

## 航空运输行业信用风险季报

文/蒋真 王宇翔 陈乙歌

2015 年一季度我国航空运输市场总体保持快速增长态势。受益于国际原油价格的持续下跌,加之 2015 年 3 月,国家发展改革委、民航局发布的《关于调整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基础油价的通知》,提高了航空企业燃油附加起征点,从而降低了旅客燃油附加的负担,对旅客的出行可构成一定的吸引。客运方面,随着国民消费能力的提升、人们对出境旅游热情的持续高涨,我国航空国际客运市场呈现稳步快速增长态势;货运方面,2015 年一季度航空货运市场仍延续较好的回暖态势。2015 年,随着低空放开步伐的加快、旅游业的稳定增长以及借力“一带一路”战略,我国航空企业供需差或将有望转正。票价方面,2015 年 3 月全行业综合票价虽有所提升,但仅恢复到 2014 年同期的原有水平。

2015 年一季度航空运输行业中发债企业家数为 2 家,为东方航空和深圳航空,共计发行债券 3 支,其中超短融资券 1 支,PPN1 支,累计发行额为 66.00 亿。

### 一、行业运行态势表现

2015 年第一季度国际原油仍然偏显弱势,油价呈现区间震荡态势,未出现持续的

涨势或跌势。2015 年 1 月 1 日布伦特原油报每桶 57.33 美元,3 月 31 日报每桶 55.11 美元,跌幅为 2.22 美元;2015 年 1 月 1 日美国原油报每桶 53.27 美元,3 月 31 日报每桶 47.6 美元,跌幅为 5.67 美元。2015 年一季度油价的反弹依旧乏力主要缘于供需因素。近期伊朗核问题谈判,一旦达成协议,伊朗的石油出口可能会继续增加,进而打压油价。受益于航油价格的下行,占航空公司 40% 比重的航油成本大幅下降,航空公司的毛利率水平有所提升。

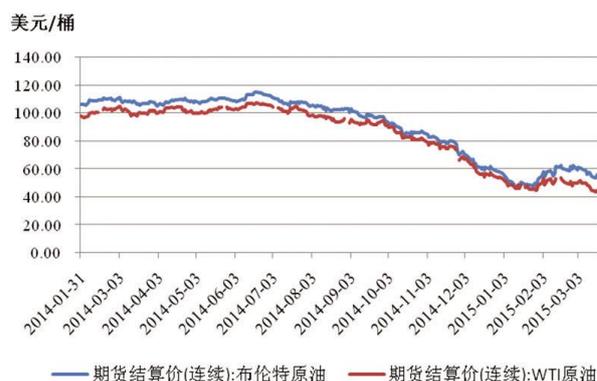


图 1 国际燃油价格走势

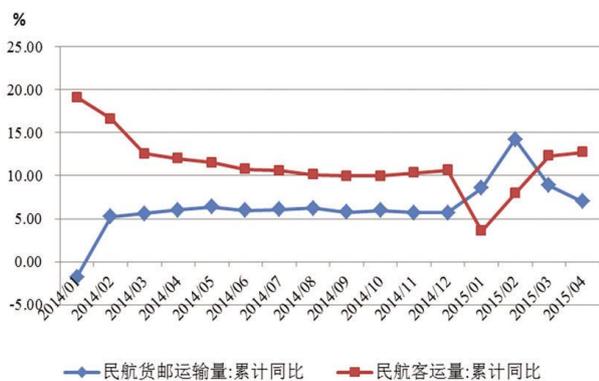
资料来源:wind 资讯,远东资信整理

2015 年第一季度我国航空运输市场总体保持快速增长态势。据中国民航局统计,一季度我国航空运输业共完成总周转量 200.3 亿吨公里,同比增长 14.8%,增速较上年同期提升 2.4 个百分点。受国家“一带一

路”战略推进和假期“出境游”升温等利好因素带动,2015年一季度,国际航空运输市场共完成旅客运输量964.8万人,同比增长36.0%。

客运方面,随着国民消费能力的提升、人们对出境旅游热情的持续高涨,我国航空国际客运市场呈现稳步快速增长态势。据中国民航局统计,2015年一季度,完成旅客运输量1.04亿人,同比增长12.3%。其中,国内航线旅客运输量达9444万人,同比增长10.4%,保持了两位数增长态势。从国际航线在旅客运输量中所占比重看,国际航线旅客运输量占9.3%,较上年提高1.3个百分点。

货运方面,2015年一季度航空货运市场仍延续较好的回暖态势,货邮运输量同比增长8.9%,增速较上年同期提升3.3个百分点。



**图2 2014年1月-2015年4月我国民航客货运数量累计同比情况**

资料来源:wind资讯,远东资信整理

2014年,我国与“一带一路”沿线国家的货物贸易额达1.12万亿美元,占我国国际贸易总额的1/4。预计未来10年,我国与沿线国家贸易额将翻番,人员和货物流通需求规模也将空前增长,将为民航业带来巨大的发展机遇。同时,据2015全国旅游工作会议工作

报告显示,2015年我国旅游业发展预期目标为:国内旅游39.5亿人次,增长10%;旅游入出境2.48亿人次,增长4.6%,其中入境1.28亿人次,与上年基本持平;出境1.2亿人次,增长10%。2015年,随着低空放开步伐的加快、旅游业的稳定增长以及借力“一带一路”战略,我国航空企业供需差或将有望转正。

据了解,2014年10月至2015年5月,全行业裸票价平均累计增幅约5.5%,且均是以提升基础运价的名义实现。2015年促使航空公司裸票价提升的原因主要是《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》的颁布,以及航油成本下降本身使得裸票价有相应的提价空间。实际上就是油价下跌带来裸票价的提升,因此综合票价并未创出新高,相对于2014年同期,2015年3月全行业综合票价才恢复到原有水平(见图3)。



**图3 国内外航线票价综合指数**

注:2004年1月=100

数据来源:wind资讯,远东资信整理

## 二、行业最新政策

为进一步促进航空运输企业节能降耗,有序推进国内民航旅客票价改革,2015年3月,国家发展改革委、民航局发布《关于调整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基础油价的通知》(以下简

称《通知》),决定对现行国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制进行调整完善,将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格,由现行每吨4140元提高到每吨5000元,即国内航空煤油综合采购成本超过每吨5000元时,航空运输企业方可按照联动机制规定收取燃油附加。

《通知》的出台,提高了航空企业燃油附加起征点,短期来看,虽降低了航空公司的收入,但长期来看,降低旅客燃油附加负担,对旅客的出行可构成一定的吸引,提高航空企业与其他交通方式如高铁等的竞争能力,亦有利于刺激消费和拉动旅游等相关产业。

### 三、行业发债情况

#### (一)行业发债情况

航空运输行业属于资金密集型的行业,初始投资金额需求量一般较大,项目融资除资本金外,出于融资成本和债务结构等方面考虑,航空运输企业以发行中期票据、短期融资券和PPN作为其筹集资金的一种重要方式。根据Wind资讯,2015年航空运输行业中发债企业家数为2家,为东方航空和深圳航空,共计发行债券3支,其中超短融资券1支,PPN1支,累计发行额为66.00亿,各类债券发行情况如下表所示:

表1 2015年一季度航空运输行业发债企业的情况

发行人中文简称	证券简称	发行总额(亿元)	发行期限(年)	票面利率(发行时)	最新主体评级	最新评级日期	评级机构
东方航空	15东航股SCP001	30.00	0.4932	4.5	AAA	2014-11-20	大公国际
	15东航股SCP002	30.00	0.4918	4.5			
深圳航空	15深航空PPN001	6.00	1	5.27	AAA	2015-04-29	中诚信国际

资料来源:Wind资讯

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(见表2),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2014-08-01AA+
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)行业信用风险揭示

航空运输行业主要关注政策风险、宏观经济风险、油价风险、汇率风险、利率风险、高铁竞争风险、经营风险和政治与突发事件

风险。

1、政策风险。风险我国民航运输业受到诸多国家政策的制约，如在飞机引进上，航空公司基本无自主选择权。其原因主要有二：一是由于国家相关行业政策条件限制，融资租赁飞机事前需得到民航总局和国家发改委的批准，并且与国际金融机构谈判达成意向性融资协议后，还需经过国家外汇管理局审核金融条件，才能正式签约。整个申请审批过程手续复杂、耗时长，在这期间，航空市场的客源和机型需求都有可能发生很大变化，从而为航空公司带来风险。二是国家外汇管理部门对外汇控制严格，对企业进行金融衍生交易的审批规定，往往导致航空公司失去利用调期工具规避利率、汇率风险的最佳时机，此外，我国外汇贷款担保机制不是十分健全，导致一些航空公司担保问题难以解决，外汇贷款十分困难。

2、宏观经济风险。民航运输业的增长与GDP增长具有较高的正相关性，经济持续快速增长是航空运输需求的核心驱动。宏观经济的发展，可以带动对外贸易的持续增长以及居民消费升级，带动旅游乘客以及自费乘客数量的增加，为航空业提供充沛的客、货源，促进航空业的发展。相反，经济的低迷将直接影响民航业的发展。从世界经济发展态势看，国际经济增速的下滑将对我国民航运输业尤其是国际航线市场产生极为不利的影

响。

3、油价风险和汇率风险。航油成本占航空公司总成本的比重很大，因此航油价格波动的风险需关注。人民币升值将会提高国内居民的购买能力，有利于进口贸易，增加国际航线客源和货源，进而增加航空公司及机场收入；而航空公司购买飞机的成本也将减

少，汇兑收益增加。人民币贬值将会扩大出口，增加贸易顺差，但会增加航空公司购买飞机的成本，进而影响航空运输市场的供给能力。2015年1月26日，人民币即期汇率大幅低开，贬值幅度逼近中间价的2%。受此影响，航空公司汇兑损失进一步加剧。

4、利率风险。由于航空企业大量使用债务资金，因此利率的变动对航空公司比较重要。一般来说，由于航企所购买的飞机主要是以美元计价，航空企业大量债务为美元债务。因此，如果美元利率波动比较大，那么对于以浮动利率贷款的航空企业来说，其利润将会随利率波动而波动。此外，由于航空企业资本密集的特点和相对较高的权益资本，较高的负债率在航空公司比较普遍，因此基础利率的变动将对其经营活动产生一定风险。

5、高铁竞争风险。“十二五”期间，我国高铁总投资约为1.875万亿元，随着高铁网络的逐步建成和完善，高铁对民航业的影响也会越来越大。在民航强国发展战略的指引下，“十二五”期间我国民航业投资规模将达1.5万亿元以上，民航业规模将明显扩大，但是能否通过市场的检验还未可知。2015年伴随着先期开通的部分高铁运营区域稳定化，高铁将分流掉一部分民航旅客，挤占其部分市场份额，并将继续对民航核心区域市场形成更大冲击，目前民航业还没有应对高铁的具体有效措施，并且即使实施，前期也将付出较大的成本代价。因此，我国民航业将面临高铁等替代运输方式的较强竞争，民航客货运输量都将面临下降的风险。

6、经营风险。经营风险的产生是与航空公司结伴而生的，主要是由于航空公司对市场预期不正确或者经营管理不善，以致无法

实现预期的盈利水平。近两年来,我国民航机队规模快速扩张,一方面增加了运力,顺应了经济发展,另一方面,也带来了更多的运营、资金风险。首先,运力的增长必须要有足够大的市场来消化,并要有与之配套的资源来保证,如:机场、时刻、人力资源等;其次,机队的扩张在营运中还有可能因为长短航程的规划与机型的选择错配等问题而导致规模的不经济;再次,机队扩张过快,贷款数额迅速增加,而如果航空公司盈利水平低,将导致资产负债率迅速攀升,进而带来融资成本的上升以及融资困难。

7、政治与突发事件风险。航空运输业极易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件影响,面临的不确定性多而分散。2015年4月25日,尼泊尔发生8.1级地震,航空事故给国际民航业带来沉重打击的同时,也会对我国航空运输业带来一定的冲击。此外,中东地区的政治突发事件也会影响我国航空运输业的发展。

2015年影响航空运输业发展的因素仍然众多而复杂,宏观经济的变化成为民航业发展晴雨表;油价成为影响民航业波动的重要因素;票价水平和客座载运率是否维持高位决定航空公司业绩变化;高铁竞争压力也将随着重要高铁干线的建设和局部高铁网的建成而逐步增大。

#### 四、行业信用风险趋势展望

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。