

信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0475号

春秋航空股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“春秋航空股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

2022年七月五日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2022年7月5日

春秋航空股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2022/7/5	葛新景	汪欢
主体概况		评级模型			

春秋航空股份有限公司（以下简称“春秋航空”或“公司”）主营航空运输业务，控股股东上海春秋国际旅行社（集团）有限公司持有公司 54.99% 股份，实际控制人为自然人王正华。

债券概况

本期发行额：不超过50亿元（含50亿元），可分期发行
 本期债券期限：不超过5年（含5年）
 偿还方式：每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付
 募集资金用途：10.00 亿元用于补充流动资金，40.00 亿元用于偿还有息负债

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
规模和市场地位	总资产	20.00	17.56
	营业收入	20.00	16.30
	可用座公里	20.00	17.10
盈利能力和运营效率	利润总额	10.00	1.08
	净资产收益率	10.00	1.16
债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	8.68
	经营现金流流动负债比	5.00	0.62
	全部债务/EBITDA	5.00	2.54

2.基础模型参考等级

AA

3.评级调整因素

+1

4.主体信用等级

AA+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

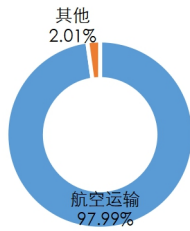
评级观点

我国低成本航空占国内航线市场份额仍较低，随着国内大众化航空出行需求的增加，未来低成本航空市场发展空间仍很大；春秋航空是国内首家低成本航空公司，其低成本经营模式较成熟，在国内低成本航空市场竞争优势明显；公司以上海虹桥机场和浦东机场为枢纽基地，截至 2022 年 3 月末拥有机队规模 116 架，在飞航线 230 条，国内航网布局不断优化；公司航空运输以客运为主，运营效率处于行业较好水平，同时航线补贴和财政补贴等政府补助对公司利润形成较大补充。另一方面，2020 年以来新冠疫情持续对我国航空运输业造成重大不利影响，在国家“动态清零”政策环境下，若未来国内疫情出现较大反复，则仍将对公司经营造成较大压力；2022 上半年国际油价继续上涨并创新高，预计 2022 年国际油价将高位运行，公司成本控制压力较大；随着机队规模扩张，公司面临较大的资本支出压力，有息债务规模保持增长，债务负担有所增加。

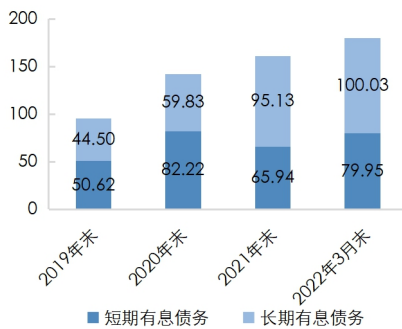
综合分析，公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

主要指标及依据

2021 年公司收入构成



近年公司有息债务结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额 (亿元)	293.67	324.30	383.20	390.27
所有者权益 (亿元)	150.41	141.81	137.47	131.50
全部债务 (亿元)	95.12	142.05	161.07	179.99
营业总收入 (亿元)	148.04	93.73	108.58	23.60
利润总额 (亿元)	24.04	-6.05	0.16	-5.82
经营性净现金流 (亿元)	34.36	8.26	16.84	-3.83
营业利润率 (%)	11.29	-6.58	-4.54	-26.54
资产负债率 (%)	48.78	56.27	64.13	66.31
流动比率 (%)	112.37	94.82	90.07	84.64
全部债务/EBITDA (倍)	2.65	22.25	5.78	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.86	1.50	3.84	-

数据来源: 公司 2019 年~2021 年经审计的合并财务报告和 2022 年 3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 我国低成本航空占国内航线市场份额仍较低, 随着国内大众化航空出行需求的增加, 未来低成本航空市场发展空间仍很大;
- 公司是国内首家低成本航空公司, 其低成本经营模式较成熟, 运营管理经验丰富, 在国内低成本航空市场竞争优势明显;
- 公司以上海虹桥机场和浦东机场为枢纽基地, 截至 2022 年 3 月末拥有机队规模 116 架, 在飞航线 230 条, 国内航网布局不断优化;
- 公司航空运输以客运为主, 运营效率处于行业较好水平, 同时航线补贴和财政补贴等政府补助对公司利润形成较大补充。

关注

- 2020 年来新冠疫情持续对我国航空运输业造成重大不利影响, 在国家“动态清零”政策环境下, 若未来国内疫情出现较大反复, 则仍将对公司经营造成较大压力;
- 2022 年上半年国际油价继续上涨并创新高, 预计 2022 年国际油价将高位运行, 公司成本控制压力较大;
- 随着机队规模扩张, 公司面临较大的资本支出压力, 有息债务规模保持增长, 债务负担有所增加。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司低成本经营模式较成熟, 具有较强的成本管控能力, 随着国家疫情防控与经济协调发展的统筹协调发展, 预计航空需求将逐步回暖, 公司盈利能力有所改善。

评级方法及模型

《东方金诚航空运输企业评级方法及模型 (RTFC025201912) 》

历史评级信息

无

主体概况

春秋航空股份有限公司（以下简称“春秋航空”或“公司”）主要从事航空运输业务，控股股东为上海春秋国际旅行社（集团）有限公司（以下简称“春秋国旅”），实际控制人为自然人王正华。

春秋航空前身为春秋国旅和上海春秋包机旅行社有限公司（以下简称“春秋包机旅行社”）于2004年共同出资成立的春秋航空有限公司。2010年11月，经民航局许可，公司重组改制为股份有限公司，更为现名。2015年1月，公司在上海证券交易所主板上市交易，股票代码601021.SH。截至2022年3月末，公司总股本为9.16亿股，春秋国旅持有公司54.99%股份，为公司控股股东；自然人王正华先生持有春秋国旅64.74%股权¹，为公司实际控制人。

春秋航空主要从事航空运输业务，是国内首家低成本航空运输公司和最大的民营航空公司之一。截至2022年3月末，公司已在上海虹桥机场、浦东机场、石家庄正定机场等12个机场建立航空基地，拥有机队规模116架，在飞航线共230条，通航城市共103个。2021年，公司可用座位公里数414.81亿人公里，旅客周转量343.76亿人公里。

截至2022年3月末，春秋航空资产总额390.27亿元，所有者权益131.50亿元，资产负债率为66.31%。2021年及2022年1~3月，公司实现营业总收入分别为108.58亿元和23.60亿元，利润总额分别为0.16亿元和-5.82亿元。

本期债券概况及募集资金用途概况

本期债券概况

公司拟申请注册金额为不超过50.00亿元（含50.00亿元）的公司债券。“春秋航空股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券”（以下简称“本期债券”）拟发行金额不超过50.00亿元（含50.00亿元），拟分期发行，面值为100元，按面值发行，债券期限不超过5年（含5年），债券品种可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

募集资金用途

本期债券的募集资金拟将10.00亿元用于补充流动资金，40.00亿元用于偿还有息负债。

¹ 王正华先生持有春秋国旅64.74%股权，为其第一大股东，同时王正华先生还通过与春秋国旅的其余23名自然人股东签订了《一致行动人协议》，加强了其控制地位。截至2022年3月末，春秋国旅累计质押公司股份数量为3950万股，占其所持公司股份数量的比例为7.84%，占公司总股本的比例为4.31%。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业分析

春秋航空主要从事航空运输业务，隶属于航空运输行业。

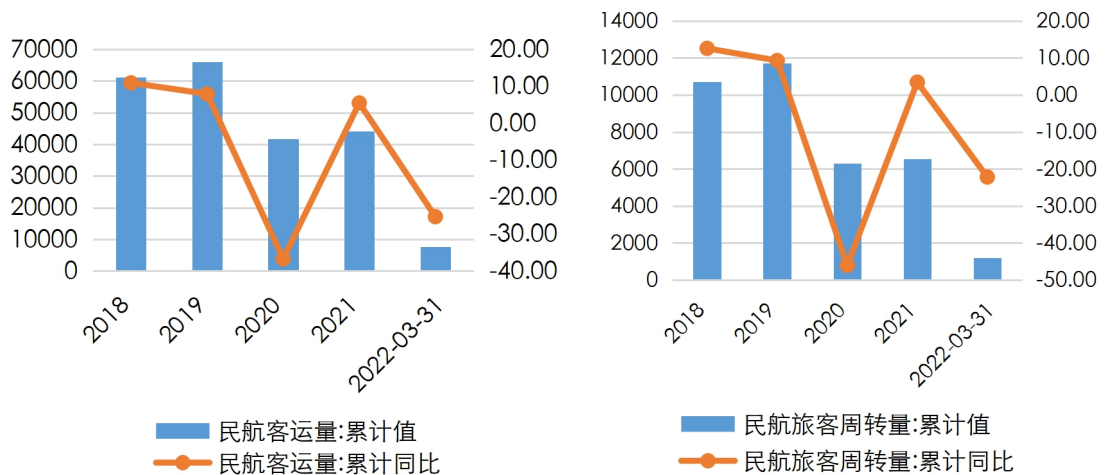
航空运输行业

新冠疫情对航空业短期需求造成巨大冲击，但个人出行和商务出行的内在驱动因素没有改变，未来中国经济的稳步增长及居民可支配收入的不断提升将继续推动航空业持续发展

近年来，航空运输业在全球经济发展中的地位日渐突出，我国民航需求也保持了较快增长，但2020年来新冠疫情的出现持续对国内及全球航空业带来负面影响。2021年航空运输业有所恢复，但德尔塔与奥密克戎变异病株的出现不断阻碍恢复进程，行业依旧面临极大经营压力。根据国际航空运输协会数据显示，2021年全球航空旅客运输量较2020年有所回升，但相比2019年仍下降58.4%，显著不及疫情前水平；而货运业务需求的复苏则快于旅客需求的复苏，货邮运输量相比2019年即疫情发生前增长6.9%。

2021年，但在“动态清零”政策环境下，各地政府将疫情常态化防控落到实处，国内航班恢复势头持续向好，然而从二季度开始，德尔塔和奥密克戎变异毒株的出现使得国内疫情多有反复，恢复势头受阻。国际方面，考虑到国内仍有散发疫情的风险以及外防输入压力仍然巨大，民航局对国际客运航班运行数量延续实行“五个一”政策，国际航班仍然维持最低限度的航班运营。根据中国民航局发布的统计数据，2021年国内全行业完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为857亿吨公里、4.4亿人次、732万吨，同比提高7.3%、5.5%和8.2%。截至2021年末，全国颁证运输机场达248个，成都天府、青岛胶东国际机场于2021年正式投运。全年航班正常率达88%，连续4年保持在80%以上。

图表 1：近年来我国民航客运量、旅客周转量规模及增长率变动情况（万人、亿人公里、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2022年至今，奥密克戎变异毒株的迅速传播再次对行业复苏进程带来挑战，但个人出行和商务出行的内在驱动因素没有改变，中国经济的稳步增长及国内居民可支配收入的不断提升将继续推动航空业持续发展。根据中国民航局《“十四五”民用航空发展规划》，预计到2025

年，我国民航运输总周转量达到 1750 亿吨公里，旅客运输量 9.3 亿人次，货邮运输量 950 万吨。

我国低成本航空占国内航线市场份额仍较低，随着国内大众化航空出行需求的增加，未来低成本航空市场发展空间仍很大

美国西南航空公司是全球第一家低成本航空公司，于 1971 年设立，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。区别于全服务航空公司的商业模式，低成本航空经营模式通过严格的成本控制，使其在以低票价吸引乘客的同时获得较好的收益，并在经济周期性低谷中体现出较强的抗风险能力。

根据亚太航空中心统计，根据亚太航空中心统计，2012 年至 2021 年十年间，全球低成本航空的区域内航线市场份额从 28.1% 提高至 32.4%，国际航线市场份额从 8.4% 提升至 18.6%；亚太地区的国内航线市场份额从 21.1% 攀升至 26.4%，国际航线市场份额从 4.7% 提升至 16.6%。

目前国内低成本航空公司主要包括两类，一类是独立成立的低成本航空公司，以春秋航空为代表；另一类是由传统全服务航空公司成立低成本航空子公司或下属公司转型为低成本航空公司，包括九元航空有限公司、西部航空有限责任公司、中国联合航空有限公司和云南祥鹏航空有限责任公司等。根据亚太航空中心统计，2021 年我国低成本航空占国内航线市场份额为 8.1%，低成本航空公司无论从数量还是市场份额来看仍然较少，随着疫情逐渐恢复，我国大众化航空出行需求增加，未来市场发展空间仍很大。

2021 年来国内新冠疫情的反复叠加国际原油价格的持续攀升，航空运输企业盈利能力普遍大幅下滑

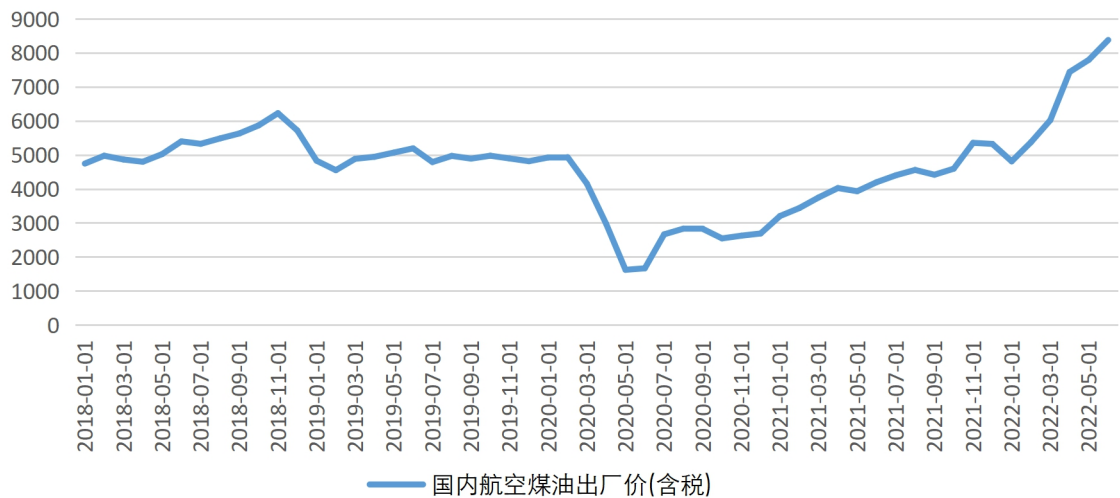
我国航空运输业的利润水平波动较大，主要受到国内外宏观经济形势、国际原油价格动荡、人民币汇率波动、重大突发性事件（如流行病疫情、雪灾、地震等）和其他特别事项等因素的影响。

航空燃油是航空公司生产经营所需的主要燃油材料，占航空公司运营总成本的 30% 以上，其价格的波动直接对航空公司盈利水平影响较大。2021 年，随着疫苗加速接种，全球经济不均衡复苏，但总体趋势向好，全球原油市场需求明显改善，供需差扩大，油价持续攀升，航空运输企业的运营成本大幅提升。

另一方面，民航局于 2019 年下半年开始减半征民航发展基金，2020 年疫情期间民航局再次出台政策免征民航发展基金；2021 年 4 月起，为继续帮助航空公司度过疫情难关，民航发展基金航空公司征收标准在 2019 年减半的基础上再降低 20%，同时，还出台了一揽子为企业纾困解难、促进行业恢复发展的对策措施，有利于降低全行业成本。但 2021 年春节“就地过年”政策造成的春运流动性大幅减少，以及国内疫情的多有反复，大众出行意愿再度被抑制，我国航空运输企业利润水平普遍下滑。2021 年，国内航空公司亏损 671 亿，机场企业亏损 246 亿。

2022 年至今，奥密克戎变异毒株的迅速传播再次带来新的挑战，叠加国际油价创 14 年以来新高，全行业一季度亏损程度或将再次扩大，国内行业复苏的进程仍面临较大不确定性。

图表 2：近年航空煤油价格变动情况（元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

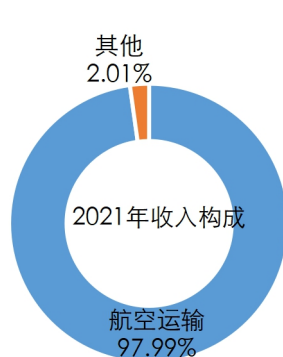
业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来自航空运输业务，受新冠疫情及航油价格持续上升等影响，近年公司营业收入及毛利率波动较大

公司主要从事航空运输开发业务，辅以机供品销售、逾重行李运输、快速登机服务等其他业务。近年公司收入和毛利润波动较大，其中 2020 年受新冠疫情影响，营业收入及毛利率均出现了大幅下降。2021 年国内疫情进入常态化防控，公司航空客运业务持续恢复，但新冠变异毒株多次来袭依旧使得国内疫情时有反复，营业收入同比增长 15.85%，仍未恢复至疫情前 2019 年的水平。同时，受航油价格上升及民航发展基金减免优惠政策结束等影响，2021 年公司毛利率虽同比有所提升，但仍旧为负值。

图表 3：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



业务	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
航空运输	144.83	97.83	91.67	97.80	106.40	97.99	23.07	97.73
其他	3.21	2.17	2.06	2.20	2.18	2.01	0.54	2.27
合计	148.04	100.00	93.73	100.00	108.58	100.00	23.60	100.00
业务	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
航空运输	14.89	10.28	-7.12	-7.77	-5.89	-5.54	-6.55	-28.41
其他	2.00	62.21	1.09	53.10	1.17	53.51	0.36	68.01
合计	16.89	11.41	-6.03	-6.43	-4.73	-4.35	-6.19	-26.22

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2022年1~3月，公司实现营业收入23.60亿元，同比增长6.18%；毛利润为-4.35亿元，

毛利率为-26.22%。2022年2月以来，国内出现疫情集中爆发以及多点散发的局面，上海作为公司主要基地，本轮受疫情影响严重，同时航油价格大幅上涨，毛利率大幅下滑。

航空运输业务

公司是国内首家低成本航空公司和最大的民营航空公司之一，其低成本经营模式较成熟，运营管理经验丰富，在国内低成本航空市场具有较强的竞争优势

公司是国内首批民营航空公司之一及国内最大的民营航空公司之一，也是国内首家低成本航空公司，运营管理经营丰富。区别于全服务航空公司，公司定位于低成本航空经营模式，凭借价格优势吸引由对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场客户。自成立以来，公司借鉴国外低成本航空公司运营经验，形成了成熟的“两单”“两高”“两低”的低成本运营模式，“两单”即单一机型和单一舱位；“两高”即高客座率和高飞机日利用率；“两低”即低销售费用和低管理费用。

公司以上海虹桥机场和浦东机场为枢纽基地，同时注重除上海等一、二线城市以外的市场开发，近年来不断加强三四线市场的航点渗透，提升市场的广度和深度。截至2021年末，国内枢纽建设方面，公司已形成以服务长三角区域经济一体化建设的上海基地为核心、江苏扬州和浙江宁波基地为支撑的华东枢纽，以服务粤港澳大湾区建设的广东广州基地、深圳分公司为核心、广东揭阳基地为支撑的华南机场枢纽，以服务京津冀一体化建设的河北分公司为核心的华北机场枢纽，以服务东北全面振兴战略建设的辽宁沈阳和大连基地为核心的东北枢纽，以服务新时代西部大开发建设的甘肃兰州、陕西西安分公司为核心的西北枢纽，和以服务中部地区崛起战略建设的江西南昌基地为核心的华中枢纽，成都天府基地的开航运营也为公司逐步增加成渝双城经济圈重要市场的投入创造了更多机遇。公司国际航线则以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站，聚焦东南亚重点市场，并向东北亚区域市场辐射发展。

截至2022年3月末，公司拥有空客A320系列机型机队共116架，其中自购飞机64架，经营租赁飞机52架，平均机龄6.0年；公司在飞航线共230条，其中国内航线224条，国际航线5条，港澳台航线1条；由于国际航线继续执行“五个一”政策，因此航线结构仍然以国内航线为主。

虹桥机场和浦东机场作为主枢纽基地占据公司最大运力，2021年以上海两场为出发地或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约37.6%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为14.3%，市场份额较2020年提升1.2个百分点。此外，2021年公司在石家庄机场和扬州机场运送旅客人次市场份额继续保持首位，兰州机场排名跃升至第一，揭阳机场和沈阳机场也上升至第二位。

公司航空运输业务以航空客运为主，在国家“动态清零”政策环境下，国内及国际疫情的反复对公司收入、利润产生重大不利影响，但预计中长期经营影响有限

公司航空运输业务包括航空客运和航空货运业务。从收入构成看，航空客运业务占比在98%以上，航空货运业务规模较低。随着公司陆续外购和租赁飞机，运力持续投放，但2020年受新冠疫情影响，公司航空运输业务收入同比下降36.70%，而其飞机及发动机租赁折旧费用、工资

及福利费用、维修成本等保持相对稳定，使得毛利率同比减少 18.05 个百分点至-7.77%；2021 年，国际市场受疫情影响仍然持续低迷，国内航空市场需求持续恢复，公司持续加大国内运力投放，受 2020 年同期低基数影响，航空业务收入同比增长 16.1%，其中客运业务收入同比增长 16.6%，货运业务收入同比下降 19.3%；毛利率为-5.54%，在航油价格持续上涨的背景下，同比提升 2.23 个百分点。2022 年 1~3 月，公司航空业务实现营业收入 23.07 亿元，毛利润为-6.55 亿元，毛利率为-28.41%。其中，得益于春运前半段的顺利运营，2022 年 1 和 2 月公司总体运营情况较好，但 3 月因国内出现疫情集中爆发影响航班取消量大幅增加，对公司航空运输造成很大负面影响。

整体来看，在国家“动态清零”政策环境下，国内及国际疫情的反复仍持续对航空运输业回暖造成较大影响；中长期看，抑制的需求将在疫情结束后释放，对公司长期经营影响有限。

图表 4：公司航空运输业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
航空客运	143.59	99.15	90.19	98.39	105.21	98.88	22.77	98.71
航空货运	1.23	0.85	1.48	1.61	1.19	1.12	0.30	1.29
合计	144.83	100.00	91.67	100.00	106.40	100.00	23.07	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司不断加强国内航网布局，国内运营航线和航班数量保持增长，但机队扩张规划的实施也使公司面临较大的资本支出压力

近年来，公司不断加强国内航网布局，一方面在国内一、二线城市争取更多的时刻增量，另一方面积极挖掘有潜力的三四线市场进行渗透和下沉，运营航线和航班数量保持增长。2019 年，公司国内外运力投放较为均衡。2020 年来，国际航线因新冠疫情在海外扩散和“五个一”政策双重影响大量停飞，公司积极调整航线结构，航线结构以国内航线为主。截至 2022 年 3 月末，公司在飞航线共 230 条，其中国内航线 224 条，国际航线 5 条，港澳台航线 1 条。

图表 5：公司航线拓展情况（单位：条、个、架次）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
运营航线	210	219	224	230
其中：国内航线	128	210	218	224
港澳台航线	13	2	1	1
国际航线	69	7	5	5
通航城市	93	97	101	103
起飞架次	141141	134079	144658	34024

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司飞机全部采用空客 A320 系列机型，并统一配备 CFM 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。为满足低成本航空经营模式，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。但单一机型存在因飞机缺陷停飞的风险。

图表 6：2019 年以来公司运营飞机构成情况（单位：架、年）

引进方式	2019 年末	2020 年末	2021 末	2022 年 3 月末	2021 年末平均机龄
自购	43	49	61	64	5.5
经营租赁	49	53	52	52	6.6
融资租赁	1	-	-	-	-
合计	93	102	113	116	6.0

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司机队规模逐年扩张，新引入的飞机主要通过自购和经营租赁。截至 2022 年 3 月末，公司运营飞机数量共计 116 架，其中自购和经营租赁数量分别为 64 架和 52 架，平均机龄 6.0 年。2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司用于购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 53.42 亿元、43.63 亿元、31.71 亿元 62.01 亿元和 14.68 亿元，规模较大。

我国低成本航空占国内航线市场份额仍较低，预计未来低成本航空市场发展空间仍很大。根据公司目前已签署的购买与租赁飞机协议及意向性协议，2022 年~2024 年，公司计划将陆续引进 9 架、13 架和 10 架飞机²，购买飞机的资本开支分别约为 3 至 5 亿美元不等，未来面临较大的资本支出压力。

为配合机队规模增长以及应对行业飞行员紧缺的现象，公司持续加强飞行员队伍。截至 2021 年末，公司飞行员人数为 1655 名，占公司总人数的比例为 18.61%。2021 年末，公司飞行模拟机共 5 台，能基本保障平时训练使用。

图表 7：公司未来机队引进情况（单位：架）

引进方式	2022 年	2023 年	2024 年
引进	9 架 A320 系列	13 架 A320 系列	10 架 A320 系列
经营租赁到期	3 架 A320 系列	4 架 A320 系列	2 架 A320 系列

资料来源：公司提供，东方金诚整理

在低成本盈利模式下，公司通过低票价策略吸引更多旅客需求，2020 年来受疫情影响运营效率虽大幅下降，但仍优于行业平均水平

随着机队规模的扩张，公司运力逐渐释放。但 2020 年新冠疫情的出现给我国民航行业带来严重冲击，运输生产数据急速下滑，在低成本盈利模式下，公司通过低票价策略吸引更多旅客需求。2020 年全年公司旅客周转量同比下降 24.04%，平均客座率下降至 79.67%，但均优于行业平均水平³；2021 年新冠疫情对国内航空市场影响缓解，全年公司旅客周转量同比增长 14.02%，其中国内航线旅客周转量同比增长 21.25%，平均客座率上升 3.20 个百分点至 82.87%，恢复情况优于行业平均水平⁴。

2022 年 1~3 月，公司旅客周转量同比下降 6.88%，其中 3 月当月同比下降 59.65%，环比

² 公司已向国家发展与改革委及民航局递交飞机引进计划，实际飞机引进总数和进度将视国家发展与改革委及民航局核准情况作持续调整。

³ 全行业 2020 年全年旅客周转量下降 46.10%，平均客座率下降至 72.90%。

⁴ 全行业 2021 年全年旅客周转量同比增长 3.50%。

下降 54.69%；平均客座率下降至 72.26%，其中 3 月当月平均客座率为 67.71%。2022 年 3 月上海出现疫情爆发，而上海作为公司主要基地，航班的大量取消使得公司运营效率大幅下降。目前，上海市疫情已得到有效控制，自 6 月 1 日起，上海全市已进入全面恢复正常生产生活秩序阶段，预计下半年公司运营效率将逐步恢复，但全年仍将受疫情影响较大。

图表 8：公司航空运输业务运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
可用座位公里 ⁵ (亿人公里)	437.07	378.42	414.81	99.05
其中：国际航线	142.28	25.25	1.89	0.36
港澳台航线	14.66	2.41	1.22	0.25
旅客周转量 (亿人公里)	396.91	301.48	343.76	71.57
其中：国际航线	125.19	18.07	0.96	0.15
港澳台航线	12.90	1.36	0.82	0.19
旅客运输量 (万人次)	2239.25	1859.19	2130.34	430.44
其中：国际航线	535.68	75.60	4.81	0.86
港澳台航线	84.62	9.95	5.25	1.16
平均客座率 (%)	90.81	79.67	82.87	72.26
其中：国际航线	87.99	71.56	50.68	42.42
港澳台航线	87.97	56.65	67.54	76.10
飞机日平均利用率小时	11.24	8.69	8.50	7.63
货邮周转量 (亿吨公里)	1.20	1.52	1.46	0.36
可用货公里 (亿吨公里)	2.34	1.97	2.49	0.59
货邮运输量 (吨)	6.51	8.53	8.27	2.04
平均货邮载运率 (%)	51.19	77.33	58.89	60.54
行业平均客座率 (%)	83.20	72.90	82.87	65.90
行业飞机日平均利用小时数 (小时)	9.33	6.49	6.62	5.40

资料来源：公司提供，民航局、东方金诚整理

公司销售渠道以电子商务直销为主，且拥有自主研发且独立的分销、订座、结算和离港系统，其能有效的降低营销费用、提高获现能力

公司以电子商务直销为主要销售渠道，一方面通过销售特价机票等各类促销优惠活动的发布，吸引大量旅客在官网预订机票；另一方面积极推广移动互联网销售模式，拓展电子商务直销渠道，有效降低销售代理费用。2021 年，除包机包座业务以外的销售渠道占比中，电子商务直销（含 OTA 旗舰店）占比达到 96.7%。

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，降低营销费用，提高获现能力。截至 2021 年末，公司信息技术人员为 462 人，并于重庆设立信息技术研发中心。2019 年~2021 年，公司研发投入分别约为 1.30 亿元、1.10 亿元和 1.19 亿元，其中 2021 年研发投入占营业收入的比例为 1.10%。

⁵ 可用座位公里指每一航段可提供座位与该航段距离的乘积之和，反映运输飞行的旅客运载能力。

2020年和2021年，公司单位销售费用分别为0.0054元和0.0053元，销售费用率分别为2.20%和2.01%，远低于行业可比上市公司水平⁶。

公司具有较强的成本管控能力，但2021年来国际原油价格的显著上涨仍对公司成本控制造成较大的压力

公司航空客运业务的运营成本主要为航油成本、飞机及发动机租赁折旧费用、人员工资及福利、起降费用等。2019年~2021年，公司单位成本⁷分别为0.300元/人公里、0.264元/人公里和0.273元/人公里，2021年单位成本较上年增长3.6%。2021年国际油价显著上涨，是公司单位成本上涨的主要原因。

航空公司成本中航油成本占比较高，受国际原油价格的影响波动较大，对航空公司利润影响较大，公司主要通过签订原油期货合同降低航油价格变动风险。同时，2018年10月以来，公司引进的机型均为neo型发动机飞机，其理论油耗相比ceo型发动机的飞机低15%，预计未来单位油耗将有所下降。2019年和2020年，航油价格下降是当年公司单位成本下降的主要原因之一；2021年航油价格同比显著上涨，造成公司单位航油成本上升33.8%。2022年以来国际油价继续上涨，创14年以来新高，预计2022年国际油价仍将高位运行，公司仍面临较大的成本控制压力。

公司坚持安全第一的重要原则，强化红线意识、坚守底线思维，按照中国民航局安全保障财务考核指标统计标准，2021年公司用于安全生产的相关支出为27.27亿元，安全飞行小时329492小时。

图表9：公司航空运输成本主要构成（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航油成本	41.66	32.06	22.94	23.22	33.64	29.95	9.56	32.28
飞机及发动机租赁折旧费用	20.18	15.53	21.91	22.17	21.20	18.88	5.60	18.89
工资及福利费用	24.82	19.10	21.23	21.49	23.94	21.32	5.96	20.13
起降费用	24.24	18.65	16.99	17.20	18.27	16.27	4.31	14.55
维修成本	6.10	4.69	6.54	6.62	4.43	3.95	1.61	5.42
民航建设基金	2.69	2.07	-	-	1.68	1.50	0.38	1.27
其他成本	10.26	7.90	9.18	9.29	9.18	8.13	2.21	7.46
合计	129.93	100.00	98.79	100.00	112.29	100.00	29.62	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

关联交易及其它

截至2022年3月末，公司控股股东春秋国旅持有公司54.99%的股权，期末参考市值为221.76亿元，股权质押数量为3950.00万股，占其持有股份数的7.84%。

⁶ 2021年，国航、东航、南航、海航、深航、厦航和吉祥销售费用率分别为5.97%、3.84%、4.91%、3.83%、5.81%、5.65%和3.85%。

⁷ 单位成本=营业成本/可用座位公里。

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、机票销售代理服务等方面存在的经常性关联交易。2019年~2021年，公司向春秋国旅及其子公司提供包机包座业务收入分别为13.35亿元、3.03亿元和4.07亿元，占当期营业收入的比重分别为9.02%、3.23%和3.75%。春秋国旅旅行社业务受疫情影响较大是2020年和2021年公司包机包座业务收入及占比大幅下降的原因。同期，2019年~2021年，公司向春秋国旅及其子公司支付售票代理费分别为174.58万元、64.49万元和49.58万元，占当期机票销售代理费用的比例较小。截至2021年末，公司对控股股东春秋国旅及其子公司的应收账款账面余额为0.27亿元。

公司部分债务、资产以外币计值，在人民币汇率波动的情况下，将对公司的财务状况和经营业绩产生一定的影响，公司主要通过签订外汇远期合同降低部分外币结算费用相关的汇率风险。截至2021年末，公司外币资产及负债主要为美元和日元，其中美元资产为30.0亿元等值人民币，美元负债为65.2亿元等值人民币；日元资产为1.2亿元等值人民币，日元负债为0.9亿元等值人民币。在人民币汇率波动的情况下，以外币计值的资产和负债折算将产生汇兑损益，从而对本公司的财务状况和经营业绩产生一定的影响。此外，公司未来购置飞机、来源于境外的航材等采购成本也会受到汇率波动的影响。

重大事项

根据公司于2021年6月25日召开的2020年年度股东大会决议，公司拟向不超过35名（含35名）特定投资对象非公开发行A股股票。2022年2月18日公司发布公告称，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[2022]300号），核准公司非公开发行不超过274,938,813股新股，核准发行之日起12个月内有效。本次非公开发行股票若能够成功发行，公司资本实力将进一步增强，但后续进展仍存在不确定性。

公司治理与战略

公司治理结构较完善，部门分工明确，能够满足日常经营管理需要

根据《春秋航空股份有限公司章程》，公司建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的较为完善的法人治理结构体系，采用董事会、经营层、监事会各司其职，又相互监督的管理模式。

公司建立了职责明确的治理架构，设有飞行部、运行控制中心、地面服务部、客舱服务部、采购保障部、飞行技术管理部等经营管理部门。同时，公司制定了较为完整的内部控制制度，主要包括全面预算管理制度、安全生产管理制度、突发事件应急管理制度、财务会计管理制度、投融资管理制度、信息披露管理制度等一系列内部管理制度。

公司坚持安全第一的原则，未来将继续完善和优化低成本航空的业务模式与竞争优势

公司将继续完善和优化低成本航空的业务模式与竞争优势，在确保飞行安全和准点的前提下，积极扩大机队规模和航线网络，致力于实现“成为具有竞争力的国际化低成本航空公司，

为旅客提供实惠且有品质的航空服务”的战略目标。

公司将坚持安全第一的原则，杜绝航空严重事故征候及以上严重不安全事件，严控一般事故征候万时率，并降低人为原因航空严重差错万时率。在外防输入、内防反弹的持续背景下，短期内将进一步完善国内航线和运力投放布局，中长期则仍将坚持围绕各区域基地建设航线网络的目标不变，持续缩减基地偏离航线，提高基地航线集中度，提升基地维修能力和航班保障能力。“十四五”期间，公司枢纽建设将进一步完善发展。

国内方面，公司一方面在国内一二线机场基础设施新建和扩建逐步投产运营过程中，争取获得更多的时刻增量，另一方面，仍然坚持挖掘有潜力的三四线市场进行渗透，提升市场的广度和深度。国际方面，根据民航局相关政策，短期内公司保留了泰国、日本、韩国和柬埔寨4个国家的通航，中长期仍将坚持国际化战略方向不变，继续以东南亚和东北亚为主要境外目的地持续动态地调整运力投放，并时刻关注国际疫情和市场的变化。待疫情结束之后，公司将及时恢复国际航线，把握大量因疫情而受到抑制的国际市场需求反弹机会。

为配合基地枢纽建设和航线网络扩展，公司未来将合理扩充机队规模并持续优化机队结构。同时，公司将进一步提升航班正常率及服务品质，控制成本与提升效率，优化收益管控并拓展辅助业务。

财务分析

春秋航空提供了2019年~2021年经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的合并财务报告和2022年1~3月未经审计的合并财务报表。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的控股子公司共19家。

资产构成与资产质量

公司资产总额逐年增长，资产中固定资产、在建工程和货币资金等占比较大，资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响

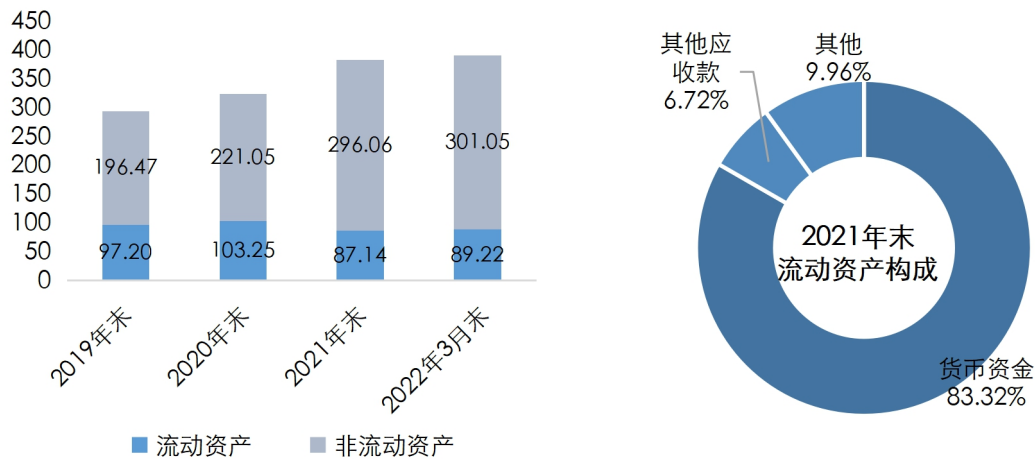
近年来公司资产总额逐年增长，资产构成以非流动资产为主。2021年末和2022年3月末，公司资产总额分别为383.20亿元和390.27亿元，非流动资产占比分别为77.26%和77.14%。

公司非流动资产持续增长，截至2021年末及2022年3月末，公司非流动资产分别为296.06亿元和301.05亿元，其中固定资产、在建工程和使用权资产占比较高。公司固定资产主要为购置的飞机、发动机及模拟机，2021年末固定资产账面价值165.65亿元，已累计计提折旧59.46亿元；2022年3月末固定资产账面价值174.94亿元，较年初增长5.59%，其中用于抵押的账面价值为133.31亿元。2021年末及2022年3月末，公司在建工程分别为54.00亿元和50.97亿元，主要为购买飞机的预付款。同期，公司使用权资产分别为43.42亿元和41.70亿元，主要包括租入的飞机、发动机和房屋及建筑物。2021年末公司其他权益工具投资10.17亿元，其中公司以6.02元/股认购的南方航空A股股票价值为9.57亿元。

公司流动资产波动较大，其中货币资金和其他应收款占比较高。截至2021年末，公司流动

资产为 87.14 亿元，同比下降 15.60%，主要因货币资金减少所致。2021 年末公司货币资金为 72.60 亿元，主要为银行存款，其中受限货币资金为 2.97 亿元，司货币资金规模较大主要用于满足日常经营需求及应对突发情况和偿还有息负债；其他应收款为 5.86 亿元，主要系应收相关航线补贴款和应收飞机供应商回扣款等。截至 2022 年 3 月末，公司流动资产为 89.22 亿元，较年初小幅增加，其中货币资金和其他应收款分别为 73.22 亿元和 7.19 亿元，货币资金充裕。

图表 10：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	77.19	91.92	72.60	73.22
其他应收款	4.98	4.41	5.86	7.19
流动资产合计	97.20	103.25	87.14	89.22
固定资产	115.46	129.57	165.65	174.91
在建工程	55.40	62.12	54.00	50.97
使用权资产	-	-	43.42	41.70
非流动资产合计	196.47	221.05	296.06	301.05
资产总额	293.67	324.30	383.20	390.27

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 135.14 亿元，主要由受限的货币资金和固定资产构成，占总资产的比例为 34.63%，占净资产的比例为 102.77%。受限比例较高，对资产流动性和再融资能力造成一定不利影响。

图表 11：截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目名称	受限资产规模	受限原因
货币资金	1.83	保证金
固定资产	133.31	借款抵押物
合计	135.14	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

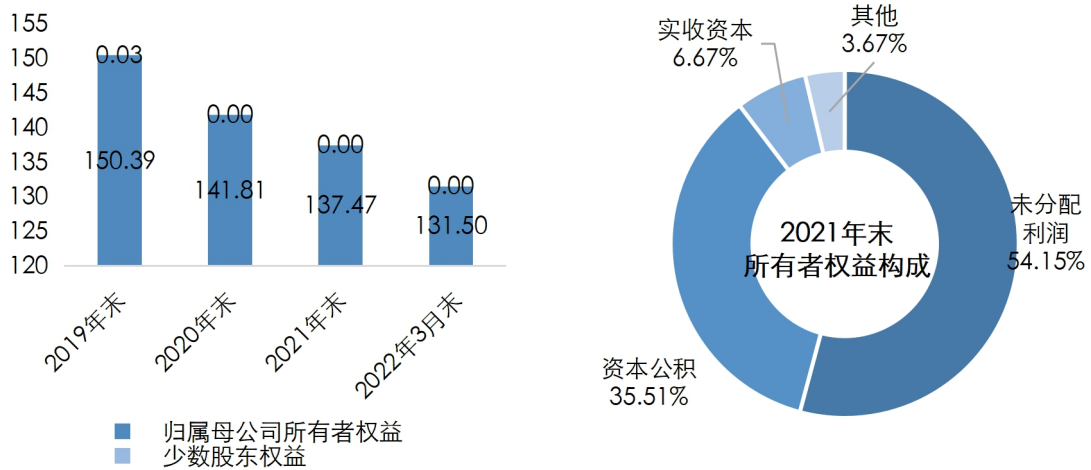
资本结构

公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积和股本构成，受疫情影响营业亏损，近年所

所有者权益有所减少

近年公司所有者权益有所下降,主要因受疫情影响营业亏损使得未分配利润减少所致。2021年末,公司所有者权益137.47亿元,主要由未分配利润、资本公积和股本构成,其中未分配利润74.44亿元,同比减少5.80%;资本公积48.81亿元,实收资本9.16亿元,占所有者权益的比例分别为35.51%和6.67%。2022年3月末,公司所有者权益为131.50亿元,其中未分配利润进一步减少至70.07亿元。

图表 12: 公司所有者权益构成情况 (亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

随着公司购置飞机的增加, 公司有息债务规模保持增长, 债务负担有所增加

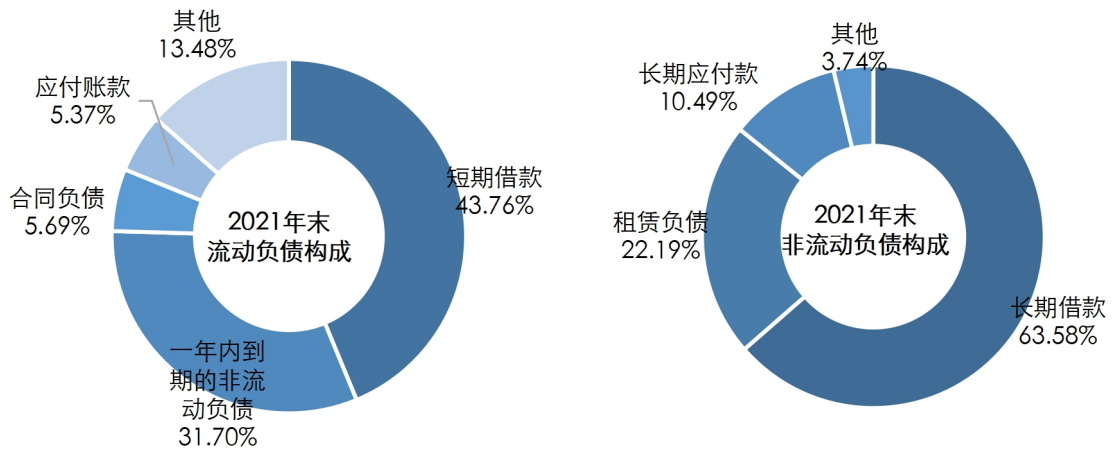
近年来公司负债总额逐年增长, 截至2021年末和2022年3月末, 公司负债总额分别为245.73亿元和258.78亿元, 流动负债占比分别为39.37%和40.74%。

公司流动负债规模有所波动, 但在负债中的占比呈下降趋势。截至2021年末, 公司流动负债为96.75亿元, 同比小幅下降, 主要由短期借款、一年内到期非流动负债、应付账款、合同负债等构成。其中, 公司短期借款为42.34亿元, 全部为信用借款, 利率区间为0.48%至3.7%, 主要用于支付航油、机场服务费和购买飞机预付款等; 一年内到期非流动负债30.67亿元, 主要为1年内到期的长期借款和租赁负债; 合同负债5.50亿元, 主要为预收的机票款; 应付账款5.20亿元, 主要为应付起降费、飞机及发动机修理费等。截至2022年3月末, 公司流动负债为105.42亿元, 较年初小幅增加, 其中短期借款和一年内到期非流动负债分别增加至51.97亿元和34.79亿元。公司其他流动负债中包括公司发行的“21春秋航空SCP00”22.50亿元, 2022年5月23日, 该笔短期融资券本息已到期全部偿还。

近年公司非流动负债保持增长。截至2021年末, 公司非流动负债148.98亿元, 同比增长102.44%, 主要由长期借款和长期应付款等构成。其中, 公司长期借款为94.72亿元, 同比增长58.31%, 资金主要用于购置飞机, 利率在0.809%~4.41%之间; 租赁负债33.06亿元, 为公司执行新租赁准则, 确认的融资租赁及经营租赁负债; 长期应付款为16.49亿元, 主要为应付飞机及发动大修理准备金。2022年3月末, 公司非流动负债为153.36亿元, 其中长期借款增

至 99.65 亿元。

图表 13：公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	34.57	53.34	42.34	51.97
一年内到期的非流动负债	19.59	27.49	30.67	34.79
合同负债*	-	6.27	5.51	2.47
应付账款	7.31	6.81	5.20	5.20
流动负债合计	86.50	108.90	96.75	105.42
长期借款	42.58	59.83	94.72	99.65
长期应付款	9.13	11.11	15.63	16.22
租赁负债	-	-	33.06	31.58
非流动负债合计	56.76	73.60	148.98	153.36
负债总额	143.25	182.49	245.73	258.78

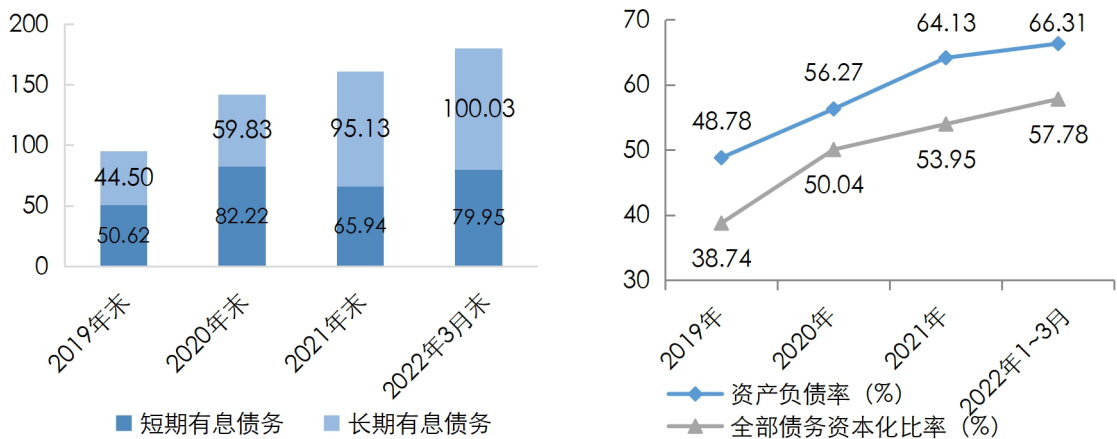
资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，随着公司购置飞机的增加，公司债务规模保持增长。截至 2022 年 3 月末，公司全部债务为 179.99 亿元，其中短期有息债务 79.95 亿元，占比 44.42%；长期有息债务 100.03 亿元，占比 55.58%。同期末，公司资产负债率为 66.31%，全部债务资本化比率为 57.78%，债务负担有所加重。

从债务期限结构来看，以公司 2022 年 3 月末债务为基础，公司未来 1 年内需要偿付的债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保金额为 190.51 万元，担保对象为公司采用自费模式培养并申请培训费贷款的飞行学员。

图表 14: 公司全部债务构成及期限结构情况 (单位: 亿元、%)



图表 15: 截至 2022 年 3 月末公司有息债务未来到期情况⁸ (单位: 亿元)

债务到期时间	短期借款	长期借款	超短融	其他融资	小计
1 年以内	52.80	27.99	2.56	1.59	84.94
1~2 年内	-	42.23	-	0.12	42.35
2~5 年内	-	36.94	-	0.27	37.21
5 年以上	-	30.77	-	-	30.77
合计	52.80	137.93	2.56	1.98	195.27

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

盈利能力

新冠疫情对公司短期内盈利能力造成很大冲击, 2021 年净利润实现扭亏为盈, 同时航线及财政补贴对利润来源形成较大补充, 作为低成本航空公司的领先者, 中长期看公司航空运输业务仍具有很大的发展空间

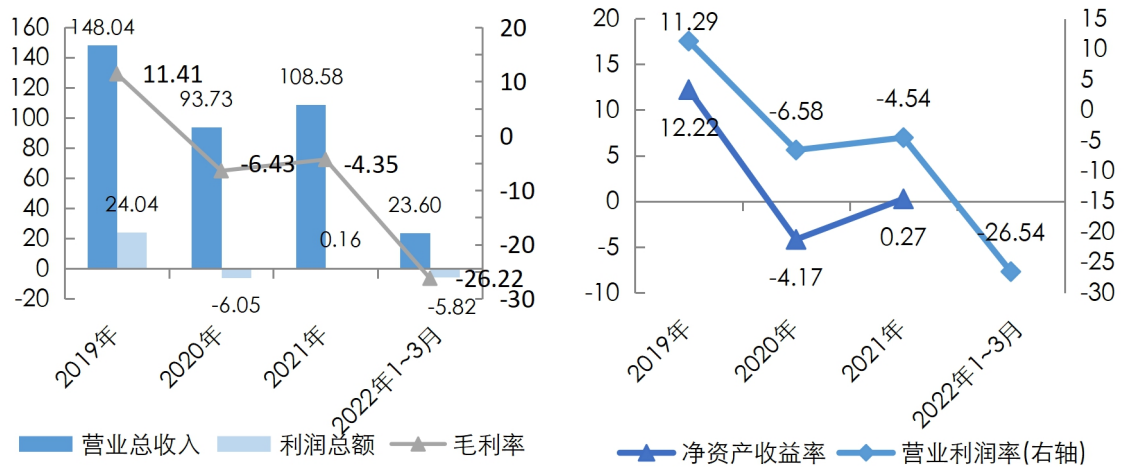
2020 年来新冠疫情持续对我国航空运输业造成重大不利影响, 2020 年公司收入同比大幅下滑 36.68%, 2021 年收入有所恢复, 但仍未恢复至疫情前 2019 年的水平, 同时较高的飞机及发动机租赁折旧费用、人工费用等固定成本较高使得 2020 年和 2021 年毛利率持续为负。作为低成本运营航空公司, 公司具有较强的期间费用管控能力, 但 2020 年来公司营业收入受疫情影响下降, 同时 2021 年公司执行新租赁准则利息费用增加以及职工薪酬增加使得 2021 年财务费用和管理费用增加, 公司期间费用率有所提升。

公司其他收益主要系航线补贴和财政补贴等政府补助, 2019 年~2021 年分别为 13.54 亿元、12.69 亿元和 13.32 亿元, 其中 2021 年其他收益中航线补贴 10.42 亿元, 财政补贴 2.89 亿元, 对利润来源形成较大补充; 近年公司投资收益波动较大, 其中 2020 年投资收益为-3.79 亿元, 主要由于当期对春秋航空日本株式会社的长期股权投资确认投资损失-4.02 亿元, 同时计提资产减值准备 3.29 亿元。2019 年~2021 年, 公司利润总额分别为 24.04 亿元和-6.05 亿元和 0.16 亿元, 净利润分别为 18.38 亿元、-5.91 亿元和 0.37 亿元, 2021 年公司实现扭亏为盈。

⁸ 本表中各有息债务规模包括付息部分。

同期，公司净资产收益率为 12.22%、-4.17%和 0.27%，其中 2020 年受疫情及计提大额减值准备影响盈利能力下降明显⁹。

图表 16：公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，Wind、东方金诚整理

2022 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.60 亿元，同比增长 6.18%；毛利润为-4.35 亿元，毛利率为-26.22%；利润总额和净利润分别为-5.82 亿元和-4.37 亿元，受 2022 年 2 月以来上海等国内部分地区出现疫情集中爆发影响严重，同时航油价格大幅上涨对公司成本控制造成一定影响。随着国家疫情防控与经济协调发展的统筹协调发展，预计航空需求将逐步回暖，公司盈利能力持续修复。中长期看，我国低成本航空占国内航线市场份额仍较低，随着人民消费水平逐步提升与航空出行日趋大众化，作为低成本航空公司的领先者，公司航空运输业务仍具有很大的发展空间。

现金流

受疫情影响，近年公司经营性净现金流波动较大，但仍持续表现为净流入，经营性获现能力保持较好水平，随着公司飞机引进计划的继续实施，对外部融资仍有一定依赖

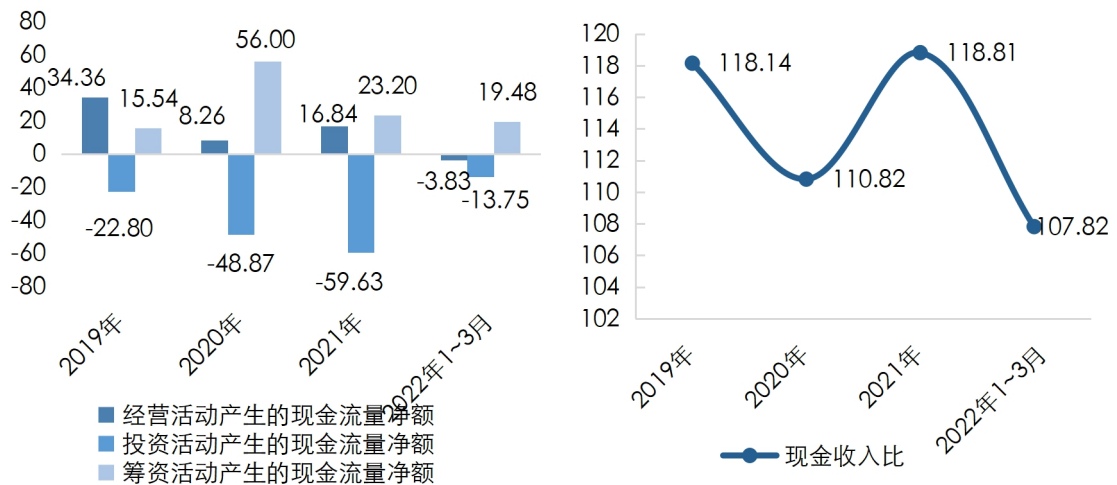
受疫情影响，近年公司经营性净现金流波动较大，但仍持续表现为净流入，其中 2020 年下降主要受新冠疫情影响业务减少所致。公司现金收入虽有波动，但公司个人客户占比较高，而机票多为预售，因此现金收入维持在较好的水平。

公司投资性净现金流持续表现为净流出，受飞机购置费的支出节奏有所波动。大规模的投资需求使得公司筹资活动净现金流持续维持净流入状态，鉴于后期飞机引进计划实施，预计公司对外部融资仍有一定的依赖。

2022 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-3.83 亿元、-13.75 亿元和 19.48 亿元。

⁹ 2020 年，国航、东航和南航三大航司净利润分别为-144.03 亿元、-118.36 亿元和-108.47 亿元，销售净利率分别为-22.76%、-21.41%和-12.77%。

图表 17: 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

近年来公司流动比率和速动比率均有所下降; 受新冠疫情影响, 经营性净现金流规模的波动使得经营现金流动负债比随着波动。截至 2022 年 3 月末, 公司货币资金为 73.22 亿元, 其中受限货币资金 1.83 亿元, 短期有息债务 79.95 亿元, 非受限货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

2019 年~2021 年, 公司 EBITDA 分别为 35.85 亿元、6.38 亿元和 27.85 亿元, 受疫情影响波动较大。同时, 因公司 EBITDA 波动及债务规模增加, 公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 波动较大。

截至 2022 年 3 月 31 日, 公司获得主要贷款银行授信额度合计 442.6 亿元, 已使用额度 184.2 亿元, 尚未使用的授信额度为 258.4 亿元。

图表 18: 公司偿债能力主要指标

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	112.37	94.82	90.07	84.64
速动比率 (%)	110.42	92.82	87.86	82.60
经营现金流动负债比 (%)	39.73	7.58	17.40	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.86	1.50	3.84	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.65	22.25	5.78	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》, 截至 2022 年 6 月 10 日, 公司本部在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。

截至本报告出具日, 公司存续期债券已按期偿还利息和回售的本金。

本期债券偿债能力

本期债券拟发行金额 50.00 亿元，是公司 2022 年 3 月末全部债务和负债总额的 19.32%和 27.78%，对公司现有资本结构影响较大。

截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.31%和 57.78%。本期债券发行金额为 50.00 亿元，以公司 2022 年 3 月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后公司资产负债率、全部债务资本化比率将上升至 70.31%和 63.32%，较发债前水平有所提升。考虑到本期债券募集资金中 40 亿元拟用于偿还公司的有息债务，在不考虑其他因素情况下，本期债券发行后公司新增有息债务情况低于上述模拟值。

以公司 2021 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.56 倍、2.86 倍、0.34 倍和-0.86 倍。

图表 19: 本期债券偿债能力指标

偿债指标	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/本期债券发行额（倍）	0.72	0.13	0.56
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	3.78	2.38	2.86
经营活动现金净流量偿债倍数（倍）	0.69	0.17	0.34
筹资活动前现金流量净额偿债倍数（倍）	0.23	-0.81	-0.86

资料来源：公司提供，东方金诚整理

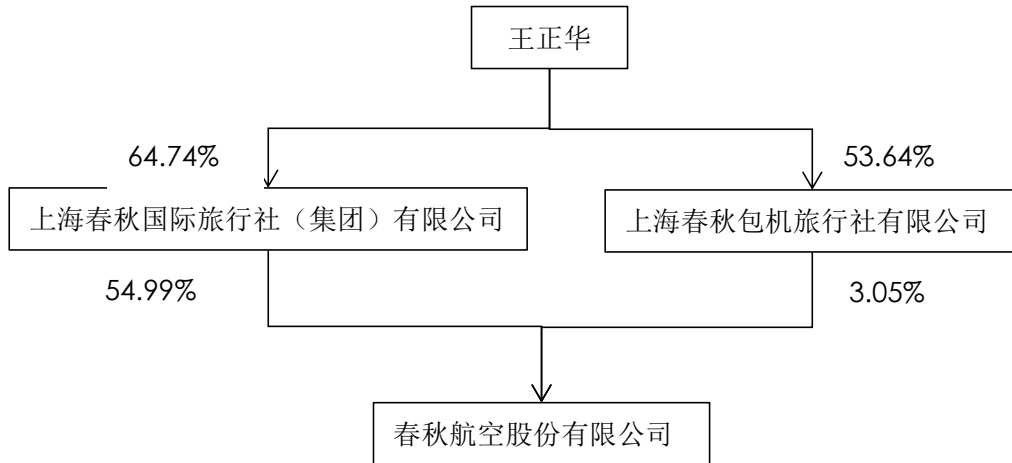
抗风险能力及结论

我国低成本航空占国内航线市场份额仍较低，随着国内大众化航空出行需求的增加，未来低成本航空市场发展空间仍很大；公司是国内首家低成本航空公司，其低成本经营模式较成熟，运营管理经验丰富，在国内低成本航空市场竞争优势明显；公司以上海虹桥机场和浦东机场为枢纽基地，截至 2022 年 3 月末拥有机队规模 116 架，在飞航线 230 条，国内航网布局不断优化；公司航空运输以客运为主，运营效率处于行业较好水平，同时航线补贴和财政补贴等政府补助对公司利润形成较大补充。

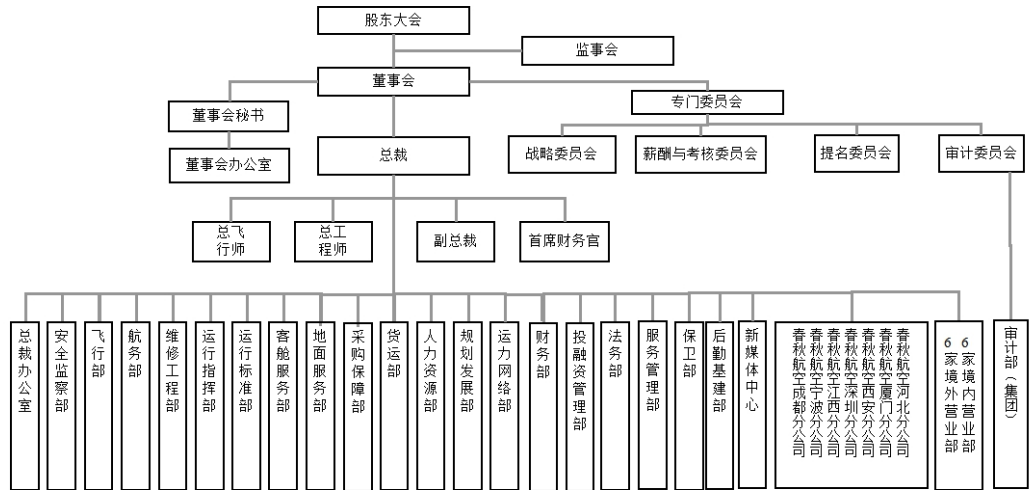
同时，东方金诚也关注到，2020 年以来新冠疫情持续对我国航空运输业造成重大不利影响，在国家“动态清零”政策环境下，若未来国内疫情出现较大反复，则仍将对公司经营造成较大压力；2022 上半年国际油价继续上涨并创新高，预计 2022 年国际油价将高位运行，公司成本控制压力较大；随着机队规模扩张，公司面临较大的资本支出压力，有息债务规模保持增长，债务负担有所增加。

综上所述，东方金诚评定春秋航空主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+。该级别反映了公司偿还债务的能力很强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险很低。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	293.67	324.30	383.20	390.27
所有者权益 (亿元)	150.41	141.81	137.47	131.50
负债总额 (亿元)	143.25	182.49	245.73	258.78
短期债务 (亿元)	50.62	82.22	65.94	79.95
长期债务 (亿元)	44.50	59.83	95.13	100.03
全部债务 (亿元)	95.12	142.05	161.07	179.99
营业收入 (亿元)	148.04	93.73	108.58	23.60
利润总额 (亿元)	24.04	-6.05	0.16	-5.82
净利润 (亿元)	18.38	-5.91	0.37	-4.37
EBITDA (亿元)	35.85	6.38	27.85	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	34.36	8.26	16.84	-3.83
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-22.80	-48.87	-59.63	-13.75
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	15.54	56.00	23.20	19.48
毛利率 (%)	11.41	-6.43	-4.35	-26.22
营业利润率 (%)	11.29	-6.58	-4.54	-26.54
销售净利率 (%)	12.42	-6.31	0.34	-18.52
总资产收益率 (%)	8.46	-1.17	1.98	-
净资产收益率 (%)	12.22	-4.17	0.27	-
总资产收益率 (%)	6.26	-1.82	0.10	-
资产负债率 (%)	48.78	56.27	64.13	66.31
长期债务资本化比率 (%)	22.83	29.67	40.90	43.21
全部债务资本化比率 (%)	38.74	50.04	53.95	57.78
货币资金/短期债务 (%)	152.49	111.79	110.11	91.58
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	12.15	-28.59	-26.57	-
流动比率 (%)	112.37	94.82	90.07	84.64
速动比率 (%)	110.42	92.82	87.86	82.60
经营现金流流动负债比 (%)	39.73	7.58	17.40	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.86	1.50	3.84	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.65	22.25	5.78	-
应收账款周转率 (次)		102.11	134.72	-
销售债权周转率 (次)		102.11	134.72	-
存货周转率 (次)		51.64	52.55	-
总资产周转率 (次)		0.30	0.31	-
现金收入比 (%)	118.14	110.82	118.81	107.82

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 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
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“春秋航空股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券”（以下简称“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与春秋航空股份有限公司（以下简称“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露，在该债项交易场所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易场所网站公告披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



东方金诚国际信用评估有限公司

2022年7月5日