

# 航空运输企业信用分析要点



## 航空运输企业信用分析要点

航空运输企业信用分析主要考察行业前景、企业素质、管理、经营和财务等方面，进而落实到偿债能力的考量。

### 一、行业

主要从行业需求、产业政策和行业竞争等方面进行分析。

#### 1、宏观经济、季节性波动及需求替代对行业需求的影响

航空运输业为周期性行业，航空旅行需求增长约 2/3 可用 GDP 增长来解释。其中，商务需求与经济发展、固定资产投资等关系密切；个人出行则与居民收入水平、消费升级、旅游行业需求等因素相关。

航空运输市场需求还具有显著的季节性波动特性，运力需求构成主要为商务、旅游及访亲活动。除受特殊事件影响外，国内需求高峰一般较为集中地出现在每年第二、三季度。因此，航空运输行业已形成每年二、三季度为旺季，一、四季度为淡季的特点。

除此以外，高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票价相对较低等特点，在 3 小时以内 800 公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。未来随着高速铁路网络日臻完善，网络规模效应逐步显现，高铁对航空运输业旅客分流作用或愈发显著。需关注新开通铁路与相关航空运输企业运营航线重合情况并分析分流影响。

#### 2、产业政策

中国民航业受管制程度较高，从航空运输企业市场准入、飞机采购、航线的开设及关闭、航班时刻管理、以及各种安全标准、维修资质等均需取得民航局等政府主管机构的批准，因此相关产业政策的调整将对行业内企业未来业务发展产生影响。如 2013 年 10 月，中国民航局和发改委联合下发《关于完善民航国内航空旅客

运输价格政策有关问题的通知》，取消国内航线旅客运输票价下浮幅度限制，航空运输企业运营自主权增强的同时，行业市场化竞争也随之加剧。

### 3、行业竞争

行业竞争方面，目前中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。三强即指中国航空集团公司（下辖中国国际航空股份有限公司）、中国南方航空集团公司（下辖中国南方航空股份有限公司）及中国东方航空集团公司（下辖中国东方航空股份有限公司）。地方航空公司以海南航空、四川航空股份有限公司等为代表。三大航空集团在市场地位、经营规模、利润总额等方面均处于行业前列，占据绝对市场份额，在优质资源获取方面具有明显竞争优势，寡头竞争格局短期内不会改变。2005年7月，民航局允许非国有资本投资民航业；2013年5月，民航局重新放开新建航空公司的审批；2013年11月及2014年11月，国家发改委及民航局分别取消国内航空机票价格下限及放开国内航空货物运输价格；2014年2月，民航局出台《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》。市场准入门槛的降低、民营资本的进入、低成本航空运输的发展将一定程度加剧行业内价格、服务、航线、航班时刻等竞争。但由于航空运输业资本密集和管理水平要求高等特点，并涉及国家空防安全，目前行业内竞争者数量有限且竞争格局相对稳定。

### 4、航油价格波动

油价走势是航空运输企业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%~40%左右。目前，国内大型航空运输企业航油均从国内采购，国内航油价格则受国家发改委及中国民航局等监管，油价的调节与国际相比具有一定滞后性。油价走势的分析对于了解航空运输行业当前成本控制压力具有重要意义。

### 5、汇率波动

航空运输业的资产主要为美元负债资产，因此人民币兑美元汇率波动情况对于企业盈利水平影响大。在美联储加息预期明显、中国经济增速整体放缓、新兴市场

汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋向较为明显，跟踪汇率走势可分析航空运输企业面临的汇率波动风险。

## 二、企业基础素质

### 1、企业所有制性质及股东背景

主要关注受评主体股权结构和股东实力。按控股股东背景区分，国内航空公司可分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。国有企业在获得外部支持方面具有更多优势，如增资、补贴、融资等。中央控股公司实力最为雄厚，机组规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。

### 2、企业规模及市场地位

经营规模大，市场地位高的航空运输企业在优质运输资源获取、品牌知名度及资金实力等方面具有明显竞争优势，在行业低谷期的抗风险能力相对较强。对企业规模分析，主要关注资产总额、主营业务收入、运输总周转量、机队规模以及航线资源布局等因素。市场地位主要考察航空运输企业市场份额，如运输总周转量在行业中占比与排名，核心区域市场占有率情况。另外，很多大型航空公司通过加入国际大型航空联盟（星空联盟、天合联盟、寰宇一家）实现代码、维修设施及运作设备等资源共享，降低运营成本的同时对航线拓展有一定支持作用。

### 3、技术实力

航空运输企业属于技术要求较高行业，日常经营所需飞行员、机务人员、维修专员、运行签派等均为航空从业高素质人才。相关专业人才储备数量与质量应与公司的运力相匹配，否则可能制约企业发展及形成潜在安全隐患。

## 三、管理

### 1、法人治理结构

股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制，监事会的运作规则与运作情况等。

### 2、管理水平

组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从战略管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。

### 3、安全保障及管理

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。2014 年以来，受马航 MH370 航班失联事件、马航 MH17 航班坠机事件等重大空难影响，部分涉事航空公司业务及航权受到较大影响。航空运输企业是否针对安全生产与保障、日常经营维护、检修等方面制定了全面、系统的安全管理体系、应急处理流程是考察的重点。同时安全保障措施的增加亦带来航空运输企业运营成本的上升。

## 四、经营分析

主要从运输能力、航线网络布局、成本控制和未来发展等方面分析。

### 1、运输能力

航空运输企业运输能力是支撑业务发展的重要载体，运输能力是否与市场需求有效匹配将决定企业收入及盈利的可持续性。运输能力可以通过机队规模、可用吨公里及可用座公里等指标反映。与此同时，通过比较运力投放增速（可用座公里增

速)、需求增长速度(旅客周转量增速),并结合目前资源使用效率,可以分析公司是否存在供需错配现象。

## 2、航线网络布局

多元化航线网络布局有助于提高航空运输企业风险抵御能力,航线网络覆盖范围及成熟度、通航城市分布区域、航线设计、航空基地布局及区域集中度等方面是考察航空运输企业经营稳定性及抗风险能力的重要方面。航空运输行业产品同质化程度较高,具有竞争力的航线资源与航线时刻对于航空运输企业摆脱价格竞争具有关键意义。

航空运输企业航线网络运营模式主要为枢纽网络及点对点两种。枢纽网络布局是航空运输业的重要趋势,也是最能够发挥航空运输企业规模经济效应的航线体系,目前以国航、南航及东航为代表。

在航线布局上,主要包括国际航线、国内干线、国内支线及上述航线组合。国际航线及国内干线受益于区域经济发达及客源支持,航线盈利能力及经营稳定性具有较明显的优势。国内支线地区机场吞吐量和客源支持相对较少,客座率较低,但民航局及部分地方政府(如新疆及内蒙)对支线航班的政策补贴支持力度较大,一定程度保障了航线的最低盈利水平。

## 3、成本控制

航空运输企业运营成本大部分为刚性成本,即航油成本、人力成本、租赁折旧费、起降服务等。而作为主要成本之一的航油成本(占比在30~40%左右)具有很强的不可控性,导致航空运输企业日常运营受航油价格波动的影响大。目前燃油附加费与油价已形成联动机制,可一定程度上抵消部分油价上涨对航空运输企业成本的不利影响。2014年四季度以来,受益于航油价格持续走低,航油成本在主营业务成本所占比重有所下降,对行业整体经营效益起到促进作用,但未来航油价格反弹时间和幅度仍存在不确定性。因此,采用套期保值抵御燃油价格波动的航空运输企业对于燃油成本更有控制力,但需关注对冲风险。

分析航空运输企业成本控制能力，还可通过考察机队年龄、机型结构及飞机购买方式等。年轻机队各项性能较好，飞机及发动机短期内发生故障而进行大修的概率及日常养护费用相对较少。此外，年轻机队在燃油经济效益方面更具优势，一般来说新飞机在飞行运营 5~6 年后其燃油消耗量将提升约 5%。且新飞机更能满足企业当前发展规划，即根据航线网络的线程长短配备燃油性能最优的客机型号。机型结构方面，同时运营多种不同机型将导致培训费用、航材储备投资、维护及修理等费用增加，较单一的机型更利于降低飞机购买、租赁、维修、航线调配、管理及人才培养等方面的成本。

飞机购买方面，国内航空公司主要通过自购、经营租赁及融资租赁三种模式购买飞机，不同引进方式对成本的影响不尽相同。

#### **4、未来发展**

公司五年发展规划；国内外航线布局、飞机购买计划、未来重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对公司经营及财务预测进行分析，分析实现的可能性。

### **五、财务实力**

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

#### **1、财务信息质量**

近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否具有可比性。另外，应对公司所采用会计政策做出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

## 2、资本结构

企业资本结构的状况对财务风险有重要影响，债务负担越重的企业其偿还债务的压力越大，财务风险也会越高。航空运输行业是资金密集型行业，主要资本性支出集中在飞机购买及航空运营基地建设，整体投资规模较大，行业内企业债务负担普遍较重。航空运输企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况，一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高，衡量指标主要包括长短期债务结构、全部债务资本化比率等。在分析上述指标后，综合判断企业自身债务负担的情况、与战略发展规划匹配度、同行业企业对比以及未来投融资需求。

## 3、盈利能力

分析盈利能力时要关注历年主营业务收入变化、收入构成多元化情况以及未来趋势的判断（如企业未来受行业、产业政策或其他因素变化的影响），还要关注航空运输企业机队规模及结构扩张计划，因为运力投放是企业未来收入的保障。

航空运输企业盈利能力与主业运营效率、汇兑损益、投资收益及营业外收入等方面密切相关。运营效率方面，航空运输企业运营成本中固定成本比重较高，企业运营效率的提升有助于摊薄单位成本，从而获得更多收益。考察运营效率，可以通过载运率指标分析，主要包括客座率、货邮载运率及综合载运率。

汇兑损益方面，航空运输企业持有外币债务规模普遍较大，且国际航线业务运营通过外币结算，汇率走势对于公司整体经营效益影响明显。人民币对美元升值有助于降低飞机采购成本、租赁费用、国际市场航油采购、国外机场费用等美元计价的成本。2014年以来，人民币持续走弱导致汇兑损失对利润侵蚀影响大，因此航空运输企业外币债务规模比重以及是否采用汇率对冲等手段抵抗风险需要重点关注。

营业外收入方面，航空运输行业作为国家基础性产业，获得如航线补贴、支线航线补贴、新开航线奖励、政府专项补贴等成为行业内企业重要的利润来源之一。

因此，考察航空运输企业营业外收入规模的可持续性和变化情况，对于了解企业盈利稳定性有重要意义。

财务层面，反映盈利能力的财务指标主要考察：主营业务利润率、EBITDA/收入、净资产收益率、总资本收益率等。

#### 4、现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。航空运输企业受益于经营模式，主业获现能力强。但航空运输行业是周期性行业，高经营杠杆和财务杠杆的特点导致企业在行业周期低谷时面临现金流压力。在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、自有现金流、经营流动负债比率、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利息保护倍数等指标。

#### 5、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于航空运输企业偿债能力的分析，主要关于以下几点：

（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；

（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；

（3）其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

## 附件 1：2014 年部分航空运输发行主体航线布局情况

发行主体	运营模式	航线数（条）
中国国际航空股份有限公司	国航股份长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，在多年的经营过程中形成了以北京、深圳、上海和成都为节点的四角菱形网络结构和广泛、均衡的国内、国际航线网络。	322
中国南方航空股份有限公司	南航股份现有航线网络围绕广州、北京、乌鲁木齐、重庆四大枢纽做中转，围绕国际长航线做衔接；航线布局以国内市场为主，国际市场占有一定比例，国际国内相互支持，整体联动的“点对点+枢纽”运营模式。	900 余条
中国东方航空股份有限公司	东航股份以上海为核心枢纽、昆明和西安为区域枢纽，通过巩固核心市场，控制关键市场，持续推进“枢纽网络运营”。	651
海南航空股份有限公司	海南航空立足于国内干线和支线航空市场，在以海南为主基地的基础上，先后建立了北京、海口、广州、深圳、大连、兰州、乌鲁木齐、西安、太原9个运营基地和多个航空运营站，并且以西安、昆明为交通枢纽，辐射西北、西南等重要地区的支线航线。	720
深圳航空有限责任公司	深圳航空以国内航线为主，主要市场集中在珠三角地区以及南京、无锡等地，目前已建立14个基地。未来将继续推进深圳主基地枢纽建设，依托深圳辐射东南亚、东亚地区，开辟洲内和跨洲国际航线。	194
四川航空股份有限公司	四川航空立足西南航线，致力于将成都机场打造为“西部门户枢纽”，以成都、重庆、昆明为中心，航线辐射全国各省会城市、著名旅游城市、经济发达的区域中心城市，逐渐完善点对点航线网络布局。	455
天津航空有限责任公司	天津航空定位于支线航空，设有9个运营基地，航线网络以天津、西安、南宁为枢纽，向周边地区辐射。	191

资料来源：联合资信整理

## 附件 2：2014 年航空运输发行主体偿债指标情况（单位：倍、%）

发行主体	全部债务 /EBTIDA	EBITDA/ 利息倍数	CFO/短期债 务	流动比率	速动比率
中国航空集团公司	5.83	5.70	0.48	34.97	32.80
中国国际航空股份有限公司	6.07	5.75	0.50	33.88	32.06
中国南方航空集团公司	6.85	6.14	0.44	53.22	47.17
中国南方航空股份有限公司	6.83	5.52	0.54	51.47	48.40
中国东方航空集团公司	7.40	5.37	0.36	41.74	32.76
中国东方航空股份有限公司	6.07	6.44	0.43	29.84	26.15
海南航空股份有限公司	8.30	2.55	0.16	74.69	74.53
深圳航空有限责任公司	6.79	3.53	0.34	17.89	16.43
海航集团有限公司	11.41	2.37	0.16	131.29	91.59
四川航空股份有限公司	6.99	4.30	0.82	37.52	33.31
山东航空股份有限公司	4.53	6.60	0.81	12.75	11.70
天津航空有限责任公司	8.46	2.33	0.28	94.66	93.20
云南祥鹏航空有限责任公司	8.68	1.85	0.21	81.94	81.84

资料来源：联合资信整理