

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

航空客货运量收缩，行业亏损扩大 ——交通运输行业三季度信用观察

联合资信 公用评级三部 | 霍正泽 | 彭雪绒 | 崔晓彤 | 王 昱



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



航空客货运量收缩，行业亏损扩大

——交通运输行业三季度信用观察

摘要

2022 年三季度，受疫情管控影响，民航客货运量持续收缩；受暑运旺季影响，铁路客运业务有所恢复，货运业务运行较为稳定；欧美通货膨胀、海外工业及消费需求收缩，我国出口集装箱综合运价大幅下降；随着原油补库存需求提升，可用运力下降等因素带动原油运输指数上行。2022 年四季度，交通运输行业恢复仍有较大的不确定性。随着疫情防控政策优化调整，新航季下航空运输企业国际航班投放逐步增加，国际客运运行情况有望得到改善，纾困政策的落实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。

一、政策环境

财政部、民航局对国内客运航班运行财政补贴政策做出调整，补贴范围有所扩大。国务院对疫情防控政策优化调整，有利于国际航班复航进度提速。

10 月 31 日，财政部、民航局发布了《关于调整国内客运航班运行财政补贴政策及做好清算工作的通知》，不再将每周内日均客运航班量低于或等于 4500 班作为启动补贴的条件，补贴清算对象和范围相应调整，补贴标准不变。

11 月 11 日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，其中对入境人员和入境航班防疫管控政策做出优化调整，取消入境航班熔断机制。

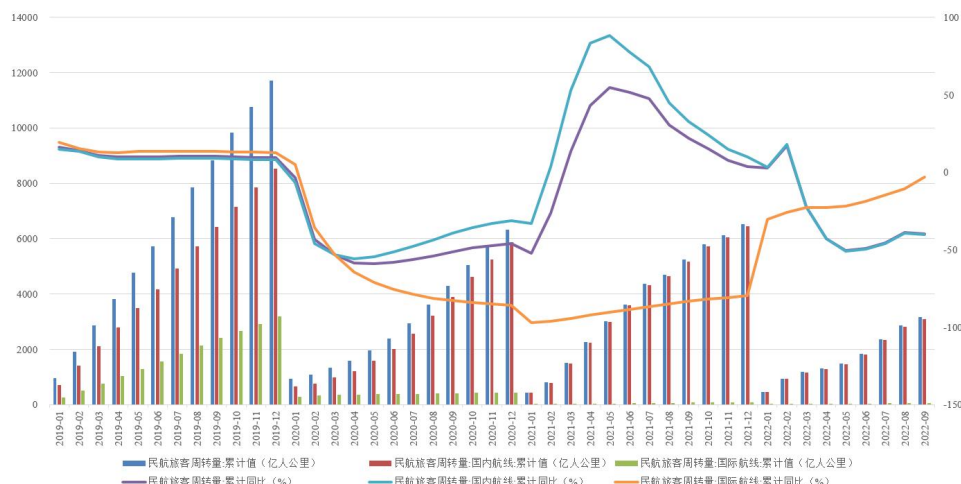
二、行业运行状况

（一）航空运输业

受疫情管控影响，三季度，国内民航客运表现仍不及预期；民航局对国际航班管制放松，新航季下国际航班投放增加，国际客运运行情况有望得到改善。受疫情

管控影响，制造业、物流等行业需求疲软，民航货运环比萎缩。三季度以来，国内航司以及航材采购企业大额飞机采买继续，将对未来行业运力格局产生影响。

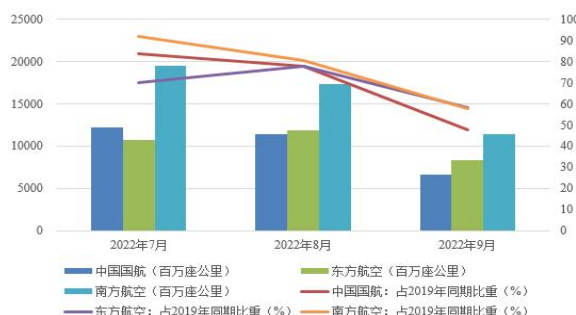
2022 年三季度，我国民航旅客周转量为 1330.39 亿人公里，同比下降 17.43%，仅为 2019 年同期的 42.72%。



数据来源：Wind，联合资信整理

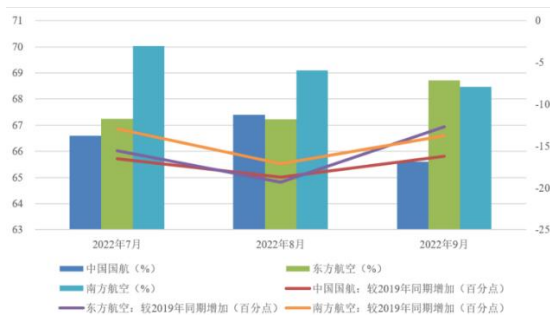
图 1 民航旅客周转量累计值及累计同比

国内航线方面，三季度，三大航司¹国内航线运力逐月收缩；在低票价等因素影响下，客座率相对较为稳定。分月度来看，7 月和 8 月为传统暑期旺季，其中 7 月三大航司整体运力投放恢复至疫情前 80%左右，整体客座率表现亦为 7—9 月中最好；8 月，受三亚、新疆等暑运客流重要流向地疫情爆发影响，民众出行意愿下降；9 月，国务院收紧联防联控机制，在 2022 年 9 月 10 日至 10 月底期间执行五条防控措施，管控趋严，三大航司 9 月运力投放大幅收缩。受上述因素影响，三季度，我国民航国内航线完成旅客周转量 1298.90 亿人公里，同比下降 18.08%，为 2019 年同期的 57.54%。



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



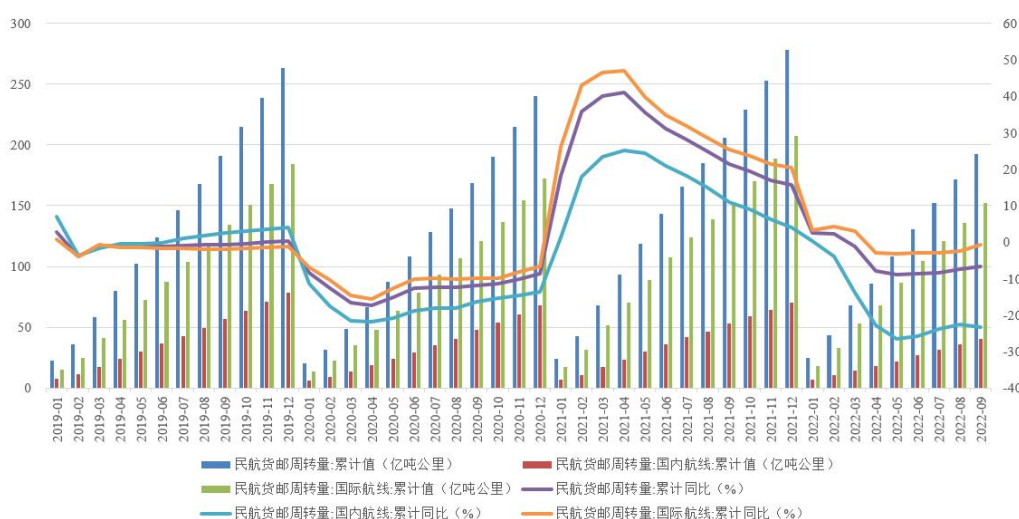
数据来源：Wind，联合资信整理

图 3 三大航司国内航线客座率变动情况

¹三大航司指中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”或“中国国航”），中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）和中国东方航空股份有限公司（以下简称“东航股份”）

国际航线方面，我国民航局对国际航班的管制政策有所放松。7月12日，民航局例行新闻发布会上提出在国务院联防联控机制统筹下逐步增加国际航班数量；8月7日，民航局对国际航班熔断措施进行了调整，放松熔断门槛及周期；8月12日起，三大航司陆续恢复多条国际航班线路。受此影响，2022年三季度，我国民航国际航线旅客周转量为31.50亿人公里，同比增长23.53%，但仍较疫情前正常年份差距大，仅为2019年同期的3.68%。中国民航自2022年10月30日至2023年3月25日执行2022/23年冬春航季航班计划，国内外航空公司每周安排国际客运航班同比增长105.9%，为2019/2020年冬春航季的4.6%。11月11日，国务院对入境人员和入境航班防疫管控政策做出优化调整，取消入境航班熔断机制，随着国际航班管制的边际放松和航班安排的逐步增加，国际航线客运运营有望得到恢复。

货邮运输方面，2022年三季度，受疫情管控限制，制造业、物流等下游需求疲软，民航货邮运量呈萎缩态势，我国民航货邮周转量为61.89亿吨公里，同比下降1.78%，环比下降2.11%。



数据来源：Wind，联合资信整理

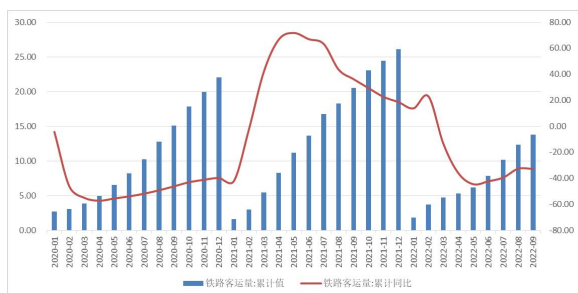
图4 民航货邮周转量累计值及累计同比

继2022年7月1日三大航司签下大额飞机采买订单后，根据南方航空公告，2022年9月22日，其控股子公司厦门航空有限公司与欧洲空中客车公司签订协议，采买40架A320NEO系列飞机，合计基本价格约48.48亿美元。2022年11月4日，中国航空器材集团公司与欧洲空中客车公司签署了140架空客飞机的批量采购协议，总价值约170亿美元。各大航司和航材采购企业持续逆势签订大额飞机采买订单，将对未来行业运力格局产生影响。

（二）铁路运输业

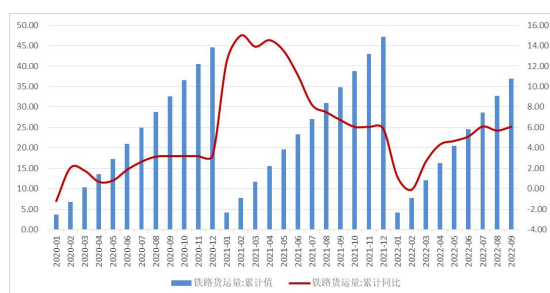
三季度，暑运客运需求提升，铁路客运业务有所恢复。铁路货运量较二季度小幅下降，整体运行较为稳定。

客运方面，2022 年三季度，随着北京、上海等城市疫情缓解，以及暑期旺季来临，铁路客运量有所恢复，三季度铁路客运量累计 5.94 亿人次，环比增长 87.63%。三季度，铁路货运业务稳步运行，货运量累计 12.29 亿吨，环比小幅下降 1.77%。



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

三季度，在欧美通胀加剧的背景下，海外工业及消费需求收缩，市场行情疲软，中国出口集装箱综合运价指数 CCFI 大幅下降；大宗商品需求疲软，中国进口干散货运价指数 CDFI 下跌明显。油品运输方面，原油补库存需求增加、可用运力下降等因素推动原油运输指数 BDTI 上行。

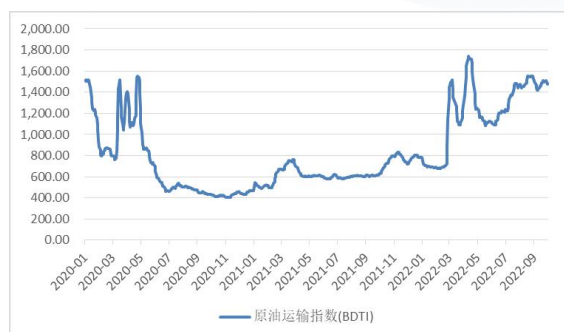
三季度，欧洲及美国通货膨胀加剧，工业产出及消费需求收缩，市场行情疲软，CCFI 呈下跌趋势。2022 年三季度，中国出口集装箱综合运价指数 CCFI 平均值为 2952.91 点，环比下降 6.53%；9 月末 CCFI 为 2328.81 点，环比下降 28.23%。中国进口干散货运价指数 CDFI 方面，进入三季度后，国内房地产市场依旧低迷，加之限产政策，国内对铁矿石的需求不高；煤炭方面，受内外贸煤价格倒挂影响，进口煤炭需求有所减量，受上述因素综合影响 CDFI 下降明显。

油品运输方面，三季度，随着原油储备逐步消耗，补库存需求提升；俄乌冲突爆发后，运距拉长使得可用运力下降，同时新造船订单下滑促使运力供给紧张。整体看，在供需的双重作用下推动 BDTI 指数上行。



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 指数

三、企业信用情况

（一）企业信用等级

截至2022年三季度末，交通运输行业存续发债主体36家，较上季度末减少4家，其中AAA级别主体24家，AA+级别主体6家，AA级别和C级别主体分别存续3家，交通运输行业存续发债主体仍以AAA为主。2022年三季度交通运输行业存续发债主体未发生级别变动。

（二）企业偿债能力

2022年三季度，航空运输行业盈利能力进一步恶化。航空运输企业整体债务负担重，短期偿债压力加大，需关注疫情管控政策变化和纾困政策落实情况。航运企业持续向好发展，但需关注地缘政治紧张、需求疲软、全球通货膨胀等因素带来的不利影响。

2022年三季度，受疫情防控影响，航空运输企业营业收入总额同比继续下滑，营业利润率进一步恶化。截至2022年三季度末，航空运输企业流动比率和现金短期债务比较上季度末均有所下降，整体短期偿债压力加大；平均全部债务资本化比率小幅增长，债务负担重。整体看，2022年以来，疫情管控政策从严，航空运输行业尚无有效手段弥补亏损，航空运输企业经营及偿债能力持续下降，需关注疫情管控政策变动和纾困政策落实情况。此外，需继续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。

2022年三季度，航运行业营业收入和利润总额较2021年三季度保持较快增长，营业利润率相对平稳。截至2022年三季度末，航运行业流动比率及现金短期债务比仍维持在较高水平，平均全部债务资本化比率较上季度末小幅上升。整体看，航运行业持续向好发展，但地缘政治紧张使得航运供应链存在中断风险，全球通胀升温、货运需求疲软等因素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 年三季度			2021 年三季度			2022 年三季度		
		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	3918.52	285.70	--	2421.89	-287.22	--	1949.43	-921.18	--
	平均数	--	--	6.77	--	--	-12.44	--	--	-55.14
航运	合计数	3715.71	270.65	--	6890.44	2045.93	--	8579.06	2670.97	--
	平均数	--	--	8.49	--	--	17.80	--	--	17.89

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	2022 年 3 月末			2022 年 6 月末			2022 年 9 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	36.63	0.40	78.72	40.38	0.45	82.18	33.88	0.33	86.00
航运	108.78	1.91	53.55	111.29	1.95	52.18	139.24	2.44	52.58

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. 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均有所下降，债券发行主体级别仍以 AAA 级为主，债券类型仍以超短期融资券为主。

2022 年三季度，交通运输行业合计发行债券 25 只，环比下降 10.71%；发行金额为 387.50 亿元，环比下降 4.42%。其中，2022 年三季度铁路运输行业仅浩吉铁路股份有限公司一家主体发债，债券发行数量和金额同比及环比下滑明显；航运行业和公路运输行业的发行金额同比和环比均有所增长；由于三大航司所发债券减少，航空运输行业发债数量和规模大幅下降。

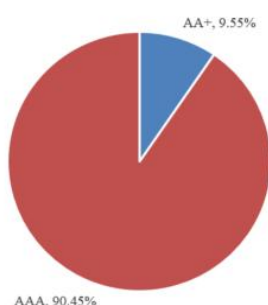
表 3 2022 年三季度交通运输行业债券发行数量及金额（单位：只、亿元）

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 年三季度 (%)	较 2022 年二季度 (%)		较 2021 年三季度 (%)	较 2022 年二季度 (%)
航空运输	12	-58.62	-25.00	228.50	-60.77	-14.55
铁路运输	2	-66.67	-50.00	50.00	-89.32	-23.08
航运	10	66.67	66.67	97.00	11.49	42.65
公路运输	1	0.00	-50.00	12.00	500.00	140.00
合 计	25	-40.48	-10.71	387.50	-66.00	-4.42

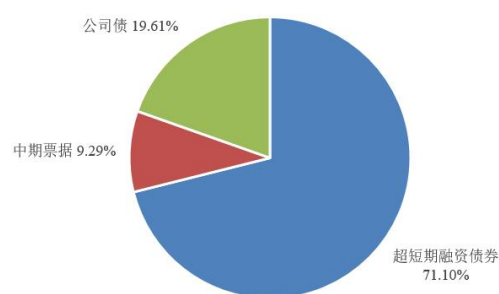
注：上表中发行债券类型不包含资产支持证券和政府支持机构债

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 年三季度共有 12 家主体发行债券，其中 AAA 级别的主体 8 家，较上季度减少 4 家；AA⁺级别的主体 4 家，较上季度增加 3 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 90.45%。整体来看，交通运输行业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 年三季度交通运输行业发行主体级别分布 图 10 2022 年三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 年三季度共发行超短期融资券 17 只、中期票据 2 只和公司债 6 只（含非公开发行债券 3 只），发行规模占比分别为 71.10%、9.29%和 19.61%，超短期融资券发行规模占比较大。其中受航空运输行业债券发行减少影响，超短期融资券发行规模占比较上季度下降 1.28%，公司债发行规模较上季度上升 4.81%。

（二）债券发行利率和利差分析

三季度，交通运输行业发行利率区间上下限环比和利差同比、环比均有所下降。

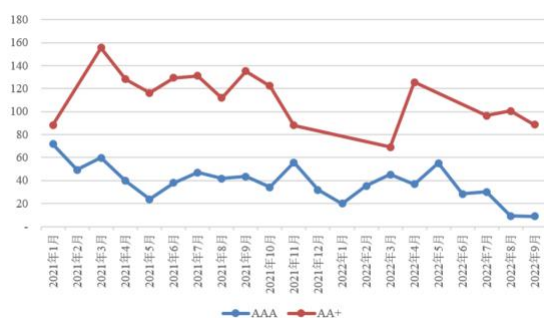
2022 年三季度，央行强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，在此背景下，交通运输行业 AAA 级别主体发行利率区间上限及下限均低于上季度和上年同期可比值，AA⁺级别主体发行利率期间均低于上季度和上年同期可比值。

表 4 交通运输行业发行利率区间比较情况

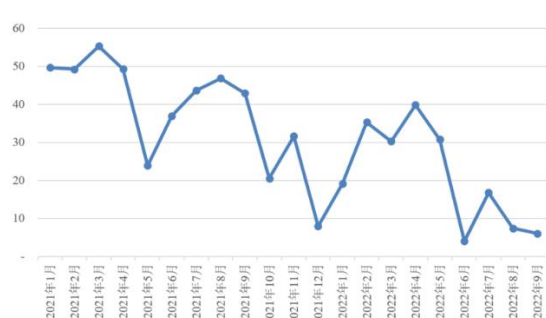
发行主体信用等级		2021 年三季度	2022 年二季度	2022 年三季度
AAA	短期债券	2.03%~2.55%	1.70%~2.20%	1.48%~2.10%
	中长期债券	2.75%~3.76%	2.69%~3.40%	2.40%~2.54%
AA ⁺	短期债券	2.89%~3.70%	--	2.69%
	中长期债券	4.09%	3.89%	2.70%~3.57%
AA	短期债券	--	--	--
	中长期债券	3.50%	--	--

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 年三季度，交通运输行业平均发行利差整体有所下降。AAA 级别主体平均发行利差为 16.07 BP，环比下降 24.14 BP，同比下降 28.10 BP，其中航空运输企业平均发行利差为 8.18 BP，环比下降 28.31 BP，同比下降 36.28 BP；AA⁺ 级别主体平均发行利差为 95.28 BP，环比下降 30.38 BP，同比下降 30.82 BP。



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

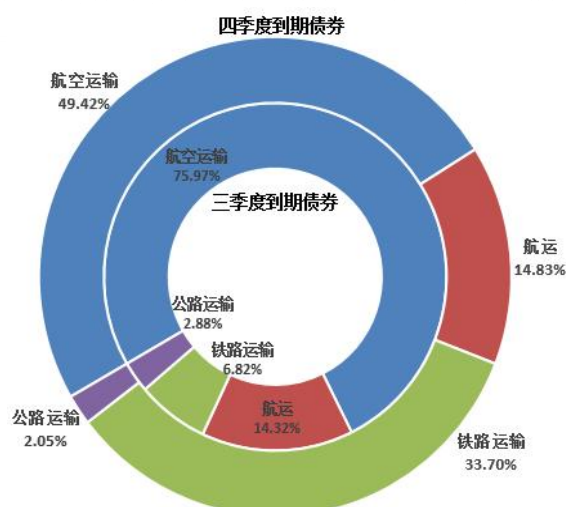
交通运输行业存续债券余额较上季度末有所减少，品种结构较上季度末无较大变化，发行主体仍以航空运输和铁路运输行业为主。

截至 2022 年三季度末，交通运输行业存续债券共 181 只，较上季度末减少 17 只；存续债券余额合计 3313.58 亿元，较上季度末减少 356.62 亿元。分行业来看，交通运输行业存续债发行主体仍以航空运输和铁路运输行业为主，其存续债规模占比分别为 39.40%和 42.23%。从债券品种来看，债券品种结构较上季度末变化不大，主要为公司债（含可转债）、中期票据和超短期融资券，占比分别为 45.73%、35.20%和 14.20%。

（二）到期债券情况

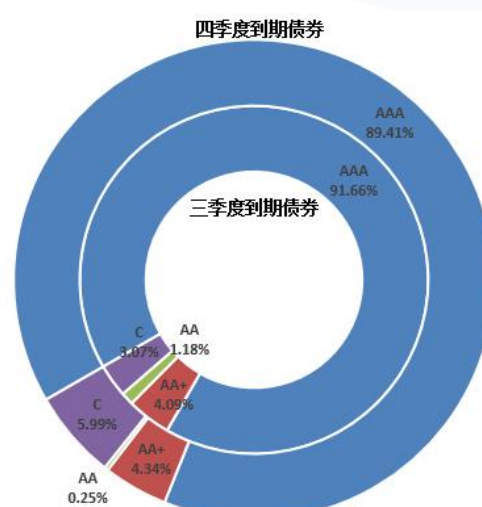
2022 年四季度，铁路运输企业到期债券规模增长导致交通运输行业面临到期的债券规模有所增长，涉及发行主体级别仍以 AAA 级为主。

2022 年四季度，交通运输行业将有 36 只债券到期，到期债券规模合计 667.60 亿元，其中民营企业到期债券余额合计 52.00 亿元。2022 年四季度，到期债券规模较上季度增加 81.19 亿元，主要系铁路运输企业存续的单笔大额中期票据即将到期所致。到期债券涉及的发行主体共 20 家，主体级别仍以 AAA 为主。待回售债券仅 1 只，余额为 9.09 亿元，来自航空运输企业。



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



数据来源：Wind，联合资信整理

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 年三季度，交通运输行业净融资规模持续为负，主要系发债规模收缩所致。考虑到四季度交通运输行业到期债务规模较大，合计 667.60 亿元，其中航空运输和铁路运输企业到期债务规模合计占 83.12%，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	2022 年一季度	2022 年二季度	2022 年三季度
发行额	482.50	814.50	405.40	387.50
到期额	524.00	381.50	517.97	606.41
净融资额	-41.50	433.00	-112.57	-218.91

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。三季度以来大额采买飞机叠加四季度到期债券，加剧了航空运输企业的资金压力，随着疫情防控政策优化调整，新航季下航空运输企业国际航班投放增加，国际客运运行情况有望得到改善，纾困政策的落实有望缓解企业的经营负担，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。