

## 深圳航空有限责任公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2022 年 7 月 15 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 2938 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：

将贵公司的主体信用等级由 **AAA** 调降至 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

将“20 深航空（疫情防控债）MTN001”的信用等级由 **AAA** 调降至 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年七月十五日

**评级观点：**中诚信国际将深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”或“公司”）的主体信用等级由 **AAA** 调降至 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；将“20 深航空（疫情防控债）MTN001”的信用等级由 **AAA** 调降至 **AA<sup>+</sup>**。中诚信国际此次级别调整主要考虑了 2022 年以来新冠疫情的反复以及航油价格的上涨导致公司航空运输业务受到较大冲击，预计短期内仍将呈现持续亏损态势；公司短期债务规模较大，且货币资金对短期债务的覆盖能力有限，公司短期偿债压力较大；公司持续亏损，经营活动净现金流大幅下滑，权益规模大幅下行，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 98.75% 和 98.57%，财务杠杆亟需改善等因素对公司未来经营和整体信用状况造成的影响。但同时也关注了公司腹地经济潜力较大、公司基地枢纽地位稳固，航线网络布局优化、机队规模保持增长，授信额度储备充足等方面的优势。

## 概况数据

| 深圳航空（合并口径）     | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 664.87 | 636.95 | 669.26 | 683.77 |
| 所有者权益合计（亿元）    | 83.93  | 60.50  | 25.15  | 8.57   |
| 总负债（亿元）        | 580.94 | 576.45 | 644.10 | 675.20 |
| 总债务（亿元）        | 471.36 | 488.79 | 554.12 | 591.35 |
| 营业总收入（亿元）      | 318.79 | 173.94 | 185.00 | 29.19  |
| 经营性业务利润（亿元）    | 10.42  | -28.96 | -48.22 | -21.50 |
| 净利润（亿元）        | 11.56  | -21.30 | -34.87 | -16.42 |
| EBITDA（亿元）     | 76.16  | 33.88  | 17.90  | --     |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 81.37  | 14.54  | 21.85  | -11.54 |
| 收现比(X)         | 1.09   | 1.05   | 1.08   | 1.02   |
| 营业毛利率(%)       | 14.82  | -10.26 | -14.55 | -54.65 |
| 应收类款项/总资产(%)   | 2.41   | 1.98   | 1.63   | 1.74   |
| 资产负债率(%)       | 87.38  | 90.50  | 96.24  | 98.75  |
| 总资本化比率(%)      | 84.88  | 88.99  | 95.66  | 98.57  |
| 总债务/EBITDA(X)  | 6.19   | 14.43  | 30.96  | --     |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.18   | 2.00   | 1.08   | --     |

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2022 年一季度财务报表未经审计；2、公司未提供 2022 年一季度现金流量补充表，故当期 EBITDA 相关指标失效。

## 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(%)*    | 18.88 | 7              |
| 财务政策与偿债能力(26%)  | 总资本化比率(%)         | 95.66 | 4              |
|                 | EBITDA 利息保障倍数(X)* | 2.48  | 7              |
|                 | FFO/总债务(X)*       | 0.08  | 6              |
| 运营实力(43%)       | 市场份额              | 7     | 7              |
|                 | 综合载运率             | 6     | 6              |
|                 | 平均机龄              | 6     | 6              |
| 规模与多元化(21%)     | 区域重要性             | 8     | 8              |
|                 | 可用吨公里             | 8     | 8              |
|                 | 航线网络多元化           | 7     | 7              |
| 打分结果            |                   |       | a <sup>+</sup> |
| BCA             |                   |       | a <sup>+</sup> |
| 支持评级调整          |                   |       | 4              |
| 评级模型级别          |                   |       | AA             |

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(a<sup>+</sup>)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。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 2019 年~2021 年三年平均值

## 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，2021 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。

■ **航线网络布局优化，机队规模保持增长。**2021 年公司增收节支降本增效，根据疫情及民航管理政策现状，主动调整和优化国内外航线网络布局，同时机队规模仍保持一定增长。截至 2022 年 3 月末，公司经营航线达 226 条，机队规模增至 230 架。

■ **授信额度储备充足。**截至 2022 年 3 月末，公司银行授信总额为 820.00 亿元，其中未使用额度为 544.78 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

■ **新冠肺炎疫情及航油价格上涨对公司经营造成重大冲击。**2022 年以来，受疫情散点爆发、防疫管控及航油价格上涨的影响，公司航空运输业务受到较大冲击，持续大幅亏损，经营活动净现金流较疫情前大幅下滑，预计短期内仍将呈现持续亏损态势。

■ **短期偿债压力较大。**截至 2022 年 3 月末，公司短期债务高达 188.38 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，对公司融资能力提出了更高要求，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **财务杠杆亟需改善。**受新冠肺炎疫情影响，2021 年公司持续亏损，权益规模下行，同时债务规模持续增长，公司财务杠杆再次攀升，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 98.75% 和 98.57%，公司财务杠杆亟需改善。

## 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。

■ **可能触发评级上调因素。**公司市场份额显著提升；公司综合载运能力大幅上升；政府及股东对公司支持力度增强，资本实力大幅增长，盈利能力大幅提升等。

■ **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，财务杠杆持续攀升，资不抵债；受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）<br>MTN001（AAA） | 2021/06/23 | 魏荣、李转波、黄菲 | <a href="#">中诚信国际航空运输行业评级方法与模型 C170600_2019_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定     | 20 深航空（疫情防控债）<br>MTN001（AAA） | 2020/02/13 | 孙向男、文玥    | <a href="#">中诚信国际航空运输行业评级方法与模型 C170600_2019_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

## 同行业比较

| 2021 年部分航空企业主要指标对比表 |               |               |              |              |              |               |             |
|---------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
| 公司名称                | 可用吨公里<br>(百万) | 收入吨公里<br>(百万) | 综合载运率<br>(%) | 资产总额<br>(亿元) | 资产负债率<br>(%) | 营业总收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) |
| 深圳航空                | 5,051.44      | 3,175.34      | 62.86        | 669.26       | 96.24        | 185.00        | -34.87      |
| 东方航空                | 23,539.47     | 13,046.71     | 55.42        | 2,865.48     | 80.84        | 671.27        | -132.84     |
| 南方航空                | 33,517.70     | 21,208.71     | 63.28        | 3,229.48     | 73.91        | 1,016.44      | -110.11     |
| 中国国航                | 24,490.45     | 13,598.95     | 55.53        | 2,984.15     | 77.93        | 745.32        | -188.29     |

注：“东方航空”为“中国东方航空股份有限公司”简称；“南方航空”为“中国南方航空股份有限公司”简称；“中国国航”为“中国国际航空股份有限公司”简称。

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 | 上次评级时间    | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 存续期                   | 特殊条款 |
|---------------------|-----------------|----------|-----------|--------------|--------------|-----------------------|------|
| 20 深航空（疫情防控债）MTN001 | AA <sup>+</sup> | AAA      | 2021/6/23 | 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：**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域

的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主



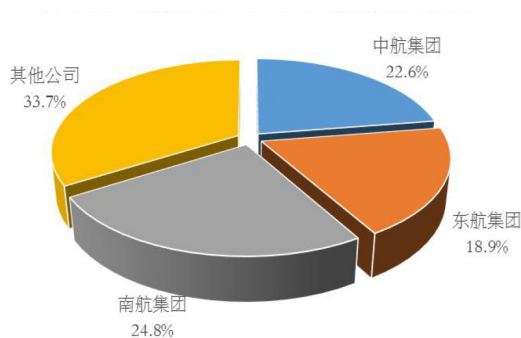
体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**随着疫情逐步常态化及宏观经济增速恢复，2021 年民航运输业主要运输生产指标的增速迎来一定反弹，但整体尚未恢复至疫情前的水平；相较客运市场的低迷，航空货运在抗击疫情和助力经济恢复的过程中表现良好**

供给端来看，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 2021 年末，我国共有航空公司 65 家，较上年末净增 1 家，其中国有控股公司 39 家，民营和民营控股公司 26 家；全货运航空公司 12 家，中外合资航空公司 9 家，上市公司 8 家。截至 2020 年末，国内民航全行业运输飞机在册架数 4,054 架，比上年底增加 151 架，总运力持续增长。

图 1：2021 年各航空（集团）公司运输总周转量比重



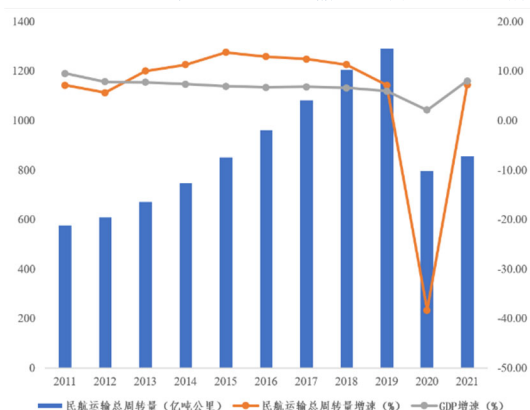
资料来源：中国民用航空局

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 2021 年末，我国共有定期航班航线 4,864 条，国内航线 4,585 条，其中港澳台航线 25 条，国际航线 279 条。按重复距离计算的航线里程为 1,049.63 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 689.78 万公里。通航城市方面，截至 2021 年末，我国定期航班国内通航城市 244 个（不含香港、澳门、台湾）。

需求端来看，近年来，国内经济下行压力导致民航业增速逐步放缓，新冠肺炎疫情带来的恐慌情绪及疫情全球扩散对航空等外部依存度较高的行业产生了巨大冲击，短期内对航空运输业需求冲击较大。2021 年国内疫情常态化政策下，客运量及客座率有所回升，但尚未达到疫情前水平，整体呈现波动复苏态势。商务出行是行业需求端的相对刚性部分，本土疫情得到缓解后该部分需求迅速得到释放，而休闲旅行出游需求仍具较大的恢复及增长空间。2021 年中国民航完成运输总周转量 856.7 亿吨公里，旅客运输量 4.41 亿人次，货邮运输量 731.8 万吨，分别同比增长 7.3%、5.5%和 8.2%。2020~2021 年航空客运、货运市场增速均受到疫情影响，但下滑程度呈现明显差异性；管控压力的陡增及人员出行意愿的削弱使得航空旅客量断崖式下跌，而温控药品尤其是疫苗等各类冷链货物等航空偏好型货物需求较高，货邮运输量受影响程度有限。根据民航局在 2022 年全国民航工作会议上制定的预期指标，在疫情防控常态化背景下，2022 年将力争完成运输总周转量 1,040 亿吨公里，旅客运输量 5.7 亿人次，货邮运输量 780 万吨，总体恢复至疫情前 85% 左右水平，航班正常率稳定在 80% 以上，千万级以上机场平均放行正常率和始发航班正常率力争达到 85%。在疫情不出现反复波动的情况下，力争实现行业整体扭亏增盈。目前，国内疫情防控形势仍然严峻，民航客运需求端亦面临较大压力。同时在“MU5735 空难”影响下，消费者对民航业的信心仍需时间恢复，民航业整体复苏的速度或将放缓。

图 2：2011~2021 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 1：2021 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 | 856.7    | 7.3      |
| 国内航线 (含港澳台) | 亿吨公里 | 641.1    | 9.1      |
| 国际航线        | 亿吨公里 | 215.6    | 2.3      |
| 旅客运输量       | 万人   | 44,055.7 | 5.5      |
| 国内航线 (含港澳台) | 万人   | 43,908.0 | 7.6      |
| 国际航线        | 万人   | 147.7    | -84.6    |
| 货邮运输量       | 万吨   | 731.8    | 8.2      |
| 国内航线 (含港澳台) | 万吨   | 465.1    | 2.6      |
| 国际航线        | 万吨   | 266.7    | 19.6     |
| 旅客周转量       | 亿人公里 | 6,529.7  | 3.5      |
| 国内航线 (含港澳台) | 亿人公里 | 6,439.1  | 9.7      |
| 国际航线        | 亿人公里 | 90.6     | -79.5    |
| 货邮周转量       | 亿吨公里 | 278.2    | 15.8     |
| 国内航线 (含港澳台) | 亿吨公里 | 70.6     | 4.0      |
| 国际航线        | 亿吨公里 | 207.6    | 20.5     |
| 正班客座率       | %    | 72.4     | -0.5     |
| 正班载运率       | %    | 66.9     | 0.4      |

资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情成为全球的黑天鹅事件，疫情的全球扩散对航空运输业造成较大负面影响。受疫情防控政策及旅客出行意愿骤降影响，票价及载运人次的下滑使得航司营收同比大幅缩减，而较大规模的经营成本费用及刚性成本持续支出，航司面临较大的业绩亏损。从具体航司运营数据来看，2020~2021 年国内三大航及海南航空客运量指标较 2019 年存在较大降幅。

表 2：2020 年主要航司运营数据同比增幅情况

| 项目名称       | 中国国航       |          | 南方航空       |          |
|------------|------------|----------|------------|----------|
|            | 当年累计完成数    | 同比变化 (%) | 当年累计完成数    | 同比变化 (%) |
| 收入客公里 (百万) | 109,830.07 | -52.90   | 153,441.54 | -46.15   |
| 载运人次 (千人次) | 68,687.07  | -40.28   | 96,855.33  | -36.12   |
| 客座率 (%)    | 70.38      | -10.64   | 71.46      | -11.35   |
| 收入吨公里 (百万) | 13,285.14  | -47.62   | 20,803.63  | -36.23   |
| 综合载运率 (%)  | 56.09      | -12.61   | 61.38      | -8.88    |

| 项目名称       | 中国东航       |          | 海南航空      |          |
|------------|------------|----------|-----------|----------|
|            | 当年累计完成数    | 同比变化 (%) | 当年累计完成数   | 同比变化 (%) |
| 收入客公里 (百万) | 107,273.25 | -51.63   | 57,105.63 | -60.72   |
| 载运人次 (千)   | 74,621.21  | -42.73   | 37,031.95 | -54.67   |
| 客座率 (%)    | 70.54      | -11.52   | 74.28     | -9.10    |
| 收入吨公里 (百万) | 11,699.74  | -48.04   | 5,964.47  | -59.20   |
| 综合载运率 (%)  | 56.71      | -10.60   | 76.49     | -0.93    |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 3：2021 年主要航司运营数据同比增幅情况

| 项目名称       | 中国国航       |          | 南方航空       |          |
|------------|------------|----------|------------|----------|
|            | 当年累计完成数    | 同比变化 (%) | 当年累计完成数    | 同比变化 (%) |
| 收入客公里 (百万) | 104,625.58 | -4.74    | 152,426.29 | -0.66    |
| 载运人次 (千人次) | 69,045.17  | 0.52     | 98,504.66  | 1.70     |
| 客座率 (%)    | 68.63      | -1.75    | 71.25      | -0.21    |
| 收入吨公里 (百万) | 13,598.95  | 2.36     | 21,208.71  | 1.94     |
| 综合载运率 (%)  | 55.53      | -0.56    | 63.28      | 1.89     |

| 项目名称       | 中国东航       |          | 海南航空      |          |
|------------|------------|----------|-----------|----------|
|            | 当年累计完成数    | 同比变化 (%) | 当年累计完成数   | 同比变化 (%) |
| 收入客公里 (百万) | 108,803.69 | 1.43     | 62,615.63 | 9.65     |
| 载运人次 (千)   | 79,099.06  | 6.00     | 41,299.34 | 11.52    |
| 客座率 (%)    | 67.71      | -2.83    | 74.69     | 0.41     |
| 收入吨公里 (百万) | 13,046.71  | 11.51    | 6,639.73  | 11.32    |
| 综合载运率 (%)  | 55.42      | -1.29    | 76.91     | 0.42     |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从复苏趋势来看，国内相关部门亦推出政策措施，起到了稳定剂作用，加速了航空业在后疫情时段生产经营的迅速恢复。得益于国内疫情控制及经济复苏，各类商务活动及客运需求出现较强幅度反弹，2021 年民航全年完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比提高 7.3%、5.5%和 8.2%，分别恢复至 2019 年的 66.3%、66.8%和 97.2%。全年



基本保持了航线航班总体稳定。当前国内民航运输业务已逐步恢复，但国际航线旅客运输量恢复严重滞后，2021 年全年运输指标基本不到去年同期的 20%。

长期来看，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。随着人均收入水平提高、居民收入累计效应及居民消费结构的调整，航空运输的市场基础仍较大且不断扩大，航空客运需求仍具备一定韧性；而实体经济和制造业的发展、运输时效性和储存可靠性的要求、跨境电商企业的发展以及航空物流公司加大信息化投入，或将进一步带来大量的航空货运需求。

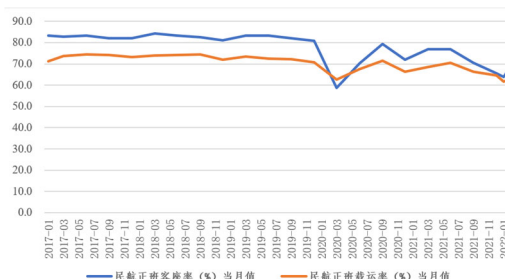
中诚信国际认为，中国航空运输业供给端始终保持较快发展，受疫情全球扩散及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，短期内航空客运需求严重受创，但目前国内民航运输业务已逐步恢复；长期来看，在人均收入水平提高和居民消费结构调整等持续作用下，航空运输市场需求仍具备一定的增长空间。

**新冠肺炎疫情对国内航空运输业运营形成较大冲击，受疫情反复影响，运营效率阶段性波动尚存，未来疫苗普及可能进一步催化航运整体修复；受供需关系影响，国内票价整体处于较低水平，旺季催化将成为航空票价修复关键**

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。受新冠肺炎疫情爆发影响，2020 年 1 月民航运营效率指标大幅下滑，当期正班客座率和载运率均下降至约 50% 水平，随着国内疫情好转，航空运输业整体运营效率得以修复，正班客座率和载运率在 9~10 月基本恢复至疫情前水平。2021~2022 年初，国内疫情局部散发及各地鼓励就地过年政策出台，回家探亲、休闲度假等客流量大幅减少，当期正班客座率和载运率探底 60% 水平；

受疫情反复影响，运营效率阶段性波动尚存，未来随着新冠肺炎疫苗普及可能进一步催化航空运输整体修复。

图 3：2017~2021 年国内航空运输业运营效率



资料来源：choice，中诚信国际整理

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。2019 年初，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。

2020 年以来，国内客运票价受新冠肺炎疫情冲击较大，目前仍处于后疫情恢复阶段，国际航线回流及国内疫情的局部散发，均加剧了国内航线的供给过剩，与供需高度相关的票价整体仍处于较低水平，旺季催化将成为国内票价修复关键。而国际航线目前尚处于恢复中，目前国际航线的票价和盈利能力由于航班极度稀缺保持较高水平，但随着后续量的逐步恢复，或亦将重新经历国内先量后价的修复过程。

整体来看，2020 年初新冠肺炎疫情对国内航空运输业运营效率形成较大冲击，随着疫情控制及疫苗普及，未来运营效率预计将逐渐恢复至疫情前水平；受供需关系影响，国内票价整体处于较低水平，

旺季催化将成为航空票价修复关键。

## 航油成本及汇率波动对航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

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。2021年以来油价大幅上涨，人民币汇率波动加剧，航司经营压力进一步加大。

航油成本是航空公司占比最高的成本项。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，国际油价整体走势先扬后抑，下半年行情震荡。2020年，上半年受OPEC减产谈判破裂影响，国外新冠肺炎疫情全球扩散，多国封锁使得原油需求大幅减少，使得国际原油价格大幅下滑，推动航油成本大幅下降。2020年下半年，经济反弹伴随全球需求逐步复苏，推动国际原油价格回升，航油成本较上半年所反弹，但整体仍处于历史低位。2021年以来，受全球原油库存历史低位且持续去库、OPEC+联盟增产不及预期、供给弹性下降及俄乌冲突的影响，国际油价强势上扬。未来油价受全球疫情走势、OPEC+产出政策和需求端的低迷多项因素影响，存在极大的不确定性；中诚信国际预计2022年油价仍将处于高位运行，航空公司将面临一定的成本压力。

图4：2012年5月~2022年1月布伦特原油现货价格走势



资料来源：choice，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，并且各航司利用金融衍生工具对冲手段较少，汇兑损益将直接影响公司利润。2019年初期，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。2020年，受新冠疫情对国际国内冲击不对称性及全球流动性过剩等因素影响，美元兑人民币汇率呈现先升后贬趋势，2020年5月以后，国内疫情与主要发达经济体相比控制更好，企业复工复产进度较快，国内复苏较平稳，同时全球供应链问题使得我国出口韧性较强，美元兑人民币汇率下行，航司汇兑损失整体为负，一定程度上缓释航司盈利亏损压力。2022年以来，美国连续加息，人民币面临的贬值压力有所上升，航司汇兑损失压力加大。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5：2012年5月~2022年5月美元兑人民币中间价走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

总体而言，航油成本及汇率波动对航司盈利水平影响明显，未来油价及汇率不确定性的将给航空业带来一定挑战。

## 跟踪期内，公司产权结构及治理结构均未发生变化

产权结构方面，经过多次增资及股权变更，截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为53.60亿元，中国国航、深国际全程物流（深圳）有

限公司（以下简称“全程物流”）分别持有公司 51% 和 49% 的股权。公司的母公司和最终控股公司分别为中国国航及中国航空集团有限公司，公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

深圳航空按照《公司法》以及有关法规设置了较为完善的公司法人治理结构，保持了较好的内部运作机制。公司设股东会，由全体股东组成，是公司的最高权力机构；公司设董事会，董事会由 7 名董事组成，向股东会负责，公司董事会成员由中国国航提名 4 名，全程物流提名 3 人。公司设监事会，监事会成员三名，监事会向股东会负责，监事会成员中，两位股东方各提名一名，由股东会选举产生，职工代表一名，职工代表监事人选由公司职工代表大会决定。

### 受新冠肺炎疫情影响，2021 年公司飞机引进规模减少，未来飞机引进仍面临一定资本支出压力

2021 年公司业务格局未发生重大变化。机队规模方面，2021 年公司原计划引进飞机 11 架，受新冠肺炎疫情影响，公司 2021 年全年共引进飞机 7 架；2022 年一季度引进飞机 1 架。截至 2022 年 3 月末，公司机队共拥有 230 架飞机。公司机队平均机龄为 8.26 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，且机龄相对较短，成本控制较好，维修及运营成本较低，运营管理效率较高。

表 4：截至 2022 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 | 51 |
|      | B737-800 |    |
|      | 空客 A320  |    |
|      | 空客 A319  |    |
|      | 空客 A330  |    |
| 融资租赁 | B737-800 | 93 |
|      | 空客 A320  |    |
| 自置   | B737-700 | 86 |
|      | B737-800 |    |
|      | B737-900 |    |
|      | 空客 A319  |    |

|    |         |     |
|----|---------|-----|
|    | 空客 A320 |     |
| 合计 | --      | 230 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

飞机引进方面，2022 年、2023 年和 2024 年公司分别计划引进 6 架、11 架和 27 架飞机，其中 2022 年~2024 年计划用于飞机及相关飞行设备采购的资本支出金额分别为 23.53 亿元、46.59 亿元和 61.11 亿元，用于融资及经营租赁合同最低付款额分别为 30.81 亿元、30.01 亿元和 36.48 亿元。飞机退出方面，2021 年以来公司没有飞机退出的情况，2022 年公司计划退租 8 架经租飞机。此外，截至 2022 年 3 月末，公司拥有 5 架 B737-8Max 飞机，目前仍处于停飞状态。

表 5：2022~2024 年公司飞机购置计划（架、亿元）

|                      | 2022  | 2023  | 2024  |
|----------------------|-------|-------|-------|
| 空客飞机                 | 6     | 4     | 11    |
| 波音飞机                 | 0     | 7     | 16    |
| 当年引进飞机合计             | 6     | 11    | 27    |
| 累计机队规模               | 227   | 243   | 245   |
| 用于飞机及相关飞行设备采购的资本支出金额 | 23.53 | 46.59 | 61.11 |
| 融资及经营租赁合同最低付款额       | 30.81 | 30.01 | 36.48 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2021 年受新冠肺炎疫情影响，公司优化航线布局，同时继续缩减国际航线

公司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。目前公司拥有广州、南宁、无锡等 8 家分公司。2020 年，公司因战略协调需要，精简航空基地数量，撤销湖南和福州基地。截至 2022 年 3 月末，公司拥有深圳、广州、江西、重庆和泉州等 7 个营运基地。其中深圳基地是公司大本营和核心基地，公司也是深圳机场唯一的主基地航空客运公司，截至 2021 年末，公司在深圳机场停放飞机、旅客运输量占有率和航班班次占有率居深圳地区各航空公司首位。此外，公司在郑州、深圳、南宁旅客运输量占有率均超过 30%，市场占有率尚可。



表 6：深圳航空 2021 年主要城市的市场占有率情况

| 城市  | 停放飞机 (架) | 座位数占有率 | 旅客运输量占有率 | 航班班次占有率 |
|-----|----------|--------|----------|---------|
| 深圳  | 59       | 33.5%  | 32.4%    | 37.1%   |
| 广州  | 18       | 8.6%   | 8.6%     | 10.0%   |
| 南京  | 9        | 23.7%  | 23.0%    | 24.1%   |
| 南宁  | 9        | 40.8%  | 38.8%    | 42.1%   |
| 无锡  | 11       | 15.1%  | 14.5%    | 16.1%   |
| 泉州  | 9        | 14.8%  | 13.9%    | 15.3%   |
| 重庆  | 4        | 2.3%   | 2.3%     | 2.4%    |
| 西安  | 9        | 6.6%   | 6.3%     | 6.9%    |
| 沈阳  | 9        | 5.1%   | 5.0%     | 5.5%    |
| 成都  | 4        | 4.6%   | 4.4%     | 4.7%    |
| 哈尔滨 | 0        | 2.7%   | 3.0%     | 2.8%    |
| 郑州  | 8        | 33.0%  | 31.2%    | 34.7%   |
| 北京  | 4        | 23.8%  | 23.7%    | 24.1%   |
| 南昌  | 8        | 8.1%   | 7.5%     | 8.7%    |
| 珠海  | 0        | 3.5%   | 3.3%     | 3.6%    |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域收入构成来看，公司在华南地区运力最为集中，2021 年的收入规模仍为最大；从航线区域收入的增速来看，2021 年国际航线仍受疫情影响较大，下降速度较快。此外，因航司间竞争激烈以及香港局势影响等，旅客需求减少加之公司调减香港航线运力，港澳台收入占比最小，且增速下降最快。

表 7：2021 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   | 28.64 | 12%  | 17% |
| 华东   | 44.12 | 17%  | 26% |
| 华南   | 70.22 | 7%   | 42% |
| 西部   | 22.98 | 3%   | 14% |
| 港澳台  | 0.02  | -95% | 0%  |
| 国外   | 2.59  | -67% | 2%  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

网络航线方面，出于增收节支、降本增效考虑，公司放弃地区航线业务，优化国内航线布局。2021 年受疫情影响，公司继续缩减国际航线。截至 2022 年 3 月末，公司经营的航线达 226 条，其中国内航线 222 条，国际航线 4 条；减少国际航线 4 条、国内航线 3 条和全部地区航线。目前公司通航城市 68 个，其中国内城市 64 个，国际（地区）城市 4 个。

**2021 年受新冠肺炎疫情影响，公司运力投放和实际运营效率仍有所下降；2022 年 3 月深圳疫情加重公司负担，中诚信国际将持续关注疫情对公司经营的影响**

2021 年以来，随着新冠肺炎疫情全球蔓延、国内疫情散点频发以及防疫管控影响，旅客出行意愿依旧不高，各国航空出行限制措施仍未解除，公司运力投放、实际运量及飞行公里数及飞机日利用率等运营效率指标仍小幅下降。2021 年航空总周转量 31.75 亿吨公里，同比下降 5.82%；飞机起降架次 19.75 万架次，同比下降 1.89%；综合载运率 62.86%，同比下降 2.65 个百分点。

2022 年一季度，因新冠肺炎疫情防控需要，各地鼓励就地过年政策出台，回家探亲、休闲度假等客流量大幅减少；同时珠三角地区外来人口较多，春节客流依赖程度高，因此受到的影响更重。此外，2022 年 3 月深圳受新冠肺炎疫情影响，全市实行封闭式管理，对公司深圳和广州基地运营造成一定影响，加重公司业务恢复负担。疫情对民航业务影响仍较大，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，中诚信国际将持续关注疫情对公司经营的影响。

表 8：2019 年~2022 年 3 月深圳航空运输能力及效率情况

| 项目         | 2019  | 2020  | 2021  | 2022.3 |
|------------|-------|-------|-------|--------|
| 飞机总数(架)    | 218   | 222   | 229   | 230    |
| 总周转量(亿吨公里) | 50.94 | 33.71 | 31.75 | 5.18   |
| 飞行公里数(亿公里) | 3.79  | 2.85  | 2.79  | 0.50   |
| 飞机日利用率(小时) | 9.39  | 6.87  | 6.53  | 4.7    |
| 起降架次(万架次)  | 26.12 | 20.13 | 19.75 | 3.49   |
| 综合载运率(%)   | 74.52 | 65.21 | 62.86 | 56.73  |
| 收入吨公里      | 5,094 | 3,371 | 3,175 | --     |
| 可用吨公里      | 6,836 | 5,169 | 5,051 | --     |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2021 年客运业务收入略有上涨但仍较疫情前大幅下滑；受新冠肺炎疫情影响，公司各项货运指标仍持续下滑**

2021 年，受国内多地散点疫情频发、防疫管控以及旅客出行意愿不高的综合影响，公司运营收入有所回升但较 2019 年水平仍有较大差距，当期实现客运收入 173.40 亿元，同比小幅上涨 8.29%。收入客公里、乘客人数及客座率分别为 308 亿客公里、2,062 万人次和 70.78%，同比下降 4.35%、4.85%和

2.33 个百分点；客运公里收益为 0.50 元，有所回升。旅客构成方面，公司两舱旅客 69.58 万人次，实现收入 12.38 亿元，均较上年小幅增长；常旅客人数 911.05 万人次，实现收入 80.41 亿元，客户粘性尚可。

2022 年 1~3 月，公司乘客人数同比下降至 330 万人次，客座率下降至 63.38%，疫情对民航客运业务影响仍较大，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 9：2019 年~2022 年 3 月深圳航空客运业务情况

| 项目          | 2019  | 2020  | 2021  | 2022.3 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 收入客公里（亿客公里） | 507   | 322   | 308   | 50     |
| 乘客人数（万人次）   | 3,251 | 2,167 | 2,062 | 330    |
| 客运公里收益（元）   | 0.52  | 0.44  | 0.50  | 0.46   |
| 客座率（%）      | 81.65 | 71.00 | 70.78 | 63.38  |

注：此表格乘客人数数据为已乘机人数统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：2019 年~2022 年 3 月深圳航空旅客来源

| 项目   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 两舱旅客 | 万人次    | 101    | 68     | 9.52   |
|      | 收入(亿元) | 18.92  | 11.29  | 1.64   |
| 常旅客  | 万人次    | 1,212  | 913    | 133.35 |
|      | 收入(亿元) | 116.13 | 69.29  | 10.42  |
| 全部旅客 | 万人次    | 3,251  | 2,167  | 330    |
|      | 收入(亿元) | 302.82 | 165.41 | 27.87  |

注：1、全部旅客除两舱客户和常旅客外，还包括普通客户；2、此表格数据为公司统计后提供。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要通过用客机腹舱运输的方式来经营货运业务，在货运价格上有着一定的竞争优势。2021 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司客机腹舱运输方式经营货运的运力投放大幅减少，各项货运指标仍持续下滑。考虑国内国际对防疫物资及其他产品需求增大，公司按照民航局“客改货”要求改装飞机用于运输防疫物资等货运产品，增加货运收入来源。2021 年公司实现货运及邮运收入 5.88 亿元，同比下降 25.19%；货运公里收益 1.18 元，同比亦有所下降。

表 11：2019 年~2021 年深圳航空货运业务情况

|  | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|------|------|------|
|--|------|------|------|

|               |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|
| 收入货运吨公里（亿吨公里） | 6.21  | 5.22  | 4.45  |
| 货物及邮件（万吨）     | 37.13 | 32.17 | 27.63 |
| 货运公里收益（元）     | 1.07  | 1.36  | 1.18  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 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：2019~2021 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”）及其部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 2019 年末~2021 年末对深航房地产及其部分子公司的财务状况进行复核后，认为对深航房地产及其部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部分子公司有能力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 2021 年末，上述应收深航房地产的款项余额为 2.98 亿元。

**2021 年受疫情影响，公司营业毛利率仍为负；同期虽获得较大规模的政府补助，但仍无法弥补亏损，公司经营呈巨额亏损状态；2022 年一季度经营仍受疫情影响较大，亏损进一步加大**

2021 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，旅客出行需求减少，公司调整航班运力，运输周转量下降，当期实现营业收入 185.00 亿元，同比小幅增长 6.36%，但较 2019 年仍大幅下滑。其中客运收入同比小幅增长 8.29%，货运收入同比下降 25.19%。公司其他业务主要为提供与航空产业链相关的服务，包括飞机出租、广告及旅游酒店等业务，受疫情影响同比下滑 3.86%。

营业毛利率方面，2021 年公司通航班次减少而



折旧摊销和职工薪酬等固定成本支出和航油成本等刚性成本支出规模仍较大，公司综合毛利率持续为负。其中客运业务受影响最大，营业毛利率为-16.74%；2021年，货运业务毛利率大幅下降至2.98%。其他业务因固定成本支出较小，毛利率波动不大。

2022年1~3月，公司受疫情影响仍较大，营业收入较上年同期下降28.26%，亏损进一步加大。此外，受航油价格上升<sup>1</sup>等因素影响，同期公司营业毛利率较上年同期下降35.51个百分点至-54.65%。

表 12：近年来公司主要板块收入构成和毛利率情况  
(亿元、%)

| 收入    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 客运    | 295.69 | 160.13 | 173.40 | 27.23  |
| 货运及邮运 | 6.69   | 7.86   | 5.88   | 0.97   |
| 其他收入  | 16.41  | 5.96   | 5.73   | 1.00   |
| 合计    | 318.79 | 173.94 | 185.00 | 29.19  |
| 营业毛利率 | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
| 客运    | 13.84  | -13.21 | -16.74 | -57.82 |
| 货运及邮运 | 26.13  | 16.00  | 2.98   | -47.71 |
| 其他收入  | 38.87  | 34.52  | 33.73  | 25.29  |
| 合计    | 14.82  | -10.26 | -14.55 | -54.65 |

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2021年公司期间费用同比上升27.93%至34.08亿元；其中公司销售费用和管理费用分别小幅增长6.02%和0.31%；当期汇兑净损失较上年增加6.78亿元至3.52亿元，财务费用总体规模大幅增加。财务费用中的汇兑损益对公司期间费用的波动影响较大。2022年一季度，公司期间费用率增至26.87%，已处于很高水平，公司期间费用管控能力有待加强。

利润总额方面，2021年受营业毛利率下降及期间费用率上升共同影响，公司仍呈大额亏损，经营性业务利润大幅下滑至-48.22亿元，2021年公司收到航线补贴等其他政府补贴合计13.28亿元，但仍无法弥补亏损。2022年一季度，公司深耕区域在珠三角地区，受提倡“就地过年”以及2022年3月深

圳市实行封闭式管理影响，收入降幅较大，当期经营性业务利润为-21.50亿元。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| 项目          | 2019  | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 销售费用        | 15.67 | 10.13  | 10.74  | 1.83   |
| 管理费用（含研发费用） | 14.33 | 13.10  | 13.14  | 2.87   |
| 财务费用        | 17.04 | 3.41   | 10.20  | 3.15   |
| 期间费用合计      | 47.04 | 26.64  | 34.08  | 7.84   |
| 期间费用率(%)    | 14.75 | 15.32  | 18.42  | 26.87  |
| 经营性业务利润     | 10.42 | -28.96 | -48.22 | -21.50 |
| 其他收益        | 10.77 | 15.86  | 13.28  | 2.38   |
| 投资收益        | 0.05  | -0.10  | 1.16   | 0.29   |
| 营业外损益       | 1.59  | 1.19   | 0.63   | 0.13   |
| 利润总额        | 12.09 | -27.67 | -44.80 | -21.08 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2021年仍受新冠肺炎疫情冲击，公司持续亏损造成权益规模下行，同时债务规模增长，财务杠杆再次攀升，财务杠杆比率亟需改善

自2019年执行新租赁准则确认经营租赁使用权资产以来，公司总资产规模和折旧摊销规模均较大，且九成以上为非流动资产。2021年末公司机队规模扩张导致非流动资产增加，加之2021年货币资金大幅增长导致当期末总资产规模有所扩大。2021年末，公司资产总额较上年末增长5.07%，其中非流动资产占比92.85%。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。2021年末公司固定资产166.61亿元，主要由建筑物、飞机及发动机、机器设备和高价周转件等构成，当期资产购置、在建工程转入以及使用权资产转入新增原值20.48亿元，计提折旧18.59亿元。2021年末公司在建工程106.68亿元，主要由飞机预付款和飞机发动机维修预付款构成。2021年末公司使用权资产318.49亿元，主要为公司租赁飞机及发动机，新增飞机及发动机资产14.76亿元，计提折旧29.20亿元。公司流动资产规模较上年末增加25.17亿至47.83亿元，主要系本年货币资金较上年大幅增长24.20亿元。

2022年3月末，因融资资金到位公司总资产规

<sup>1</sup> 2019年~2021年以及2022年1~6月平均航油价格分别为4,673元/吨、3,057元/吨、3,800元/吨以及6,023元/吨。

模增至 683.77 亿元，其中货币资金为 43.70 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 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

| 项目    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金  | 10.12  | 3.45   | 27.65  | 43.70  |
| 固定资产  | 174.54 | 163.55 | 166.61 | 164.37 |
| 在建工程  | 111.67 | 111.76 | 106.68 | 102.55 |
| 使用权资产 | 327.99 | 319.51 | 318.49 | 316.26 |
| 总资产   | 664.87 | 636.95 | 669.26 | 683.77 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

自 2019 年执行新租赁准则确认租赁负债以来，公司负债总额规模较大，且五成以上为非流动负债。2021 年末公司总负债同比上升 11.74% 至 644.10 亿元，其中非流动负债占比 58.11%，负债结构变化不大。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，其中应付账款主要为应付机场起降费、应付航油及航材采购等，2021 年末因应付航油费规模增长而有所上涨；公司短期借款随公司融资需求及融资结构调整有所波动，2021 年短期借款年利率为 1.30%~4.05%；公司一年内到期的非流动负债受债务集中到期影响有所增长；同期末，公司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。公司非流动负债主要由长期借款、租赁负债和应付债券构成，其中 2021 年长期借款大幅增长至 114.31 亿元；租赁负债和应付债券规模均较上年末小幅下降。

2022 年一季度，公司融资需求进一步增加，当期末公司负债规模有所增长。此外，截至 2022 年 3 月末，公司总债务 591.35 亿元，其中短期债务 188.38 亿元，长期债务 402.97 亿元，公司债务以长期为主，与公司资产运营周期相匹配。

权益方面，公司实收资本近年来保持不变，均为 53.60 亿元，2021 年因巨额亏损使得未分配利润大幅下降，所有者权益合计下滑至 25.15 亿元；2022 年一季度公司受疫情影响仍较大，持续亏损使得公

司所有者权益进一步下滑至 8.57 亿元，对此应予以关注。

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；同时自 2019 年执行新租赁准则公司债务规模和财务杠杆均大幅提升；加上近年来新冠肺炎疫情冲击，公司持续亏损，权益规模下降，债务规模亦保持增长，财务杠杆再次攀升。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 98.75% 和 98.57%，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 15：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

| 项目          | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 短期借款        | 58.23  | 120.44 | 98.87  | 85.72  |
| 应付账款        | 33.96  | 27.30  | 33.10  | 31.70  |
| 应付短期融资券     | 73.82  | 5.11   | 25.50  | 20.51  |
| 一年内到期的非流动负债 | 41.82  | 63.49  | 80.80  | 78.18  |
| 长期借款        | 5.62   | 44.67  | 114.31 | 144.85 |
| 租赁负债        | 242.89 | 214.46 | 202.44 | 198.20 |
| 应付债券        | 48.99  | 39.98  | 30.00  | 59.92  |
| 总负债         | 580.94 | 576.45 | 644.10 | 675.20 |
| 实收资本        | 53.60  | 53.60  | 53.60  | 53.60  |
| 未分配利润       | 23.77  | 1.19   | -32.20 | -48.15 |
| 所有者权益合计     | 83.93  | 60.50  | 25.15  | 8.57   |
| 总债务         | 471.36 | 488.79 | 554.12 | 591.35 |
| 短期债务        | 173.87 | 189.67 | 207.36 | 188.38 |
| 长期债务        | 297.49 | 299.12 | 346.75 | 402.97 |
| 资产负债率       | 87.38  | 90.50  | 96.24  | 98.75  |
| 总资本化比率      | 84.88  | 88.99  | 95.66  | 98.57  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2021 年，公司经营活动净现金流规模有所增长，但各项偿债指标仍较弱；公司存量货币资金规模较小，面临较大的短期债务偿还压力

2021 年，受益于公司客运收入同比上升，经营活动净现金流同比增长 50.28% 至 21.85 亿元；当期收现比为 1.08 倍，收现情况符合行业特征。受公司购买飞机及发动机等支出较上年同期增加影响，当期投资活动净现金流同比增长 36.41% 至 -15.21 亿元。2021 年，公司经营持续亏损，为应对资金压力，公司加快资金储备，筹资活动净现金流缺口大幅转

正。

2022 年一季度，受客运业务下滑影响，当期经营活动现金净流出规模较上年同期扩大；为应对资金压力，公司加大融资规模，筹资活动净流入规模持续增长。目前，面对严峻市场环境，公司应争取政策支持、做好特殊环境下资金管理等工作，以保障现金流和资金安全，逐步恢复生产经营。

偿债指标方面，2021 年，公司经营活动净现金流规模有所增长，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所增强但仍处于较弱水平；同期公司 EBITDA 可以有效覆盖利息支出，但利息保障能力减弱且对债务本金的覆盖能力较弱。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.23 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，对公司融资能力提出了更高要求，公司面临较大的短期债务偿还压力。

表 16：截至 2022 年 3 月末公司短期债务情况（亿元）

| 项目           | 2022.3 |
|--------------|--------|
| 其他流动负债       | 0.20   |
| 应付短期融资券      | 20.51  |
| 短期借款         | 85.72  |
| 应付票据         | 3.78   |
| 一年以内到期的非流动负债 | 78.18  |
| 总计           | 188.38 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| 项目            | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流      | 81.37  | 14.54  | 21.85  | -11.54 |
| 投资活动净现金流      | -11.36 | -11.15 | -15.21 | -0.05  |
| 筹资活动净现金流      | -68.15 | -9.92  | 17.21  | 27.63  |
| 总债务           | 471.36 | 488.79 | 554.12 | 591.35 |
| 总债务/经营活动净现金流  | 5.79   | 33.61  | 25.36  | -12.81 |
| 经营活动净现金流/利息支出 | 4.46   | 0.86   | 1.32   | --     |
| 总债务/EBITDA    | 6.19   | 14.43  | 30.96  | --     |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.18   | 2.00   | 1.08   | --     |
| 货币资金/短期债务     | 0.06   | 0.02   | 0.13   | 0.23   |

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 2022 年 3 月末，公司银行授信总额为 820.00 亿元，其中未使用额度为

544.78 亿元，公司备用流动性充足，财务弹性较好。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 84.62 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 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值约 266.31 亿元，占总资产比重的 38.95%，其中用于抵押的飞机和机器设备 254.55 亿元，受限货币资金 0.19 亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 10 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，自身具有极强的竞争实力，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，2021 年，广州白云机场和深圳宝安机场旅客吞吐量分别为 4,025 万人次和 3,636 万人次，分别位居全国第一和第三；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等方面均能发挥更大的规模效应，中国国航对公司提供资金方面的支持；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 2021 年，公司收到各项政府补助合计 13.28 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。

2022 年 5 月 26 日，财政部、民航局发布《关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》。通知规定，国内运输航空公司执飞符合条件的国内客运航班，纳入资金支持范围。补贴启动条件：原则上当每周内日均国内客运航班量低于或等于 4,500 班（保持安全运行最低飞行航班数）时，启动财政补贴。补贴标准：对国内客运航班实际收入扣减变动成本后的亏损额给予补贴，设定最高亏损额补贴标准上限为每小时 2.4 万元。该政策实施期限为 2022 年 5 月 21 日至 2022 年 7 月 20 日<sup>2</sup>。补贴资金由中央和地方财政共同承担，中央财政总体承担约 70%，地方财政总体承担约 30%，具体由航班起飞港所在地财政部门统一拨付。考虑到运输航空公司资金紧张，中央财政补贴资金采取先预拨后清算方式，同时，每周结算一次。

此外，2022 年 5 月 24 日国务院印发的《扎实稳住经济的一揽子政策措施》中，针对受疫情影响较大的民航行业，具体经济措施表现为：1) 增加民航应急贷款额度 1,500 亿元，并适当扩大支持范围，支持困难航空企业渡过难关；2) 支持航空业发行 2,000 亿元债券；3) 统筹考虑民航基础设施建设需求

等因素，进一步研究解决民航业资金短缺等问题；4) 研究向有关航空企业注资的具体方案；5) 有序增加国际客运航班数量，为中外人员往来和对外经贸交流合作创造条件。

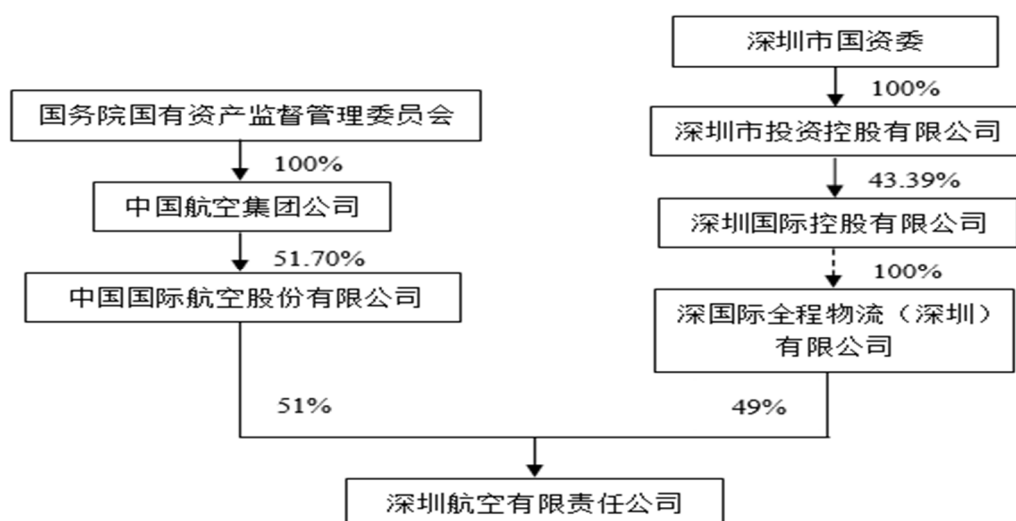
## 评级结论

综上所述，中诚信国际将深圳航空有限责任公司的主体信用等级由 **AAA** 调降至 **AA+**，评级展望为稳定；将“20 深航空（疫情防控债）MTN001”的信用等级由 **AAA** 调降至 **AA+**。

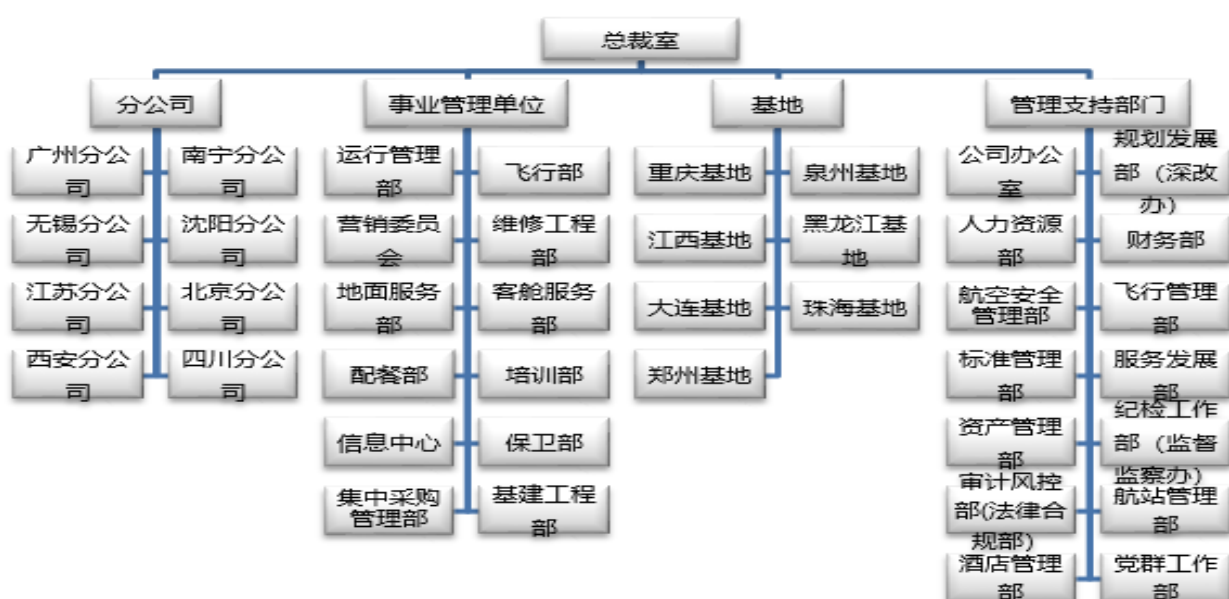
<sup>2</sup>5 月 30 日，民航局发布通知，“4500 班保底补贴”政策将在 6 月 4 日-6 月 10 日暂停执行一周。



# 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 2022 年 3 月末）



| 主要子公司           | 简称     | 持股比例（%） |
|-----------------|--------|---------|
| 深圳深航商旅服务有限责任公司  | 深航商旅   | 100.00  |
| 深圳航空港配餐有限公司     | 航空港配餐  | 70.00   |
| 深圳市航空国际旅行社有限公司  | 深航国旅   | 100.00  |
| 深圳市深航货运有限公司     | 深航货运   | 100.00  |
| 深圳航空文化传媒有限公司    | 深航文化传媒 | 100.00  |
| 深圳市深航投资有限公司     | 深航投资   | 100.00  |
| 昆明航空有限公司        | 昆明航空   | 80.00   |
| 深圳市深航尊鹏投资有限公司   | 尊鹏投资   | 100.00  |
| 深圳市翔友企业管理咨询有限公司 | 翔友咨询   | 100.00  |
| 翔友国际有限公司        | 翔友国际   | 100.00  |
| 河南振翔投资有限公司      | 河南振翔   | 100.00  |
| 深圳市深航物业酒店管理有限公司 | 深航物业酒店 | 100.00  |



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)       | 2019         | 2020         | 2021         | 2022.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 101,237.60   | 34,521.24    | 276,529.09   | 436,970.35   |
| 应收账款              | 67,788.83    | 22,682.01    | 19,466.71    | 15,826.07    |
| 其他应收款             | 90,020.07    | 101,885.78   | 87,749.72    | 101,850.95   |
| 存货                | 26,934.16    | 24,970.31    | 23,696.63    | 24,391.65    |
| 长期投资              | 34,822.23    | 31,457.86    | 36,904.72    | 37,729.40    |
| 在建工程              | 1,116,670.66 | 1,117,614.67 | 1,066,842.94 | 1,025,512.95 |
| 无形资产              | 98,360.49    | 94,443.90    | 90,730.69    | 88,646.62    |
| 总资产               | 6,648,723.71 | 6,369,510.02 | 6,692,553.45 | 6,837,678.58 |
| 其他应付款             | 126,028.42   | 111,363.25   | 120,257.63   | 114,676.98   |
| 短期债务              | 1,738,659.09 | 1,896,655.93 | 2,073,634.43 | 1,883,834.14 |
| 长期债务              | 2,974,927.76 | 2,991,203.86 | 3,467,520.18 | 4,029,669.86 |
| 总债务               | 4,713,586.85 | 4,887,859.79 | 5,541,154.61 | 5,913,504.01 |
| 总负债               | 5,809,386.79 | 5,764,512.56 | 6,441,033.29 | 6,751,973.83 |
| 费用化利息支出           | 145,252.57   | 140,939.02   | 140,297.54   | --           |
| 资本化利息支出           | 37,125.98    | 28,353.29    | 24,733.70    | --           |
| 实收资本              | 536,000.00   | 536,000.00   | 536,000.00   | 536,000.00   |
| 少数股东权益            | 3,527.98     | -3,602.30    | -18,627.36   | -23,367.88   |
| 所有者权益合计           | 839,336.91   | 604,997.46   | 251,520.16   | 85,704.75    |
| 营业总收入             | 3,187,942.34 | 1,739,425.18 | 1,850,032.62 | 291,939.39   |
| 经营性业务利润           | 104,212.59   | -289,594.79  | -482,181.58  | -215,029.81  |
| 投资收益              | 508.83       | -1,010.32    | 11,558.68    | 2,921.72     |
| 净利润               | 115,591.13   | -212,952.05  | -348,693.77  | -164,242.62  |
| EBIT              | 266,132.39   | -135,789.38  | -307,684.36  | --           |
| EBITDA            | 761,551.29   | 338,797.73   | 178,961.22   | --           |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 3,477,486.78 | 1,819,169.84 | 2,000,074.80 | 298,011.31   |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 113,201.91   | 190,957.50   | 203,953.40   | 21,424.59    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 1,768,868.71 | 1,098,727.30 | 1,212,506.15 | 231,720.98   |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 211,987.22   | 123,783.49   | 94,634.45    | 19,128.12    |
| 吸收投资收到的现金         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 资本支出              | 353,829.85   | 201,833.65   | 288,257.50   | 38,278.80    |
| 经营活动产生现金净流量       | 813,739.62   | 145,417.95   | 218,527.85   | -115,419.20  |
| 投资活动产生现金净流量       | -113,633.75  | -111,530.66  | -152,139.79  | -503.59      |
| 筹资活动产生现金净流量       | -681,487.93  | -99,155.02   | 172,129.07   | 276,329.81   |
| 财务指标              | 2019         | 2020         | 2021         | 2022.3       |
| 营业毛利率(%)          | 14.82        | -10.26       | -14.55       | -54.65       |
| 期间费用率(%)          | 14.75        | 15.32        | 18.42        | 26.87        |
| 应收类款项/总资产(%)      | 2.41         | 1.98         | 1.63         | 1.74         |
| 收现比(X)            | 1.09         | 1.05         | 1.08         | 1.02         |
| 总资产收益率(%)         | 4.34         | -2.09        | -4.71        | --           |
| 资产负债率(%)          | 87.38        | 90.50        | 96.24        | 98.75        |
| 总资本化比率(%)         | 84.88        | 88.99        | 95.66        | 98.57        |
| 短期债务/总债务(X)       | 0.37         | 0.39         | 0.37         | 0.32         |
| FFO/总债务(X)        | 0.16         | 0.05         | 0.02         | --           |
| FFO 利息倍数(X)       | 4.23         | 1.45         | 0.75         | --           |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 4.46         | 0.86         | 1.32         | --           |
| 总债务/EBITDA(X)     | 6.19         | 14.43        | 30.96        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.44         | 0.18         | 0.09         | --           |
| 货币资金/短期债务(X)      | 0.06         | 0.02         | 0.13         | 0.23         |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 4.18         | 2.00         | 1.08         | --           |

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2022 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、租赁负债中带息债务；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量补充表，故当期 EBITDA 相关指标失效。

### 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。