

非评级行动短评：中国民航业恢复态势不确定，政府仍大力支持国有航空公司

第一波新冠疫情后中国航空业仍受冲击。自 2020 年初以来，新冠疫情严重冲击中国民航业，旅客周转量暴跌导致严重亏损。尽管渡过了 2020 年上半年中国全面实施封锁之后，其他行业随着 2021 至 2022 年生产经营活动恢复呈现复苏态势，并且海外航空公司的情况也较 2020 年的低潮有所改善，但是中国航空公司仍然处于困境。具体来说，2020 年中国国航、南航、东航三大航空公司的收入总额同比降低 46%且净损失总额达 371 亿元人民币。尽管 2021 年收入总额同比回升 10%，但航空煤油价格回升导致净损失总额继续扩大至 410 亿元人民币。由于临时封锁和出行限制，2022 年 1-9 月三大航空公司的收入总额又同比减少了 21%，燃料成本进一步上升导致同期净损失总额高达 738 亿元人民币。此外，2022 年上半年，三大航的销售成本总额在扣除折旧和摊销费用后高于收入总额，表明即使在营运现金层面，三大航也处于亏损状态。

图表 1：中国三大航空公司—收入、成本和盈利能力

(百万元人民币)	2019	2020	2021	1H22	9M22
中国国航					
收入	136,181	69,504	74,532	23,953	42,089
同比%	0%	-49%	7%	-36%	-27%
撇除折旧摊销的营业成本	93,928	56,975	66,440	28,206	n.a.
净利润/亏损	6,409	-14,409	-16,642	-19,435	-28,103
中国南航					
收入	154,322	92,561	101,644	40,817	70,161
同比%	7%	-40%	10%	-21%	-11%
撇除折旧摊销的营业成本	112,191	71,621	81,381	38,108	n.a.
净利润/亏损	2,651	-10,842	-12,103	-11,488	-17,587
中国东航					
收入	120,860	58,639	67,127	19,354	35,850
同比%	5%	-51%	14%	-44%	-32%
撇除折旧摊销的营业成本	85,667	49,095	57,816	23,532	n.a.
净利润/亏损	3,195	-11,835	-12,214	-18,736	-28,116

数据来源：国航，南航，东航，鹏元国际

图表 2：中国进口保税航空煤油到岸价格走势（元每吨）

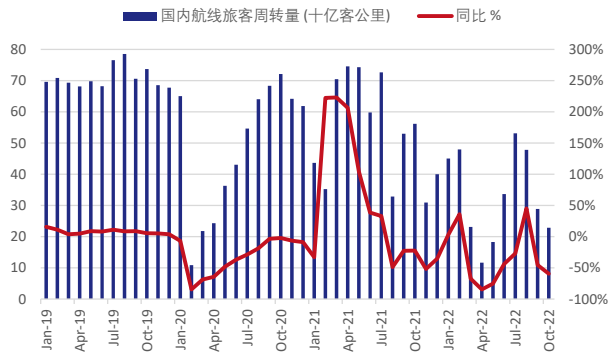


数据来源：新华社，鹏元国际

疫情形势不断变化导致复苏之路变幻莫测。2020 年全球旅客周转量（按收入客公里计）同比下降 66%，而国内旅客周转量表现较好，仅同比减少 46%，这是得益于当年下半年国内疫情缓和和国内出行限制随之放宽，使客流量有所回升。我们于 2021 年初曾经预测中国旅客周转量可能仅需要最少 2 年时间便可恢复到疫情前的水平，而当时国际航空运输协会（国际航协）等国际组织大多预测到 2024 年全球航空客运量才能恢复至 2019 年的水平。遗憾的是，自 2021 年下半年以来，新的几波疫情导致中国航空客运恢复受阻，并且从 2022 年初至 9 月为止，中国的收入客公里同比下跌 40%，仅相当于 2019 年同期的 31%。相较之下，全球旅客周转量自 2020 年中以来稳步恢复，2022 年 9 月的收入客公里已经相当于 2019 年同期的 74%。

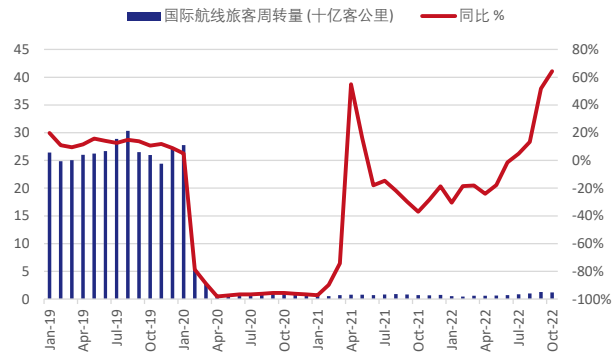
展望未来，国际航协仍然预测全球航空客运量整体有望在 2024 年恢复到疫情前水平，而中国则需要等到 2025 年。尽管我们认为随着中国逐渐放松国内和国外出行限制，中国航空客运量很快将恢复常态，但正如过去两年那样，疫情形势发生的任何变化都将对旅客运输量带来风险。

图表 3：中国—国内航线旅客周转量走势



数据来源：中国民用航空总局（民航总局），鹏元国际

图表 4：中国—国际航线旅客周转量走势



数据来源：民航总局，鹏元国际

中央政府充分支持国有航空公司。如果一家航空公司的收入预期长期疲弱，其独立个体信用评分可能承压。这是因为航空业是资本密集型行业，航空公司通常因为机队融资而负债，并且只要机队仍在飞行，航空燃料就是主要的成本项目。换言之，需求不足导致的收入下降将严重影响航空公司支付现金成本（特别在燃料价格较高的情况下）、偿还债务和再融资的能力。所以，我们观察到在过去几年间全球范围内出现了如意大利航空公司等部分航空公司的结束运营情况。

对于中国三大航而言，尽管 2022 年 1 至 9 月三大航中有两家航司的营运现金流量为负，但得益于政府持续提供支持，短期内将不会面临信用危机。首先，三大航从 2020 年初至 2022 年 9 月间收到的各种政府补贴加起来超过 330 亿元人民币。其次，为补充三大航的股本基础，中央政府（有时在其他战略投资者的支持下）一直有向三大航注资，并已计划在 2022 年下半年及以后投入 345 亿元人民币（其中 150 亿元来自其母公司）。最后，由于三大航空公司均是中央直属央企，他们仍然比较能够获得金融机构贷款。因此，我们认为尽管迄今为止中国旅客周转量尚未复苏，但中国航空公司的总体信用状况仍然良好。

图表 5：中国三大国有航司——政府补贴和资本注入（百万元人民币）

政府补贴 (记录在其他收益)	2019	2020	2021	9M22	
中国国航	3,643	4,076	3,841	2,154	
中国南航	4,084	4,179	3,964	2,478	
中国东航	6,324	5,348	4,882	2,332	
资本注入*	2019	2020	2021	9M22	Planned Remarks
中国国航	400	0	490	0	15,000 A股定向增发计划于2022年8月公布，目标募集不多于150亿元人民币，国航母公司认购不少于55亿元人民币。
中国南航	0	15,951	0	1,549	4,500 A股定向增发计划于2021年10月公布，目标从南航母公司募集不多于45亿元人民币，并已于2022年11月完成。
中国东航	9,442	0	10,820	0	15,000 A股定向增发计划于2022年5月公布，目标募集不多于150亿元人民币，东航母公司认购不少于50亿元人民币。

*包括国航和东航从国有和私营战略投资者获得的资本资金

数据来源：国航，南航，东航，鹏元国际

注：本文译自英文版新闻稿。若有分歧，以英文版为准。

联系我们

主分析师

哈穗民, CFA

资深董事

+852 3615 8307

vincent.ha@pyrating.com

分析师

林鸿炜

董事

+852 3615 8339

brian.lam@pyrating.com

媒体联系

media@pyrating.com

评级服务联系

魏伦

+852 3615 8324

allen.wei@pyrating.com

若欲获取进一步的信息, 敬请访问 www.pyrating.com

免责声明

鹏元资信评估（香港）有限公司（“鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”）按照既定的内部过程，拟备不同的信用研究和相关短评（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何资料的权利。

研究适用于免责声明和限制。**研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。**

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和资料作出。为了本研究的目的，公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何资料进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开资料的遗漏、错误或不一致性负责。

本公司不对以任何形式对其提供的任何资料的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的资料所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2022 版权所有©鹏元资信评估（香港）有限公司 保留所有权利。