

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

行业环境改善，盈利能力有望继续好转 ——航空运输行业回顾及展望

联合资信 公用评级三部 | 霍正泽 | 彭雪绒 | 崔竞元



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



行业环境改善，盈利能力有望继续好转 ——航空运输行业回顾及展望

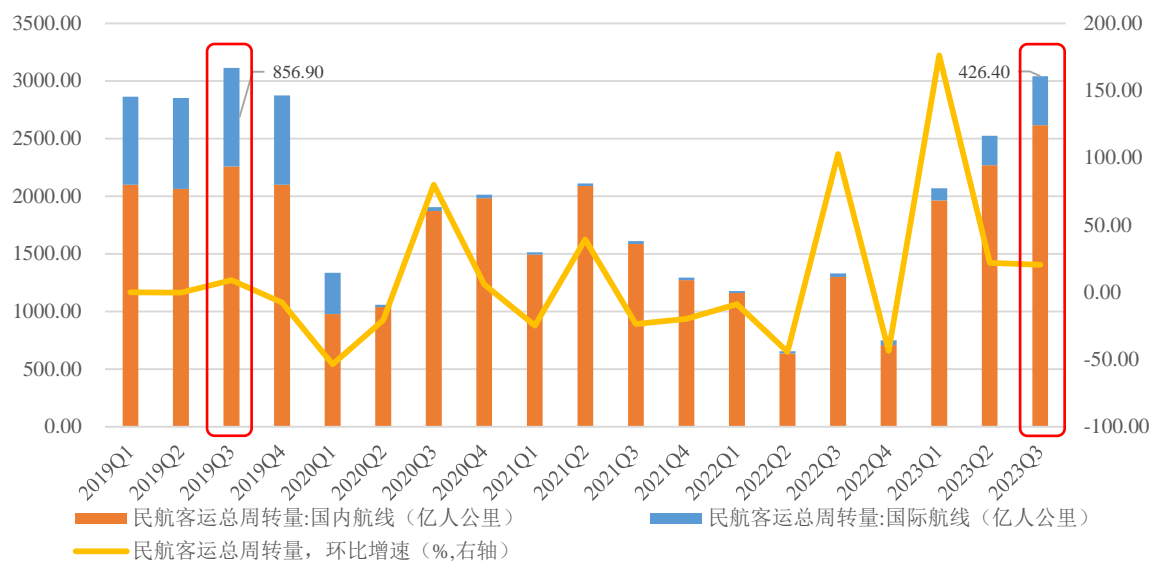
2023 年以来，行业环境大幅改善，航空运输客货运需求持续释放，企业的经营状况及盈利能力有所改善，各家航司持续减亏，但油价高企、汇率变动等因素致使航空运输企业成本端承压，航空运输企业整体的债务负担仍重。短期看，中美航线增班将加速国际航线恢复进度，元旦、春节等假期临近，将进一步刺激航空运输服务需求，航空运输行业将保持利好发展态势。长期来看，我国经济发展稳中向好，航空运输服务需求将持续释放，并带动航空运输企业经营稳定发展，以及偿债能力的提升。综上，维持航空运输行业展望为稳定。

一、行业运行分析

2023 年以来，航空运输行业快速回暖，前三季度全行业旅客客运周转量已接近 2019 年同期水平，但国际客运较 2019 年同期仍有较大差距。我国民航货运仍以国际航线为主，随着航空运输企业陆续新开、加密货运航线，民航货邮周转量持续增长。

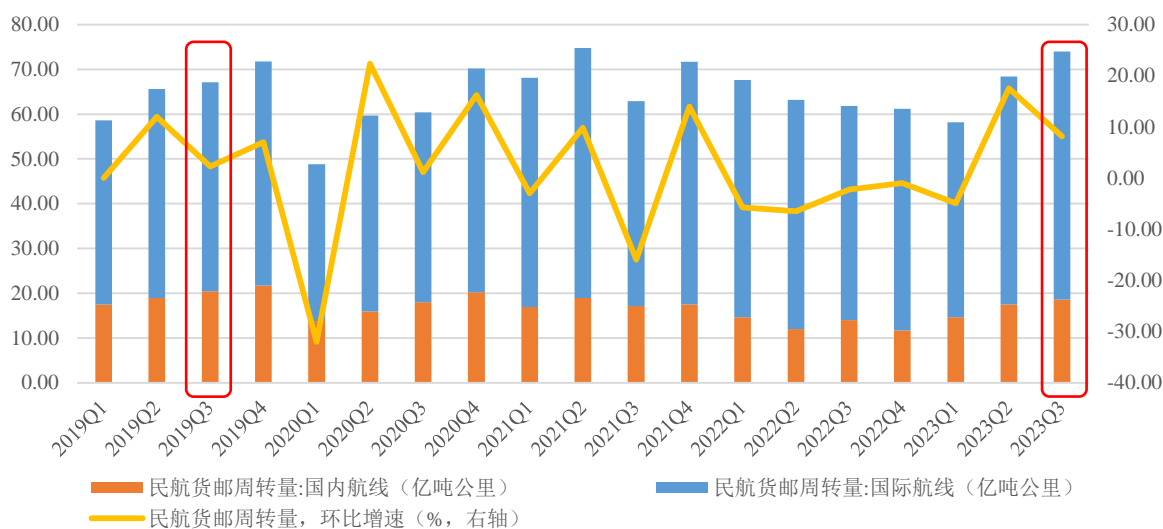
根据《中国民航 2023 年 9 月份主要生产指标统计》，2023 年 1—9 月，中国民航业累计完成运输总周转量 868.1 亿吨公里，同比增长 84.1%，为 2019 年同期的 89.89%。客运市场方面，1—9 月全行业完成旅客周转量 7635.6 亿人公里，同比增长 141.3%，为 2019 年同期的 86.48%。其中，国内航线同比增长 121.1%，为 2019 年同期的 106.70%；国际航线同比增长 1071.3%，为 2019 年同期的 32.62%。1—9 月全行业完成旅客运输量 4.64 亿人次，同比增长 126.7%，为 2019 年同期的 93.27%。

货运方面，随着航司陆续新开、加密货运航线，1—9 月全行业实现货邮周转量 200.5 亿吨公里，同比增长 3.9%，为 2019 年同期的 104.81%。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图1 我国民航业旅客周转量情况



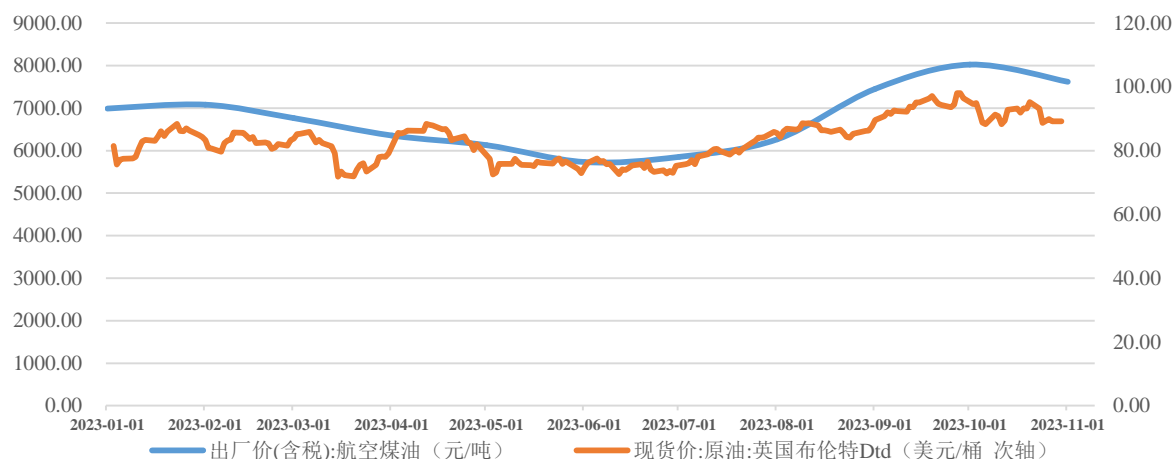
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 我国民航业货邮周转量情况

国际原油价格整体呈上行趋势，航空公司成本端承压。人民币保持走贬趋势，考虑到未来汇率走势仍取决于宏观经济走势、货币政策调整等多方面因素，航空公司仍面临汇率波动风险。

2023年初至3月上旬，受美联储加息及经济下行压力冲击等多方面的综合影响，国际原油价格窄幅震荡；3月中旬至4月中旬，受欧美银行业风险显现及 OPEC+主动减产维护原油市场等因素的影响，国际原油价格下跌后大幅反弹；4月以后，受

OPEC+减产政策等因素影响，国际原油价格整体呈上行趋势。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 2023年以来航油价格和原油价格走势

2023年初至3月，受市场对美联储加息预期调整影响，人民币汇率有所波动；3月美国银行风险事件影响美元指数下行，美元兑人民币汇率有所回落；5月至7月，受美联储加息等因素影响，美元兑人民币汇率快速走高；7月以来，我国监管部门加大稳汇率力度，人民币汇率整体保持稳定。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 2023年以来美元兑人民币汇率走势图

在出境团队游国家名单增加、中美航线计划增加航班以及新航季启动等刺激下，国际航线需求有望提速恢复。

2023年8月，文旅部发布《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第

第三批）出境团队旅游业务的通知》，新增 78 个目的地国家，其中包括美国、英国、日本、土耳其、澳大利亚、韩国、印度等热门目的地国家，出境跟团游的国家和地区由 60 个扩展至 138 个；2023 年 5 月、8 月及 10 月，美国交通部连续发布通告，批准中国的航空公司可进一步增加中美直飞航班，根据最新通告，2023 年 11 月 9 日起中美直飞航班将增班到每周 35 对，将进一步满足民众的出行需求。

表 1 航空运输业重要政策汇总

| 发布时间 | 文件、政策或会议名称 | 核心内容及主旨 |
|-------------|---|---|
| 2023 年 5 月 | 美国交通部通告 | 2023 年 5 月起允许中方航司运营每周 12 个中美直航客运航班 |
| 2023 年 8 月 | 《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》 | 新增 78 个目的地国家，恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务。 |
| 2023 年 8 月 | 美国交通部通告 | 2023 年 10 月 29 日起中美直飞航班将增班到每周 24 对 |
| 2023 年 10 月 | 美国交通部通告 | 2023 年 11 月 9 日起中美直飞航班将增班到每周 35 对 |
| 2023 年 11 月 | 中国民航局 | 中美间定期直飞客运航班开始逐步增班，2023—2024 冬春航季，有望从目前每周 48 班增至每周 70 班，双方航空公司每周各运营 35 班 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三大航司¹及航材采购企业大额采买飞机，持续布局运力，对未来经营发展提供保障。

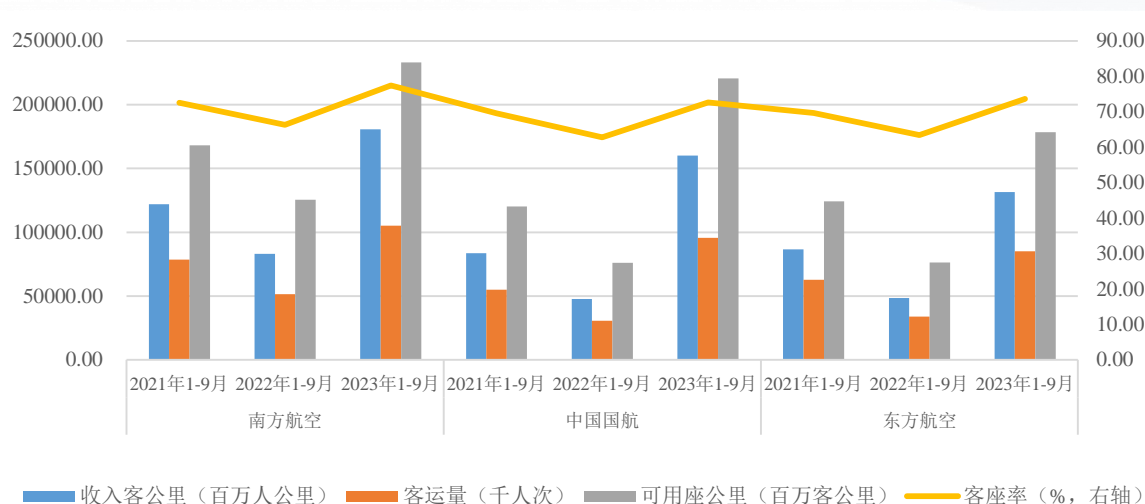
2023 年 4 月，中国航空器材集团公司与欧洲空中客车公司签署了 160 架空客飞机的批量采购协议，总价值约 200 亿美元。2023 年 7 月，三大航司分别与法国空中客车公司签订购买协议，合计购买 292 架空客飞机，价值超过 370 亿美元；2023 年 9 月，东航股份向中国商用飞机有限责任公司购买 100 架 C919 系列飞机，目录价格约为人民币 710.80 亿元。自 2022 年起，三大航司和航材采购企业持续大额采买飞机，为未来经营发展提供保障。

二、企业经营分析

2023 年以来，主要航空运输企业经营状况持续改善，运营数据同比均大幅提升。

2023 年 1—9 月，受益于行业环境改善，三大航司的旅客周转量（按收入客公里计）、载客人数、客运运力投入（可用座公里）和客座率同比均大幅提升。

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”）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 三大航司运营情况

2023 年以来，航空运输企业²经营亏损持续收窄，部分航司扭亏为盈。

2023 年前三季度，随着行业环境改善，假期旅游及商务出行刺激出行需求大幅增长，航空公司加大运力投入，航司的营业总收入同比均大上涨，亏损持续收窄，部分航司实现扭亏为盈。

表2 部分航空运输企业盈利能力情况

| 公司名称 | 营业收入（亿元） | | | 净利润（亿元） | | | 营业利润率（%） | | |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| | 2019 年 1-9 月 | 2022 年 1-9 月 | 2023 年 1-9 月 | 2019 年 1-9 月 | 2022 年 1-9 月 | 2023 年 1-9 月 | 2019 年 1-9 月 | 2022 年 1-9 月 | 2023 年 1 -9 月 |
| 南航股份 | 1166.65 | 701.61 | 1194.91 | 45.67 | -181.35 | 27.70 | 4.64 | -30.13 | 3.05 |
| 国航股份 | 1030.77 | 420.89 | 1054.77 | 76.03 | -324.12 | 11.87 | 8.97 | -79.23 | -0.41 |
| 东航股份 | 934.00 | 358.5 | 855.38 | 47.81 | -299.34 | -25.70 | 5.91 | -83.8 | -3.78 |
| 厦门航空 | 251.04 | 158.87 | 258.71 | 11.04 | -18.52 | 14.24 | 5.83 | -14.98 | 6.74 |
| 深圳航空 | 245.54 | 103.11 | 231.34 | 12.24 | -74.01 | -6.98 | 4.86 | -77.7 | -4.58 |
| 吉祥航空 | 130.04 | 64.88 | 158.80 | 12.56 | -29.86 | 11.41 | 12.28 | -60.8 | 9.68 |
| 春秋航空 | 115.64 | 66.05 | 141.03 | 17.17 | -17.37 | 26.77 | 19.27 | -35.05 | 21.75 |

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

在经营持续向好的背景下，2023 年前三季度航空运输企业经营活动现金均为净流入，考虑到购机、项目投资及偿债支出，航司的筹资压力仍大。

2023 年 1-9 月，航空公司盈利能力大幅提升，相较于 2022 年末，航空运输企业经营活动现金流均为净流入且大幅增长。投资活动方面，航空运输企业的资本支出

² “二、企业经营分析和三、债务负担及偿债指标分析”中航空运输企业指有存续债或上市的航空公司，包括南航股份、国航股份、东航股份、厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）、深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”）、春秋航空股份有限公司（以下简称“春秋航空”）和上海吉祥航空股份有限公司（以下简称“吉祥航空”）。

主要用于飞机引进、基建工程及对外投资，各航空公司的投资活动现金流均为净流出。筹资活动方面，2023 年 1—9 月，航空公司保持较大规模的偿债支出，筹资活动均净流出。

表 3 国内发债或上市航空公司现金流情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 经营活动净现金流 | | | 投资活动净现金流 | | | 筹资活动净现金流 | | | 2023 年 1—9 月 现金流净额合计 |
|------|----------|---------|--------------|----------|--------|--------------|----------|--------|--------------|----------------------|
| | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 1—9 月 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 1—9 月 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 1—9 月 | |
| 南航股份 | 133.71 | 34.65 | 369.79 | -151.49 | -54.07 | -66.33 | -21.68 | 2.99 | -360.69 | -57.23 |
| 中国国航 | 128.88 | -167.62 | 330.76 | -44.53 | -68.71 | -64.09 | 17.11 | 180.97 | -159.09 | 107.57 |
| 东航股份 | 56.92 | -64.74 | 262.94 | 21.55 | -72.92 | -104.43 | -25.26 | 183.48 | -200.82 | -42.31 |
| 厦门航空 | 42.91 | 30.51 | 92.99 | -10.99 | -16.88 | -15.14 | -25.29 | -14.48 | -40.97 | 36.88 |
| 深圳航空 | 21.85 | -39.37 | 76.81 | -15.21 | -4.90 | -19.29 | 17.21 | 37.65 | -48.56 | 8.96 |
| 春秋航空 | 16.84 | 4.39 | 60.98 | -59.63 | -45.44 | -23.29 | 23.20 | 69.06 | -11.12 | 26.56 |
| 吉祥航空 | 15.57 | 2.08 | 56.57 | -19.99 | -17.34 | 0.54 | -0.15 | 15.88 | -57.09 | 0.01 |

注：现金流净额合计=经营活动净现金流+投资活动净现金流+筹资活动净现金流

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三大航司履行社会责任情况良好，节能减排效果有所显现。

三大航司贯彻 ESG 理念，定期发布社会责任报告，在可持续发展、安全运营、绿色经营、服务质量、员工福利、社会公益等方面履行社会责任。其中，绿色经营为航空公司履行社会责任的重点之一，三大航司建立了环保经营体系，并在节能减排、技术改良、机队更新等方面落实环保方针。2022 年，三大航司在机队规模扩张的情况下，通过飞机减重、优化航线、优化飞机性能、引进飞机等方式，实现航油消耗及碳排放量的下降。

根据民航局发布的《“十四五”民航绿色发展专项规划》，到 2025 年，航空公司的运输航空机队吨公里油耗为 0.293 千克，吨公里二氧化碳排放为 0.886 千克。总体看，部分航司的运营指标较目标存在一定的差距。

表 4 三大航司绿色运营情况

| 项目 | 国航股份 | | 南航股份 | | 东航股份 | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2021 年 | 2022 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2021 年 | 2022 年 |
| 引进/交付飞机（架） | 43 | 36 | 22 | 23 | 33 | 34 |
| 退出飞机（架） | 4 | 20 | 11 | 7 | 6 | 11 |
| 机队规模（架） | 746 | 762 | 878 | 894 | 758 | 778 |
| 航油消耗（万吨） | 481.3 | 310.2 | 605.31 | 453.34 | 497.51 | 310.34 |
| 吨公里油耗（千克/吨公里） | 0.357 | 0.358 | 0.285 | 0.277 | 0.214 | 0.209 |

| | | | | | | |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 节约航空燃油（万吨） | 2 | 0.78 | -- | -- | 2.1 | 5.4 |
| 二氧化碳碳排放总量（万吨） | 1544.2 | 1005.30 | 1924.38 | 1449.90 | 1587.08 | 994.30 |
| 二氧化碳排放密度（千克/吨公里） | 1.124 | 1.126 | 0.898 | 0.872 | 1.201 | 1.218 |

注：机队规模含客机及货机

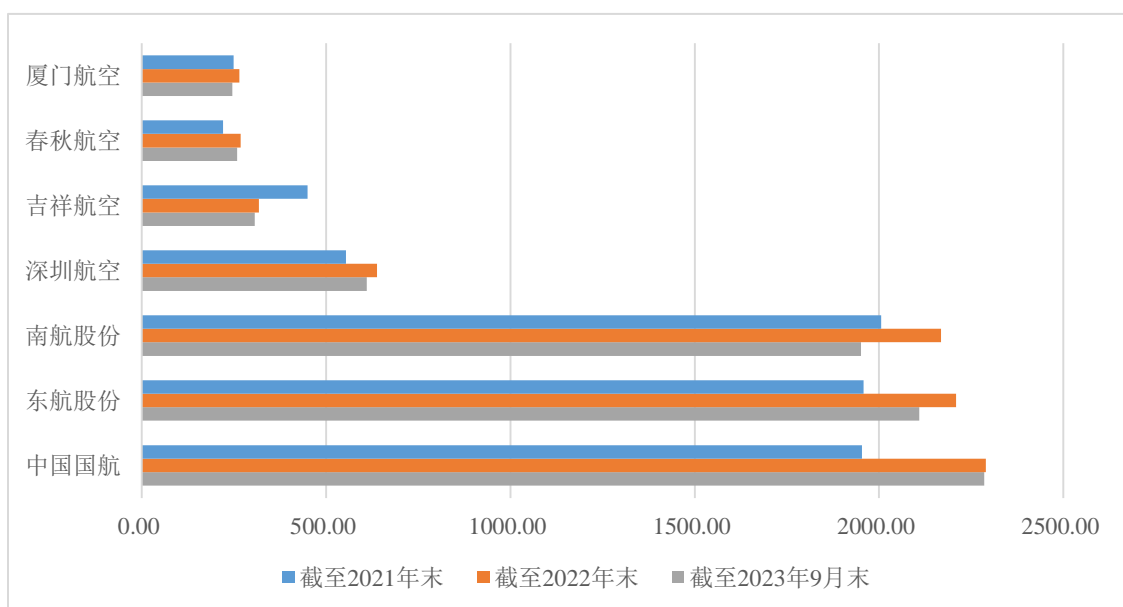
资料来源：联合资信根据三大航司年度报告、社会责任报告整理

三、债务负担及偿债指标分析

2023 年以来，航空运输企业全部债务规模有所下降，整体债务负担重。截至 2023 年 9 月末，航空运输企业主要通过银行融资等间接融资方式筹集资金，间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 9 月末，航空运输企业全部债务规模较年初均有所下降。从债务结构以长期债务为主。从各航空公司来看，随着一年内到期的非流动负债及将到期的短期融资债券占比的增加，厦门航空、南航股份和春秋航空短期债务规模占总债务比重超过 40%。

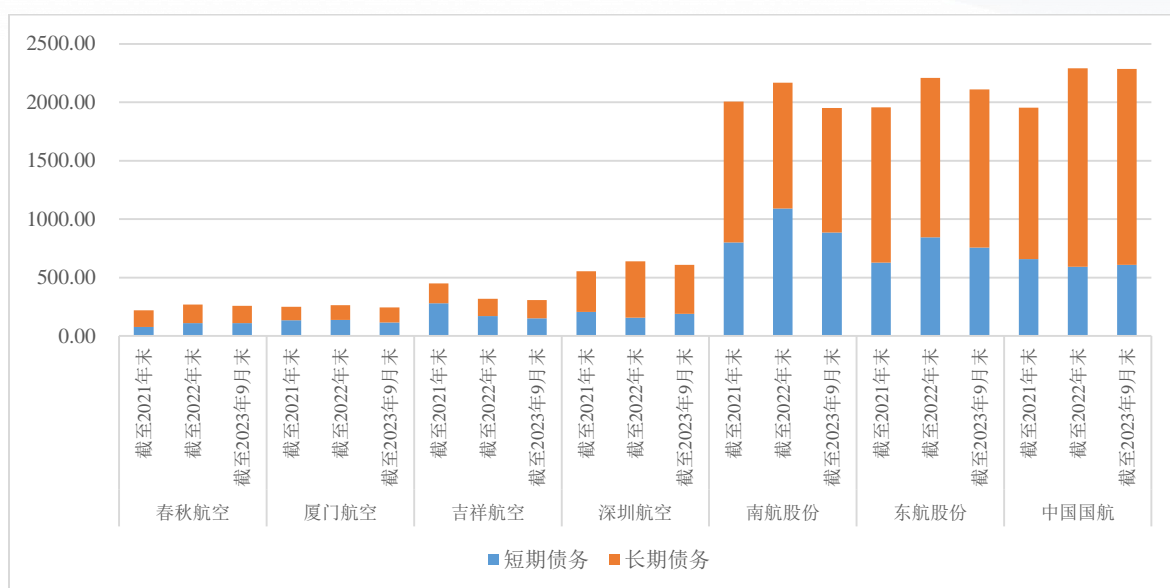
截至 2023 年 9 月末，航空运输企业资产负债率大部分集中在 60.00%~90.00% 之间；除东航股份全部债务资本化比率较上年末有所下降，全部债务资本化比率偏高；此外，深圳航空资产负债率和全部债务资本化比率均超过 100.00%，系之前年度经营大幅亏损所致。整体看，航空运输企业债务负担重。



注：全部债务包括航空运输企业短期借款、金融负债、应付票据、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款中有息部分、租赁负债及其他权益工具

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 6 航空运输企业全部债务规模情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图7 航空运输企业全部债务结构（单位：亿元）

截至 2023 年 9 月末，行业存续债券余额合计占全部债务的 14.11%，主要来自三大航司和深圳航空；租赁负债余额占全部债务合计的 31.38%，除春秋航空外，其余大部分航空运输企业租赁负债占比在 30%~40%之间；航空运输企业融资仍主要以银行借款等间接融资为主。

表5 截至 2023 年 9 月末航空运输企业债务情况

| 公司名称 | 短期债务占比 (%) | 资产负债率 (%) | 全部债务资本化比率 (%) | 债务结构占比 (%) | | |
|------|------------|-----------|---------------|------------|-------|-------|
| | | | | 租赁负债 | 债券融资 | 其他 |
| 国航股份 | 26.67 | 88.78 | 85.74 | 30.03 | 1.31 | 68.66 |
| 东航股份 | 35.94 | 90.27 | 88.48 | 32.93 | 14.94 | 52.13 |
| 南航股份 | 45.46 | 81.10 | 77.12 | 35.08 | 12.30 | 52.62 |
| 深圳航空 | 31.22 | 115.16 | 118.69 | 26.41 | 13.44 | 60.15 |
| 春秋航空 | 42.45 | 64.41 | 61.45 | 9.48 | 1.54 | 88.98 |
| 厦门航空 | 47.25 | 64.71 | 55.38 | 36.63 | 0.41 | 62.97 |
| 吉祥航空 | 30.17 | 78.47 | 82.00 | 27.58 | 0.00 | 72.42 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年 9 月末，航空运输企业流动比率平均值较上年末有所上升，其中春秋航空流动资产规模较大使得企业流动比率较高，其余航空公司流动比率偏低，除厦门航空外均低于 35.00%。同期，航空运输企业现金短期债务比平均值较上年末有所上升，短期偿债指标表现弱。截至 2023 年 9 月末，受政策及旅客出行需求增加影响，航空运输企业经营活动现金净额均为正，航空运输企业经营现金流动负债比较上年末均有好转。

表 6 航空运输企业短期偿债指标概况（单位：倍）

| 公司名称 | 2021 年 | | | 2022 年末 | | | 2023 年 9 月末 | | |
|------|---------|----------|---------------|---------|----------|---------------|-------------|----------|---------------|
| | 现金短期债务比 | 流动比率 (%) | 经营现金流动负债比 (%) | 现金短期债务比 | 流动比率 (%) | 经营现金流动负债比 (%) | 现金短期债务比 | 流动比率 (%) | 经营现金流动负债比 (%) |
| 春秋航空 | 1.08 | 0.90 | 0.17 | 0.93 | 0.88 | 0.03 | 1.20 | 1.04 | 0.44 |
| 厦门航空 | 0.04 | 0.17 | 0.23 | 0.05 | 0.18 | 0.17 | 0.38 | 0.43 | 0.47 |
| 中国国航 | 0.22 | 0.33 | 0.14 | 0.19 | 0.24 | -0.18 | 0.37 | 0.34 | 0.29 |
| 东航股份 | 0.38 | 0.32 | 0.07 | 0.21 | 0.26 | -0.06 | 0.18 | 0.24 | 0.25 |
| 南航股份 | 0.19 | 0.34 | 0.12 | 0.19 | 0.23 | 0.02 | 0.16 | 0.22 | 0.28 |
| 深圳航空 | 0.15 | 0.18 | 0.08 | 0.14 | 0.18 | -0.18 | 0.16 | 0.21 | 0.27 |
| 吉祥航空 | 0.14 | 0.25 | 0.11 | 0.09 | 0.19 | 0.01 | 0.09 | 0.22 | 0.34 |
| 平均值 | 0.26 | 32.50 | 11.63 | 0.21 | 25.49 | -4.86 | 0.26 | 29.34 | 29.06 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债指标方面，2022 年，除厦门航空外，其余航空运输均为亏损状态，EBITDA 均为负值。考虑到 2023 年以来航空运输企业盈利状况的改善，长期偿债指标将有所好转。

表 7 航空运输企业长期偿债指标该况（单位：亿元、倍）

| 公司 | 2021 年 | | 2022 年 | |
|------|--------|-------------|---------|-------------|
| | EBITDA | 全部债务/EBITDA | EBITDA | 全部债务/EBITDA |
| 厦门航空 | 46.89 | 5.32 | 30.91 | 8.57 |
| 春秋航空 | 27.85 | 7.93 | -3.91 | -68.62 |
| 南航股份 | 191.3 | 10.48 | -8.11 | -267.3 |
| 吉祥航空 | 25.84 | 12.2 | -17.23 | -18.87 |
| 深圳航空 | 17.9 | 30.95 | -50.77 | -12.57 |
| 东航股份 | 110.17 | 17.77 | -122.26 | -18.07 |
| 中国国航 | 47.34 | 41.28 | -180.93 | -12.65 |
| 平均值 | 66.75 | 15.53 | -50.33 | -23.17 |

注：EBITDA=利润总额+费用化利息支出+折旧+摊销

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2023 年 6 月末，航空运输企业整体获得授信额度充足，尚未使用额度较高，间接融资渠道畅通。东航股份、国航股份和春秋航空抵质押借款规模较大，导致用于抵质押而受限的资产规模较大，资产受限比率较高。

表 8 航空运输企业授信及资产受限情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 最新授信情况 | | 资产受限比率 (%) | | 是否上市 |
|------|---------|--------------|------------|-------------|------|
| | 总授信额度 | 尚未使用额度占比 (%) | 2022 年末 | 2023 年 6 月末 | |
| 南航股份 | 4121.00 | 72.19 | 0.06 | 0.05 | 是 |
| 国航股份 | 2058.63 | 57.34 | 32.66 | 31.46 | 是 |
| 深圳航空 | 820.00 | 66.44 | 1.79 | 1.71 | 否 |
| 厦门航空 | 662.10 | 82.04 | 0.01 | / | 否 |

| | | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|---|
| 春秋航空 | 521.53 | 59.37 | 30.30 | 35.96 | 是 |
| 东航股份 | 319.18 | 99.99 | 51.99 | / | 是 |
| 吉祥航空 | / | * | 10.92 | 9.43 | 是 |

注:: 1. 南航股份和国航股份授信情况为 2023 年 6 月末情况, 深圳航空和厦门航空授信情况为 2022 年 3 月末情况, 其他公司为 2022 年末的授信情况; 2. “/” 表示部分未披露数据; 3. 截至 2022 年末, 吉祥航空尚未使用的授信额度为 168.87 亿元

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

四、展望

自年初以来, 随着市场环境的大幅改善, 航空运输行业复苏进程提速, 企业经营快速改善, 盈利能力持续提升, 短期来看, 随着元旦、春节等假期临近, 航空运输服务需求仍将维持高位。文旅部对于出境游利好政策实施以及中美航班投放量增加, 国际航线的恢复进度有望进一步加速。行业环境利好叠加需求持续释放, 航空运输企业的经营状况及盈利能力将持续提升。

长期来看, 我国的经济发展韧性强, 伴随着稳定向好的发展态势, 航空运输服务需求将维持高位。未来, 随着三大航司及航材采购企业采买飞机的陆续到位, 航空运输企业的运力将进一步加强, 并带动经营稳健发展。综上, 维持航空运输行业展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@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。