

云南祥鹏航空有限责任公司

**2012 年 7 亿元公司债券**

**2013 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行债券，或债券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖或持有、放弃持有债券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

## 云南祥鹏航空有限责任公司

### 2012年7亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：负面

债券剩余规模：7亿元

债券剩余期限：76个月

担保方式：保证担保

评级日期：2013年09月24日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券规模：7亿元

债券期限：84个月

担保方式：保证担保

评级日期：2012年06月14日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“祥鹏航空”或“公司”）2012年7亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2013年跟踪评级结果维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望调整为负面。

主要财务指标：

| 项目                | 2012年      | 2011年      | 2010年      |
|-------------------|------------|------------|------------|
| 总资产（万元）           | 718,289.76 | 410,893.26 | 307,184.17 |
| 所有者权益合计（万元）       | 222,245.41 | 199,216.81 | 94,720.85  |
| 资产负债率             | 69.06%     | 51.52%     | 69.16%     |
| 流动比率              | 1.77       | 1.99       | 1.35       |
| 营业收入（万元）          | 331,396.67 | 288,215.41 | 203,202.53 |
| 营业利润（万元）          | 22,488.75  | 15,922.71  | 4,146.28   |
| 利润总额（万元）          | 27,733.70  | 19,262.84  | 7,010.57   |
| 综合毛利率             | 17.09%     | 16.34%     | 11.89%     |
| 总资产回报率            | 6.65%      | 7.32%      | 5.09%      |
| EBITDA（万元）        | 43,468.79  | 30,351.89  | 15,408.68  |
| EBITDA 利息保障倍数     | 4.33       | 4.33       | 2.79       |
| 经营活动产生的现金流量净额（万元） | -62,168.35 | -3,115.70  | -536.77    |

资料来源：公司审计报告

### 正面：

- 2012 年公司机队规模与航线持续增加、各项主要财务指标表现较好，总体经营状况良好；
- 跟踪期内，公司加强了成本和费用控制，主业盈利能力稳中有升；
- 担保方海航航空控股有限公司经营状况良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍可为本期债券本息偿付提供一定保障。

### 关注：

- 未来公司计划逐步增加机队规模，存在一定的资本支出压力；
- 作为区域性的航空公司，公司与东航云南在运营规模和市场份额方面仍存在较大的差距；
- 航油成本是公司的主要成本，其价格波动对公司经营业绩影响较大；
- 公司其他应收款规模较大，存在股东及关联方对公司营运资金占用情况；
- 公司盈利水平对投资收益和政府补助依赖性较高；
- 2012年公司经营净现金流大幅弱化，对筹资活动存在依赖；
- 债券发行以及融资租赁飞机导致公司资产负债率增长明显，公司有息债务规模大幅增长，还本付息压力增大。

### 分析师

姓名：易美连 林丽霞

电话：0755-82872736

邮箱：yiml@pyrating.cn

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】3834号文件批准，公司于2012年12月14日公开发行7亿元公司债券，发行利率为7.29%，扣除相关费用后实际募集资金6.93亿元。

本期债券起息日为2012年12月14日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。截至本报告出具日，本期债券本息尚无需兑付。

截至2013年7月31日，本期债券募集资金使用情况如下表所示：

**表1 截至2013年7月31日本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）**

| 项目名称        | 项目总投资 | 拟使用募集资金 | 已投资  | 已使用募集资金 |
|-------------|-------|---------|------|---------|
| 昆明新机场基地建设项目 | 17.48 | 7.00    | 2.21 | 1.54    |

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构未发生变更，主营业务未发生重大变化。

截至2012年12月31日，公司总资产为718,289.76万元，所有者权益为222,245.41万元，资产负债率为69.06%。2012年度，公司实现营业收入331,396.67万元，利润总额27,733.70万元，经营活动现金流净额-62,168.35万元。

## 三、经营与竞争

公司主营国内航空客货运输等业务，目前主运营基地位于昆明。随着运力和航线的不断增加，2012年公司主营业务收入规模快速上升，达到33.07亿元，同比增长14.91%。从主营业务收入构成看，客运收入依然是公司最大的收入来源，占主营业务收入的比重在85.00%以上。2012年公司将之前在客运收入核算的燃油附加收入剥离出来单独核算，从而使得燃油附加收入增长明显。

**表2 2011-2012年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）**

| 项目     | 2012年      |        | 2011年      |        |
|--------|------------|--------|------------|--------|
|        | 收入         | 占比     | 收入         | 占比     |
| 客运收入   | 283,682.42 | 85.77% | 282,632.58 | 98.20% |
| 货运收入   | 5,003.98   | 1.51%  | 4,511.60   | 1.57%  |
| 逾重行李收入 | 448.50     | 0.14%  | 268.11     | 0.09%  |

|           |                   |                |                   |                |
|-----------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 邮运及其他     | 2,398.78          | 0.73%          | 406.48            | 0.14%          |
| 燃油附加收入    | 39,210.08         | 11.86%         | 0.00              | 0.00%          |
| <b>合计</b> | <b>330,743.77</b> | <b>100.00%</b> | <b>287,818.77</b> | <b>100.00%</b> |

数据来源：公司审计报告

**2012 年公司机队规模与航线持续增加，未来公司计划逐步增加机队规模，存在一定的资本支出压力**

2012 年，公司根据运力及调配方案引进 9 架飞机，其中经营租赁 1 架、融资租赁 4 架，湿租<sup>1</sup>4 架，退出 6 架飞机，全年机队规模净增 3 架。截至 2012 年末，公司飞机在册数达到 20 架，其中经营租赁 16 架，融资租赁 4 架，已开通航线 42 条，较 2011 年增加 7 条，通航城市 38 个，与 2011 年相比无变化，具体情况见附录四所示。

**表 3 截至 2012 年底公司机队规模情况**

| 机型 | B737-700 | B737-800 | A319 | A320 | 合计 |
|----|----------|----------|------|------|----|
| 架数 | 6        | 8        | 3    | 3    | 20 |

资料来源：公司提供

为进一步扩大经营规模，公司计划于 2013-2015 年加快飞机引进，争取在 2015 年末在册飞机总数达到 45 架，全部为客机，累计投资规模超过 75 亿元，购买飞机的资本支出整体规模较大，存在一定的资本支出压力。

**2012 年公司主要运营指标保持快速增长态势，但作为区域性的航空公司，公司与东航云南公司在运营规模 and 市场份额方面仍存在较大的差距**

在机队规模和航线不断增加的带动下，2012 年公司旅客运输量、货邮运输量和运输周转量均保持较快的增长趋势，其中旅客运输量达 370.65 万人次，同比增长 17.87%，货邮运输量 28,159.00 吨，同比增长 1.70%，运输周转量 46,012.00 万吨公里，同比增长 14.28%。平均客座率达到 87.00%。

**表 4 公司 2011-2012 年主要经营指标情况**

| 项目    | 单位   | 2012 年    | 2011 年    |
|-------|------|-----------|-----------|
| 运输周转量 | 万吨公里 | 46,012.00 | 40,262.16 |
| 旅客运输量 | 万人次  | 370.65    | 314.45    |
| 货邮运输量 | 吨    | 28,159.00 | 27,689.50 |
| 飞行小时  | 小时   | 60,021.00 | 52,121.80 |
| 发行班次  | 班次   | 34,734.00 | 30,963.00 |
| 平均客座率 | %    | 87.00     | 85.77     |

<sup>1</sup>干租又称光机租赁，干租仅涉及飞机的租赁，不包括机组和备件，承租人必须自己提供机组、燃油，甚至自己提供维修服务。湿租则不仅提供飞机的资金融通，而且提供所需的燃油、机组、维修等方面的支援。

|       |    |       |       |
|-------|----|-------|-------|
| 平均载运率 | %  | 80.00 | 80.44 |
| 日利用率  | 小时 | 9.90  | 9.78  |

资料来源：公司提供

但我们也注意到，公司虽为昆明第二大基地公司，但在机队规模、市场份额方面与中国东方航空云南有限公司（以下简称“东航云南公司”）相比差距较大，竞争优势较小。2012年，公司与东航云南公司在市场份额和机队规模上的差距分别为 27.99%和 32 架。

表 5 2012 年昆明基地各航空公司机队规模和市场份额对比

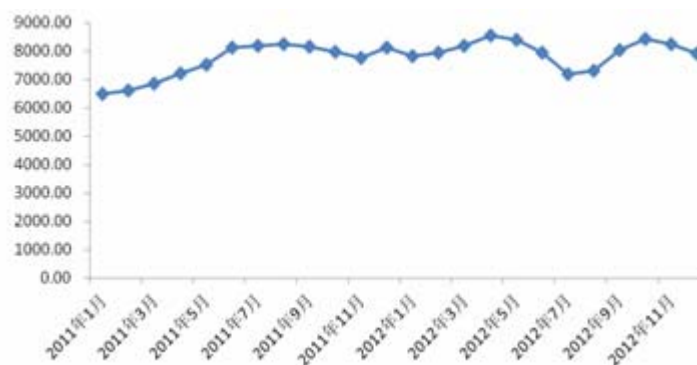
| 项目   | 2012 年  |        |
|------|---------|--------|
|      | 机队规模（架） | 市场份额   |
| 东航云南 | 52      | 40.23% |
| 祥鹏航空 | 20      | 12.24% |
| 昆明航空 | 11      | 7.36%  |
| 川航云南 | 9       | 7.20%  |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司航油采购价格高位运行，航空油料成本增长幅度较大，但公司通过各种措施对总成本进行了有效控制，使得整体盈利能力稳中有升

航油成本是公司的主要成本，占公司营业成本的比重在40%以上。2012年以来，受原油价格居高不下的影响，公司航空油料的采购成本持续高位运行，航空油料总成本达到127,682.25万元，同比增长20.86%，较公司收入水平的增长幅度高5.88个百分点。但公司通过优化航线，提升服务质量提高客座率，降低人力资源成本、降低销售费率等措施对总成本和期间费用进行了有效控制，2012年公司营业成本为274,764.44万元，同比增长13.95%，较营业收入的增长幅度少1.03个百分点，期间费用率由2011年的10.13%下降至9.29%，整体盈利能力稳中有升。

图1 2011年以来公司航油的采购价格（单位：元/吨）



资料来源：公司提供

总体而言，2012 年公司航油采购价格高位运行，航空油料成本增长幅度较大，但公司通过各种措施对总成本进行了有效控制，从而使得整体盈利能力稳中有升。不过航油价格的频繁波动加大了公司成本控制难度，未来若航油价格继续上行，将对公司经营业绩产生不利影响。

**表 6 2011-2012 年公司营业成本构成情况（单位：万元）**

| 项目        | 2012 年            |                | 2011 年            |                |
|-----------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|           | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 航空油料      | 127,682.25        | 46.47%         | 105,640.51        | 43.81%         |
| 飞机租金      | 37,212.36         | 13.54%         | 38,856.56         | 16.11%         |
| 维修成本      | 36,068.53         | 13.13%         | 34,591.02         | 14.35%         |
| 起降费       | 30,743.79         | 11.19%         | 29,394.95         | 12.19%         |
| 人力资源成本    | 10,861.63         | 3.95%          | 13,581.06         | 5.63%          |
| 其他        | 32,195.88         | 11.72%         | 19,066.00         | 7.91%          |
| <b>合计</b> | <b>274,764.44</b> | <b>100.00%</b> | <b>241,130.10</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供

## 四、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中磊会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2009-2011 年连审审计报告，以及 2012 年审计报告，公司 2010-2012 年财务报表均采用新会计准则进行编制。

### 财务分析

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，但其他应收款规模巨大，对营运资金占用较多，资产质量一般；主业盈利能力稳中有升，但利润水平对投资收益和政府补助仍存在依赖；公司经营净现金流大幅弱化，对筹资活动仍存在依赖；有息债务规模大幅增长，还本付息压力增大

随着银行借款的增加，以及本期债券的成功发行，2012 年公司资产规模快速扩张，达到 71.83 亿元，同比增长 74.81%，资产结构依然以流动资产为主，但占比有所下降。

2012 年公司货币资金同比增长 13.33%，主要系本期债券募集资金和银行借款增加所致；其他应收款主要为公司与海航航空控股有限公司、海南海航航空进出口有限公司和海航集团

西南总部有限公司的往来款，2012 年同比增长 168.82%，期末账龄一年以上的占比 90.40%，考虑到关联方的资本实力，我们认为其他应收款回收风险不大，但对公司营运资金占用较多。其他流动资产全部为公司对关联方委托贷款，公司按照委托贷款协议收取利息（根据协议，按月计提，作为应收利息），并计入投资收益。

2012 年，公司以融资租赁方式租入账面价值为 12.21 亿元飞机 4 架，使得固定资产同比增长 771.41%；随着昆明新机场基地建设项目的逐步推进，公司在建工程较 2011 年增长 805.57%。无形资产为公司拥有的昆明新机场的 264.35 亩土地使用权，2012 年由于摊销额的增加，规模略有下降。

总之，2012 年公司资产规模增长迅速，但资产结构中其他应收款占比较大，对公司营运资金占用程度较高，资产整体质量一般。

**表 7 2011-2012 年公司主要资产构成（单位：万元）**

| 项目             | 2012 年            |                | 2011 年            |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 货币资金           | 102,726.43        | 14.30%         | 90,647.03         | 22.06%         |
| 其他应收款          | 301,596.59        | 41.99%         | 112,190.70        | 27.30%         |
| 其他流动资产         | 120,000.00        | 16.71%         | 135,000.00        | 32.86%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>547,565.16</b> | <b>76.23%</b>  | <b>360,158.19</b> | <b>87.65%</b>  |
| 固定资产           | 135,202.56        | 18.82%         | 15,515.46         | 3.78%          |
| 在建工程           | 4,550.06          | 0.63%          | 502.45            | 0.12%          |
| 无形资产           | 20,074.42         | 2.79%          | 20,523.91         | 4.99%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>170,724.60</b> | <b>23.77%</b>  | <b>50,735.07</b>  | <b>12.35%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>718,289.76</b> | <b>100.00%</b> | <b>410,893.26</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司审计报告

盈利能力方面，由于公司运力和客座率的提升，2012 年公司营业收入同比增长 14.98%。投资收益主要系对关联方委托贷款取得的收益，2012 年金额为 7,861.71 万元，占营业利润的比重达 34.96%，是其重要组成部分。综合毛利率较 2011 年略有提升，期间费用率略有下降，公司主业盈利能力稳中有升。营业外收入主要为航线补贴等政府补助，具有一定的持续性，对公司利润水平形成了较好的补充。

**表 8 2011-2012 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

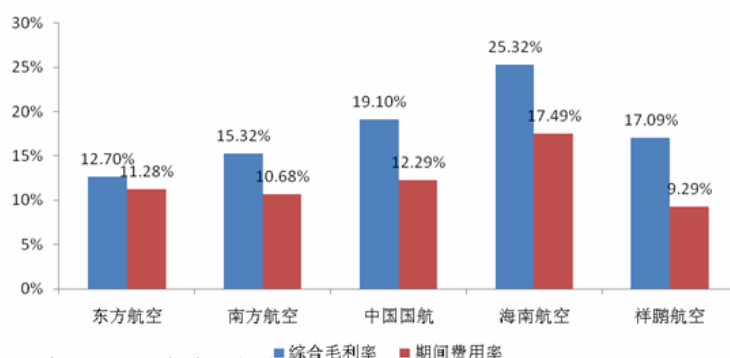
| 项 目  | 2012 年     | 2011 年     |
|------|------------|------------|
| 营业收入 | 331,396.67 | 288,215.41 |
| 投资收益 | 7,861.71   | 7,833.45   |
| 营业利润 | 22,488.75  | 15,922.71  |

|        |           |           |
|--------|-----------|-----------|
| 营业外收入  | 5,265.93  | 3,417.82  |
| 利润总额   | 27,733.70 | 19,262.84 |
| 综合毛利率  | 17.09%    | 16.34%    |
| 期间费用率  | 9.29%     | 10.13%    |
| 总资产回报率 | 6.65%     | 7.32%     |

资料来源：公司审计报告

与行业内其他企业相比，2012 年公司综合毛利率处于中值水平，高于东方航空、南方航空，低于中国国航与海南航空，但期间费用率明显低于国内四大航空公司，总体盈利能力表现相对较好。

图 2 2012 年公司与国内四大航空公司综合毛利率、期间费用率比较



资料来源：各公司2012年审计报告

2012 年，公司净利润的快速增长及收现比高水平的维持使得公司 FFO 继续维持在较高水平。受支付其他与经营活动有关的现金远大于收到其他与经营活动有关的现金的影响，2012 年公司经营活动产生的现金流量净额表现为较大的净流出。

2012 年公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流入，主要缘于公司收回的委托贷款大于放出的委托贷款。未来预计随着新机场基地建设的持续投入，以及以融资租赁或购买方式引进飞机的增加，预计公司投资支出将快速增加，投资活动保持净流出状态的可能性较大。

2012 年，即便公司为偿还债务支付了 11.58 亿元的现金，但通过发行 7 亿元的公司债券与取得关联方保证的银行借款，公司筹资活动持续表现为较大规模的现金净流入。

整体来看，2012 年受往来款变化的影响，公司经营活动现金流大幅弱化，对筹资活动存在一定依赖，未来在新机场基地建设项目（截至 2013 年 7 月底该项目未来投资需求达 15.27 亿元，其中 5.46 亿元已通过发行本期债券筹集，剩余 9.81 亿元需要通过其他融资渠道获得）持续投入以及经营规模持续扩张的情况下，预计公司对外部融资需求将保持在较高水平。

表 9 2011-2012 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

| 项 目                  | 2012 年            | 2011 年           |
|----------------------|-------------------|------------------|
| 净利润                  | 23,264.71         | 14,495.96        |
| 收现比                  | 0.99              | 1.03             |
| FFO                  | 31,383.57         | 17,664.69        |
| 营运资本的变化              | -93,551.93        | -20,780.40       |
| 存货的减少                | 14.98             | 33.83            |
| 经营性应收项目的减少           | -188,229.15       | -5,202.57        |
| 经营性应付项目的增加           | 94,662.25         | -15,611.65       |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>-62,168.35</b> | <b>-3,115.70</b> |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>15,191.00</b>  | <b>-1,648.22</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>59,056.74</b>  | <b>90,981.59</b> |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>  | <b>12,079.39</b>  | <b>86,217.66</b> |

资料来源：公司审计报告

2012 年随着本期债券的成功发行、银行借款的增加以及融资租赁使得长期应付款的大幅增加，公司负债规模增长明显，达到 49.60 亿元，同比增长 134.34%。

公司有息债务快速增加，截至 2012 年底，短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款等有息负债合计达到 26.86 亿元，同比增长 127.23%，面临一定的还本付息压力。应付票据全部为银行承兑汇票，2012 年由于采购航油增加了票据结算的缘故，公司应付票据规模大幅提升。其他应付款主要为公司与海南航空股份有限公司、海航集团有限公司等关联方的往来款，2012 年同比增长 51.22%。长期应付款为公司以融资租赁方式租入飞机的应付款项，按季度分期偿付，每季度偿还的款项为 388.50 万美元，目前折合人民币约 2,396.58 万元。

**表 10 2011-2012 年公司主要负债构成（单位：万元）**

| 项 目            | 2012 年            |               | 2011 年            |               |
|----------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|                | 金额                | 占比            | 金额                | 占比            |
| 短期借款           | 99,300.00         | 20.02%        | 77,249.35         | 36.49%        |
| 应付票据           | 64,120.83         | 12.93%        | 0.00              | 0.00%         |
| 应付账款           | 10,842.14         | 2.19%         | 13,117.26         | 6.20%         |
| 其他应付款          | 76,572.84         | 15.44%        | 50,636.58         | 23.92%        |
| 一年内到期的非流动负债    | 30,880.00         | 6.23%         | 9,980.00          | 4.71%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>309,394.38</b> | <b>62.37%</b> | <b>180,696.45</b> | <b>85.36%</b> |
| 长期借款           | 5,000.00          | 1.01%         | 30,980.00         | 14.64%        |
| 应付债券           | 69,304.23         | 13.97%        | 0.00              | 0.00%         |
| 长期应付款          | 112,345.75        | 22.65%        | 0.00              | 0.00%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>186,649.98</b> | <b>37.63%</b> | <b>30,980.00</b>  | <b>14.64%</b> |

|      |            |         |            |         |
|------|------------|---------|------------|---------|
| 负债合计 | 496,044.36 | 100.00% | 211,676.45 | 100.00% |
| 有息债务 | 268,605.06 | 54.15%  | 118,209.35 | 55.84%  |

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券

资料来源：公司审计报告

从短期偿债指标看，由于公司流动负债增速比流动资产增速略快，2012年，公司流动比率小幅下滑至 1.77。此外，因为利润总额实现了与利息支出的同步增长，公司 EBITDA 利息保障倍数维持在 4.33 的水平。

从长期偿债能力指标看，2012 年公司长期负债显著增加，致使公司资产负债率、长期资本化率分别上升至 69.06%、45.65%，长期偿债能力下降明显。但是，与国内四大航空公司相比，公司目前仍以经营租赁方式租入飞机运营为主，资产负债率略低于同行，退出相对容易。

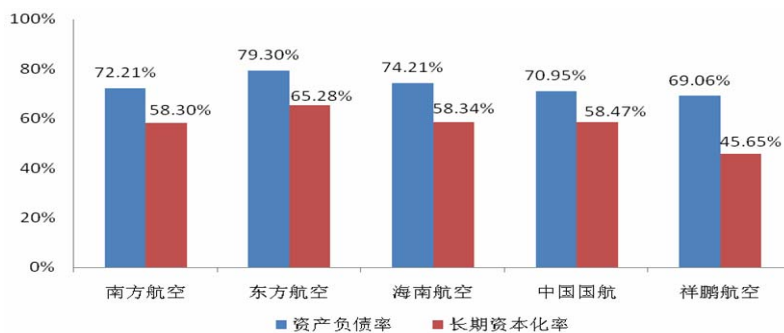
表 11 2011-2012 年公司主要偿债能力指标

| 项 目          | 2012 年    | 2011 年    |
|--------------|-----------|-----------|
| 资产负债率        | 69.06%    | 51.52%    |
| 流动比率         | 1.77      | 1.99      |
| 速动比率         | 1.77      | 1.99      |
| 长期资本化率       | 45.65%    | 13.46%    |
| EBITDA（万元）   | 43,468.79 | 30,351.89 |
| EBITDA利息保障倍数 | 4.33      | 4.33      |

资料来源：公司审计报告

总体而言，2012 年公司负债水平大幅攀升，有息债务增长明显，本息偿付压力加大。另外，轻固定资产运营方式使公司长期偿债能力在业内表现相对较好，不过未来随着公司融资租赁飞机和自购飞机数量的增加，预计公司长期偿债能力将进一步下滑。

图 3 2012 年公司与国内四大航空公司负债相对水平比较



资料来源：2012 年各公司审计报告

## 五、担保方式

跟踪期内，担保方海航航空控股有限公司经营状况良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券本息偿付提供一定保障

海航航空控股有限公司为海航集团有限公司全资子公司，截至2012年底注册资本和实收资本为835,000万元，主要经营航空运输和航空维修等业务。

2012年海航航控总体经营情况表现良好，实现主营业务收入767,738.23万元，同比增长52.21%，其中客运收入同比增长54.85%，主要系天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）因运力和通航城市增加而收入增长明显以及西部航空有限责任公司新纳入合并报表范围所致。其他收入主要为航空维修收入，2012年随着维修量的增加，维修收入同比增长36.30%。值得注意的是，2012年底，海航航控将其持有的海航航空技术有限公司（大新华航空技术有限公司更名后名称）51.92%的股权以10.80亿元的价格转让给陕西云舟商贸有限公司，因此自2013年开始航空维修业务将不再为海航航控贡献收入和利润，这将对其未来经营业绩产生一定负面影响。

**表12 2011-2012年海航航控主营业务收入构成情况（单位：万元）**

| 项目        | 2012年             |               | 2011年             |               |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           | 营业收入              | 毛利率           | 营业收入              | 毛利率           |
| 客运收入      | 616,200.40        | 18.31%        | 397,935.43        | 17.61%        |
| 培训收入      | 8,711.44          | 28.33%        | 3,736.46          | 9.29%         |
| 代理费       | 20,710.27         | 30.80%        | 18,706.11         | 60.67%        |
| 服务费       | 4,434.33          | 10.04%        | 616.79            | 7.69%         |
| 销售收入      | 11,313.32         | 7.11%         | 5,361.08          | 18.73%        |
| 其他收入      | 106,368.49        | 6.58%         | 78,042.38         | 8.94%         |
| <b>合计</b> | <b>767,738.23</b> | <b>16.92%</b> | <b>504,398.25</b> | <b>17.80%</b> |

资料来源：海航航控提供

截至2012年12月31日，海航航控总资产为333.40亿元，归属于母公司所有者权益为82.12亿元。2012年其实现营业收入77.57亿元，利润总额3.72亿元，经营活动现金流量净额28.71亿元。

**表13 2010-2012年海航航控主要财务指标**

| 项目             | 2012         | 2011         | 2010         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元）        | 3,334,005.44 | 3,077,825.99 | 2,250,054.08 |
| 归属母公司所有者权益（万元） | 821,219.53   | 867,972.48   | 724,653.94   |
| 有息债务（万元）       | 1,300,426.69 | 1,149,797.83 | 506,280.44   |

|               |            |            |            |
|---------------|------------|------------|------------|
| 资产负债率         | 63.62%     | 58.08%     | 58.81%     |
| 流动比率          | 1.36       | 1.08       | 1.08       |
| 营业收入（万元）      | 775,735.29 | 506,966.68 | 308,004.69 |
| 营业外收入（万元）     | 23,408.17  | 12,607.05  | 12,185.49  |
| 利润总额（万元）      | 37,192.93  | 42,397.23  | -13,865.15 |
| 综合毛利率         | 17.71%     | 18.17%     | 15.07%     |
| 总资产回报率        | 3.39%      | 3.31%      | -          |
| EBITDA（万元）    | 181,056.80 | 157,742.47 | 78,978.83  |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.49       | 3.18       | 3.52       |
| 经营活动现金流净额（万元） | 287,101.87 | 262,070.77 | -48,256.87 |

资料来源：海航航控提供

总之，2012年海航航控总体经营情况表现良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券本息偿付提供了进一步的保障。

## 六、评级结论

2012年公司机队规模与航线持续增加、各项主要运营指标快速提升，总体经营状况表现良好。担保方海航航空控股有限公司经营情况表现良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券本息偿付提供了进一步的保障。

但我们也注意到，未来公司计划逐步增加机队规模，存在一定的资本支出压力；作为区域性的航空公司，公司与东航云南在运营规模和市场份额方面仍存在较大的差距；航油成本是公司的主要成本，其价格波动对公司经营业绩影响较大。另外，公司其他应收款巨大，对营运资金占用较多，盈利水平对投资收益和政府补助依赖性较高，经营净现金流表现大幅弱化，对筹资活动仍表现为较强的依赖性，有息债务规模增长较快，还本付息压力增大。担保方方面，自2013年起，航空维修业务将不再为海航航控贡献收入和利润，将对其存在一定的负面影响。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级和本期债券信用等级AA级，评级展望调整为负面。

**附录一 资产负债表（单位：万元）**

| 项目             | 2012年             | 2011年             | 2010年             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金           | 102,726.43        | 90,647.03         | 4,429.37          |
| 应收账款           | 15,697.30         | 16,930.08         | 27,959.16         |
| 预付款项           | 4,247.44          | 3,591.98          | 5,204.70          |
| 应收利息           | 3,086.67          | 1,602.65          | 1,037.57          |
| 其他应收款          | 301,596.59        | 112,190.70        | 87,786.06         |
| 存货             | 210.73            | 195.75            | 229.57            |
| 其他流动资产         | 120,000.00        | 135,000.00        | 132,500.00        |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>547,565.16</b> | <b>360,158.19</b> | <b>259,146.44</b> |
| 固定资产           | 135,202.56        | 15,515.46         | 13,305.77         |
| 在建工程           | 4,550.06          | 502.45            | 1,137.22          |
| 无形资产           | 20,074.42         | 20,523.91         | 21,014.23         |
| 长期待摊费用         | 10,890.39         | 14,072.72         | 12,569.41         |
| 递延所得税资产        | 7.18              | 120.53            | 11.12             |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>170,724.60</b> | <b>50,735.07</b>  | <b>48,037.74</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>718,289.76</b> | <b>410,893.26</b> | <b>307,184.17</b> |
| 短期借款           | 99,300.00         | 77,249.35         | 52,600.00         |
| 应付票据           | 64,120.83         | 0.00              | 0.00              |
| 应付账款           | 10,842.14         | 13,117.26         | 22,745.96         |
| 预收款项           | 12,880.24         | 10,530.22         | 11,919.91         |
| 应付职工薪酬         | 1,485.74          | 448.42            | 395.50            |
| 应交税费           | 12,666.85         | 17,542.05         | 8,301.04          |
| 应付利息           | 645.74            | 1,192.57          | 977.15            |
| 其他应付款          | 76,572.84         | 50,636.58         | 74,523.77         |
| 一年内到期的非流动负债    | 30,880.00         | 9,980.00          | 21,000.00         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>309,394.38</b> | <b>180,696.45</b> | <b>192,463.33</b> |
| 长期借款           | 5,000.00          | 30,980.00         | 20,000.00         |
| 应付债券           | 69,304.23         | 0.00              | 0.00              |
| 长期应付款          | 112,345.75        | 0.00              | 0.00              |
| 非流动负债合计        | 186,649.98        | 30,980.00         | 20,000.00         |
| <b>负债合计</b>    | <b>496,044.36</b> | <b>211,676.45</b> | <b>212,463.33</b> |
| 实收资本(或股本)      | 133,565.61        | 133,565.61        | 57,866.78         |
| 资本公积金          | 40,581.09         | 40,581.09         | 26,279.93         |
| 盈余公积金          | 5,257.17          | 2,930.70          | 1,481.10          |
| 未分配利润          | 42,841.53         | 22,139.41         | 9,093.04          |
| 归属于母公司所有者权益合计  | 222,245.41        | 199,216.81        | 94,720.85         |

---

|            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|
| 所有者权益合计    | 222,245.41 | 199,216.81 | 94,720.85  |
| 负债和所有者权益总计 | 718,289.76 | 410,893.26 | 307,184.17 |

## 附录二 利润表（单位：万元）

| 项目             | 2012年             | 2011年             | 2010年             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>一、营业总收入</b> | <b>331,396.67</b> | <b>288,215.41</b> | <b>203,202.53</b> |
| 营业收入           | 331,396.67        | 288,215.41        | 203,202.53        |
| <b>二、营业总成本</b> | <b>316,769.62</b> | <b>280,126.15</b> | <b>206,482.09</b> |
| 营业成本           | 274,764.44        | 241,130.10        | 179,042.14        |
| 营业税金及附加        | 11,191.14         | 9,796.49          | 4,687.80          |
| 销售费用           | 12,034.20         | 13,837.50         | 11,404.88         |
| 管理费用           | 9,030.91          | 8,617.17          | 5,607.47          |
| 财务费用           | 9,734.78          | 6,755.63          | 5,763.68          |
| 资产减值损失         | 14.15             | -10.75            | -23.89            |
| 加：投资净收益        | 7,861.71          | 7,833.45          | 7,425.84          |
| <b>三、营业利润</b>  | <b>22,488.75</b>  | <b>15,922.71</b>  | <b>4,146.28</b>   |
| 加：营业外收入        | 5,265.93          | 3,417.82          | 3,536.38          |
| 减：营业外支出        | 20.99             | 77.69             | 672.09            |
| <b>四、利润总额</b>  | <b>27,733.70</b>  | <b>19,262.84</b>  | <b>7,010.57</b>   |
| 减：所得税          | 4,468.98          | 4,766.87          | 619.61            |
| <b>五、净利润</b>   | <b>23,264.71</b>  | <b>14,495.96</b>  | <b>6,390.96</b>   |

### 附录三-1 现金流量表及补充资料（单位：万元）

| 项目                        | 2012年             | 2011年             | 2010年             |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 327,406.56        | 298,224.12        | 187,439.64        |
| 收到的税费返还                   | 0.00              | 293.71            | 129.07            |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 113,380.92        | 274,329.45        | 176,176.46        |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>440,787.48</b> | <b>572,847.28</b> | <b>363,745.17</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 245,406.08        | 221,721.69        | 165,765.28        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 17,988.90         | 14,895.36         | 8,969.78          |
| 支付的各项税费                   | 31,938.89         | 11,865.09         | 11,047.83         |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 207,621.95        | 327,480.84        | 178,499.05        |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>502,955.83</b> | <b>575,962.98</b> | <b>364,281.93</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-62,168.35</b> | <b>-3,115.70</b>  | <b>-536.77</b>    |
| 收回投资收到的现金                 | 87,000.00         | 107,000.00        | 76,600.00         |
| 取得投资收益收到的现金               | 6,952.62          | 7,268.38          | 6,839.77          |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 0.00              | 1.10              | 60.00             |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>93,952.62</b>  | <b>114,269.48</b> | <b>83,499.77</b>  |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 6,761.62          | 6,417.70          | 10,782.83         |
| 投资支付的现金                   | 72,000.00         | 109,500.00        | 99,500.00         |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>78,761.62</b>  | <b>115,917.70</b> | <b>110,282.83</b> |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>15,191.00</b>  | <b>-1,648.22</b>  | <b>-26,783.06</b> |
| 吸收投资收到的现金                 | 0.00              | 90,000.00         | 0.00              |
| 取得借款收到的现金                 | 114,948.88        | 97,500.00         | 76,730.00         |
| 发行债券收到的现金                 | 69,300.00         | 0.00              | 0.00              |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>184,248.88</b> | <b>187,500.00</b> | <b>76,730.00</b>  |
| 偿还债务支付的现金                 | 115,753.68        | 89,730.00         | 49,300.00         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 9,438.46          | 6,788.41          | 4,610.45          |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>125,192.14</b> | <b>96,518.41</b>  | <b>53,910.45</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>59,056.74</b>  | <b>90,981.59</b>  | <b>22,819.55</b>  |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>       | <b>12,079.40</b>  | <b>86,217.66</b>  | <b>-4,500.28</b>  |
| 期初现金及现金等价物余额              | 90,647.03         | 4,429.37          | 8,929.65          |
| 期末现金及现金等价物余额              | 102,726.43        | 90,647.03         | 4,429.37          |

### 附录三-2 现金流量表及补充资料（单位：万元）

| 项目                      | 2012年             | 2011年            | 2010年          |
|-------------------------|-------------------|------------------|----------------|
| 净利润                     | 23,264.71         | 14,495.96        | 6,390.96       |
| 加：资产减值准备                | 14.15             | -10.75           | -23.89         |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 2,044.07          | 513.37           | 219.44         |
| 无形资产摊销                  | 436.86            | 457.01           | 62.79          |
| 长期待摊费用摊销                | 3,462.03          | 3,114.83         | 2,587.58       |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失   | -101.35           | 33.30            | 0.00           |
| 财务费用                    | 10,011.44         | 7,003.84         | 5,528.30       |
| 投资损失                    | -7,861.71         | -7,833.45        | -7,425.84      |
| 递延所得税资产减少               | 113.35            | -109.42          | 5.97           |
| 存货的减少                   | 14.98             | 33.83            | -154.30        |
| 经营性应收项目的减少              | -188,229.15       | -5,202.57        | -75,517.42     |
| 经营性应付项目的增加              | 94,662.25         | -15,611.65       | 67,789.64      |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-62,168.35</b> | <b>-3,115.70</b> | <b>-536.77</b> |

## 附录四 截至2012年底公司通航城市明细

| 航线         | 机型      | 航线         | 机型      |
|------------|---------|------------|---------|
| 上海—昆明      | 737-800 | 昆明=重庆=徐州   | 737-800 |
| 昆明—上海      | 737-700 | 昆明=太原=呼和浩特 | 737-800 |
| 昆明=北京      | 737-800 | 丽江=长沙      | 737-700 |
| 昆明=三亚      | 737-800 | 昆明=济南      | 737-700 |
| 昆明=武汉      | A320    | 昆明=武汉=青岛   | A320    |
| 昆明=宜春=上海   | 737-800 | 成都=天津=大连   | A319    |
| 昆明=长沙=福州   | A320    | 丽江=南京      | 737-700 |
| 昆明=西安      | A320    | 昆明=合肥      | 737-800 |
| 昆明=腾冲      | 737-700 | 丽江=贵阳      | 737-700 |
| 昆明=西双版纳    | 737-700 | 昆明=海口      | 737-800 |
| 昆明=丽江      | 737-700 | 昆明=成都      | A319    |
| 昆明=芒市      | 737-700 | 昆明—杭州      | 737-700 |
| 昆明=迪庆      | 737-700 | 昆明=杭州      | 737-800 |
| 昆明=大理      | 737-700 | 昆明=宜昌=大连   | A320    |
| 昆明=思茅      | 737-700 | 昆明=武汉=大连   | A319    |
| 昆明=西双版纳    | A319    | 丽江=成都      | 737-700 |
| 丽江=西双版纳    | 737-700 | 昆明=太原      | 737-800 |
| 大理=西双版纳    | 737-700 | 昆明=郑州      | A320    |
| 昆明=兰州=乌鲁木齐 | 737-800 | 昆明=武汉      | 737-700 |
| 昆明=西安=包头   | 737-800 | 杭州—昆明—腾冲   | 737-700 |
| 昆明=郑州=哈尔滨  | 737-800 | 重庆=丽江      | 737-700 |

## 附录五 主要财务指标计算公式

|            |              |  |
|------------|--------------|--|
| 盈利能力       | 综合毛利率        | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                           |
|            | 销售净利率        | $\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$  |
|            | 净资产收益率       | $\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$                |
|            | 总资产回报率       | $(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
|            | 管理费用率        | $\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$   |
|            | 销售费用率        | $\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$   |
|            | 财务费用率        | $\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 营运效率       | 总资产周转率(次)    | $\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$                              |
|            | 固定资产周转率(次)   | $\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$                          |
|            | 应收账款周转率      | $\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$                          |
|            | 存货周转率        | $\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$                                  |
|            | 应付账款周转率      | $\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$                          |
|            | 净营业周期(天)     | $\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$                                |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率        | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$   |
|            | 流动比率         | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$  |
|            | 速动比率         | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$                                      |
|            | 长期债务         | $\text{长期借款} + \text{应付债券}$  |
|            | 短期债务         | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$                                    |
|            | 总债务          | $\text{长期债务} + \text{短期债务}$  |
|            | 金融负债         | $\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$  |
| 现金流        | EBIT         | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$   |
|            | EBITDA       | $\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$                        |
|            | 自由现金流        | $\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$                                  |
|            | EBIT利息保障倍数   | $\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$                                |
|            | EBITDA利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$                              |

## 附录六 信用等级符号及定义

### （一）中长期债务信用等级符号及定义

| 符 号 | 定 义             |
|-----|-----------------|
| AAA | 债券安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债券安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债券安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债券安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债券安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债券安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债券安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债券无法得到偿还。       |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### （二）债务人长期信用等级符号及定义

| 符 号 | 定 义                             |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 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  | 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   | 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 | 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  | 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   | 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 | 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  | 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   | 不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### （三）展望符号及定义

| 类 型 | 定 义                |
|-----|--------------------|
| 正 面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳 定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| 负 面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。