

春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010127】

评级对象: 春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (本次债券/债项)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA (未安排增级)

评级时间: 2016 年 5 月 26 日

计划发行: 不超过 23 亿元 (含 23 亿元)

本期发行: 不超过 23 亿元 (含 23 亿元)

存续期限: 不超过 5 年 (含 5 年)

发行目的: 偿还计息负债, 补充流动资金
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	12.41	19.83	20.16	20.69
刚性债务	28.65	43.78	53.22	57.95
所有者权益	27.44	35.50	65.04	68.50
经营性现金净流入量	14.48	11.09	14.46	0.28
合并数据及指标:				
总资产	76.51	112.61	160.29	164.86
总负债	49.08	77.08	94.89	95.79
刚性债务	29.99	56.06	63.09	71.36
所有者权益	27.43	35.53	65.40	69.06
营业收入	65.63	73.28	80.94	20.89
净利润	7.32	8.84	13.28	3.67
经营性现金净流入量	15.36	10.76	16.10	0.73
EBITDA	14.29	16.82	23.36	—
资产负债率[%]	64.15	68.45	59.20	58.11
权益资本与刚性债务比率[%]	91.45	63.38	103.66	96.79
流动比率[%]	86.02	69.29	85.65	78.98
现金比率[%]	66.20	56.91	62.15	55.63
利息保障倍数[倍]	7.36	7.47	9.44	—
净资产收益率[%]	30.41	28.09	26.31	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	31.24	17.06	18.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.32	-21.05	-20.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.33	9.34	11.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.39	0.39	—

注: 根据春秋航空经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理计算。

分析师

薛雨婷 xytt@shxsj.com

林霞婧 lyj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

薛雨婷

林霞婧

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **低成本航空运输业发展空间较大。**我国低成本航空目前市场渗透率较低, 随着国家支持政策的不断推进及低成本模式认可度的提升, 低成本航空运输行业具有较广阔的发展空间, 发展前景良好。
- **低成本经营管理模式较成熟。**春秋航空是我国首家低成本航空公司, 低成本模式运营管理经验丰富, 经营管理效率较高, 且拥有自主研发的分销、结算等运行管理系统, 在低成本航空运输领域综合竞争力强。
- **基地优势。**春秋航空主营业务发展稳健, 已基本形成以华东上海为核心, 以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为战略支撑点的国内航线网络布局, 并于泰国曼谷、日本大阪及韩国济州设立过夜航站, 具有较强的基地优势。
- **主营业务现金获取能力强。**春秋航空主营业务盈利能力不断提升, 资金回笼能力较强, 且货币资金储备充裕, 整体债务本息偿付保障程度高。
- **资本实力不断提升。**春秋航空 2015 年 1 月成功于上海证券交易所上市, 资本实力得到较大提升, 融资渠道得到有效拓展。

➤ 主要风险/关注:

- **行业竞争压力加大。**近年我国国有大型航空公司下属子公司陆续进入低成本航空领域, 低成本航空运输行业内竞争日益加剧, 加之高铁等客运方式的快速发展使航空客运业务面临较大的分流压力, 春秋航空经营压力有所加大。

- **境外业务投资风险。**春秋航空近年不断加大对国际业务的投资拓展，经营管理难度有所加大，且受境外航线培育期的不确定影响，公司或面临一定的投资损失风险。
- **资本支出及飞行员补充压力。**春秋航空未来拟加快机队扩充速度，将面临较大的资本性支出压力，同时随着运能的扩张，公司也将面临一定的飞行员补充压力。
- **汇率波动风险。**春秋航空利润实现对汇兑损益存在一定依赖，汇率波动将对公司经营业绩产生一定影响。

➤ 未来展望

通过对春秋航空及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《工商企业信用评级方法概论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券

信用评级报告

一、公司概况

该公司前身为春秋航空有限公司，系由上海春秋国际旅行社（集团）有限公司（以下简称“春秋国旅”）和上海春秋包机旅行社有限公司（以下简称“春秋包机”）于 2004 年 11 月共同出资设立，初始注册资本 0.80 亿元，春秋国旅和春秋包机的持股比例分别为 60% 和 40%。2009 年 5 月，春秋国旅对公司增资 1.20 亿元，增资后对公司持股比例升至 84%。2010 年 10 月，春秋包机将其持有的公司 6% 和 3% 股权分别转让予上海春翔投资有限公司（以下简称“春翔投资”）及上海春翼投资有限公司（以下简称“春翼投资”），股权转让后，春秋国旅、春秋包机、春翔投资及春翼投资对公司的持股比例分别为 84%、7%、6% 和 3%。2010 年 11 月，公司整体改制为股份有限公司，并更名为现名，注册资本变更为 3.00 亿元。2015 年 1 月，公司于上海证券交易所首次公开发行 A 股 1.00 亿股，发行后公司总股本增至 4.00 亿股。2015 年 10 月，公司以资本公积金中股本溢价部分向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司总股本增加至 8.00 亿股。截至 2016 年 3 月末，春秋国旅持有公司 63% 股份，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人王正华。

该公司主要从事航空运输业务，是国内首家低成本航空公司，经营模式较为成熟，管理运营经验丰富，近年来客座率和飞机日平均利用小时均保持在行业内较高水平，在我国低成本航空运输领域具有较强的竞争优势。公司主营业务由本部直接负责运营，下属子公司主要从事部分电子商务及服务附属或配套业务，业务规模均较小。截至 2015 年末，公司下属控股子公司 11 家、参股公司 2 家，子公司概况详见附录三。

二、债项概况

（一）本次债券概况

该公司拟向中国证监会申请公开发行不超过人民币 23 亿元的公司债券，期限不超过 5 年。公司拟将所募集资金中的 9.00 亿元用于偿还计息负债；14.00 亿元用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券
总发行规模:	不超过 23 亿元人民币 (含 23 亿元)
本期发行规模:	不超过 23 亿元人民币 (含 23 亿元)
本次债券期限:	不超过 5 年 (含 5 年)
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。
增级安排:	无

资料来源: 春秋航空

(二) 本次债券募集资金用途

■ 偿还计息负债

该公司拟使用 9.00 亿元用于偿还一年内到期的计息负债, 优化债务结构, 具体详见图表 2。

图表 2. 公司拟以募集资金偿还的计息负债具体情况

借款人	起息日	到期日	币种	原币金额	人民币金额
国家开发银行	2014-7-30	2016-9-29	美元	38,397,181	248,704,715
中国银行	2015-6-30	2016-6-29	日元	1,781,146,158	99,387,956
中国银行	2015-7-31	2016-7-29	日元	1,188,680,742	66,328,385
中国银行	2015-7-31	2016-7-29	日元	1,188,680,742	66,328,385
天津银行	2015-8-5	2016-8-3	美元	5,032,544	32,596,598
中国银行	2015-8-31	2016-8-30	日元	1,732,192,844	96,656,361
浦发银行	2015-10-30	2016-10-28	美元	24,329,249	157,584,453
建设银行	2015-11-27	2016-11-26	日元	1,773,949,779	98,986,398
中国银行	2015-12-30	2016-12-29	日元	599,045,680	33,426,749
小 计					900,000,000

资料来源: 春秋航空

注: 上表中原币与人民币汇率为: 1 美元=6.4772 人民币, 1 日元=0.0558 人民币。偿还计息负债金额将按照偿还当日外汇汇率确定

因本次债券的核准和发行时间尚有一定不确定性, 待本次债券发行完毕, 募集资金到账后, 公司将根据募集资金的实际到位时间和公司债务结构调整需要, 本着有利于优化公司债务结构、尽可能节省公司利息费用的原则灵活安排偿还有息债务的具体事宜, 同时偿还的有息债务不局限于以上列明的债务。

■ 补充流动资金

该公司拟用 14.00 亿元补充公司业务运营对主营业务的资金需求，重点满足航油采购、飞机维修、机场起降、飞机及发动机经营租赁等方面的资金需求，保证公司业务运营的顺利进行。

三、宏观经济和政策环境

我国经济增长的外部环境较为复杂，经济下行压力仍较大。从中长期看，我国经济将伴随着经济结构调整和产业升级等，保持稳定的增长。

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对

外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济 2016 年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

该公司主要从事航空运输业务，行业周期性明显，业务发展对经济环境具有较高的依赖性，易受宏观经济形势变化影响。

四、公司所处行业及区域经济环境

近年我国民航运输业保持平稳发展，且未来行业发展空间仍较大；但与此同时，航空运输企业面临高铁分流、商务需求减弱、航油及汇兑成本波动等经营压力。

民航业是典型的周期性行业，其发展状况与经济发展水平密切相关。2008年，国际金融危机爆发对航空运输市场需求造成一定的不利影响，我国民航业的业绩有所下滑。随着市场需求增长的恢复，我国民航业的效益已得到明显的改善。此外，我国居民人均可支配收入持续增长，国家为推动经济增长方式转型和扩大内需对于居民消费的引导和政策支持加强，居民文化旅游需求增加，文化旅游行业获得了良好的发展环境，这也将对航空运输市场起到一定带动作用。

1980年，民航走企业化道路的改革思路确立。此后，我国遵循政企分开的思路，对民航管理体制进行了一系列改革，目前我国民航运输及服务保障、机场和航务管理已相对独立。1985年，中国民用航空局（以下简称“民航局”）以原有6个管理局为基础，组建了中国国航、东方航空、南方航空、西南航空、北方航空和西北航空等六大航空公司，自身不再直接经营航空业务，主要行使政府职能，进行行政管理。

2002年3月，国务院批准实施《民航体制改革方案》，民航局直属的9家航空公司联合重组为中国国际航空集团公司、中国东方航空集团公司、中国南方航空集团公司等3大航空集团公司。此后，民航局又分别在市场准入和航权方面进一步放开。2005年7月，民航局发布了《国内投资民用航空业规定（试行）》，鼓励、支持国内投资主体投资民用航空业。我国随后出现了春秋航空、吉祥航空、奥凯航空、鹰联航空等多家民营航空公司。此外，国外航空公司也逐渐加入我国航空市场的竞争。美国联合包裹运输公司（UPS）、美国联邦快递公司（FedEx）在我国设立独资公司，翡翠国际货运航空有限公司、长城航空有限公司、扬子江快运航空有限公司等中外合资货运航空公司也相继正式开航。2007年5月，中美两国达成扩大航空运输市场准入协议，标志着我国民航业对外开放程度进一步提高。目前，我国民航业竞争激烈，但三大国有航空公司¹的国内行业地位仍较明显，市场份额合计超过50%。

随着经济的发展和民航管理体制改革的显现，我国民航业开始快速增长，我国于2006年成为全球第二大民航运输国家，之后国内民

¹ 中国国航、东方航空及南方航空。

航业运能继续扩张。1990-2015 年末，我国定期航班通航机场数从 94 个增至 210 个。虽然我国定期航班国内通航城市数不断增长，但仍远低于我国地级以上城市数量，未来仍有一定发展空间。2015 年，我国航空运输业完成运输总周转量 850.4 亿吨公里，同比增长 13.7%，其中国内航线 558.4 亿吨公里，同比增长 9.9%，国际航线 292.0 亿吨公里，同比增长 21.6%；完成旅客运输量 4.36 亿人次，同比增长 11.1%，其中国内航线 3.94 亿人次，同比增长 9.2%，国际航线 0.42 亿人次，同比增长 33.3%；完成货邮运输量 625.3 万吨，同比增长 5.2%，其中国内航线 440.4 万吨，同比增长 3.5%，国际航线 184.8 万吨，同比增长 9.7%。

2012 年 7 月，国务院发布了《关于促进民航业发展的若干意见》(以下简称“若干意见”)；2013 年 1 月，国务院办公厅发布了《促进民航业发展重点工作分工方案》(以下简称“分工方案”)，将若干意见涉及的发展目标进一步细化。根据若干意见，到 2020 年，我国民航业年运输总周转量达到 1700 亿吨公里，年均增长 12.2%，全国人均乘机次数达到 0.5 次；航空运输百万小时重大事故率不超过 0.15，航班正常率提高到 80% 以上；飞行总量达 200 万小时，年均增长 19%；航空服务覆盖全国 89% 的人口。若上述规划能实现，我国民航业的发展基础将进一步增强。

图表 3. 近年来我国民航业发展概况

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
期末定期航班航线数(条)	2457	2876	3142	-
期末定期航班国内通航城市数(个)	178	188	198	-
期末行业运输飞机在册数(架)	1941	2145	2370	-
运输总周转量(亿吨公里)	610.32	671.72	748.12	850.4
旅客运输量(万人次)	31936	35397	39195	43565
货邮运输量(万吨)	545.00	561.30	594.10	625.3
飞机平均日利用率(小时/日)	9.15	9.53	9.51	9.5
正班客座率(%)	79.60	81.10	81.40	82.2
正班载运率(%)	70.60	72.20	71.90	72.5

资料来源：中国民用航空局

虽然近年国内民航业实现增长，且未来仍有较大发展空间，但航空公司依然面临高铁分流、商务需求减弱、航油及汇兑成本控制等经营压力。

我国航空业受到高铁网络带来的竞争压力²。高铁的快速发展使得 800 公里以内的短途运输市场竞争趋于激烈，从而对航空客流造成一定分流。根据《中国铁路中长期发展规划》，到 2020 年，我国将建立省会

² 航空运输安全保障要求高，且易受天气、航空管制等因素的影响。与之相比，高铁的准时性优势明显，在一定里程范围内给民航造成较大的竞争压力。

城市及大中城市间的快速客运通道，规划“四纵四横”³铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统；建设客运专线 1.2 万公里以上，客车速度目标值达到每小时 200 公里及以上。此外，受经济环境影响，加之限制公款消费政策的压力，2013 年公务商务的航空需求明显减弱，2014 年公费旅客依然增长缓慢。这使航空公司的客流结构发生变化，高端旅客有所减少，加大了航空公司的盈利压力。

航油成本是航空公司的主要成本之一，航油价格的频繁波动对航空公司运营成本的控制影响较大。2014 年以来，航油价格的下跌为航空公司带来利好。

燃油成本是航空公司的主要成本之一，其占航空公司总成本的比例不断提高，目前已超过 40%。成品油价格形成机制改革以来，我国成品油价格与国际原油价格的联系愈加紧密。国际油价受美国货币政策、原油主产区政治经济形势等多方面因素的影响，波动性较大。油价的频繁波动对航空公司运营成本的控制影响较大。

2009 年 11 月 11 日，国家发改委、民航局联合发布《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》，燃油附加与国内航空煤油综合采购成本实行联动，航空公司可在规定范围内，自主确定是否收取燃油附加及具体收取标准、执行时间，向社会公布后执行，同时报国家发改委、民航局备案。燃油附加与航油价格联动机制的建立可在油价上涨时缓解航空公司的成本压力，但在油价下跌时也会产生减盈效应。

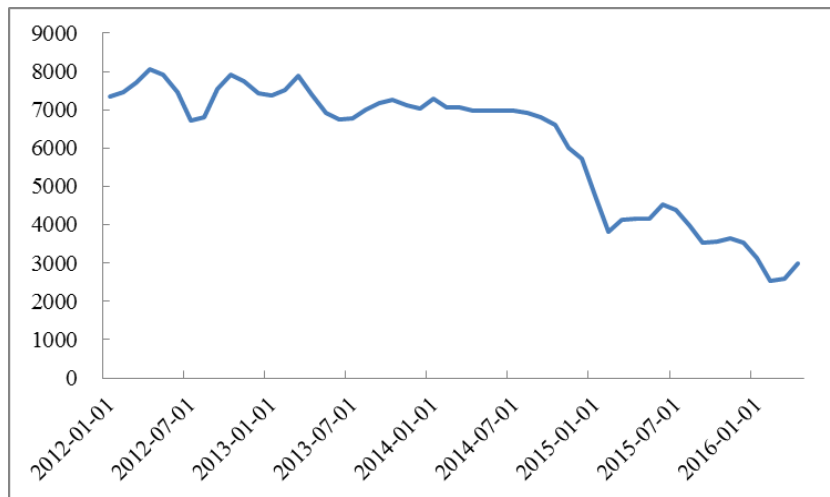
2011 年航油价格大幅上涨，2012-2013 年持续高位震荡。油价的上涨提高了航空公司的盈亏平衡点，使提高平均客座率与转嫁成本压力之间的矛盾加深，同时，激烈的市场竞争在较大程度上抑制了航空公司通过上调票价来转移燃油成本压力的能力。在燃油附加与航油价格联动机制下，2012 年 4 月国内航线燃油附加费征收标准上调，800 公里（含）以下国内航线上调至 80 元/人，800 公里以上国内航线上调至 150 元/人。燃油附加费的上调在一定程度上缓解了高油价给航空公司带来的成本压力。2014 年随着国际原油价格的下跌，国内航油价格亦呈下降趋势，

³ “四纵”客运专线包括：1、北京—上海（京沪高铁），贯通京津至长江三角洲东部沿海经济发达地区；2、北京—武汉—广州—深圳，连接华北和华南地区；3、北京—沈阳—哈尔滨（大连），连接东北和关内地区；4、杭州—宁波—福州—深圳，连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区。

“四横”客运专线包括：1、徐州—郑州—兰州，连接西北和华东地区；2、杭州—南昌—长沙，连接华中和华东地区；3、青岛—石家庄—太原，连接华北和华东地区；4、南京—武汉—重庆—成都，连接西南和华东地区。

尤其 9 月以来跌幅较大，全年平均跌幅近 22%。2015 年 1 月，国内航空公司国内航班航空煤油综合采购成本下调 917 元/吨至 4795 元/吨，同时，国内航线燃油附加最高收取标准相应进行调整，800 公里（含）以下国内航线下调至 10 元/人，800 公里以上国内航线下调至 30 元/人。2015 年 2 月 1 日，国内航空煤油综合采购成本进一步下降，低于基准油价 4140 元/吨，2 月 5 日起国内航空公司停止征收燃油附加费。但未来如果油价上涨，超出基准油价，航空公司将适时重新收取燃油附加费。尽管近期燃油附加费的下调或减免抵减了油价下跌为航空公司带来的部分收益，但油价的下跌总体能够有助于航空公司减少成本支出，尤其节省了大机型、长距离的航线运营成本。总体看，低油价可为航空公司带来利好。

图表 4. 航空煤油出厂价格（单位：元/吨）



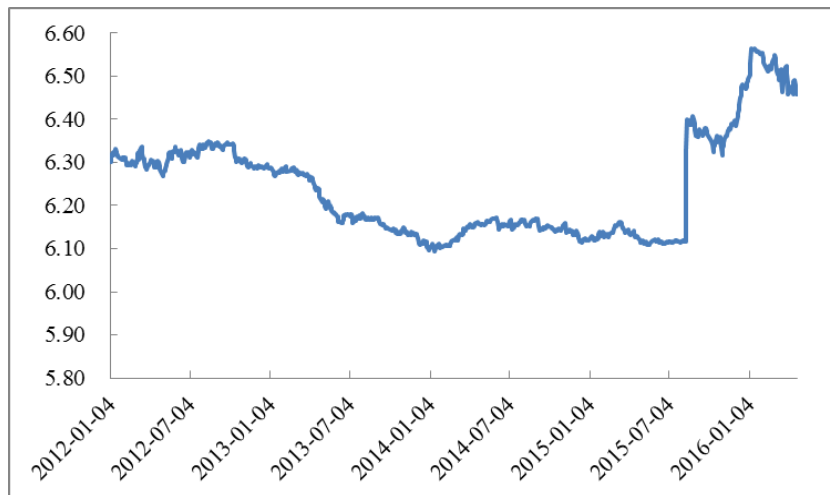
数据来源：Wind 资讯

我国航空公司的经营业绩对汇兑收益依赖度较高，汇率的双向波动会加大航空公司的汇率风险控制压力，并对其经营业绩产生较大影响。

我国航空公司运营的飞机大部分为美国波音公司和欧洲空客公司的产品。近三年美元兑人民币汇率总体呈下降趋势，有助于国内航空公司降低航空器的采购成本和租赁费用。一方面，国内航空公司的飞机、发动机大多从国外购买或融资性租赁，人民币升值可为航空公司带来较大的汇兑收益。另一方面，对于拥有国际航线或者采取经营性租赁的航空公司而言，人民币升值为航空公司节约了经营租赁租金、国外机场费用、机场服务费、维修费用、国际市场航油采购等经营成本。但随着经济的逐步复苏，美国逐步缩减量化宽松货币政策，未来有可能完全退出量化宽松货币政策，美元走强预期增强。2014 年上半年，美元兑人民币汇率总体呈上涨趋势，下半年震荡下行。2015 年 8 月 11 日，中国人

民银行宣布完善人民币兑美元汇率中间价报价规则，受此影响，11日至13日3个交易日内，人民币兑美元汇率中间价累计下跌4.66%。人民币的较大幅贬值将使航空企业面临较大的汇兑损失，但此次贬值是人民币汇率市场化改革推行中的短期矫正，非趋势性贬值，国务院总理李克强于8月28日在国务院专题会议上重点提出，人民币汇率没有持续贬值的基础，可以保持在合理均衡水平上基本稳定。从中长期看，支持人民币汇率涨跌因素的影响力将交互发力，双向波动趋势将成为新常态。国内航空公司经营业绩对汇兑收益的依赖度较高，汇率的双向波动会加大航空公司的汇率风险控制压力，并对航空公司经营业绩产生较大影响。

图表 5. 美元兑人民币汇率



数据来源：Wind 资讯

我国低成本航空目前市场渗透率较低，随着国家对低成本航空支持政策的不断推进及低成本模式的日渐成熟，低成本航空具有较广阔的发展空间。

低成本航空主要通过提高经营效率等方式压缩经营成本，使票价具有一定的价格优势，其商业模式具有“两单两高”特征，即单一机型、单一客舱布局、高飞机利用率和高客座率，从而增强了相应航空公司的盈利能力。低成本航空在商业模式、客户定位、航线网络等方面有别于传统网络型航空公司，能与之形成优势互补。低成本航空的发展对加快行业转方式、调结构的步伐，带动区域经济增长具有重要作用，也有助于加快推进航空大众化战略的实施。为鼓励低成本航空发展，我国近期出台了多项扶持政策。根据《中国民用航空发展第十二个五年规划(2011年至2015年)》，“十二五”时期，我国民航大众化、多样化趋势明显，

快速增长仍是阶段性基本特征；在此形势下，全行业将实施持续安全、大众化和全球化战略；大力发展旅客运输，引导航空公司提供多层次、差异化的航空服务；通过航线航班时刻等资源的支持，鼓励低成本航空公司逐步进入主要的干线运输市场。2014年2月，民航局出台《关于促进低成本航空发展的指导意见》，从坚持安全发展、促进快速壮大、支持灵活经营、鼓励走出去、改善基础环境、加大政策扶持六个方面提出多项政策保障措施。

全球第一家低成本航空公司美国西南航空公司于1971年设立，其成功引发了航空运输业的低成本革命，欧洲和亚太地区也相继出现了以瑞安航空、亚洲航空为代表的区域性低成本航空公司。随着低成本航空经营模式的逐步成熟及市场认可度的不断提高，低成本航空公司在近十年取得了快速发展，亚太地区增速尤为突出。根据亚太航空中心统计，2001-2014年，全球低成本航空的市场份额从8.0%提高至26%，亚太地区的市场份额更是从2001年的1.1%攀升至2014年的25.7%，但与美国和欧洲等成熟航空运输市场的市场渗透率相比，低成本航空公司在亚洲仍具有较大的发展空间，以中国、日本为代表的东北亚地区市场潜力正在逐渐显现。从长期看，国内低成本航空具有较广阔的市场发展空间，成长性良好。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为民营上市企业，春秋国旅为公司控股股东，自然人王正华为公司实际控制人。

2015年1月21日，该公司公开发行的普通股1.00亿股于上海证券交易所上市交易。截至2016年3月末，公司总股本为8.00亿股，其中春秋国旅持有公司63%股份，为公司控股股东，自然人王正华为公司实际控制人⁴。公司产权状况详见附录一。

2015年8月7日，该公司召开2015年第二次临时股东大会，审议通过《关于公司非公开发行A股股票方案的议案》，拟向不超过10名无关联关系的特定对象非公开发行合计不超过38395904股的A股股票，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价

⁴ 截至2015年9月末，王正华持有春秋国旅35.70%股权，为春秋国旅的第一大股东，并与春秋国旅的其他23名自然人股东签订有《一致行动人协议》，能实际控制春秋国旅及春秋航空。

的 90%（即 117.20 元/股）⁵，拟募集资金总额不超过 45.00 亿元，用于购买 21 架空客 A320 飞机项目和互联网航空建设项目。

2015 年 9 月 29 日，该公司召开 2015 年第三次临时股东大会，审议通过《关于公司 2015 年半年度资本公积金转增股本的议案》，以截至 2015 年 6 月 30 日公司股本总数 4.00 亿股为基准，向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司总股本将增加至 8.00 亿股。该方案已于 2015 年 10 月 22 日实施完成，方案实施后，公司非公开发行 A 股股票的数量由不超过 38395904 股调整为不超过 76791808 股，发行价格由不低于 117.20 元/股调整为不低于 58.60 元/股。2016 年 1 月 8 日，公司收到中国证监会出具的《关于核准春秋航空股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]3025 号），核准公司非公开发行不超过 76791808 股新股。公司非公开发行完成后，春秋国旅对公司的持股比例将有所降低，但不低于发行后公司总股本的 57.48%⁶，春秋国旅仍将保持公司控股股东地位，王正华仍为公司实际控制人。

（二）公司法人治理结构

该公司严格按照相关法律法规要求，建立并不断完善公司治理结构，积极规范公司运作。

该公司按照《公司法》、《公司章程》等法律法规及规范性文件要求运作，与控股股东之间在资产、机构组织、财务核算等经营管理各个环节保持了应有的独立性，控股股东主要通过董事会及相关治理机制对公司施加影响。

该公司上市以来，严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律法规的要求，建立并不断完善公司治理结构，积极规范公司运作，强化信息披露。公司设有股东大会、董事会及监事会等机构，并有明确的机构议事规则，其中股东大会是公司的权力机构。公司董事会由 8 名董事组成，其中独立董事 3 名，公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，任期届满，可连选连任。公司董事会设董事长 1 人，设副董事长 1 人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会及审计委员会等四个专门委员会，为董事会重大决策提供咨询和建议。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 人。

⁵ 如在本次发行定价基准日至发行日期间公司发生派发现金股利、派送股票股利、资本公积金转增股本等除权、除息事项的，上述发行价格和数量将作相应调整。

⁶ 按非公开发行的数量上限 76791808 股计算。

该公司与控股股东春秋国旅及其控股子公司在包机包座业务和机票销售代理服务方面存在一定规模的经常性关联交易。其中，与春秋国旅及其控股子公司的包机包座业务主要基于互利双赢的原则，充分利用春秋国旅旅行社的规模优势和公司低成本的价格优势形成合作关系，使公司在稳定经营业绩的同时更好地实现旅游航线的拓展。公司关联交易以市场环境因素及公司运营情况为基础确定交易价格，并通过与春秋国旅签署经股东大会审议通过的《关联交易框架协议》的形式事前约定交易内容、交易价格原则等，严格按照《关联交易框架协议》规定的方式进行关联交易定价，并按规定履行信息披露义务。

图表 6. 公司与控股股东春秋国旅及其子公司关联交易情况

关联交易内容		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
包机包座 业务	业务收入（亿元）	10.45	13.08	17.37	7.60
	占当期营业收入比例（%）	15.91	17.85	21.47	36.40
机票代理 销售业务	支付售票代理费（万元）	1399	3857	2970	549
	占当期机票销售代理费用的比例（%）	36.14	64.97	75.31	82.81

资料来源：春秋航空

（三）公司管理水平

该公司制定了较为完善的内部管理制度，并不断强化对各项业务的制度化、规范化、精细化管理，经营管理较规范。

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责较明确，能较好地满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

该公司根据相关法律法规、规范性文件的要求，结合自身业务特点，逐步完善了各项内部管理制度，形成了涵盖安全经营、飞机引进及航线管理、投融资管理、信息管理、财务会计管理等方面的内部管理体系，为公司日常运营提供了较好的制度保障。

安全经营方面，该公司就运行安全、信息安全、飞行安全及安全保障等多方面制定了相关制度。运行安全上，公司制定了《安全目标管理程序》、《安全生产工作品质标准》、《运行合格证与运行规范的管理》等制度，从根本上把握公司整体运行安全的准则；信息安全上，公司制定了《信息技术部部门管理手册》，从安全质量管理角度详述了信息安全审查、人员资格评估、信息安全管理、数据与系统安全评价及安全教育、培训等方面；飞行安全上，公司制定了《飞行技术管理手册》、《飞行签派员报告制度》、《乘务培训管理程序》等制度，针对具体飞行事项明确

飞行事务管理；安全保障上，公司制定了《不安全事件调查工作程序》、《风险评估专家小组工作程序》、《安全安保教育和培训管理程序》、《维修系统质量审核手册》等制度，通过事前安全评估、安全培训、产品质量安全、不安全事项调查等方面全面保障公司生产安全。

飞机引进及航线管理方面，该公司制定了《飞机引进相关合同 CREDIT 管理程序》、《飞机引进相关文件审批程序》、《新开航线的管理》、《国际新开航线的管理》等规程，详细规定了公司航运业务开展的部门责任划分及业务开展的流程及要求，确保公司航运的顺利开展。

财务会计管理方面，该公司制定了《财务管理》、《财务核算具体办法》、《内部货币资金控制办法》、《结算系统财务操作管理手册》、《财务档案管理办法》等一系列财务会计制度，加强了公司财务管理，保证了公司会计工作的有序开展以及相关财务报告的及时、准确、完整。此外，针对公司“低成本”的业务目标，公司制定了《低成本全面预算管理制度》，从预算上控制公司成本支出，继而落实到具体的成本管控。

截至 2015 年末，该公司共有员工 4630 人，其中飞行员 714 人，乘务员（含兼职安全员）1042 人，人员素质能够满足其日常经营管理等方面的需要。公司近年不断深入与中国民航大学、中国民用航空飞行学院、南京航空航天大学等高校的合作，并持续加强向国内外航校外送飞行学员的培训计划，坚持形成长期自我“造血能力”，同时持续在欧美等地区招募成熟的外籍机长，为未来的机队扩张提供核心人力储备。

（四）公司经营状况

该公司是我国首家低成本航空公司，在低成本航空运输领域运营管理经验丰富，竞争优势较明显。公司营业收入主要来源于航空客运，业务发展较稳健，收入逐年稳步增长，发展势头良好。

该公司主要从事航空客运业务，是我国首家低成本航空公司，低成本经营模式较成熟，运营管理经验丰富。公司近年航空运力持续扩张，航线数量和通航点逐年增加，营业收入逐年稳步增长，同时公司不断加强成本控制，加之 2015 以来燃油价格低位运行，公司毛利率逐年提升。2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司分别实现营业收入 65.63 亿元、73.28 亿元、80.94 亿元和 20.89 亿元，毛利率分别为 12.97%、14.78%、20.11% 和 24.55%。

图表 7. 2013 年以来公司营业收入构成及变化趋势 (单位: 亿元, %)

业务	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航空客运	62.27	94.87	69.44	94.77	75.76	93.60	19.68	94.23
航空货运	1.10	1.68	0.96	1.32	0.94	1.16	0.18	0.87
其他	2.27	3.45	2.87	3.91	4.24	5.24	1.03	4.91
合计	65.63	100.00	73.28	100.00	80.94	100.00	20.89	100.00

资料来源: 春秋航空

1. 航空客运业务

该公司航空客运业务定位于低成本航空, 经营发展较为稳健, 业务收入逐年稳步增长。2013-2015 年, 公司分别完成旅客周转量 164.94 亿人公里、182.70 亿人公里和 221.76 亿人公里, 分别实现业务收入 62.27 亿元、69.44 亿元和 75.76 亿元。凭借较低的价格优势及充分有效利用现有运力, 公司平均客座率和飞机日平均利用小时均保持在行业较高水平, 经营效率较高。

图表 8. 2013 年以来公司航空客运业务主要经营数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
可用座位公里数 (ASK) (万人公里)	1763364	1963029	2388518	628335
旅客周转量 (RPK) (万人公里)	1649409	1826998	2217554	586060
旅客运输量 (万人)	1055	1145	1299	330
平均客座率 (%)	93.54	93.07	92.84	93.32
行业平均客座率 (%)	81.10	81.40	82.20	-
飞机日平均利用小时	11.63	11.26	11.15	11.21
行业飞机日平均利用小时	9.53	9.51	9.50	-

资料来源: 春秋航空、中国民用航空局

该公司以上海虹桥和上海浦东机场为主要枢纽基地, 先后建立以沈阳桃仙国际机场为东北枢纽, 石家庄正定国际机场为华北枢纽, 并于 2014 年在深圳宝安机场设立过夜基地并建立华南枢纽, 同时在泰国曼谷、大阪和济州设立过夜航站, 逐步形成以华东上海为核心、以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为战略支撑点的国内航线网络布局, 并辅以日本大阪、韩国济州境外过夜航站, 形成背靠我国大陆、面向东北亚地区市场辐射和发展的市场布局。公司航线以中程航线为主, 航线通常设置在以基地、枢纽为中心向外飞行时间 5 小时以内的航段内。截至 2016 年 3 月末, 公司合计运营航线 112 条, 其中国内航线 55 条, 港澳台航线 6 条, 国际航线 51 条; 合计通航城市 76 个, 包括厦门、哈尔滨、沈阳、深圳、广州、重庆、大连、石家庄等。公司通过新开和加密高收益航线、停飞部分低收益航线, 不断完善和优化航线网络, 并将进一步拓

展港澳台、东北亚和东南亚等周边地区航线，加速国际化战略的推进。

图表 9. 2013 年末以来公司航线拓展情况⁷

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末
运营航线（条）	64	81	114	112
通航城市（个）	45	60	84	76
定期航班班次（个/周）	1263	1385	1403	1274

资料来源：春秋航空

该公司飞机全部采用空客 A320 机型，并统一配备 CFM56-5B 发动机，以降低飞机和航材的采购、维修、管理成本及飞行员等机组人员的培训复杂度。同时，公司飞机只设置单一的经济舱位，不设头等舱与公务舱，可提供座位数较通常采用两舱布局的同型飞机高 15%-20%，以有效摊薄单位成本。近年来，公司机队规模平稳扩充，截至 2016 年 3 月末，公司合计运营飞机 52 架，其中自购 19 架，融资租赁 3 架，经营租赁 30 架，平均机龄为 3.76 年。公司自成立以来，一直与空客保持良好的长期战略合作关系，在飞机购买、专业管理培训、服务反馈等方面开展了多层次的合作与交流。未来公司将进一步扩充机队规模，2016-2018 年计划每年新增飞机 10-15 架，2018 年末运营飞机计划达到约 100 架，购租比拟控制在 4:6 或 5:5。

图表 10. 2013 年末以来公司机队构成情况（单位：架）

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末
购买	12	12	19	19
融资租赁	2	4	3	3
经营租赁	25	30	30	30
合计	39	46	52	52

资料来源：春秋航空

该公司目标客户群体以自费乘客为主，兼顾追求高性价比的商务旅客。公司散客机票销售以网站直销和移动互联网直销为主，并结合第三方线上代理进行销售；线下销售则主要通过控股股东春秋国旅及其控股子公司，以及第三方的各营业网点代理销售，少部分机票则通过公司机场柜台和自营营业部进行销售。公司非散客机票销售主要为向春秋国旅和其他非关联方提供的包机包座业务。2015 年，公司电子商务销售比例为 81.50%，线下销售比例为 18.50%；直销比例为 79.36%，代理销售比例为 20.64%。公司拥有自主开发且独立于中航信系统的分销、订座、结算和离港系统，凭借该系统及以电子商务直销为主的销售模式，公司可有效提升渠道掌控力和运营效率、缩短财务结算周期，同时有利于公

⁷ 通航城市和经营航线数目不包含已开通但未于当年末经营的通航城市及航线。

司降低代理成本和流动资金融资成本。

整体来看，该公司是我国低成本航空的领跑者，在低成本航空领域发展稳健，具有较强的经营管理优势、基地优势和信息技术优势，且能得到控股股东在航线培育初期及运营期提供的包机包座等业务支持，综合竞争力强。随着公司机队的不断扩充及航线的不断优化拓展，以及我国低成本航空需求的不断增加及市场渗透率的不断提高，公司低成本航空客运业务具有较好的发展前景。

2. 其他业务

该公司航空货运业务主要以国内货运为主，通过货运代理进行销售，并通过公司自行研发的货运系统电子平台登记、追踪各货运代理的销售情况，目前业务规模较小，收入贡献度较低。2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司航空货运业务分别实现业务收入 1.10 亿元、0.96 亿元、0.94 亿元和 0.18 亿元。

该公司辅助业务主要包括机供品销售、逾重行李运输、快速登机服务及保险代理等与客运直接相关的服务，是公司利润实现的重要补充。公司近年不断加强辅助业务产品创新和开发，并深入挖掘航空旅游出行的周边服务，先后与铁路、公路合作，推出“空地联运”票务代理服务，并基于直销网站流量的集聚效应开发“空中商城”和租车代理服务等。2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司单位乘客的辅助收入分别为 27 元、36 元、49 元和 50 元。2015 年 7 月，公司首架安装机上 WIFI 局域网系统的 A320 飞机首飞成功，为公司推进互联网航空战略奠定了一定基础。未来公司将不断加强电子商务平台建设，并开发新的流量变现方式，以进一步增强辅助业务的竞争力，提升辅助业务的盈利能力及利润贡献度。

（五）公司财务质量

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013 年至 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 160.29 亿元，所有者权益为 65.40 亿元（其中归属于母公司所有者权益 65.40 亿元）；2015 年实现营业收入 80.94 亿元，净利润 13.28 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 13.28 亿元）。截至 2016 年 3 月末，公司未经审计的

合并口径资产总额为 164.86 亿元，所有者权益为 69.06 亿元（其中归属于母公司所有者权益 69.06 亿元）；2016 年第一季度公司实现营业收入 20.89 亿元，净利润 3.67 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.67 亿元）。

该公司 2015 年 1 月成功于上海证券交易所上市，资本实力得到较大幅提升，资产负债率下降至合理水平。公司营业收入稳步增长，经营性现金流持续较大规模净流入，且货币资金储备充裕，能对债务本息偿付提供较强保障。

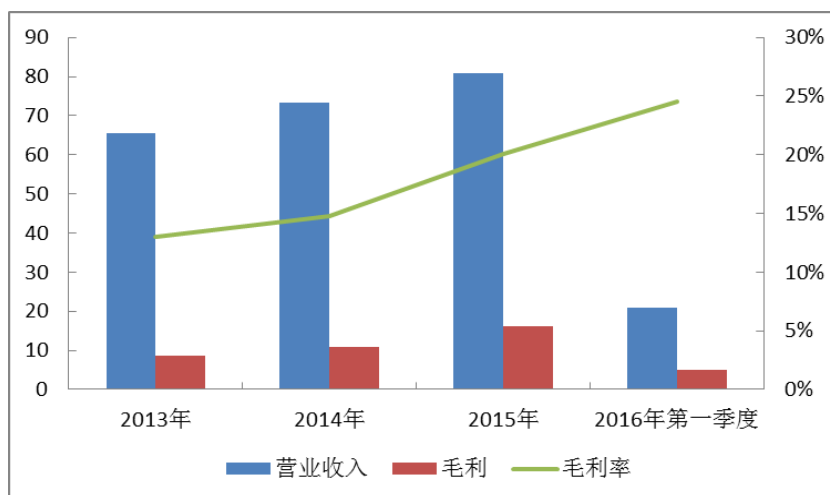
六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

该公司营业收入逐年稳步增加，成本控制能力较强，主营业务盈利水平逐渐提升，同时公司可持续获得较大规模的政府补贴支持，对公司净利润实现提供较强支撑。

该公司近年经营发展稳健，随着机队的持续扩充和航线的优化拓展，公司营业收入逐年稳步增长，同时公司不断加强成本控制，加之 2015 年以来燃油价格低位运行，公司毛利率水平逐年提升。2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司分别实现营业收入 65.63 亿元、73.28 亿元、80.94 亿元和 20.89 亿元，毛利率分别为 12.97%、14.78%、20.11%和 24.55%。

图表 11. 公司营业收入及毛利率变化趋势（单位：亿元）



注：根据春秋航空提供的数据绘制

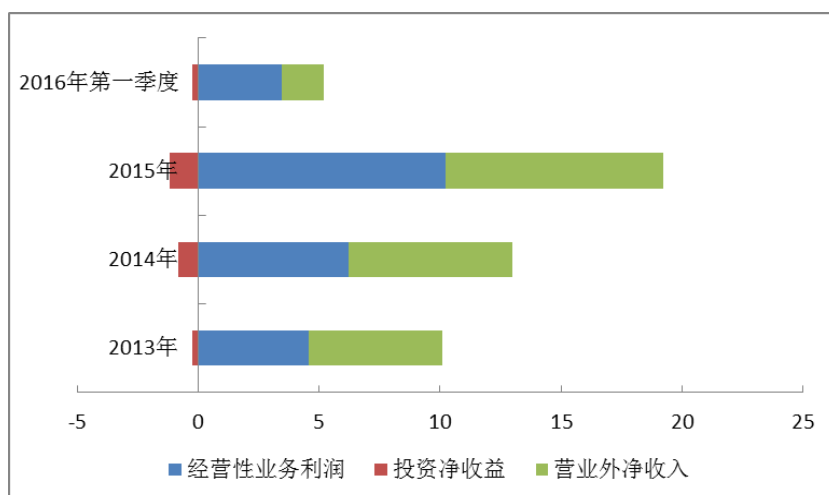
该公司期间费用控制能力较强，期间费用率保持在较低水平，其中

以电子商务直销为主的销售模式使公司销售代理费用较低，同时通过严格的预算管理、科学的绩效考核以及人机比的合理控制，公司管理费用保持在较低水平。2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司期间费用分别为 3.83 亿元、4.46 亿元、5.82 亿元和 1.63 亿元，期间费用率分别为 5.84%、6.09%、7.19% 和 7.80%。

该公司能持续获得政府较大规模的补贴支持，对公司净利润实现形成较强支撑。2013-2015 年，公司获得的政府补贴分别为 5.22 亿元、6.16 亿元和 8.49 亿元，其中航线补贴分别为 4.14 亿元、4.79 亿元和 8.11 亿元，航线补贴主要是有关地方政府或机场根据公司在特定航线的旅客运输量、投放飞机运力等，按照一定标准给予公司定额或定量的补贴；财政补贴分别为 1.08 亿元、1.38 亿元和 0.38 亿元，财政补贴主要为地方政府给予公司的专项扶持资金。公司于 2012 年 9 月出资 19.80 亿日元（约合人民币 1.28 亿元）设立春秋航空日本株式会社（以下简称“春秋航空日本”），初始持股比例为 33%。由于设立初期未开展经营业务，而所需支付的员工工资、飞机租赁和飞行训练等相关日常经营开支随着开航日期的临近逐年增加，春秋航空日本近年经营亏损逐年增长，导致公司投资净损失逐年增加。2014 年 12 月和 2015 年 12 月，公司对春秋航空日本分别追加投资 18 亿日元和 20 亿日元，截至 2015 年末公司对春秋航空日本的持股比例为 37.75%⁸。春秋航空日本已于 2014 年 8 月正式开航日本境内航线，枢纽基地位于日本东京成田机场。2015 年 12 月，春秋航空日本获得日本民航局颁布的国际承运人资质，并于 2016 年 2 月开通东京直飞武汉和重庆的两条中日航线，目前在飞的日本境内航线包括东京往返广岛和东京往返佐贺。但春秋航空日本目前仍处于运营初期，经营业绩仍将受航线和航班较少且尚处于培育期影响持续亏损，公司面临一定的投资损失风险。

⁸ 截至 2015 年末，春秋航空日本股东资本为 153.10 亿日元，公司持股 37.75%，其中拥有表决权的比例为 33.02%。

图表 12. 公司利润总额构成情况 (单位: 亿元)



注: 根据春秋航空提供的数据绘制

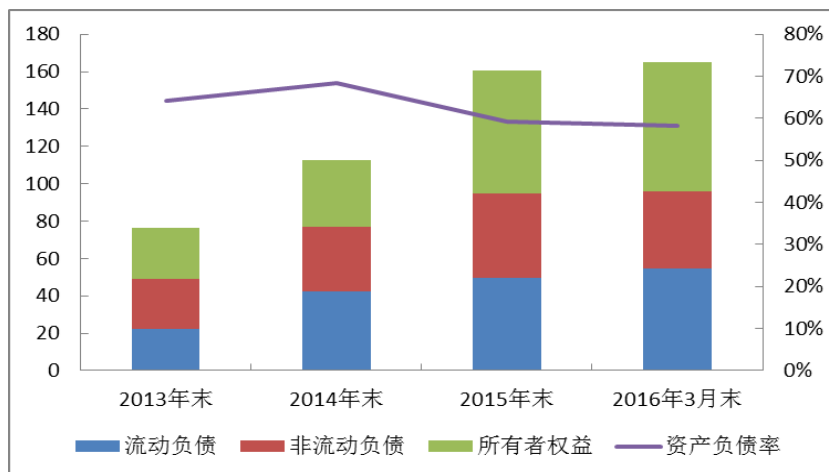
(二) 公司偿债能力

该公司 2015 年 1 月成功于上海证券交易所上市, 资本实力得到较大幅提升, 资产负债率下降至合理水平。公司主营业务资金回笼能力较强, 经营性现金流持续较大规模净流入, 且货币资金储备充裕, 整体债务偿付保障程度高。

1. 债务分析

受自购飞机预付款增加影响, 该公司 2014 年末负债规模较大幅增长。2015 年, 受益于公司 A 股成功上市交易, 公司期末负债规模有所降低, 资产负债率大幅下降。2013-2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司负债总额分别为 49.08 亿元、77.08 亿元、94.89 亿元和 95.79 亿元, 资产负债率分别为 64.15%、68.45%、59.20% 和 58.11%。

图表 13. 公司资本结构情况 (单位: 亿元)

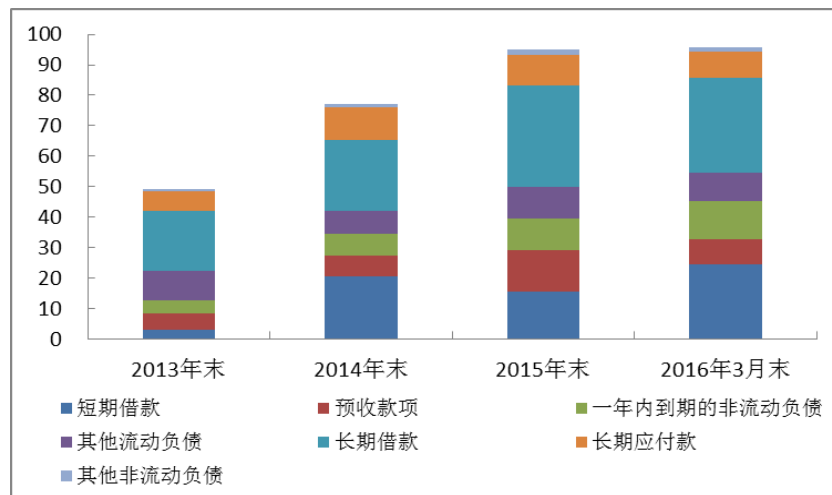


注: 根据春秋航空提供的数据绘制

该公司流动负债占负债总额的比重相对较高，债务期限结构与以固定资产等非流动资产为主的业务运营特点匹配度较低。2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 120.33%、82.78%、90.59% 和 76.08%。

债务构成方面，该公司负债主要集中于银行借款、应付融资租赁款等刚性债务，2014 年受自购飞机预付款资金需求增加影响，公司期末短期借款大幅增加，短期债务集中偿付压力有所加大。2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，公司刚性债务总额分别为 29.99 亿元、56.06 亿元、63.09 亿元和 71.36 亿元，占负债总额的比重分别为 61.11%、72.73%、66.48% 和 74.49%，其中短期刚性债务分别为 7.42 亿元、26.35 亿元、24.66 亿元和 35.54 亿元。随着机队的持续扩充，公司刚性债务规模预计将继续增加，债务偿付压力将持续加大。

图表 14. 公司债务结构及变化趋势（单位：亿元）



注：根据春秋航空提供的数据绘制

截至 2015 年末，该公司银行借款余额为 57.33 亿元。其中短期借款以保证借款为主，担保方为控股股东春秋国旅，借款利率区间为 0.70%-2.20%；长期借款以抵押借款为主，抵押物为公司飞机及发动机等固定资产，利率区间为 1.27%-5.54%。从银行借款的承债主体来看，2015 年末公司短期借款全部集中于本部，长期借款中本部借款占比为 39.42%。

图表 15. 公司 2015 年末长短期借款情况 (单位: 亿元)

	短期借款	长期借款 (含一年内到期的)	合计
信用借款	0.33	7.30	7.63
质押借款	1.58	1.07	2.65
抵押借款	-	23.20	23.20
保证借款	13.70	10.15	23.85
合计	15.61	41.72	57.33

资料来源: 春秋航空

截至 2016 年 3 月末, 该公司未对合并范围外企业提供担保。

公司过往债务履约情况

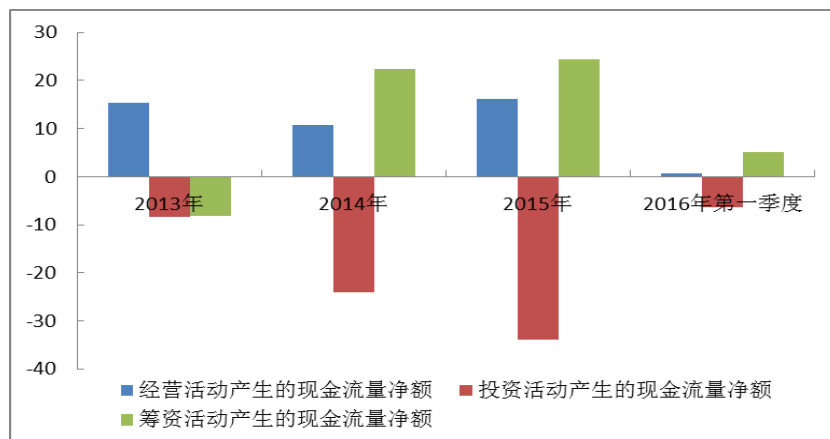
根据该公司 2016 年 5 月 19 日《企业信用报告》和 2015 年审计报告披露信息, 公司无债务违约记录, 信用状况良好。

2. 现金流分析

凭借自主研发的财务结算系统, 该公司票款结算周期较短, 主营业务资金回笼能力较强, 2013-2015 年及 2016 年第一季度, 公司营业收入现金率分别为 121.44%、119.57%、118.47% 和 110.26%。公司经营活动现金流呈持续较大规模净流入, 对债务偿付保障程度较高, 2013-2015 年及 2016 年第一季度, 公司经营性现金净流量分别为 15.36 亿元、10.76 亿元、16.10 亿元和 0.73 亿元。

随着购买飞机及发动机等固定资产资金投入不断增加, 该公司近年投资活动现金流持续较大规模净流出, 2013-2015 年及 2016 年第一季度, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -8.32 亿元、-24.04 亿元、-33.93 亿元和 -6.45 亿元。公司于 2015 年 1 月成功上市交易, 融资渠道得到有效拓展, 融资能力有所提升。

图表 16. 公司 2013 年以来现金流量状况 (单位: 亿元)



注: 根据春秋航空提供的数据绘制

受益于利润的持续增加, 该公司 EBITDA 逐年稳步增长, 2013-2015 年分别为 14.29 亿元、16.82 亿元和 23.36 亿元, 能对利息偿付提供一定保障。公司经营性现金流持续较大规模净流入, 对债务偿付保障程度较高。

图表 17. 公司 EBITDA 及经营性净现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出 (倍)	9.33	9.34	11.48
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.44	0.39	0.39
经营性现金净流入量与流动负债比率 (%)	76.79	33.40	35.02
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	31.24	17.06	18.73

资料来源: 春秋航空

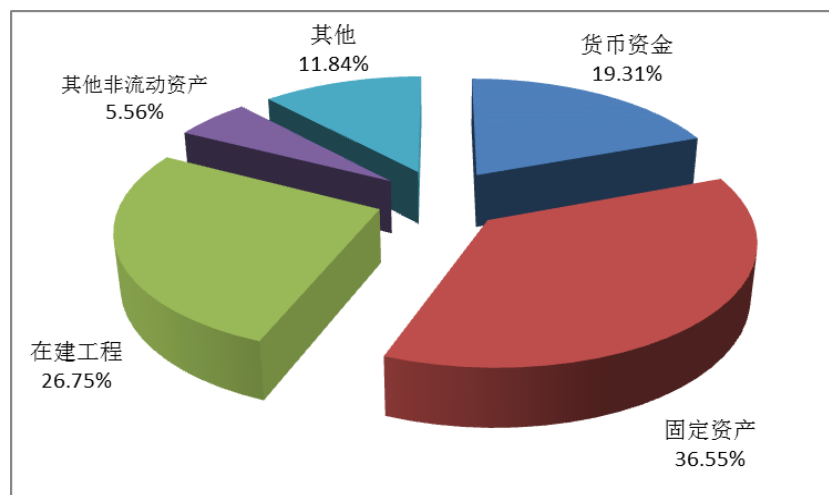
3. 资产质量分析

该公司 2015 年 1 月成功于上海证券交易所公开发行股票, 募集资金净额 17.55 亿元, 上市后公司资本实力得到较大幅增强。2013-2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司所有者权益分别为 27.43 亿元、35.53 亿元、65.40 亿元和 69.06 亿元。公司所有者权益中未分配利润占比较高, 资本结构的稳定性欠佳, 2013-2015 年末及 2016 年 3 月末, 未分配利润占所有者权益的比重分别为 73.40%、79.46%、60.03%和 62.15%。根据公司股东分红回报规划, 2015-2017 年, 在足额预留法定公积金、任意公积金后, 公司每年向股东现金分配股利分别不低于当年实现的可供分配利润的 10%、13%和 15%, 现金分红在当次利润分配中所占最低比例为 20%。在实施分红后, 公司留存的未分配利润将主要用于日常生产经营所需流动资金, 以及购置飞机、发动机及其他相关飞行设备等资本性支出。2013-2015 年, 公司现金分红金额分别为 7389.26 万元、9600.00 万元和 16800 万元, 占公司当期净利润的比率分别为 10.09%、10.86%和 12.65%。

随着业务规模的不断扩大, 该公司资产总额逐年增长, 2013-2015 年末及 2016 年 3 月末分别为 76.51 亿元、112.61 亿元、160.29 亿元和 164.86 亿元。公司资产以非流动资产为主, 2013-2015 年末及 2016 年 3 月末非流动资产占比分别为 74.95%、74.05%、73.40%和 73.94%。公司非流动资产主要集中于固定资产、在建工程和其他非流动资产, 2015 年末占非流动资产的比重分别为 49.80%、36.44%和 7.57%, 其中固定资产主要为飞机及发动机, 截至 2015 年末公司飞机平均机龄为 3.48 年, 成新率较高; 在建工程主要为公司购买飞机的预付款; 其他非流动资产主要为经营租赁飞机大修储备金。公司流动资产主要集中于货币资金,

2015年末占流动资产的比重为72.57%，现金比率为62.15%，公司货币资金基本为可动用货币资金，资金储备充裕，对债务偿付保障程度高。整体来看，公司资产质量较高。

图表 18. 公司 2015 年末资产构成情况



数据来源：春秋航空

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

我国目前低成本航空渗透率相对较低，行业发展空间较大，该公司作为我国首家低成本航空公司，在低成本航空运输领域经营管理经验丰富，经营效率较高，且具有较强的基地优势，整体综合竞争力强。公司主营业务资金回笼能力较强，货币资金储备较充裕，并于2015年1月成功上市，融资渠道得到有效扩充，资本实力得到较大幅提升，整体抗风险能力强。

1. 低成本航空运输业发展空间较大

我国低成本航空目前市场渗透率较低，随着国家支持政策的不断推进及低成本模式认可度的提升，低成本航空运输行业具有较广阔的发展空间，发展前景良好。

2. 低成本经营管理模式较成熟

该公司是我国首家低成本航空公司，低成本模式运营管理经验丰富，经营管理效率较高，且拥有自主研发的分销、结算等运行管理系统，在低成本航空运输领域综合竞争力强。

3. 基地优势

该公司主营业务发展稳健，已基本形成以华东上海为核心，以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为战略支撑点的国内航线网络布局，并于泰国曼谷、日本大阪及韩国济州设立过夜航站，具有较强的基地优势。

4. 主营业务现金获取能力强

该公司主营业务盈利能力不断提升，资金回笼能力较强，且货币资金储备充裕，整体债务本息偿付保障程度高。

5. 资本实力不断提升

该公司 2015 年 1 月成功于上海证券交易所上市，资本实力得到较大提升，融资渠道得到有效拓展。

（二）外部支持

该公司具有良好的偿债信誉，与多家商业银行建立了良好的长期合作关系。截至 2016 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 211.76 亿元，其中尚未使用的授信余额为 125.11 亿元，间接融资渠道较顺畅。

此外，该公司还能持续得到政府较大力度的航线和财政补贴支持，对公司净利润实现提供较强支撑。2013-2015 年，公司获得的补贴收入分别为 5.22 亿元、6.16 亿元和 8.49 亿元。

八、本次债券偿付保障分析

（一）经营稳健，行业竞争力较强

该公司是我国首家低成本航空公司，低成本经营模式较为成熟，运营管理经验丰富，在低成本航空领域竞争力较强。公司近年经营稳健，航线持续优化拓展，基地优势不断增强，整体发展势头良好。

（二）盈利能力不断提升，主营业务资金回笼能力较强

该公司近年营业收入稳步增加，成本控制能力保持在较强水平，辅助业务收入贡献逐渐加强，盈利能力不断提升。公司主营业务资金回笼能力较强，货币资金储备充裕，可为本次债券偿付提供较强保障。

(三) 外部融资渠道畅通

该公司 2015 年 1 月成功于上海证券交易所上市，资本实力得到较大幅增强，融资渠道得到有效拓展，同时公司与多家商业银行建立了良好的长期合作关系，截至 2016 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 211.76 亿元，其中尚未使用的授信额度为 125.11 亿元，畅通的融资渠道可进一步增强本次债券偿付的保障程度。

九、结论

该公司为民营上市企业，春秋国旅为公司控股股东，自然人王正华为公司实际控制人。公司严格按照相关法律法规要求，建立并不断完善公司治理结构，积极规范公司运作。公司制定了较为完善的内部管理制度，并不断强化对各项业务的制度化管管理，经营管理较规范。

该公司是我国首家低成本航空公司，在低成本航空运输领域运营管理经验丰富，竞争优势较明显。公司营业收入主要来源于航空客运，业务发展较稳健，收入逐年稳步增长，发展势头良好。

该公司营业收入逐年稳步增加，成本控制能力较强，主营业务盈利水平逐渐提升，同时公司可持续获得较大规模的政府补贴支持，能对公司净利润实现提供较强支撑。公司 2015 年 1 月成功于上海证券交易所上市，资本实力得到较大幅提升，资产负债率下降至合理水平。公司主营业务资金回笼能力较强，经营性现金流持续较大规模净流入，且货币资金储备充裕，整体债务偿付保障程度高。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

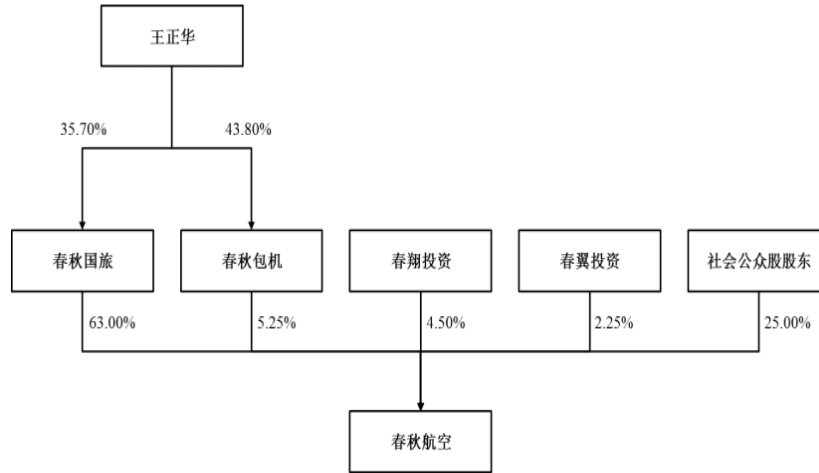
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

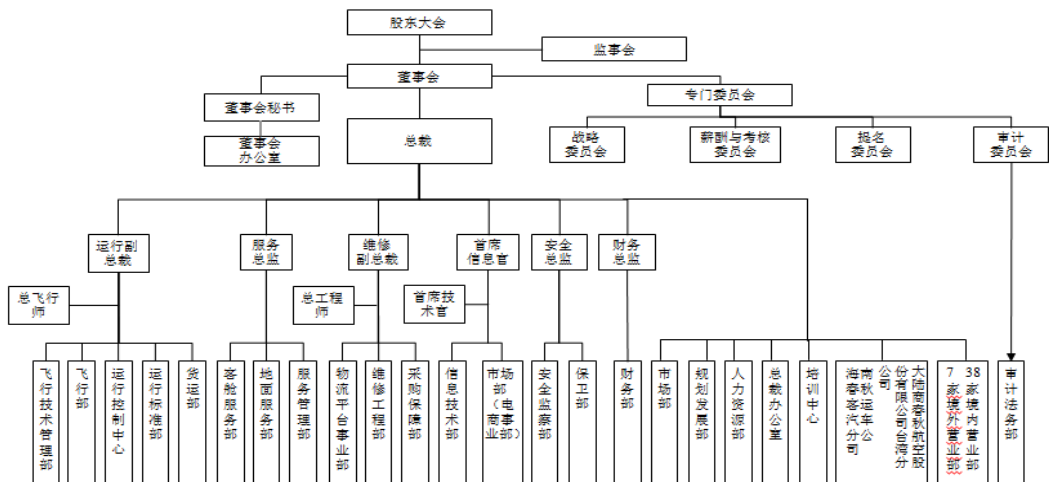
公司与实际控制人关系图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	母公司持股比例 (%)	主营业务	注册资本 (万元)
春秋航空股份有限公司	本部	航空运输	80000
上海春秋文化传媒有限公司	100	广告制作发布服务	150
上海商旅通商务服务有限公司	100	电子支付领域技术服务	10000
上海春秋飞行培训有限公司	100	飞行培训服务	10000
上海春华航空地面服务有限公司	100	航空地面服务	500
上海秋实企业管理有限公司	100	企业管理	1000
上海春煦信息技术有限公司	100	软件开发、信息系统集成服务、电子商务等	200
上海小翼信息科技有限公司	100	信息技术服务、咨询与开发等	500
重庆春之翼信息科技有限公司	100	计算机软、硬件产品开发、销售等	1000
春秋融资租赁(上海)有限公司	75	融资租赁业务	50000
春秋国际控股(香港)有限公司	100	进出口贸易、投资、飞机租赁、咨询服务等	7549.07 万港币
春秋航空新加坡有限公司	100	票务代理	1 新加坡元
春秋航空日本株式会社	37.75	客货运、网上订票、免税商品销售及广告等航空相关业务	153.10 亿日元
上海春秋中免免税品有限公司	49	进出口贸易	180

注：根据春秋航空提供的资料整理（截至 2015 年末）

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
资产总额[亿元]	76.51	112.61	160.29	164.86
货币资金[亿元]	14.75	24.00	30.95	30.26
刚性债务[亿元]	29.99	56.06	63.09	71.36
所有者权益[亿元]	27.43	35.53	65.40	69.06
营业收入[亿元]	65.63	73.28	80.94	20.89
净利润[亿元]	7.32	8.84	13.28	3.67
EBITDA[亿元]	14.29	16.82	23.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	15.36	10.76	16.10	0.73
投资性现金净流入量[亿元]	-8.32	-24.04	-33.93	-6.45
资产负债率[%]	64.15	68.45	59.20	58.11
长期资本固定化比率[%]	105.74	118.39	106.46	110.35
权益资本与刚性债务比率[%]	91.45	63.38	103.66	96.79
流动比率[%]	86.02	69.29	85.65	78.98
速动比率[%]	76.55	63.65	79.30	72.19
现金比率[%]	66.20	56.91	62.15	55.63
利息保障倍数[倍]	7.36	7.47	9.44	—
有形净值债务率[%]	205.22	245.74	157.23	149.58
营运资金与非流动负债比率[%]	-11.62	-37.10	-15.84	-27.63
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	135.96	107.46	92.48	—
存货周转速度[次]	142.92	147.87	132.23	—
固定资产周转速度[次]	1.82	1.79	1.58	—
总资产周转速度[次]	0.90	0.77	0.59	—
毛利率[%]	12.97	14.78	20.11	24.55
营业利润率[%]	6.59	7.38	11.17	15.46
总资产报酬率[%]	15.38	14.23	14.08	—
净资产收益率[%]	30.41	28.09	26.31	—
净资产收益率*[%]	30.41	28.09	26.31	—
营业收入现金率[%]	121.44	119.57	118.47	110.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	76.79	33.40	35.02	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	31.24	17.06	18.73	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.20	-41.20	-38.76	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.32	-21.05	-20.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.33	9.34	11.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.39	0.39	—

注：表中数据依据春秋航空经审计的2013-2015年度及未经审计的2016年第一季度财务数据整理计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。