

行业评论

2020年6月23日



对本报告评分

分析师联系人

孔祥安 +852.3758.1503
副总裁 - 高级分析师
sean.hung@moodys.com

Mark L. Wasden +1.212.553.4866
高级副总裁
mark.wasden@moodys.com

严溢敏 +852.3758.1450
董事总经理
yatmansally.yim@moodys.com

客户服务

美洲 +1.212.553.1653

亚太 +852.3551.3077

日本 +81.3.5408.4100

欧洲、中东、非洲 +44.20.7772.5454

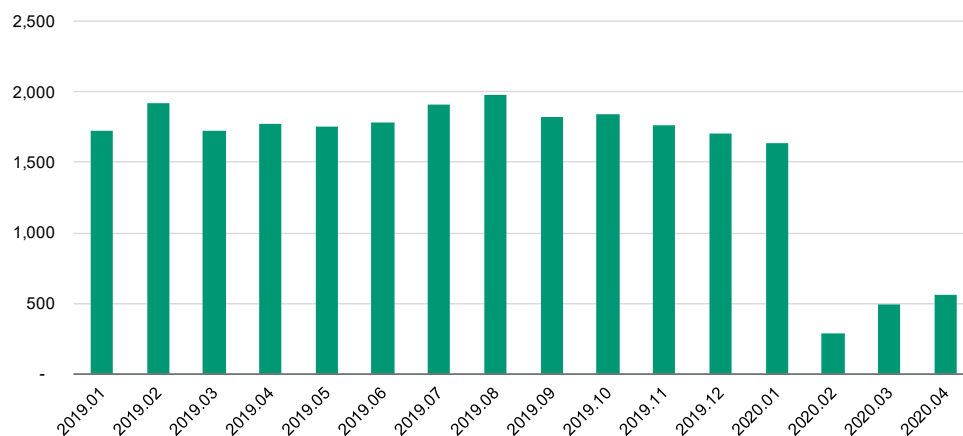
中国飞机租赁公司 与全球同业相比，疫情冲击减弱令其经营 压力减小

5月29日，中国民用航空局披露5月15日民航单日飞行班次达10,262班，恢复至疫情前的60%左右。这是自2月1日以来，中国民航单日发行班次首次突破10,000班，这也进一步印证了国际航空运输协会(IATA)于4月份发布的、显示中国航空出行初步恢复的独立数据。3月份中国新冠肺炎疫情开始得到控制，并且国内一些城市取消了旅行限制之际，航空旅客运输量开始回升。最新数据表明这一趋势在5月份得以延续。

中国的航空旅客运输量可能会长期保持在远低于疫情爆发前的水平。但与全球飞机租赁公司相比，国内航空旅客运输量即使只是部分恢复，并且是弱复苏，也将有助于缓解中国航空公司的经营困难，进而令中国飞机租赁公司受益。

图表1

复苏初期中国航空旅客日运输量(千人)



资料来源：中国民用航空局

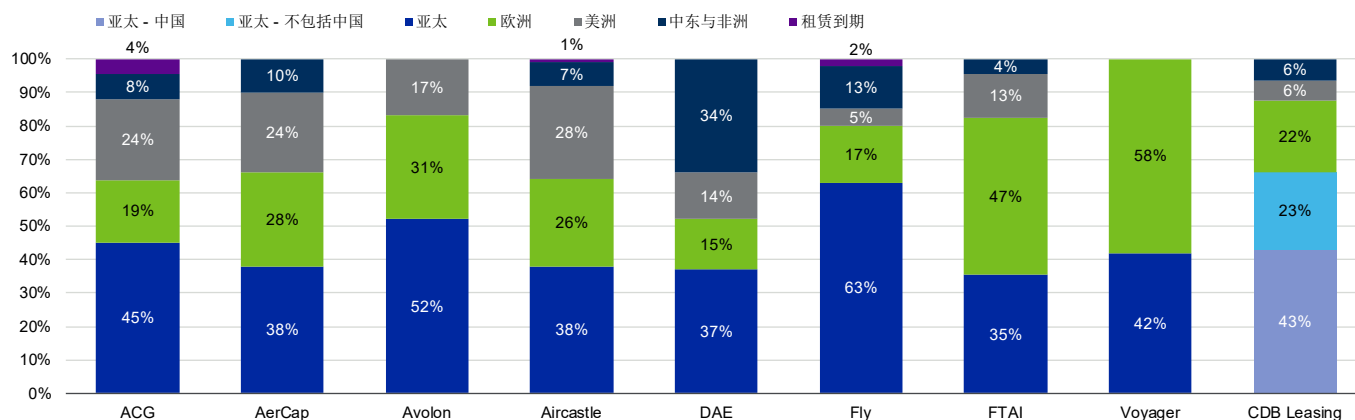
大多数中国飞机租赁公司都高度依赖本土市场，因为其在国内航空公司的业务敞口很大，大部分飞机都租给后者飞国内航线。这反映出与欧洲和北美更为成熟的市场相比，中国的航空市场具有更强劲的增长潜力。

与全球同业相比，中国飞机租赁公司的中国市场敞口更大。虽然地域集中度高通常是飞机租赁公司的信用劣势，但疫情冲击之下却并非如此。中国疫情应对所取得的成效以及封锁措施的放宽令中国飞机租赁公司较全球同业更具优势，因为后者的中国市场敞口较小。

虽然大多数中国飞机租赁公司也有海外业务，例如国银金融租赁股份有限公司(国银租赁，A1/稳定)的离岸平台，直接面向境外客户的CDB Aviation Lease Finance Designated Activity Company(国银航空租赁，A1/负面)，国内市场和业务的复苏可减小其经营压力，并支撑其信用状况。

图表2

与全球同业相比，中国飞机租赁公司的中国市场敞口更大



注：百分比代表所有飞机租赁公司的账面净值

ACG=Aviation Capital Group LLC (Baa2, 下调观察); AerCap=AerCap Holdings N.V.(Baa3, 下调观察); Avolon=Avolon Holdings Limited (Baa3, 下调观察); Airastle=Airastle Limited (Baa3, 下调观察); DAE=DAE Funding LLC (Baa3, 下调观察); Fly=Fly Leasing Limited (Ba3, 负面); FTAI=Fortress Transportation and Infrastructure Investors, LLC (Ba3, 稳定); Voyager=Voyager Aviation Holdings, LLC(B1, 负面); 国银租赁=国银金融租赁股份有限公司 (A1, 稳定)

资料来源：公司

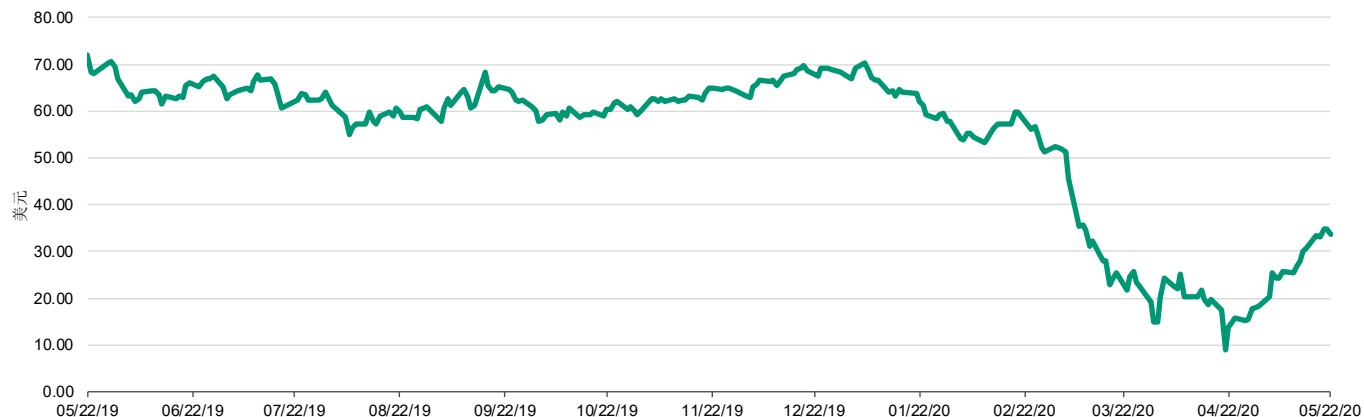
另一个对中国飞机租赁企业有利的因素是近期油价大跌。自疫情爆发以来，航空燃油价格已经下跌了60%左右。这意味着中国航空公司的运营成本已大大降低。燃油成本约占其总成本的20%-30%，而飞机租赁公司很少对冲燃油成本。

上述因素将改善中国航空公司的盈利能力和现金流，及其向飞机租赁公司支付递延飞机租赁费的能力。

本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的任何信用评级，请参阅www.moodys.com 发行人/实体专页上的评级索引，了解最新评级行动信息和评级历史。

图表3

油价下跌利于中国航空公司运营



资料来源: Factset

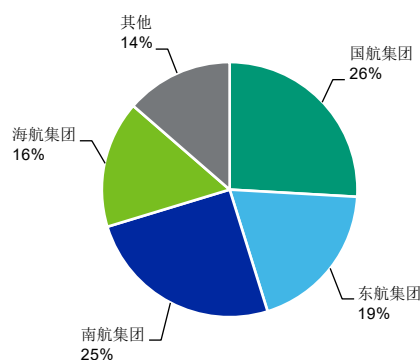
相比之下,许多国际航空公司的航班恢复将取决于外国政府多边取消旅行限制,不过多国政府仍在努力控制疫情,因此这些航空公司无法从油价下跌中受益,因为公司大多数飞机都处于停飞状态。在这种情况下,多数国际航空公司在恢复支付租赁费方面将面临更高的不确定性,这对于国际航空公司敞口较大的全球飞机租赁公司具有负面信用影响。

中国飞机租赁公司针对其客户和机队也有额外的保障措施,从而降低当下行业低迷期的潜在违约风险和减值费用。

首先,其客户大多是政府政策大力支持的中国航空公司,因此其违约风险要低于国际航空公司。中国的民航业务主要由中国国际航空股份有限公司(国航)、中国东方航空股份有限公司(东航)和中国南方航空集团有限公司(南航)这3家国有航空公司及其子公司主导。根据民航局的数据,这3家航空集团约占中国民航市场70%的份额。由于这3家航空集团的多数股权由政府所有,因此我们预计其陷入困境时会得到政府的支持。此外,中国政府已迅速采取行动,帮助具有系统重要性的受困航空公司。例如成立联合工作组,以解决国内第四大航空公司海航集团有限公司(海航集团)的财务困境。(请参阅穆迪研究报告:《[中国金融机构:成立解决海航集团财务问题的联合工作组具有正面信用影响](#)》,2020年3月6日。)

图表4

中国航空业由国有或相关航空公司主导

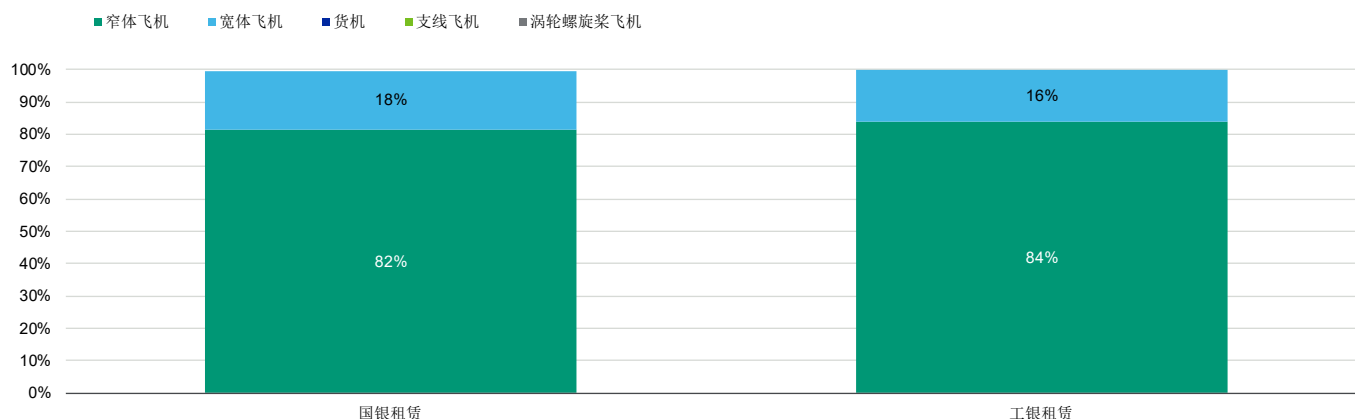


资料来源: 中国民用航空局

其次，中国飞机租赁公司的机队主要由租赁期较长的新型窄体机组成。因此其流动性状况较强，可应对潜在的财务困境。这是因为在中国及国外，国内航线均广泛采用窄体机，即使在当前受到疫情影响的情况下，新老机型窄体飞机的市场和估值仍受到良好支持。这些飞机的流动性也较高，符合作为抵押融资抵押品的条件。此外，这类飞机较长的租赁期也降低了中国租赁公司资产的残值风险和再销售风险。

图表5

中国飞机租赁公司的机队以窄体飞机为主

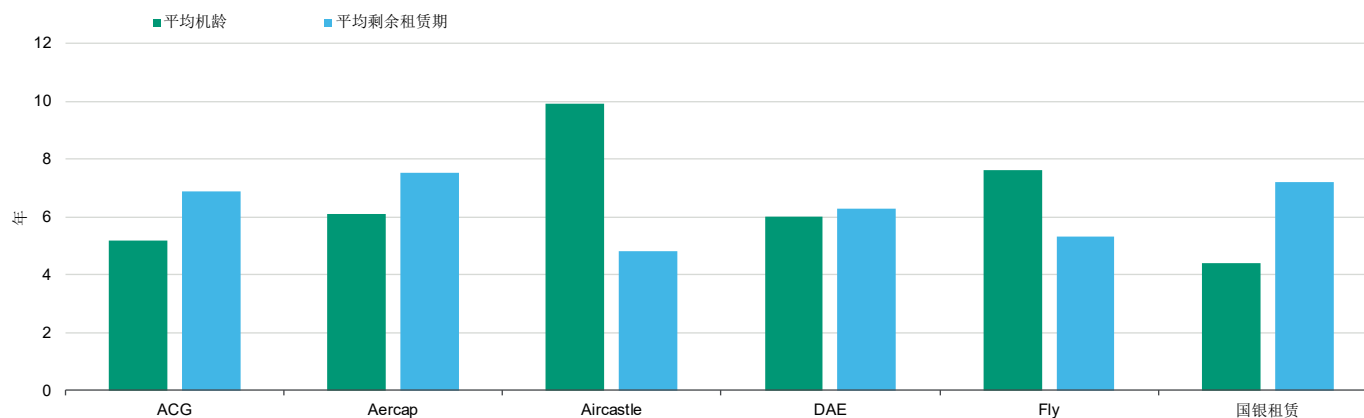


注：百分比代表飞机数量

资料来源：公司

图表6

中国飞机租赁公司的机队较年轻且租赁期较长



资料来源：公司

第三，多数大型的中国飞机租赁公司都有强大的银行或国企背景。这使得此类公司能够从央行最新的货币宽松政策中获益，因为它们容易通过与母公司或母行的隶属关系在银行间市场融资。中国人民银行已多次通过公开市场操作以及降低商业银行法定存款准备金率来注入流动性。

但是，与全球飞机租赁公司类似的是，中国飞机租赁公司也有国际航空业务，因此仍面临相当大的不确定性和挑战。新冠肺炎疫情对全球航空业的影响程度和规模意味着包括中国租赁公司在内的飞机租赁公司将面临多年的财务压力。由于此类公司必须在续租条款和费率上作出进一步让步，以维持飞机使用率，因此其利润将会下降。其飞机价值下降和任何航空公司违约而产生的减值费用也会对资本状况造成冲击。长远而言，新冠肺炎疫情可能引发公众行为发生永久性变化，从而改变出行模式。这些情况将继续影响所有飞机租赁公司的信用状况，特别是杠杆率高的公司。

穆迪相关研究

展望

- » [2020-21 年全球宏观展望 \(2020 年 3 月 25 日更新\): 新冠肺炎疫情将对全球经济造成前所未有的冲击](#), 2020 年 3 月 30 日

行业研究

- » [中国租赁公司: 母行的强有力支持将抵消疫情冲击之下资产质量风险的上升](#), 2020 年 4 月
- » [Aircraft Lessors – Global: Outlook revised to negative on severe aviation sector disruption from coronavirus](#), 2020 年 4 月

如欲浏览上述报告, 请点击有关链接。请注意, 这些参考资料为截至本报告刊发日期的最新资料, 阁下也可索阅较近期的报告。并非所有客户均能获取所有研究报告。

© 2020, 穆迪公司 (Moody's Corporation)、穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service, Inc.)、Moody's Analytics, Inc. 和/或其许可人及关联公司(统称“穆迪”)。版权所有, 翻印必究。

穆迪投资者服务公司和/或其信用评级关联公司所发布的信用评级是穆迪对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见, 穆迪出版的材料、产品、服务和信息(统称“出版物”)可能包括该等当前意见。穆迪投资者服务将信用风险定义为某实体可能无法履行其到期的合同财务义务的风险, 以及在发生违约或损害事件时的预计财务损失。关于穆迪投资者服务信用评级所指的合同财务义务的种类的信息请见穆迪评级符号和定义出版物。信用评级并不针对任何其他风险, 包括但不限于: 流动性风险、市场价值风险或价格波动。信用评级、非信用评估(“评估”)以及穆迪出版物中包括的其他意见并非对当前或历史事实的陈述。穆迪出版物也可能包括由 Moody's Analytics, Inc. 和/或其关联公司发布的以量化模型为基础的信用风险预测以及相关的意见或评论。穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物并不构成或提供投资或财务建议, 穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物亦非关于购买、出售或持有特定证券的推荐意见, 也不能提供该等意见。穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物均不会评论某项投资是否适合任何特定投资者。穆迪发布信用评级、评估和其他意见及出版其出版物之时预期并理解每位投资者将以应有的谨慎态度自主研究和评估其考虑购买、持有或出售的每项证券。

穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物不适用于零售投资者的使用, 如零售投资者在做投资决定时使用穆迪信用评级、评估、其他意见或出版物, 将是草率且不合时的。如有疑问, 您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

本文所载所有信息均受法律(包括但不限于版权法)保护, 未经穆迪事先书面许可, 任何人不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传送、散布、分发或转售, 或存储供日后任何上述目的使用。

任何人不得将穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物作为基于监管目的而定义的基准(benchmark), 亦不得以可能导致穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物被视为基准的任何方式使用穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物。

本文所载所有信息均系穆迪从其相信为准确和可靠的来源获得。然而, 由于可能会出现人为或机械错误以及其他因素, 本文所载所有信息均按“原样”提供, 不附带任何形式的保证。穆迪会采取所有必要措施, 使其在授予信用评级时采用的信息具备足够质量, 并来自穆迪认为是可靠的来源, 包括独立的第三方来源(如适当)。但穆迪并非审计机构, 亦不能对评级过程或准备其出版物时收到的信息在每个情况下均独立地进行核实或确认。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 即便穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商被事先告知该等损失或损害的可能性, 包括但不限于: (a) 任何当前或未来的利润损失或(b) 因并非穆迪特定信用评级的评级对象的金融工具引起的任何损失或损害。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 包括但不限于由穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商的疏忽(为避免疑问, 不包括法律规定不得排除的欺诈、故意不当作为或任何其他类型责任)、或其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而导致的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害。

穆迪不以任何形式或方式对任何信用评级、评估、其他意见或信息的准确性、及时性、完整性、适销性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

穆迪公司 (“MCO”) 全资拥有的信用评级子公司穆迪投资者服务公司谨此披露: 多数穆迪投资者服务公司评级的债务证券(包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据)和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向穆迪投资者服务公司支付 1,000 美元至约 2,700,000 美元不等的信用评级意见和服务费用。MCO 及穆迪投资者服务亦执行政策及程序以便保持穆迪投资者服务信用评级及信用评级过程的独立性。关于 MCO 董事与被评级实体之间, 及获穆迪投资者服务信用评级并已向美国证券交易委员会公开报告其在 MCO 持股 5% 以上的各实体之间可能存在某种关联的信息每年会在 www.moody.com “投资者关系—公司治理—董事及股东关联政策”栏内刊登。

仅针对澳大利亚的额外条款: 任何出版到澳大利亚的本文文件均依据下述穆迪关联公司的澳大利亚金融服务牌照发布: Moody's Investors Service Pty Limited, 澳大利亚商业注册号码 (ABN): 61 003 399 657, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL): 336969; 及/或 Moody's Analytics Australia Pty Ltd, 澳大利亚商业注册号码 (ABN): 94 105 136 972, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL): 383569 (视情形而定)。本文文件仅向 2001 年公司法 (Corporations Act 2001) 第 761G 条所定义的“批发客户”提供。如您继续在澳大利亚境内浏览本文文件, 即代表您向穆迪表示您为“批发客户”或代表“批发客户”浏览本文文件, 您或您代表的实体均不会直接或间接向 2001 年公司法 (Corporations Act 2001) 第 761G 条所定义的“零售客户”发布本文文件或其内容。穆迪信用评级是针对发行人债务的信用度的意见, 并非对零售投资者可获取的发行人股票证券或任何形式的证券的意见。

仅针对日本的额外条款: Moody's Japan K.K. (“MJKK”) 是 Moody's Group Japan G.K. 的全资信用评级子公司, 而后者由穆迪公司的全资子公司 Moody's Overseas Holdings Inc. 全资所有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是 MJKK 的全资信用评级子公司。MSFJ 不属于美国全国认定的评级组织 (“NRSRO”)。因此, MSFJ 授予的信用评级是非 NRSRO 信用评级。非 NRSRO 信用评级由非 NRSRO 的实体授予, 因而受评债务无资格享受美国法律项下的某些待遇。MJKK 和 MSFJ 是日本金融服务厅注册的信用评级机构, 其注册号分别为 FSA Commissioner (Ratings) 2 号和 3 号。

MJKK 或 MSFJ (视情形而定) 谨此披露: 多数 MJKK 或 MSFJ (视情形而定) 评级的债务证券(包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据)和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向 MJKK 或 MSFJ (视情形而定) 支付 125,000 日元至约 250,000,000 日元不等的信用评级意见和服务费用。

MJKK 和 MSFJ 亦执行相关政策及程序, 以遵守日本监管要求。

报告编号: 1235020