

# 中国南方航空股份有限公司

## 可转换公司债券

### 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕2997号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南方航空股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国南方航空股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“南航转债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年五月二十二日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国南方航空股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 中国南方航空股份有限公司

## 可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

| 项目           | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间     |
|--------------|--------|--------|------------|
| 中国南方航空股份有限公司 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/05/22 |
| 南航转债         | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |

### 评级观点

中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内三大航空运输集团之一的中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）旗下航空业务的唯一运营主体，跟踪期内继续保持突出的市场地位，机队规模、年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业前列。随着生产经营的逐步恢复，2023 年以来，公司航空客运收入大幅增长，客座率、飞机日利用小时等指标优于行业平均水平，毛利率转正；公司在飞机引进方面仍将面临较大的资金支出压力。公司整体资产质量较高，所有者权益受经营盈亏影响波动下降，债务负担仍重；公司 2023 年虽大幅减亏，但受投资损失、期间费用侵蚀等影响，2023 年利润总额仍为负，2024 年一季度转亏为盈，盈利水平受航油价格波动、汇率水平等影响大；公司短期偿债指标表现仍弱，长期偿债指标明显改善，融资渠道畅通。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**公司在业务协同、授信、补助等方面持续获得有力的外部支持。

### 评级展望

未来，公司将持续完善航线网络，扩大机队规模，并且随着航空客运市场的继续复苏，公司将加大市场运力投放，经营状况有望得到明显改善。此外，公司拟向南航集团等投资者非公开发行股票，若获批并发行成功，有利于提升公司资本实力。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**公司发生重大资产变化，核心资产被划出；政府及股东方对公司支持意愿减弱；公司经营持续恶化，收入和利润持续大幅下滑，且短期内难以恢复。

### 优势

- **公司继续保持突出的市场地位。**跟踪期内，公司在行业中继续保持领先地位，机队规模和年旅客运输量等多项指标继续位列国内同行业前列，客座率、飞机日利用小时等指标优于行业平均水平。
- **公司继续获得控股股东及政府的大力支持。**南航集团及其关联方在飞机维修、广告制作、飞机租赁等方面与公司开展合作。此外，南航集团及中国南航集团财务有限公司（以下简称“南航财务公司”）在授信、委托贷款等方面给予公司支持。截至 2023 年底，公司累计获得南航财务公司综合授信 300 亿元，借款余额 74.42 亿元。截至 2023 年底，公司从南航集团获得的委托贷款余额 150.08 亿元，利率为 2.00%~3.43%。2023 年，公司获得的航线补贴、航空事业补贴及其他与收益相关的政府补助为 37.97 亿元。

### 关注

- **公司 2023 年仍亏损。**2023 年，受投资损失、期间费用侵蚀等影响，公司利润总额-16.45 亿元。
- **公司债务负担仍重。**跟踪期内，公司全部债务规模波动增长，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 83.03% 和 79.52%。
- **公司利润水平易受航油价格、汇率水平波动影响。**

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 航空运输企业信用评级方法（V4.0.202208）

评级模型 航空运输企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

## 本次评级打分表及结果

| 评价内容          | 评价结果 | 风险因素  | 评价要素    | 评价结果        |
|---------------|------|-------|---------|-------------|
| 经营风险          | B    | 经营环境  | 宏观和区域风险 | 2           |
|               |      |       | 行业风险    | 3           |
|               |      | 自身竞争力 | 基础素质    | 1           |
|               |      |       | 企业管理    | 2           |
| 财务风险          | F5   | 现金流   | 资产质量    | 3           |
|               |      |       | 盈利能力    | 5           |
|               |      |       | 现金流量    | 2           |
|               |      | 资本结构  | 4       |             |
|               |      | 偿债能力  | 5       |             |
| 指示评级          |      |       |         | <b>bbb+</b> |
| 个体调整因素：       |      |       |         | --          |
| 个体信用等级        |      |       |         | <b>bbb+</b> |
| 外部支持调整因素：外部支持 |      |       |         | +7          |
| 评级结果          |      |       |         | <b>AAA</b>  |

：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

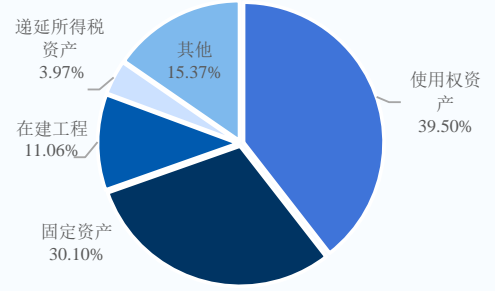
## 主要财务数据

| 合并口径           |         |         |            |  |
|----------------|---------|---------|------------|--|
| 项目             | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 3 月 |  |
| 现金类资产（亿元）      | 202.40  | 130.83  | 136.22     |  |
| 资产总额（亿元）       | 3120.01 | 3092.26 | 3137.29    |  |
| 所有者权益（亿元）      | 551.14  | 519.97  | 532.53     |  |
| 短期债务（亿元）       | 1073.77 | 853.80  | 883.91     |  |
| 长期债务（亿元）       | 1076.96 | 1198.54 | 1183.65    |  |
| 全部债务（亿元）       | 2150.73 | 2052.34 | 2067.56    |  |
| 营业总收入（亿元）      | 870.59  | 1599.29 | 446.01     |  |
| 利润总额（亿元）       | -315.26 | -16.45  | 15.83      |  |
| EBITDA（亿元）     | -12.60  | 314.63  | --         |  |
| 经营性净现金流（亿元）    | 34.65   | 401.34  | 97.77      |  |
| 营业利润率（%）       | -21.87  | 7.39    | 10.64      |  |
| 净资产收益率（%）      | -61.14  | -5.93   | --         |  |
| 资产负债率（%）       | 82.34   | 83.18   | 83.03      |  |
| 全部债务资本化比率（%）   | 79.60   | 79.79   | 79.52      |  |
| 流动比率（%）        | 23.17   | 21.43   | 22.46      |  |
| 经营现金流动负债比（%）   | 2.45    | 31.01   | --         |  |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.19    | 0.15    | 0.15       |  |
| EBITDA 利息倍数（倍） | -0.19   | 4.77    | --         |  |
| 全部债务/EBITDA（倍） | -170.69 | 6.52    | --         |  |
| 公司本部口径         |         |         |            |  |
| 项目             | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 3 月 |  |
| 资产总额（亿元）       | 2591.59 | 2513.33 | /          |  |
| 所有者权益（亿元）      | 313.21  | 264.60  | /          |  |
| 全部债务（亿元）       | 1966.41 | 1853.73 | /          |  |
| 营业总收入（亿元）      | 526.01  | 1049.80 | /          |  |
| 利润总额（亿元）       | -291.08 | -46.55  | /          |  |
| 资产负债率（%）       | 87.91   | 89.47   | /          |  |
| 全部债务资本化比率（%）   | 86.26   | 87.51   | /          |  |
| 流动比率（%）        | 21.37   | 22.17   | /          |  |
| 经营现金流动负债比（%）   | -2.91   | 23.72   | --         |  |

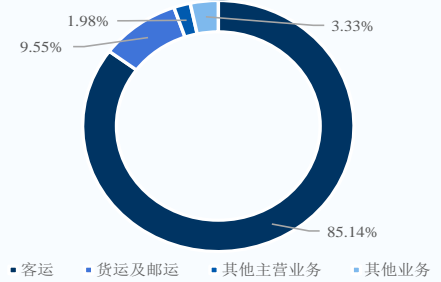
注：1. 公司 2024 年一季度合并财务报表未经审计；公司未披露 2024 年一季度本部财务报表；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

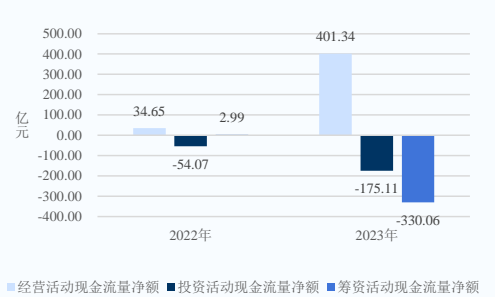
2023 年底公司资产构成



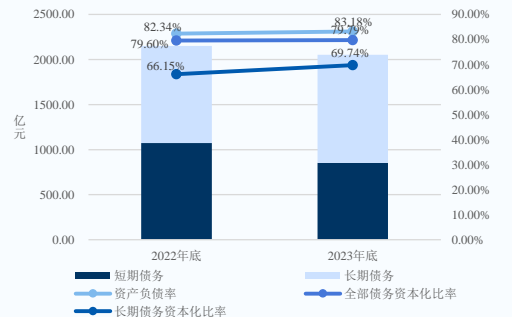
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

| 债券简称 | 发行规模      | 债券余额       | 到期兑付日      | 特殊条款                              |
|------|-----------|------------|------------|-----------------------------------|
| 南航转债 | 160.00 亿元 | 58.9631 亿元 | 2026/10/15 | 转股条款；转股价格向下修正条款；有条件赎回及回售条款；附加回售条款 |

资料来源：联合资信整理

## 评级历史

| 债项简称 | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间       | 项目小组    | 评级方法/模型   | 评级报告 |
|------|--------|--------|------------|---------|---|------|
| 南航转债 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/05/25 | 黄旭明 徐汇丰 | 航空运输企业信用评级方法（V4.0.202208）<br>航空运输企业主体信用评级模型（打分表）<br>（V4.0.202208） | 阅读全文 |
| 南航转债 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2020/06/29 | 徐汇丰 张晶晶 | 航空运输企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）                                     | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：赵传第 [zhaocd@lhratings.com](mailto:zhaocd@lhratings.com)

项目组成员：黄旭明 [huangxm@lhratings.com](mailto:huangxm@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）





## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国南方航空股份有限公司（以下简称“公司”或“南方航空”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、股本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司股本 181.21 亿元，中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）通过直接及间接方式合计持有公司 66.52% 的股权，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有南航集团 68.665% 股权，为公司实际控制人。截至 2024 年 3 月底，公司控股股东南航集团持有公司的股权未被质押。

作为国内三大航空运输集团之一南航集团旗下航空业务的唯一运营主体，跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，仍主要从事国内外航空客、货运输业务，按照联合资信行业分类标准划分为航空运输行业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设战略规划投资部、财务部、安全监察部等职能部门。截至 2023 年底，公司拥有 20 家分公司、7 家控股航空子公司、5 个基地、21 个国内营业部和遍布全球的 52 个境外营业部，在职员工 99468 人。

截至 2023 年底，公司资产总额 3092.26 亿元，所有者权益 519.97 亿元（含少数股东权益 152.13 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1599.29 亿元，利润总额-16.45 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 3137.29 亿元，所有者权益 532.53 亿元（含少数股东权益 157.13 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 446.01 亿元，利润总额 15.83 亿元。

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

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 4 月底，公司存续期可转换公司债券为“南航转债”，已在跟踪期内正常付息；“南航转债”初始转股价格为 6.24 元/股，最新转股价格为 6.17 元/股，转股期为 2021 年 4 月 21 日至 2026 年 10 月 14 日止。截至 2024 年 3 月 31 日，累计共有 101.03691 亿元“南航转债”转换为公司 A 股股份，占“南航转债”转股前公司已发行股份总额的比例约为 10.56%。截至 2024 年 3 月 31 日，尚未转股的“南航转债”金额为 58.96309 亿元，占“南航转债”发行总量的 36.85%。截至 2023 年底，“南航转债”募集资金已累计使用 147.92 亿元用于飞机购置、航材购置及维修项目、引进备用发动机及补充流动资金，尚未使用的募集资金余额 11.88 亿元（剔除发行费用）；公司对闲置募集资金进行现金管理的尚未赎回或未到期金额 18.75 亿元，加上募集资金账户余额后募集资金余额合计 18.79 亿元（含利息收入及现金管理收益）。

图表 1 • 截至 2024 年 4 月底公司由联合资信评级的存续可转债概况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额   | 债券余额    | 起息日        | 期限  | 票面利率  |
|------|--------|---------|------------|-----|---|
| 南航转债 | 160.00 | 58.9631 | 2020/10/15 | 6 年 | 第 1 年为 0.2%、第 2 年为 0.4%、第 3 年为 0.6%、第 4 年为 0.8%、第 5 年为 1.5%、第 6 年为 2.0% |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023年年报）》。

## 五、行业环境分析

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分，在运输活动中扮演了重要角色。航空运输业为周期性行业，其增长与GDP增长具有较高的正相关性。随着经济增长及居民收入水平提升，航空运输业凭借其高效、便捷等特点，在交通运输体系中发挥重要作用。2020年起，公共卫生事件对航空运输业发展造成严重冲击，民众出行意愿不振，国内大部分航空运输企业经营持续亏损。2023年以来，行业环境快速回暖，航空运输客货运需求持续恢复，航空运输企业大幅减亏，经营业绩有所改善，但油价高企、汇率变动等因素仍使航空运输企业成本承压。

2024年，随着我国经济平稳运行，航空运输服务需求维持高位，国际航线恢复加速，航空公司经营状况和偿债能力将得到大幅改善，航空运输业将保持向好发展态势。长期来看，我国经济发展稳中向好，航空运输服务需求将持续释放，并带动航空运输企业经营稳定发展以及偿债能力的提升。完整版航空运输行业分析详见《2024年航空运输行业分析》。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

**跟踪期内，公司在航线网络、机队规模、年旅客运输量等方面保持国内行业领先地位。**

公司是中国航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。截至2024年3月底，公司运营包括波音、空客、中国商飞等型号客、货运飞机917架，形成了密集覆盖国内、全面辐射亚洲、有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。2023年，公司旅客运输人数、货邮运输量分别占中国民航市场运输总量的22.95%、21.55%。

2023年，公司强化广州、北京核心枢纽建设，聚焦构建以枢纽为核心、战略重点市场为关键、发展市场为支撑的航线网络结构，执行航班边际贡献总量最大化经营策略，积极推动国际航线增班复航；公司布局货运枢纽建设，实现国内空网地网联动，拓展活体整机、高端精密仪器等高价值货物运输业务。2023年，公司在大兴机场中转占比提升至11.8%，广深珠惠国内市场份额达到37%。跟踪期内，公司荣获世界品牌实验室“航空公司五星钻石奖”（是唯一获此奖项的国内航空公司），连续6年获得民航旅客服务测评（CAPSE）年度“最佳航空公司奖”。

图表2 • 截至2023年底同业对比情况（单位：亿元）

| 企业名称    | 机队规模<br>(架) | 可用吨公里<br>(亿吨公里) | 运输总周转量<br>(亿吨公里) | 旅客周转量<br>(亿客公里) | 客座率<br>(%) | 每客公里<br>收益<br>(元) | 资产总<br>额 | 所有者<br>权益 | 营业总<br>收入 | 利润总<br>额 | 资产负<br>债率<br>(%) |
|---------|-------------|-----------------|------------------|-----------------|------------|-------------------|----------|-----------|-----------|----------|------------------|
| 南方航空    | 908         | 448.99          | 297.91           | 2469.47         | 78.09      | 0.55              | 3092.26  | 519.97    | 1599.29   | -16.45   | 83.18            |
| 中国国航    | 905         | 360.02          | 218.87           | 2141.73         | 73.22      | 0.61              | 3353.03  | 352.88    | 1411.00   | -16.60   | 89.48            |
| 中国东航    | 782         | 295.26          | 185.23           | 1822.99         | 74.42      | 0.59              | 2824.91  | 412.21    | 1137.41   | -82.78   | 85.41            |
| 行业总量/均值 | /           | 1755.2          | 1188.3           | 10308.8         | 77.9       | --                | --       | --        | /         | /        | --               |

注：中国国航即“中国国际航空股份有限公司”，中国东航即“中国东方航空股份有限公司”

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据公司提供的《企业信用记录（授信机构版）》，截至2024年5月9日，公司本部无关注类或不良类未结清信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在3笔关注类记录，均已结清。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。



截至 2024 年 5 月 15 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司本部职能部门设置略有调整，新设共享服务中心，公司法人治理结构、主要管理制度未发生重大变化。2023 年 6 月以来，公司有 1 位独立董事、2 名高管（1 名运行总监、1 名副总经理兼总会计师兼财务总监）因退休、职务变动、身体原因等不再在公司任职，独立董事已补充到位；公司新补充到任副总经理 1 人、服务总监 1 人。跟踪期内公司董事及高管人员变更对公司经营发展无重大不利影响。公司第九届董事会、监事会于 2024 年 4 月 30 日任期届满，换届工作正在进行中。在公司董事会、监事会换届选举工作完成之前，公司第九届董事会、监事会全体成员以及全体高级管理人员将继续履行相关义务和职责。

## （三）重大事项

**公司拟向特定对象发行 A 股和 H 股股票，若发行成功，有利于进一步扩大公司机队规模、提升公司资本实力、满足日常资金需求；上述事项尚待审批，联合资信将持续关注后续进展。**

2023 年 6 月 1 日，根据公司发布的《向特定对象发行 A 股股票预案》《关于向特定对象发行 A 股股票及向特定对象发行 H 股股票涉及关联交易的公告》等公告，公司拟向南航集团在内的不超过 35 名（含本数）符合中国证监会规定条件的特定投资者发行 A 股股票，募集资金总额不超过人民币 175.00 亿元（含本数），南航集团拟以现金方式认购本次发行股份金额不低于 50.00 亿元（含本数）且不高于 100.00 亿元（含本数）；同时公司拟向特定对象南龙控股有限公司（以下简称“南龙控股”）发行不超过 855028969 股（含本数）H 股股票，且募集资金总额不超过港币 29.00 亿元（含本数），南龙控股拟以现金方式全额认购。本次向特定对象发行 A 股股票的募集资金在扣除发行费用后将用于引进飞机、补充流动资金，本次向特定对象发行 H 股股票的募集资金在扣除发行费用后将全部用于补充公司一般运营资金。上述发行完成后，公司控股股东和实际控制人不变。

截至 2024 年 4 月底，本次向特定对象发行 A 股和 H 股股票已获得公司董事会审议通过、获得股东南航集团批复同意、获得公司股东大会及类别股东大会审议通过，向特定对象发行 A 股尚需上海证券交易所审核及中国证监会注册同意。

若公司上述向特定对象发行 A 股和 H 股股票事宜获批并发行后，公司资本实力和资产规模将得到提升，有助于进一步扩大机队规模、优化机队结构，缓解公司日常经营活动的资金压力。联合资信将对上述非公开发行股票事项保持关注。

**跟踪期内，公司增资四川航空股份有限公司（以下简称“四川航空”），已缴纳部分出资款，当期确认较大规模投资损失；后续投资收益实现情况有待持续关注。**

根据公司 2023 年 12 月发布的《关于向参股公司增资暨签署增资扩股协议的公告》，为支持四川航空产业发展，增强其综合发展实力和抗风险能力，2023 年 12 月 29 日，公司与四川航空集团有限责任公司（以下简称“川航集团”）、中国东方航空股份有限公司、山东航空股份有限公司、成都银杏金阁投资有限公司签署《四川航空股份有限公司增资扩股协议》（以下简称“增资协议”），上述 5 方股东拟按股权同比例向四川航空增资人民币 120 亿元，其中公司以现金和实物资产分阶段<sup>1</sup>出资人民币 46.8 亿元（其中实物出资 1 架 A330-300 飞机 4.85 亿元，现金出资 41.95 亿元）。各方股东根据协议约定完成实缴出资后，公司仍持有四川航空 39% 的股权（川航集团持股比例为 40%）。根据公告，公司本次对四川航空增资符合国家“推动成渝地区双城经济圈建设”战略布局，有利于增强公司在区域民航市场影响力，强化公司与四川航空的战略合作，实现核心资源集约化配置。本次增资扩股后，四川航空仍为公司的参股公司，不会导致公司合并报表范围发生变化。

根据公司 2024 年 4 月披露的《关于签署参股公司增资协议之补充协议的公告》，公司董事会审议通过公司签订四川航空增资扩股协议之补充协议，补充协议主要内容包括：（1）公司、川航集团将共同推动并协助四川航空于 2028 年完成合格上市；（2）如 2028 年双方未能有效推动四川航空上市工作，公司可按照四川航空公司章程转让全部或部分持有的四川航空股权<sup>2</sup>。若无其他股东或第三方认购的，川航集团须按照公司转让计划规定的时间全部认购。

截至 2023 年底，公司已实缴投资款 23.40 亿元。2023 年，公司按照增资额与前期未确认的投资损失两者孰低，确认对四川航空投资损失 23.40 亿元。

<sup>1</sup> 按照增资协议约定，公司拟于增资协议签署后 10 个工作日内首期出资人民币 23.4 亿元，于 2024 年 6 月 30 日前完成第二期出资人民币 14.04 亿元，于 2025 年 3 月 31 日前完成第三期出资人民币 9.36 亿元。其中实物出资 1 架 A330-300 飞机作价依据为经国有资产评估备案的资产评估值，按照 1:1 的比例作价出资。

<sup>2</sup> 公司的转让价格应当按照（1）公司提出转让要求时目标股权对应双方协商一致的评估基准日的资产评估值或（2）公司拟转让的目标股权对应的本次增资的实际出资总金额和按照全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率计算同期利息之和（转让价格需符合国资监管规定）的孰高确定。

联合资信认为，2023 年公司对四川航空增资确认了较大规模的投资损失，对公司利润产生负面影响；长期看，增资四川航空符合公司战略规划，未来随着行业复苏，公司投资收益有望改善，且根据补充协议，公司本次增资款的投资退出机制明确，有利于保护公司利益。

## （四）经营方面

### 1 业务经营分析

2023 年以来，公司生产经营逐步恢复，主营业务收入快速增长，毛利率转正。

2023 年，随着生产经营的逐步恢复，公司旅客周转量同比大幅上升，航空客运收入显著增长带动公司营业总收入同比增长 83.70%。公司营业收入仍主要来自航空客运、货运及邮运业务。分区域看，公司主营业务收入中国内收入占比 76.07%，同比增长 119.42%；国际收入占比 22.78%，同比增长 20.42%；国内航线恢复明显。2023 年，公司主营业务成本同比增长 39.52%，主要系航油成本上涨及生产经营逐步恢复下加油量、飞机起降架次等增加导致航油成本、起降费等增加综合影响。同期，公司主营业务毛利率同比大幅提升，毛利率转正。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 446.01 亿元，较上年同期增长 30.97%；毛利率进一步提升至 10.93%。

图表 3 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块  | 2022 年 |        |         | 2023 年  |        |         |
|-------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|
|       | 收入     | 占比 (%) | 毛利率 (%) | 收入      | 占比 (%) | 毛利率 (%) |
| 客运    | 600.17 | 71.96  | -42.11  | 1361.70 | 88.07  | 4.92    |
| 货运及邮运 | 208.84 | 25.04  | 31.63   | 152.75  | 9.88   | 25.31   |
| 其他    | 25.04  | 3.00   | -42.13  | 31.64   | 2.05   | 4.93    |
| 合计    | 834.05 | 100.00 | -23.65  | 1546.09 | 100.00 | 6.93    |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 4 • 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

| 项目        | 2022 年  |        | 2023 年  |        |
|-----------|---------|--------|---------|--------|
|           | 金额      | 占比 (%) | 金额      | 占比 (%) |
| 航油成本      | 326.69  | 31.68  | 520.50  | 36.17  |
| 职工薪酬费用    | 202.89  | 19.67  | 231.22  | 16.07  |
| 折旧与摊销费用   | 229.56  | 22.26  | 259.62  | 18.04  |
| 起降服务费     | 84.73   | 8.22   | 163.81  | 11.38  |
| 飞机维护及修理费用 | 80.62   | 7.82   | 108.09  | 7.51   |
| 租赁费       | 10.44   | 1.01   | 13.90   | 0.97   |
| 餐食机供品费用   | 13.32   | 1.29   | 25.63   | 1.78   |
| 其他        | 83.04   | 8.05   | 116.12  | 8.07   |
| 主营业务成本合计  | 1031.29 | 100.00 | 1438.89 | 100.00 |

注：其他成本包括民航发展基金、机组过夜费、差旅费等

资料来源：联合资信根据公司年报整理

跟踪期内，公司持续完善航线网络，机队规模继续扩大。受航空客运需求恢复影响，公司运力投放明显增加，客运指标同比增长明显；货邮运量上升，收入同比有所下降。公司在飞机引进方面仍将面临较大的资金支出压力。

#### （1）航线布局

2023 年，公司聚焦构建以枢纽为核心、战略重点市场为关键、发展市场为支撑的、全网全通的发达航线网络。公司着力建设广州、北京两大综合性国际枢纽，实现双轮驱动，创造新的盈利模式和发展方式，网络型航空公司形态逐步形成。公司持续深耕大湾区，努力将广州枢纽打造成为与省市共建的国际航空枢纽典范，加快恢复广州枢纽国内外航线网络。同时，公司坚持北京枢纽做精做优，作为北京大兴机场最大的主基地公司，充分把握行业加速恢复时期发展新机遇，加快大兴枢纽建设，持续做好国内国际网络规划与布局，尽快形成“四进四出”航班波。2023 年，公司新增的主要航线或目的地包括银川-沈阳、深圳-西双版纳、哈尔滨-长沙-昆明、大连-青岛-成都天府、重庆-郑州-大连、乌鲁木齐-昆明、天津-成都天府等国内航线，北京大兴/大连/广州/哈尔滨/上海浦东/沈阳-大阪、重庆-吉隆坡、北京大兴-多哈、广州/深圳-河内等国际航线。

## (2) 机队规模

2023年，公司引进飞机37架（包括经营租赁飞机21架、融资租赁飞机13架、自购飞机3架），退出飞机23架。截至2023年底，公司共拥有飞机908架，较上年末净增加14架；公司机队规模仍居全国前列。公司机队以客机为主，自购、融资租赁、经营租赁方式取得飞机占比分别为36.01%、25.99%、38.00%。从机队结构来看，公司拥有的飞机主要为空客和波音系列飞机，少量为EMB190和ARJ21飞机。截至2023年底，公司机队中波音B737系列和空客A320系列占比较大，分别为42.51%和39.65%。2023年，公司飞机日利用率为8.93小时（行业均值8.1小时/日），比上年同期增加3.89小时；公司平均机龄9.2年。2024年一季度，公司引进15架飞机、退出6架飞机，截至2024年3月底，公司共运营飞机917架。

图表5·公司机队规模（单位：架）

| 分类        | 获取方式      | 2022年底     | 2023年底     |
|-----------|-----------|------------|------------|
| 客机        | 经营租赁      | 332        | 345        |
|           | 融资租赁      | 239        | 229        |
|           | 自购        | 308        | 317        |
|           | <b>小计</b> | <b>879</b> | <b>891</b> |
| 货机        | 经营租赁      | 0          | 0          |
|           | 融资租赁      | 7          | 7          |
|           | 自购        | 8          | 10         |
|           | <b>小计</b> | <b>15</b>  | <b>17</b>  |
| <b>合计</b> |           | <b>894</b> | <b>908</b> |

注：上表飞机数量为公司及其控股子公司拥有的飞机合计数  
 资料来源：公司年报，联合资信整理

## (3) 运营情况

从运力投放来看，2023年，受航空需求恢复影响，公司运力投放提升明显，2023年可用吨公里同比增长71.23%。2023年，公司完成运输总周转量（即RTK）同比增长81.83%。同期，公司平均总体载运率同比提升3.87个百分点至66.35%（行业均值67.7%）。2024年一季度，公司可用吨公里及运输总周转率同比分别增长31.38%、42.02%。

图表6·公司可用吨公里（ATK）情况（单位：亿吨公里）

| 地区        | 2022年底        | 2023年底        | 2024年3月底      |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 国内航线      | 161.40        | 303.48        | 78.73         |
| 港澳台航线     | 0.55          | 3.17          | 0.88          |
| 国际航线      | 100.26        | 142.33        | 47.40         |
| <b>合计</b> | <b>262.22</b> | <b>448.99</b> | <b>127.02</b> |

注：可用吨公里或“ATK”，指飞行公里数乘以可用载运吨位数  
 资料来源：公司年报、公司公告，联合资信整理

图表7·公司载运量及载运率情况（单位：亿吨公里）

| 项目         | 地区        | 2022年         | 2023年         | 2024年一季度      |
|------------|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 收费吨公里（RTK） | 国内航线      | 95.93         | 196.55        | 54.00         |
|            | 港澳台航线     | 0.23          | 1.84          | 0.55          |
|            | 国际航线      | 67.67         | 99.53         | 32.30         |
|            | <b>合计</b> | <b>163.84</b> | <b>297.91</b> | <b>86.85</b>  |
| 总体载运率      | 国内航线      | 59.44%        | 64.76%        | 68.59%        |
|            | 港澳台航线     | 41.20%        | 57.93%        | 62.55%        |
|            | 国际航线      | 67.50%        | 69.93%        | 68.15%        |
|            | <b>平均</b> | <b>62.48%</b> | <b>66.35%</b> | <b>68.38%</b> |

注：收费吨公里（或RTK），即运输总周转量，飞行公里数乘以运载（乘客及货邮）吨位量；总体载运率是指以收费吨公里除以可用吨公里所得的百分比，即RTK/ATK\*100%  
 资料来源：公司年报、公司公告，联合资信整理

从客运业务来看，2023年，公司旅客运输量超过1.4亿人次，同比增长127.03%，旅客运输量仍居国内各航空公司之首。公司载客仍主要来自国内航线，载客人数占比92.53%。2023年，公司收费客公里同比增长141.92%，国内航线收费客公里恢复明显。2023年，公司客座率提升至78.09%（行业均值77.9%）。

图表8·公司客运情况（单位：千人、亿客公里）

| 项目             | 地区        | 2022年           | 2023年            | 2024年一季度        |
|----------------|-----------|-----------------|------------------|-----------------|
| 载客人数           | 国内航线      | 61666.94        | 131571.96        | 36137.41        |
|                | 港澳台航线     | 157.23          | 1535.76          | 464.96          |
|                | 国际航线      | 812.95          | 9093.37          | 3878.14         |
|                | <b>合计</b> | <b>62637.12</b> | <b>142201.09</b> | <b>40480.51</b> |
| 收费客公里<br>(RPK) | 国内航线      | 969.87          | 2078.17          | 577.79          |
|                | 港澳台航线     | 1.75            | 18.09            | 5.56            |
|                | 国际航线      | 49.16           | 373.21           | 159.89          |
|                | <b>合计</b> | <b>1020.78</b>  | <b>2469.47</b>   | <b>743.24</b>   |
| 客座率            | 国内航线      | 66.59%          | 77.98%           | 83.51%          |
|                | 港澳台航线     | 42.66%          | 74.10%           | 76.68%          |
|                | 国际航线      | 63.22%          | 78.97%           | 81.48%          |
|                | <b>平均</b> | <b>66.35%</b>   | <b>78.09%</b>    | <b>83.01%</b>   |

注：收费客公里或“RPK”，即旅客周转量，飞行公里数乘以所承运乘客数量；部分2022年数据根据2023年年度报告略有调整  
 资料来源：公司年报、公司公告，联合资信整理

从货邮运输业务来看，2023年，公司货邮运输量同比增长19.47%。

图表9·公司货邮运输量情况（单位：千吨）

| 地区        | 2022年          | 2023年          | 2024年一季度      |
|-----------|----------------|----------------|---------------|
| 国内航线      | 633.62         | 840.80         | 224.36        |
| 港澳台航线     | 6.87           | 23.03          | 6.47          |
| 国际航线      | 686.17         | 721.09         | 202.78        |
| <b>合计</b> | <b>1326.66</b> | <b>1584.92</b> | <b>433.62</b> |

注：部分2022年数据根据2023年年度报告略有调整  
 资料来源：公司年报、公司公告，联合资信整理

#### （4）投资计划

公司主要资本支出为分期支付的飞机购买款项。公司将分期支付的购机款列入在建工程，2023年底账面余额为322.92亿元。2024—2026年，公司计划交付飞机数量82架、54架、54架<sup>3</sup>，退出飞机数量42架、37架、44架，预测2026年底机队规模将达到975架。2024—2026年，公司已授权并已订立合同的飞机、发动机及飞行设备的资本支出承诺合计1028.83亿元，其中1年以内（含1年）210.59亿元，1~2年（含2年）255.91亿元，2~3年（含3年）227.08亿元，3年以上335.25亿元。

## 2 未来发展

公司确定了“坚持五大发展、实施五大战略、推进六大行动、实现六大转变”<sup>4</sup>的高质量发展总体思路，“十四五”规划围绕“建设具有全球竞争力的世界一流航空运输企业”的发展愿景，明确到2025年，初步构建起以航空运输主业为核心、支柱产业为骨干的协同发展格局。2024年，公司将：（1）坚决守牢安全底线，持续提升安全品质；（2）提升市场核心竞争力，提高经营水平；（3）持续提高运行品质，打造一流服务品牌；（4）加快推进战略落地，不断开拓发展空间；（5）推进改革深化提升，激发动力活力。航线网络方面，公司将以边际

<sup>3</sup> 公司机队未来引进退出计划后续可能根据合同签订及飞机交付情况进行调整。

<sup>4</sup> 坚持安全、高质量、创新、合作和共享的“五大发展”理念，聚焦枢纽网络战略、生态圈战略、创新驱动战略、精益管控战略、品牌经营战略的“五大战略”，推进开展“补短板、提质量、创一流”专项行动、加快北京大兴枢纽建设、实施改革深化提升行动、全力推动数字化转型、深入推进五大结构调整优化、全面打造“五化”服务的“六大行动”，力求实现由重速度向重质量转变，由全面拓展市场向重点突破转变，由相对单一产业向高相关多元化产业转变，由重计划管控向重市场运作转变，由传统商业模式向数字化、生态圈转变，由粗放型管理向精细化管理转变这“六大转变”。

贡献总量最大化为目标，加大国内市场运力投入，提升国际航线收益品质。国内计划增加广州-郑州-巴彦淖尔、深圳-武汉-吕梁等航线。国际及地区计划增加广州-多哈、北京大兴-利雅得、深圳-利雅得、乌鲁木齐-埃里温、深圳-墨西哥城-蒂华纳-深圳、北京大兴-澳门等航线。2024—2026年，公司计划交付飞机数量合计190架。公司机队规模将保持增长趋势。

根据国际航协的预测，2024年全球航空业有望保持增长态势，预计航空业全年收入水平、全球旅客出行人数有望持续增长。随着需求的继续恢复，公司营业收入和利润水平有望明显改善，但与此同时，公司未来经营同时受到全球经济形势、地缘政治冲突、高铁等交通方式的替代、市场竞争、不可抗力等诸多因素影响，利润水平同时受航油价格波动及汇率水平等影响大。

## （五）财务方面

公司提供了2022—2023年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2024年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司会计制度未发生重大变化。合并范围方面，2023年，公司因注销导致合并范围减少子公司2家。2024年一季度，公司合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

### 1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模变动不大，资产构成仍以飞机类相关资产形成的固定资产、在建工程和使用权资产为主，货币资金较充裕，公司整体资产质量仍较高。

2023年底，公司资产总额略有下降，主要系货币资金下降所致；资产结构变动不大。公司货币资金主要为存放于银行及中国南航集团财务有限公司（以下简称“南航财务公司”）的存款（占比98.52%），2023年底下降较多主要系购置飞机、购买大额存单、偿还债务等影响（大额存单计入“交易性金融资产”“其他非流动金融资产”科目，2023年底余额合计62.22亿元）；期末受限货币资金1.37亿元，受限比例低。公司固定资产较上年底增长2.5%，主要系购置飞机（含在建工程转入及因行使购买权自使用权资产转入的）及飞行设备等；期末固定资产主要由自有飞机631.76亿元（占67.88%）、房屋及建筑物176.91亿元（占19.01%）、其他飞行设备（包括高价周转件）88.91亿元（占9.55%）构成，累计计提折旧955.45亿元，计提减值准备21.32亿元；固定资产成新率（48.70%）一般。公司使用权资产较上年底下降3.45%，主要系转入固定资产核算及处置部分租赁资产、计提折旧所致；期末公司使用权资产主要为租赁飞机及发动机（1195.64亿元，占97.90%）。公司在建工程较上年底增长2.63%，主要为分期支付购买飞机及飞行设备款322.92亿元（占比94.42%）。截至2023年底，公司受限资产全部为货币资金，受限比例低。截至2024年3月底，公司资产总额较上年底增长1.46%，资产结构较上年底变化小。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

| 科目           | 2022 年底        |               | 2023 年底        |               | 2024 年 3 月底    |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|              | 金额             | 占比 (%)        | 金额             | 占比 (%)        | 金额             | 占比 (%)        |
| <b>流动资产</b>  | <b>327.71</b>  | <b>10.50</b>  | <b>277.41</b>  | <b>8.97</b>   | <b>300.45</b>  | <b>9.58</b>   |
| 货币资金         | 202.40         | 6.49          | 99.24          | 3.21          | 104.62         | 3.33          |
| <b>非流动资产</b> | <b>2792.30</b> | <b>89.50</b>  | <b>2814.85</b> | <b>91.03</b>  | <b>2836.84</b> | <b>90.42</b>  |
| 固定资产         | 908.10         | 29.11         | 930.76         | 30.10         | 932.71         | 29.73         |
| 在建工程         | 333.22         | 10.68         | 341.99         | 11.06         | 354.89         | 11.31         |
| 使用权资产        | 1264.91        | 40.54         | 1221.31        | 39.50         | 1225.33        | 39.06         |
| <b>资产总额</b>  | <b>3120.01</b> | <b>100.00</b> | <b>3092.26</b> | <b>100.00</b> | <b>3137.29</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司所有者权益受经营盈亏影响呈波动下降趋势；权益稳定性一般。

受经营亏损影响，2023年底公司所有者权益继续下降。2024年一季度，公司扭亏为盈，所有者权益有所增长。截至2024年3月底，公司所有者权益合计532.53亿元，其中股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占比34.03%、99.07%、-67.85%和29.51%。

公司债务负担重，债务结构有待优化。



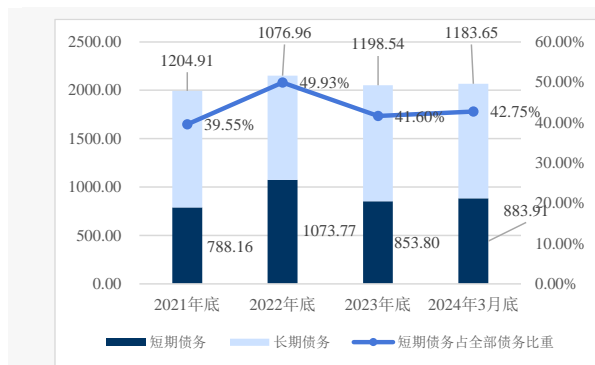
2023 年底，公司负债总额较 2022 年底略有增长，负债结构相对均衡。公司应付账款主要为应付飞机及发动机修理费、起降费、航油款等，随着生产恢复呈上升态势。有息债务方面，2023 年底，公司全部债务较上年底下降 4.57%，主要系偿还超短期融资券（计入“其他流动负债”）、中期票据、租赁负债。公司短期债务占比快速下降，债务结构以长期债务为主。从构成看，公司有息债务以信用借款、租赁负债、债券、委托贷款（股东南航集团通过南航财务公司向公司提供的委托贷款）为主，2023 年底占比分别为 38.80%、43.12%、10.51%、7.31%。从融资成本看，2023 年底，公司短期借款融资成本为 1.90%~6.07%，长期借款融资成本为 1.20%~3.43%。截至 2024 年 5 月 15 日，公司存续债券票面利率水平为 2.08%~3.28%。公司通过多渠道多融资方式降低融资成本。从债务指标来看，受权益下降影响，2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均较上年底有所上升。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 1.26%，负债结构较上年底变化不大，有息债务较 2023 年底略有上升。公司整体债务负担重，债务结构有待优化。

图表 11 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

| 科目           | 2022 年底        |               | 2023 年底        |               | 2024 年 3 月底    |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|              | 金额             | 占比 (%)        | 金额             | 占比 (%)        | 金额             | 占比 (%)        |
| <b>流动负债</b>  | <b>1414.58</b> | <b>55.07</b>  | <b>1294.36</b> | <b>50.32</b>  | <b>1337.67</b> | <b>51.35</b>  |
| 短期借款         | 536.74         | 20.89         | 513.62         | 19.97         | 505.77         | 19.42         |
| 应付账款         | 143.51         | 5.59          | 197.22         | 7.67          | 222.19         | 8.53          |
| 一年内到期的非流动负债  | 411.67         | 16.03         | 337.82         | 13.13         | 371.12         | 14.25         |
| 其他流动负债       | 125.36         | 4.88          | 0.00           | 0.00          | 5.00           | 0.19          |
| <b>非流动负债</b> | <b>1154.29</b> | <b>44.93</b>  | <b>1277.93</b> | <b>49.68</b>  | <b>1267.09</b> | <b>48.65</b>  |
| 长期借款         | 153.16         | 5.96          | 381.30         | 14.82         | 385.70         | 14.81         |
| 应付债券         | 191.28         | 7.45          | 123.92         | 4.82          | 101.57         | 3.90          |
| 租赁负债         | 729.63         | 28.40         | 692.32         | 26.91         | 696.33         | 26.73         |
| <b>负债总额</b>  | <b>2568.87</b> | <b>100.00</b> | <b>2572.29</b> | <b>100.00</b> | <b>2604.76</b> | <b>100.00</b> |

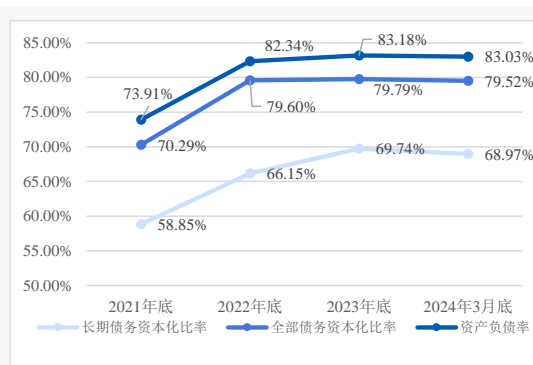
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 12 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 13 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023 年，公司营业总收入恢复增长，并大幅减亏；但受投资损失等影响，利润总额仍为负。2024 年一季度，随着航空客运市场的继续复苏，公司扭亏为盈。公司利润水平受航油价格波动、汇率水平等影响大。

2023 年，公司营业总收入同比增长 83.70%，主要系生产恢复，旅客周转量增加带动客运收入增长所致；营业成本同比增长 39.41%，增速低于营业收入，主要系航空运输业折旧等固定成本占比较高所致；公司营业利润率转正。2023 年，公司期间费用同比小幅下降 2.43%，主要系汇兑损失大幅下降带动财务费用较少（2023 年公司汇兑损失 6.87 亿元，上年为 36.19 亿元）。公司销售费用同比增长 45.53%，主要系生产恢复，业务代理手续费、电脑订座费等相应增加。公司期间费用率为 10.82%，较上年下降明显（同比下降 9.56 个百分点），期间费用仍对公司利润形成一定侵蚀。公司大量的租赁负债以外币为单位，主要是美元、欧元及日元，因此人民币兑外币的贬值或升值都会对公司的业绩构成重大影响。其中，美元兑人民币汇率的变动对公司财务费用的影响较大。2023 年，公司确认政府补助 37.97 亿元，主要为航



线补贴、航空事业补贴等，同比下降 20.50%。同期，公司公允价值变动收益 8.74 亿元，主要系可转债的衍生工具部分确认公允价值变动收益 8.01 亿元。2023 年，公司投资损失较大，主要系确认四川航空投资损失 23.40 亿元。2023 年，公司利润总额同比大幅增长，但受投资亏损、期间费用侵蚀等影响，利润仍呈亏损态势。从盈利指标看，2023 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率得到改善。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 30.97%；实现利润总额 15.83 亿元，扭亏为盈。

图表 14 • 公司盈利情况（单位：亿元）

| 项目        | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 1—3 月 |
|-----------|---------|---------|--------------|
| 营业总收入     | 870.59  | 1599.29 | 446.01       |
| 营业成本      | 1058.62 | 1475.82 | 397.25       |
| 期间费用      | 177.44  | 173.12  | 42.92        |
| 其中：销售费用   | 45.55   | 66.29   | 16.18        |
| 管理费用      | 35.60   | 37.79   | 10.01        |
| 财务费用      | 92.40   | 63.93   | 15.39        |
| 其他收益      | 46.70   | 37.79   | 7.67         |
| 公允价值变动收益  | -3.88   | 8.74    | 0.73         |
| 投资收益      | 5.55    | -16.88  | 1.46         |
| 利润总额      | -315.26 | -16.45  | 15.83        |
| 营业利润率（%）  | -21.87  | 7.39    | --           |
| 总资本收益率（%） | -10.25  | 1.11    | --           |
| 净资产收益率（%） | -61.14  | -5.93   | --           |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023 年，公司经营活动现金净流入规模明显增长，收入实现质量仍高。同期，公司投资活动现金净流出规模提升；公司筹资活动现金流由上年的净流入转为净流出。

公司经营活动现金流主要体现为航空运输业务收入及成本支出。2023 年，公司经营活动现金净流入量同比大幅增长，主要系跟踪期内生产恢复、客运收入增长带动。公司收入实现质量仍高。2023 年，公司投资活动产生的现金净流出规模较上年增长 223.86%，主要系本期处置长期资产收到的现金减少且投资支付的现金增加（购买存单、股权投资等）的综合影响。受引进自有飞机、对外投资影响，公司投资活动持续净流出。2023 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，公司融资规模下降且偿还债务支付的现金增加。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目                | 2022 年        | 2023 年         | 2024 年 1—3 月  |
|-------------------|---------------|----------------|---------------|
| 经营活动现金流入          | 1064.10       | 1844.85        | 499.19        |
| 经营活动现金流出          | 1029.45       | 1443.51        | 401.42        |
| <b>经营活动现金流量净额</b> | <b>34.65</b>  | <b>401.34</b>  | <b>97.77</b>  |
| 投资活动现金流入          | 69.37         | 26.89          | 3.27          |
| 投资活动现金流出          | 123.44        | 202.00         | 39.76         |
| <b>投资活动现金流量净额</b> | <b>-54.07</b> | <b>-175.11</b> | <b>-36.49</b> |
| 筹资活动现金流入          | 1130.04       | 847.42         | 73.76         |
| 筹资活动现金流出          | 1127.05       | 1177.48        | 133.47        |
| <b>筹资活动现金流量净额</b> | <b>2.99</b>   | <b>-330.06</b> | <b>-59.71</b> |
| 现金收入比（%）          | 110.39        | 112.06         | 108.39        |

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

## 2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标表现仍弱，长期偿债指标明显改善。公司融资渠道畅通，授信充足，或有负债风险低。

图表 16 • 公司偿债指标

| 项目     | 指标              | 2022 年  | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
|--------|-----------------|---------|--------|------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 (%)        | 23.17   | 21.43  | 22.46      |
|        | 速动比率 (%)        | 22.19   | 20.22  | 21.12      |
|        | 现金类资产/短期债务 (倍)  | 0.19    | 0.15   | 0.15       |
| 长期偿债指标 | EBITDA (亿元)     | -12.60  | 314.63 | --         |
|        | 全部债务/EBITDA (倍) | -170.69 | 6.52   | --         |
|        | EBITDA/利息支出 (倍) | -0.19   | 4.77   | --         |
|        | 经营现金/利息支出 (倍)   | 0.52    | 6.08   | --         |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比表现仍较弱。从长期偿债指标看，2023 年公司 EBITDA 明显上升，对债务本息的保障能力提升。公司经营现金对利息支出的保障能力好。

截至 2023 年底，公司已获得多家国内银行及其他金融机构提供的合计 3967.94 亿元的授信额度，尚未使用的授信额度为 2667.66 亿元，间接融资渠道通畅。同时，公司为境内外多地上市企业，直接融资渠道畅通。

对外担保方面，公司及其控股子公司厦门航空的部分飞行学员需要为个人承担的培训费和在学习期间的学杂费申请个人贷款，并由公司及厦门航空对个人贷款提供连带责任担保。截至 2023 年底，由公司和厦门航空对飞行学员提供的担保贷款余额为 1.02 亿元，上述对外担保事项均有反担保措施，公司或有负债风险低。

截至 2023 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

## 3 公司本部主要变化情况

公司本部资产和营业总收入等占合并口径的比重较大，公司本部债务负担重且短期偿债指标表现弱。

截至 2023 年底，公司本部资产总额、所有者权益、营业总收入分别占合并口径的 81.28%、50.98%和 65.64%。2023 年，公司本部实现营业总收入 1049.80 亿元，利润总额-46.55 亿元，较上年大幅减亏。2023 年底，公司本部全部债务 1853.73 亿元（占合并口径的 90.32%），公司本部资产负债率 89.47%，全部债务资本化比率 87.51%，债务负担重。截至 2023 年底，公司本部现金短期债务比为 0.07 倍，短期偿债指标表现弱。

### （六）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司始终坚持绿色发展理念，认真履行环保职责，不断完善污染防治和环保管理水平。公司通过节油、节约餐食、使用电子值机、使用电子行程单、航空器起降减噪等措施持续贯彻绿色飞行、低碳出行理念，从飞行效能优化、地面节能降碳、能源绿色转型、环境污染防治、资源循环利用、专业体系构建、协调创新探索等七大行动，系统推进碳达峰、碳中和工作。公司主要排放污染物为废水、废气和危险废物，2023 年，公司各项污染物排放均符合国家相关排放标准，未出现违反环保法律法规的情况，未发生特大环境污染事故或重、特大破坏生态环境以及一般环境污染事故和破坏生态环境事件。2023 年，公司累计节油 17.51 万吨，减碳 55.16 万吨，吨公里油耗降至 2.732 吨/万吨公里，荣获《中国民航》天选航旅榜单“年度环保航空公司”。

社会责任方面，公司纳税情况正常，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人；公司员工劳动合同签订率、社保覆盖率均为 100%，构建了人才培养机制，年人均培训时长 149.48 小时，注重员工安全及公平雇佣，女性员工占比 39.11%。客户服务方面，公司持续开展航班正常提

升行动，建立旅客视角航班正常体系，完善服务质量管理体系，用户服务满意度为 4.638（5 分制）。公司积极响应政府政策，持续深化南航特色扶贫模式，承担新疆 2 个定点帮扶县，其他地区 1 个县、1 个镇、20 个村的帮扶任务。

治理方面，公司信息披露（含 ESG 信息）质量良好，跟踪期内获得上交所 2022-2023 年度信息披露 A 级评价（至此公司连续十年获得上交所信息披露级评价）；公司严格按照各上市地监管法规，不断完善《公司章程》及相关治理细则。公司董事会中独董占比超过一半，荣获中国上市公司协会“董事会最佳实践”。近年来公司涉及的法律诉讼较少，在信息披露、关联交易、高管行为等方面未发生违法违规事件，且未收到行政和监管部门处罚。

## 七、外部支持

**公司是南航集团航空运营业务唯一运营主体，地位突出；公司在业务协同、授信、航线补贴方面持续获得控股股东及政府的大力支持。**

公司控股东南航集团作为国务院国资委直接管理的三大骨干航空集团之一，主营航空运输业务，兼营金融理财、建设开发、传媒广告等相关产业，综合实力非常强。南航集团及其关联方在飞机维修、广告制作、飞机租赁等方面与公司开展合作。此外，南航集团及南航财务公司在授信、委托贷款等方面给予公司支持。截至 2023 年底，公司累计获得南航财务公司综合授信 300 亿元，借款余额 74.42 亿元，利率为 2.80%~3.30%。截至 2023 年底，公司从南航集团获得的委托贷款余额 150.08 亿元，利率为 2.00%~3.43%。

2023 年，公司获得的航线补贴、航空事业补贴及其他与收益相关的政府补助为 37.97 亿元。

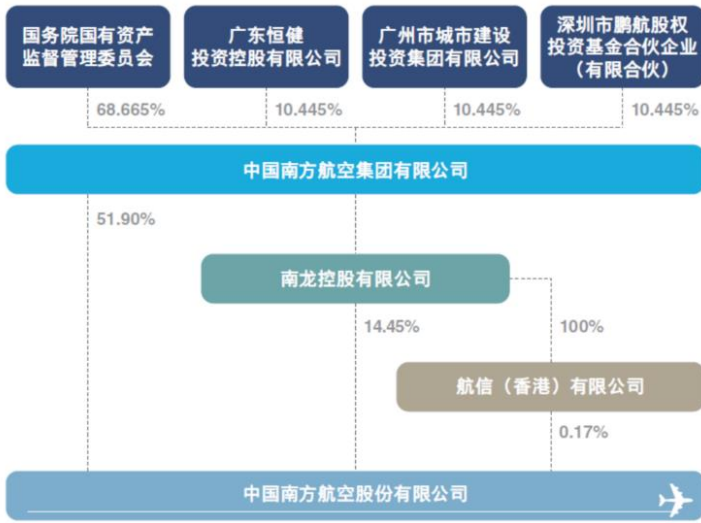
## 八、债券偿还能力分析

截至 2024 年 4 月底，公司存续期可转换债券“南航转债”余额 58.96309 亿元。“南航转债”设置了转股价格向下修正条款、提前赎回条款等，有利于促进投资者转股，进而减轻公司的偿债压力。截至报告出具日，“南航转债”转股比例较高，联合资信将持续关注其转股及转股条款的变化情况。

## 九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“南航转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

| 子公司名称              | 业务性质          | 注册资本金<br>(亿元) | 直接持股<br>比例 (%) | 2023 年 (底) 主要财务数据 (亿元) |       |        |
|--------------------|---------------|---------------|----------------|------------------------|-------|--------|
|                    |               |               |                | 营业收入                   | 净利润   | 资产总额   |
| 厦门航空有限公司           | 航空运输          | 140.00        | 55.00          | 335.62                 | 4.79  | 561.58 |
| 汕头航空有限公司           | 航空运输          | 2.80          | 60.00          | 25.99                  | 0.07  | 80.90  |
| 珠海航空有限公司           | 航空运输          | 2.50          | 60.00          | 21.86                  | -2.58 | 3.55   |
| 贵州航空有限公司           | 航空运输          | 12.81         | 60.00          | 29.91                  | -0.43 | 13.41  |
| 重庆航空有限责任公司         | 航空运输          | 12.00         | 60.00          | 38.68                  | -2.08 | 41.67  |
| 中国南方航空河南航空有限公司     | 航空运输          | 60.00         | 60.00          | 40.43                  | -0.16 | 33.11  |
| 广州南联航空食品有限公司       | 航空配餐          | 2.40          | 70.50          | /                      | /     | /      |
| 中国南航集团进出口贸易有限公司    | 进出口贸易代理<br>服务 | 0.30          | 100.00         | /                      | /     | /      |
| 北京南航地面服务有限公司       | 地面服务          | 8.81          | 100.00         | /                      | /     | /      |
| 珠海翔翼航空技术有限公司       | 飞行员培训服务       | 4.70          | 100.00         | /                      | /     | /      |
| 中国南方航空雄安航空有限公司     | 航空运输          | 100.00        | 100.00         | /                      | /     | /      |
| 南航南沙融资租赁 (广州) 有限公司 | 租赁业           | 20.00         | 100.00         | /                      | /     | /      |
| 南方航空物流股份有限公司       | 航空运输          | 18.18         | 55.00          | 166.05                 | 24.29 | 173.92 |
| 沈阳北方飞机维修有限公司       | 航空维修及维护       | 0.32          | 100.00         | /                      | /     | /      |
| 广东南航明珠航空服务有限公司     | 餐饮及住宿         | 0.05          | 100.00         | /                      | /     | /      |

注：公司原持有南龙国际货运有限公司（以下简称“南龙货运”）51%的股权，2023 年 7 月，公司向子公司南方航空物流股份有限公司（以下简称“南航物流”）转让南龙货运 51%的股权；同时，南航物流自第三方公司收购南龙货运 49%的股权，自此，南龙货运成为南航物流的全资子公司

资料来源：联合资信根据公司年报整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

| 项 目                | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 202.40  | 130.83  | 136.22     |
| 应收账款（亿元）           | 26.56   | 33.22   | 44.06      |
| 其他应收款（亿元）          | 19.39   | 16.36   | 18.14      |
| 存货（亿元）             | 13.87   | 15.65   | 17.98      |
| 长期股权投资（亿元）         | 62.05   | 67.18   | 68.48      |
| 固定资产（亿元）           | 908.10  | 930.76  | 932.71     |
| 在建工程（亿元）           | 333.22  | 341.99  | 354.89     |
| 资产总额（亿元）           | 3120.01 | 3092.26 | 3137.29    |
| 实收资本（亿元）           | 181.21  | 181.21  | 181.21     |
| 少数股东权益（亿元）         | 140.57  | 152.13  | 157.13     |
| 所有者权益（亿元）          | 551.14  | 519.97  | 532.53     |
| 短期债务（亿元）           | 1073.77 | 853.80  | 883.91     |
| 长期债务（亿元）           | 1076.96 | 1198.54 | 1183.65    |
| 全部债务（亿元）           | 2150.73 | 2052.34 | 2067.56    |
| 营业总收入（亿元）          | 870.59  | 1599.29 | 446.01     |
| 营业成本（亿元）           | 1058.62 | 1475.82 | 397.25     |
| 其他收益（亿元）           | 46.70   | 37.79   | 7.67       |
| 利润总额（亿元）           | -315.26 | -16.45  | 15.83      |
| EBITDA（亿元）         | -12.60  | 314.63  | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 961.02  | 1792.17 | 483.41     |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 1064.10 | 1844.85 | 499.19     |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 34.65   | 401.34  | 97.77      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -54.07  | -175.11 | -36.49     |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 2.99    | -330.06 | -59.71     |
| <b>财务指标</b>        |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 31.35   | 53.49   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 69.67   | 99.99   | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.27    | 0.51    | --         |
| 现金收入比（%）           | 110.39  | 112.06  | 108.39     |
| 营业利润率（%）           | -21.87  | 7.39    | 10.64      |
| 总资本收益率（%）          | -10.25  | 1.11    | --         |
| 净资产收益率（%）          | -61.14  | -5.93   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 66.15   | 69.74   | 68.97      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 79.60   | 79.79   | 79.52      |
| 资产负债率（%）           | 82.34   | 83.18   | 83.03      |
| 流动比率（%）            | 23.17   | 21.43   | 22.46      |
| 速动比率（%）            | 22.19   | 20.22   | 21.12      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 2.45    | 31.01   | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.19    | 0.15    | 0.15       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | -0.19   | 4.77    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | -170.69 | 6.52    | --         |

注：1. 已将其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务核算；将长期应付款调整至长期债务核算；2. 2024 年一季度财务数据未经审计  
 资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理



**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

| 项 目                | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 84.78   | 55.61   | /          |
| 应收账款（亿元）           | 18.84   | 24.46   | /          |
| 其他应收款（亿元）          | 72.19   | 72.20   | /          |
| 存货（亿元）             | 9.36    | 10.14   | /          |
| 长期股权投资（亿元）         | 163.94  | 186.62  | /          |
| 固定资产（亿元）           | 470.49  | 458.96  | /          |
| 在建工程（亿元）           | 241.79  | 232.55  | /          |
| 资产总额（亿元）           | 2591.59 | 2513.33 | /          |
| 实收资本（亿元）           | 181.21  | 181.21  | /          |
| 少数股东权益（亿元）         | 0.00    | 0.00    | /          |
| 所有者权益（亿元）          | 313.21  | 264.60  | /          |
| 短期债务（亿元）           | 953.65  | 759.61  | /          |
| 长期债务（亿元）           | 1012.76 | 1094.12 | /          |
| 全部债务（亿元）           | 1966.41 | 1853.73 | /          |
| 营业总收入（亿元）          | 526.01  | 1049.80 | /          |
| 营业成本（亿元）           | 722.14  | 1002.46 | /          |
| 其他收益（亿元）           | 12.03   | 15.86   | /          |
| 利润总额（亿元）           | -291.08 | -46.55  | /          |
| EBITDA（亿元）         | /       | /       | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 552.59  | 1185.90 | /          |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 616.20  | 1209.24 | /          |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | -35.40  | 263.13  | /          |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | 28.78   | -34.74  | /          |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -27.59  | -289.15 | /          |
| <b>财务指标</b>        |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 23.10   | 48.49   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 70.90   | 102.82  | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.20    | 0.41    | --         |
| 现金收入比（%）           | 105.05  | 112.96  | /          |
| 营业利润率（%）           | -37.52  | 4.27    | /          |
| 总资本收益率（%）          | -10.61  | 0.21    | --         |
| 净资产收益率（%）          | -94.71  | -18.37  | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 76.38   | 80.53   | /          |
| 全部债务资本化比率（%）       | 86.26   | 87.51   | /          |
| 资产负债率（%）           | 87.91   | 89.47   | /          |
| 流动比率（%）            | 21.37   | 22.17   | /          |
| 速动比率（%）            | 20.60   | 21.26   | /          |
| 经营现金流动负债比（%）       | -2.91   | 23.72   | /          |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.09    | -18.37  | /          |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | /       | /       | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | /       | /       | --         |

注：将公司本部其他流动负债中的超短期融资券计入短期债务核算；将长期应付款调整至长期债务核算；公司未提供 2024 年一季度公司本部财务报表  
 资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式  |
|-----------------|---|
| <b>增长指标</b>     |   |
| 资产总额年复合增长率      |   |
| 净资产年复合增长率       | (1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%                       |
| 营业总收入年复合增长率     | (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |   |
| <b>经营效率指标</b>   |   |
| 销售债权周转次数        | 营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)                    |
| 存货周转次数          | 营业成本/平均存货净额   |
| 总资产周转次数         | 营业总收入/平均资产总额  |
| 现金收入比           | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%                           |
| <b>盈利指标</b>     |   |
| 总资产收益率          | (净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%                |
| 净资产收益率          | 净利润/所有者权益×100%                                      |
| 营业利润率           | (营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%                       |
| <b>债务结构指标</b>   |   |
| 资产负债率           | 负债总额/资产总计×100%                                      |
| 全部债务资本化比率       | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%                         |
| 长期债务资本化比率       | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%                              |
| 担保比率            | 担保余额/所有者权益×100%                                     |
| <b>长期偿债能力指标</b> |   |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出   |
| 全部债务/EBITDA     | 全部债务/EBITDA   |
| <b>短期偿债能力指标</b> |   |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                  |
| 速动比率            | (流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%                             |
| 经营现金流负债比        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                              |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务  |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| 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                         |

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义                                |
|------|-----------------------------------|
| 正面   | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大           |
| 稳定   | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面   | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大           |
| 发展中  | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |