

2020年起,公共卫生事件对航空运输业发展造成负面影响,民众出行意愿不振,国内大部分航空运输企业经营持续亏损,债务负担加重。2022年,行业环境未发生改善,航空运输服务需求持续低迷,航空运输企业经营压力大幅攀升,叠加汇率变动及燃油价格上涨因素,航空运输企业成本端承压,经营亏损持续,与此同时,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。2023年,随着国内交通运输管制政策优化调整,市场环境改善,航空运输需求得到释放,航空运输行业恢复进程加速,航空运输企业的经营情况大幅改善。长期看,中国经济发展韧性强,市场空间广阔,对于航空运输服务需求将持续提升,伴随着航空市场供需改善、航线网络的复苏完善和国家对民航业支持政策落实,航空运输行业具有广阔的发展前景。综上,航空运输行业评级展望为稳定。

### 1. 行业概况

航空运输作为交通运输系统的重要组成部分,在运输活动中扮演了重要角色。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。根据发达国家经验,在居民收入突破一定水平后,航空运输业年均增速将是GDP增速的1.5~2倍,且行业成长期长达30~40年。随着经济增长及居民收入水平提升,中国航空客货运输量逐年增加,航空运输业凭借其高效、便捷等特点,在交通运输体系中发挥重要作用。

2020年起,全球爆发突发性公共卫生事件,航班大量停飞,全球蔓延趋势逐步加剧,亚洲、欧洲、美洲等地为阻止公共卫生事件扩散,陆续采取了出行限制措施,导致全球航空需求锐减。2022年,国内航空客运需求大幅下降,航空运输行业运营压力进一步加剧。根据《2022年民航行业发展统计公报》,

2022年,中国民航业累计完成运输总周转量599.28亿吨公里,同比下降30.1%,相当于2019年的46.34%。客运市场方面,完成旅客周转量3913.87亿人公里,同比下降40.1%,相当于2019年的33.43%;其中国内航线同比下降40.9%,国际航线同比增长20.2%;全年完成旅客运输量2.52亿人次,相当于2019年的38.14%。货运方面,2022年全行业实现货邮周转量254.10亿吨公里,同比下降8.7%,相当于2019年的96.54%。

2022年,航空运输业飞行利用率和运营效率保持低水平。从国内航空市场的飞机投放看,截至2022年底,民航全行业运输飞机在册架数4165架,较2021年底增加111架。根据国内三大航<sup>1</sup>披露的未来飞机购买计划,2023—2025年预计净增(合计)88架、115架和78架,2019—2025年年均复合增长率仅为2.9%。从飞机利用率看,2019—2022年,民航运输飞机平均日利用率大幅下降,分别为9.33小时、6.5小时、6.6小时和4.3小时。从运营效率看,2022年中国民航正班客座率和正班载运率较上年降幅较大,上述指标分别为66.6%和65.0%,较上年分别下降5.8个百分点和1.9个百分点。

2023年初以来,交通运输管制政策调整叠加春运旺季,民众出行意愿高涨,航空运输业恢复进程加速,2023年1—3月,中国民航共完成运输总周转量239.9亿吨公里、旅客运输量1.29亿人次、货邮运输量149.4万吨,同比分别增长39.7%、增长68.9%和下降7.5%,分别相当于2019年同期的77.56%、80.12%和89.98%。其中,国内客运航线修复迅速,2023年1—3月,国内航线旅客客周转量为1964.7亿人公里,同比增长69.1%,已达到2019年同期的93.61%。从飞机利用率看,2023年1—3月,民航运输飞机平均日利用率同比有所增长,为7.3小时/日(2022年同期为5.3小时/日)。从运

<sup>1</sup> 三大航指:中国国际航空股份有限公司(以下简称“国航股份”,股票简称“中国国航”)、中国东方航空股份有限公司(以下简称“东航股份”,股票简称“中国东航”)和中国

南方航空股份有限公司(以下简称“南航股份”,股票简称“南方航空”)

营效率看，2023 年 1—3 月，中国民航正班客座率和正班载运率同比均有所增长，上述指标分别为 75.2%和 65.8%，较上年分别增长 9.4 个百分点和 2.5 个百分点。

盈利能力方面，以三大航为例，2022 年，航空运输企业盈利能力大幅下降，三大航实现营业收入总收入合计 1860.68 亿元，同比下降 28.51%，亏损合计 1187.74 亿元，亏损大幅走扩 175.42%。2023 年 1—3 月，三大航实现营业收入总收入合计 813.84 亿元，同比增长 72.96%。利润总额合计-86.71 亿元，较上年同期增长 64.67%。2023 年 1—3 月三大航营业总收入同比大幅增长，虽经营亏损持续，

但相较于去年同期，亏损缺口大幅收窄。随着行业复苏进程加速，航空运输行业的盈利能力及偿债能力有望持续改善。

国际航线方面，2022 年下半年以来随着国际航线复航政策调整，三大航陆续重新加开国际航线，国际航线持续回暖，2022 年全年旅客周转量为 108.87 亿人公里，同比增长 20.20%。2023 年 1—3 月，国际航线客周转量为 104.8 亿人公里，同比增长 558.9%，为 2019 年同期的 13.73%。

2. 行业政策

表 1 2022 年以来航空运输行业主要政策梳理

发布日期	发布单位	政策或会议名称	政策要点
2022 年 2 月	国务院	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	2022 年暂停航空运输企业预缴增值税一年；地方可根据实际需要，统筹中央对地方转移支付以及地方自有财力；统筹资源加大对民航基础设施建设资金支持力度；研究协调推动中国航空油料集团有限公司与上游企业协商取消航空煤油价格中包含的海上运保费（2 美元/桶）、港口费（50 元/吨）等费用；鼓励符合条件的航空公司发行公司信用类债券
2022 年 5 月	国务院	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	财政部、民航局	《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	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 12 月	民航局	《关于恢复国际客运航班工作方案的通知》	不再对国际客运航班实施“五个一”和“一国一策”等调控措施，中外航空公司按照双边运输协定安排运营定期客运航班；不再定义入境高风险航班，取消入境航班 75%客座率限制；取消入境航班涉及机场相关入境保障人员、国内和国际机组闭环管理、入境核酸检测和入境隔离等措施。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

行业政策方面，2022 年以来，国务院、财政部、民航局陆续发布多项政策，在补贴、融资支持、注资、税收减免等多方面提供纾困支持，缓解了航空运输企业的运营压力和成本负担。

3. 行业竞争

由于航空运输业投资巨大，资金、技术、风险高度密集，投资回收周期长，政府对航空运输主体资格限制较严，市场准入门槛高，加之历史原因，使得航空运输业在发展过程中形成一定垄断。目前，中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。根据民航局统计数据，截至 2022 年底，

中国共有运输航空公司 66 家（通用航空公司除外），其中全货运航空公司 13 家，中外合资航空公司 9 家，上市公司 8 家；按所有制划分，国有控股公司 39 家，民营和民营控股公司 27 家。

按照控股股东背景区分，国内航空公司可以分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。其中中央控股公司实力最为雄厚，机队规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。代表企业为三大航。从区位上

看，三大航总部分别设立在北京、广州及上海，主要业务范围分别辐射环渤海经济圈、珠三角经济圈及长三角经济圈，客货流需求较大。良好的区位设置及政府的持续支持，助力三大航成为国内民航市场的主要参与者，并在民用航空领域逐渐形成垄断竞争格局。从运营及财务数据上看，2022 年三大航在营业总收入及机队规模等方面均处于行业前列，但也都存在单机运营效率偏低、债务负担重和亏损规模大等负面因素。

表 2 2022 年国内三大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航 601111.SH	中国东航 600115.SH	南方航空 600029.SH
运营指标			
可用座位公里（亿客公里）	962.12	962.11	1538.45
可用货运吨公里（亿吨公里）	83.26	63.49	123.75
机队规模（架）	762	778	894
飞机日利用率（小时）	3.95	4.02	5.04
平均客座率（%）	62.73	63.70	66.35
平均载运率（%）	40.86	41.09	62.48
每客公里收益（元）	0.63	0.60	0.59
每货运吨公里收益（元）	2.96	2.98	2.83
财务指标			
资产总额（亿元）	2950.11	2857.42	3120.01
营业总收入（亿元）	528.98	461.11	870.59
政府补助（亿元）	29.00	32.53	47.76
利润总额（亿元）	-458.80	-401.54	-315.26
经营性净现金流（亿元）	-167.62	-64.74	34.65
主营业务毛利率（%）	-56.55	-61.78	-23.65
资产负债率（%）	92.69	89.47	82.34

注：1.联合资信根据上述公司年报和社会责任报告整理；2.中国东航的政府补助来自审计报告中的“其他收益”  
资料来源：联合资信根据上述公司年报整理

国内航空公司中，除三大航以外，第二梯队主要为地方性航空公司。近年来，以春秋航空股份有限公司、上海吉祥航空股份有限公司等为代表的民营航空公司凭借其市场化运作、机制灵活等特点得到快速发展。2023 年以来，随着国内经济运行稳步回升，民众出行对航空运输服务需求逐步释放提升，航空运输企业的经营状况得到大幅改善，

其中航线恢复快、股东支持力度大及资本实力强、股东支持力度大的航空公司将获得具备更明显的竞争优势。

4. 主要供求因素

航油价格波动

航油是航空运输业的最大成本，约占运营总成本的 20%~50%左右。油价走势成为

航空公司盈利的最大不确定因素，国际原油价格波动及发改委对国内航油价格的调整，都会对航空公司的盈利造成较大的影响。

图1 近年航油价格和原油价格走势



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2020 年上半年，全球经济发展缓慢，原油需求大幅压减，此外随着减产协议于 3 月到期，沙特扩大产量并压低油价，国际原油供求迅速失衡，导致价格暴跌。2020 年下半年开始，随着新减产协议的达成，国际原油市场供应端逐步收紧，多国启动复工复产，原油需求回暖，国际油价持续上涨。2021 年下半年，随着能源价格大涨，一方面，美联储加息预期逐步升温；另一方面，主要产油国矛盾加剧，美国和 OPEC+ 关于原油增产的谈判破裂，多国启动原油抛储。受此影响，原油价格保持高位震荡。2022 年 2 月，随着俄乌冲突爆发，原油价格加速冲高；3 月，美国政府宣布大规模原油储备抛储计划，油

价快速触顶回落；7 月起，OPEC+ 原油增产，叠加美联储加息后美元汇率走高并压制了美元计价资产的表现，原油价格单边下行。

未来，在全球政治格局复杂多变及经济下行压力等影响下，国际原油供给端和需求端存在不确定性，航空运输企业仍将面临油价波动的影响。

### 人民币汇率变化

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常以外汇结算，以上支出直接受到人民币汇率变动影响。此外，经营国际航线的航空公司由于机票销售涉及多种货币，国际航线收入也会受到汇率影响。

图 2 近年人民币兑美元汇率走势图



资料来源：联合资信根据公开数据整理

2020 年以来，美联储实施不限量、开放式量化宽松政策，国际外汇市场出现了大幅波动。2021 年，受益于国内货币政策保持稳健，人民币市场化改革与金融改革开放效果逐步释放等因素影响，人民币兑美元汇率呈升值走势。2022 年 4 月起，受美联储加息等因素影响，美元指数持续走强，中美国债利差倒挂，美元兑人民币汇率单边上行，人民币持续走贬，于 11 月到达峰值。随着美联储加息放缓，美元兑人民币汇率冲高回落。

未来长期汇率走势仍取决于美联储加息、中美贸易关系和货币政策调整等多方面因素。航空企业将持续面临汇率波动风险。

#### 高速铁路网建设的替代影响

据民航局航空安全技术中心统计，中国年旅客运输量 50 万以上的航线主要分布在东中部地区，网络密度由东向西递减。目前投运的高速铁路网大多集中在东中部地区，与民航市场形成了直接的替代和竞争。随着我国高速铁路网日臻完善，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，航空运输业在短途市场面临分流风险。

从欧洲高铁与航空竞争的结果来看，3

小时以内 800 公里以下短途市场，铁路占绝对优势；800 公里以上的长途市场主要由航空公司控制。联合资信认为，长期看中国的旅客运输市场也将出现类似欧洲市场格局，铁路和航空需要通过空铁联运模式从竞争走向合作，实现双赢。因此，从长期发展潜力来看，航线网络相对均衡的航空公司将更具竞争优势。

#### 突发性事件影响

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故、公共卫生等突发性事件及政治与外交关系的影响，面临的不确定性较多且风险因素分散。具体看，2020 年初爆发的公共卫生事件对航空运输行业产生了严重冲击，国内航空公司大幅亏损，当年全球 34 家航空公司宣布破产，受其影响，自 2020 年以来国内大部分航空公司经营持续亏损，其中部分公司资不抵债。2022 年 3 月，东航股份一架波音客机发生坠机事故，重大空难不仅使得行业景气度承压，涉事航空公司业务及航权也受到一定的负面影响。此外，随着各国对环境保护的日益重视，征收碳排放税等环保措施的执行也将对航空公司运营产生影响。

## 5. 未来发展

2023 年，随着我国经济运行稳步回升，航空运输服务需求逐步释放，航空运输企业的经营状况和偿债能力将得到大幅改善。长期看，中国经济发展韧性强，扩大内需和消费升级带来市场成长空间，伴随着航空市场供需改善、航线网络的复苏完善和国家对民航业支持政策的持续落实，航空运输行业具有广阔的发展前景。同时，航空运输业也面临成本端负担加重、铁路竞争分流、突发性事件等挑战，拥有航线网络优势、区位优势以及经营稳健的航空公司具有较强的综合竞争力和抗风险能力，可获得长足发展。