

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

行业复苏拐点临近，评级展望调整为稳定 ——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 | 崔晓彤 | 王 昱



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



行业复苏拐点临近，评级展望调整为稳定

——航空运输行业回顾及展望

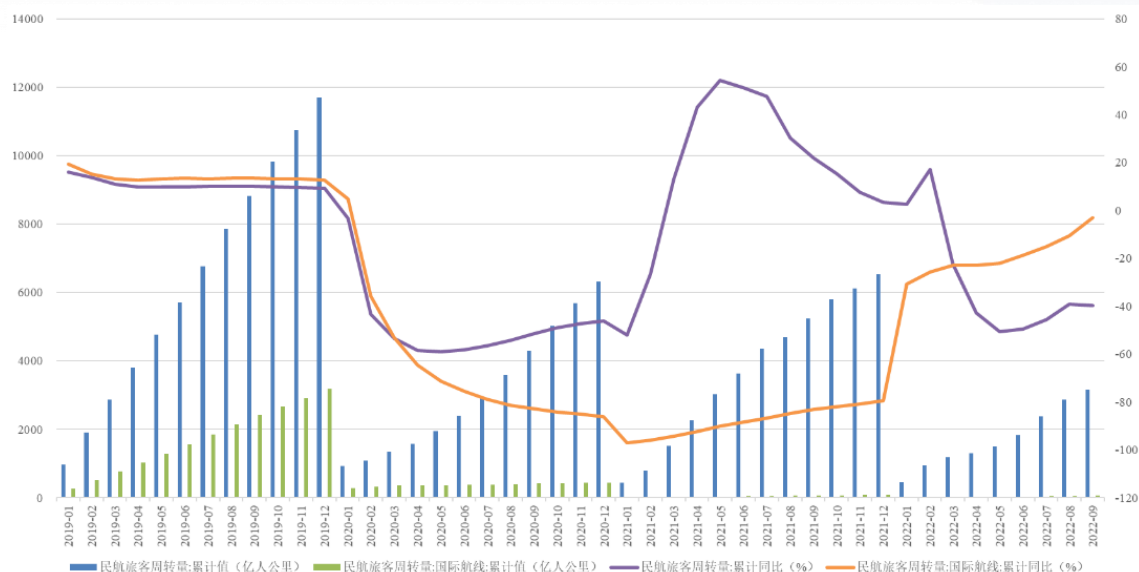
2022 年，疫情仍为阻碍行业复苏的主要因素，航空运输企业的经营压力大幅攀升，叠加航油价格提升及汇率变动因素，航空公司成本端承压，经营持续亏损，部分企业资不抵债。年初以来，政府对航空运输企业在补贴、融资支持、注资、税收减免等方面给予政策扶持，以缓解经营压力。随着疫情管控政策优化调整，跨省流动限制等措施逐步解除，短期内航空运输需求将逐步提升，新航季下航空运输企业国际航班投放增加，国际客运运行情况有望得到改善。纾困政策的落实叠加行业需求的释放，航空运输企业的经营状况和偿债能力将得到大幅改善。长期来看，疫情对经济发展的负面效应逐步减弱，航空运输需求将持续提升，未来，随着三大航司及航材采购企业采购飞机陆续到位，航空运输企业的运力将进一步加强。综上，航空运输行业评级展望调整为稳定。

一、行业运行分析

2022 年，受疫情反复、严格管控政策的影响，航空运输企业的经营压力大幅提升。年初以来，北京、上海等重点枢纽城市及三亚、新疆等旅游目的地区域相继爆发疫情，国内航线民航客运量较 2021 年同期进一步收缩。国际航线维持低位运行。民航货运市场表现先扬后抑，二季度开始，受上海等货运枢纽城市疫情及经济下行压力加大等因素影响，民航货邮周转量有所收缩。

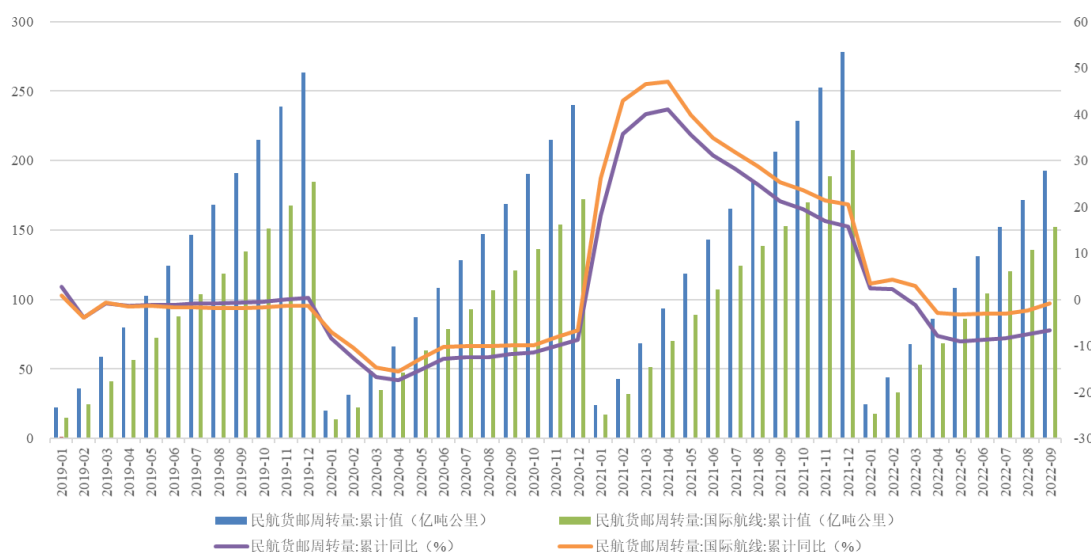
根据《中国民航 2022 年 9 月份主要生产指标统计》，2022 年 1—9 月，中国民航业累计完成运输总周转量 471.2 亿吨公里，同比下降 29.6%，为 2019 年同期的 48.79%。客运市场方面，1—9 月全行业完成旅客周转量 3164.1 亿人公里，同比下降 39.6%，为 2019 年同期的 35.84%。其中，国内航线同比下降 40.1%，为 2019 年同期的 48.25%；国际航线同比下降 3.1%，为 2019 年同期的 2.78%。1—9 月全行业完成旅客运输量 2.05 亿人次，同比下降 42.1%，为 2019 年同期的 41.15%。

货运方面，1—9 月全行业实现货邮周转量 192.8 亿吨公里，同比下降 6.6%，为 2019 年同期的 100.79%。



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

国务院、财政部、民航总局等政府部门对航空运输行业的支持力度大幅提升，出台多项支持政策，以补贴、融资支持、注资、税收减免等措施缓解航空公司经营及融资压力。国务院和地方政府对疫情防控政策的优化调整，有望加速航空运输行业复苏进程。

2022年2月，国务院对服务业领域困难行业出台了若干政策，其中针对航空运输企业，在税务、资金、航空煤油价格和融资等方面提出了多项促进行业恢复发展的

政策。5月，国务院常务会议决定增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券，有序增加国内国际客运航班。5月，财政部、民航局出台政策，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。7月，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；为三大航司¹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。8月，民航局对国际航班熔断措施进行调整。10月，财政部、民航局发布政策，对航空公司的补贴条件有所调整，补贴范围扩大。11月以来，国务院对疫情防控政策优化调整。12月以来，广州、北京、上海、重庆、海南等多地政府对疫情防控政策优化调整。

表1 2022年1—11月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
2022年2月	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	针对民航业，在税收、补助资金、融资等方面出台了纾困扶持措施
2022年5月	国务院常务会议	增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券。有序增加国内国际客运航班，制定便利外企人员往来措施。
2022年5月	《关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》	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。补贴期限为2022年5月21日至2022年7月20日；补贴标准为：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
2022年7月	民航局新闻发布会	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；为三大航司各争取注资30亿元，预拨首批国内客运航班中央补贴资金32.9亿元。
2022年8月	国际定期客运航班熔断措施将优化调整	对确诊旅客人数达到5例的航空公司单一入境航班，当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数4%时，暂停运行1周；当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数8%时，暂停运行2周
2022年10月	《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
2022年11月	《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》	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
2022年12月	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	进一步优化落实疫情防控措施

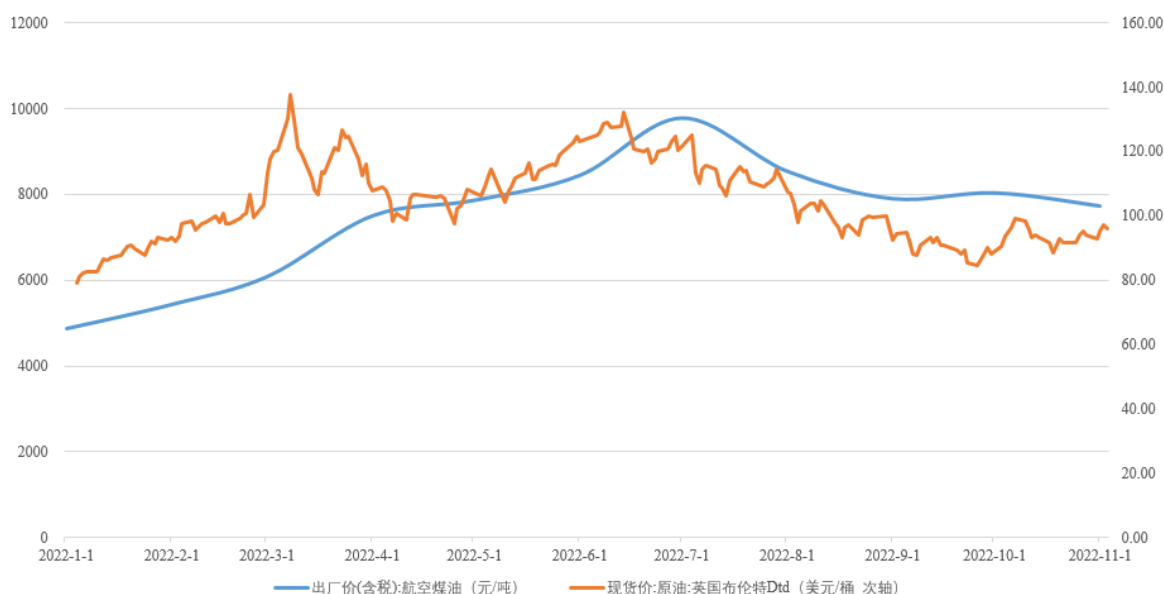
¹三大航司指中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”或“中国国航”），中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）和中国东方航空股份有限公司（以下简称“东航股份”）

2022 年 12 月	广州、北京、上海、重庆、海南、浙江、山东等多地政府对疫情防控政策调整	对疫情管控、跨省流动限制等政策作出优化调整
-------------	------------------------------------	-----------------------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

国际原油价格宽幅震荡，整体呈上行趋势，航空公司成本端压力提升；美元兑人民币单边上行，考虑到未来汇率走势仍取决于美联储加息、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。

2022 年初以来，原油价格保持涨势，2 月俄乌冲突爆发后加速冲高并于 3 月达到峰值，3 月中旬以后，受美联储加息、美国石油抛储、OPEC+产量低于预期以及原油需求转弱等多因素综合影响，原油价格宽幅震荡；7 月，OPEC+原油大幅增产，同月美联储再度加息，美元汇率走高并压制了美元计价资产的表现，受此影响，原油价格单边下行，10 月 OPEC+宣布减产措施，原油价格止跌起扬。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 3 2022 年以来航油价格和原油价格走势

2022 年以来，受美联储加息、疫情对美国经济扰动趋弱等因素影响，美元指数持续走强；而散点疫情冲击下，中国经济边际走弱，同时中国保持较为宽松的货币政策，中美国债利率出现倒挂。受此影响，2022 年 3 月末开始，美元兑人民币汇率单边上行，人民币持续走贬。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 4 2022 年以来美元兑人民币汇率走势图

三大航司及航材采购企业大额采买飞机，逆势提前布局运力。民航局对国际航班的管制政策有所放松，国际航线客运运营有望逐步恢复。

2022 年 7 月至 9 月，三大航司陆续发布公告，向欧洲空中客车公司采购 332 架空客 A320NEO 飞机，基本价格合计 421.05 亿美元；2022 年 11 月，国内最大的第三方飞机采购及航材保障商中国航空器材集团有限公司与欧洲空中客车公司签署 140 架空客飞机批量采购协议，总价值 170 亿美元左右。三大航司和航材采购企业大额采买飞机或将对未来行业运力格局产生一定的影响。

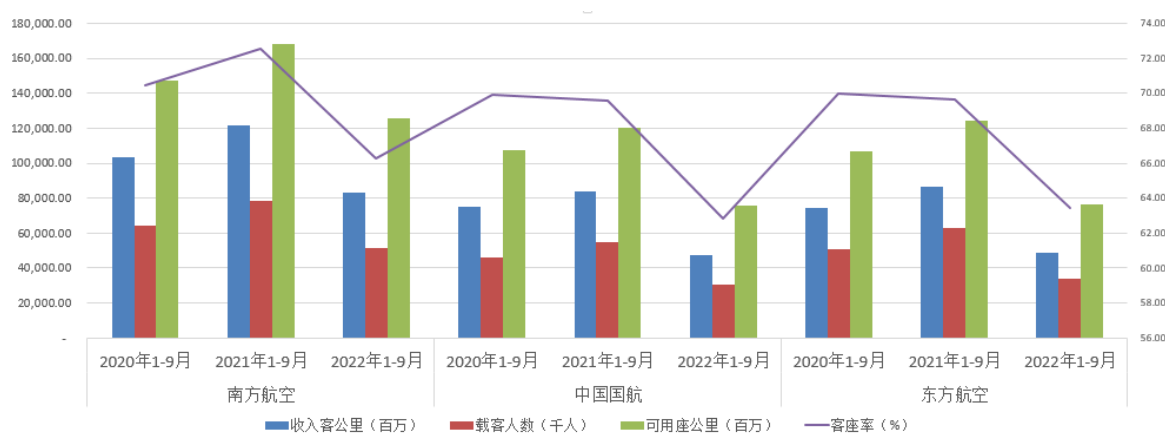
2022 年 7 月，民航局提出逐步增加国际航班数量并对国际航班熔断措施进行调整，国际航班管制边际放松；2022 年 8 月 12 日起，三大航司陆续重启多条国际航线，民航局自 2022 年 10 月 30 日至 2023 年 3 月 25 日执行 2022/23 年冬春航季航班计划，国内外航空公司每周安排国际客运航班同比增长 105.9%，为 2019/2020 年冬春航季的 4.6%，随着国际航班管制的边际放松和航班安排的逐步增加，国际航线客运运营有望得到恢复。

二、企业经营分析

受疫情管控及疫情散点爆发的影响，2022 年主要航空运输企业业务经营数据同比均有所下滑。

2022 年 1—9 月，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）和客座率同比均有所下降。相较于 2021 年前三季度同比增长

态势，2022 年以来企业经营受疫情反复及管控政策趋严的负面影响进一步加深。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5 三大航司运营情况

经营恶化叠加航油价格攀升以及人民币贬值等不利因素，致使航空运输企业²成本端持续承压，经营亏损加剧。

2022 年 1—9 月，航空运输企业营业收入同比均有所下降。成本端，除固定成本支出外，航油价格攀升叠加人民币贬值加剧了航空运输企业的成本负担，航空运输企业均持续亏损。

表 2 航空运输企业盈利能力情况（单位：亿元）

公司名称	营业收入			净利润			营业利润率 (%)		
	2020 年 1—9 月	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月	2020 年 1—9 月	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月	2020 年 1—9 月	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月
南航股份	653.50	784.95	701.61	-85.46	-51.00	-181.35	-17.17	-8.92	-30.13
中国国航	484.54	574.57	420.89	-114.62	-117.96	-324.12	-28.06	-25.55	-79.23
东航股份	423.00	525.01	358.50	-96.81	-85.80	-299.34	-30.90	-22.10	-83.80
海航控股	198.45	272.57	187.28	-164.26	-39.66	-219.99	-102.39	-26.27	-117.61
厦门航空	146.08	170.61	158.87	-9.60	-0.23	-18.52	-9.16	-3.46	-14.98
深圳航空	120.03	144.28	103.11	-20.56	-24.13	-74.01	-22.88	-24.55	-77.70
山东航空	73.66	101.95	62.33	-16.83	-11.33	-53.17	-30.96	-19.88	-85.86

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及上市的航空公司，包括南航股份、国航股份、东航股份、海航控股、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”）、山东航空股份有限公司（以下简称“山东航空”）、吉祥航空和春秋航空。

吉祥航空	71.70	91.29	64.88	-4.90	-0.48	-29.86	-10.01	-0.46	-60.80
春秋航空	68.27	86.38	66.05	-1.51	1.57	-17.37	-3.39	2.31	-35.05

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

在经营承压的背景下，部分航空运输企业经营活动现金净流出，叠加大额投资支出，企业筹资压力大幅增长。需持续关注航空运输企业的经营获现、筹资能力情况。

2022 年 1—9 月，受业务经营下行，成本负担增加的影响，相较于 2021 年末，多家航空运输企业经营活动现金流转为净流出。航空运输企业的经营活动现金流量净额差异较大，南航股份及厦门航空仍维持较大规模的净流入。投资活动方面，航空运输企业的资本支出主要用于飞机引进、基建工程及对外投资，除海航控股外，其他航空公司的投资活动现金流均为净流出。筹资活动方面，自疫情爆发起，航空运输企业为维持现金流稳定并满足投资计划，资金筹措力度加大，2022 年 1—9 月，除南航股份、中国国航以及海航控股外，其他航空公司筹资活动均为净流入。

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			2022 年 1—9 月 现金流 净额合计
	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月	
南航股份	90.49	133.71	73.00	-77.54	-151.49	-26.71	222.99	-21.68	-112.79	-66.50
中国国航	14.08	128.88	-48.96	-158.65	-44.53	-56.53	114.63	17.11	83.50	-21.99
东航股份	12.11	56.92	-2.60	-62.83	21.55	-41.85	114.26	-25.26	150.45	106.00
海航控股	-5.06	6.77	-16.90	-32.25	-15.37	25.67	-4.34	16.40	-23.92	-15.15
厦门航空	45.99	42.91	38.20	-17.75	-10.99	-7.65	-31.87	-25.29	-32.35	-1.80
深圳航空	14.54	21.85	-7.58	-11.15	-15.21	-1.81	-9.92	17.21	14.50	5.11
山东航空	-17.00	15.57	4.20	-6.52	-20.00	-11.13	70.60	-10.56	15.00	8.07
吉祥航空	6.13	15.57	1.30	-5.90	-19.99	-8.58	2.59	-0.15	13.63	6.35
春秋航空	8.26	16.84	0.94	-48.87	-59.63	-32.55	56.00	23.20	40.18	8.57

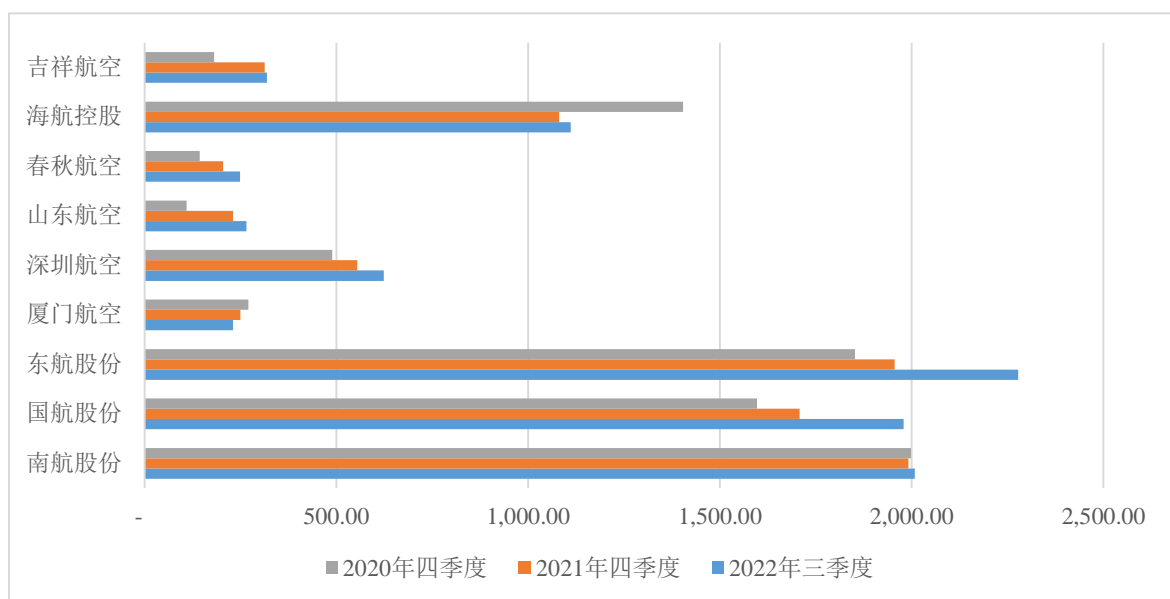
注：现金流净额合计=经营活动净现金流+投资活动净现金流+筹资活动净现金流

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、债务负担及偿债指标分析

2022 年以来，航空运输企业全部债务规模保持增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担重，部分企业资不抵债，航空运输企业短期偿债指标表现弱。截至 2022 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。

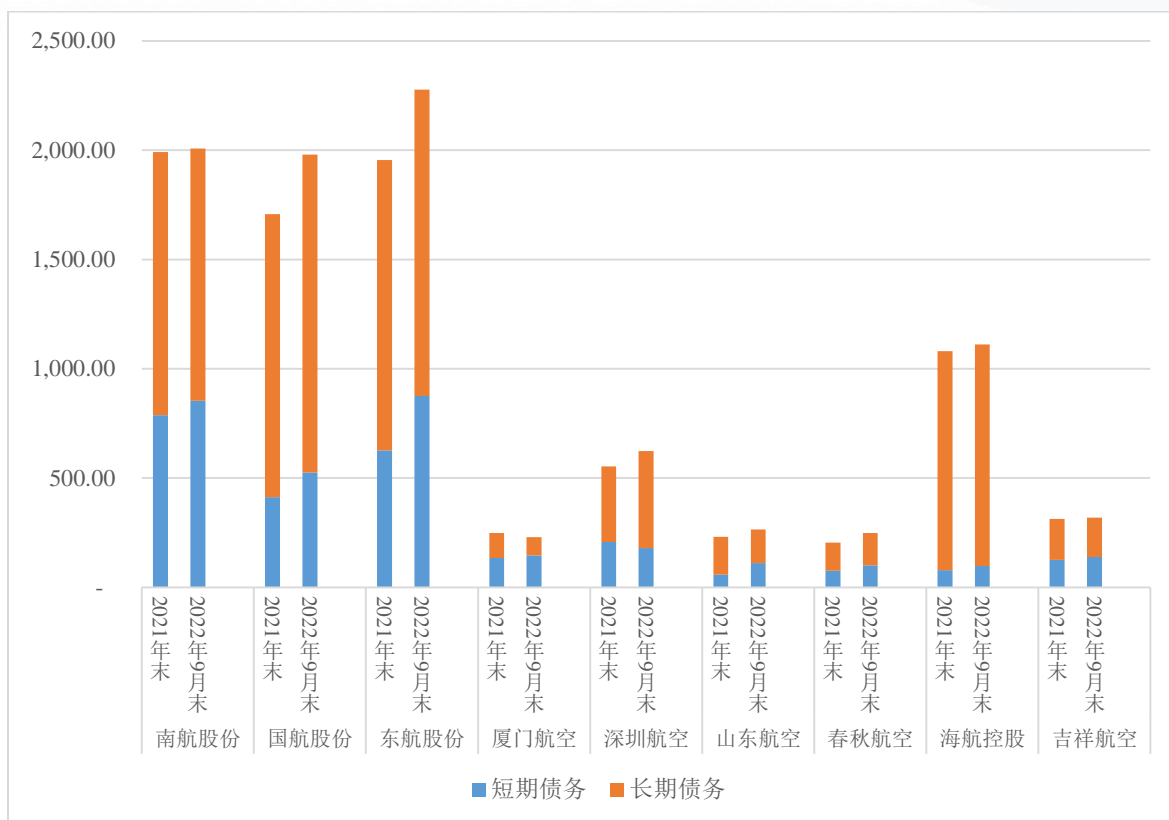
截至 2022 年 9 月末，除厦门航空全部债务规模较年初有所下降以外，其余航空运输企业全部债务规模均有所增长，其中国航股份和东航股份债务增幅明显，增长规模均超百亿。



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）

从债务结构上看，截至 2022 年 9 月末，航空运输企业短期债务合计数占全部债务的 33.43%，长期债务占 66.57%。从各航空公司来看，厦门航空一年内到期的非流动负债增长使得短期债务规模大幅增长，债务结构以短期债务为主；其余航空公司均以长期债务为主。航空运输企业多为重资产企业，截至 2022 年 9 月末，航空运输企业资产负债率大部分集中在 70.00%~90.00%之间，全部债务资本化比率偏高，且均较上年末有所增长，此外，深圳航空、海航控股及山东航空的资产负债率和全部债务资本化比率均超过 100.00%，系经营大幅亏损所致。整体看，航空运输企业整体的债务负担重。

截至 2022 年 9 月末，行业存续债券余额合计 1039.36 亿元，占全部债务合计的 11.47%，主要来自三大航司、海航控股和深圳航空；租赁负债余额占全部债务合计的 37.01%，除春秋航空租赁负债占比为 13.35%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。考虑到租赁负债支出固定，在航空公司调减运力时仍需按计划支付，故债务结构中租赁负债比重高的航空公司偿债压力相对较大。

表 4 截至 2022 年 9 月末航空运输企业债务情况（单位：亿元）

公司名称	短期债务	长期债务	全部债务	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
南航股份	854.03	1153.90	2007.93	42.53	78.67	75.24	36.54	17.50	45.96
国航股份	525.05	1454.02	1979.06	26.53	88.10	84.85	39.59	6.32	54.10
东航股份	875.16	1402.26	2277.42	38.43	91.29	90.08	34.45	13.08	52.47
海航控股	98.18	1012.81	1110.99	8.84	108.86	111.26	47.12	12.32	40.56
厦门航空	146.92	83.29	230.21	63.82	66.23	58.62	33.53	11.29	55.17
深圳航空	180.14	443.05	623.19	28.91	107.31	108.50	31.71	14.76	53.52
山东航空	110.54	154.90	265.44	41.64	119.22	130.72	41.27	3.77	54.96
春秋航空	100.60	147.79	248.40	40.50	71.31	67.62	13.35	--	86.65
吉祥航空	138.91	179.77	318.68	43.59	77.37	76.12	43.21	--	56.79
合计	3029.52	6031.80	9061.32	--	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

短期偿债指标方面，截至 2022 年 9 月末，航空运输企业流动比率平均值较上年末下降 11.62 个百分点，其中海航控股流动负债规模较小、春秋航空流动资产规模较大使得上述两家企业流动比率较高，其余航空公司流动比率偏低，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下降，现金短期债务比主要集中在 0.04 倍~0.42 倍之间，短期偿债指标表现弱。截至 2022 年 9 月末，受疫情影响，航空运输企业客货运量下降，国航股份、东航股份、海航股份和深圳航空经营活动现金净额为负，航空运输企业经营现金流动负债比较上年末均有所下降。

表 5 航空运输企业短期偿债指标概况（单位：倍）

公司名称	2021 年 9 月末			2021 年末			2022 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 (%)
南航股份	0.32	36.25	12.93	0.28	34.12	12.05	0.18	24.60	6.07
国航股份	0.20	27.43	12.40	0.41	33.25	14.10	0.28	29.56	-5.41
东航股份	0.19	31.09	15.08	0.21	32.49	6.63	0.27	31.49	-0.24
海航控股	0.07	39.17	1.31	1.77	129.80	2.93	0.37	60.50	-6.24
厦门航空	0.06	17.74	28.15	0.06	16.85	23.11	0.04	12.84	18.66
深圳航空	0.05	11.96	7.98	0.13	17.73	8.10	0.18	23.22	-3.10
山东航空	0.92	63.00	12.52	0.64	48.99	15.86	0.42	34.88	2.63
春秋航空	1.09	97.80	18.33	0.95	90.07	17.40	0.83	80.76	0.76
吉祥航空	0.14	28.31	12.33	0.10	24.77	10.54	0.13	25.66	0.82
平均值	0.34	39.19	13.45	0.50	47.56	12.30	0.30	35.95	1.55

资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债指标方面,2021年,国航股份和深圳航空 EBITDA 较上年均有所下降,其余航空运输企业 EBITDA 较上年均有所增长,其中受海航控股重整产生的债转股及留债收益和权益法核算的长期股权投资收益增长影响,海航控股 EBITDA 转负为正。航空运输企业全部债务/EBITDA 平均值较上年有所增长,EBITDA 对债务的保障能力有所下降。

表 6 航空运输企业长期偿债指标该况 (单位:亿元、倍)

公司	2019 年		2020 年		2021 年	
	EBITDA	全部债务/EBITDA	EBITDA	全部债务/EBITDA	EBITDA	全部债务/EBITDA
南航股份	345.25	5.37	161.11	12.40	165.17	12.06
国航股份	356.14	0.16	71.78	0.91	47.34	36.07
东航股份	317.34	5.14	107.95	17.15	110.17	17.75
海航控股	125.13	0.52	-579.60	-0.21	195.43	5.53
厦门航空	62.66	4.62	40.70	6.65	46.89	5.32
深圳航空	76.16	6.19	33.87	14.43	17.90	30.95
山东航空	16.29	2.53	-19.92	-5.49	16.83	13.70
春秋航空	35.84	1.11	6.38	7.90	27.85	7.34
吉祥航空	26.08	6.24	9.10	19.89	25.84	12.10
平均值	151.21	3.54	-18.74	8.18	72.60	15.65

注:1. EBITDA=利润总额+费用化利息支出+折旧+摊销;2. 2020 年,海航控股根据重整进展计提较大规模信用损失、公允价值变动损失和资产减值损失,导致当年形成大额亏损,EBITDA 同比大幅下降。

资料来源:联合资信根据公开资料整理

融资便利方面,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。国航股份、海航控股、深圳航空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 7 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	尚未使用	2021 年末	2022 年 6 月末	
南航股份	3526.00	2491.00	0.05	0.06	是
国航股份	1936.89	1262.90	30.28	31.10	是
东航股份	/	/	11.15	10.90	是
海航控股	/	/	33.61	34.87	是
厦门航空	662.10	543.19	0.003	0.002	否
深圳航空	820.00	544.78	39.35	40.94	否
山东航空	248.00	118.70	2.48	1.11	是
春秋航空	395.81	248.50	28.89	31.95	是
吉祥航空	/	/	10.86	10.63	是

注:1. 南航股份、国航股份和春秋航空授信数据为截至 2022 年 6 月末,厦门航空、深圳航空和山东航空授信数据为截至 2022 年 3 月末;2. “/”表示部分未披露数据

资料来源:联合资信根据公开资料整理

四、存续债券情况

1. 债券发行情况

2022 年以来，航空运输企业债券发行数量有所下降，发行主体信用级别以高等级为主，债券品种主要为超短期融资券。

从债券发行情况来看，2022 年 1—9 月，航空运输企业债券发行数量和规模同比均有所收缩。从发行主体信用级别分布来看，债券发行主体信用级别以 AAA 为主。从债券品种来看，超短期融资券发行规模较大，募集资金用途主要为偿还发行主体存量债务和补充营运资金。

表 8 航空运输企业发行债券情况（单位：只、亿元、家）

项目		2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月
发行主体数量		9	9	9	8
其中债项发行时主体信用级别	AAA	8	8	8	8
	AA ⁺	1	1	1	--
	AA	--	--	--	--
发行数量		136	103	67	66
其中	超短期融资券	119	88	55	49
	中期票据	11	6	3	8
	公司债	6	9	9	9
发行金额		1997.50	2190.00	1456.50	1194.40
其中	超短期融资券	1680.00	1851.00	1197.50	951.40
	中期票据	100.00	140.00	60.00	119.00
	公司债	217.50	199.00	199.00	124.00

注：1. 公司债含一般公司债、私募债和可转债；2. 上述统计不含海外债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 债券发行利率和利差分析

2022 年以来，航空运输企业发债利率有所回落，发行利差受疫情复发情况以及政策支持的影响波动下行。

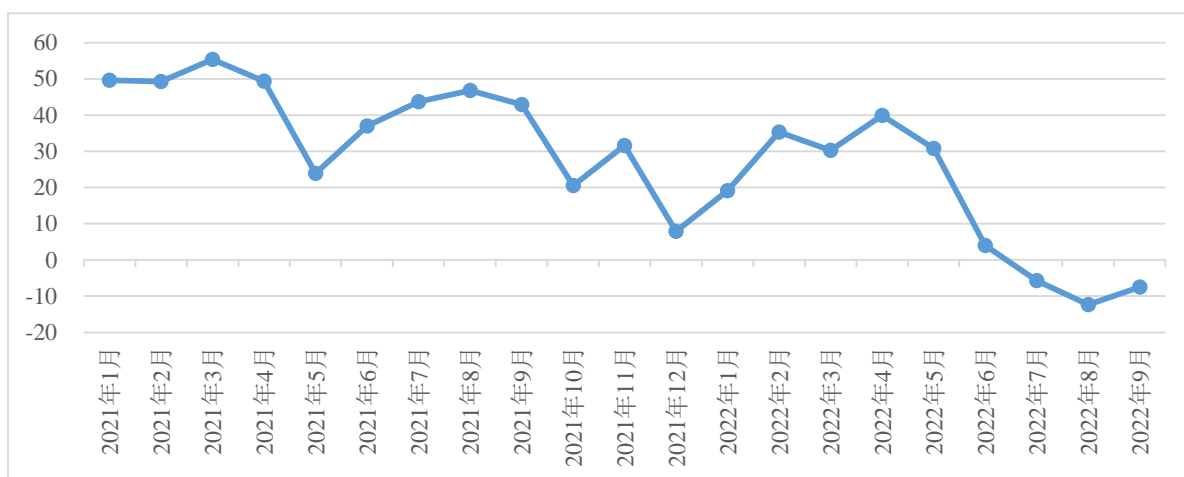
债券发行利率方面，2022 年以来，在央行强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，保持流动性合理充裕的背景下，航空运输行业 AAA 级别主体发行利率区间上下限较上年均有所回落。

表 9 航空运输企业债券发行利率区间比较情况

发行主体信用级别	2021 年	2022 年 1—9 月
AAA	2.03%~3.95%	1.48%~3.54%
AA ⁺	3.10%~3.20%	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

发行利差方面，2022 年 1—4 月，受疫情影响，航空公司债券发行利差一度走高至 40bp 左右；5—9 月，得益于政策支持，航空公司债券发行利差波动下探至 10bp 以下区间。



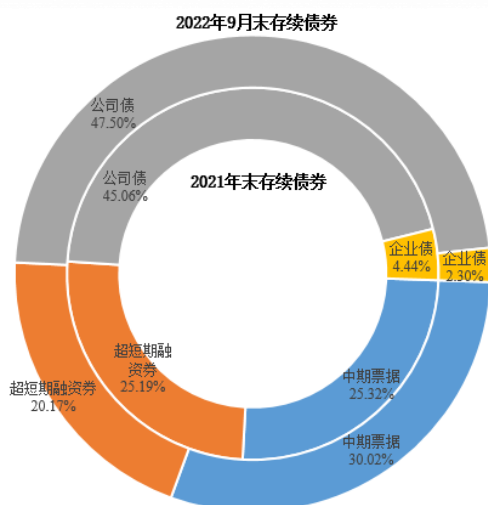
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 航空运输企业债券发行利差趋势（单位：bp）

3. 债券到期情况

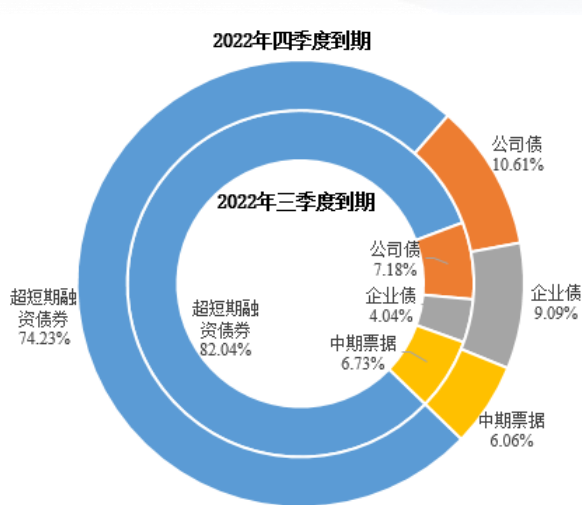
航空运输行业存续债券规模和发债主体有所下降，债券品种结构保持稳定；到期债券仍以超短期融资券为主，四季度到期债券规模较大，航空运输企业仍存在较大的融资需求。

从存续债券情况上看，截至 2022 年 9 月末，航空运输行业存续发债主体 12 家，较上年末减少 4 家；存续债券共 75 只，较上年末减少 11 只；存续债券余额合计 1305.59 亿元，较上年末减少 227.01 亿元。从债券品种来看，公司债（含可转债）存续债券余额规模最大（占 47.50%），其次为中期票据（占 30.02%）和超短期融资券（占 20.17%），债券品种结构较上年末无较大变化。



注：1. 公司债含一般公司债、私募债和可转债；2. 上述统计不含海外债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

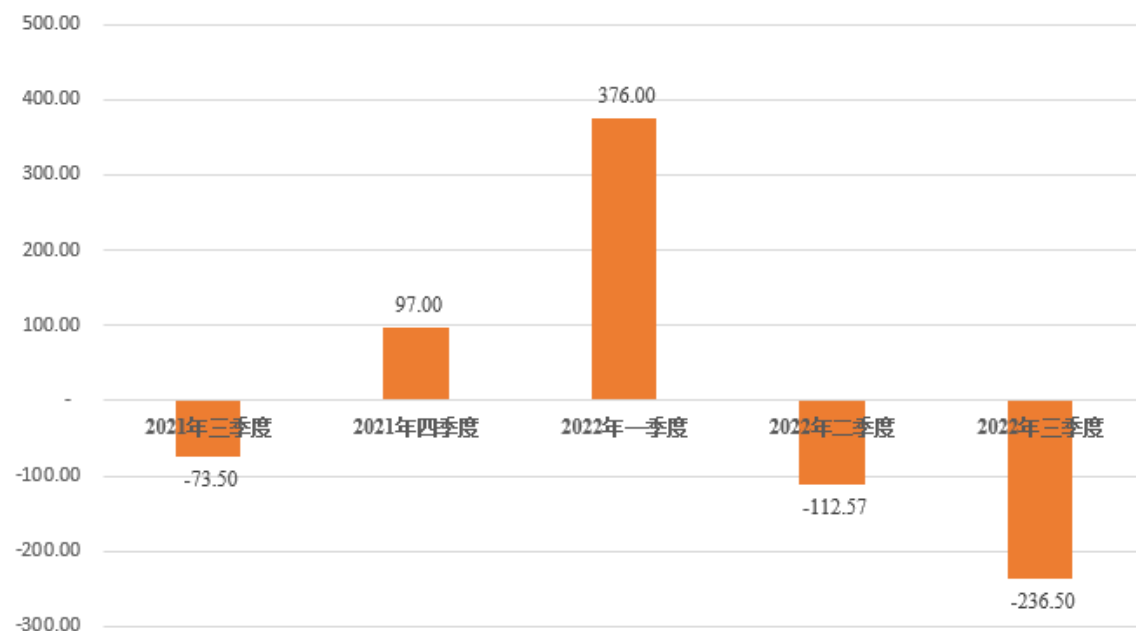


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图9 航空运输行业存续债券情况

图10 航空运输行业到期债券情况

债券到期情况方面，2022 年四季度航空运输行业存续债券中将有 19 只债券到期，到期债券规模合计 329.90 亿元，债券类型仍以超短期融资券为主，涉及发行主体共 9 家。2022 年四季度航空运输行业面临回售债券 1 只，待回售债券余额为 9.90 亿元。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图11 航空运输行业债券市场净融资情况（单位：亿元）

净融资情况方面，2022 年前三季度，航空运输企业在债券市场净融资合计 26.93

亿元。其中 2022 年一季度，航空运输企业发行债券规模较大，主要系三大航发行短期融资券和超短期融资券规模较大所致。自 2022 年二季度起，航空运输行业发行债券规模持续下降，但到期债务规模仍维持较高水平，导致净融资规模转正为负且低于上年同期规模。考虑到四季度航空运输行业到期债务规模较大，仍存在较大的融资需求。

五、展望

随着国务院和地方政府对疫情防控政策优化调整，跨省流动限制等措施逐步解除，短期内航空运输需求将逐步提升，有望加速航空运输行业复苏进程。民航局对国际航班管制边际放松，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。纾困政策的落实缓解企业的经营负担及融资压力，叠加行业需求的释放，航空运输企业的经营状况和偿债能力将得到大幅改善。

长期来看，疫情对经济发展的负面效应将持续减弱，随着社会生产生活逐步恢复，复工复产的持续推进，我国经济发展将保持稳定增长，航空运输需求将持续提升，行业发展将保持复苏态势。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，并带动企业经营稳定发展。综上，将航空运输行业评级展望调整为稳定。

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。