

疫情影响持续，航空客货运承压 ——交通运输行业二季度信用观察

联合资信 公用评级三部 | 霍正泽 | 彭雪绒 | 崔晓彤 | 王 昱

2022 年二季度，受疫情管控影响，铁路和民航客运量持续收缩，航空货运运力承压；物资集中运输需求旺盛致使铁路货运量高位运行；受国际货物需求疲软和港口拥堵等影响，我国出口集装箱综合运价有所下降但仍维持高位。全球能源供应格局改变，成品油运输价格不断攀升。2022 年三季度，交通运输行业恢复仍有较大的不确定性。纾困政策的落地有望缓释航空运输企业经营压力，但到期债券规模较大叠加大额飞机采买订单增加航空运输企业融资压力，同时考虑到疫情反复对航空运输企业的经营和偿债能力的不利影响以及国际市场恢复尚需时间等因素，继续维持航空运输业评级展望为负面。需关注短期债务规模大、账面资金储备不足的航空运输企业债券兑付情况。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、政策环境

财政部、民航局发布了《关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》，国内运输航空公司执飞符合条件的国内客运航班，纳入资金支持范围，一定程度缓解民航企业经营压力。

5月26日，财政部、民航局发布了《关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》，提出对国内运输航空公司经营的国内客运航班实施阶段性财政补贴，原则上当每周内日均国内客运航班量低于或等于4500班（保持安全运行最低飞行航班数）时，启动财政补贴。对国内客运航班实际收入扣减变动成本后的亏损额给予补贴。设定最高亏损额补贴标准上限为每小时2.4万元。政策实施期限为2022年5月21日至2022年7月20日。

国务院常务会议提出加大对民航业的信贷及发债等支持力度。7月，民航局在新闻发布会上表示民航局协调有关部门出台助企纾困政策，包括争取新增航空公司应急贷款、为三大航¹注资等。

5月31日，国常会提出增加民航应急贷款额度1500亿元，并适当扩大支持范围，支持困难航空企业渡过难关；支持航空业发行2000亿元债券；统筹考虑民航基础设施建设需求等因素，研究解决资金短缺等问题；同时，研究提出向有关航空企业注资的具体方案。7月12日，民航局在新闻发布会表示，民航局协调有关部门出台助企纾困政策，在落实好航空公司、机场应急贷款656亿元基础上，又争取新增航空公司应急贷款1500亿元；为三大航各争取注资30亿元，预拨首批国内客运航班中央补贴资金32.9亿元。

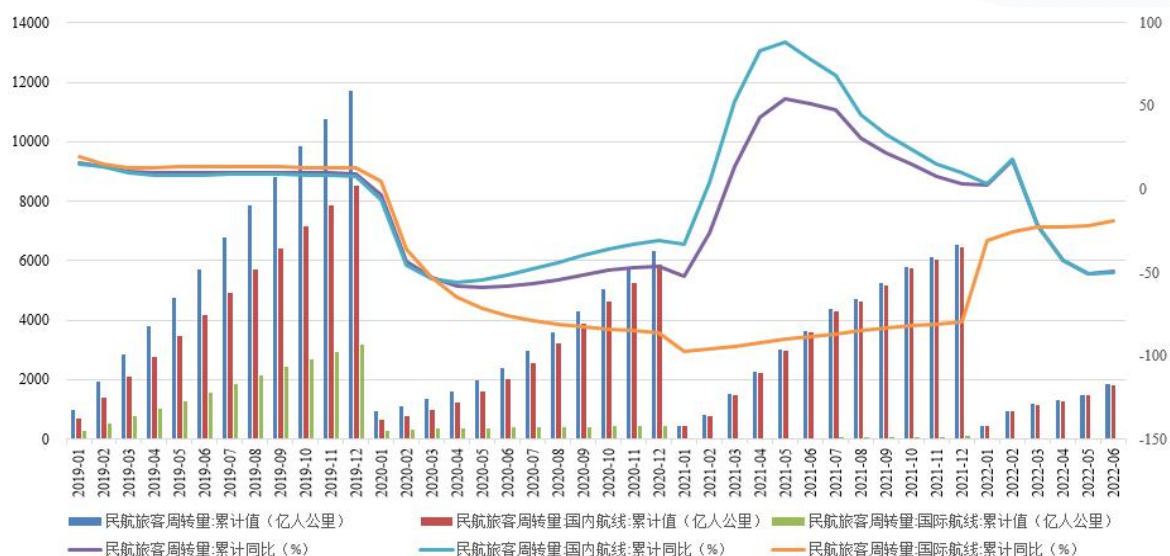
二、行业运行状况

（一）航空运输业

受疫情管控影响，二季度，国内民航旅客周转量大幅收缩；境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍在持续。疫情负面影响下，部分枢纽机场货运航班数大幅下降，致使民航货运运力承压，民航货邮周转量有所收缩。三大航司签下大额飞机采购订单，逆势提前布局运力。

2022年二季度，受疫情管控影响，我国民航旅客周转量大幅收缩，为656.01亿人公里，同比下降68.92%，为2019年同期的22.99%。

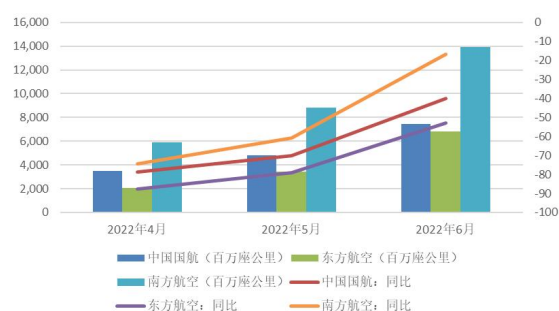
¹ 本文中的“三大航”和“三大航司”为中国国际航空股份有限公司、中国东方航空股份有限公司和中国南方航空股份有限公司，下同



数据来源：Wind，联合资信整理

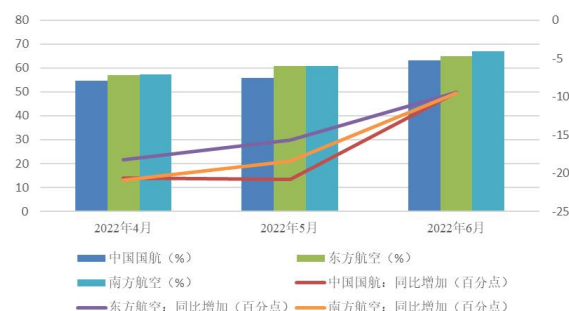
图1 民航旅客周转量累计值及累计同比

国内航线方面，三大航司国内航线运力显著收缩，客座率亦小幅下行。分月度来看，4—5月，受上海、北京等地疫情影响，三大航司国内航线运力同比降幅均在60%以上；随着疫情逐步得到控制，5月下旬以来，三大航司国内航线运力和客座率逐步恢复，但仍未恢复至上年同期水平。受此影响，二季度，国内民航旅客周转量大幅收缩，我国民航国内航线完成旅客周转量636.40亿人公里，同比下降69.51%，为2019年同期的30.83%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 三大航司国内航线可用座公里变动情况



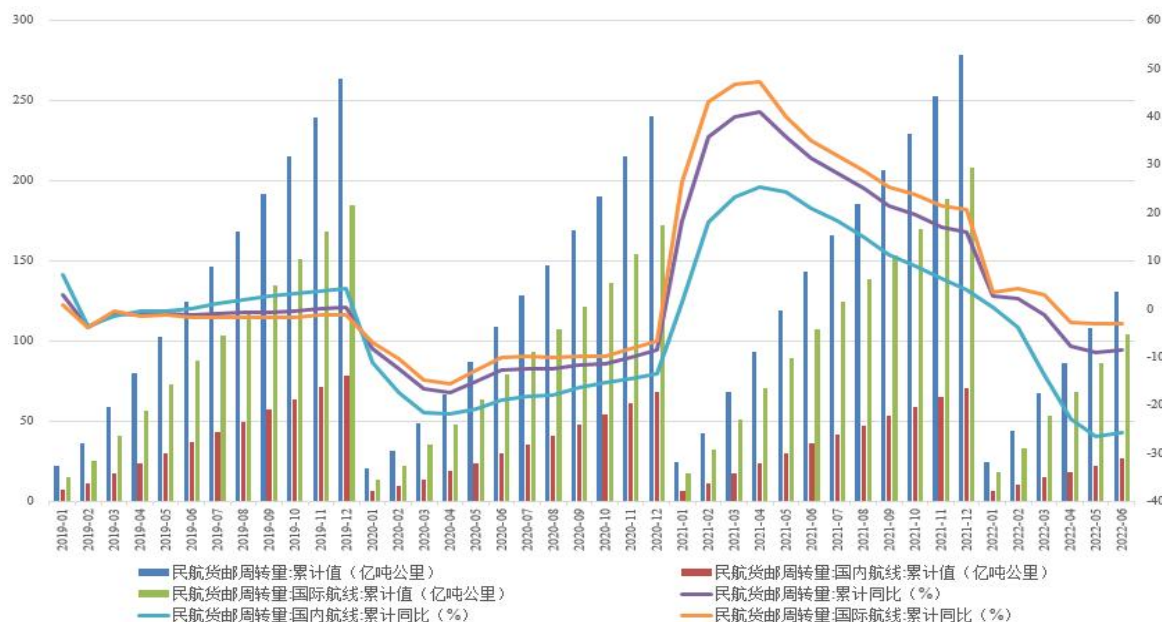
数据来源：Wind，联合资信整理

图3 三大航司国内航线客座率变动情况

国际航线方面，境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响持续，我国民航局对国际航班的管制仍严格。2022年二季度，我国民航国际航线旅客周转量为19.60亿人公里，同比下降15.52%，为2019年同期的2.48%。

货邮运输方面，2022年二季度，受疫情影响，上海浦东国际机场等枢纽机场货运航班大幅下降，致使民航货运运力整体承压。同期，我国民航货邮周转量为63.22

亿吨公里，同比下降 15.53%，相当于 2019 年同期的 96.45%。



数据来源: Wind, 联合资信整理

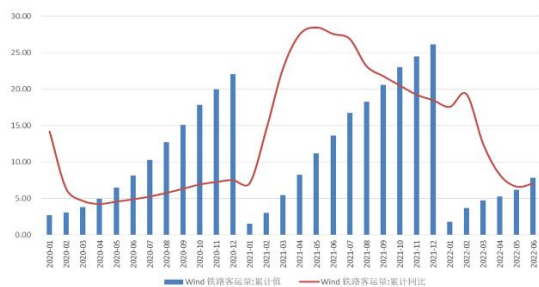
图 4 民航货邮周转量累计值及累计同比

尽管航空运输从疫情中恢复的前景尚不明朗，三大航司已提前进行运力布局。2022 年 7 月 1 日，三大航司相继发布公告，向欧洲空中客车公司采购 292 架空客 A320neo 飞机，基本价格合计达 372.57 亿美元，该批订单分别创下三大航司各自的单笔飞机采购金额记录。按照协议，该批飞机将主要集中于 2024—2027 年间交付，将用于置换更新存量飞机以及补充长期运力。

（二）铁路运输业

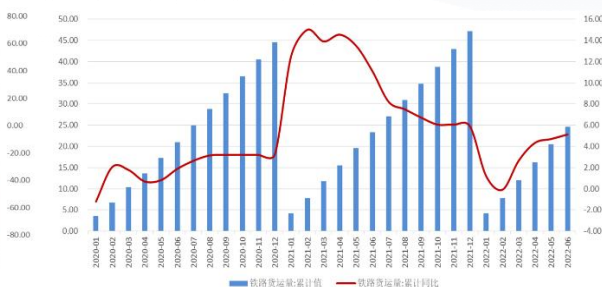
受北京、上海等主要一线城市疫情影响，多地防疫政策趋严，旅客出行需求低迷，铁路客运量同、环比均大幅下降；同期，物资需求旺盛，铁路货运量保持高位运行。

2022 年二季度，北京、上海等主要一线城市相继爆发疫情，铁路客运车次大量减列、停列，同时多地防疫政策趋严，旅客出行受到影响，二季度铁路客运量累计 3.17 亿人次，同比下降 61.47%，较一季度下降 32.76%。同期，由于电煤、涉农及防疫物资需求较大，铁路货运量保持高位运行，铁路货运量累计 12.51 亿吨，同比增长 7.59%，较一季度增长 3.84%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 铁路客运量及同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图6 铁路货运量及同比增速

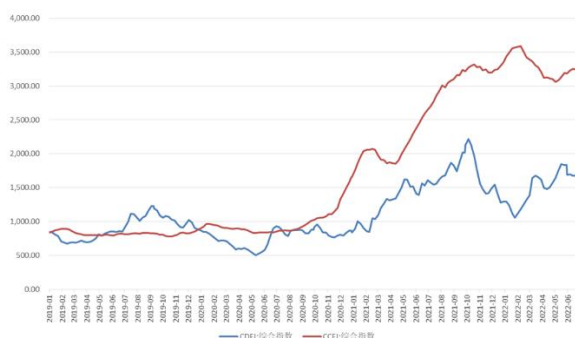
（三）航运行业

中国出口集装箱综合运价指数 CCFI 整体呈下降趋势但仍维持高位。受疫情影响，中国进口干散货运价指数 CDFI 先降后升。由于需求疲软及运力过剩，原油运输价格在二季度逐渐回落；随着全球能源供应格局改变，运距拉长，二季度成品油运输价格不断攀升。

2022 年二季度，中国出口集装箱综合运价指数 CCFI 平均值为 3159.25 点，环比下降 8.28%。一方面，随着全球通胀压力不断增加，国外需求疲软，海运市场运力供大于求，运价有所下降。另一方面，欧美多个码头工人罢工，船舶周转率下降，港口拥堵持续，对运价产生短期的支撑作用，二季度 CCFI 虽有所下降但仍维持高位。

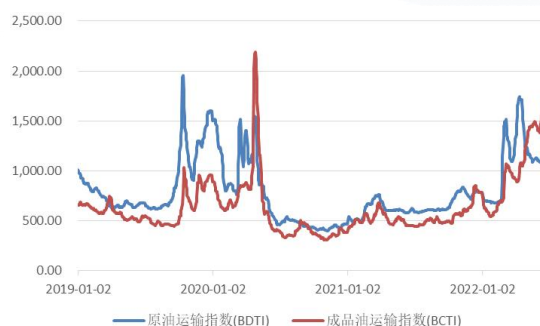
中国进口干散货运价指数 CDFI 方面，4 月，由于疫情导致工业企业阶段性停工停产，煤炭、铁矿石等需求疲软，CDFI 出现下跌。5 月以来，随着疫情的好转，复工复产逐步推进，对大宗商品的需求有所好转，企业补库存需求提升，同时南方持续高温，居民用电需求提升带动煤炭需求增长，推动 CDFI 增长。

油品运输方面，原油运输价格指数 BDTI 在一季度上涨后逐渐回落，成品油运输指数 BCTI 不断攀升。原油方面，二季度以来，我国疫情管控严格，原油进口需求疲软，叠加运力过剩，原油运价有所下降。成品油方面，欧盟对俄石油禁令落地，能源供应格局逐渐改变，俄罗斯加大对亚洲国家的出口，欧洲从中东、西非和美国等其他石油供应商的进口增加，油品运输方式向长距离航线转变，加之油轮运输需求的增长，支撑成品油运输指数 BCTI 攀升。



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 CDFI、CCFI 综合指数



数据来源：Wind，联合资信整理

图8 BDTI、BCTI 指数

三、企业信用情况

（一）企业信用等级

交通运输行业主体信用级别基本稳定，二季度级别向下迁移的主体 1 家。

截至 2022 年二季度末，交通运输行业存续发债主体 40 家，较上季度末减少 1 家，其中 AAA 级别主体 25 家，占比 62.50%；AA⁺级别主体 5 家，占比 12.50%；AA 级别主体 6 家，占比 15.00%；C 级别主体 4 家，占比 10.00%，交通运输行业存续发债主体仍以 AAA 为主。

信用级别变动方面，深圳航空有限责任公司主体级别于 2022 年 7 月 15 日由 AAA 下调为 AA⁺，评级展望为稳定。

（二）企业偿债能力

2022 年以来，疫情管控下航空运输企业亏损加剧，对其经营及偿债能力造成负面影响，整体债务负担有所加重。随着财政补贴、应急贷款等纾困政策逐步落地，航空运输企业短期偿债压力将有所缓解，但仍需关注债务负担重和现金类资产储备不足的企业债券兑付情况。航运企业保持较强的短期偿债能力，仍需关注海上供应链不稳定等因素对航运行业带来的不利影响。

2022 年一季度，航空运输企业营业收入总额同比有所下滑，且仅为 2019 年一季度的 49.78%，营业利润率继续恶化。截至 2022 年一季度末，航空运输企业流动比率小幅下降，现金短期债务比略有回升，整体短期偿债压力仍较大；全部债务资本化比率小幅增长，债务负担有所加重。整体看，2022 年以来，疫情管控使得航空运输行业亏损加剧，航空运输企业经营及偿债能力持续受到冲击。未来随着财政补贴、政府注资和应急贷款等纾困政策的逐步落实，航空运输企业短期偿债压力将有所缓解，但债务负担重、现金类资产储备不足、持续亏损的企业债券兑付情况仍需关注。

2022 年一季度，航运行业营业收入总额同比增长 40.17%，较 2019 年一季度增长 126.02%，营业利润率保持增长。截至 2022 年一季度末，航运行业流动比率及现金短期债务比均维持在较高水平，全部债务资本化比率小幅下降。2022 年以来，疫情管控造成与航运配套的陆运堵塞不畅，仍存在港口拥堵和堆场空间紧张等问题，短期内全球通胀压力不断增加，国外需求疲软，海上供应链造成的周转压力难以纾解，或对航运企业的经营和偿债能力造成不利影响。

表 1 交通运输主要子行业盈利能力情况（单位：亿元）

行业		2019 年一季度			2021 年一季度			2022 年一季度		
		营业收入	利润总额	营业利润率 (%)	营业收入	利润总额	营业利润率 (%)	营业收入	利润总额	营业利润率 (%)
航空运输	合计数	1962.81	211.09	--	1007.21	-323.48	--	977.08	-407.21	--
	平均数	--	--	10.49	--	--	-32.28	--	--	-45.95
航运	合计数	1366.47	84.39	--	2203.44	408.75	--	3088.55	780.90	--
	平均数	--	--	7.61	--	--	12.78	--	--	15.18

注：上述统计样本来自航空运输及航运行业存续发债公司，未包含上述时点未披露财务数据的公司
数据来源：Wind，联合资信整理

表 2 交通运输主要子行业偿债能力情况（单位：倍）

行业	2021 年 9 月末			2021 年末			2022 年 3 月末		
	流动比率 (%)	现金短期债务比	全部债务资本化比率 (%)	流动比率 (%)	现金短期债务比	全部债务资本化比率 (%)	流动比率 (%)	现金短期债务比	全部债务资本化比率 (%)
航空运输	45.67	0.53	65.87	42.64	0.43	66.64	41.96	0.45	68.97
航运	125.94	2.75	43.63	110.44	2.56	43.43	113.11	2.57	42.58

注：1. 上述统计样本来自航空运输及航运行业存续发债公司，未包含上述时点未披露财务数据的公司；2. 租赁负债计入航空运输行业全部债务；3. 上表数据为行业平均值
数据来源：Wind，联合资信整理

四、债券发行概况

（一）债券发行情况

交通运输行业债券发行数量和金额环比均有所下降，债券发行主体级别仍以 AAA 级别为主，债券类型仍以超短期融资券为主。

2022 年二季度，交通运输行业合计发行债券 28 只，环比下降 44.00%，同比下降 15.15%；发行金额为 405.40 亿元，环比下降 50.23%，同比下降 33.87%。其中，铁路运输行业、航运行业和公路运输行业的发行金额环比均有所增长，由于三大航司及其集团所发债券减少，航空运输行业发债数量和规模大幅下降。

表 3 2022 年二季度交通运输行业债券发行数量及金额（单位：只、亿元）

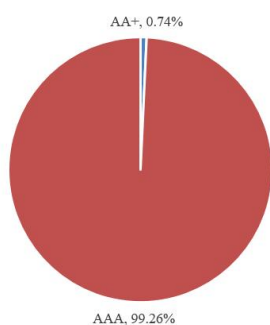
主要子行业	发行数量	发行数量变化		发行金额	发行金额变化	
		较 2021 年二季	较 2022 年一季		较 2021 年二季	较 2022 年一季

		度 (%)	度 (%)		度 (%)	度 (%)
航空运输	16	-30.43	-57.89	267.40	-45.20	-61.72
铁路运输	4	0.00	-33.33	65.00	44.44	10.17
航 运	6	0.00	0.00	68.00	-15.00	19.30
公路运输	2	--	--	5.00	--	--
合 计	28	-15.15	-44.00	405.40	-33.87	-50.23

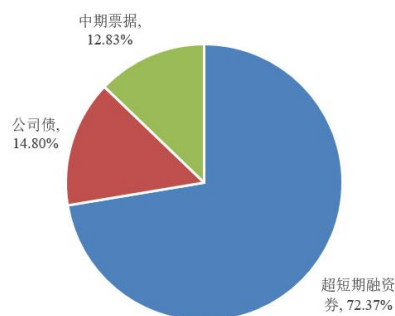
注：上表中发行债券类型不包含资产支持证券和政府支持机构债

数据来源：数据来源于 Wind 债券数据库，选自申万行业-SW 交通运输、Wind 运输行业、证监会行业-CSRC 交通运输行业，剔除物流和城市基础设施企业，联合资信整理

从发行主体信用等级分布来看，2022 年二季度共有 13 家主体发行债券，其中 AAA 级别的主体 12 家，较上季度减少 1 家；AA+级别的主体 1 家，较上季度减少 1 家。发行规模来看，AAA 级别的主体发行债券规模占交通运输行业总发行规模的 99.26%，较上季度变化不大，债券发行主体级别仍以高级别为主。



数据来源：Wind，联合资信整理



数据来源：Wind，联合资信整理

图 9 2022 年二季度交通运输行业发行主体级别分布 图 10 2022 年二季度交通运输行业各类债券发行规模占比

从债券品种来看，2022 年二季度共发行超短期融资券 19 只、中期票据 4 只和公司债 5 只（含非公开发行债券 3 只），发行规模占比分别为 72.37%、12.83%和 14.80%，超短期融资券发行规模占比较大。其中超短期融资券发行规模占比较上季度下降 4.91%，主要系航空运输行业债券发行减少所致。

（二）债券发行利率和利差分析

央行继续实施稳健货币政策的同时，民航业受国家纾困政策的支持，交通运输行业发行利率区间上下限环比和同比均有所下降，发行利差同比、环比均略有提升。

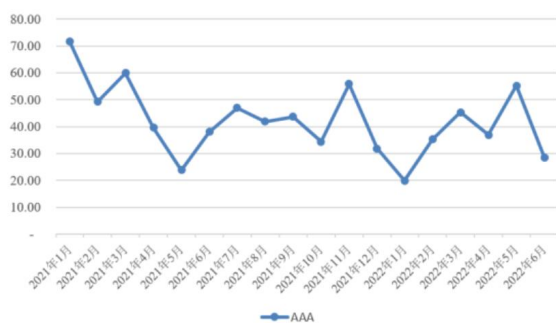
2022 年二季度，央行继续实施稳健货币政策的同时，加大货币政策对实体经济的支持力度，在此背景下，交通运输行业 AAA 级别主体发行利率区间上限及下限均低于上季度和上年同期，AA+级别主体中长期债券发行利率临近上年同期发行利率期间下限。

表 4 交通运输行业发行利率区间比较情况

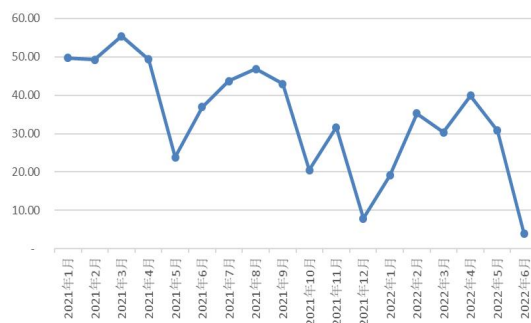
发行主体信用级别		2021 年二季度	2022 年一季度	2022 年二季度
AAA	短期债券	2.05%~2.88%	2.00%~2.46%	1.70%~2.20%
	中长期债券	3.10%~3.50%	2.73%~4.27%	2.69%~3.40%
AA ⁺	短期债券	3.20%	2.46%~3.20%	--
	中长期债券	3.77%~4.60%	--	3.89%

注：短期债券系发行期限在 1 年以内（含）的债券，中长期债券系发行期限在 1 年以上的债券
数据来源：Wind，联合资信整理

发行利差方面，2022 年二季度，交通运输行业平均发行利差同比、环比均略有提升。从发行主体信用等级来看²，AAA 级别主体平均发行利差为 40.21bp，环比提升 6.71bp，同比提升 6.35bp。航空运输企业平均发行利差为 36.49bp，环比提升 8.01bp；受上年同期高基数影响，同比下降 0.23bp。



数据来源：Wind，联合资信整理



数据来源：Wind，联合资信整理

图 11 交通运输企业发行利差情况（单位：BP） 图 12 航空运输企业发行利差情况（单位：BP）

五、存续及到期债券情况

（一）存续债券情况

交通运输行业存续债券余额和品种结构较上季度末无较大变化，发行主体仍以航空运输和铁路运输行业为主。

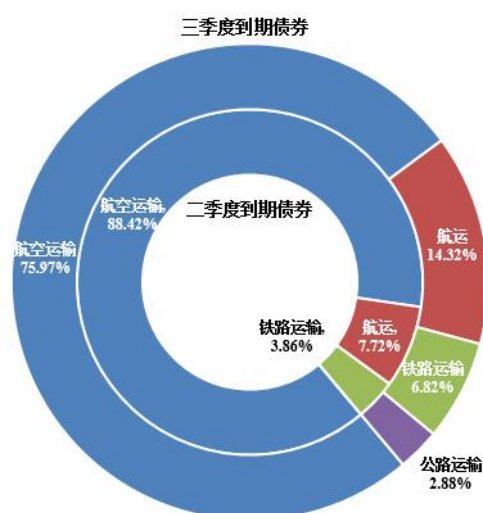
截至 2022 年二季度末，交通运输行业存续债券共 198 只，较上季度末减少 1 只；存续债券余额合计 3670.02 亿元，较上季度末增加 3.46 亿元。分行业来看，航空运输和铁路运输行业企业存续债券规模在交通运输行业企业整体存续债券规模中占比较大，分别占 46.01%和 37.91%。从债券品种来看，交通运输行业企业所发公司债（含可转债）存续债券余额规模最大（占 45.55%），其次为中期票据（占 32.64%）和超短期融资券（占 18.02%），债券品种结构较上季度末变化不大。

² AA+级别发行主体仅 1 家且仅发行 1 只债券，故未对比列示。

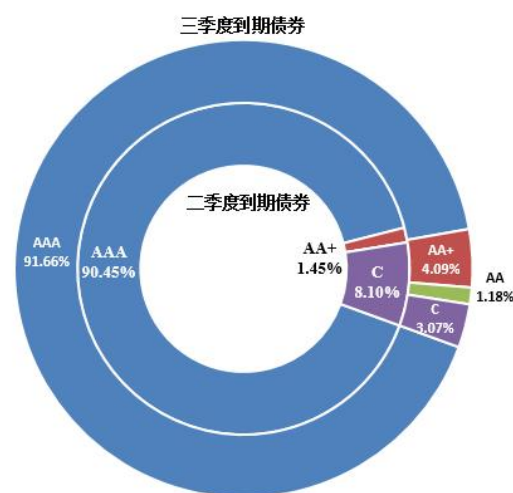
（二）到期债券情况

2022 年三季度，交通运输行业面临到期的债券规模仍较大，仍以主体级别为 AAA 级的航空运输企业发行的超短期融资券为主。

三季度交通运输行业将有 41 只债券到期，到期债券余额合计 586.41 亿元，较上季度增加 68.44 亿元，仍以航空运输企业的超短期融资券为主，其中民营企业到期债券余额合计 28.00 亿元。到期债券涉及的发行主体共 17 家，主体级别仍以 AAA 为主，其中 AAA 级别的航空运输企业到期规模占比为 79.53%。待回售债券 3 只，待回售债券余额合计 39.09 亿元，主要来自航空运输企业和铁路运输企业。



数据来源：Wind，联合资信整理



数据来源：Wind，联合资信整理

图 13 交通运输行业子行业到期债券情况

图 14 交通运输行业到期债券主体级别情况

（三）净融资情况

2022 年二季度，交通运输行业净融资规模由正转负，主要系航空运输行业企业发债节奏放缓所致。考虑到三季度交通运输行业到期债务规模较大，交通运输行业仍存在较大的融资需求。

表 5 交通运输行业净融资情况（单位：亿元）

	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度	2022 年二季度
发行额	482.50	561.30	814.50	405.40
到期额	524.00	336.50	381.50	517.97
净融资额	-41.50	224.80	433.00	-112.57

数据来源：Wind，联合资信整理

六、行业展望

疫情反复对交通运输行业负面影响持续，维持航空运输行业评级展望为负面，

重点关注航空运输行业的信用风险分化。

短期来看，国内疫情仍呈现点多、面广及频发的特征，在“外防输入、内防反弹”双重压力下，交通运输行业恢复仍有较大的不确定性。三季度到期债券规模较大叠加大额飞机采买订单增加航空运输企业融资需求，纾困政策的落地有望缓释航空运输企业经营压力，但考虑到疫情反复对航空运输企业的经营和偿债能力的不利影响以及国际市场恢复尚需时间等因素，继续维持航空运输业评级展望为负面。此外，需关注短期债务规模大、账面资金储备不足的航空运输企业债券兑付情况。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。