

2017-9-22

2017 年民航运输业信用展望

联合资信评估有限公司 历剑



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

2017 年民航运输行业信用展望

摘要

时间：2017 年 9 月 22 日

分析师：

厉剑

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2016 年以来，我国民航旅客周转量平稳较快增长，其中国内航线较快增长，国际航线高速增长；行业收入、利润保持较快增速；客座率有所提高；行业集中度略有下降，但仍维持在较高水平。

在运力投入增加以及运输量增长的带动下，发债企业收入规模保持增长，但受国际航线票价下行影响，单位公里收入有所下降；利润总额较快增长，营业利润率维持在较高水平。同时，发债企业经营活动现金流保持在较好水平，但投资活动支出大幅增加，部分企业存在一定筹资压力。发债企业整体债务负担有所下降，到期债务规模不大，偿债压力较小；短期偿债能力略有减弱，长期偿债能力有所提高，长期偿债能力较强。

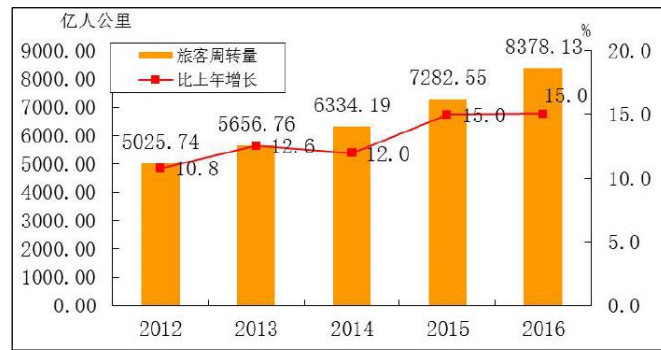
展望 2017 年下半年，预计在我国人均可支配收入增加以及因私出行需求持续增长的支撑下，民航运输需求将维持较快增速。同时航空公司运力投放更趋合理，客座率将小幅上升；国内航线运力供需匹配程度持续向好，票价将维持在较高水平；国际航线供给过剩状况将有所改善，票价下行压力有所减小。预计 2017 年全年航空公司航油成本支出将大于 2016 年；起降及停机费收费标准上调，对航空公司利润形成一定挤压，但全年汇兑损失压力减小，全年或转为汇兑净收益。

结合行业特点以及影响行业信用质量的基本要素分析，联合资信认为民航运输业信用风险较低，展望为“稳定”。

一、行业运行概况

2016 年以来，我国民航运输业主要指标保持平稳较快增长，运输总周转量、旅客周转量保持较高增速，带动航空公司营业收入、利润持续增长，运营效率有所提高，但单位公里收入有所下降。

图 1 2012~2016 年民航旅客周转量



资料来源：2016 年民航行业发展统计公报

旅客运输量稳步增长，国内航线较快增长，国际航线高速增长，行业收入、利润保持较快增长。2016 年全行业完成旅客周转量 8378.13 亿人公里，同比增长 15.0%，其中国内航线完成旅客周转量 6217.75 亿人公里，同比增长 11.7%；国际航线完成旅客周转量 2160.38 亿人公里，同比增长 25.8%。航空公司实现营业收入 4694.7 亿元，同比增长 8.2%，利润总额 364.8 亿元，同比增长 11.59%。

行业运力投放增速低于运量增速，客座率有所提高。2016 年中国南方航空股份有限公司、中国国际航空股份有限公司、中国东方航空股份有限公司、海南航空控股股份有限公司（以下简称“四大航”）可用座公里（ASK）合计同比增长 11.67%，低于收入客公里（PEK）12.28%的增速。2016 年，航空公司正班客座率为 82.6%，同比提高 0.5 个百分点。

行业收入增速低于运量增速，单位公里收入有所下降。2016 年航空公司营业收入同比增长 8.2%，低于 13.0% 的运输总周转量增速，客运收入 5.5 元/吨公里，同比减少 0.42 元/吨公里。受国际航线运力投放过快，以及航空公司弃价保量策略影响，国际航线票价指数降幅较大，由 2015 年底的 66.2 下降至 2016 年底的 49.9，国内票价指数同比无变化。

行业集中度仍维持在较高水平，但略有下降。2016 年中航集团、南航集团、东航集团、海航集团运输总周转量占比由 88.4% 下降至 87.8%。

2017 年上半年，民航运输业仍保持较快增长，全行业完成运输总周转量 513.4 亿吨公里，旅客周转量 4537.8 亿人公里，分别同比增长 12.5%、14.1%，其中国内运输总周转量、国际航线运输总周转量均同比增长 12.5%。民航旅客周转量在综合交通运输体系中的比重达 28.2%，同比提升 2.3 个百分点。截至 2017 年 6 月底，民航运输飞机合计 3065 架，较 2016 年底增加 115 架；2017 年 1~6 月，民航飞机日利用率为 9.4 小时/日，同比增加 0.2 小时；正班客座率为 83.3%，同比提升 0.2 个百分点，航班运营效益保持在较高水平。

二、发债企业信用分析

1. 存续债券概况

截至 2017 年 9 月 5 日，航空运输企业存续债券 73 支(其中私募债券 18 支)，余额 1165 亿元(统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同)，涉及发行主体 15 家。发债主体整体信用等级较高，AAA 级别发行主体占比 67%。

2. 发债企业运营概况

航空运输企业存续债券余额 1165 亿元中，四大航合并口径债券余额 932.70 亿元，占比 80.06%。2016 年四大航合计净增加飞机 150 架，机队规模扩大带动运力提升，四大航可用座公里分别同比增加 8.48%、8.65%、13.46% 和 25.59%，其中海航控股增幅最大。飞机利用方面，南航股份和东航股份小幅下降，其中东航股份和海航控股高于行业中大型飞机均值(9.57 小时/日)。客座率方面，海航控股小幅下降，四大航整体保持在较高水平。

表 1 四大航经营情况

项目	国航股份		南方股份		东航股份		海航控股	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
可用座公里(亿客公里)	2148.1	2330.5	2356.2	2559.9	1817.9	2062.5	752.0	944.4
机队规模(架)	590	623	667	702	535	581	202	238
飞机利用率(小时/日)	9.52	9.56	9.63	9.53	10.03	9.68	9.67	10.07
客座率(%)	79.90	80.70	80.45	80.51	80.47	81.22	88.19	87.83

资料来源：联合资信整理

3. 发债企业财务概况

截至 2017 年 6 月底，民航运输企业中有公募存续债券且披露年报样本企业 14 家¹，包括多家互为母子公司企业。其中中航集团合并范围包括国航股份和深圳航空；南航集团合并范围包括南航股份、厦门航空；东航集团合并范围包括东航股份；天津航空 2017 年纳入海航控股合并范围。以下联合资信主要针对上述 14 家民航运输企业 2016 年财务数据进行梳理。

收入和盈利能力

在运力投入增加以及运输量增长的带动下，发债企业收入规模保持增长，但受国际航线票价下行影响，单位公里收入有所下降。发债企业利润总额较快增长，营业利润率保持在较高水平。

¹分别为中国南方航空集团公司(简称“南航集团”)、中国南方航空股份有限公司(简称“南航股份”)、厦门航空有限公司(简称“厦门航空”)、中国航空集团公司(简称“中航集团”)、中国国际航空股份有限公司(简称“国航股份”)、深圳航空有限责任公司(简称“深圳航空”)、中国东方航空集团公司(简称“东航集团”)、中国东方航空股份有限公司(简称“东航股份”)、海南航空控股股份有限公司(简称“海航控股”)、天津航空有限责任公司(以下简称“天津航空”)、云南祥鹏航空有限责任公司(简称“祥鹏航空”)、春秋航空股份有限公司(简称“春秋航空”)、西部航空有限责任公司(简称“西部航空”)、海航航空集团有限公司(简称“海航航空”)。

2016 年航空公司实现营业收入合计 4694.70 亿元，同比增长 8.2%，但行业单位收入有所下降，全行业运输收入水平为 4.51 元/吨公里，同比下降 0.28 元/吨公里。发债企业方面，14 家样本企业收入均实现不同程度的增长，增幅在 2.94%~35.50%之间，中位数为 6.93%。其中四大航实现营业收入合计 3679.94 亿元，同比增长 6.07%，占行业收入的 78.38%。

2016 年 14 家样本企业除春秋航空外，利润总额均实现增长，全部样本变化幅度在-28.85%~107.63%之间，中位数为 17.67%。其中四大航利润总额合计 284.35 亿元，同比增长 13.88%。盈利指标方面，受益于航油价格处于较低水平，样本企业整体营业利润率保持在较高水平，营业利润率在 17.17%~26.58%之间，中位数 20.27%，样本中有 9 家发行人营业利润率较 2015 年实现增长，5 家略有下降。

图 2 四大航利润总额（单位：亿元）

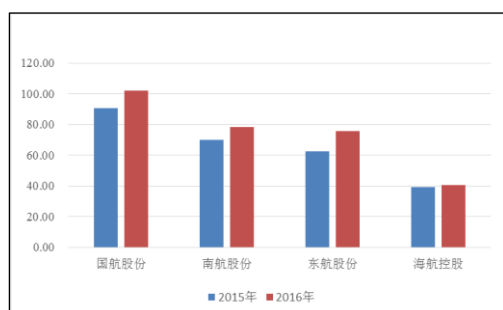
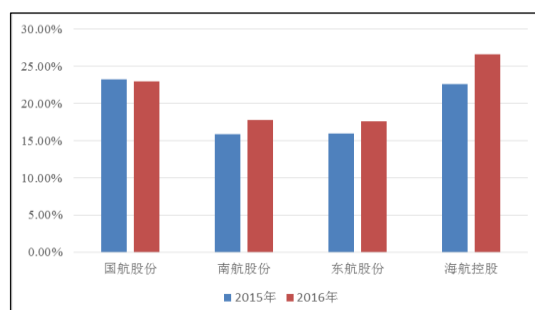


图 3 四大航营业利润率（单位：%）



资料来源：联合资信整理

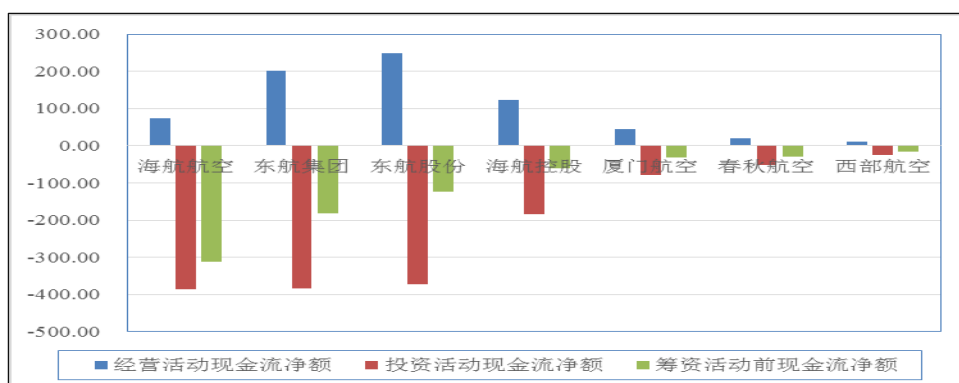
现金流

发债企业经营活动现金流保持在较好水平，投资活动支出大幅增加，部分企业存在一定筹资压力。

经营活动现金流方面，受益于预收费模式，航空公司应收账款规模小，经营获现能力强。2016 年，14 家样本企业经营活动产生的现金均体现为净流入，经营活动现金流净额中位数为 99.57 亿元。四大航经营活动现金流净额较 2015 年基本持平，合计 942.92 亿元。

投资活动现金流方面，随着民航运输市场的发展，航空公司加大资本投入，2016 年全行业净增加飞机 300 架。从四大航口径来看，投资活动现金净流出 906.06 亿元，同比增长 78.83%，但考虑到其经营活动现金流净额较为充裕，能覆盖其投资支出。

图 4 2016 年部分发债企业筹资活动前净现金流（单位：亿元）



资料来源：联合资信整理

发债企业方面，海航航空、东航集团、东航股份、厦门航空、海航控股、春秋航空、西部航空筹资活动前存在一定资金缺口，此外考虑到飞机融资租赁费用计入筹资活动现金流出，上述公司存在一定对外融资压力。

偿债指标

发债企业整体债务负担有所下降，到期债务规模不大，偿债压力较小；短期偿债能力略有减弱，长期偿债能力有所提高，长期偿债能力较强。

2016 年除春秋航空外，14 家样本企业资产负债率均有所下降，样本资产负债率介于 54.18%~86.21%，中位数为 64.97%，最高值为深圳航空 86.21%。截至 2017 年 9 月 5 日，航空企业发行债券余额 1165 亿元，2017 年 9~12 月、2018 年和 2019 年到期规模分别为 112 亿元、181 亿元和 402 亿元，整体偿债压力较小。

2016 年行业短期债务负担有所上升，流动比率、经营现金流流动负债比有所弱化，14 家样本企业中 8 家流动比率有所下降、9 家经营现金流流动负债比下降，其中南航集团、南航股份、中航集团、国航股份、厦门航空的流动比率、经营性现金流流动负债比同时减弱。

2016 年样本企业除春秋航空外，全部债务/EBITDA 均有所下降，最高值为 8.30 倍（天津航空），EBITDA 对债务的保障能力有所提升。行业盈利提升促使航空公司 EBITDA 利息保障倍数整体提升，下限为 2.42 倍（天津航空），行业整体长期偿债能力较强。从个体企业表现看，受飞机引进支出增加以及盈利能力下降影响，春秋航空 2016 年全部债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数指标明显弱化，分别由 2015 年的 2.73 倍和 11.48 倍变动至 2016 年的 4.30 倍和 5.23 倍。

三、行业信用展望

展望 2017 年下半年，民航运输需求将保持较快增长，供需匹配程度有所优化，运行效率将有所提升，航空公司汇兑损失压力减小，但航油及起降成本有一定上行压力，毛利率水

平或有所下降。

1. 需求分析

预计在我国人均可支配收入增加以及因私出行需求持续增长的支撑下，短期内民航运输需求将维持较快增速。2017 中国民航业需求保持较快增长，1~6 月全行业运输总周转量、旅客周转量分别同比增长 12.5%和 14.1%，增速较 2016 年同期有所提升。分地区来看，国内航线需求旺盛，增速有所提高。2017 年 1~6 月国内航线完成旅客周转量 3365.1 亿人公里，同比增长 13.9%，增速较 2016 年同期水平提升 4.8 个百分点；国际航线增速明显回落，2017 年 1~6 月完成旅客周转量 1172.7 亿人公里，同比增长 14.6%，较 2016 年同期增速回落 12.4 个百分点。

2. 供给分析

预计 2017 年全年国内航线运力供需匹配持续向好，国际航线供给过剩有所改善。从飞机投放看，截至 2017 年 6 月底，民航在册运输飞机 3065 架，较 2016 年底增加 115 架。从可用公里数来看，2017 年 1~6 月，四大航合计可用座公里同比增长 13.17%，运力投放低于同期旅客周转量增速；分区域看，国内航线可用座公里同比增长 12.85%，投放较 2016 年加快，但低于国内旅客周转量增速；同期受前期过快投放及机场时刻资源较为紧张影响，国际航线运力投放明显减缓，国际航线可用座公里增长 15.62%，但仍略高于国际旅客周转量增速。

图 5 四大航国内航线运力投放同比增速（当月值）

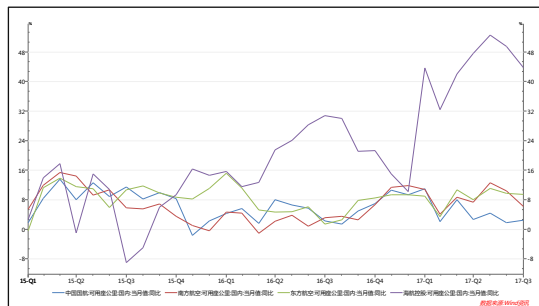
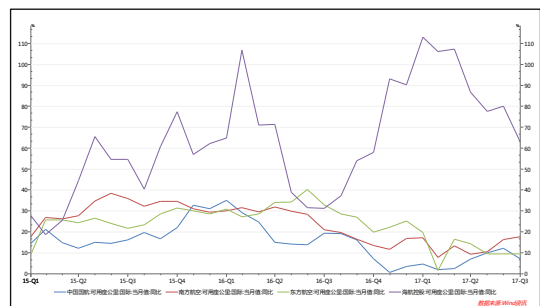


图 6 四大航国际航线运力投放同比增速（当月值）



资料来源：wind 资讯

3. 成本分析

油价波动风险

预计航油价格持续快速上涨可能性较小，但 2017 年全年航空公司航油成本支出将大于 2016 年，对航空公司利润形成一定挤压。航油成本在民航运输企业成本中占比最大，约占航空公司成本的 20~50%，其价格波动直接影响航空公司利润水平。航空煤油价格在 2016 年 1 月见底后持续回升，但 2016 年整体价格低于 2015 年。2016 年四大航航油成本支出与航油

成本占比均低于 2015 年水平，其中航油支出下降 3~10%，航油成本占营业成本比重下降约 3 个百分点至 22~26% 之间。2017 年 1~6 月，航油价格同比涨幅较大，但较 2016 年底价格有所下降，四大航航油成本占比提升至 27~29%。整体看，进入 2017 年以来，航空煤油价格开始企稳，涨幅有所收窄，虽然 OPEC 达成限产协议，但考虑到供需关系，以及油价上涨将激发美国页岩油生产商增产，使得 OPEC 的限产遭到部分抵消，油价缺乏持续上涨动力。

图 7 航空煤油含税出厂价 (单位: 元/吨)

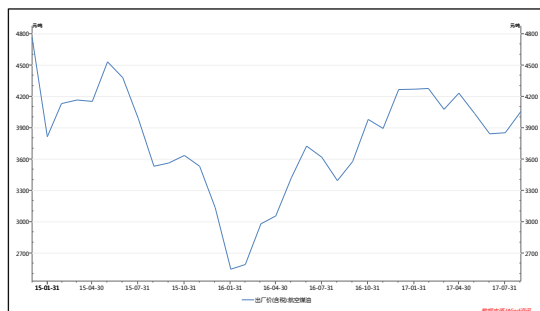
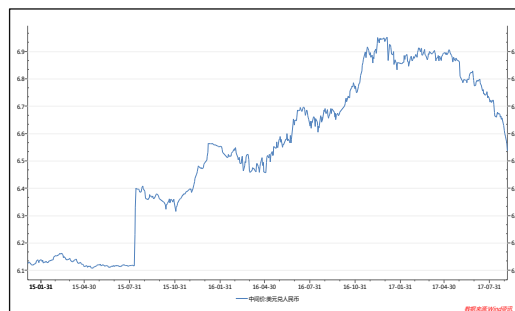


图 8 美元对人民币中间价



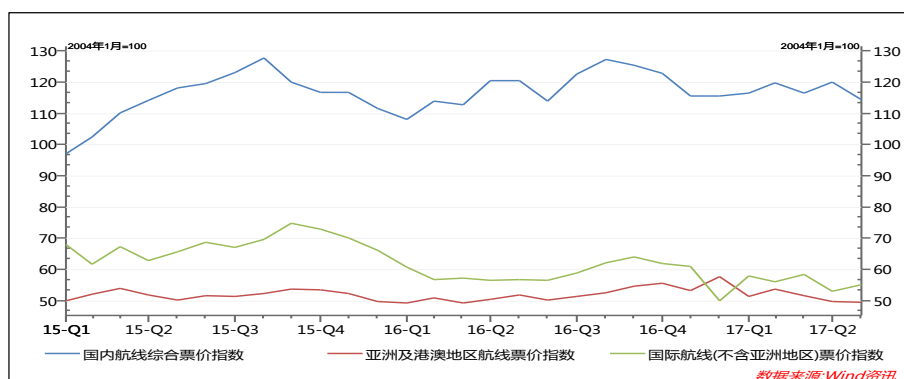
资料来源: wind 资讯

汇兑风险

航空公司全年汇兑损失压力减小，全年或转为汇兑净收益。航空企业购买飞机、融资租赁主要以美元进行结算，截至 2016 年底，四大航美元负债占有息债务比重在 40~50% 之间。2016 年人民币对美元贬值 6.67%，汇兑损失在 21~42 亿元之间，相当于利润总额的 40~55%。2017 年以来，人民币对美元处于升势，已累计升值超过 6%，且 2016 年航空公司对部分美元债务进行置换，航空公司全年汇兑损失压力减小，全年或转为汇兑净收益。

4. 价格及营运分析

图 9 民航票价指数



资料来源: wind 资讯

航空公司国际航线运力增速明显下降，短期内票价下行压力有所减小；国内航线供需匹配程度较高，票价将维持在较高水平。2017 年运力总投放低于需求增速，预计短期内客座率仍将小幅上升，国内航线好于国际航线。

价格方面，国际航线受近年来运力投放过快影响，航空公司采取弃价保量策略，国际航线（不含亚洲地区）价格指数延续下滑趋势，2016 年国际航线票价指数波动区间（49.9~64.1）较 2015 年的（61.7~74.9）明显下移。2017 年 1~5 月，国际航线（不含亚洲地区）票价指数有所回升，但总体仍低于 2016 年同期水平。2017 年上半年主要航空公司国际航线运力增速明显下降，短期内国际航线票价下行压力有所减小。国内航线方面，主要航空公司整体运力投放低于需求增速，票价指数维持在较高水平，2016 年票价指数整体高于 2015 年，2017 年 1~5 月延续这一趋势。从供需关系看，预计短期内国内航线票价将维持在较高水平。亚洲地区票价指数整体较为平稳，但受地缘政治等因素影响，东北亚地区航线票价有所下降。

客座率方面，2016 年中国民航正班客座率 82.6%，同比提高 0.5 个百分点，其中国内航线、国际航线分别为 83.8% 和 79.4%，分别同比提高 0.8 个和 0.1 个百分点。2017 年 1~6 月正班客座率 83.3%，同比提高 1.0 个百分点。2017 年运力投放低于需求增速，预计短期内客座率仍将小幅上升，国内航线好于国际航线。

图 10 四大航国内航线客座率(当月值)

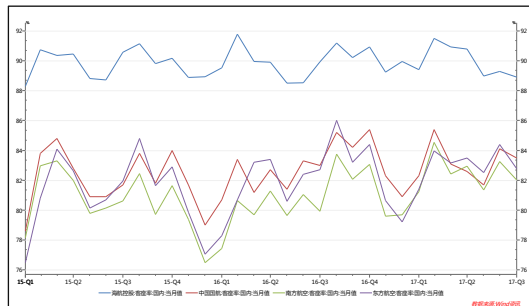
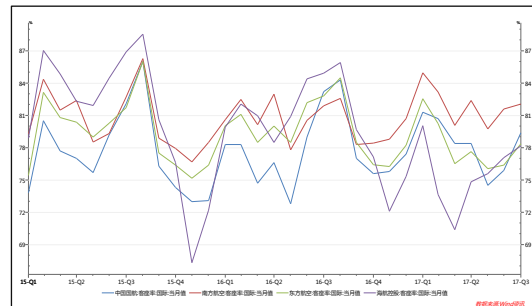


图 11 四大航国际航线客座率(当月值)



资料来源：wind 资讯

5. 政策分析

2016 年 10 月，中国民用航空局、国家发展改革委公布《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》，自 2016 年 11 月 1 日起，800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定；航空运输企业每航线、每航季票价上调幅度累计不得超过 10%。此次改革，促使我国民航市场化程度进一步提高，放开 800 公里以下航线票价，有利于航空公司与高铁竞争。

自 2017 年 4 月 1 日起，中国民航局《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》正式实施。其中国航内线起降费整体提高 10% 左右、安检费提高 40% 至 50%、停场费提高 5% 至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类

机场地服基础服务收费标准提高 20%左右。**起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15%左右，收费标准上调后，航空公司航空业务成本将有所提升，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。**

总体看，2016 年以来，民航运输业发债企业收入和利润有所提升，经营活动现金流保持较好水平，行业整体债务水平略有下降。展望 2017 年下半年，民航运输需求将保持较快增长，供需匹配程度有所优化，运行效率将有所提升，同时航空公司航油及起降成本有一定上行压力，毛利率水平或有所下降，但行业仍将保持较高的盈利水平以及较好的经营现金流入。综合评估，联合资信认为民航运输业信用风险较低，展望为“稳定”。