏损，公司未分配利润减少 12.95 亿元，所有者权益合计亦下滑至 69.98 亿元。

财务杠杆方面，鉴于航空业重资产、资本密集的产业特性，公司在飞机购置、日常运营等方面对外部融资依赖较高，财务杠杆一直处于高位；同时由于新租赁准则的执行，2019 年末公司债务规模和财务杠杆均较上年有所提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司利润和权益规模有所下行，财务杠杆再次攀升，截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 89.59% 和 88.10%，已逼近 90% 杠杆红线，若其继续上升存在可能触发相关公开债项交叉违约条款的风险，公司财务杠杆

比率亟需改善，中诚信国际将对此持续关注。

表 13：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

项目	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	99.41	125.78	58.23	95.66
应付账款	37.55	37.47	33.96	29.45
应付短期融资券	11.99	34.67	73.82	70.30
一年内到期的非流动负债	51.63	29.57	41.82	48.94
应付融资租赁款	108.06	146.68	--	--
租赁负债	--	--	242.89	239.55
应付债券	--	19.00	48.99	53.98
总负债	427.30	479.55	580.94	602.06
实收资本	53.60	53.60	53.60	53.60
未分配利润	16.52	22.93	23.77	10.82
所有者权益合计	76.46	83.22	83.93	69.98
资产负债率	84.82	85.21	87.38	89.59
总资本化比率	80.25	81.74	84.88	88.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司经营活动净现金流和获现能力表现良好，但 2020 年一季度因疫情冲击出现较大缺口，公司通过筹资活动加强资金储备；公司当前债务规模尤其是短债规模增长过快，整体偿债能力有待继续加强

2019 年，受公司支付税费有所减少、航油价格回调以及代理手续费等支付其他与经营活动有关现金减少等因素影响，经营活动净现金流大幅上升。2019 年，公司收现比为 1.09 倍，收现情况依然良好。同年，受公司购买飞机及发动机等支出有所降低影响，投资活动净现金流缺口有所减弱。受公司偿还债务支付的现金规模大幅上升影响，2019 年公司筹资活动净现金流缺口进一步提升。

2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情冲击，公司客运及货运等经营性收入大幅锐减，经营活动净现金流由正转负，但租金支付、日常经营等刚性支出仍保持较大规模，短期内公司流动性承压。为应对资金压力，2020 年一季度公司加快资金储备，筹资活动净现金流缺口大幅转正。目前，面对严峻市场环境，公司还采取了合理安排运力投入、加强成本管控；加强市场研判、挖掘利润空间；争取政策支持、做好特殊环境下资金管理工作，以保障现金流和资金安全，逐步恢复生产经营。

偿债能力方面，截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 518.01 亿元，逐年上升，同期末短期债务为 216.90 亿元，短期债务规模较大。2019 年，公司经营活动净现金流和 EBITDA 均可以有效覆盖利息支出，但无法覆盖债务本金。截至 2020 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.10 倍，货币资金对短期债务的覆盖能力有限，在当前疫情冲击下，对公司资金融通性提出了更高要求，公司面临较大的短期债务偿还压力。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	49.91	42.67	81.37	-19.90
投资活动净现金流	-35.29	-27.27	-11.36	-3.49
筹资活动净现金流	-14.93	-14.92	-68.15	36.05
总债务	310.75	372.52	471.36	518.01
总债务/经营活动净现金流	6.23	8.73	5.79	--
经营活动净现金流/利息支出	4.47	3.16	4.46	-4.45
总债务/EBITDA	5.28	7.13	6.19	--
EBITDA 利息保障倍数	5.26	3.86	4.17	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，对外担保规模较小，受限资产主要系飞机和机器设备抵押

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司银行授信总额为 669.69 亿元，其中未使用额度为 526.24 亿元，备用流动性充足，可在必要时为公司提供一定流动性支持。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保金额为 132.78 万元，为公司就员工房屋按揭银行借款和飞行员学费按揭银行借款向有关银行作出担保。公司对外担保规模较小，占净资产比重较小。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值约 232.33 亿元，占总资产比重的 34.57%，主要系飞机和机器设备抵押。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 3 月 18 日，公司无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

外部支持

公司行业地位靠前、拥有双基地枢纽、成本管控严格、加强航线合作，自身具有较强的竞争实力，同时背靠国航和深圳市政府可获取较大支持，珠三角较强的腹地经济也为公司未来发展提供了支撑

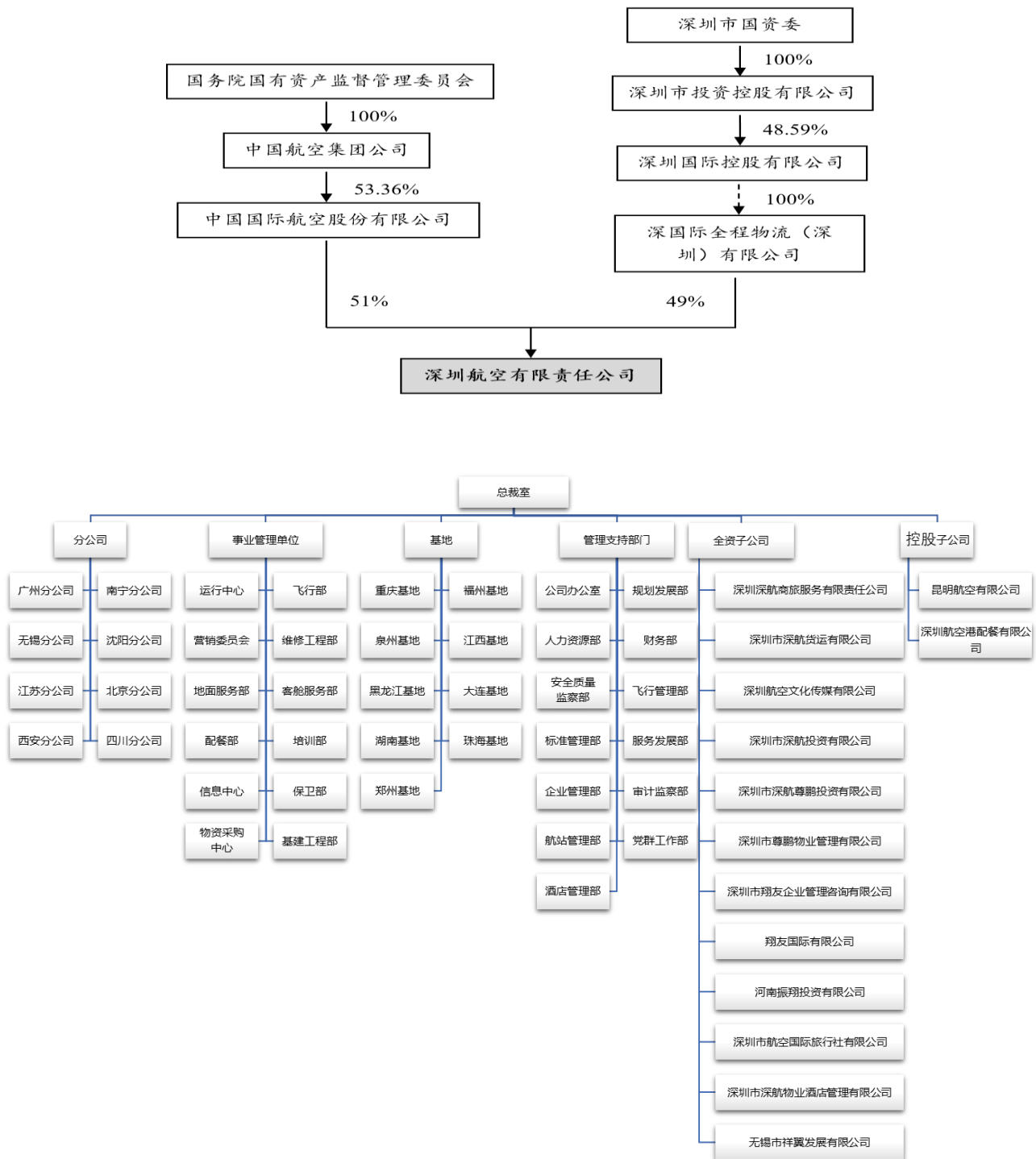
公司自身竞争优势主要体现在几方面：一是突出的行业地位，公司业务量在国内航司中位列第五，在地方性航空公司中处于领先地位；二是重要的基地枢纽，深圳航空将深圳和广州作为主要基地，2019 年，广州白云机场和深圳宝安机场旅客吞吐量分别超过 7,000 万人次和 5,000 万人次，分别位居全国第三和第五；三是严格的成本管控，深圳航空坚持波音 737、空客 A320 等低成本机型运营模式，另外由于特殊的地理位置，长途航线在公司总航线中占比较高，使得公司的运营效率较高，同时有利于节约成本，提升单位公里收益；四是加强航线合作，寻求共赢发展。深圳航空在国内不仅与国航、山东航空等多家航司在多条国内航线实现代码共享，同时加大与国外航司网络联盟合作，借此改善并拓展自身航线网络，使深圳航空全球航线网络结构优化、中转更加方便。

外部支持方面，自中国国航 2010 年入主公司成为最大股东以来，为公司提供了更为有利的管理体系和资源支持，在基地资源、航线资源、旅客资源和运力资源均能发挥更大的规模效应；同时公司作为深圳市的名片企业，深圳市政府对间接持股 49%，中国国航的行业经验和深圳市政府的政策支持将为公司发展搭建更广阔的平台。各级政府也持续给予公司较大规模资金补贴，主要体现在航线补贴、民航发展基金返还等方面，其中 2019 年，公司收到各项政府补助合计 10.77 亿元。此外，公司发展还受惠于珠三角和粤港澳经济的进一步融合发展，珠三角地区逐渐向亚太地区最开放、最便捷、最高效、最安全的客流和物流中心靠拢，有利于为公司发展创造更多的商务、旅游客源。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持深圳航空有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 深航空 MTN001”、“19 深航空 MTN002”、“20 深航空（疫情防控债）MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：深圳航空有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：深圳航空有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	80,895.43	84,255.41	101,237.60	227,746.48
应收账款	61,983.47	67,547.48	67,788.83	55,849.40
其他应收款	89,334.03	159,761.11	90,020.07	89,369.03
存货	25,244.27	26,819.84	26,934.16	28,277.67
长期投资	28,288.95	36,475.01	34,822.23	27,273.82
在建工程	951,084.16	1,095,788.31	1,116,670.66	1,143,363.29
无形资产	118,341.03	89,671.74	98,360.49	96,643.39
总资产	5,037,602.38	5,627,692.01	6,648,723.71	6,720,465.01
其他应付款	218,868.01	136,958.60	126,028.42	100,710.65
短期债务	1,630,356.46	1,900,161.14	1,738,659.09	2,169,032.09
长期债务	1,477,164.12	1,825,044.71	2,974,927.76	3,011,096.75
总债务	3,107,520.58	3,725,205.85	4,713,586.85	5,180,128.84
总负债	4,273,041.91	4,795,463.23	5,809,386.79	6,020,631.03
费用化利息支出	84,379.21	98,005.63	145,252.57	36,644.68
资本化利息支出	27,404.20	37,209.65	37,125.98	8,077.79
实收资本	536,000.00	536,000.00	536,000.00	536,000.00
少数股东权益	9,919.09	10,287.10	3,527.98	-2,082.97
所有者权益合计	764,560.46	832,228.78	839,336.91	699,833.99
营业总收入	2,764,626.12	3,111,886.53	3,187,942.34	391,772.84
经营性业务利润	212,108.25	22,183.02	104,212.59	-168,256.21
投资收益	515.29	29,678.19	508.83	-1,629.24
净利润	144,443.77	92,219.30	115,591.13	-135,077.32
EBIT	277,206.29	198,589.38	266,132.39	-132,081.00
EBITDA	588,450.65	522,508.90	760,903.17	-17,979.31
销售商品、提供劳务收到的现金	3,084,200.76	3,433,271.84	3,477,486.78	312,651.66
收到其他与经营活动有关的现金	79,203.89	90,044.69	113,201.91	40,994.88
购买商品、接受劳务支付的现金	1,689,077.03	1,856,594.57	1,768,868.71	285,927.34
支付其他与经营活动有关的现金	192,322.83	396,697.64	211,987.22	66,215.41
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	775,821.96	610,871.48	353,829.85	34,973.44
经营活动产生现金净流量	499,122.17	426,677.76	813,739.62	-199,034.70
投资活动产生现金净流量	-352,902.24	-272,658.28	-113,633.75	-34,867.93
筹资活动产生现金净流量	-149,341.07	-149,204.44	-681,487.93	360,456.34
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	16.42	13.74	14.82	-20.64
期间费用率（%）	10.09	15.01	14.75	31.74
应收类款项/总资产（%）	3.05	4.68	2.41	2.20
收现比（X）	1.12	1.10	1.09	0.80
总资产收益率（%）	5.74	3.72	4.34	--
资产负债率（%）	84.82	85.21	87.38	89.59
总资本化比率（%）	80.25	81.74	84.88	88.10
短期债务/总债务（X）	0.52	0.51	0.37	0.42
FFO/总债务（X）	0.14	0.13	0.16	--
FFO 利息倍数（X）	3.96	3.46	4.23	0.43
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	4.47	3.16	4.46	-4.45
总债务/EBITDA（X）	5.28	7.13	6.19	-72.03
EBITDA/短期债务（X）	0.36	0.27	0.44	-0.03
货币资金/短期债务（X）	0.05	0.04	0.06	0.10
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	5.26	3.86	4.17	-0.40

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2020 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径中包含应付短期融资债券、应付融资租赁款（2017~2018 年）和租赁负债（2019 年及 2020 年一季度）中带息债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。