

## 航空运输行业信用风险研究报告

文/蒋真 王宇翔 陈乙歌

**摘要:**航空运输业是国民经济重要的基础性和服务性行业，主要分为航空客货运输、通用航空服务和航空运输辅助活动三大类。近年来，我国航空运输业一直保持较高的增长速度。2014年受国内外经济增速放缓等因素影响，航空运输业需求疲弱，但在以旅游出行为主的休闲需求带动下，旅客周转量仍保持较快增长；出口回升亦使得货邮周转量增速小幅反弹。目前，我国航空运输业已形成以三大国有控股航空公司为主的寡头垄断格局，但随着民航局重开新航企的审批和对低成本航空的积极扶持，长期来看，将为行业格局带来变革，但短期影响有限。

航空运输业属性决定其负债结构中长期负债占比较大，航空公司购买或者租赁飞机的资金来源主要是银行贷款和国际资本市场融资。因而在我国民航机队规模扩大的同时，航空公司的资产负债率也随之升高。航空公司自有资金实力有限，企业投资活动产生的资金缺口主要依赖筹资性现金流覆盖，加之近几年航空运输业扩张较快，投资金额较多，行业非筹资性现金流表现亦表现不佳，对流动负债的保障程度明显不足。

受益于国际原油价格下跌，2014年行业

经营活动现金盈余得到较大提升，但航空运输企业拥有大量的外币金融负债和资产，盈利能力改善幅度仍将因汇率波动而存在一定不确定性。未来航空运输业资产总规模将继续保持增长，经营规模也将持续扩大，但中国经济增速下行态势显现，加之国内短程航线市场受高铁竞争的影响较大，未来我国航空运输业仍将面临一定的经营压力和市场风险。

### 一、行业的运行情况

#### (一)总体概况

2014年受国内外经济增速放缓等因素影响，我国航空运输业需求疲弱，但在以旅游出行为主的休闲需求带动下，旅客周转量仍保持较快增长；出口回升亦使得货邮周转量增速小幅反弹。根据2015年全国民航工作会议暨航空安全会的统计，预计2014年全年完成运输总周转量742亿吨公里，同比增长10.4%，增速较上年提高0.4个百分点；旅客运输量3.9亿人次，同比增长10.1%，增速较上年回落0.9个百分点；货邮运输量591万吨，同比增长5.3%，增速较上年提高3.3个百分点。2014年我国机场吞吐量为83153.3万人次，比上年增长10.2%；货邮吞吐量1356.1万吨，比上年增

长 7.8%。

2014 年 7 月,《低空空域使用管理规定(试行)》(征求意见稿)的推出,以及 2014 年 10 月 8 日,在国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议上明确要求向地方政府全部或部分下放通用机场、非跨境跨省电网等 23 类项目核准权限,使得通用航空行业规模迅速扩大。根据通航资源网的统计,截至 2014 年末,我国通用航空<sup>1</sup>机队在册总数为 1952,较 2013 年(1654 架)新增了 298 架同比增长了 18%;国内实际拥有飞机的通航企业数量,也由 2013 年的 208 家,增加到 2014 年的 257 家,同比增长了 24%。

2014 年 11 月 25 日,民航局、国家发展改革委联合下发了《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》(以下简称《通知》),决定自 2014 年 12 月 15 日起,全面放开民航国内航线货物运价,进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价,由航空公司根据生产经营成本、市场供求和竞争状况等自主确定具体价格水平。对继续实行政府指导价的航线票价,改变监管方式,简化监管程序,变事前审批为事中、事后监管。《通知》的出台,一定程度上缓解了航空运输业的竞争压力。

虽然受高铁替代效应,以及人民币兑美元汇率持续走弱的影响,但受益于 2014 年航空燃油价格一路下滑带来的成本下降,2014 年前 11 个月,全行业实现利润 299.4 亿元,已超过 2013 年全年利润总额。

表 1 我国航空运输行业主要运行指标

指标	单位	2011	2012	2013	2014	同比
运输总周转量*	亿吨公里	577.44	610.32	671.12	683.85	11.1%
旅客运输量	亿人	2.93	3.19	3.54	3.92	10.65%
货邮运输量	万吨	557.50	545.00	557.64	593.25	5.7%
可用座公里累计同比增长	%	3.10	3.80	4.60	4.30	--
全行业在册运输飞机*	架	1764	1941	2145	--	--
飞机日利用率*	小时	9.25	9.23	9.53	9.5	-0.1%
正班客座率*	%	81.8	79.6	81.1	81.7	0.3%
正班载运率*	%	72.0	70.6	72.2	72.9	0.2%
国内航线综合票价指数		101.50	98.80	100.90	102.80	1.88%

注:\*代表 2014 年数值为 1-11 月累计值或月末值,且同比增长为与上年 1-11 月数值进行对比。

资料来源:Wind 资讯、中国民航局

## (二)行业运行环境分析

民航运输业的景气程度与国内外宏观经济发展状况密切相关。宏观经济景气度直接影响到经济活动的开展、居民可支配收入、进出口贸易额的增减,进而会影响航空客货运的需求。2014 年全球经济温和复苏,航空客运市场保持增长,货运市场稳步恢复。但 2014 年我国经济增速继续放缓,经济发展进入新常态,作为国民经济的有机组成部分,2014 年我国民航业的发展也相应进入一个新阶段、新常态。

航空运输行业作为我国国民经济基础的产业之一,一直受到政府的关注和支持。中国民用航空局 2013 年 12 月,印发的《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》,进一步降低了设立低成本航空公司及分子公司门槛,简化审批手续;2014 年 7 月发布《低空空域管理使用规定(试行)》第一次征求意见稿

<sup>1</sup> 通用航空,是指使用民用航空器从事公共航空运输以外的民用航空活动。

称,将会进一步简政放权,简化通航相关审批手续,大幅放松通航市场准入。2014年11月,中国民航局、国家发改委联合下发《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》,对继续实行政府指导价的国内航线旅客运输票价,由政府审批航线基准票价改为由航空公司按照规定自行制定、调整基准票价。2014年一系列行业政策均为航空公司灵活应对市场提供有利支持。

### (三)行业运行态势分析

航空运输业的经营风险较高,不仅是因为高技术、高资金,更重要的是生态环境残酷。从产业链来看,航空公司主要和三种类型的公司发生联系,上游的飞机制造商和燃油供应商,下游的机票代理商。但是上游基本都是寡头,而下游正在形成寡头。

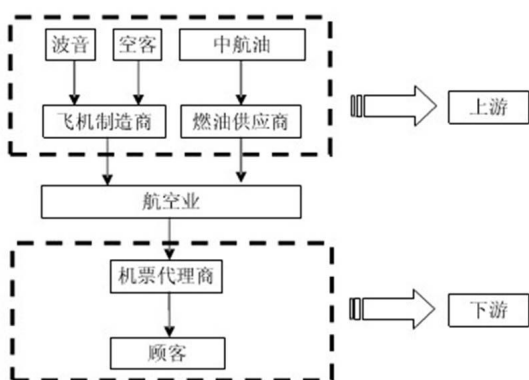


图 1 中国航空运输业产业链结构图

资料来源:银联信 远东资信整理

从产业链的角度,2014年我国燃料油价格的急剧下降,缓解了航空企业的航油成本压力,行业盈利水平有所提高。飞机租赁是各国航空公司更新和扩充机队的基本手段之一,截至2013年末,国内航空公司在册运输飞机2179架,其中融资租赁占20%,经营性租赁占38%。未来五年我国民航业预计交付飞机700多架,到2025年,我国民航业运输规模可达近3000架,其中有60%的飞机

将通过租赁方式运营。



图 2 国际燃油价格走势

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

2014年全国民航工作会议暨航空安全会议指出,2014年安全发展的主要任务首先是要巩固安全的持续性,强化严格管理和科技手段。其中包括要加大资金投入、继续推广新航行技术应用、加快1000万人以上机场II、III类标准运行设备建设。其次,要推动行业转型升级,进一步完善航线网络,加快大型国际航空枢纽建设,以京津冀、长三角、珠三角等地区为重点,构建协同运行的机场群,增加中西部地区国际航线航班,在巩固传统国际市场的基础上,开拓新兴航空市场,同时抓紧制定通航产业发展规划。2014年我国航空运输业共完成固定资产投资达1434.56亿元,较2013年同比增长9.20%,投资速度有所减慢。



图 3 2008-2014年我国航空运输业固定资产投资额及增速

数据来源:Wind 资讯、国家统计局,远东资信整理



航空运输行业下游需求主要分为航空客运需求和航空货运需求两大领域。航空客运需求的主要影响因素包括城镇化率提高、西部市场以及旅游业的发展等。2014年以来,虽然国内外经济增速放缓、高铁冲击等因素继续影响中国航空市场需求,但在以旅游出行为主的休闲需求带动下,中国民航旅客周转量仍保持较快增长,货邮周转量增速在出口回升带动下小幅反弹。



图 4 2010-2015 年 4 月我国航空货运量与货运周转量的同比增速情况

数据来源:Wind 资讯、国家统计局,远东资信整理

反腐政策限制公务出行、经济放缓致、商务客出行明显下降,对票价敏感的休闲旅游游客占比上升、运力较快增长等一系列因素压制了行业平均票价,2014 年中国民航客票价格继续维持低价水平。

#### (四)行业竞争格局变化

航空运输行业目前已形成以三大国有控股航空公司为主的寡头垄断格局,从市场占有率看,2014 年南航、国航、东航三大航空公司运输总周转量的集中度合计为 73.93%,较上年下降了 1.36 个百分点。自 2013 年民航重开新航企的审批,我国民航企业数量迅速增加。近年来,民航局积极扶持低成本航空的发展,在航线准入、航班时刻、服务价格上实行更为灵活的政策,为低成本航空营造

公平、宽松的市场环境,鼓励开拓以出境游为主的国际航线低成本市场。长期来看,低成本航空的大量涌现,将打破现有市场竞争格局,使得行业运力增长难以有效控制,价格战可能在所难免,行业盈利水平难以有效提升,甚至可能继续恶化,竞争加剧和票价下跌。但短期来看,由于空域和时刻资源的有限性和继承性,之前的航空公司积累了大量宝贵的航权时刻资源,留给低成本航空的市场份额较为狭小,因此短期影响有限。

## 二、行业财务表现

航空运输业具有高投入、高风险、低收益的特点,航空公司机队数量众多,加之飞机单价较高,因此飞机作为航空公司最主要的非流动资产,其价值总额占总资产的比重较高,2014 年 6 家上市航空公司非流动资产占总资产的比重平均值为 83.92%,

航空运输业属性决定其负债结构中中长期负债占比较大,航空公司购买或者租赁飞机的资金来源主要是银行贷款和国际资本市场融资。因而在我国民航机队规模扩大的同时,航空公司的资产负债率也随之升高。航空公司自有资金实力有限,企业投资活动产生的资金缺口主要依赖筹资性现金流覆盖,加之近几年航空运输业扩张较快,投资金额较多,行业非筹资性现金流表现亦表现不佳,对流动负债的保障程度明显不足。

受益于国际原油价格下跌,2014 年行业经营活动现金盈余得到较大提升,但航空运输企业拥有大量的外币金融负债和资产,盈利能力改善幅度仍将因汇率波动而存在一定不确定性。未来航空运输业资产总规模将继续保持增长,经营规模也将持续扩大,但中国经济增速下行态势显现,加之国内短程航线市场受高

铁竞争的影响较大,未来我国航空运输业仍将面临一定的经营压力和市场风险。

### 三、发债企业分析

#### (一)行业发债情况

由于航空运输市场准入门槛高,加之历史的原因,使得航空运输业在发展过程中形成自然垄断。目前,在我国的航空运输业现在的整体格局可以概括为“三强为主(南方航空、东方航空、中国国航占据着国内超过80%以上的市场份额)、地方为辅、外航渗透”的格局,因此,航空运输业发债企业家数较少,主要为国有控股的航空公司以及大中型地方控股的航空公司。从航空运输业历史发债情况来看,已发债航空公司共有十家,从评级上看,主体评级大部分在AA级以上,存期内已发债企业的主体跟踪评级变化的为5家,全部为上调级别。航空运输行业目前信用风险水平整体处于全部行业中等水平,信用风险低于产能过剩的强周期性行业,包括有色、造船、化工、机械等行业,但其信用风险又显著高于下游景气程度较好的行业,诸如汽车、家电、通信、食品饮料等。

**表 2 航空运输行业发债企业的主体评级情况**

航空公司名称	债券简称	最新主体级别	主体评级机构	最新评级日期	历史级别变动
中国南方航空股份有限公司	14 南航 SCP001	AAA	联合资信	2015-4-30	AA+ (2009-9-22、2008-07-09)
中国国际航空股份有限公司	12 国航股 MTN1	AAA	中诚信国际	2015-5-18	2008 年 12 月评级至今未变化
中国东方航空股份有限公司	14 东航股 SCP001	AAA	大公国际	2014-11-20	2010 年 12 月评级至今未变化
海南航空股份有限公司	14 海南航空 MTN001	AAA	上海新世纪	2015-04-13	AA (2009-6-22、2008-08-01) AA+ (2014-06-27)
深圳航空有限责任公司	14 深航空 MTN001	AAA	中诚信国际	2015-04-29	2012 年 12 月首次评级至 2014-08-01 AA+
山东航空股份有限公司	12 山航 MTN1	AA+	大公国际	2014-06-10	2011 年 12 月首次评级至今未变化
云南祥鹏航空有限责任公司	12 祥鹏航空债	AA	鹏元评级	2014-09-03	2012 年 6 月首次评级至今未变化
四川航空股份有限公司	14 川航空 MTN001	AA	中诚信国际	2014-07-28	2012 年 5 月首次评级至今未变化
天津航空有限责任公司	14 津航空 MTN001	AA	上海新世纪	2014-06-17	AA- (2012-09-07) A+ (2011-10-08)
上海航空股份有限公司	07 上航 CP01	A+	上海新世纪	2008-04-07	2007-06-08 首次评级未变化

资料来源:Wind 资讯

#### (二)代表发债企业信用风险特征

从行业中具有代表性的企业来看:

中国国航作为中央政府控股的航空企业,实力雄厚,机队规模、旅客、货邮运输量处于行业主导地位,竞争优势较明显;作为国有三大航空公司之一,中国国航市场占有率高,在航线布局、枢纽基地布局、服务、旅客货邮市场等资源上具有较大的竞争优势,还能够享有中央政府的注资和补贴,抗风险能力较强。

海南航空具备一定的资产规模、资本实力和市场竞争力,机队规模扩张速度较快,凭借航线、区位优势已占据相应市场份额。作为国内第四大航空公司,海南航空是航线和基地数量最多的地方政府控股的航空公司,航线网络较广。海南航空飞行小时数、飞行里程数、运输总周转量、旅客运输量等指标仅次于中国国航、南方航空和东方航空等三大国有航空公司,拥有一定的行业地位。海南航空着力开发旅游航线和支线航空市场,实行差异化竞争,并积极与国内外其它航空公司开展代码共享和中转联程等多种形式的合作,通过灵活的经营手段和规范的内部管理,在一定程度上弥补了经营规模小于三大国有航空公司的不足。近年来海南航空机队规模继续扩张,业务开展情况较好,毛利率、平均客座率、平均载运率等指标显示经营业绩在国内民航业中仍保持领先,竞争力较强。

春秋航空区别于全服务航空公司,定位于低成本航空经营模式,从 2005 年首航起,春秋航空规模快速扩张,已成为目前国内旅客运输量、周转量最大的民营航空公司及大中华地区领先的低成本航空公司。与中国的四大航相比,春秋航空除自有资本实力和航

线资源有限外, 机队规模和营业收入大约是三大航的 5%-7%, 是海南航空的四分之一左右, 但从盈利能力和运营效率方面来看, 春秋航空要优于四大航。

**表 3 国内主要航空公司 2014 年末  
主要经营情况**

	项目	中国国航	海南航空	春秋航空
运输能力	可用吨公里 (亿吨公里)	247.22	--	19.08
	可用座位公里 (亿客公里)	1935.95	682.60	196.30
	可用货运吨公里 (亿吨公里)	95.08	--	1.41
运输量	运输总周转量 (亿吨公里)	194.38	52.35	16.85
	旅客周转量 (亿客公里)	1546.84	--	182.70
	货邮周转量 (亿吨公里)	56.91	8.74	0.74
载运率	客座率 (%)	79.90	86.80	93.07
	货邮载运率 (%)	57.10	--	--
	综合载运率 (%)	70.40	83.60	--
机队构成	机队数量 (架)	540	169	
	平均机龄	6.08	10.26	
	飞机日利用率 (%)	9.57	10.26	11.26
航线网络	客运航线条数 (条)	322	--	81
财务状况	总资产 (亿元)	2096.43	1219.82	112.61
	资产负债率 (%)	71.63	73.99	68.45
	营业收入 (亿元)	1048.26	360.44	73.28
	净利润 (亿元)	42.50	26.43	8.84
	净资产收益率 (%)	7.15	9.59	28.09

资料来源: 航空公司 2014 年年报, 远东资信整理

### (三) 行业风险事件传导

#### 1、民航局支持廉价航空发展

事件: 2014 年初民航局印发了《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》(以下简称《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。《指导意见》的出台将从政策层面上进一步优化我国低成本航空运营环境, 引导和鼓励国内航空公司实践低成本运营, 有效带动整个民航市场结构、消费观念、经营管理、基础设施和发展布局的改善, 推动民航大众化战略目标实现。

2014 年我国航空市场出现了一股不小的低成本浪潮, 西部航空、中国联合航空、首都航空、华夏航空、成都航空纷纷宣布转型

低成本, 加上新成立的福州航空、九元航空, 我国低成本航空公司从 1 家发展成 8 家。在国家扶植低成本航空政策的召唤下, 低成本航空成为民营资本进入航空界的捷径。

影响: 从竞争环境来看, 油价的高企, 制造厂家采用新技术、新材料带来采购成本的增加, 使传统航空公司面临巨大的财务压力。在经济全球化的背景下, 外有亚洲低成本航空公司的渗入, 内有跃跃欲试的国内低成本航空公司的威胁, 加上快速发展的高铁和高速公路的竞争, 传统航空公司面临内外交困的竞争格局, 亟须进行战略调整, 合理配置资源, 挖掘自身优势, 降低运营成本。如果低成本子公司仍然按照传统航空公司的管理和思维方式去经营, 则难以取得成功; 反之, 如果积极地控制成本和大力发展附加业务收入, 传统大型航空公司即使保持单一品牌, 也可以继续在中短程航线上与低成本航空公司和高铁进行正面竞争。关键问题还是在于, 内部的精细化管理和效率的提升。这也正是我们大多数国有航空公司需要持续改进的方向。

#### 2、航空公司角力机票代理

事件: 从 2014 年 7 月 1 日开始, 以中国国航为首的多家国内航空公司相继宣布将机票代理商的固定佣金从 3% 减少到 2%, 海航集团旗下的祥鹏航空和西部航空, 更是直接将固定佣金从 3% 调整为 0。

影响: 随着市场竞争压力的增加, 机票价格上涨的空间变得越来越小。航空运输企业在面临激烈的市场竞争环境下, 增加收益的有效办法之一就是如何降低经营成本。随着现代信息技术的发展和应用, 航空公司网站直销也将越来越成为发展的趋势。航空运输企业与代理的角力也是根据地区经济发



展、消费者购买行为、信息化应用程度、细分市场的开拓和航空公司营销资源的配置等有关。如果航空公司的网络销售非常成熟和消费者自行网上购买成为趋势,传统机票代理商势必面临更多的压力。

### 3、航空事故频发

事件:2014年似乎是一个“航空灾难年”,从神秘失踪的MH370航班到在乌克兰东部冲突地区坠毁的MH17航班,再到最近失联的亚航QZ8501航班,重大航空事故频发。2014年我国亦爆发了“乘客大闹航班”的事件,中国乘客向亚航空姐泼开水致飞机返航事件,更是引起了各方的重视。两名中国公民遭到史上最严处罚——国家旅游局作出对两人不文明行为纳入《全国游客旅游不文明记录》的处罚。据悉民航局也正在研究对航班上不文明“任性”乘客的惩处措施,考虑将这些乘客纳入信用不良记录,其日后乘机将受到影响。

影响:航空事故的发生将对航空公司造成长期负面影响。航空安全是一个永恒的话题,民航安全不仅是自然因素,更要防范人为因素,面对航空安全领域的新情况新变化,航空公司需要作出更多的努力。

### 4、国际油价持续大跌

事件:自2014年6月开始,国际油价持续下跌。受原油价格和航空燃油价格持续下滑影响,11月份,全球航空公司股价飙升14%。

影响:燃油成本在航空公司的总成本构成中占有较大比重。因而,油价下跌对航空运输业的影响较为直接。国际航空运输协会(IATA)表示,受到经济增长和燃油价格下降的提振,全球航空公司今年将实现高于预期的创纪录利润,明年或还将实现25%的涨

幅。油价的下跌利好航空业,将大幅降低航空公司的燃油成本,但同时燃油附加费也大幅下调。国内航空公司应提升市场竞争力,并借机建立和完善多渠道的成本控制机制,包括燃油套保等机制,以减少油价对经营效益的影响。

### 5、传统航空公司试水付费服务

事件:航空公司在提供运输服务的基础上,为旅客提供更好的收费服务,已成为很多航空公司开源节流的着眼点。从前,付费服务更多发生在廉价航空公司的航班上。而随着油价、人工等各种成本的不断增长,民航业节约成本、增加收入的压力越来越大。航空业经营压力加剧,正倒逼国内航空公司在经营和管理上进行改革和创新。近些年国内外航空市场的快速变化,无论是“选座费”的试水、还是wifi航班的推出,亦或取消头等舱的“去高端化”,都展示了在当前民航市场化改革的浪潮下,航空公司变革创新的胆识。

影响:航空运输企业服务产品的革新意味着航空运输企业开始真正重视旅客的乘机体验,真正将此作为核心竞争力的体现。并且在此理念作用下,航空运输企业的营业利润也会随着增加,机票的附加价值会不断被丰富,航空公司会因此得到效益与声誉的双赢。

## 四、行业信用发展前景展望

航空运输业与宏观经济高度相关,预计2015年全球经济将继续复苏,中国经济将进入以经济结构调整、增速放缓为主要特征的新常态,世界经济复苏预期不一,航空业需求将延续疲软态势。供给方面,在2013年的密集交付之后,预计国内航空公司的飞机供

应将放缓,整体供需关系仍有望基本保持平衡态势。

宽松的政策环境有望带动低成本航空的快速发展,空域改革实施细则有望出台,利好通用航空业发展。基于对全球原油供需关系宽松、美元指数走强预期、美俄博弈持续的判断,预计2015年原油价格将进一步走弱,若全年航油价格维持在5500-6000元/吨,行业航油成本将下降250亿元左右,利润总额增加75-100亿元,行业经营活动现金盈余将得到较大提升,但盈利能力改善幅度仍将因汇率波动而存在一定不确定性,考虑到行业资本支出压力整体可控,债务负担及偿债能力指标表现或将小幅好转。

信用品质分化方面,预计行业内不同类型企业在区域需求、受高铁分流影响程度等方面的差异可能带来行业内企业信用品质

小幅分化。其中,西南区域经济仍有望保持较快增速,进而带动区域内航空公司业务量的快速增长;新开通的南广、贵广高铁与南航股份相关航段重合度高,将对其产生一定分流影响。未来一年,我国航空运输业信用品质不会发生明显改变,行业内企业信用品质将因区域需求及高铁分流影响差异而小幅分化。

总体来看,经营规模大、市场地位突出的大型国有航空公司在运输资源、品牌价值、资金实力、安全生产、股东支持等方面优势突出,抵御外部不利因素波动的能力较强,信用品质较高;在区域市场地位突出、地方政府股东支持力度大、采取差异化发展战略的中型地方航空公司信用品质一般;小型民营或合资航空公司信用品质较差。