

航空运输业研究报告

联合资信 联合评级

公用事业二部 张建飞 郝一哲



航空运输业研究报告

时间：2019 年 12 月 24 日

联合资信 联合评级

公用事业部

张建飞 郝一哲

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

摘要

航空运输业属于重资产行业，准入壁垒高，行业集中度高，具有明显的周期性特点，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性；易受经济波动、安全及突发事件和油价汇率变化等外部因素影响，且受到高铁等其他交通运输方式分流影响。近年来我国航空运输业快速发展，但航空运输规模占我国交通运输市场的比重仍较小，航空运输业仍有较大的发展空间。未来随着我国经济发展、城镇人均可支配收入持续增长，出行需求不断扩大，航空运输业未来将维持增长。

近年来，我国航空运输业收入保持增长；2018 年受国际油价上涨及人民币汇率下跌双重影响，行业盈利规模及水平下降，经营活动现金流净额减少，债务负担较重。考虑航空运输业经营获现能力强，行业整体偿债能力仍较强，但部分企业因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致偿债指标明显弱化。

近年来航空运输企业发债主体整体信用资质较好，行业保持较好的利差优势，但信用逐步分化，部分航企发债成本高企。

未来，随着我国经济的持续发展以及人民币汇率、国际油价向好预期加之一系列行业利好政策的持续实施，行业收入及盈利有望改善，偿债能力有望保持稳定，联合资信对航空运输业整体信用风险展望为“稳定”；但安全、突发事件和油价汇率短期波动带来的影响以及信用风险事件频发和实力较弱的行业发债主体的信用风险仍需关注。

一、行业概况

航空运输又称飞机运输，简称“空运”，它是在具有航空线路和飞机场的条件下，利用飞机作为运输工具进行客货运输的一种运输方式。航空运输业属于重资产行业，进入壁垒较高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成自然垄断，整体行业集中度高。航空运输业具有一定的季节性，受节日、假期和学生寒暑假影响明显。航空运输业为周期性行业，其增长与 GDP 增长具有较高的正相关性，对宏观经济环境具有较高的依赖度。与国际航空运输市场相比，我国航空运输规模占我国交通运输市场的比重仍较小，航空运输业仍有较大的发展空间。未来随着我国经济发展、城镇人均可支配收入持续增长，出行需求不断扩大，航空运输业未来将维持增长。但行业上游飞机制造、燃油供给等的垄断性和下游票价市场的管制及竞争导致航空公司处于一个“两头受压”的产业链节点，整体议价能力较弱；此外，行业运营状况易受经济波动、突发事件和油价变化等外部因素影响。

二、行业环境

（一）宏观环境

我国经济水平、居民收入不断增长，航空运输业外部发展环境较好。

2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，经济运行的稳定性和韧性明显增强。2019 年以来，中国经济增速整体下行，前三季度 GDP 同比分别增长 6.4 %、6.2%和 6.0%。

随着国民经济的增长，我国居民人均可支配收入保持持续增长，2018 年全国居民人均可支配收入 28228 元，比上年增长 8.7%，扣除价格因素，实际增长 6.5%；其中城镇居民人均可支配收入 39251 元，比上年增长 7.8%，扣除价格因素，实际增长 5.6%。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点。同期，全国民航固定资产投资总额 1957.8 亿元，其中：民航基本建设和技术改造投资 857.9 亿元，比上年下降 1.3%，新增民运运输机场 6 个。

（二）行业政策与行业监管

近年来，航空运输业政策频发，《交通强国建设纲要》及《新时代民航强国建设行动纲要》明确了从单一的航空运输强国向多领域的民航强国跨越的发展方向，中长期将利于行业发展。

由于航空运输业在国民经济发展的重要地位以及涉及空域资源的特殊性，我国航空运输业在上游空域航线资源供给、航班时刻控制、航油价格管理，下游运输票价制定、燃油附加费收取以及中间机场起降收费等环节均建立了一系列管制制度。近年来随着国民经济发展速度放缓，行业自身发展需求与较严的行业管制政策之间的矛盾日益凸显。在经济发展放缓大环境下，为持续推动行业发展以及拉动国民经济增长，近年来行业政策频发，涉及行业供给、需求、票价、税费以及股权混改等各方面，整体围绕放松管制、推进市场化改革方向。燃油附加与航油价格联动机制的完善、国内航空运输价格市场化改革、机票价格上限的逐步放开、暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮以及全面落实国家行业减降税政策等整体利好行业收入及盈利；行业股权混改将有助于行业企业进一步形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制；《交通强国建设纲要》及《新时代民航强国建设行动纲要》强调加强行业基础设施建设、增强空域资源保障、提高空域运行效能以及培育多元化的航空市场主体有利于增加行业有效供给；同时提出构建具有中国特色的“航空+高铁”大容量、高效率、现代化快速交通运输服务体系、推进航空服务大众化及提升航空服务质量等亦有助于提升行业需求，整体利好行业中长期发展。

表 1 近年来航空运输业重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2015 年 3 月	《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》	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。
2015 年 12 月	《中国民用航空局关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》	推进国内航空运输价格市场化改革，改革完善燃油附加与航油价格联动机制，到 2020 年，国内航线客运票价主要由市场决定的机制基本完善；继续深化民用机场收费改革，到 2020 年，非航空性业务收费均由市场决定；加快推进航空油料销售价格改革，进一步完善航空油料进销差价定价机制，到 2020 年，依据航空油料供应市场的竞争状况，定价规则主要限定在自然垄断环节。

2016 年 10 月	《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》	规定 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。
2017 年 1 月	《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航 2017 年 18 号文）	2017 年 4 月 1 日开始，民用机场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% 左右等。
2017 年 9 月	《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》	对航班时刻容量进行控制和航班结构调整，特别要求“主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线东南侧机场时刻总量增量控制在 5% 以内。”2016 年 21 个主协调机场总体增速为 6.7%，起降航班架次占到全国的 56.7%。
2017 年 12 月	《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》、《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	（一）头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价，经济舱旅客运价根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价；（二）5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定；（三）每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。；（四）新增 306 条实行市场调节价的国内航线。
2018 年 1 月	《国内投资民用航空业规定》	放宽国航股份、南航股份、东航股份股权结构至国有相对控股，民航业混改拉开序幕。
2018 年 11 月	关于印发《新时代民航强国建设行动纲要》的通知	着力“补短板、强弱项”，重点补齐空域、基础设施、专业技术人员等核心资源短板，大幅提高有效供给能力；到 2035 年，我国人均航空出行次数超过 1 次，民航旅客周转量在综合交通中的比重超过 1/3；拓展国际化、大众化的航空市场空间，着力拓展国际航空市场，着力推进航空服务大众化，着力拓展现代综合交通运输服务空间，全面提升航空服务质量；打造国际竞争力较强的大型网络型航空公司，培育多元化的航空市场主体；构建安全高效的空中交通管理体系，深化空管体制机制改革，增强空域资源保障，提高空域运行效能；构建具有中国特色的“航空+高铁”大容量、高效率、现代化快速交通运输服务体系。
2019 年 5 月	关于统筹推进民航降成本工作的实施意见	降低民航发展基金征收标准，将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行的基础上下调 50%；确保已经出台的税收优惠政策在行业内顺利实施；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮；落实国家增值税税率 16% 下调至 13% 的调整政策，跟进下调航空煤油进销差价，据实调整海上运保费等与航空煤油销售价格相关的收费标准；北京大兴国际机场转场期间，机场收费和航空煤油销售价格均按照不超过北京首都国际机场标准执行；按照“准许成本+合理收益”的原则，不断完善政府定价形成机制，开展空管收费和航空煤油进销差

		价定价成本监审；加快推进国家空域分类工作，增加空域有效供给。加强空域资源精细化管理，优化航路网规划布局，提升空管运行效率。
2019 年 9 月	《交通强国建设纲要》	依托京津冀、长三角、粤港澳大湾区等世界级城市群，打造具有全球竞争力的国际航空枢纽；完善航空服务网络，逐步加密机场网建设，大力发展支线航空，推进干支有效衔接；推动空陆等联运发展，形成统一的多式联运标准和规则；完善航空物流网络，大力发展航空物流枢纽，提升航空货运效率；培育充满活力的通用航空市场，完善政府购买服务政策，稳步扩大航空消费等市场规模；要提高民航的全球连接度，推进 21 世纪海上丝绸之路建设；不断深化空域管理体制改革，建立健全适应综合交通一体化发展的体制机制；要在有条件的地区推进具备旅游、农业作业、应急救援等功能的通用机场建设。

资料来源：联合资信综合整理

三、行业周期性及目前所处阶段

航空运输业周期性较强，同时兼具一定可选消费属性；我国航空运输业近年来快速发展，目前仍处于成长期，未来发展空间大。

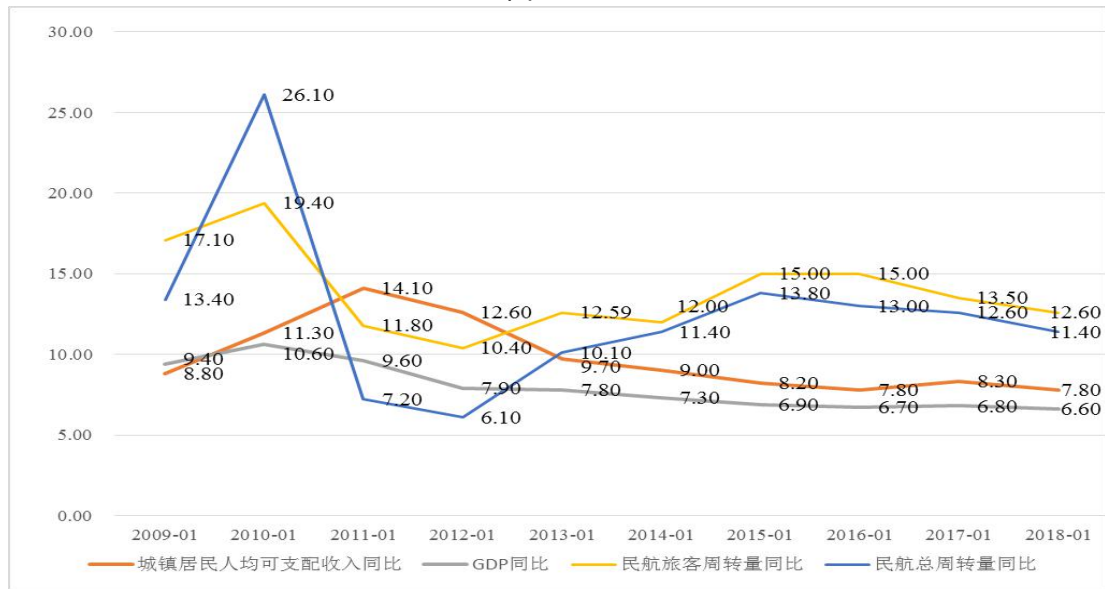
航空运输业兼顾商务旅客需求及个人因私需求商务旅客需求与宏观经济形势相关性较高；个人因私需求更偏向可选消费品，伴随我国居民生活水平提升持续走高，但可选消费仍然无法脱离宏观经济，因此航空运输业为具备可选消费属性的周期性行业，其发展很大程度上受宏观经济周期的限制，同时又受自身消费属性的影响。近年来，随着国民经济增长及居民收入水平提升，中国航空客运量和总运输量保持快速增长，增长趋势变动整体与 GDP 增长一致，体现出较强的正相关性；同时受自身消费属性影响，整体增速快于 GDP 增速，2013 年以来持续保持两位数字高速增长；且部分年份体现出逆周期性。

中国民航运输总周转量连续 14 年位居世界第二，2018 年民航旅客周转量在综合交通运输体系中占比达 31%，同比提升 1.9 个百分点；但与国际航空运输市场相比，我国航空运输规模占我国交通运输市场的比重仍较小。从人均乘机次数看，2018 年我国人均乘机次数为 0.44 次，仅相当于美国的 1/6；根据 2012 年发布的《国务院关于促进民航业发展的若干意见》，到 2020 年，全国人均乘机次数达到 0.5 次。整体看我国航空运输业仍具有较大的发展空间，整体尚处于成长期；未来随着我国经济发展、城镇人均可支配收入持续增长，出行需求

不断扩大，航空运输业未来将维持快速稳定增长；但同时受 GDP 增速放缓影响，整体增速将有所下滑。

图 1 2009 年以来 GDP、城镇居民可支配收入、民航总周转量、民航旅客周转量增速

(单位：%)



资料来源：中国民航局、WIND，联合资信整理

四、行业竞争态势分析

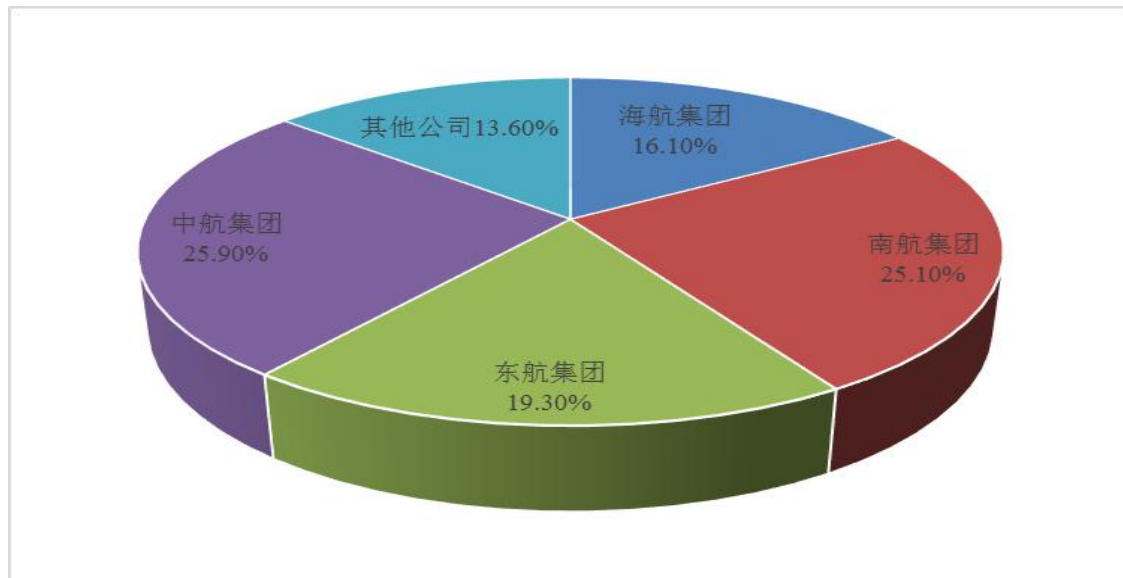
航空运输业整体准入壁垒较高，行业集中度高，整体呈现垄断竞争格局，行业竞争持续加剧。高速铁路在短途市场对行业分流影响明显，但整体影响存在上限，分流作用对中小低成本航空企业影响更明显。

飞机是航空运输企业核心生产工具，飞机以及发动机采购是航空公司最主要的资本支出，飞机单价较高、投资规模较大，从预定到交付周期较长，对资金占用较大，因此航空运输业属于重资产行业。航空运输企业航线开设需行政审批，周期较长；且由于行业技术及安全要求高，设备操作复杂，各部门间互相依赖程度高，其运营过程中风险性大，行业监管部门对航空运输主体资格限制较严，行业整体进入壁垒较高。

受限于航空运输业较高的进入壁垒，我国航空运输企业数量较少，且以国有企业为主。根据民航局统计数据，截至 2018 年底我国共有航空运输公司 60 家，比上年底净增 2 家；按不同所有制类别划分：国有控股公司 45 家，民营

和民营控股公司 15 家。在全部航空运输公司中，全货运航空公司 9 家，中外合资航空公司 10 家，上市公司 8 家。民航全行业运输飞机期末在册架数 3639 架，比去年底增加 343 架；其中客运飞机 3479 架，货运飞机 160 架。同期，国航股份、南航股份、东航股份、海航控股（top4）机队规模占中国总机队规模的 73.62%，同比下降 0.89 个百分点；2018 年全年引进飞机数量共计 177 架，运力供应占全行业比重超过 80%；旅客运输量占全行业旅客运输量的 73.67%，同比下降 0.73 个百分点；中航集团、南航集团、东航集团、海航集团占运输总周转量的 86.4%¹，同比下降 0.50 个百分点，整体行业集中度高。

图 2 2018 年各航空（集团）公司运输总周转量比重



资料来源：中国民航局，联合资信整理

行业竞争格局方面，以目前公开发债航空运输企业看，大致可以分为四个梯队，以东航股份、南航股份、国航股份和海航控股（以下简称“四大航空公司”）及其集团公司为代表的**第一梯队**；以四大航空公司最大成员公司为主的**第二梯队**，代表企业为深圳航空、厦门航空；第三梯队为四大航空公司主要成员企业、大型地方航空公司以及龙头低成本航空公司，代表企业为天津航空、山东航空、四川航空、春秋航空、吉祥航空；第四梯队为进入较晚的中小型低成本、区域性航空公司，代表企业为西部航空、祥鹏航空。从经营数据看，第

¹ 中航集团包括国航、国际货运航空、深圳航空、山东航空、昆明航空、西藏航空、国航内蒙古公司、大连航空和北京航空；东航集团包括东航、中国货运航空、上海航空联合航空、东航江苏公司、东航武汉公司和东航云南公司；南航集团包括南航、厦门航空、南航河南航空、贵州航空、汕头航空、重庆航空、河北航空、珠海航空和江西航空；海航集团包括海南航空、首都航空、天津航空、金鹏航空、大新华航空、祥鹏航空、西部航空、长安航空、福州航空、乌鲁木齐航空、北部湾航空、桂林航空和新华航空。

一梯队四大航空公司领先优势较大；第二梯队中厦门航空和深圳航空在资产、盈利及机队规模方面也较剩余企业优势明显；第三梯队四川航空、山东航空在机队及旅客运载量方面较剩余企业优势明显，春秋航空、吉祥航空作为低成本航空，各项经营指标较为接近，机队规模小于天津航空，但运管效率明显好于天津航空；第四梯队祥鹏航空和西部航空除平均客座率外，其他各指标与其他航空公司差距明显。

整体看，目前我国航空运输行业整体形成了以四大航空公司及其集团公司成员为主，低成本航空公司及地方、区域航空公司参与的垄断竞争格局；近年来随着低成本航空公司的快速发展、航空运输业运力的快速增长，行业竞争持续加剧，四大航空公司形成的市场集中度有所下降；《新时代民航强国建设行动纲要》鼓励培育多元化的航空市场主体，着力拓展国际航空市场，大力发展支线航空，未来行业竞争格局将向差异化竞争方向发展，国际航空市场竞争将加剧；国内民航总量管控政策的持续实施将使得有限的航线航班资源向四大航空公司进一步集中。

表 2 2018 年底主要航空运输企业主体经营指标

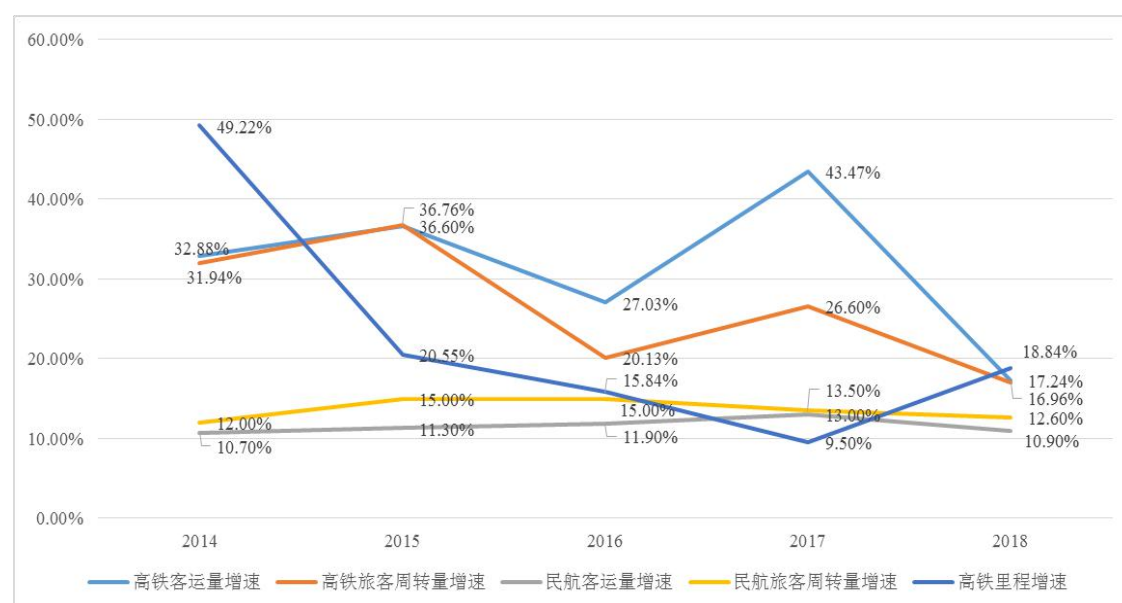
项目	可用座公里（亿客公里）	机队规模（架）	旅客运载量（万人次）	平均客座率（%）
中国南方航空股份有限公司	3144.21	840	13988.50	82.44
中国国际航空股份有限公司	2736.00	669	10972.66	80.60
中国东方航空股份有限公司	2448.41	692	12119.97	82.29
海南航空控股股份有限公司	1643.29	463	7987.70	84.53
厦门航空有限公司	722.67	210	3589.40	81.51
深圳航空有限责任公司	587.79	214	3067.29	81.70
山东航空股份有限公司	439.23	122	2546.20	83.90
春秋航空股份有限公司	389.65	81	1952.35	89.01
上海吉祥股份有限航空	348.12	90	1887.35	86.24
天津航空有限责任公司	284.98	119	--	85.78
海航航空集团有限公司	175.83	57	--	--
云南祥鹏航空有限责任公司	174.01	53	1108.46	85.10
西部航空有限责任公司	135.20	32	855.00	93.00
四川航空股份有限公司	--	148	2766.97	84.16
海航集团有限公司	--	145	--	--

注：1. 按可用座公里进行排序，南航集团、中航集团、东航集团所有航空运输资产均在下属股份公司中；2. 海航航空集团有限公司经营指标包括西部航空和金鹏航空；3. 海航集团有限公司经营指标包括首都航空和海航航空集团有限公司；4. 海南航空控股股份有限公司经营指标包括天津航空。

行业替代分析方面，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。2014—2018 年，高铁运营里程、客运量及旅客周转量均保持高速增长，虽然 2018 年高铁客运量及旅客周转量增速有所下滑，但仍显著高于航空运输增速。截至 2018 年底，我国高速铁路运营里程达到 2.90 万公里，根据规划，到 2020 年要达到 3 万公里，到 2025 年要达到 3.80 万公里，八纵八横高铁网络将全面覆盖我国经济发达的东南沿海地区、人口密集的中部地区和西部主要城市。未来随着高速铁路网络日臻完善，网络规模效应逐步显现，高铁对航空运输中、短途旅客分流作用愈发显著。从《2017 年全国民航航班运行效率报告》看，2017 年全国民航中航距在 800 公里以下的航线航班占比在 30%左右，考虑到比较繁忙的航线主要集中在 800km 以上以及长航距航班的机型和客座率优于短航距航班，行业旅客运输量仍主要集中在 800 公里以上航线，高铁分流对行业整体替代作用存在上限。行业内部看，相对于中小及低成本航空运输企业，头部航空运输企业航线航班资源更丰富，相对集中于 800 公里以上，高铁分流的替代作用对中小低成本航空企业影响更明显。未来随着具有中国特色的“航空+高铁”大容量、高效率、现代化快速交通运输服务体系的构建，航空与高铁联运有望带来一定的协同效应。

图 3 2014—2018 年高铁客运增速及民航客运增速比较



资料来源：中国民航局、WIND，联合资信整理

五、行业增长及盈利能力趋势分析

（一）行业增长及供需

近年来我国航空运输业主要指标保持较快增速，需求韧性较强；供需关系趋于优化，客座率有所提升，票价水平相对稳定。未来行业仍将保持较高增速，行业供需关系有望进一步改善，国内航线票价上限的逐渐放开将对推升国内航线票价提供助益。

2014年以来，民航业旅客周转量持续保持两位数字增速，2018年全行业完成旅客周转量10712.32亿人公里，同比增长12.6%，增速较上年下降0.9个百分点。其中国内航线完成旅客周转量7889.70亿人公里，同比增长12.1%，增速较上年下降1.1个百分点；国际航线完成旅客周转量2822.61亿人公里，同比增长14.0%，增速较上年下降0.6个百分点；国际航线需求旺盛，增速高于国内航线。2019年前三季度，民航旅客周转量累计同比增长10.20%，仍远高于同期GDP增速6.20%。在GDP增速持续放缓的大环境下，行业旅客运输量仍保持高速稳步增长，充分体现了较强的需求韧性；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；且从人均乘机次数、民航运输量在国内交通运输中的占比以及《新时代民航强国建设行动纲要》《国务院关于促进民航业发展的若干意见》等文件对行业的未来规划看，未来行业仍有较大的需求增长空间。

图4 2014—2018年民航旅客周转量（单位：亿人公里，%）

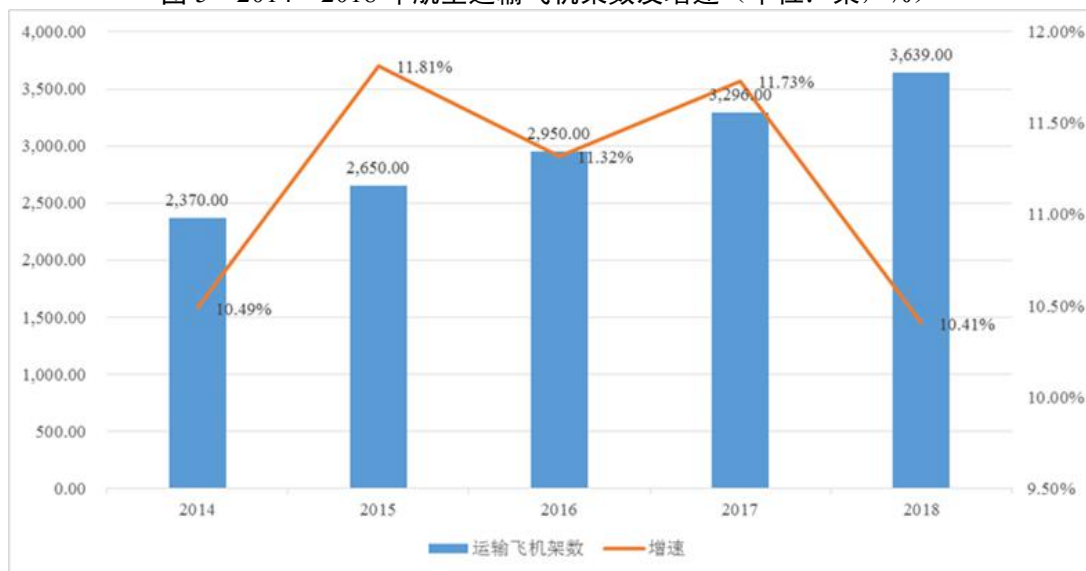


资料来源：中国民用航空局

行业供给及供需结构方面，2014年以来，航空运输业运输飞机架数整体保

持持续高速增长，但增速波动较大，2015 年以来增速整体放缓；2018 年底，航空运输业运输飞机架数 3639 架，同比增长 10.41%，增速下降 1.32 个百分点。2019 年 1—9 月四大航飞机引进速度均进一步放缓。

图 5 2014—2018 年航空运输飞机架数及增速（单位：架，%）



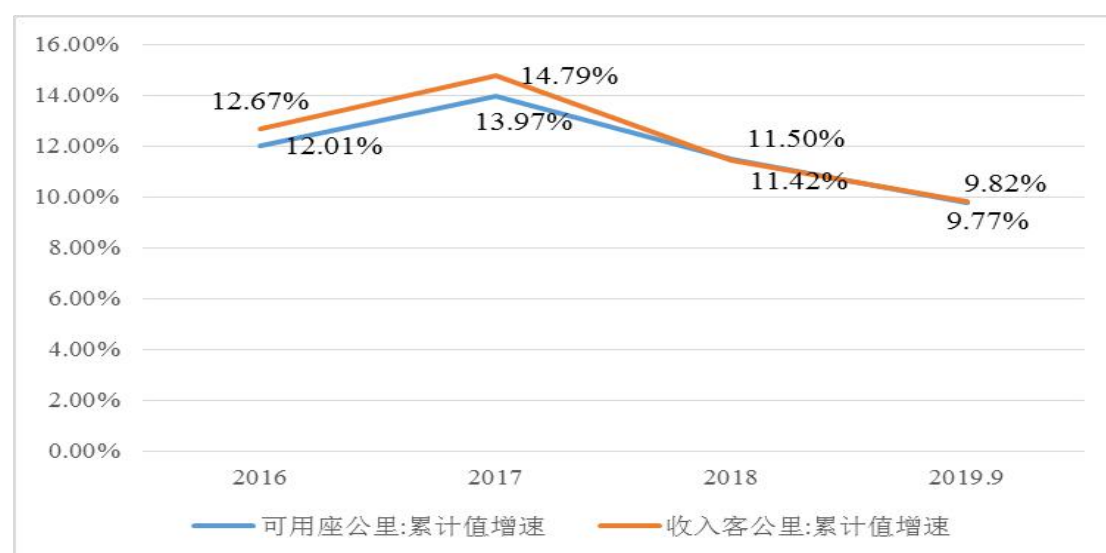
资料来源：WIND，联合资信整理

可用座公里（ASK）及收入客公里(RPK)增速对比方面，通过选取的四大航空公司及春秋航空、吉祥航空数据来看，2016—2018 年，上述企业可用座公里（ASK）合计增速及收入客公里(RPK)增速均呈下降趋势，ASK 合计增速整体低于 RPK 增速，但增速差持续缩小；2018 年，上述企业 ASK 合计同比增长 11.50%，增速下滑 2.47 个百分点，RPK 同比增长 11.42%，同比下降 3.37 个百分点，运力投放增速略高于需求增速，但增速差同比缩窄 0.74 个百分点。分区域看，国内航线 ASK 同比增长 10.69%，增速同比下滑 3.37 个百分点，RPK 同比增长 10.52%，增速同比下滑 4.97 个百分点，ASK 增速略高于 RPK 增速；国际航线 ASK 同比增长 13.31%，同比下滑 1.67 个百分点，RPK 同比增长 13.39%，增速下滑 0.75 个百分点，运力投放增速略低于需求增速。2019 年前三季度，上述企业 ASK 合计同比增长 9.77%，低于同期 RPK9.82%的增速；其中国内航线 ASK 同比增长 9.34%，略高于 RPK8.93%的增速，国际航线 ASK 同比增长 10.58%，低于 RPK11.82%的增速。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；国际航线运力投放及需求增速均快于国内航线；行业整体

运力投放及需求呈紧平衡状态。

受狮航及埃塞俄比亚 737-8 客机（737 MAX 系列）空难事件影响，2019 年 3 月，中国民航局要求国内航空运输公司暂停波音 737-8 飞机的商业运行。根据中国航空运输协会统计，截至 2019 年 3 月底，中国各航空公司共运营 737-8 客机 96 架，为该机型全球最大用户。根据测算，2019 年 737-8 停飞后，预计至 12 月底，将影响航班量 97175 班，运输量 1363.14 万人次。此外，按照原计划，上半年还将交付 67 架，下半年交付 65 架，预计至 12 月底，影响航班量为 202770 班，运输量为 2844.4 万人；由于航空飞机从订购到交付周期较长，因此突发事件对订购计划产生的影响无法通过临时采购其他机型替代，预计该事件短期内对行业运力投放将产生一定影响；加之供给侧改革“控总量、调结构”措施的持续实施，行业运力投放 ASK 增速可能进一步放缓。同时，由于宏观经济增速放缓趋势短期内仍将延续，预计行业 RPK 增速亦将延续 2017 年以来的放缓趋势，行业供需短期内仍将维持紧平衡状态，供需关系有望进一步改善。

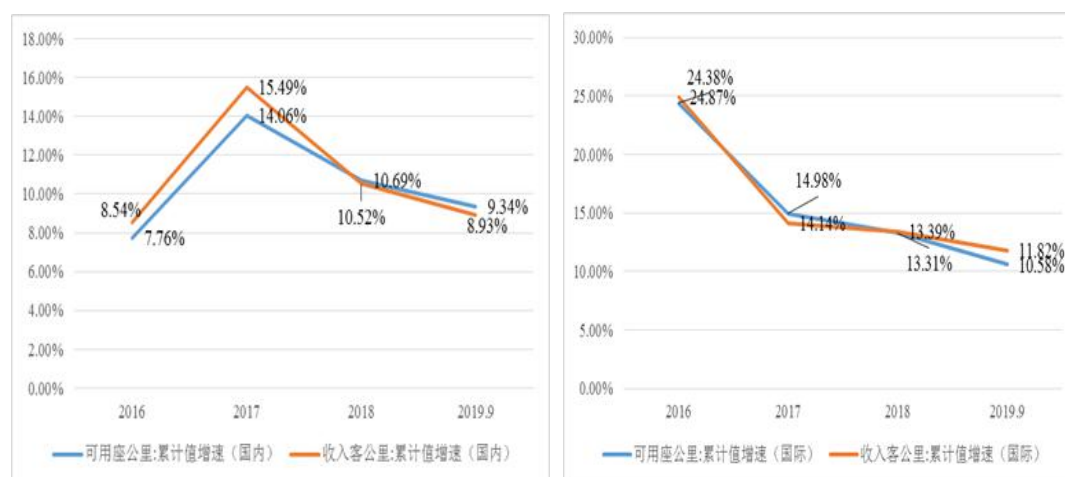
图 6 2016—2018 年及 2019 年前三季度选取企业 ASK 及 RPK 增速



资料来源：选取企业年报季报、WIND，联合资信整理

图 7 2016 年以来国内航线 ASK 及 RPK 增速

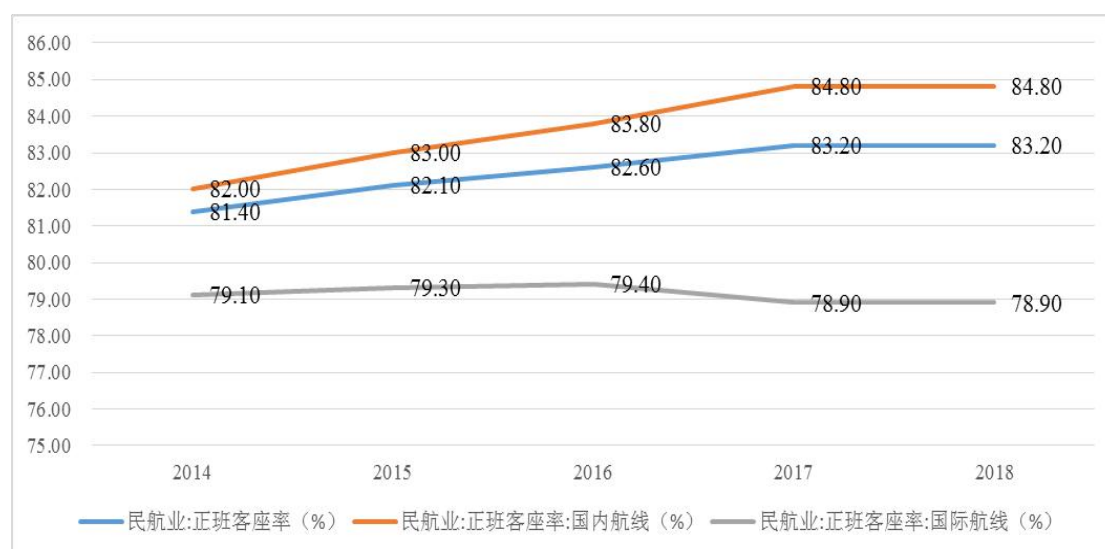
图 8 2016 年以来国际航线 ASK 及 RPK 增速



资料来源：选取企业年报季报、WIND，联合资信整理

从客座率看，2014—2018 年，行业正班客座率整体保持上升趋势，2018 年行业正班客座率、国内航线及国际航线正班客座率分别为 83.20%、84.80% 和 78.90%，均较 2017 年持平；国际航线客座率略有下降，整体水平低于国内航线。行业运力投放增速低于运量增速，供需结构趋于优化，客座率持续提高。2019 年前三季度，国航股份、南航股份、东航股份、海航控股平均客座率分别为 81.40%、83.10%、82.57% 和 84.14%，除海航控股外，其余均高于 2018 年平均水平；行业运力投放低于需求增速，预计短期内客座率仍将小幅上升，国内航线仍好于国际航线。

图 9 2016—2018 年民航业客座率情况

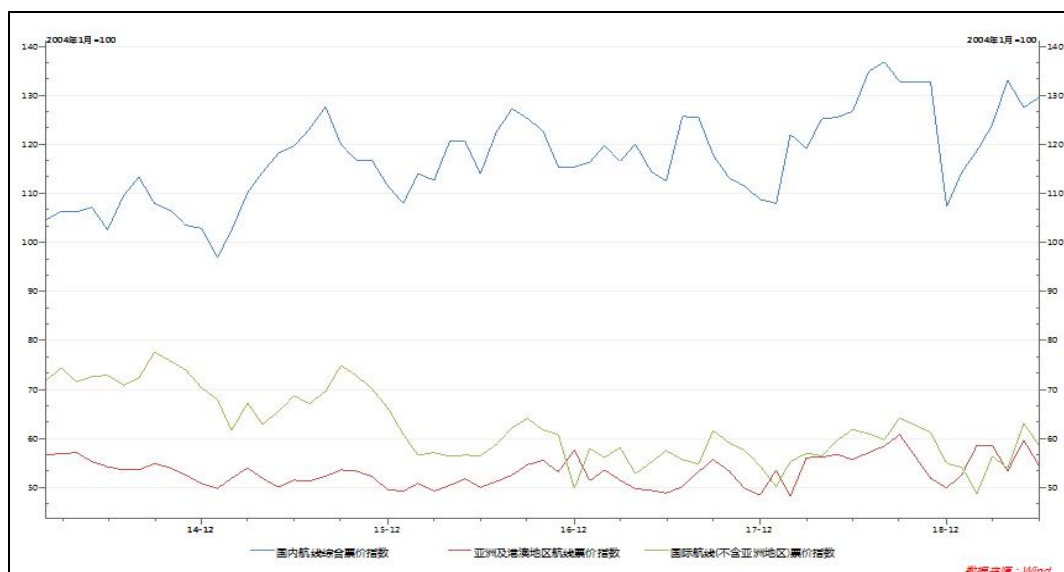


资料来源：WIND，联合资信整理

票价方面，2014—2018 年，主要航空公司国内航线整体运力投放低于需求增速，票价指数维持在较高水平，2019 年上半年国内航线票价指数较上年同期基本持平；国际航线票价指数整体下降，但随着运力投放过快、供大于求情况的改善，2018 年以来国际航线票价有所上升；2019 年上半年，国际航线（不含亚洲地区）票价指数同比略降；2019 年前三季度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继续下行压力较小。

根据《中国民用航空局关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》，到 2020 年，国内航线客运票价主要由市场决定的机制基本完善，国内航线票价上限的逐渐放开将对推升国内航线票价提供助益；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；国际航线（不含亚洲地区）价格指数止跌企稳。

图 10 民航票价指数



资料来源：WIND，联合资信整理

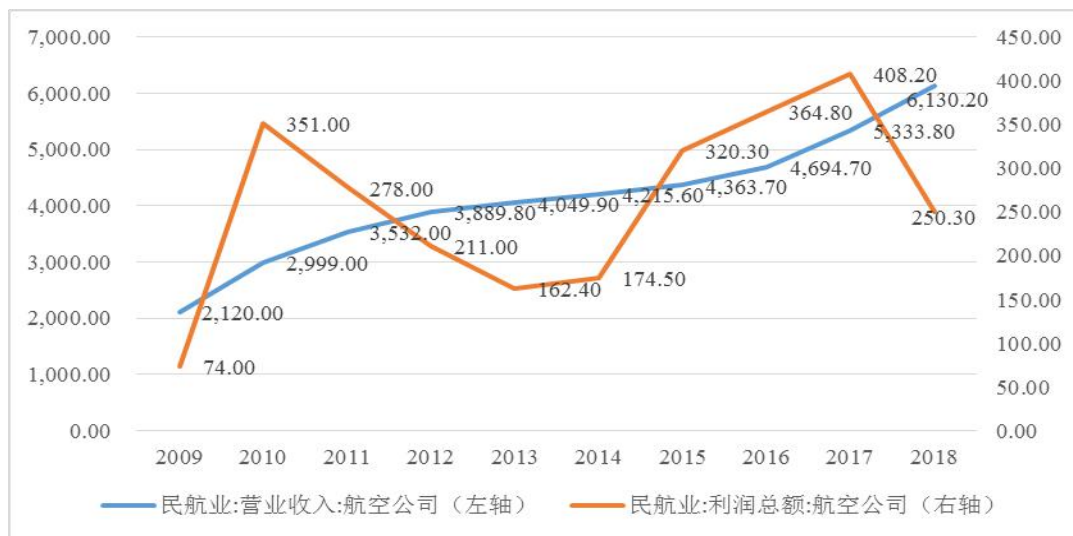
（二）行业盈利能力分析

近年来我国航空运输业收入保持持续快速增长，但利润受原油价格及人民币汇率波动影响较大，行业盈利水平及能力较低，稳定性较弱。未来航油价格整体疲软将是大概率事件，人民币继续贬值空间有限，有望进入升值通道；加之行业供需匹配程度持续优化、国内主要航线市场化定价持续放开以及一系列降成本政策组合的推出和持续实施，航空运输业盈利水平及能力有望提升，但

原油及汇率短期波动带来的影响仍需关注。

近年来，航空运输业快速发展，行业收入保持持续增长；2018 年行业收入 6130.20 亿元，同比增长 14.91%，增速同比上升 1.32 个百分点，但利润总额整体波动较大；2018 年，航空运输业利润总额 250.30 亿元，同比下降 38.68%；行业利润实现受油价及人民币汇率波动影响大。

图 11 2009-2018 年航空运输业营业收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，联合资信整理

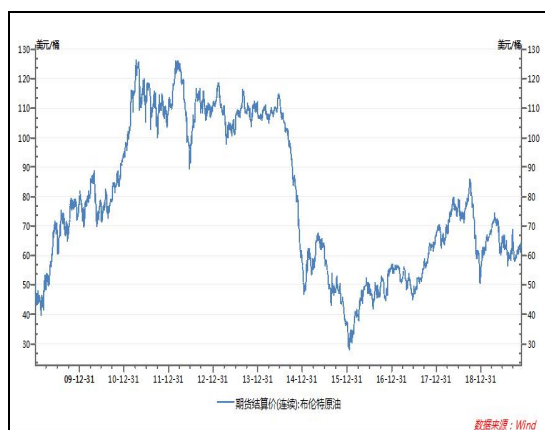
航油成本方面，航油成本在航空运输企业成本中占比最大，约占航空运输公司成本的 20-50%，其价格波动直接影响航空公司利润水平。2009 年以来，航空煤油价格在 2008 年见底后持续回升，于 2012 年达到高点，直至 2013 年维持高位震荡；在此期间，行业利润总额持续下降，2013 年行业利润总额较 2010 年下降 53.73%。进入 2014 年，航空煤油价格暴跌，之后低位震荡直至 2017 年，在此期间行业利润总额持续增长，2017 年行业利润总额较 2013 年增长 151.35%。进入 2018 年，航空煤油价格持续上涨，全年均价同比上涨 28.38%，全年国际原油均价同比上升 30.96%，当年行业利润同比下降 38.68%。2019 年 1—5 月，随着产油国新一轮减产政策的出台，国际油价自 2018 年四季度暴跌颓势中复苏，航空煤油价格随之上涨；5 月份之后，国际油价及航空煤油价格再度高位转跌，至今仍然处于震荡下行阶段；2019 年 1—12 月²，航空煤油价格均价较 2018 年均价下降超过 8%；11 月底，国际原油价格已跌破 2018 年年

² 国家发改委于每月 1 号公布当月航空煤油出厂价，2019 年 12 月航空煤油出厂价已于 12 月 1 日公布。

初水平，较 2018 年最高点下降 27.65%；预计 2019 年全年航空运输公司航油成本支出将低于 2018 年，对全年利润增长提供支撑。

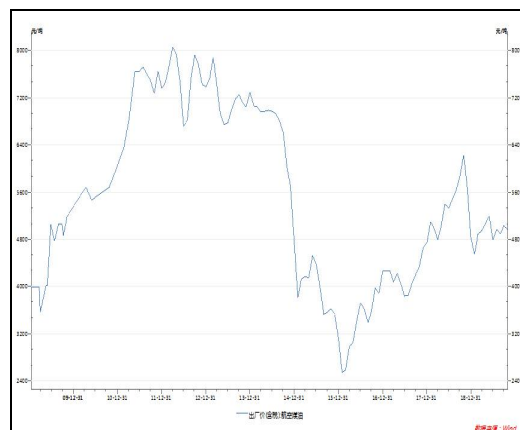
根据国际能源署（IEA）在其石油月报中的预测，美国页岩油产能的释放将使得以美国为首的非 OPEC（欧佩克）产量增幅超过全球原油需求增量，2020 年将面临原油超供局面；原油需求方面，国际货币基金组织（IMF）在最新的《世界经济展望》报告中将 2020 年的全球经济增速预测下调至 3.5%，在全球贸易和技术紧张局势下，世界经济下行风险加剧，原油需求增速将保持疲软；产能充足、需求前景不佳、宏观经济持续被看衰等，都将压制未来油价走势。此外，我国燃油附加费与油价已形成联动机制，当国内航空煤油综合采购成本超过每吨 5000 元时（对应布伦特原油价格为 65 美元/桶左右），航空运输企业方可按照联动机制规定在票价外收取燃油附加，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。预计未来中长期内航油价格持续快速上涨的可能性较小，整体疲软将是大概率事件，利好行业盈利，但短期内地缘政治、贸易摩擦等突发事件对原油价格波动及行业盈利的影响仍需关注。

图 12 2009 年以来国际原油价格走势



资料来源：WIND 资讯

图 13 2009 年以来航空煤油价格走势



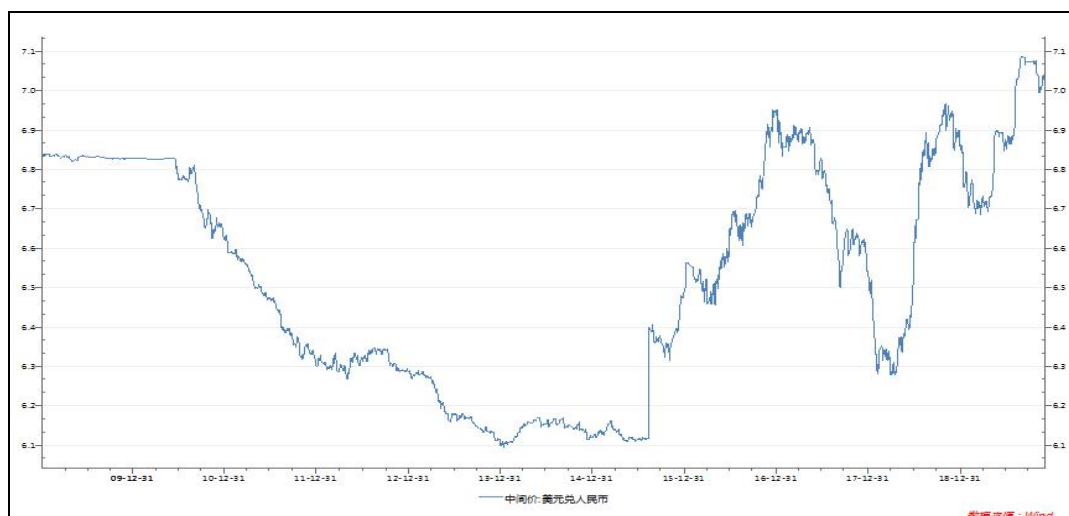
资料来源：WIND 资讯

汇率方面，由于航空运输企业购买飞机、融资租赁主要以美元进行结算，四大航美元负债占有息债务比重约 30—40%。2017 年以来，人民币兑美元处于升值通道，全年累计升值近 6%，航空运输公司由汇兑损失转为汇兑收益；2018 年全年人民币兑美元贬值 5.46%，四大航全年由汇兑收益转为汇兑损失，损失规模在 20 亿元左右。2019 年前三季度，人民币兑美元贬值 4%左右，四大航出

现不同程度的汇兑净损失，但程度同比有所收窄；四季度以来，人民币兑美元略有升值，预计全年人民币兑美元贬值程度将小于 2018 年，航空公司全年汇兑损失压力小于 2018 年。

长期来看，2010 年至 2015 年前三季度，人民币进入长达 5 年的升值通道，美元兑人民币最低点达到 6.09，人民币累计升值 12% 左右；2015 年四季度以来，人民币汇率虽历经反复，但整体处于贬值通道，美元兑人民币汇率于 2019 年 3 季度达到高点 7.09，为 2009 年以来最高点，人民币累计贬值 14% 左右，已超额抵消 2010 年以来的升值程度。从波动周期来看，未来人民币进一步贬值的空间有限，且随着国内扩大改革开放、降税减费等措施也将提振人民币汇率，中长期人民币有望进入升值通道，利好航空运输企业盈利；但中美贸易战发展仍存在不确定性，人民币汇率短期波动仍将是大概率事件，对航空公司盈利水平影响仍需关注。

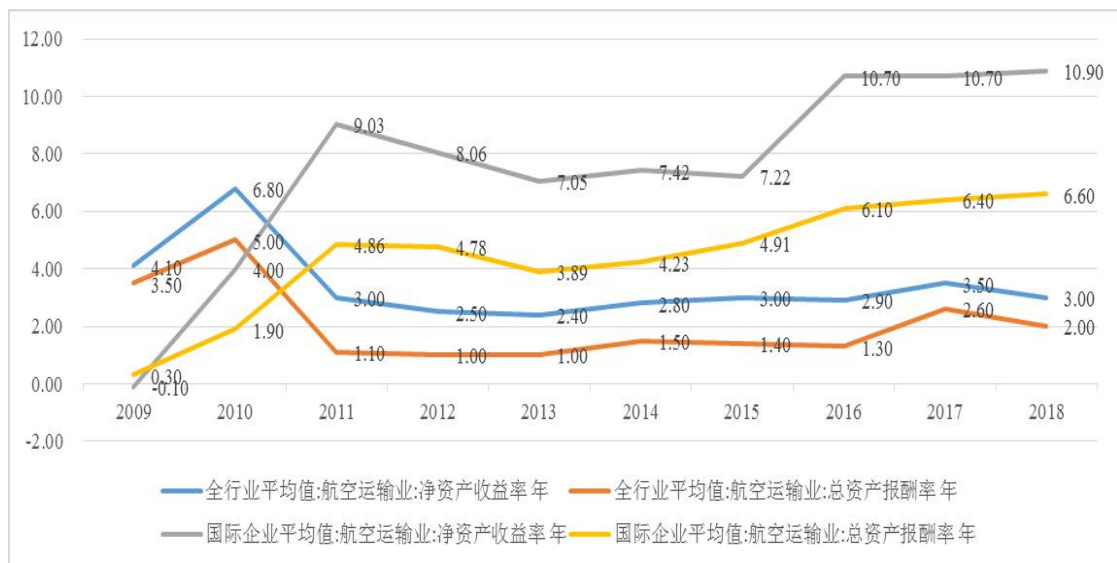
图 14 2009 年以来美元兑人民币走势



资料来源：WIND 资讯

盈利指标方面，航空运输业净资产收益率及总资产报酬率在 2010 年达到高点后，整体呈下降趋势，2018 年分别为 3.00% 和 2.00%，同比分别下降 0.50 个、0.60 个百分点；同期国际企业平均水平整体呈上升趋势，2018 年分别为 10.90% 和 6.60%，远高于国内航空运输业。整体看，国内航空运输业盈利水平较低，盈利能力较弱，与国际水平尚有较大差距。

图 15 2009 年以来航空运输业总资产报酬率、净资产收益率平均值（单位：%）



资料来源：WIND，联合资信整理

此外，2018年12月7日财政部正式修订发布了《企业会计准则第21号-租赁》，新租赁准则的核心变化是将经营租赁表外业务表内化，取消承租人关于融资租赁与经营租赁的分类，要求承租人对所有租赁（选择简化处理的短期租赁和低价值资产租赁除外）确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用；并规定境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则的企业自2019年1月1日起施行，其他企业自2021年1月1日起施行。数十年来，通过资产负债表表外租赁为飞机融资的模式是航空运输业的通行惯例，经营租赁飞机在航空运输企业机队规模中占有相当比重，以四大航为例，2019年9月底，东航股份、南航股份、国航股份和海航控股机队规模中经营租赁飞机占比分别为27.76%、37.68%、29.41%和60.13%；2019年起，东航股份、南航股份、国航股份均采用了新租赁准则，从前三季度数据看，东航股份、南航股份、国航股份账面财务费用以及营业成本中的折旧费用均有较大幅度增长；新租赁准则的推行预计对2019年行业账面利润总额形成一定挤压。此外，对于国内航空公司来说，由于大多数租赁负债以美元计价，因而在资产负债表上确认该租赁负债会导致航空运输公司的损益表承受更多的外汇波动，人民币兑美元汇率波动对国内航空运输公司报表利润的影响将会增加。

样本企业盈利表现方面，联合资信选取截至2019年10月底非结构化存续

债券发行主体 18 家³为样本，其中包括多家互为母子公司企业；中航集团合并范围包括国航股份、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；大新华航空合并范围包括海航控股，海航控股合并范围包括天津航空、祥鹏航空，海航集团合并范围包括海航航空。以上发行主体中，有 13 家披露了 2019 年三季报，以下主要针对这 13 家企业的 2018 年及 2019 年 1—9 月财务数据进行分析⁴。

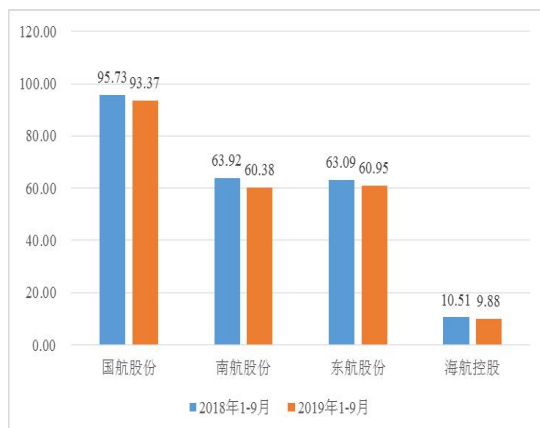
2018 年及 2019 年 1—9 月样本企业营业收入均实现同比增长，增幅在 2.34—23.54%和 0.19—28.64%，中位数分别为 12.99%和 8.47%，2019 年前三季度收入增幅中位数下移；其中 2019 年前三季度四大航营业收入合计同比增长 5.01%，增速远低于 2018 年全年 12.82%的增速；由于运力投入带来的收入增长一直为国内航空运输公司收入增长的主要来源，随着行业运力投入增速的下降，行业收入增速随之放缓，预计 2019 年全年行业收入增速将较 2018 年进一步放缓。利润方面，样本企业中除春秋航空外，2018 年利润总额均较大程度地下降，全部样本变化幅度在-862.00%至-15.29%之间，利润总额中位数 12.08 亿元，2019 年 1—9 月样本企业利润总额过半数同比下降，但降幅整体缩小；其中 2019 年前三季度四大航利润总额均同比下降，合计同比下降 3.72%，相较于 2018 年合计 60.49%的降幅，降幅大幅缩窄。盈利指标方面，2018 年样本企业营业利润率均有所下降，同比下降 1—7 个百分点，样本企业营业利润率区间进一步压缩至 6.33—18.25%，中位数 10.59%，2019 年 1—9 月样本企业营业利润率同比半数下降，波动区间有所收窄；其中四大航营业利润率均高于 2018 年全年水平。

相较于 2018 年，2019 年前三季度原油及人民币汇率走势整体利好航空运输企业利润形成，行业航油成本支出及汇兑损失压力减小，预计全年行业利润总额降幅将大幅缩窄，或止跌企稳；行业盈利指标将有所改善。

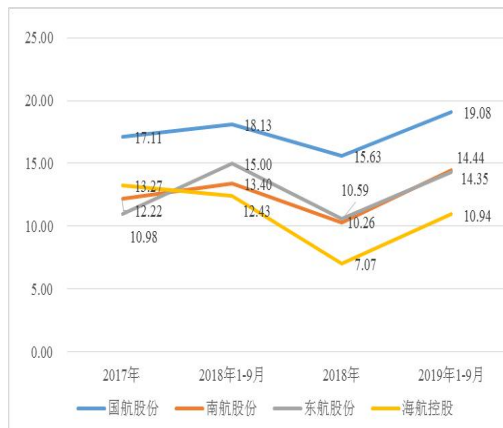
³分别为中国南方航空集团公司（简称“南航集团”）、中国南方航空股份有限公司（简称“南航股份”）、厦门航空有限公司（简称“厦门航空”）、中国国际航空股份有限公司（简称“国航股份”）、中国航空集团有限公司（以下简称“国航集团”）、深圳航空有限责任公司（简称“深圳航空”）、中国东方航空集团公司（简称“东航集团”）、中国东方航空股份有限公司（简称“东航股份”）、海南航空控股股份有限公司（简称“海航控股”）、天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）、云南祥鹏航空有限责任公司（简称“祥鹏航空”）、春秋航空股份有限公司（简称“春秋航空”）、西部航空有限责任公司（简称“西部航空”）、海航航空集团有限公司（简称“海航航空”）、大新华航空有限公司（简称“大新华航空”）、四川航空股份有限公司（简称“四川航空”）、华夏航空股份有限公司（简称“华夏航空”）、海航集团有限公司（简称“海航集团”）

⁴ 国航集团、西部航空、海航航空、海航集团、大新华航空未披露三季报。

图 16 2019 年前三季度四大航利润总额（单位：亿） 图 17 2019 年前三季度四大航利润率（单位：亿）



资料来源：联合资信综合整理



资料来源：联合资信综合整理

六、行业杠杆与偿债能力

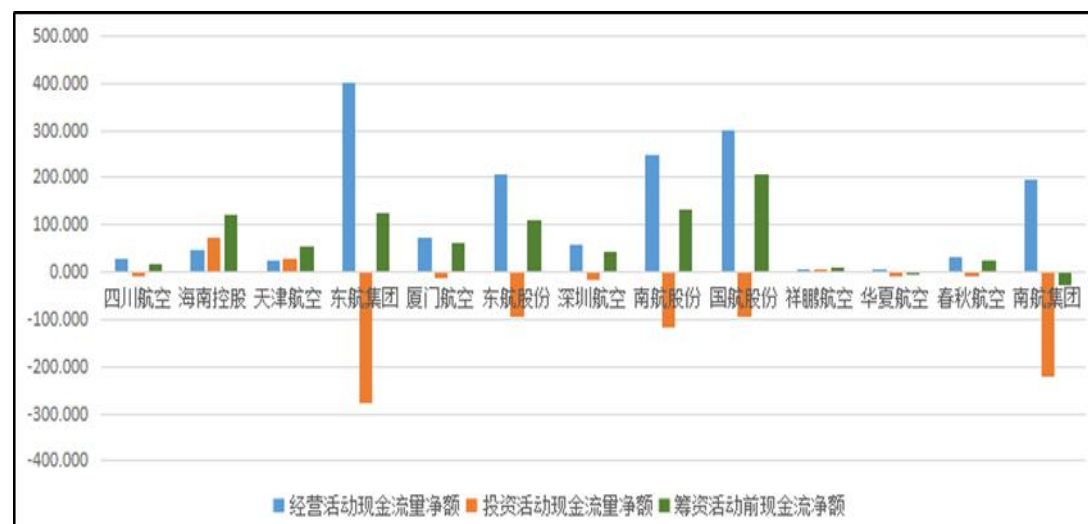
样本企业经营活动获现能力强，受航油价格波动上涨影响，经营活动现金流净额过半数减少；部分航企需转场大兴新机场，投资活动现金净流出规模较大；部分样本企业存在一定筹资压力。

经营活动现金流方面，受益于预收费模式，航空运输公司应收账款规模小，经营获现能力强。2018 年及 2019 年 1—9 月，样本企业经营活动产生的现金净流量均呈现为净流入状态，经营活动现金流净额中位数分别为 38.97 亿元和 57.76 亿元。2018 年前三季度油价持续震荡上升，当年样本企业经营活动现金流净额过半数同比下降，东航系和国航系航企仍保持增长；随着 2018 年四季度以来油价有所回落，除天津航空及东航股份外的样本企业经营活动现金流净额同比均有所增长。2018 年及 2019 年 1—9 月四大航经营活动产生的现金流净额分别为 825.66 亿元和 801.16 亿元，同比分别增长 2.71%和 17.64%；2019 年全年经营活动现金流情况将有所改善。

投资活动现金流方面，航空公司资本投入规模较大，2018 年及 2019 年 1—9 月，样本企业整体投资活动现金流均呈大额净流出状态。2018 年四大航投资活动现金净流出 536.24 亿元，同比变动不大，但南航股份因转场北京大兴新机场，建设服务基地等投资支出需求很大，导致投资活动现金净流出规模大幅增长 142.84%；海航控股投资活动现金流净流出同比增长 20.78%，国航股份及东航股份净流出规模均有所收窄。2019 年 1—9 月，四大航投资活动现金流净流出 232.59 亿元，同比下降 70.25 亿元，主要是海航控股通过压缩投资支出、

收回投资、处置资产、收回往来等举措导致投资活动现金流净流入 74.51 亿元；南航股份投资活动现金流净流出规模同比增长 23.25%，国航股份及东航股份投资支出同比变动不大。

图 18 2019 年 1—9 月部分样本企业现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信综合整理

航空运输企业经营活动现金流净额较为充足，多数可覆盖其投资支出。在样本企业中，2018 年筹资活动前存在缺口的航企占 44.44%，2019 年 1—9 月仅为南航集团和华夏航空。但考虑到人民币贬值带来的财务费用增多以及债务到期偿付，四大航 2018 年筹资活动现金净流出为 352.52 亿元，同比大幅增加 247.16 亿元，2019 年 1—9 月除南航集团、春秋航空、华夏航空外的样本企业筹资活动现金均为较大规模净流出，部分样本企业仍存在一定对外融资压力。

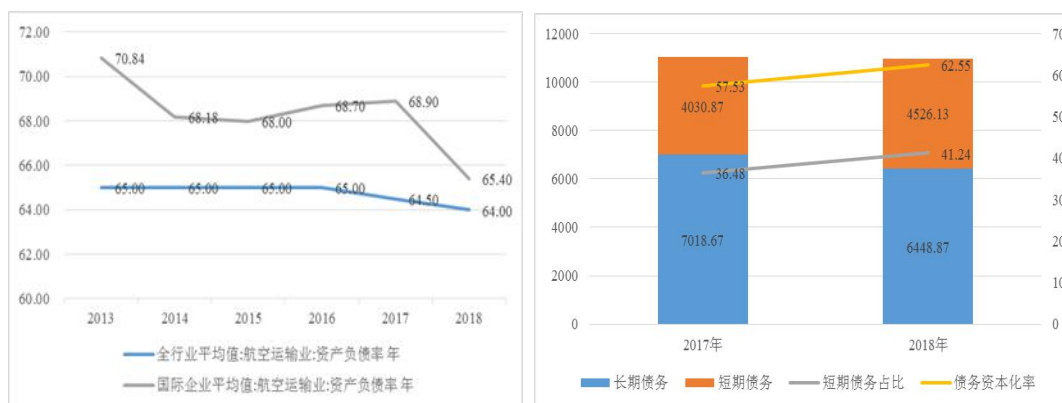
样本企业债务规模相对稳定，以长期债务为主，但短期债务规模及占比增长较快，整体债务负担较重，未来随着新租赁准则在全行业的采用，行业账面债务水平或将加重，一定程度上影响后续融资空间。

截至 2018 年底，样本企业全部债务合计 10975.00 亿元（互为母子公司样本企业只统计母公司合并口径），同比基本稳定；其中长期债务 6448.87 亿元，同比下降 8.12%，短期债务 4526.13 亿元，同比增长 12.29%；短期债务增幅最大的为海航控股，同比增幅达 105.13%。从债务结构看，2018 年底样本企业短期债务在全部债务中占比 41.24%，同比上升 4.76 个百分点，行业整体债务结构尚可。2019 年 10 月底，样本企业存续债券余额 1770.37 亿元，占 2018 年底

样本企业全部债务比重为 16.13%，行业企业融资仍以银行借款等间接融资为主。

债务指标方面，2013 年以来，航空运输业资产负债率整体呈平稳下降趋势，2018 年底为 64%，同比下降 0.50 个百分点，优于国际企业平均水平；其中四大航整体资产负债率为 67.07%，同比下降 0.21 个百分点。2018 年底，样本企业债务资本化率为 62.55%，同比上升 5.02 个百分点，主要系海航集团权益减少，债务资本化率大幅上升所致；其中四大航整体债务资本化率为 60.23%，同比下降 0.50 个百分点。2019 年 9 月底，样本航企资产负债率介于 47.68—86.86%，中位数为 72.38%，最高值为深圳航空，较上年底变动幅度在 -2.73 和 11.61 个百分点之间；其中天津航空、厦门航空、国航股份、南航股份和深圳航空分别增加 11.61 个、7.34 个、6.07 个、5.58 个和 1.65 个百分点；除两家航企（祥鹏航空和春秋航空）资产负债率低于 50% 外，其余在 65% 以上。2019 年 1—9 月，受采用新租赁准则影响，四大航整体资产负债率较 2018 年底上升 2.89 个百分点至 69.96%。总体看行业整体债务负担较重，未来随着新租赁准则在全行业的采用，行业账面债务水平或将上升，一定程度上影响后续融资空间。

图 19 行业及样本企业债务负担情况（单位：%）



资料来源：联合资信综合整理

样本企业短期偿债能力指标表现较弱，考虑行业的业务模式、经营现金流情况以及再融资能力等，行业整体偿债能力强，预计未来行业偿债能力将继续保持相对稳定，部分因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。

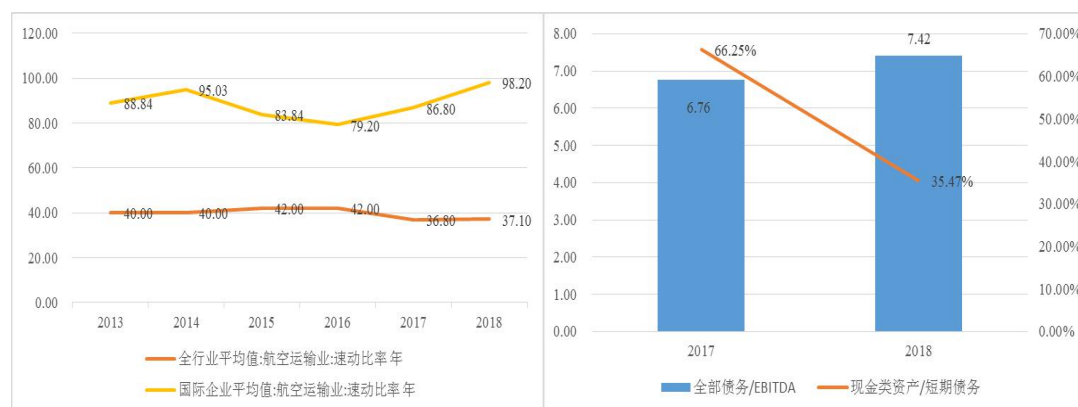
短期偿债能力方面，2013 年以来，航空运输业速动比率整体呈下降趋势，2018 年为 37.10%，同比上升 0.30 个百分点，远低于国际企业 98.20% 的平均水

平。2018 年底样本企业现金类资产对短期债务的覆盖比率为 35.47%，同比降幅较大；其中海航控股、海航集团现金类资产对短期债务的覆盖比率分别为 36.81%和 48.33%，同比分别下降 35.71 个、53.61 个百分点；四川航空、厦门航空、东航股份及深圳航空现金类资产对短期债务覆盖比率分别为 9.38%、3.75%、1.94%和 4.43%。2019 年 9 月底，四大航流动比率为 31.41%，较 2018 年底上升 0.90 个百分点。2018 年样本企业整体短期偿债能力指标下滑，行业整体短期偿债能力指标表现较弱。

长期偿债能力方面，2018 年样本企业全部债务/EBITDA 倍数为 7.42 倍，同比有所上升；四大航整体全部债务/EBITDA 为 5.71 倍，同比有所上升；其中海航控股全部债务/EBITDA 倍数为 17.38 倍，较 2017 年的 6.69 倍大幅上升，远高于样本企业整体水平，主要受 2018 年海航控股利润亏损影响。受利润规模下降影响，2018 年航空运输业长期偿债能力指标有所弱化，部分航企长期偿债能力指标很弱。

整体看，样本企业短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力指标尚可，但考虑行业的业务模式、经营现金流情况以及再融资能力等，行业整体偿债能力强；随着行业盈利向好，预计未来行业整体偿债能力将保持相对稳定，但部分因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。

图 20 行业及样本企业偿债能力情况（单位：%、倍）



资料来源：联合资信综合整理

七、发债企业信用表现

（一）航空运输体债券发行概况

航企发债主体较为集中，且信用等级以 AAA 级别为主；短融发行规模大，近年来中长期债券发行规模有所增长，但整体债券发行期限仍较短。

航空运输业集中度较高，且呈现集团化组团式发展，头部航企规模大、实力强，发债主体较为集中。

截至 2019 年 10 月底，航空运输业境内存续债券 148 支(Wind 口径)，余额 1770.37 亿元，2019 年 11—12 月、2020 年和 2021 年到期规模分别为 254.0 亿元、509.3 亿元和 360.6 亿元。其中非结构化债券存续债余额 1727.37 亿元，涉及发行主体 18 家。

航空运输业发债主体整体信用等级较高，在 18 家发行主体中有 12 家主体信用级别为 AAA。截至 2019 年 10 月底，AA⁻、AA、AA⁺和 AAA 级别发行主体发行规模占比分别为 0.46%、5.15%、3.01%和 91.38%，其中 AAA 级别发行规模为 1578.54 亿元。

发债主体级别调整方面，2016 年以来发债航空企业主体级别存续期内发生调整家数 3 家，分别为海航集团有限公司、天津航空有限公司和四川航空股份有限公司，级别调整向高等级调整，2018 年后无级别调整情况，发债航空企业主体级别近三年整体稳定在较高等级。

表 3 2016 年以来发债主体级别存续期内调整情况（单位：亿元）

名称	调整前	调整后	调整时间
海航集团有限公司	AA ⁺	AAA	2016 年
天津航空有限责任公司	AA	AA ⁺	2016 年
四川航空股份有限公司	AA ⁺	AAA	2018 年

数据来源：联合资信综合整理

注：四川航空股份有限公司 AA⁺主体级别于 2017 年到期后于 2018 年新获评级 AAA

2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，当期有新债券发行的航空企业主体数量分别为 16 家、9 家、9 家和 10 家，整体呈下降趋势；其中发行时主体级别为 AAA 的主体占比分别为 68.75%、66.67%、77.78%和 90.00%，2017—2018 年市场资金面收紧，发债主体进一步向高等级集中。发行规模方面，2017-2019 年 9 月分别为 502.3 亿元、717.4 亿元和 1301.59 亿元，公募发行规模占比均在 90%以

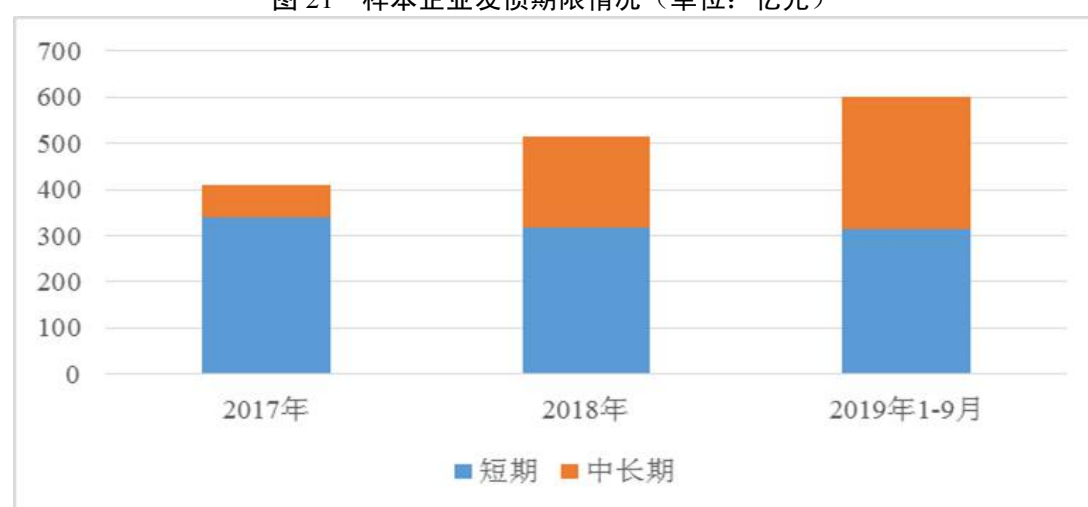
上。航企发债品种以超短融为主，2017-2019 年 9 月发行规模占比分别为 86%、72.62%和 75.48%，近年来以中长期为主的公司债券等品种占比有所提升，航企发行债券期限有所拉长，但整体期限仍较短。

表 4 2017—2019 年 1—9 月样本企业发债品种及规模情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
超短期融资券	432.0	521.0	982.5
公司债券	13.8	196.4	157.0
中期票据	18.0	--	90.0
PPN+私募债	38.5	--	72.09

数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

图 21 样本企业发债期限情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

（二）利差

近期资金面适度宽松效果显现，航企发债利率整体下降，但信用逐步分化，三大航仍保持稳健，部分航企发债成本高企。

由于发债航企以 AAA 级别主体为主，2018 年仅三支非 AAA 级别债券发行，为增强数据可比性，以下以 AAA 级别主体发债情况为例进行分析。

2017—2019 年 1-9 月，发债航企加权平均发行利率呈波动下降趋势，主要是宏观货币政策逐步由“保持中性”调整为“松紧适度”，资金面适度宽松。同时，加权平均利差波动幅度较大，主要因部分航企出现信用风险事件，受此影响航企信用分化明显，其中国航系（国航集团、国航股份、深圳航空）、南航系（南航集团、南航股份、厦门航空）、东航系（东航集团、东航股份）保持稳健，年度加权平均利差均维持在 90BP 以下，2019 年以来多支债券利差为

负值，当期加权平均利差下降至 47.87BP，在信用债发行市场表现良好；其余航企加权平均利差在 2018 年达到 413.23BP，2019 年 1-9 月新增发债主体四川航空（AAA），当期其余航企平均利差和利率仍达 294.66BP 和 5.71%，部分航企市场认可度不高，发债成本高企，信用资质及状况需关注。对应发债航空企业梯队分布看，以头部航企及其集团公司、最大成员公司为主的一二梯队规模、市场地位、资源及品牌价值、获取外部支持等方面优势突出，抗风险能力较强，信用水平较高；以头部航企主要成员企业、大型地方航空公司以及龙头低成本航空公司为主的第三梯队在区域市场或细分市场地位突出，获取区域政府股东支持力度较大，信用水平尚可；以进入较晚的中小型低成本、区域性或合资航空公司为主的第四梯队信用水平较弱。

表 5 2017—2019 年 1—9 月加权平均发行利率和加权平均利差情况（单位：%、BP）

项目	2017 年				2018 年				2019 年		
	一季 度	二季 度	三季 度	四季 度	一季 度	二季 度	三季 度	四季 度	一季 度	二季 度	三季 度
短期 平均 利率	3.43	4.10	4.16	5.20	--	3.88	3.35	3.18	2.96	2.83	2.59
短期 平均 利差	78.7	94.96	82.22	168.80	--	119.33	65.60	74.30	63.51	13.76	24.61
中 长 期 平 均 利 率	6.0	6.9	7.0	7.5	5.46	4.66	4.66	6.16	3.60	5.43	4.16
中 长 期 平 均 利 差	307.9	324.43	348.8	371.64	181.25	133.85	149.80	307.49	82.52	243.37	130.94

注：短期指期限在一年以内，中长期指期限在一年以上（含一年）

数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

表 6 2017—2019 年 1—9 月航企分类别加权平均发行利率和加权平均利差情况（单位：%、BP）

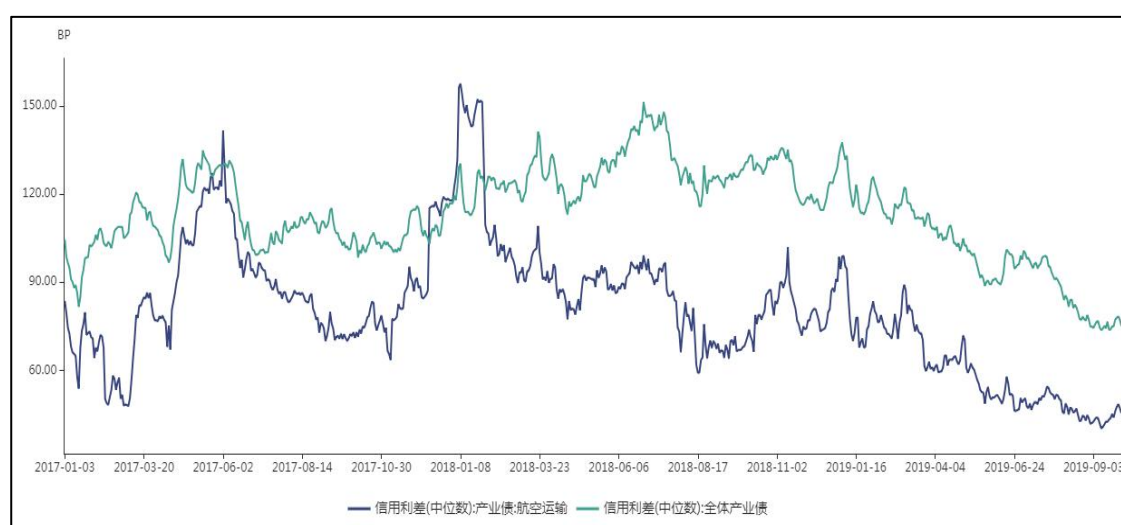
项目	三大航 平均利 差	利差区间	三大航 平均利 率	利率区 间	其余航企 平均利差	利差区间	其余航 企平均 利率	利率区 间
2017 年	85.01	39.75-107.56	3.87	3.0-4.16	284.37	187.37-371.64	6.33	5.0-7.5
2018 年	87.51	20.17-183.15	3.65	2.25-5.27	413.23	368.81-429.02	7.26	6.5-7.6

2019 年 1-9 月	47.87	-30.3-114.14	3.04	2.09-4.0	294.66	84.89-397.07	5.71	3.15-7.0
-----------------	-------	--------------	------	----------	--------	--------------	------	----------

数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

2017 年以来，除 2017 年年中和 2018 年年初以外，航空运输业信用利差均明显低于全体产业债信用利差，且幅度多在 30 个 BP 以上，2019 年以来，在全行业利差下行背景下，二者信用利差协同效应更为明显，总体看，航空运输业债券在全体产业债中市场认可度较高。

图 22 航空运输业信用利差与全体产业债信用利差情况



数据来源：wind 资讯整理

未来，随着市场资金面的持续改善，航空运输业发债规模仍有望保持增长，发债主体有望增加，航空运输业整体仍将保持较好的信用利差优势；行业发债主体信用资质整体较好，未来行业盈利改善的预期有望进一步改善行业主体信用资质，但近年来信用风险事件频发的主体信用资质及风险情况需重点关注；此外，由于原油及汇率波动对航空运输企业盈利影响大，规模及资源掌握较少的中小航企对原油及汇率波动的抵御能力相对较弱，信用资质及风险情况需关注。

八、行业展望

我国民航业尚处于成长期，发展空间较大。未来行业仍将保持较高的增速，供需结构有望进一步优化，运行效率将有所提升；国内航线票价仍将维持较高

水平，票价上限的逐步放开、原油价格及人民币汇率向好预期以及一系列行业降成本政策的持续实施将利好行业收入及盈利，行业盈利水平及能力有望改善，偿债能力有望保持稳定。加之行业在国民经济及民生领域的重要性，联合资信认为，航空运输业整体信用风险展望为“稳定”；但安全、突发事件和油价汇率短期波动带来的影响以及信用风险事件频发和实力较弱的行业发债主体的信用风险仍需关注。

附件：各大航空集团及其成员单位构成

国航系	南航系	东航系	海航系	地方国企	民企
中国航空集团公司	中国南方航空集团公司	中国东方航空集团公司	海航航空集团有限公司	四川航空股份有限公司	春秋航空股份有限公司
中国国际航空股份有限公司	中国南方航空股份有限公司	中国东方航空股份有限公司	海航集团有限公司	成都航空有限公司	上海吉祥航空股份有限公司
深圳航空有限责任公司（含昆明航空）	厦门航空有限公司（含河北航空、江西航空）	上海航空有限公司	海南航空控股股份有限公司	青岛航空股份有限公司	九元航空有限公司
昆明航空有限公司	珠海航空有限公司	中国联合航空有限公司	天津航空有限责任公司	山东航空集团有限公司（参股）	奥凯航空有限公司
大连航空有限责任公司	汕头航空有限公司	中国东方航空江苏有限公司	西部航空有限责任公司	山东航空股份有限公司（参股）	华夏航空有限公司
澳门航空股份有限公司	贵州航空有限公司	中国东方航空武汉有限责任公司	大新华航空有限公司		幸福航空有限责任公司
中国国际航空内蒙古有限公司	重庆航空有限责任公司	东方航空云南有限公司	云南祥鹏航空有限责任公司		东海航空有限公司
中国国际货运航空有限公司	中国南方航空河南航空有限公司		海南航空(香港)有限公司		瑞丽航空有限公司
北京航空有限责任公司	河北航空有限公司		长安航空有限责任公司		顺丰航空有限公司
中国国际航空内蒙古有限公司	江西航空有限公司		山西航空有限责任公司		浙江长龙航空有限公司
山东航空集团有限公司（参股）			乌鲁木齐航空有限责任公司		
山东航空股份有限公司（参股）			广西北部湾航空有限责任公司		
国泰航空（参股）			福州航空有限责任公司		
西藏航空有限公司（参股）			中国新华航空集团有限公司		
			北京首都航空有限公司		
			香港航空		