

中国民航行业 2024 年中期信用观察

工商企业评级部 张佳

摘要：

近期我国民航机队建设呈缓速增长态势，2023 年集中恢复国内运力，刺激国内运输需求，量价齐升推动民航运输行业大幅减损。2024 年以来，我国民航客货运市场继续呈现增长态势，其中客运增速逐步回归常态，且客运量已超过 2019 年；结构上，国内民航市场稳健运行，国际市场修复进一步提速，地区恢复力稍逊；损益方面，收入端依旧保持增长，利润呈现减损。

短期来看，我国航空公司仍将受到航油价格和汇率波动以及国际市场恢复不确定性等影响，面临经营扭亏和利润积累的压力，同时资本性支出也将加深对债务的依赖度，财务杠杆偏高。基于国内航空运输市场保障运行和国际运输市场进一步恢复态势，较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构的流动性补充等，仍可支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

短期来看，预计我国民航机场建设将保持规模化投入，并有望发挥行业债务融资空间相对较大的优势，成为基建投资助推经济企稳回升的重要发力领域。经营预期上，机场旅客吞吐量也将步入自然增长阶段，其中国际枢纽类机场的国际旅客吞吐量恢复将继续加快，并进一步强化国际枢纽定位；行业收入预期保持增长，机场企业经营现金流呈净流入状态，但依旧面临一定经营亏损的压力。此外，在外部公共卫生因素出清的背景下，机场企业也回归到发展过程中的财务困境（增量折旧与财务费用对短期经营业绩的阶段性影响）：改扩建投运后的一段时间，旅客吞吐量增速不及折旧摊销等成本攀升速度，这短时期存在效益缩减压力或亏损风险。综合而言，较稳定的客运需求、主业较强的现金流以及较强的外部支持等，仍可有效支撑我国民航机场行业的高质量发展，信用质量将保持稳定。

一、 中国民航行业 2024 年中期运行情况

1. 民航运输行业

民航客运市场方面，2024 年以来我国客运需求继续释放推动运输量增长，并于 7-8 月呈现自 2019 年以来新的暑运峰值，但增速同比趋缓，逐步回归至常态增幅；结构上，国内航线客运量早已超过 2019 年同期规模，国际航线客运量修复提速，但因地缘政治、汇率、航权/时刻/出境手续/境外机场保障能力等因素下，国际航线民航客运量仍未恢复至 2019 年同期水平，港澳台地区客运量恢复速度不及国际航线，亦未恢复至 2019 年同期水平。

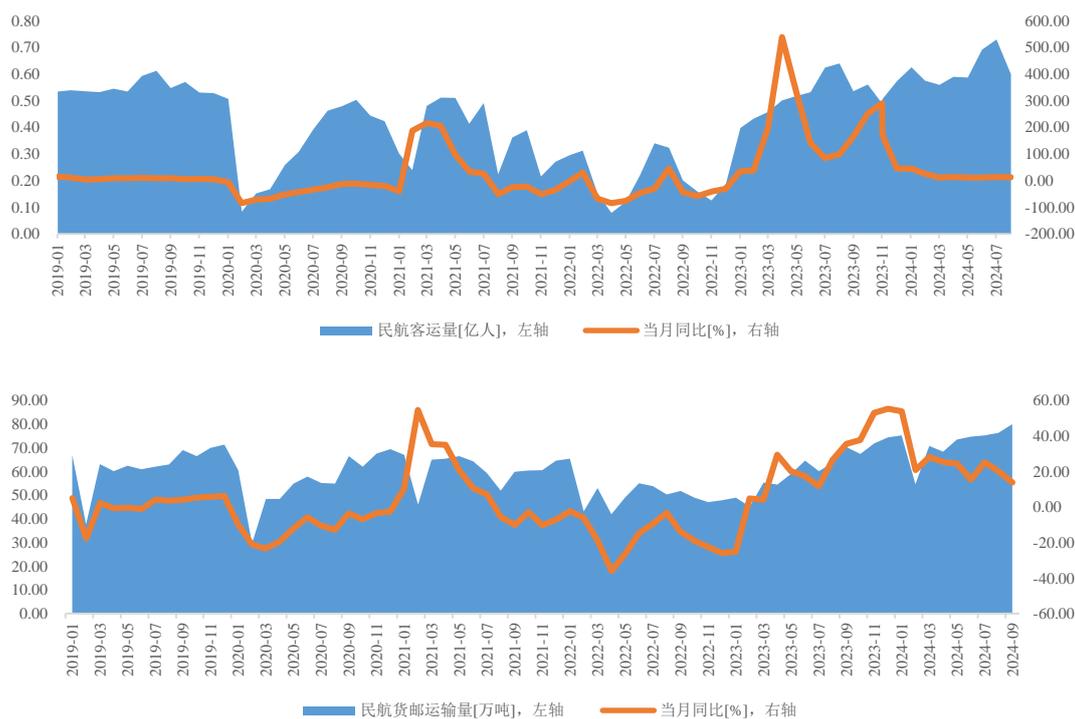
民航货运市场方面，2024 年以来我国民航货运规模同比保持增长，其中一季度货邮运输量增幅较高，系去年同期航空货运市场略低迷，7-9 月运输量攀升至自 2019 年以来新的货运峰值；结构上，国内货邮市场保持稳健增长，2024 年 1-9 月国内货邮运输量（含地区）较上年同期增长 19.4%，为 2019 年同期的 105.4%，国际货邮市场有所发力，同期国际货邮运输量较上年同期增长 32.8%，并达到 2019 年同期的 148.0%，港澳台地区航线货运市场恢复相对较慢，且仍不及 2019 年同期水平。

图表 1. 2024 年 1-9 月我国民航运输完成情况

指标	单位	2024 年 1-9 月	同比	2024 年 1-9 月恢复至 2019 年同期
运输总周转量	亿吨公里	1106.6	27.4	114.6%
国内航线	亿吨公里	736.9	13.3	118.7%
其中：港澳台航线	亿吨公里	10.6	52.4	78.5%
国际航线	亿吨公里	369.7	69.1	107.2%
旅客运输量	万人	55271.7	19.1	111.2%
国内航线	万人	50481.8	13.4	114.4%
其中：港澳台航线	万人	722.7	56.4	81.0%
国际航线	万人	4789.9	157.3	85.6%
货邮运输量	万吨	648.9	24.4	119.1%
国内航线	万吨	388.7	19.4	105.4%
其中：港澳台航线	万吨	12.1	8.6	72.0%
国际航线	万吨	260.3	32.8	148.0%
旅客周转量	亿人公里	9743.9	27.5	110.4%
国内航线	亿人公里	7762.8	13.3	120.9%
其中：港澳台航线	亿人公里	104.6	62.0	80.3%
国际航线	亿人公里	1981.1	151.9	82.2%
货邮周转量	亿吨公里	256.6	27.9	134.1%
国内航线	亿吨公里	60.0	18.4	105.4%
其中：港澳台航线	亿吨公里	1.5	10.7	68.2%
国际航线	亿吨公里	196.5	31.1	146.2%

资料来源：中国民用航空局

图表 2. 2019 年以来中国民航旅客运输量与货邮运输量月度数据



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制。

纵观我国机队引进历史，2003-2018 年机队建设增速均超过 10%，2019 年波音安全事件下 737Max 停飞和暂停交付压制当年运力增速（4.92%），随后因公共卫生事件导致市场需求不足、飞机制造商生产计划调整、以及国内各航司资产负债表现不良，2020-2023 年机队运力增速均在 4% 以下，宽体客机增量交付仅为个位数，窄体客机交付优于宽体客机。截至 2023 年末，我国民航全行业运输飞机期末在册架数 4270 架，近期我国民航客运机队规模呈低速扩张态势，2019-2023 年增量分别为 166 架、72 架、139 架、86 架和 105 架，存量和增量多为窄体飞机，同期货运飞机增量分别为 13 架、13 架、12 架、25 架和 34 架，2022 年以来航空公司加快货机引进节奏，且大部分航空公司都将国际航空货运市场作为目标市场。

2019 年起国产机型也进入三大航司的重点机型引入系列，截至 2024 年 9 月末，南方航空、中国东航和中国国航分别拥有中国商用飞机有限责任公司（简称“中国商飞”）ARJ21 机型飞机 35 架、24 架和 27 架¹，中国东航引进并在运中国商飞 8 架 C919 机型飞机，2024 年 4 月南方航空和中国国航分别与中国商用签署协议，向其购买 100 架 C919 机型飞机。

航线布局方面，2024/2025 年冬春航季将进一步推动国际航线与班次的开通（国际增班趋势较明显），国内航线与班次维持连通（虽有微减，但总体平稳），地区航线相对收缩。根据航班管家《2024 年冬春航季民航客运航班数据解读》（2024.10.27-2025.03.29）信息，2024/2025 年冬春航季，民航客运航班计划：“周度计划航班量 126986 班次，日均 18141 班次，同比 2023 年冬春微降 0.6%，其中国内下降 0.9%、国际增长 4.9%、港澳台下降 13.0%；直飞航线 8565 条（A-B/B-A 记为 2 条），其中国内航线 6709 条，同比增加 130 条，国际航线 1658 条，同比增加 170 条，港澳台航线 198 条，同比减少 62 条。2024 年冬春航季客运

¹ 中国国航为 2024 年 6 月末数据。

计划航班国内承运航司 41 家，同比 2023 年冬春航季：净增量 TOP3 分别为成都航空、华夏航空、西部航空，净减量 TOP3 分别为春秋航空、山东航空、中国国航。”

民航运输效率方面，2013-2019 年我国民航运输飞机平均日利用率基本保持在 9.3 小时以上，2020-2022 年在外部因素影响下，利用率下滑明显，2023 年我国飞机平均日利用率 8.12 小时，同比增加 3.77 小时，较 2019 年减少 1.21 小时；2024 年 1-9 月，在册运输飞机平均日利用率 9.0 小时，较 2019 年同期不及 0.40 小时。

2013-2019 年，我国民航运输正班客座率基本保持在 81% 以上，正班载运率基本保持在 71% 以上，2020-2022 年在外部因素影响下，客座率和运载率下滑明显；2023 年正班客座率和正班载运率较同比分别增加 11.3 个百分点和 2.7 个百分点至 77.9% 和 67.7%，2024 年 1-9 月，正班客座率和正班载运率较 2019 年同期分别不及 0.4 个百分点和 0.1 个百分点，航班效率指标已基本接近 2019 年。

图表 3. 我国民航运输机队建设、航线规模及运输效率

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月
期末行业运输飞机在册数（架）	3818	3903	4054	4165	4270	--
其中：客运飞机	3645	3717	3856	3942	4013	--
其中：宽体飞机	457	458	465	472	473	--
窄体飞机	2997	3058	3178	3225	3276	--
支线飞机	191	201	213	245	264	--
货运飞机	173	186	198	223	257	--
其中：大型货机	--	--	43	50	94	--
中小型货机	--	--	155	173	163	--
期末定期航班航线数（条）	5521	5581	4864	4670	5206	--
其中：国内航线	4568	4686	4585	4334	4583	--
国际航线	953	895	279	336	623	--
期末定期航班国内通航城市数（个）	234	237	244	249	255	--
飞机平均日利用率（小时）	9.33	6.49	6.62	4.35	8.12	9.0
正班客座率（%）	83.2	72.9	72.4	66.6	77.9	83.2
正班载运率（%）	71.6	66.5	66.9	65.0	67.7	71.7

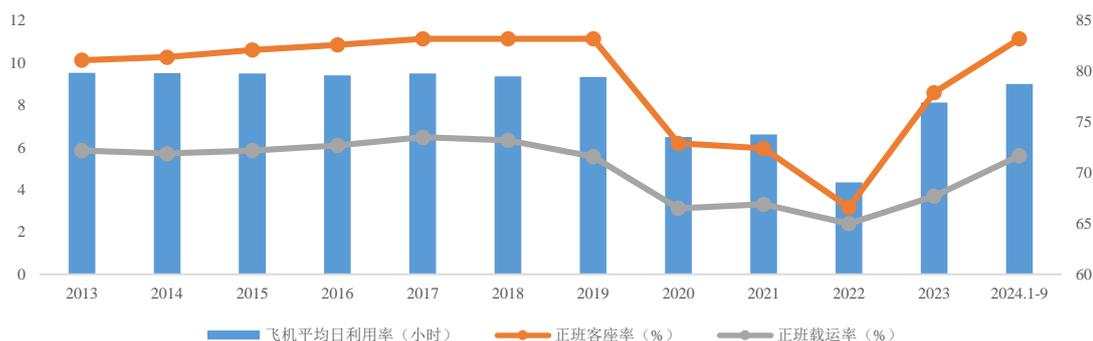
注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、列式。

图表 4. 我国机队规模增速



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制。

图表 5. 我国民航运输效率指标



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制；正班客座率与正班载运率为右轴，飞机平均利用率为左轴。

我国主要上市航空公司包括南方航空（600029.SH）、中国东航（600115.SH）、中国国航（601111.SH）、海航控股（600221.SH）、吉祥航空（603885.SH）、春秋航空（601021.SH）等，上述航司的机队规模合计约占全行业运输飞机在册量的 70%以上，运输飞机引进方式主要包括“购买”、“融资租赁”和“经营租赁”；引进系列上，2024 年 9 月末，南方航空存量机队系列中波音、空客和 ARJ 分别占比 50.27%、45.45%和 3.83%，中国东航存量机队系列中波音、空客、商飞（ARJ 和 C919）分别占比 38.99%、56.96%和 4.05%，中国国航中波音、空客、商飞 ARJ 分别占比 48.85%、47.76%和 2.95%，吉祥航空存量机队系列中波音和空客分别占比 26.61%和 73.39%，春秋航空全部为空客系列。

图表 6. 我国主要上市航空公司机队规模（单位：架）

机队建设	南方航空	中国东航	中国国航	海航控股	吉祥航空	春秋航空
2024 年 9 月末	913	790	924	345	124	128
其中：自有	349	341	401	/	34	88
经营租赁	334	217	296	/	56	40
融资租赁	230	232	227	/	34	/
较 2023 年末增减	5	8	19	11	7	7
其中：自有	22	40	10	/	9	15
经营租赁	-11	-8	-2	/	-2	-8
融资租赁	-6	-24	11	/	0	0

注：根据各航司官网及公开信息，Wind 资讯数据整理、计算。

航空公司载运力(即航空客货运输供给端)指标包括可用座公里(ASK)、可用吨公里(ATK)和可用吨公里一货邮运(AFTK)三大指标；较之上年，2024 年以来各大航司运力供给继续恢复，以 ASK 为例：2024 年 1-9 月三大航继续贡献主要运力绝对值，各大上市航司均以同比两位数的增速进一步保障运输供给，其中吉祥航空和春秋航空已超过 2019 年同期水平近 30%，中国东航、中国国航和南方航空也超过 2019 年同期水平的 6~11%，仅海航控股运力尚未恢复至 2019 年同期水平。

分区域恢复力看，以 ASK 为例：国内运力同比表现上，2024 年 1-9 月上市航司增速有所放缓，分布于 2~10%，逐步进入常态化，运力供给呈现低速增长期；较之 2019 年来观察，除了海航控股外，诸多上市航司的国内运力已超过 2019 年同期水平，其中春秋航空国内运力甚至已超过 2019 年同期的 61%。国际运力同比表现看呈现出强势的恢复速度，除春秋航空(+71.71%)外，其他上市航司增速均为三位数比率，较之 2019 年来观察，除了吉祥航空

(+69.80%) 外，均未恢复至 2019 年同期水平，国际航线的恢复也是有序放量的过程，各航司在加大国际市场运力投放与国际客运市场需求的匹配上，仍需给予更多关注。2024 年以来港澳台地区运力恢复相对较慢，且均未恢复至 2019 年同期水平。

图表 7. 2024 年 1-9 月我国主要上市航空公司运力情况表

航司	分区域	可用座公里 (ASK)			可用吨公里 (ATK)			可用吨公里—货邮运 (AFTK)		
		数值 百万 座公里	同比 (%)	较 2019 年 同期(%)	数值 百万 吨公里	同比 (%)	较 2019 年 同期(%)	数值 百万 吨公里	同比 (%)	较 2019 年 同期(%)
南方航空	国内	208525.63	3.57	18.60	23441.33	2.44	17.64	4674.02	-1.85	13.91
	地区	2493.13	47.06	-28.48	291.84	32.42	-27.68	67.46	-0.53	-24.87
	国际	63602.47	110.79	-18.83	14644.33	50.56	2.93	8920.11	27.23	24.31
	合计	274621.23	17.76	6.58	38377.50	16.90	11.05	13661.59	15.38	20.17
中国东航	国内	154586.81	2.42	20.41	16716.15	0.50	20.10	2803.34	-8.07	18.61
	地区	5026.23	56.23	-0.73	590.83	40.02	-3.23	138.47	4.57	-10.57
	国际	64494.59	165.27	-5.53	10014.34	138.76	-3.33	4209.83	109.84	-0.13
	合计	224107.63	25.58	11.10	27321.33	28.58	9.78	7151.64	37.85	6.21
中国国航*	国内	190473.10	2.60	22.51	22098.90	2.60	25.94	4964.10	2.30	39.58
	地区	7757.90	47.20	-12.88	926.30	44.80	-12.51	194.40	40.50	-11.02
	国际	69918.70	134.70	-17.66	10309.70	127.30	-18.18	4010.90	117.00	-18.89
	合计	268149.70	21.50	7.57	33334.90	24.80	6.82	9169.40	34.10	5.15
海航控股	国内	93053.78	5.82	-6.71	8776.22	4.56	-16.82	1821.52	-7.66	-35.83
	地区	241.47	-0.68	-56.58	17.77	-3.68	-66.36	3.55	-26.36	-77.20
	国际	18541.63	126.34	-48.67	2144.88	122.26	-48.94	979.33	99.57	-48.49
	合计	111836.89	16.05	-18.02	10938.88	16.66	-26.11	2804.39	13.63	-41.03
吉祥航空	国内	33319.41	4.21	32.97	3837.37	3.38	35.70	843.28	1.06	47.28
	地区	483.85	24.40	-2.06	54.42	22.11	-16.43	10.88	13.71	-47.36
	国际	8633.71	139.06	69.80	1175.59	147.65	94.59	398.89	166.55	172.26
	合计	42436.97	17.97	38.52	5067.38	19.76	44.90	1253.04	26.11	69.39
春秋航空	国内	33853.85	9.73	60.94	3257.72	10.06	61.98	210.88	15.13	78.80
	地区	425.12	-9.52	-61.61	40.52	-10.41	-61.69	2.25	-23.20	-62.94
	国际	7380.69	71.71	-26.71	704.59	72.76	-26.33	40.32	92.07	-19.46
	合计	41659.66	16.95	29.32	4002.82	17.28	30.25	253.45	22.39	45.59

注 1: 新世纪评级根据各航司官网及公开信息整理、计算;

注 2: 2023 年 3 月末, 山东航空并入中国国航, 2019 年 1-9 月相应运力指标同步还原进中国国航计算;

注 3: 可用座公里 ASK 是指飞行公里乘以可出售座位数量; 可用吨公里 ATK 指飞行公里乘以可用载吨位数量; 可用吨公里—货邮运是指飞行公里乘以可载货物及邮件吨位数量。

航空公司载运量指标分为周转量和运输量两大类, 其中周转量指标包括收入客公里 (RPK, 即旅客周转量)、收入吨公里 (RTK, 即运输周转量) 和收入吨公里—货邮运 (RFTK, 货邮周转量), 运输量指标包括载客人数 (即旅客运输量) 和货运及邮运量 (即货邮运输量)。以 RPK 为例: 2024 年 1-9 月仍是三大上市航司贡献主要运量绝对值, 各大上市航司均以同比两位数的增速消纳运输需求, 其中吉祥航空和春秋航空已超过 2019 年同期水平近 30%, 中国东航、中国国航和南方航空也超过 2019 年同期水平的 5~11%, 仅海航控股因运量尚未恢复至 2019 年同期水平。

分区域恢复力看, 以 RPK 为例: 国内旅客周转量同比表现上, 2024 年 1-9 月上市航司增速有所放缓, 增速分布于 8~16%, 但运量增速仍高于运力供给增速, 这一表现可以看出航司运输效率的提升; 较之 2019 年来观察, 除了海航控股外, 诸多上市航司的国内旅客周转量已超过 2019 年同期水平, 其中春秋航空国内运力甚至已超过 2019 年同期的 60%, 其对国内市场加码和需求释放落地给予了更高的权重, 国际与地区的表现则相对靠后, 关注新赛季下运力结构的调整。国际旅客周转量同比表现看呈现出强势的需求, 除春秋航空 (+86.68%) 外, 其他上市航司增速均为三位数比率, 较之 2019 年来观察, 除了吉祥航空

(+58.79%) 外，均未恢复至 2019 年同期水平，但需关注到吉祥航空国际航线运力的投放增量高于国际旅客周转量的增量，供求非平衡易带来运输效率的不足，以及对于所有航司而言，国际市场重启的过程中，客运需求、航权与航线申请批复以及签证等因素仍面临较大不确定性。2024 年以来港澳台地区旅客周转量恢复相对较慢，且均未恢复至 2019 年同期水平。

图表 8. 2024 年 1-9 月我国主要上市航空公司运输情况表

航司	分区域	收入客公里 (RPK) 【旅客周转量】			收入吨公里 (RTK) 【运输周转量】			收入吨公里—货邮运 (RFTK) 【货邮周转量】		
		数值	同比	较 2019	数值	同比	较 2019	数值	同比	较 2019
		百万 客公里	(%)	同期(%)	百万 吨公里	(%)	同期(%)	百万 吨公里	(%)	同期(%)
南方航空	国内	175848.42	13.29	20.46	16528.04	13.40	17.60	1205.58	19.28	-3.47
	地区	1944.69	51.44	-26.83	191.50	49.34	-24.18	22.11	30.79	13.04
	国际	52739.00	118.30	-19.16	10339.77	51.03	3.56	5725.26	21.01	33.60
	合计	230532.11	27.61	7.79	27059.30	25.57	11.40	6952.95	20.74	25.19
中国东航	国内	129187.79	15.61	20.53	11976.71	14.95	18.46	701.47	10.35	2.65
	地区	3882.81	61.87	-4.29	360.65	63.36	-4.83	22.01	85.11	-2.18
	国际	51570.30	197.74	-6.78	6519.56	155.38	4.47	2003.08	92.72	44.15
	合计	184640.91	40.45	10.85	18856.93	42.94	12.71	2726.57	61.63	30.12
中国国航*	国内	154837.50	13.50	19.82	14741.40	13.90	15.90	1206.50	23.70	-10.66
	地区	5643.10	57.70	-19.47	571.40	57.30	-19.97	49.30	75.80	-22.45
	国际	53766.20	168.20	-20.48	6896.90	150.00	-16.65	2181.70	117.10	-7.48
	合计	214246.80	33.80	5.10	22209.60	38.20	2.31	3437.50	71.20	-8.87
海航控股	国内	80176.61	8.66	-8.92	7485.22	9.50	-9.88	530.51	27.91	-10.69
	地区	162.37	3.93	-61.87	15.06	4.87	-61.16	0.83	15.07	-45.39
	国际	13366.84	146.36	-49.24	1761.51	141.10	-43.08	595.95	132.51	-25.02
	合计	93705.83	18.06	-18.37	9261.78	22.18	-19.04	1127.30	67.81	-18.92
吉祥航空	国内	29037.59	7.96	33.45	2642.09	7.71	29.63	110.39	9.57	-6.44
	地区	398.81	28.45	-1.74	35.92	30.12	-10.94	0.84	99.29	-81.85
	国际	6609.81	158.44	58.79	721.59	158.56	82.24	144.91	156.77	309.93
	合计	36046.21	21.10	36.92	3399.60	23.19	37.39	256.14	62.52	62.14
春秋航空	国内	31224.78	12.03	60.16	2824.03	12.04	58.45	102.89	22.69	49.90
	地区	386.94	-9.68	-61.02	34.12	-9.30	-60.99	0.48	71.49	-50.18
	国际	6627.80	86.68	-27.00	584.35	85.73	-26.75	10.37	64.87	-25.47
	合计	38239.52	20.06	29.33	3442.50	19.83	29.05	113.73	25.78	36.20

续表:

航司	分区域	载客人数【旅客运输量】			货运及邮运量【货邮运输量】		
		数值 (千人)	同比(%)	较 2019 同期(%)	数值 (千吨)	同比(%)	较 2019 同期(%)
南方航空	国内	110015.17	12.03	14.27	694.19	15.94	-9.39
	地区	1482.55	34.80	-25.68	20.14	33.58	16.35
	国际	12901.26	117.80	-15.89	638.53	26.47	27.77
	合计	124398.98	18.22	9.50	1352.87	20.93	5.43
中国东航	国内	90657.54	14.43	10.98	455.83	9.29	-5.63
	地区	2767.08	62.30	-7.12	18.19	77.12	-4.41
	国际	12537.51	210.08	-5.40	298.23	90.12	52.66
	合计	105962.12	24.70	8.21	772.25	32.18	10.73
中国国航*	国内	101748.40	14.00	16.91	714.34	21.80	-13.17
	地区	3538.20	58.10	-20.84	30.93	66.40	-19.33
	国际	12049.40	192.00	-15.01	324.07	123.90	0.86
	合计	117336.00	22.70	11.03	1069.34	42.60	-9.56
海航控股	国内	49612.53	9.63	-17.52	292.84	26.64	-14.87
	地区	147.53	22.16	-43.97	0.58	26.78	-34.83
	国际	2051.22	123.61	-51.85	68.89	108.22	-19.52
	合计	51811.28	11.92	-19.89	362.32	36.83	-15.84
吉祥	国内	18561.16	5.84	28.21	70.18	7.96	-6.77

航司	分区域	载客人数【旅客运输量】			货运及邮运量【货邮运输量】		
		数值（千人）	同比(%)	较 2019 同期(%)	数值（千吨）	同比(%)	较 2019 同期(%)
航空	地区	267.04	25.06	-10.52	0.67	72.20	-83.37
	国际	2333.41	149.11	23.89	27.43	143.51	226.82
	合计	21161.61	13.24	27.03	98.28	28.20	12.06
春秋航空	国内	182.38	12.46	-98.51	55.78	22.81	40.73
	地区	2.58	-7.12	-99.60	0.39	55.08	-43.71
	国际	32.67	114.72	-99.16	4.43	97.86	-19.03
	合计	21763.52	20.80	30.03	60.60	26.49	32.32

注 1：新世纪评级根据各航司官网及公开信息整理、计算；

注 2：2023 年 3 月末，山东航空并入中国国航，2019 年 1-9 月相应运力指标同步还原进中国国航计算；

注 3：收入客公里 RPK 指飞行公里乘以运载旅客人数；收入吨公里 RTK 指飞行公里乘以运载（乘客及货邮）吨位量；收入吨公里—货邮运 RFTK 指飞行公里乘以运载货物及邮件吨位量。

航空公司载运率指标是运输量和运力的比值数，主要包括客座率（RPK/ASK）、货邮载运率（RFTK/AFTK）和总体载运率（RTK/ATK）。以 2024 年 1-9 月客座率观察：春秋航空 91.79% > 吉祥航空 84.94% > 南方航空 83.95% > 海航控股 83.79% > 中国东航 82.39% > 中国国航 79.90%。同期行业均值为 83.2%，中国东航和中国国航尚不及行业均值。

图表 9. 2024 年 1-9 月我国主要上市航空公司载运率情况表

航司	分区域	客座率(RPK/ASK)			货邮载运率(RFTK/AFTK)			总体载运率(RTK/ATK)		
		数值 (%)	同比 (个百分比)	较 2019 年同期 (个百分比)	数值 (%)	同比 (个百分比)	较 2019 年同期 (个百分比)	数值 (%)	同比 (个百分比)	较 2019 年同期 (个百分比)
南方航空	国内	84.33	7.23	1.30	25.79	4.57	-4.65	70.51	6.81	-0.02
	地区	78.00	2.25	1.76	32.78	7.85	11.00	65.62	7.44	3.03
	国际	82.92	2.85	-0.34	64.18	-3.30	4.46	70.61	0.22	0.44
	合计	83.95	6.48	0.94	50.89	2.26	2.04	70.51	4.87	0.22
中国东航	国内	83.57	9.53	0.08	25.02	4.18	-3.89	71.65	9.01	-0.99
	地区	77.25	2.69	-2.87	15.90	6.92	1.37	61.04	8.72	-1.03
	国际	79.96	8.72	-1.08	47.58	-4.23	14.61	65.10	4.24	4.86
合计	82.39	8.73	-0.18	38.13	5.61	7.01	69.02	6.94	1.80	
中国国航*	国内	81.30	7.80	-1.82	24.30	4.20	-13.67	66.70	6.60	-5.79
	地区	72.70	4.90	-6.00	25.40	5.10	-3.70	61.70	4.90	-5.73
	国际	76.90	9.60	-2.73	54.40	0.00	6.72	66.90	6.10	1.23
	合计	79.90	7.30	-1.87	37.50	8.10	-5.76	66.60	6.50	-2.97
海航控股	国内	86.16	2.25	-2.09	29.12	8.10	8.19	85.29	3.85	6.56
	地区	67.24	2.98	-9.33	23.52	8.47	13.78	84.73	6.91	11.33
	国际	72.09	5.86	-0.82	60.85	8.62	19.04	82.13	6.42	8.47
	合计	83.79	1.43	-0.35	40.20	12.98	10.96	84.67	3.83	7.40
吉祥航空	国内	87.15	3.03	0.32	13.09	1.02	-7.52	68.85	2.77	-3.23
	地区	82.42	2.59	0.27	7.74	3.33	-14.70	66.01	4.07	4.07
	国际	76.56	5.74	-5.31	36.33	-1.38	12.20	61.38	2.59	-4.16
	合计	84.94	2.20	-0.99	20.44	4.58	-0.92	67.09	1.87	-3.67
春秋航空	国内	92.23	1.89	-0.45	48.79	3.01	-9.41	86.69	1.53	-1.93
	地区	91.02	-0.16	1.38	21.19	11.70	5.42	84.20	1.03	1.51
	国际	89.80	7.20	-0.36	25.71	-4.24	-2.07	82.94	5.79	-0.47
	合计	91.79	2.37	0.00	44.87	1.21	-3.10	86.00	1.82	-0.80

注 1：新世纪评级根据各航司官网及公开信息整理、计算；

注 2：2023 年 3 月末，山东航空并入中国国航，2019 年 1-9 月相应运力指标同步还原进中国国航计算。

2. 民航机场行业

《全国民用机场布局规划》提出：2025 年形成 3 大世界级机场群、10 个国际枢纽、29 个区域枢纽，京津冀、长三角、珠三角世界级机场群形成并快速发展，北京、上海、广州机场国际枢纽竞争力量明显加强，成都、昆明、深圳、重庆、西安、乌鲁木齐、哈尔滨等国际枢纽作用显著增强；《新时代民航强国建设行动纲要》提出：2035 年全国运输机场达到 450 个左右并形成一批以机场为核心的现代化综合交通枢纽，同时对国内机场网络建设、世界级机场群、枢纽机场和非枢纽机场及通用机场建设提出进一步布局意见。

2019-2023 年及 2024 年上半年度，我国民航基本建设和技术改造投资²分别为 969.4 亿元、1081.4 亿元、1222.47 亿元、1231.38 亿元、1241.3 亿元和 615.2 亿元（半年度数据为民航全行业固定资产投资总额），我国民用机场体系形成以北京、上海、广州等国际枢纽机场为中心，以深圳、成都、杭州、昆明、重庆、西安、厦门、武汉、乌鲁木齐、大连等区域枢纽机场为骨架，与其他城市干线、支线机场相配合的基本格局，机场数量（不包含香港和澳门）由 2009 年末 166 个增至 2023 年末 259 个。

2023 年，我国机场旅客吞吐量合计 12.60 亿人次，同比增长 142.2%，恢复至 2019 年水平的 93.19%；其中基于暑假出游等因素带动，7 月和 8 月吞吐量分别较 2019 年同期增长 4.2% 和 3.1%，8 月吞吐量（1.29 亿人次）为 2019 年以来的最新峰值。2024 年 1-9 月，我国机场旅客吞吐量合计 11.06 亿人次，较上年同期增长 17%，同比增速放缓，相对进入常态化增长。

图表 10. 2019 年以来机场旅客吞吐量变动情况



资料来源：中国民用航空局

图表 11. 2023 年全国前十大机场旅客吞吐量和货邮吞吐量情况（单位：万人次，万吨，万架次，%）

机场	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
	名次	数值	同比	名次	数值	同比	名次	数值	同比
广州/白云	1 (—)	6316.78	142.0	2	203.05	7.8	1	45.61	71.1
上海/浦东	2 (↑)	5447.64	284.2	1	344.01	10.4	2	43.39	112.3
北京/首都	3 (↑)	5287.92	316.3	4	111.59	12.9	4	37.97	140.9
深圳/宝安	4 (↓)	5273.49	144.6	3	160.03	6.2	3	39.31	66.8
成都/天府	5 (↑)	4478.61	237.3	15	24.59	201.1	5	32.96	174.0
重庆/江北	6 (↓)	4465.72	106.0	8	38.79	-6.5	7	31.47	66.9
上海/虹桥	7 (—)	4249.27	188.8	10	36.32	96.8	11	26.68	117.5
昆明/长水	8 (↓)	4203.35	97.9	11	35.05	13.0	6	31.86	64.4

² 包括机场建设、空管建设和其他方面建设，以机场投资为主。

机场	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
	名次	数值	同比	名次	数值	同比	名次	数值	同比
西安/咸阳	9 (一)	4137.12	205.1	13	26.58	28.8	8	31.05	146.7
杭州/萧山	10 (↓)	4117.05	105.5	5	80.97	-2.4	9	30.04	57.8
前十大小计	—	47976.95	167.96	—	1060.98	11.40	—	350.33	93.99
全国	—	125976.57	142.20	—	1683.31	15.80	—	1170.82	63.70

资料来源：中国民用航空局；注：排名按 2023 年旅客吞吐量高低顺序排名。

从各大机场恢复程度看，2024 年 1-9 月全国前十大机场旅客吞吐量继续增长，排名顺序上，前三大机场依旧由白云、浦东和首都机场占据，其中浦东国际机场排名升至首位，深圳宝安和成都天府顺延 2023 年排名，北京大兴机场后来居上位列第六，北京和上海“一城两场”均进入前十。

图表 12. 2024 年 1-9 月全国前十大机场旅客吞吐量情况（单位：万人次）

排名	排名变动	机场	旅客吞吐量	较上年同期
1	↑ (1)	上海/浦东	5765	48.80%
2	↓ (1)	广州/白云	5634	21.68%
3	— (0)	北京/首都	5040	31.90%
4	— (0)	深圳/宝安	4523	18.53%
5	— (0)	成都/天府	4152	26.88%
6	↑ (5)	北京/大兴	3710	未获取
7	↓ (1)	重庆/江北	3668	9.11%
8	↑ (2)	杭州/萧山	3632	19.20%
9	↓ (1)	昆明/长水	3608	12.52%
10	↓ (3)	上海/虹桥	3578	14.50%
前十大小计	—	—	43309	23.16% (不含北京大兴)
全国	—	—	110607.5	17.0%

资料来源：中国民用航空局（含各地区）及其他公开信息；注：排名按 2024 年 1-9 月累计旅客吞吐量高低顺序排名。

根据航班管家《2024 年冬春航季民航客运航班数据解读》（2024.10.27-2025.03.29）信息：“2024 年冬春航季，国内千万级机场 41 座；周度进出港 18.4 万班次，同比 2023 年冬春航季将下降 1.4%，进出港时刻量占国内机场进出港时刻总量的 77.8%，同比将微降 0.4 个百分点；分机场来看，13 座机场正增长，净增量 TOP3 机场分别为上海虹桥、宁波栎社、哈尔滨太平，26 座机场负增长，净减量 TOP3 机场分别为南宁吴圩、南昌昌北、石家庄正定/贵阳龙洞堡”。2024 年冬春航季安排机场进出港航班量略有降幅，但基本保持平稳，千万级主协调机场中广州白云、上海浦东、深圳宝安、昆明长水等机场 2024 年冬春航季进出港周频的同比有不同程度下滑，结构上其部分时刻航班或由国内转为国际，加快恢复国际旅客吞吐量的同时，也进一步强化国际枢纽定位。

图表 13. 2024 年冬春航季民航国内客运航班航线调整情况（机场）

航线类型	航班周频				航线数			航线密度	
	2023 年冬春	2024 年冬春	航班量占比	航班量同比	2023 年冬春	2024 年冬春	航线净增量	2023 年冬春	2024 年冬春
干线	65421	64185	58.30%	-1.90%	1379	1369	-10	47.4	46.9
支线	40424	39922	36.30%	-1.20%	4368	4313	-55	9.3	9.3
地方	5228	5912	5.40%	13.10%	832	1027	195	6.3	5.8
合计	111073	110019	100.00%	-0.90%	6579	6709	130	16.9	16.4

资料来源：航班管家《2024 年冬春航季民航客运航班数据解读》，其中千万级机场至千万级机场定义为干线、千万级至非千万级定义为支线、非千万级至非千万级定义为地方航线，航线密度=航线周频/航线数；

注：航班管家：“2024 年冬春航季民航国际客运航班计划：周度计划航班量 14099 班次，日均 2014 班次，同比 23 冬春增长 4.9%、同比 19 冬春下降 23.3%”。

3.全行业收益

根据历年民航行业发展统计公报统计信息，2020-2022 年民航全行业营业收入均值 6702 亿元，几乎跌回 2016 年规模，较 2019 年缩减 37%，2020-2022 年民航全行业合计利润总额亏损 3991 亿元，亏损量超过 2011-2019 年利润积累，其中航空公司的亏损额 3237 亿元，亏损量超过往年十多年的利润积累；机场亏损额 955 亿元，亏损量接近往年十年利润积累。

2023 年民航全行业营业收入 10237 亿元，已恢复至 2019 年的 96.35%，其中航空公司营业收入已超过 2019 年规模，机场尚才恢复至 84.49%；利润方面，2023 年民航全行业利润总额亏损 211 亿元，同比明显减损，其中航空公司亏损 59 亿元，机场亏损 199 亿元，较之 2019 年的盈利情况，2023 年航空公司依然面临着航空煤油价格居高、汇兑损失等成本费用控制压力，以及海外国际市场仍有待恢复。

2024 年上半年度，七大上市航空公司³营业收入约 2843 亿元，较上年同期增长 24.6%，较 2019 年同期增长 13.8%，毛利为正值，并较同期有所增长，但依旧不及 2019 年同期；同期，利润总额方面，航司利润呈现亏损，较上年同期虽有所减损，但因燃油成本等因素影响下，扭亏为盈仍有一定压力；其中春秋航空和吉祥航空已实现盈利，且春秋航空盈利规模超过 2019 年同期。2024 年上半年度，机场集团营业收入约 457 亿元，较上年同期增长 5.3%，较 2019 年同期增长 2.3%，利润总额尚未扭亏。

图表 14. 我国民航业经济效益情况（单位：亿元）

分类	2009-2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年度	2023 年上半年度	2019 年上半年度
营业收入	59786	10625	6247	7529	6329	10237	—	—	—
其中：航空公司	41329	6487	3755	4245	3365	6761	2842.94	2280.81	2497.60
机场	6830	1207	883	944	770	1020	457.14	433.93	446.76
保障企业	11628	2931	1609	2340	2194	2457	—	—	—
利润总额	3997	541	-974	-843	-2174	-211	—	—	—
其中：航空公司	2595	261	-794	-671	-1771	-59	-45.39	-146.00	124.49
机场	836	161	-233	-246	-476	-199	-19.62	-55.14	121.34
保障企业	567	119	53	75	73	47	—	—	—

资料来源：2019-2023 年民航行业发展统计公报；

注 1：半年度数据为不完全统计数据，航空公司数据来自上市公司加和数，机场数据来自公开发债机场加和数，仅参考；

注 2：保障企业包括中国航空器材进出口集团公司、中国航空油料集团公司和中国民航信息集团公司。

二、中国民航运输行业财务分析与评价

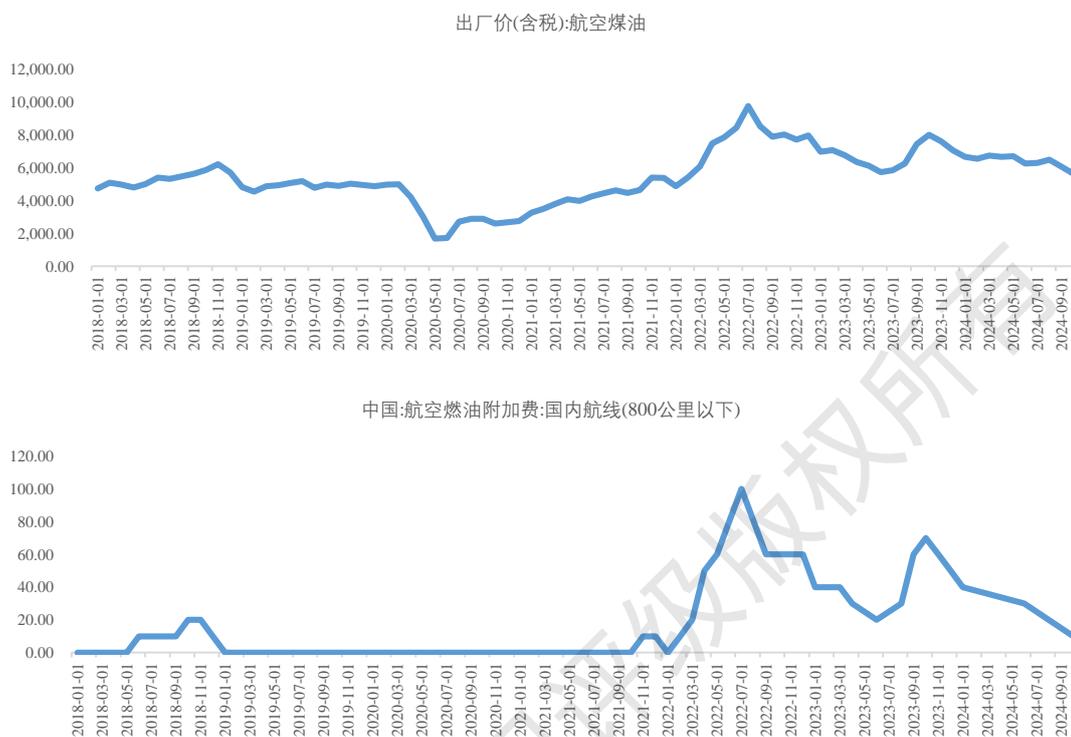
2021-2023 年及 2024 年上半年度，民航运输行业样本⁴营业收入分别 3038.95 亿元、2281.54 亿元、5165.96 亿元和 2842.94 亿元，前述 2023 年旅客周转量与运输量快速复苏，票价方面以节假日为例，当年票价同比和较之 2019 年同期相比，均有所增长，由此量价齐升推动当年收入快速增长（2023 年收入同比+126.42%）；2024 年以来旅客周转量与运输量呈现常态化恢复，增速较 2023 年放缓，票价方面节假日机票价格有所下跌，但假期出行需求依然旺盛（2024 年上半年度收入较上年同期+24.65%）。

³ 南方航空、中国东航、中国国航、海航控股、吉祥航空、春秋航空和华夏航空。

⁴ 七大上市航空公司：南方航空、中国东航、中国国航、海航控股、吉祥航空、春秋航空和华夏航空。

成本端方面，我国民航运输业成本主要由燃油费、资产折旧与摊销、员工薪酬、机场起降费、维修成本等构成。2021-2023 年及 2024 年上半年度，民航运输行业样本营业成本分别为 3398.00 亿元、3245.49 亿元、4847.94 亿元和 2686.68 亿元，其中航油成本（燃油费⁵）为诸多航司成本构成中比例最大的一份，航油价格波动对航司效益有着重大影响，航空公司一般通过原油互换合约、原油看涨期权等方式锁定航油成本，期以降低航油价格波动带来的不利影响，同期航油成本分别为 834.49 亿元、950.72 亿元、1725.09 亿元和 951.01 亿元，分别占比营业成本项的 24.56%、29.29%、35.58%和 35.81%（半年度剔除华夏航空），近期航油成本攀升趋势并居于较高位，占样本成本构成的比重持续上升。2024 年以来航空煤油价格趋势下滑，并于 10 月触及低值 5637 元/吨，1-10 月均价较上年同期下降 3.77%，但较之 2019 年同期仍有增长 30.48%。燃油附加费是航空公司收取的反映燃料价格变化的附加费，国家发改委和民航局印发文件规定，国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油综合采购成本实行联动，国内航空煤油出厂价和综合采购成本随国际市场油价变化每月调整一次⁶，即国内航空煤油综合采购成本超出基准油价（5000 元/吨），航空公司可以适当收取燃油附加费弥补成本，但附加费的征收难以覆盖油价上涨带来的增量成本。

图表 15. 航空燃油成本及航旅燃油附加费变化趋势（单位：元/吨，元）



注：新世纪评级根据 Wind 资讯数据整理、绘制。

民航运输企业成本端主要构成项中，折旧与摊销为固定成本，行业资本密集特性的基础上，高运力和基建（基地等）投入带来较大规模飞机、发动机核心件/替换件以及高价周转件等资产的折旧与摊销量，2021-2023 年民航运输行业样本折旧与摊销分别为 715.99 亿元、774.89 亿元和 883.46 亿元，分别占比其营业成本项的 21.07%、23.88%和 18.22%。员工薪酬也是重要的成本构成项，尤其是 2024 年国际客运市场加大回复力度后，外籍飞行员回归

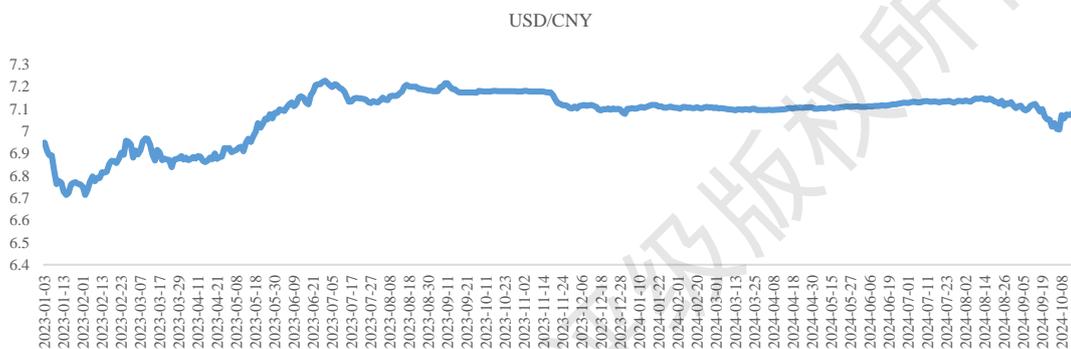
⁵ 国内航油采购价格以航空煤油出厂价格为基准，并加上一定的进销差价。
⁶ 燃油附加最高标准计算公式相应调整为：800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准=燃油附加单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本-5000）×800，800 公里以上航线燃油附加最高标准=燃油附加单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本-5000）×1500。

带来的成本上涨依旧不容忽视, 2021-2023 年民航运输行业样本职工薪酬费用分别为 742.00 亿元、729.50 亿元和 874.58 亿元, 分别占比其营业成本项的 21.84%、22.48%和 18.04%, 2024 年上半年度南方航空、中国东航和中国国航合计披露职工薪酬费用 358.20 亿元, 较上年同期增长 15.71%。

费用端, 航空公司对外部融资依赖较大, 存在不同规模的外币债务, 市场利率及汇率的变动都会引起航司资金利息和汇兑损益等费用(尤其是财务费用)的波动, 进而影响航司的利润和资产负债情况。民航运输业具有资金密集的行业特点, 外部融资需求偏高的情况下, 市场融资环境的松紧变化将对航司资金成本控制带来压力, 以间接融资来观察, 2024 年 6 月末, 中国东航、南方航空、中国国航、海航航空和春秋航空的长期借款年利率区间分别为 2.00-3.20%、1.20-3.43%、2.00-4.45%、1.66-5.70%、2.45-3.45%, 融资成本趋势下降; 考虑到航空公司购置/租赁飞机或发动机若以外币结算, 外部借贷环境也将影响其融资成本控制策略, 2024 年 9 月美联储和欧洲央行“降息”也带来一定外币债务利息压力的缓解。

航司汇率风险主要着眼于外币有息类债务、飞机/航油等境外采购, 以及国际机场起降费用支出等, 航司一般通过外汇远期合约锁定汇率, 对冲美元汇率波动影响。美元兑人民币汇率中间价由 2022 年底的 6.9646 追至 2023 年 6 月 30 日的 7.2258 (年内最高点) 至 2023 年底的 7.0827 (依旧居高), 2024 年 1-9 月美元兑人民币汇率中间价平稳居高 (介于 7.0074~7.1479), 人民币贬值压力依旧带来民航运输公司呈现汇兑损失的状态, 也进一步影响其运力补充计划、资产负债和利润表现, 2021-2023 年及 2024 年上半年度, 民航运输行业样本汇总损益分别为 74.46 亿元、-194.78 亿元、-42.64 亿元和 -19.45 亿元, 2022 年以来持续呈现汇兑损失。

图表 16. 2023 年以来美元兑人民币汇率中间价走势图



资料来源: 中国货币网

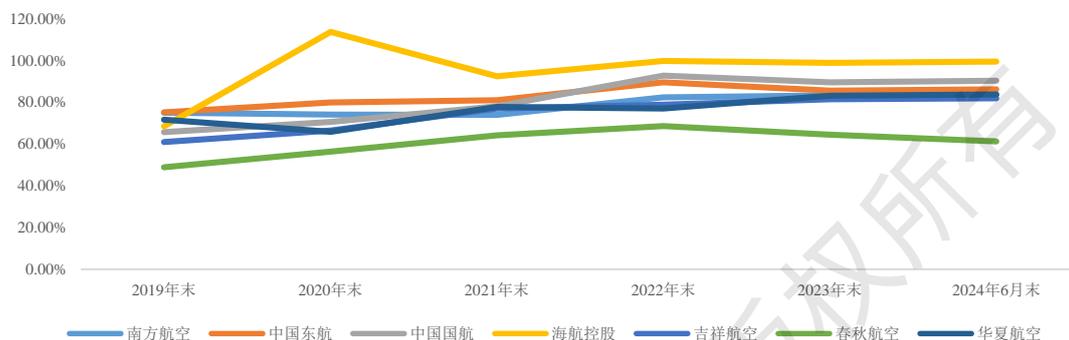
航空公司在盈利水平变化影响因素多元, 包括客货运量规模、票价水平、国内国际航线布局侧重、财政补贴, 以及各项成本端和费用端的控制能力。2021-2023 年及 2024 年上半年度, 民航运输行业样本毛利率分别为 -11.81%、-42.25%、6.16%和 5.50%, 2023 年以来已经毛利率扭亏, 且春秋航空和吉祥航空毛利率已呈现双位数。

2021-2023 年及 2024 年上半年度, 民航运输行业样本期间费用合计分别为 428.88 亿元、706.53 亿元、631.36 亿元和 326.20 亿元, 持续侵蚀微薄的利润空间, 期间样本企业可获政府补贴和投资收益, 同期其他收益和营业外净收益合计分别为 174.84 亿元、147.79 亿元、

194.53 亿元和 117.55 亿元，投资收益分别为 164.20 亿元、4.72 亿元、16.86 亿元和 3.51 亿元，其经营收益（利润总额-其他收益-投资收益）分别为-838.77 亿元、-1718.66 亿元、-307.43 亿元和-166.46 亿元，2023 年以来持续减损，但经营仍承压，资产回报质量欠佳。

因飞机、发动机核心件购置、基地建设等资本支出规模大，航空公司外融资需求量较大，债务资金依存度偏高，其普遍存在债务规模大、财务杠杆偏高等境况，2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航运输行业样本资产负债率均值分别约为 78.82%、88.17%、86.54%和 87.11%。其中春秋航空在 2022 年度报告披露空客公司 A320CEO 飞机公开市场平均报价（目录价格）约为 1.01 亿美元/每架，A320NEO 飞机公开市场平均报价（目录价格）约为 1.10 亿美元/每架。2022 年 7 月中国东航披露购买飞机的公告，购买 100 架 A320NEO 系列飞机的基本价格合计约 127.96 亿美元（公开市场报价，2020 年 1 月目录价格），2023 年 9 月中国东航披露购买飞机的公告，购买 100 架 C919 飞机的目录价格合计约为 99.00 亿美元（公开市场报价，2023 年目录价格），根据已签订的飞机及发动机协议，截至 2023 年末，中国东航预计未来 3 年（2024-2026）飞机及发动机的资本开支总额约为人民币 632.15 亿元。2024 年 4 月南方航空和中国国航分别披露购买国产飞机的公告，均向中国商飞购买 100 架 C919 飞机，基本价格分别为 99 亿美元和 108 亿美元（增程型）。短期内，各大航空公司仍有较大规模资本支出安排，其一般根据自有资金情况、贷款利率（直接和间接融资）等波动情况，调节杠杆水平。

图表 17. 主要航司资产负债率情况（单位：%）



注：经新世纪评级整理、绘制。

因公共卫生事件影响下，航空公司亏损明显，权益资金收缩，财务杠杆攀升，并站在高位，2022 年末民航运输行业样本权益资金合计较 2019 年末减少 60.62%，近期各航司实施定增等形式补充权益资金，2024 年 6 月末，民航运输行业样本权益资金合计较 2022 年末增长 12.92%。2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航运输行业样本实收资本和资本公积合计分别为 2494.26 亿元、2918.18 亿元、3073.74 亿元和 3090.53 亿元，2020 年以来，航空公司补足权益资本手段包括定向增发和发行可转债等，募集资金用途主要包括项目融资（飞机购置/航材购置及维修项目、引进备用发动机）、补充流动资金和偿还借款，并主要用于飞机购置，合计募集资金近 1000 亿元，但上述补足方式仍不及利润亏损额对权益的削弱影响。2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航运输行业样本未分配利润分别为-365.28 亿元、-1793.10 亿元、-1914.30 亿元和-1980.46 亿元，亏损仍在削弱权益实力。

图表 18. 主要航司 2020 年以来权益增加事件

航空公司	时间	权益增量	形式	目的
南方航空	2020 年	127.82 亿元人民币	定向增发	项目融资（31 架飞机）和偿还借款
	2020	35 亿港元		向南龙控股有限公司非公开发行 H 股股票
	2021 年	160 亿元人民币	可转债	项目融资（飞机购置/航材购置及维修项目、引进备用发动机）与补充流动资金
	2022 年	45.00 亿元人民币	定向增发	补充流动资金
中国东航	2021 年	108.28 亿元人民币	定向增发	偿还债务和补充流动资金
	2022 年	150.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（38 架飞机）与补充流动资金
中国国航	2023 年	150.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（22 架飞机）与补充流动资金
	2024 年	20 亿港元		向中国航空(集团)有限公司非公开发行 H 股普通股
	2024 年	60.00 亿元人民币（推进中）	定向增发	项目融资（17 架飞机）与补充流动资金
海航控股	2022 年	108.70 亿元人民币	定向增发	补充流动资金
吉祥航空	2022 年	33.02 亿元人民币	定向增发	项目融资（引进飞机及备用发动机）与偿还银行借款
春秋航空	2022 年	30.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（引进飞机及备用发动机）与补充流动资金
华夏航空	2022 年	24.35 亿元人民币	定向增发	项目融资（4 架飞机 1 架模拟机）与补充流动资金

资料来源：Wind 资讯，经新世纪评级整理。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航运输行业样本总资产分别为 11495.51 亿元、11369.31 亿元、11683.33 亿元和 11791.45 亿元，资产集中于固定资产（飞机及发动机、高价周转件等）、在建工程（购买及改装飞机款、基地建设）和使用权资产（飞机及发动机）等科目，上述科目占比总资产约 77%，资产结构长期化，且围绕飞行器及相关配件，与行业基本特征和属性相匹配；此外，民航运输行业经营相对可预期和透明，带来较为稳定的票款收入与现金流，用于储备和充实现金类资产，并可获得增资扩股等现金支持，样本企业现金类资产约占总资产比重近 6%。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航运输行业样本总负债 9061.00 亿元、10023.82 亿元、10110.21 亿元和 10272.10 亿元，同期末长短期债务比分别为 166.09%、146.14%、144.00% 和 120.22%，期限结构较合理，符合行业资本投资收回时间长等特性。样本企业负债主要由刚性债务构成，同期末刚性债务分别为 7517.19 亿元、8354.72 亿元、8043.67 亿元和 8201.50 亿元，构成占负债比重分别为 83%、83%、80%和 80%，样本内企业多拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于运营保持稳定；刚性债务主要由长短期银行借款、租赁负债和应付债券构成，期限偏长期化，借款方式主要由信用借款和质押借款构成，质押借款主要以飞机及高价周转件等作为质押取得借款资金。

因民航运输行业收费特性，样本企业主业具备较强收现能力，2021-2023 年及 2024 年上半年度，民航运输行业样本经营活动净现金流分别为 367.84 亿元、-210.02 亿元、1246.32 亿元和 571.17 亿元，2023 年以来随着民航运输市场持续复苏，经营活动现金流呈现较大规模净流入，行业内生现金的“源头活水”已经正常运行；同期投资活动净流出分别为 287.68 亿元、234.81 亿元、518.03 亿元和 311.48 亿元，2023 年以来机队建设和更新设备设施（引进和退出）加大了支出力度，为民航市场的供给端提供运行保障；同期筹资活动净现金流分别为 17.54 亿元、521.97 亿元、-914.72 亿元和 -306.81 亿元，2021-2022 年尚处于行业景气低迷时期，经营活动现金难以覆盖投资支出安排和经营周转，尤其是 2022 年对外筹资规模加大，外部融资依赖度加深（包括权益类和负债类），2023 年以来经营活动现金流基本可覆盖投资支出安排和经营周转，活动更多体现为债务还本付息。

金融机构关系方面，各家样本基本都与金融机构保持良性合作关系，南方航空、中国东航

和中国国航最新授信总额约 6124 亿元，剩余未使用 4241 亿元，授信提用方式多为信用借款和抵质押，可获得金融机构授信支持程度高，剩余可使用额度也为经营周转和投资提供基础。

三、中国民航机场行业财务分析与评价

2021-2023 年及 2024 年上半年度，民航机场行业样本营业收入分别为 712.71 亿元、604.76 亿元、830.89 亿元和 422.53 亿元，样本所辖核心机场集中于全国机场旅客吞吐量的前列，旅客吞吐量等机场生产指标规模较大，机场资源较为优质，并贡献主要收入来源，同期毛利率分别为-11.11%、-35.37%、2.21%和 9.97%，2023 年以来随着出行政策的优化和需求的释放，机场生产指标持续恢复，实现毛利扭亏，2024 年上半年度毛利率较上年同期增加 7.58 个百分点，但较 2019 年同期下降了 24.75 个百分点。

图表 19. 民航机场行业样本企业主要生产指标

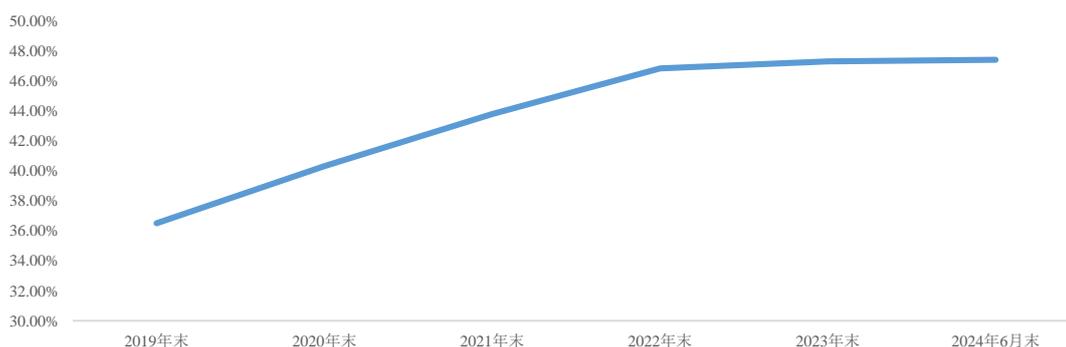
机场企业	简称	机场个数	2023 年全口径旅客吞吐量	
			吞吐量（万人次）	增速（%）
首都机场集团有限公司	首都机场集团	54	14,348.70	235.50
上海机场(集团)有限公司	上海机场集团	2	9,696.91	235.65
广州白云国际机场股份有限公司	白云机场股份	1	3,665.28	26.67
深圳市机场(集团)有限公司	深圳机场集团	1	5,273.49	144.56
四川省机场集团有限公司	四川机场集团	6	7,770.99	133.85
浙江省机场集团有限公司	浙江机场集团	7	7,402.59	113.29
厦门翔业集团有限公司	厦门翔业集团	4	3,773.18	135.84
重庆机场集团有限公司	重庆机场集团	4	4,496.90	105.76
东部机场集团有限公司	东部机场集团	7	4,236.40	121.76
山东省机场管理集团有限公司	山东机场集团	6	3,188.18	119.87
广西机场管理集团有限责任公司	广西机场集团	8	2,322.55	134.30
甘肃省民航机场集团有限公司	甘肃机场集团	9	1,872.43	152.90
无锡苏南国际机场集团有限公司	无锡机场	1	879.77	133.43
云南机场集团有限责任公司	云南机场集团	15	6,399.83	108.70
合计	—	125	75,327.20	122.40

资料来源：Wind 资讯各样本评级报告、中国民航运输局，经新世纪评级整理

由于 2021-2022 年民航机场行业样本营业收入规模缩减，期间费用率有所上升，但考虑到机场行业权益和债务融资渠道通畅，利息压力较小，需关注员工薪酬等费用水平，2021-2023 年及 2024 年上半年度，样本企业期间费用分别为 145.27 亿元、151.73 亿元、170.22 亿元和 79.81 亿元，期间费用率分别为 19.00%、23.54%、19.01%和 17.46%。同期经营损失分别为 247.02 亿元、402.82 亿元、182.01 亿元和 47.28 亿元，2023 年样本企业经营损失减损明显，2024 年上半年度经营损失同比减损约 33.49 亿元。短期内，民航机场行业能否扭亏仍需观察收入增速和折旧与摊销成本等趋势变化。

非经营性收益补足行业利润的空间相对有限，2021-2023 年及 2024 年上半年度，民航机场行业样本企业其他收益分别为 47.01 亿元、43.90 亿元、43.19 亿元和 17.57 亿元，投资收益分别为 36.26 亿元、26.79 亿元、33.37 亿元和 11.17 亿元，同期净利润分别为-160.37 亿元、-321.42 亿元、-124.49 亿元和-26.10 亿元，资产收益质量偏弱。

图表 20. 民航机场行业样本资产负债率趋势



注：经新世纪评级整理、绘制。

受益于民航局、地方政府对机场建设资本金、贴息等支持，民航机场行业样本资产负债水平尚可，2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，样本整体资产负债率分别为 43.77%、46.82%、47.28%和 47.39%，未来机场建设（改扩建为主）仍有较大资金需求，考虑到行业自身债务融资能力较强，在政府财力有所弱化背景下，机场企业负债经营程度或有加深，但整体债务压力可控。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航机场行业样本企业所有者权益分别为 4292.11 亿元、4193.46 亿元、4312.30 亿元和 4367.03 亿元，其中实收资本和资本公积合计占权益资本比重近 90%，资本结构稳健；同期未分配利润 109.93 亿元、-177.64 亿元、-294.23 亿元和 -326.48 亿元，近期利润亏损难以对权益起到夯实作用。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航机场行业样本总资产分别为 7633.48 亿元、7885.66 亿元、8180.22 亿元和 8301.05 亿元，资产集中于固定资产（机场）、在建工程（机场）和使用权资产（飞机及发动机）等科目，上述科目占比总资产约 66%，资产结构长期化，且围绕机场及其附属设施，与行业基本特征和属性相匹配；此外，民航机场行业经营相对可预期和透明，带来较为稳定的收入与现金流，用于储备和充实现金类资产，并可获得民航局和各地政府建设资金等支持，样本企业货币资金约占总资产比重近 12%。

2021-2023 年末及 2024 年 6 月末，民航机场行业样本企业负债余额合计分别为 3341.36 亿元、3692.19 亿元、3867.92 亿元和 3934.02 亿元。近年来，随着国内机场项目建设的推进和经营周转需求，存量债务规模有所扩张。从负债期限结构来看，样本企业债务期限结构较合理并进一步优化，符合行业资本投资收回时间长等特性，同期末样本长短期债务比均值分别为 102.50%、103.90%、126.75%和 138.95%。样本企业负债主要由刚性债务构成，同期末刚性债务构成占负债比重分别为 56.66%、60.27%、60.70%和 62.32%，主要为银行借款占比约 75%，以信用借款为主。其他债务主要专项应付款（航线补贴）、递延收益（政府补贴）等，实际支付压力小。

从现金流状况看，民航机场行业样本主业收现能力较强，2021-2023 年及 2024 年上半年度经营活动净现金流分别为 88.52 亿元、32.24 亿元、94.51 亿元和 107.17 亿元，2023 年以来随着民航需求的释放，样本企业现金流状况改善明显；因样本企业多承担区域内机场改扩建和运营职能，投资性净支出规模大（固定资产类投资为主），同期分别净支出 465.52 亿

元、444.45 亿元、508.59 亿元和 272.25 亿元，非筹资性净现金流缺口较大，对外权益性资金补充和债务性融资依存度高，其中权益性资金多来自于中央民航发展基金和各级地方政府财政资金，债务性资金主要为银行借款和债券发行。

民航机场行业样本多拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于运营保持稳定，金融机构（尤其是政策性银行和五大行）对于机场行业发展的支持明显，债务循环、项目贷款和流动性资金支持上，金融机构均给予行业较大认可，行业融资渠道较通畅、资金获取来源较多元，样本整体融资成本控制力强。授信方面，样本企业最新获得授信总额约 13108.40 亿元，剩余可使用额度为 10788.10 亿元，总授信和剩余授信对总刚性债务覆盖倍数分别约在 5.35 倍和 4.40 倍，可获得金融机构很高程度的授信支持，剩余可使用额度也为项目投资提供基础。

四、 中国民航行业短期信用展望

1. 民航运输行业

短期内，我国航空公司仍受到航油价格和汇率波动的影响，面临经营扭亏和利润积累的压力，同时资本性支出也将加深对债务的依赖度，财务杠杆偏高。基于国内航空运输市场保障运行和国际运输市场进一步恢复态势，较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构的流动性补充等，仍可有效支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

（1）供需市场持续恢复，短期国内客运市场增速或有放缓，国际运输恢复进一步加快。

2024 年以来民航客运增速同比放缓，增速回归常态，节假日机票价格虽有所下跌，每收入客公里收益同比下滑，但国内假期出行需求依然旺盛，价跌而量增，全年收入规模仍将保持增长，民航运输市场总体持稳运行。

2024/2025 年冬春新航季运力供给端在结构上有所调整，布局呈现国内微量减班和国际增班的趋势。预计 2025 年民航国内客运继续处于自然增长阶段，但增速或有放缓趋势：2024 年航空公司通过降低票价刺激客运量的增长，2025 年或有回归到客票利润的追求。国际客运市场方面，预计 2025 年国际航线运力供给将进一步提速，国际客运量也将加快恢复，但总量能否恢复至 2019 年规模仍面临不确定因素：（1）远程国际线受到政治地缘风险、国际经贸关系、航权开放、签证/出入境政策等影响，周边东南亚等短程国际线受到国家机场保障性能与国际航司运力恢复不足等影响，出境需求较之 2019 年相对疲软；（2）我国国际线机型结构化调整和宽体客机引进安排（上游企业宽体客机订单交付增量相对缓慢），仍影响着国际运输市场的发展速度。

（2）主业运营维持稳健态势，但仍面临经营扭亏和利润积累压力。

2024 年上半年度，民航运输收入保持增长，主业稳健运营，成本端燃油成本居高且汇兑呈现损失，利润端有减损迹象；新航季公布后，各航司（含样本企业）在定价决策和国内国际航线布局侧重上将更加市场化，全年能否全面扭亏为盈，除了收入端的量价配置，也需

关注航油价格、人民币汇率波动和外币借贷渠道的通畅性与降息政策。同时，各航空公司盈亏表现有所分化，春秋航空和吉祥航空等已步入盈利和利润积累的过程，三大航空公司仍处于不同程度的亏损，从评级角度仍需关注航空公司经营亏损压力。

(3) 杠杆高位运行，债务压力大，未来资本支出也将加深债务依赖度；上市航空公司可通过资本市场进行股权融资，同时金融机构也给予较大力度信贷资源支持。

因连年亏损，各航空公司权益资本实力被明显削弱，其可通过定增等权益渠道补充权益，但杠杆压降空间相对有限，且飞机及发动机购置、基地建设仍有较大规模资金支出需求，航空公司对债务的依赖度也将持续加深，长期高杠杆将影响资本运作。从评级角度看，高负债经营孳生较大额利息支出压力，同时也加大债务循环压力，仍需关注航空公司负债经营压力；同时也考虑到金融机构给予民航运输行业的信贷融资渠道较为通畅，为其流动性提供支持。

2. 民航机场行业

较稳定的客运需求、主业较强的现金流以及较强的外部支持等，仍可有效支撑我国民航机场行业的高质量发展，信用质量将保持稳定。

(1) 行业持续推进资本支出，完善机场基础配套设施，资金来源较为明确。

短期内，预计我国民航机场建设将保持规模化投入，并有望发挥行业债务融资空间相对较大的优势，成为基建投资助推经济企稳回升的重要发力领域。我国机场行业建设资金来源较为明确，支线机场是公益性较强的公共基础设施，原则上以非债务性资金全额投入，中央与地方财政性资金支持力度大，干线机场（含改扩建）资金来源中央民航发展基金、地方政府财政资金、以及所属机场集团自筹资金（含借款）；评级的角度看，机场行业获得的政府资金支持力度高，机场企业资产负债率较低，仍有债务杠杆运作的空间，且金融机构给予机场企业很大力度的融资信贷支持（长期低息），实际项目建设过程中资金压力可控。

(2) 国际枢纽类机场的国际旅客吞吐量恢复速度加快。

跟随民航运输市场的预期，机场旅客吞吐量也将步入自然增长阶段，其中国际枢纽类机场的国际旅客吞吐量恢复将继续加快。目前国内前十大机场格局和排名基本定型，新航季布局里，上海浦东机场、广州白云机场和北京首都机场的国际旅客吞吐量也将加快恢复的进程，进一步强化国际枢纽定位，但恢复预期同样受到航线申请与开拓、航权/签证、国际形势等诸多因素影响。

(3) 收入端预期保持增长，行业维持现金流入，但仍面临经营亏损压力。

短期内，民航机场行业和企业收入预期增长，机场企业经营现金流呈现净流入状态，但依旧面临一定经营亏损的压力。此外，在外部公共卫生因素出清的背景下，机场企业也回归到发展过程中的财务困境（增量折旧与财务费用对短期经营业绩的阶段性影响）：改扩建投运后的一段时间，旅客吞吐量增速不及折旧摊销等成本攀升速度，这短时期存在效益缩减压力或亏损风险。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。