

信用等级公告

联合[2016]764 号

海南航空股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“海南航空 1 期 BSP 票款债权资产支持专项计划”项下的优先级资产支持证券进行跟踪评级，确定：

优先级资产支持证券海航 1 期 01 信用等级为 AAA

优先级资产支持证券海航 1 期 02 信用等级为 AAA

优先级资产支持证券海航 1 期 03 信用等级为 AAA

优先级资产支持证券海航 1 期 04 信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二〇一六年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

海南航空 1 期 BSP 票款债权资产支持专项计划

2016 年度跟踪评级报告

评级结果：

资产支持证券简称	金额 (亿元)	总量 占比	上次评级 结果	本次评级 结果
海航 101	5.00	24.39%	AA+	AAA
海航 102	5.00	24.39%	AA+	AAA
海航 103	5.00	24.39%	AA+	AAA
海航 104	5.00	24.39%	AA+	AAA
海航 1 次	5.00	2.44%	NR	NR

NR——未予评级

上次评级时间：2015年9月28日

跟踪评级报告日：2016年6月27日

专项计划成立日：2015年4月10日

专项计划法定到期日：2020年1月23日

跟踪期间：2015年3月14日至2016年6月27日

原始权益人主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	1,219.82	1,253.81	1,303.18
所有者权益(亿元)	317.25	385.64	425.18
长期债务(亿元)	467.53	515.34	437.02
全部债务(亿元)	776.36	727.27	560.89
营业收入(亿元)	360.44	352.25	100.83
净利润(亿元)	26.43	32.57	15.65
EBITDA(亿元)	70.05	81.57	--
经营性净现金流(亿元)	60.05	125.36	58.07
营业利润率(%)	22.95	26.58	30.04
净资产收益率(%)	8.91	9.27	3.86
资产负债率(%)	73.99	69.24	67.37
全部债务资本化比率(%)	70.99	65.35	56.88
流动比率(倍)	0.75	0.79	0.91
EBITDA 全部债务比(倍)	0.09	0.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.03	8.84	--

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对本专项计划原始权益人的信用水平、基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职状况以及宏观经济和航空运输业发展状况进行了持续的跟踪和监测。

跟踪期内，作为原始权益人的海南航空股份有限公司（以下简称“海南航空”）作为全国第四大航空公司，在行业前景、资产规模及区域竞争力等方面保持了较大优势，经营及财务表现良好；本期交易的基础资产对应于海南航空在特定期限内的BSP票款债权3.43亿元，基本符合预期，现金流表现良好；同时，专项计划设置的优先/次级受偿顺序安排、差额支付承诺等增信机制对优先级资产支持证券有很强的信用提升作用。

综合考虑上述因素，联合评级决定上调海南航空1期BSP票款债权资产支持专项计划优先级资产支持证券海航1期01~04（以下简称海航101~104）的评级结果至AAA。

优势：

1. 航空运输业为我国朝阳产业，2015年行业延续了较好的发展势头；

2. 跟踪期内，海南航空经营状况稳定，基础资产产生的现金流表现良好；

3. 跟踪期内，海南航空作为全国第四大航空公司，资产规模较大、盈利能力较强，其提供的差额支付承诺对提升优先级资产支持证券的信用水平有积极作用。

关注：

1. 海南航空盈利能力受国际航油价格影响较大，目前油价相对较低，价格若上升将给航运成本造成压力；

2. 未来若民航市场容量的增长速度低于预期，行业竞争加剧将可能影响到BSP票款收入表

现;

3. 随着机队规模的扩张, 以及融资租赁尾款的支付, 未来海南航空经营仍面临一定融资需求, 公司总体债务负担仍需关注。

分析师

张连娜

电话: 010-85172818

邮箱: zhangln@unitedratings.com.cn

王希璘

电话: 010-85172818

邮箱: wangxl@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次资产支持证券到期兑付日有效；本次资产支持证券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

张亚娜 王希静

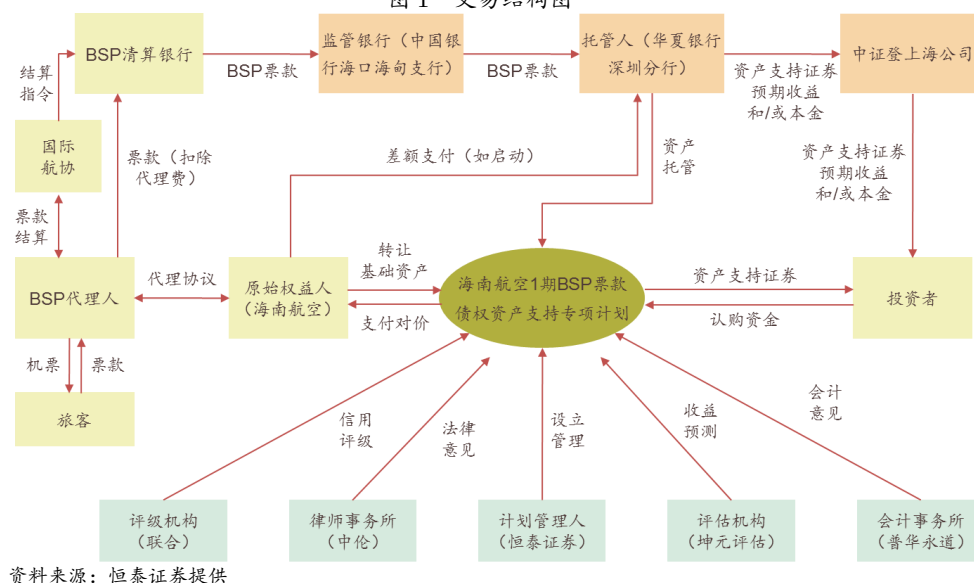


联合信用评级有限公司

一、交易概况

海南航空1期BSP票款债权资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）资产支持证券由恒泰证券股份有限公司（以下简称“恒泰证券”）发行，含优先级资产支持证券和次级资产支持证券两个类别，其募集的资金用于购买基础资产，即原始权益人海南航空股份有限公司（以下简称“海南航空”）根据基础协议享有的、就BSP代理人在专项计划存续期间的特定报告期内销售的票号前三位为880的所有BSP客票要求BSP代理人和国际航协支付相应销售净收入的权利及其附属担保权益（“880”表示该客票为归属于海南航空的客票）；并以基础资产形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向资产支持证券持有人还本付息。

图 1 交易结构图



本次优先级资产支持证券总发行规模为20.00亿元，分为四档产品：海航1期01——发行规模为5.00亿元，海航1期02——发行规模为5.00亿元，海航1期03——发行规模为5.00亿元，海航1期04——发行规模为5.00亿元。本次优先级资产支持证券项下四个期限产品全部为按年付息、到期一次性还本，且均为固定利率；次级资产支持证券由海南航空全额认购，募集金额0.50亿元，次级资产支持证券在当期每一档优先级资产支持证券本息全部清偿完毕后分配剩余收益。优先/次级偿付安排及海南航空的差额支付承诺为优先级资产支持证券提供了信用支持。

本专项计划存续期内，在基础资产对应的每一特定期间（详见下表），原始权益人将于每个监管账户划款日下午 16:00 点前将监管账户中所收取的全部归属于专项计划的 BSP 净收入划付至专项计划账户，直至专项计划账户累计收到的 BSP 净收入等于该特定期间对应的必备金额。

每一个特定期间的必备金额等于该特定期间后的分配资金划拨日预期需要支付的专项计划费用与该特定期间后第一个兑付日预期需要兑付的优先级资产支持证券预期收益和/或本金之和。计划管理人应于每个特定期间开始之前向原始权益人和监管银行各发送一份针对该特定期间必备金额具体数值的书面确认文件。

表 1 特定期间日期（单位：万元）

项目	特定期间	必备金额预计
海航 1 期	2015 年 12 月 11 日至 2015 年 12 月 31 日	15,500
	2016 年 11 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日	65,500
	2017 年 11 月 11 日至 2017 年 12 月 31 日	62,000
	2018 年 11 月 11 日至 2018 年 12 月 31 日	58,250
	2019 年 11 月 21 日至 2019 年 12 月 31 日	54,250

资料来源：恒泰证券提供

注：必备金额仅为预计，以券商实际公告为准。

二、证券发行及兑付情况

本专项计划于2015年4月10日成立，收到募集资金20.5亿元，全部用于购买基础资产；其中优先级资产支持证券20.00亿元，次级资产支持证券0.5亿元。经上交所同意，本期优先级资产支持证券于2015年5月15日起在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台挂牌转让。

表 2 本次资产支持证券兑付情况

系列	预期到期日	还本付息方式	规模 (亿元)	预期 收益率	兑付情况
海航 1 期 01	2017.1.23	按年付息、到期还本	5.00	6.40%	当期利息按时足额兑付
海航 1 期 02	2018.1.23	按年付息、到期还本	5.00	6.60%	
海航 1 期 03	2019.1.23	按年付息、到期还本	5.00	7.20%	
海航 1 期 04	2020.1.23	按年付息、到期还本	5.00	7.55%	
次级资产支持证券	2020.1.23	每期分配剩余收益	0.50	--	获得剩余收益

资料来源：年度资产管理报告，联合评级整理。

跟踪期内，本期资产支持证券于2016年1月23日发生一次收益分配。2016年1月13日，专项计划账户收入109,527,000.00元；1月20日支出登记费41,000.00元；1月25日分别足额兑付海航101、海航102、海航103、海航104当期利息25,251,262.50元、26,041,302.00元、28,406,420.25元和29,786,489.25元。

跟踪期内，未启动“差额支付”。

三、原始权益人分析

跟踪期内，海南航空股权结构未发生重大变化。截至2016年3月底，海南航空实收资本121.82亿元。

截至2016年3月底，大新华航空有限公司直接持股海南航空比例增长至33.57%，较2014年底增加5.39%。海口美兰国际机场有限责任公司持股7.08%，较2014年底无变化。截至2016年3月底其余股东持股均未超过5%。

表 3 海南航空 2014 年~2016 年 3 月持股 4%以上股东持股变动情况

	股东名称	占总股本比例(%)		
		2014 年底	2015 年底	2016 年 3 月底
1	大新华航空有限公司	28.18	33.07	33.57
2	海口美兰国际机场有限责任公司	7.08	7.08	7.08
3	海南省发展控股有限公司	4.89	--	--
4	海航集团有限公司	4.89	4.88	4.88
5	工银瑞信基金公司-工行-中海信托股份有限公司	4.84	2.15	2.15
6	长江租赁有限公司	4.25	4.25	4.25

资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

截至2015年底，海南航空合并口径资产总额1,253.81亿元，负债总额868.17亿元；所有者权益（含少数股东权益）385.64亿元，其中归属于母公司所有者权益合计334.82亿元。2015年海南航空实现营业总收入352.25亿元，净利润32.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润30.03亿元。2015年海南航空经营活动现金流量净额125.36亿元，现金及现金等价物净减少19.98亿元。

截至2016年3月底，海南航空财务状况较2015年3月底未有重大变化：合并口径资产总额1,303.18亿元，负债总额878.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）425.18亿元，其中归属于母公司所有者权益合计373.11亿元。2016年一季度海南航空实现营业总收入100.83亿元，净利润15.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润14.41亿元。2016年一季度海南航空经营活动现金流量净额为58.07亿元。

1. 行业分析

原始权益人海南航空所属行业为民用航空运输业。

据中国民航局统计的全国机场生产统计公报显示，2015年我国境内民用航空（颁证）机场共有210个（不含香港、澳门和台湾地区，下同），其中定期航班通航机场206个，定期航班通航城市204个，均较上年有所增长。2015年定期航班新通航的城市包括广东惠州、青海海西、新疆富蕴、云南宁蒗、山东日照、山西忻州6个城市，新疆石河子花园机场、辽宁营口兰旗机场颁证但年内没有定期航班，陕西安康机场、新疆且末机场停航。

从民航机场主要生产指标看，2015年我国机场吞吐量各项指标保持平稳增长势头。全年完成旅客吞吐量91,477.3万人次，较上年增长10.0%。其中，国内航线完成82,895.5万人次，较上年增长9.0%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线为2,803.6万人次，比上年增长2.4%）；国际航线完成8,581.8万人次，较上年增长21.1%。全年完成货邮吞吐量1,409.4万吨，较上年增长3.9%。其中，国内航线完成918.0万吨，较上年增长3.7%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线为89.8万吨，较上年下降0.7%）；国际航线完成491.4万吨，较上年增长4.4%。全年完成飞机起降856.6万架次，较上年增长8.0%。其中：运输架次为729.4万架次，比上年增长6.9%。起降架次中：国内航线787.3万架次，较上年增长7.1%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线为20.9万架次，较上年增长1.6%）；国际航线69.3万架次，较上年增长18.9%。

从旅客吞吐量分布看，所有通航机场中，2015年旅客吞吐量达到100万人次以上的有70个，较上年增加6个，旅客吞吐量合计占全部机场旅客吞吐量的95.5%；年旅客吞吐量达到1,000万人次以上的有26个，较上年增加2个，旅客吞吐量合计占全部机场旅客吞吐量的77.9%；北京、上海和广州三大城市机场旅客吞吐量占全部机场旅客吞吐量的27.3%。全国各地区机场旅客吞吐量的分布情况为：华

北地区占15.8%，东北地区占6.0%，华东地区占29.1%，中南地区占23.7%，西南地区占16.8%，西北地区占5.9%，新疆地区占2.8%。

从机场货邮吞吐量分布看，各机场中，2015年货邮吞吐量达到10,000吨以上的有51个，较上年增加1个，完成货邮吞吐量占全部机场货邮吞吐量的98.4%；北京、上海和广州三大城市机场货邮吞吐量占全部机场货邮吞吐量的50.9%，较上年略有下降。全国各地区机场货邮吞吐量的分布情况为：华北地区占16.5%，东北地区占3.5%，华东地区占40.7%，中南地区占25.9%，西南地区占9.9%，西北地区占2.3%，新疆地区占1.3%。

从行业集中度来看，2015年，我国旅客吞吐量排名前五位的民航机场合计完成旅客吞吐量28,720.01万人次，占全部旅客吞吐量的31.40%，较上年下降0.86个百分点；货邮吞吐量排名前五位的民航机场合计完成货邮吞吐量827.27万吨，占全部货邮吞吐量的58.70%，较上年下降0.24个百分点；起降架次排名前五位的民航机场合计完成飞机起降架次204.82万架次，占全部飞机起降架次的23.91%，较上年下降0.71个百分点。整体看，2015年，我国民航机场业务集中度呈小幅下降趋势，我国民航机场业务中货邮吞吐量集中度仍较高，旅客吞吐量和飞机起降架次集中度尚可。

油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素，航油也是航空业的最大成本，约占运营总成本的30%~50%左右。2014年下半年以来，随着美国宽松量化政策缩减，以及全球经济减速导致对化石能源需求量不高，以及石油供给增加等多方面因素影响，国际原油价格出现急剧下降的趋势，原油价格的下滑导致航油价格相应下降，在短期内有助于缓解航空公司的成本压力。2015年12月，航空煤油和布伦特原油月均价格分别为47.57美元/桶和38.20美元/桶，分别较上年同期下降39.11%和39.28%，全年呈下降态势。同时，国内油价的调节与国际相比具有一定滞后性，国内大型航空公司的航油均从国内采购商采购，因此航油成本下滑程度尚不能与国际原油价格的表现同步。

从行业政策来看，2015年7月，国家发改委与民航局联合出台《关于临空经济示范区建设发展的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），明确临空经济示范区建设发展将重点依托大型航空枢纽，遵循航空经济发展规律，引导和推进高端制造业及现代服务业集聚发展，构建以航空运输为基础、航空关联产业为支撑的产业体系，推动低污染、低风险产业与城市融合协调发展，临空经济示范区将成为现代产业基地、区域物流中心、科技创新引擎和开放合作平台，是民航业与区域经济相互融合、促进和提升的重要载体。2015年8月，中共中央及国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权等多种方式参与国有企业改制重组或国有控股企业上市公司增资扩股以及企业经营管理，鼓励社会资本参与民航基础设施建设；国家发改委亦表示要按照中共中央及国务院的总体部署，在电力、石油、天然气、铁路、民航、通信、军工等领域，开展混合所有制改革的试点示范，该文件将为民航机场未来发展拓宽融资渠道。

总体看，2015年，航空运输行业保持稳定发展趋势。燃油价格的下降使得航空公司成本压力降低，但未来原油价格反弹、油价回升的风险不容忽视。

2. 经营状况分析

跟踪期内，海南航空于2015年连续第五年获评SKYTRAX五星航空公司。

海南航空运输主业突出，主营业务收入占营业总收入的90%以上，其他业务收入也主要是与航空运输有关的飞机租赁业务收入、退票手续费收入等。随着海南航空机队规模的扩大及旅客运输量的增加，海南航空主营业务收入整体保持增长趋势。

表 4 2014~2015 年海南航空主营业务收入情况（单位：亿元，%）

主营业务	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
航空客运收入	314.60	20.47	320.67	20.47
航空货运及逾重行李收入	8.94	20.47	9.71	20.47
其他	0.62	100.00	0.39	100.00
合计	324.15	20.62	330.77	24.27

资料来源：海南航空年报

2015年，海南航空主营业务收入为320.67亿元，较上年增长19.29%。2015年海南航空主营业务毛利率增长至24.27%。一方面，海南航空机队规模扩大及行业需求旺盛，同时航油价格下降，使得海南航空收入上升、成本下降。另一方面，航空燃油附加费减少制约了毛利率的上升速度。

从业务收入构成情况来看，对海南航空收入的贡献度最高仍为航空客运收入。2015年海南航空共计实现航空客运收入320.67亿元，占主营业务收入比重的96.95%。

机队建设方面，截至2015年末，海南航空运营飞机共计202架，其中16架波音737-700、144架波音737-800、3架波音767-300、10架波音787、9架空客A330-200、13架空客A330-300、4架空客A320和3架空客A319。较2014年底增加的33架飞机中，25架为波音737-800，2架为波音787，1架为空客A330-200，5架为空客A330-300。波音737系列飞机是目前行业内中短程航线的主力机型。整体看，海南航空机型构成符合其航线特点，2015年中短程航线执飞飞机数量增长较快。目前，海南航空飞机以自购为主，平均机龄为6年，处于行业内较好水平，有利于降低运营成本。海南航空未披露未来购机计划。联合评级认为，随着市场需求的进一步增长和运营能力的扩张，海南航空仍有一定的购机需求以及相应的融资需求。

运输能力方面，海南航空机队规模扩张和航线网络稳步完善使得其运输能力保持了较快增长趋势，2015年，海南航空运输总周转量681,984万吨公里，同比增长11.63%，其中客运总周转量584,152万吨公里，同比增长11.58%，增速高于运力（可用座公里ASK）1.54个百分点。运力上升和需求增长带动海南航空平均运载率和平均客座率等指标均保持较高水平，2015年为分别为87.54%和88.19%，处于国内领先水平。

表 5 2014~2015 年海南航空运输能力和主要运输指标

项目	2014 年	2015 年	2015 年同比增长(%)
飞机数量（架）	169	202	19.53
飞行班次（班次）	260,449	268,527	3.08
总飞行小时（万小时）	594,341	636,824	7.15
飞机日利用率（小时/天）	10.26	9.67	-5.75
运输总周转量（万吨公里）	610,945	681,984	11.63
平均载运率（%）	83.60	87.54	3.94
可用座公里(ASK)	6,826,028	7,511,215	10.04
客运总周转量（万吨公里）	523,529	584,152	11.58
旅客运输量（万人）	3,560	3,860	8.43
平均客座率(%)	86.80	88.19	1.39

资料来源：海南航空提供

注：平均载运率及平均客座率“2015 同比增长”应为较上年增加的百分点数。

2015年，海南航空经营状况稳定，飞机使用效率较高，总体运力连年增长。未来随着机队规模的扩张和航线网络的扩充，海南航空经营规模将不断提升。近年随着机队规模的扩张，海南航空业务收入持续增长，盈利能力较强。

3. 财务状况分析

海南航空2015年的财务报告经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准的无保留意见，2016年一季度财务报告未经审计。

截至2015年底，海南航空合并口径资产总额1,253.81亿元，负债总额868.17亿元；所有者权益（含少数股东权益）385.64亿元，其中归属于母公司所有者权益合计334.82亿元。2015年海南航空实现营业总收入352.25，净利润32.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润30.03亿元。2015年海南航空经营活动现金流量净额125.36亿元，现金及现金等价物净增加额-19.98亿元。

截至2016年3月底，海南航空财务状况较2015年3月底未有重大变化：合并口径资产总额1,303.18亿元，负债总额878.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）425.18亿元，其中归属于母公司所有者权益合计373.11亿元。2016年一季度海南航空实现营业总收入100.83亿元，净利润15.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润14.41亿元。2016年一季度海南航空经营活动现金流量净额为58.07亿元。

（1）资产质量

截至2015年底，海南航空资产总计1,253.81亿元，较上年增长2.79%；其中流动资产占比18.78%，非流动资产占比81.22%。

截至2015年底，海南航空流动资产合计235.51亿元，较上年减少18.20%；流动资产主要由货币资金（占比79.38%）和其他流动资产（占比10.81%）构成。截至2015年底，海南航空货币资金规模186.93亿元，较上年减少13.92%，货币资金主要以银行存款为主，占比为82.20%，受限资金（定期存款及各类保证金）比例为17.79%。截至2015年底，海南航空其他流动资产规模25.47亿元，其中74.61%为保本保收益理财产品。

截至2015年底，海南航空非流动资产合计1,018.30亿元，较上年增长9.27%；非流动资产主要由固定资产（占比56.84%）、长期股权投资（占比12.86%）、在建工程（占比11.78%）、投资性房地产（占比9.41%）构成。截至2015年底，海南航空固定资产账面余额578.77亿元，较上年增长15.07%，主要系扩充机队，采购新飞机及发动机所致；当期飞机及发动机账面价值529.52亿元，在固定资产中占比达91.48%；其中包含账面价值为111.77亿元的融资租赁租入部分。其余固定资产还包括房屋及建筑物、高价周转件、运输工具及器具设备。非流动资产中其他各项较上年变化均不大。

截至2016年3月底，海南航空资产总计1,303.18亿元，较上年增长3.94%；其中流动资产占比20.89%，非流动资产占比79.11%。总体结构变动不大。

（2）负债状况

截至2015年底，海南航空负债合计868.17亿元，较上年减少3.81%；其中流动负债占比34.24%，非流动负债占比65.76%。

截至2015年底，海南航空流动负债合计297.28亿元，较上年减少22.88%；流动负债主要由短期借款（占比36.73%）、一年内到期的非流动负债（占比30.39%）、应付账款（占比14.19%）、预收款项（占比6.21%）构成。截至2015年底，海南航空短期借款余额109.18亿元，较上年大幅减少41.06%。截至2015年底，海南航空一年内到期的非流动负债余额90.33亿元，较上年增长32.27%；其中一年内到期的长期借款占49.83%，一年内到期的应付债券占39.36%，一年内到期的长期应付款10.80%；一年内

到期的长期应付款中包含本专项计划应付部分。

截至2015年底，海南航空非流动负债合计570.89亿元，较上年增长10.40%；非流动负债主要由长期借款（占比52.97%）、应付债券（占比20.84%）、长期应付款（占比16.46%）构成。截至2015年底，海南航空长期借款余额302.43亿元，较上年增长9.32%；应付债券余额118.96亿元，较上年减少21.96%，主要系一年内到期的公司债转为流动负债所致；长期应付款余额93.95亿元，较上年增长144.40%，主要系在银行间及交易所市场发行BSP客票资产证券化产品所致。

截至2015年底，海南航空全部债务727.27亿元，较上年减少6.32%；其中短期债务占比29.14%，长期债务占比70.86%。截至2015年底，海南航空短期债务211.93亿元，较上年减少31.37%；海南航空长期债务515.34亿元，较上年增长10.23%。2015年海南航空债务负担较上年有所下降，但债务期限有长期化倾向。

由于飞机引进具有周期长、资金需求大等特点，导致融资需求较大，因此航空运输业企业的负债水平普遍较高。截至2015年底，海南航空资产负债率为69.24%，全部债务资本化比率为65.35%，长期债务资本化比率为57.20%，分别较上年下降4.75、5.64和2.38个百分点，债务负担行业内属正常水平。

截至2016年3月底，海南航空负债合计878.00亿元，其中流动负债占比33.91%，非流动负债占比66.09%，整体结构变化不大。

总体看，2015年海南航空负债水平略有下降；债务期限结构有长期化倾向。

（3）所有者权益

截至2015年底，海南航空归属于母公司所有者权益合计334.82亿元，较上年增长16.86%；归属于母公司所有者权益主要由股本（占比36.38%）、未分配利润（占比33.28%）、资本公积（占比17.24%）、其他权益工具（占比7.47%）构成。截至2015年底，海南航空未分配利润111.42亿元，较上年增长22.18%。

截至2016年3月底，海南航空归属于母公司所有者权益合计373.11亿元，较年初增长11.44%，主要系未分配利润增加11.41亿元导致。

总体看，海南航空所有者权益结构基本稳定，且保持稳定增长。

（4）盈利能力

2015年海南航空实现营业收入352.25亿元，较上年减少2.27%；营业成本257.56亿元，较上年减少7.03%；实现净利润32.57亿元，较上年增长23.26%。2015年海南航空营业收入虽有下降但航油成本大幅下降，使得净利润增长较快。

2015年海南航空费用收入比21.21%，较上年上升3.64个百分点，主要是由于财务费用增长所致，费用控制能力有所下降。2015年海南航空期间费用结构变化延续了2014年的趋势：销售费用占比26.59%，管理费用占比11.25%，财务费用占比62.16%；2014年则分别为34.19%，12.12%和53.68%。2015年海南航空销售费用19.87亿元，同比下降8.26%；财务费用46.45亿元，较上年大幅攀升36.56%。2015年海南航空利息支出变化不大，财务费用的快速攀升主要系人民币贬值导致的汇兑损失。

2015年，海南航空营业利润率为26.58%，总资产报酬率为3.41%，总资本收益率为3.23%，净资产收益率为9.27%，较上年分别提升0.34、0.40和0.36个百分点。

2016年1~3月，海南航空营业收入100.83亿元，营业利润率为30.04%，得益于燃油价格的持续下降，利润率较年初有所提高。

总体看，跟踪期内，海南航空经营效益较好，盈利能力稳定且有提升；财务费用的控制能力有

待提高。

（5）现金流

2015年海南航空经营活动产生的现金流量净额为125.36亿元，较上年大幅增长65.32亿元。2015年海南航空经营活动现金流入较上年增长2.42%；经营性现金流净额的大幅提升系航油成本下降和支付的票据及其他保证金下降，经营活动现金流出大幅下降14.96%所致；现金收入比率115.32%，收入实现质量较好。

2015年海南航空投资活动产生的现金净流出78.08亿元，净流出规模较上年扩大23.69%。2015年海南航空投资现金净流入62.08亿元，较上年下降33.93%，其中收回投资收到的现金有36.21亿元，较上年增长65.44%，但其余科目现金流入均大幅下降。2015年海南航空投资现金净流出140.16亿元，较上年下降10.78%；其中购置固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金为88.59亿元，较上年增长13.80%，投资支付的现金为19.00亿元，较上年减少60.31%。

2015年海南航空筹资活动产生的现金流量净流出68.43亿元，2014年则净流入4.60亿元。2015年海南航空筹资活动有所下降，取得借款收到的现金为236.72亿元，较上年大幅下降41.66%；发行债券取得的现金亦有所下降。

2016年1~3月，海南航空经营性现金流净额58.07亿元，投资性现金流净流出20.62亿元，融资性现金流净额6.41亿元，现金流较充沛；2015年同期分别为净流入35.40亿元、净流出57.53元和净流出23.36亿元。

总体看，跟踪期内，海南航空经营活动现金流量净额大幅增长，收入实现质量较好且有所提升；债券融资规模和借款规模有所下降。

（6）偿债能力

截至2015年底，海南航空流动比率为0.79倍，速动比率为0.79倍，较上年略有提升；现金短期债务比为0.88倍，较上年略有提升。2015年，海南航空经营性净现金流大幅提升，使得相关指标有所改善；经营现金流动负债比率为42.17%，较上年提升26.59个百分点；经营现金利息偿还能力为13.59倍，上年为6.88倍。

2015年，海南航空EBITDA利息倍数为8.84倍，EBITDA全部债务比为0.11倍，均较上年略有提升；上年分别为8.03倍和0.09倍。2015年，海南航空EBITDA对本期资产支持专项计划的优先级本金覆盖倍数为4.08倍，其承诺的差额支付有较强的信用支持作用。

总体看，2015年海南航空偿债能力较强。

综上所述，2015年海南航空财务状况保持良好，且多项指标有所改善。海南航空资产规模较大，资产质量较好，盈利能力较强，收入规模增长较为稳健，整体偿债能力较强。其为本专项计划提供的差额支付承诺对于保障优先级资产支持证券的按期足额兑付具有重要的增信作用。

四、资产支持专项计划基础资产分析

本专项计划的基础资产为原始权益人根据基础协议享有的、就BSP代理人在专项计划存续期间的特定报告期内销售的票号前三位为880的所有BSP客票要求BSP代理人和国际航协支付相应销售净收入的权利及其附属担保权益。

1. 2015 年 BSP 客票收入情况

2015年，海南航空共实现客票收入269.21亿元（包括海南航空及由海南航空控股的中国新华航空集团有限公司、长安航空有限责任公司、山西航空有限责任公司三家子公司的BSP票款），其中BSP客票收入58.52亿元，占客票收入的21.74%。

2015年，海南航空前十大BSP客票销售代理销售的票款占BSP客票收入的比重为28.15%，同比下降5.57个百分点。其中深圳腾邦是海南航空最大的销售代理，其代理销售海南航空的客票款占总BSP客票收入的比重为6.57%。整体看，2015年海南航空BSP客票销售代理集中度有所下降。

表 6 2015 年海南航空前十大代理销售的 BSP 客票收入情况

序号	代理人名称	BSP 客票收入（万元）	占比（%）
1	深圳腾邦	38,441.00	6.57%
2	上海携程	24,481.00	4.18%
3	苏州同程	23,282.00	3.98%
4	联通信息	15,353.00	2.62%
5	北京携程	14,423.00	2.46%
6	北京艺龙	14,203.00	2.43%
7	南京途之旅	12,332.00	2.11%
8	上海招赢	8,283.00	1.42%
9	重庆润丰	7,307.00	1.25%
10	深达志成	6,631.00	1.13%
合计		164,736.00	28.15%

资料来源：海南航空提供

分地区收入来看，2015年海南航空BSP客票收入主要来自上海、深圳、北京、重庆和南京等地。北京是海南航空BSP票款收入最多的地区，2015年销售的BSP客票收入占BSP客票总收入的26.96%。2015年，前五大地区BSP客票收入占BSP总客票收入的69.18%，较上年提升了18.14个百分点，BSP客票收入地域分布集中度上升幅度较大。2014年海南航空BSP客票收入主要来自北京、深圳、广州、西安和海口等地。地域分布的集中度变化一定程度上受代理商所在地影响，也从侧面体现海南航空营业地域向北上深及其他一线城市集中的趋势。

分航线收入来看，截至2015年底，海南航空共有700余条航线，前五大航线BSP客票收入占全年BSP客票收入的16.65%，较2014年略涨0.58个百分点。2010年以来，前五大航线提供的BSP客票收入与BSP客票总收入的比率呈波动变化趋势，2014年有较明显的提升后，2015年变化不大。整体看，海南航空航线集中度适中。

总体看，基础资产集中度状况较上年未发生重大变化。

2. 基础资产现金流分析

本专项计划第一个特定期间为2015年12月11日至2015年12月31日。该特定期间内监管账户BSP净收入343,318,505.65元，预测值为343,980,000.00元，实际现金流表现比预测现金流偏低0.19%，与预测基本一致。

根据坤元评估2015年11月的预测，基础资产的预期现金流对优先级资产支持证券各时点预期本息支出的覆盖水平如下表。每一特定期间基础资产预期现金流对当期本息的覆盖均在1.42倍以上。

表 7 基础资产预期现金流入与预期支出单位：万元

对应特定期间所属年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
基础资产预期现金流入	95,867	86,031	91,546	80,582
当期应付优先级本息和	63,875	60,675	57,375	53,775
覆盖倍数	1.50	1.42	1.60	1.50

资料来源：联合评级整理

考虑到跟踪期内基础资产情况变化不大，行业整体发展情况良好，联合评级本年度不对压力水平进行上调，即：将预测的客运总收入下调[0%~20%]；将BSP收入占比设定在[17%~22%]的区间波动，且在BSP客票收入的基础上按12%的比例扣除相关费用进而得出BSP净收入作为测算基础；年化收益率则按照实际发行利率设定。基础资产现金流在上述压力条件下整体表现与上年基本一致。

五、参与机构信用风险分析

本专项计划计划管理人恒泰证券旗下拥有恒泰长财证券有限责任公司、恒泰期货有限公司、恒泰先锋投资有限公司和恒泰资本投资有限责任公司四家全资子公司，以及非全资子公司新华基金管理股份有限公司。2015年9月，恒泰证券在香港联交所主板上市，股票代码1476，总股本26.05亿股。截至2015年底，恒泰证券资产总额391.68亿元，较年初增长79.52%，负债总额294.35亿元，资产负债率61.36%；2015年实现收入及其他收益56.76亿元，同比增长150.15%；归属于普通股股东的年度利润17.01亿元，同比增长160.09%；经营活动使用现金净额-19.42亿元。截至2015年底，恒泰证券已签署托管及外包合同55个，成立基金21只，总规模5.76亿元，正在签署的合同共16个。

本专项计划托管人为华夏银行股份有限公司（以下简称“华夏银行”）深圳分行。截至2015年底，华夏银行总资产为20,206.04亿元，同比增长9.13%，净资产规模1,176.78亿元，同比增长15.99%；存、贷款总额同比分别增长3.72%和13.74%。2015年，华夏银行实现营业收入588.44亿元，同比增长7.21%，净利润249.34亿元，同比增长4.37%。

2015年，华夏银行资产托管规模大幅增长。截至2015年底，托管证券投资基金、券商资产管理计划、银行理财、信托、保险等各类产品规模达到13,065.25亿元，同比增长21.54%；2015年实现托管及其他受托业务手续费收入10.42亿元，同比增长10.72%。

跟踪期内，计划管理人及托管人未发生变更。

联合评级认为，计划管理人及托管人经营状况良好，财务状况稳定，履约和尽职能力情况稳定。

六、结论

联合评级对海南航空1期BSP票款债权资产支持专项计划下原始权益人的信用水平、基础资产的现金流表现、交易结构的稳健性、参与机构履职状况以及宏观经济和民用航空运输行业发展状况进行了持续的跟踪和监测，经过跟踪评级分析和测算，联合评级认为原始权益人的资信水平极高，其差额支付承诺对资产支持证券的信用水平起到了很好的支持作用，确定本专项计划优先级资产支持证券海航101、海航102、海航103、海航104的信用级别均上调至AAA

附件 1 海南航空股份有限公司主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	1,219.82	1,253.81	1,303.18
所有者权益（亿元）	317.25	385.64	425.18
短期债务（亿元）	308.83	211.93	123.88
长期债务（亿元）	467.53	515.34	437.02
全部债务（亿元）	776.36	727.27	560.89
营业收入（亿元）	360.44	352.25	100.83
净利润（亿元）	26.43	32.57	15.65
EBITDA（亿元）	70.05	81.57	--
经营性净现金流（亿元）	60.05	125.36	--
应收账款周转次数（次）	43.20	46.86	--
存货周转次数（次）	435.36	521.61	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.28	--
现金收入比率（%）	111.90	115.92	--
总资本收益率（%）	2.88	3.23	--
总资产报酬率（%）	3.01	3.41	--
净资产收益率（%）	8.91	9.27	--
营业利润率（%）	22.95	26.58	--
费用收入比（%）	17.58	21.21	--
资产负债率（%）	73.99	69.24	67.37
全部债务资本化比率（%）	70.99	65.35	56.88
长期债务资本化比率（%）	59.57	57.20	50.69
EBITDA 利息倍数（倍）	8.03	8.84	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11	--
流动比率（倍）	0.75	0.79	0.91
速动比率（倍）	0.75	0.79	0.91
现金短期债务比（倍）	0.70	0.88	1.83
经营现金流动负债比率（%）	15.58	42.17	19.51

附件 2 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 3 资产支持专项计划资产支持证券信用等级的设置及含义

资产支持专项计划资产支持证券信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

资产支持证券信用等级的设置及含义

等 级		含 义
投资级	AAA 级	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	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	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	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	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 级	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
倒闭级	C 级	不能偿还债务。

注：AA~CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。