

## 深圳航空有限责任公司 2018 年公开发行公司债券（第三期）、 2019 年公开发行公司债券(第一期)跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn

项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

黄 菲 fhuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 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和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](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。

■ 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[2021]跟踪 0929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“18 深航 06”和“19 深航 01”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

二零二一年六月二十三日

**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“18深航06”和“19深航01”的债项信用等级为 **AAA**。2020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，中诚信国际也关注到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对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 概况数据

深圳航空（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	562.77	664.87	636.95	662.39
所有者权益合计（亿元）	83.22	83.93	60.50	48.88
总负债（亿元）	479.55	580.94	576.45	613.51
总债务（亿元）	372.52	471.36	488.79	521.52
营业总收入（亿元）	311.19	318.79	173.94	40.69
经营性业务利润（亿元）	2.22	10.42	-28.96	-14.79
净利润（亿元）	9.22	11.56	-21.30	-11.59
EBITDA（亿元）	52.25	76.16	33.88	0.39
经营活动净现金流（亿元）	42.67	81.37	14.54	4.72
收现比(X)	1.10	1.09	1.05	1.04
营业毛利率(%)	13.74	14.82	-10.26	-19.14
应收类款项/总资产(%)	4.68	2.41	1.98	2.29
资产负债率(%)	85.21	87.38	90.50	92.62
总资本化比率(%)	81.74	84.88	88.99	91.43
总债务/EBITDA(X)	7.13	6.19	14.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.86	4.18	2.00	0.10

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2021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（2018-2020年）和租赁负债（2019年-2021年3月）中带息债务。

### 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，2020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。**2020年公司增收节支降本增效，进一步优化航线布局，截至2021年3月末，公司经营航线达233条，机队规模增至225架，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。

### 同行业比较

2020年部分航空企业主要指标对比表

公司名称	可用吨公里 (百万吨公里)	收入吨公里 (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	5,169	3,371	65.21	636.95	90.50	173.94	-21.30
山东航空	3,632	2,552	70.27	224.04	88.53	105.34	-23.82

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18深航06	AAA	AAA	2020/6/23	6.00	6.00	2018/09/07~2021/09/07	调整票面利率、回售
19深航01	AAA	AAA	2020/6/23	10.00	10.00	2019/04/26~2022/04/26	--

■ **授信额度储备充足。**截至2021年3月末，公司银行授信总额为746.10亿元，其中未使用额度为513.26亿元，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。**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2020年新冠肺炎疫情冲击，公司持续亏损，权益规模下行，财务杠杆再次攀升，截至2021年3月末，资产负债率和总资本化比率分别为92.62%和91.43%，公司财务杠杆亟需改善。

■ **短期偿债压力较大。**截至2021年3月末，公司短期债务高达212.39亿元，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。

■ **新冠肺炎疫情对公司经营造成重大冲击。**2020年受新冠肺炎疫情冲击，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。

### 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，财务杠杆持续攀升；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。

## 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。

## 募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，深圳航空有限责任公司 2018 年发行的“18 深航 06”、2019 年发行的“19 深航 01”在扣除发行费用后，募集资金按募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或

将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

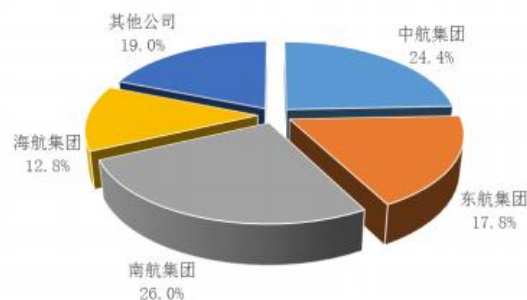
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年，受疫情全球扩散及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，航空客运需求严重受创，但国内民航运输业务已逐步恢复；长期需求驱动力仍较为坚挺，航空运输市场需求仍具备一定的增长空间**

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 2020 年末，我国共有航空公司 64 家，较上年末净增 2 家，其中国有控股公司 49 家，民营和民营控股公司 15 家；全货运航空公司 11 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 3,903 架，比上年底增加 85 架，总运力持续增长。

图 1：2020 年各航空（集团）公司运输总周转量比重



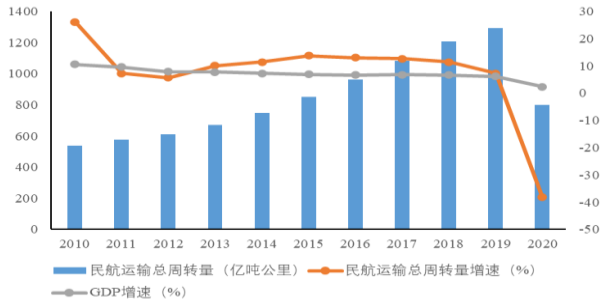
资料来源：中国民用航空局

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 2020 年末，我国共有定期航班航线 5,581 条，国内航线 4,686 条，其中港澳台航线 94 条，国际航线 895 条。按重复距离计算的航线里程为 1,357.72 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 942.63 万公里。通航城市方面，截至 2020 年末，我国定期航班国内通航城市 237 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，2020 年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。2020 年中国民航完成运输总周转量 798.5 亿吨公里，旅客运输量 4.18 亿人次，货邮运输量 676.6 万吨，分别同比下降 38.3%、36.7% 和 10.2%。2020 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。2021 年一季度，中国民航完成运输总周转量 203.0 亿吨公里，旅客运输量 1.02 亿人次，货邮运输量 178.2 万吨，分别同比增长 22.8%、37.5% 和 28.7%。根据民航局在 2021 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，2021 年将力争完成运输总周转量 1,062 亿吨公里，旅客运输量 5.9 亿人次，货邮运输量 753 万吨，分别恢

复至疫情前 80%以上、90%左右以及与疫情前基本持平，努力实现航空企业减亏增盈。

图 2：2010~2020 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 1：2020 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 (%)
<b>运输总周转量</b>	<b>亿吨公里</b>	<b>798.5</b>	<b>-38.3</b>
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	587.7	-29.2
国际航线	亿吨公里	210.8	-54.5
<b>旅客运输量</b>	<b>万人</b>	<b>41,776.8</b>	<b>-36.7</b>
国内航线 (含港澳台)	万人	40,820.3	-30.3
国际航线	万人	956.6	-87.1
<b>货邮运输量</b>	<b>万吨</b>	<b>676.6</b>	<b>-10.2</b>
国内航线 (含港澳台)	万吨	453.5	-11.3
国际航线	万吨	223.1	-7.8
<b>旅客周转量</b>	<b>亿人公里</b>	<b>6,311.2</b>	<b>-46.1</b>
国内航线 (含港澳台)	亿人公里	5,868.8	-31.1
国际航线	亿人公里	442.4	-86.1
<b>货邮周转量</b>	<b>亿吨公里</b>	<b>240.2</b>	<b>-8.7</b>
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	67.9	-13.6
国际航线	亿吨公里	172.3	-26.4
<b>正班客座率</b>	<b>%</b>	<b>72.9</b>	<b>-10.2pts</b>
<b>正班载运率</b>	<b>%</b>	<b>66.5</b>	<b>-5.1pts</b>

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，票价及承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 年国内三大航及海南航空客运量指标同比均存在较大降幅。

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	东方航空		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

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，2020 年四季度，运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别恢复至上年同期的 76.3%、84.2%、95.8%，其中国内航线运输恢复至 94.5%，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，2020 年全年运输指标基本不到去年同期的 5%。

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。

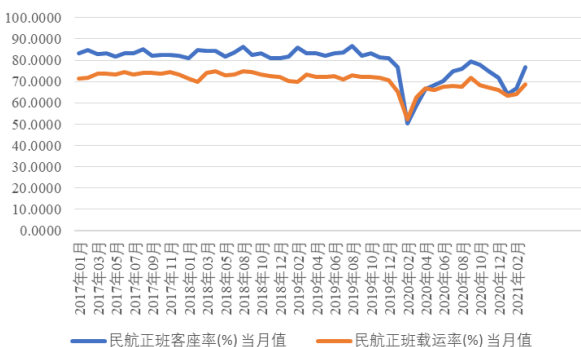
中诚信国际认为，中国航空运输业供给端始终保持较快发展，受疫情全球扩散及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，短期内航空客运需求严重受

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，但目前已基本恢复至疫情前水平，疫苗普及将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年1月，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均下降至约60%水平。受疫情反复波动影响，运营效率阶段性波动尚存。未来随着新冠肺炎疫苗普及将进一步催化航空运输整体修复，预计2021年底国内航空运输业运营效率将恢复至疫情前水平。

图3：2017年~2021年3月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零星反复，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，航油价格走弱及汇率环境改善在一定程度上缓解航司亏损压力；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。2020年，阶段性原油价格处于历史低位，人民币兑美元汇率阶段性升值，一定程度上缓解了航司亏损压力。

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年下半年以来，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1月以来产油国自愿减产，产量下降，市场呈现供不应求，库存加速下滑，国际油价强势上扬。接下来油价受全球疫情走势、OPEC+产出政策和需求端的低迷三大主要因素影响，存在极大的不确定性；但中诚信国际预计2021年油价仍将处于整体低位，成本压力一定程度上得以缓解。

图4：2012年4月~2021年4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，美元兑人民币汇率进入了较长的下行周期。2021年美国受疫情冲击还未缓过

来，下半年美国的美元可能仍维持弱势，而中国有效的控制住疫情，率先复工，目前疫情影响很小，人民币下半年还有可能升值，但根据市场和政策变化，也有可能下降。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。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~2021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，航油价格走弱及汇率环境改善在一定程度上缓解航司亏损压力；未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战。

### 受新冠肺炎疫情影响，2020年公司飞机引进规模减少，飞机引进面临一定资本支出压力

2020年公司业务格局未发生重大变化。机队规模方面，2020年公司原计划引进飞机22架，受新冠肺炎疫情影响，公司2020年上半年未进行飞机引进，下半年引进飞机4架，2021年一季度引进飞机3架。截至2021年3月末，公司机队共拥有225架飞机，其中自置和融资租赁占比75.11%，比重稍高。公司机队平均机龄为7.43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。

**表3：截至 2021 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	87
	空客 A320	
自置	B737-700	82
	B737-800	
	B737-900	
	空客 A319	
	空客 A320	
<b>合计</b>	--	<b>225</b>

资料来源：公司提供

飞机引进方面，2021 年、2022 年和 2023 年分别计划引进 11 架、18 架和 16 架飞机，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 49.28 亿元、57.46 亿元和 64.41 亿元，用于融资及经营租赁合同最低付款额分别为 31.16 亿元、30.81 亿元和 30.01 亿元。飞机退出方面，2020 年以来公司没有飞机退出的情况。此外，截至 2021 年 3 月末，公司拥有 5 架 B737-8Max 飞机，目前仍处于停飞状态。

**表4：2021~2023 年公司飞机购置计划（架、亿元）**

	2021	2022	2023
空客飞机	11	13	9
波音飞机	0	5	7
当年引进飞机合计	11	18	16
累计机队规模	233	245	258
用于飞机及相关飞行设备采购的资本支出金额	49.28	57.46	64.41
融资及经营租赁合同最低付款额	31.16	30.81	30.01

资料来源：公司提供

### 2020 年因战略协同需要，公司精简航空基地数量，优化航线布局

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，公司因战略协同需要，精简航空基地数量，撤销湖南和福州基地。截至 2021 年 3 月末，公司拥有深圳、广州、南京、

重庆、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 2020 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，公司在无锡、深圳、泉州旅客运输量占有率均超过 30%，市场占有率尚可。

**表5：深圳航空 2020 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	60	33.59%	32.96%	35.71%
广州	17	9.36%	9.46%	11.48%
南京	10	14.77%	14.24%	14.80%
南宁	8	21.60%	21.05%	21.33%
无锡	7	40.92%	39.49%	40.95%
泉州	7	32.65%	30.51%	32.32%
重庆	4	3.75%	3.76%	3.34%
西安	10	7.37%	7.18%	7.55%
沈阳	9	14.55%	14.64%	18.28%
成都	8	5.64%	5.58%	5.51%
哈尔滨	8	7.23%	7.04%	7.69%
郑州	5	10.59%	10.72%	10.55%
北京	4	2.31%	2.24%	2.48%
南昌	4	18.39%	18.33%	17.71%
珠海	1	7.02%	6.39%	7.74%

资料来源：公司提供

区域收入构成来看，华南地区运力最为集中，2020 年的收入规模仍为最大；从航线区域收入的增速来看，2020 年国际航线受疫情影响较大，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6：2020 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	27.93	-46.82%	15.40%
华东	41.27	-36.53%	22.76%
华南	68.86	-39.22%	37.97%
西部	34.14	-34.07%	18.83%
港澳台	0.48	-92.57%	0.27%
国外	8.67	-70.92%	4.78%

资料来源：公司提供

网络航线方面，2020 年受疫情影响，公司缩减国际航线；同时出于增收节支降本增效考虑，放弃地区航线业务，优化国内航线布局。截至 2021 年 3 月末，公司经营的航线达 233 条，其中国内航线 225

条，国际航线 8 条；减少国际航线 15 条、国内航线 6 条和全部地区航线。目前公司通航城市 76 个，其中国内城市 69 个，国际（地区）城市 7 个。

### 2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司运力投放和实际运营效率大幅下降；2021 年 5 月珠三角地区疫情反弹加重公司负担，中诚信国际将持续关注疫情对公司经营的影响

2020 年以来，新冠肺炎疫情全球蔓延，旅客出行意愿锐减，各国政府亦相继出台航空出行限制措施，公司运力投放、实际运量及飞行公里数及飞机日利用率等运营效率均大幅下降。2020 年航空总周转量 33.71 亿吨公里，同比下降 33.82%；飞机起降架次 20.13 万架次，同比下降 22.93%；综合载运率 65.21%，同比下降 9.31 个百分点。

2021 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；同时珠三角地区为外来人口较多，春节客流依赖程度高，因此受到的影响更重。此外，2021 年 5 月，珠三角地区新冠肺炎疫情反弹，旅客出行受到一定限制，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7：2018 年~2021 年 3 月深圳航空运输能力及效率情况**

项目	2018	2019	2020	2021.3
飞机总数(架)	214	218	222	225
总周转量(亿吨公里)	48.06	50.94	33.71	7.58
飞行公里数(亿公里)	3.64	3.79	2.85	0.67
飞机日利用率(小时)	9.01	9.39	6.87	6.53
起降架次(万架次)	24.93	26.12	20.13	4.79
综合载运率(%)	75.26	74.52	65.21	60.63

资料来源：公司提供

### 2020 年受新冠肺炎疫情影响，客运业务收入大幅下滑；货运业务因新增“客改货”方式运输防疫物资，货运收入和货运公里收益有所增长

2020 年受新冠肺炎疫情影响，航空出行限制和

旅客出行意愿锐减，公司实际运输效益大规模下降，当期实现客运收入 160.13 亿元，同比下降 45.85%。其中收入客公里及乘客人数分别为 322 亿客公里和 2,167 万人次，同比下降 36.49% 和 33.34%；客运公里收益和客座率分别为 0.44 元和 71.00%，亦有所下降。旅客构成方面，受疫情影响，两舱旅客和常旅客用户数和平均票价均有所下降，但客户粘性尚可，其中公司两舱旅客 68 万人次，收入 11.29 亿元；常旅客人数 913 万人次，收入 69.29 亿元。

2021 年 1~3 月，公司乘客人数下降至 489 万人次，客座率下降至 67.35%，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8：2018 年~2021 年 3 月深圳航空客运业务情况**

项目	2018	2019	2020	2021.3
收入客公里(亿客公里)	480	507	322	72
乘客人数(万人次)	3,067	3,251	2,167	489
客运公里收益(元)	0.55	0.52	0.44	0.46
客座率(%)	81.70	81.65	71.00	67.35

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9：2018 年~2021 年 3 月深圳航空旅客来源**

项目	2018	2019	2020	2021.3	
两舱旅客	万人次	110	101	68	17
	收入(亿元)	16.73	18.92	11.29	2.73
常旅客	万人次	933	1,212	913	211
	收入(亿元)	107.22	116.13	69.29	16.65
全部旅客	万人次	3,067	3,251	2,167	489
	收入(亿元)	296.35	302.82	165.41	39.07

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

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。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司以客机腹舱运输方式经营货运的方式受运力投放大幅减少影响，各项货运指标出现明显下滑。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。2020 年公司“客改货”航班执

飞 1,360 班，公司实现货运收入 7.83 亿元，较同比增加 7.83%；货运公里收益 1.36 元，同比亦有所增长。

**表10：2018年~2021年3月深圳航空货运业务情况**

	2018	2019	2020	2021.3
收入货运吨公里（亿吨公里）	5.68	6.21	5.22	1.15
货物及邮件（万吨）	34.46	37.13	32.17	7.06
货运公里收益（元）	1.18	1.07	1.36	1.31

资料来源：公司提供

## 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 2018~2020 年财务报告以及未经审计的 2021 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：2018~2020 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回收事宜发布强调事项段，内容为公司管理层分别于 2018 年末~2020 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回收的可能性非常小，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 2020 年末，上述应收深航房地产的款项余额为 4.69 亿元。

### 2020 年受疫情影响，公司营业毛利率为负且呈巨额亏损；净利润对政府补助依赖较重；2021 年一季度经营仍受疫情影响较大，亏损进一步加大

2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，旅客出行需求锐减，公司调整航班运力，运输周转量大幅下降，当期实现营业收入 173.94 亿元，同比下降 45.44%。其中客运业务收入同比下滑 45.85%，货运业务因新增“客改货”方式运输防疫物资，货运收入同比增

长 17.49%。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 63.68%。

营业毛利率方面，2020 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，公司综合毛利率大幅下降为负。其中客运业务受影响最大，营业毛利率为-13.21%；货运因运输防疫物资需求增加，毛利率下降幅度好于客运业务为 16.00%。其他业务因固定成本支出较小，毛利率波动不大。2021 年 1~3 月，公司受疫情影响仍较大，营业收入低于预期，亏损进一步加大。

**表11：近年来公司主要板块收入构成和毛利率情况(亿元)**

收入	2018	2019	2020	2021.3
客运	286.51	295.69	160.13	37.24
货运及邮运	6.33	6.69	7.86	1.68
其他收入	18.35	16.41	5.96	1.77
<b>合计</b>	<b>311.19</b>	<b>318.79</b>	<b>173.94</b>	<b>40.69</b>
营业毛利率	2018	2019	2020	2021.3
客运	13.35	13.84	-13.21	-22.66
货运及邮运	15.65	26.13	16.00	3.00
其他收入	26.07	38.87	34.52	34.04
<b>合计</b>	<b>13.74</b>	<b>14.82</b>	<b>-10.26</b>	<b>-19.14</b>

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020 年公司精简基地航空，调整航线布局，销售费用和管理费用均有所下降；利息支出因债务规模增加而有所增加，但美元贬值汇兑净损失较上年减少 3.12 亿元至 10.30 亿元，财务费用总体规模大幅减少。综上，公司期间费用大幅下降，但仍对公司利润形成一定侵蚀，期间费用率为 15.32%。

利润总额方面，2020 年受疫情影响，公司大额亏损，经营性业务利润大幅下滑为-28.96 亿元；公司利润总额主要来自政府补助，当期公司收到航线补贴等其他政府补贴合计 15.32 亿元。2021 年一季度，公司深耕区域在珠三角地区，受“就地过年”政策影响，收入降幅较大，当期经营性业务利润为-14.79 亿元。

**表12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	14.95	15.67	10.13	2.57
管理费用（含研发费用）	14.07	14.33	13.10	3.05
财务费用	17.69	17.04	3.41	4.51
期间费用合计	46.70	47.04	26.64	10.13
期间费用率(%)	15.01	14.75	15.32	24.89
经营性业务利润	2.22	10.42	-28.96	-14.79
其他收益	6.70	10.77	15.86	3.23
投资收益	2.97	0.05	-0.10	0.00
营业外损益	1.83	1.59	1.19	0.16
利润总额	10.06	12.09	-27.67	-14.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020年受新冠肺炎疫情冲击，公司持续亏损造成权益规模下行，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。2020年末公司机队规模扩张导致非流动资产原值增加，但当期折旧摊销规模较大，当期末总资产规模有所下降。2020年末，公司资产总额较上年末减少4.20%，其中非流动资产占比96.44%。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。2020年末公司固定资产163.55亿元，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，当期资产购置和在建工程转入新增原值7.89亿元，计提折旧17.13亿元。2020年末公司在建工程111.76亿元，主要由飞机预付款和飞机发动机维修预付款构成。2020年末公司使用权资产319.51亿元，主要为公司租赁飞机及发动机，新增飞机及发动机资产16.00亿元，计提折旧22.87亿元。公司流动资产整体变化不大，主要由货币资金构成。

2021年3月末，因融资资金到位公司总资产规模增至662.39亿元，其中货币资金为24.71亿元。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13：近年来公司主要资产情况（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	8.43	10.12	3.45	24.71
固定资产	390.15	174.54	163.55	163.40
在建工程	109.58	111.67	111.76	104.63
使用权资产	--	327.99	319.51	325.20
总资产	562.77	664.87	636.95	662.39

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，且以5成以上为非流动负债。2020年末公司总负债规模基本稳定，其中非流动负债占比57.26%。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服务费、应付航油及航材采购等，2020年末因结算账面规模有所下降，短期借款、应付短期融资券和一年内到期的非流动负债等短期债务受债务到期影响呈上升趋势。公司非流动负债主要由长期借款、应付融资租赁款/租赁负债和应付债券构成，2020年末保持相对稳定。

2021年一季度，公司融资需求增加，当期末公司负债规模有所增长。此外，截至2021年3月末，公司总债务521.52亿元，其中短期债务212.39亿元，长期债务309.12亿元，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，2020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60.50亿元；2021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48.88亿元。

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2020年新冠肺炎疫情冲击，公司持续亏损，权益规模下降，财务杠杆再次攀升。截至2021年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为92.62%和91.43%，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14: 近年来公司主要负债及权益情况 (亿元、%)**

项目	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	125.78	58.23	120.44	131.33
应付账款	37.47	33.96	27.30	31.31
应付短期融资券	34.67	73.82	5.11	7.02
一年内到期的非流动负债	29.57	41.82	63.49	71.22
应付融资租赁款	146.68	--	--	--
长期借款	16.82	5.62	44.67	63.96
租赁负债	--	242.89	214.46	215.17
应付债券	19.00	48.99	39.98	29.99
<b>总负债</b>	<b>479.55</b>	<b>580.94</b>	<b>576.45</b>	<b>613.51</b>
实收资本	53.60	53.60	53.60	53.60
未分配利润	22.93	23.77	1.19	-9.91
<b>所有者权益合计</b>	<b>83.22</b>	<b>83.93</b>	<b>60.50</b>	<b>48.88</b>
<b>总债务</b>	<b>372.52</b>	<b>471.36</b>	<b>488.79</b>	<b>521.52</b>
短期债务	190.02	173.87	189.67	212.39
长期债务	182.50	297.49	299.12	309.12
资产负债率	85.21	87.38	90.50	92.62
总资本化比率	81.74	84.88	88.99	91.43

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## 2020 年因疫情冲击, 公司经营活动净现金流规模大幅下降; 整体偿债能力有待继续加强, 且面临较大的短期债务偿还压力

2020 年, 受新冠肺炎疫情疫情影响, 公司客运及货运等经营性收入大幅锐减, 经营活动净现金流大幅下降; 但当期收现比为 1.05 倍, 收现情况较好符合行业特征。公司购买飞机及发动机等支出较上年有所减少, 但因延期飞机采购收回飞机预付款收到的现金规模亦减少, 当期投资活动净现金流波动不大。为应对资金压力, 公司加大短期融资规模, 且筹资活动净现金流缺口大幅收窄。

2021 年一季度, 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。目前, 面对严峻市场环境, 公司合理安排运力投入、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, 2020 年受疫情影响, 公司经营活动净现金流规模大幅下降, 不能有效覆盖债务本息; 同期因折旧和利息支出规模较大, 公司 EBITDA

可以有效覆盖利息支出, 但利息保障能力减弱且无法覆盖债务本金。截至 2021 年 3 月末, 公司货币资金/短期债务为 0.12 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15: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)**

项目	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	42.67	81.37	14.54	4.72
投资活动净现金流	-27.27	-11.36	-11.15	2.76
筹资活动净现金流	-14.92	-68.15	-9.92	13.74
<b>总债务</b>	<b>372.52</b>	<b>471.36</b>	<b>488.79</b>	<b>521.52</b>
总债务/经营活动净现金流	8.73	5.79	33.61	27.63
经营活动净现金流/利息支出	3.16	4.46	0.86	1.19
总债务/EBITDA	7.13	6.19	14.43	336.18
EBITDA 利息保障倍数	3.86	4.17	2.00	0.10
货币资金/短期债务	0.04	0.06	0.02	0.12

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## 公司备用流动性较好, 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 2021 年 3 月末, 公司银行授信总额为 746.10 亿元, 其中未使用额度为 513.26 亿元, 公司备用流动性尚可, 财务弹性较好。

对外担保方面, 截至 2021 年 3 月末, 公司对外担保金额为 94.41 万元, 为公司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 2021 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 35.07%, 其中用于抵押的飞机和机器设备 260.60 亿元, 受限货币资金 28.27 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 2021 年 5 月 11 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，2020年，广州白云机场和深圳宝安机场旅客吞吐量分别为4,376万人次和3,792万人次，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。

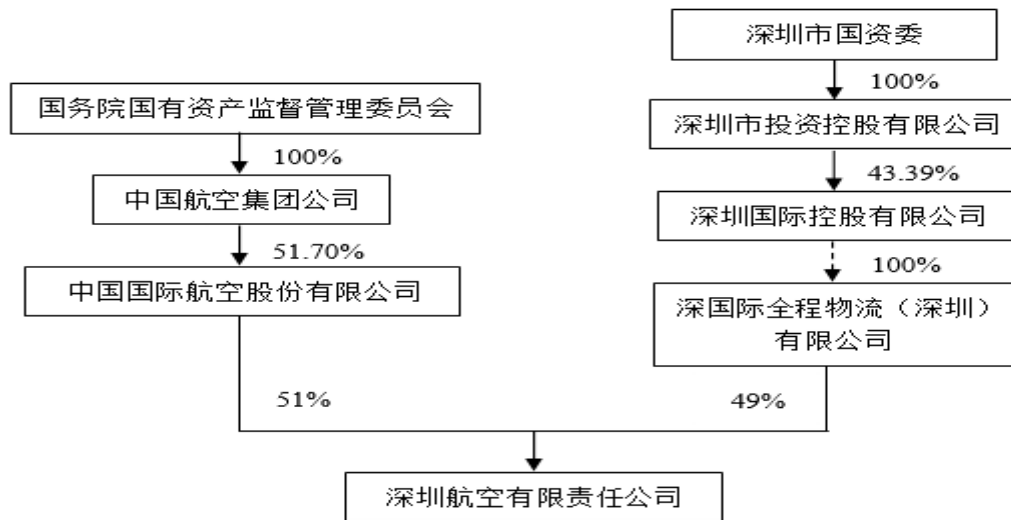
外部支持方面，自中国国航2010年入主公司成为最大股东以来，为公司提供了更为有利的管理体系和资源支持，在基地资源、航线资源、旅客资源和运力资源均能发挥更大的规模效应；同时公司作为深圳市的名片企业，深圳市政府对间接持股49%，中国国航的行业经验和深圳市政府的政策支持将为公司发展搭建更广阔的平台。各级政府也持续给予公司较大规模资金补贴，主要体现在航线补贴、民航发展基金返还等方面，其中2020年，公司收到各项政府补助合计15.86亿元。此外，公司发展还受惠于珠三角和粤港澳经济的进一步融合发展，珠三角地区逐渐向亚太地区最开放、最便捷、最高效、最安全的客流和物流中心靠拢，有利于为公司发展创造更多的商务、旅游客源。

## 评级结论

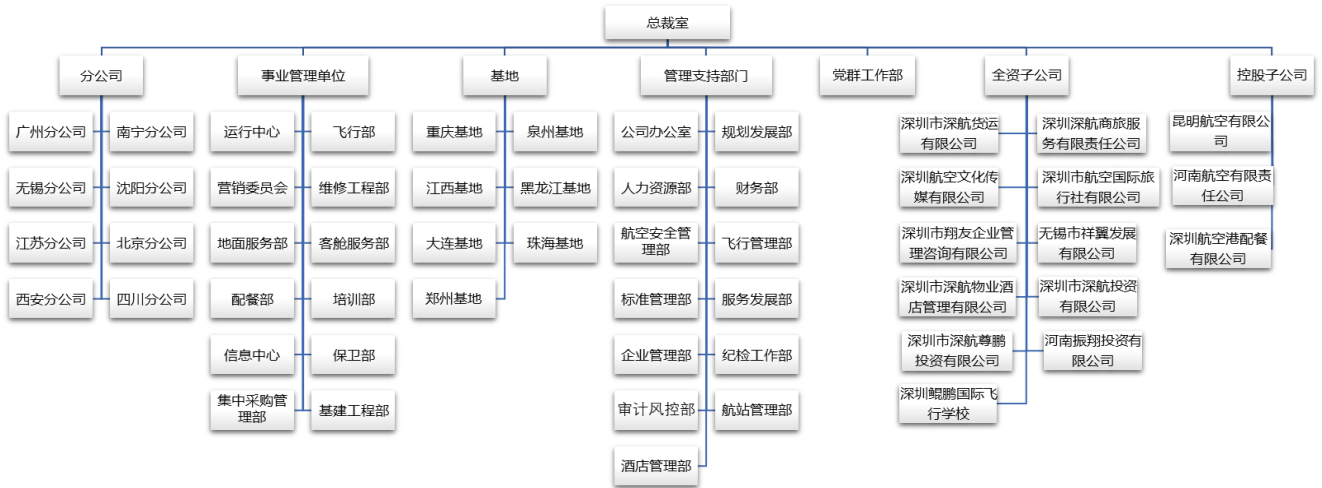
综上所述，中诚信国际维持深圳航空有限责任公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维

持“18深航06”和“19深航01”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 2021 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)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	84,255.41	101,237.60	34,521.24	247,098.28
应收账款	67,547.48	67,788.83	22,682.01	38,327.98
其他应收款	159,860.99	90,020.07	101,885.78	111,538.33
存货	26,819.84	26,934.16	24,970.31	25,129.60
长期投资	12,612.00	34,822.23	31,457.86	30,992.00
在建工程	1,095,788.31	1,116,670.66	1,117,614.67	1,046,313.03
无形资产	89,671.74	98,360.49	94,443.90	92,813.51
总资产	5,627,692.01	6,648,723.71	6,369,510.02	6,623,886.73
其他应付款	136,958.60	126,028.42	111,363.25	113,371.94
短期债务	1,900,161.14	1,738,659.09	1,896,655.93	2,123,929.39
长期债务	1,825,044.71	2,974,927.76	2,991,203.86	3,091,249.27
总债务	3,725,205.85	4,713,586.85	4,887,859.79	5,215,178.66
总负债	4,795,463.23	5,809,386.79	5,764,512.56	6,135,121.09
费用化利息支出	98,005.63	145,252.57	140,939.02	33,509.62
资本化利息支出	37,209.65	37,125.98	28,353.29	6,183.69
实收资本	536,000.00	536,000.00	536,000.00	536,000.00
少数股东权益	10,287.10	3,527.98	-3,602.30	-8,447.35
所有者权益合计	832,228.78	839,336.91	604,997.46	488,765.64
营业总收入	3,111,886.53	3,187,942.34	1,739,425.18	406,923.09
经营性业务利润	22,183.02	104,212.59	-289,594.79	-147,899.94
投资收益	29,678.19	508.83	-1,010.32	19.13
净利润	92,219.30	115,591.13	-212,952.05	-115,873.97
EBIT	198,589.38	266,132.39	-135,789.38	-112,687.54
EBITDA	522,508.90	761,551.29	338,797.73	3,878.21
销售商品、提供劳务收到的现金	3,433,271.84	3,477,486.78	1,819,169.84	424,776.83
收到其他与经营活动有关的现金	90,044.69	113,201.91	190,957.50	41,887.81
购买商品、接受劳务支付的现金	1,856,594.57	1,768,868.71	1,098,727.30	198,732.39
支付其他与经营活动有关的现金	396,697.64	211,987.22	123,783.49	24,587.08
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	610,871.48	353,829.85	201,833.65	31,289.53
经营活动产生现金净流量	426,677.76	813,739.62	145,417.95	47,183.33
投资活动产生现金净流量	-272,658.28	-113,633.75	-111,530.66	27,605.95
筹资活动产生现金净流量	-149,204.44	-681,487.93	-99,155.02	137,445.31
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率 (%)	13.74	14.82	-10.26	-19.14
期间费用率 (%)	15.01	14.75	15.32	24.89
应收类款项/总资产 (%)	4.68	2.41	1.98	2.29
收现比 (X)	1.10	1.09	1.05	1.04
总资产收益率 (%)	3.72	4.34	-2.09	--
资产负债率 (%)	85.21	87.38	90.50	92.62
总资本化比率 (%)	81.74	84.88	88.99	91.43
短期债务/总债务 (X)	0.51	0.37	0.39	0.41
FFO/总债务 (X)	0.13	0.16	0.05	0.03
FFO 利息倍数 (X)	3.46	4.23	1.45	1.07
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	3.16	4.46	0.86	1.19
总债务/EBITDA (X)	7.13	6.19	14.43	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.27	0.44	0.18	--
货币资金/短期债务 (X)	0.04	0.06	0.02	0.12
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	3.86	4.18	2.00	0.10

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2021 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（2018~2020 年）和租赁负债（2019 年~2021 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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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)
	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。