

作者：陈艳龙、刘濛洋

邮箱：research@fecr.com.cn

2019年民用航空机场行业信用展望

摘要

远东资信行业信用展望系列：

1. 《2019年建筑行业信用展望》，2019.01.31
2. 《2019年商业银行信用展望》，2019.02.01
3. 《2019年商业地产行业信用展望》，2019.02.18
4. 《2019年医药制造行业信用展望》，2019.02.22
5. 《2019年火电行业信用展望》，2019.02.25
6. 《2019年煤炭行业信用展望》，2019.2.28

民用航空机场行业与宏观经济发展密切相关，随着我国经济总量的不断增长加之我国人均乘机次数的巨大提升空间，航空运输业需求将持续增长，作为航空运输业重要基础设施的机场行业需求随之增长；枢纽机场目前大多超负荷运行，未来新建及扩建机场承运能力释放将有效缓解超负荷运行压力，需求端持续旺盛的前提下，供给端将成为未来机场行业发展的决定因素。北上广及其他大型枢纽机场的竞争优势较强，行业地位突出，中短途市场受高铁分流影响较大，干支线机场竞争力有待提升。

行业运营方面，航空性业务在人均收入水平提高、消费升级等因素带动下，旅客吞吐量增速或将持续提升；旅客吞吐仍集中在北上广，但地区分布更趋分散、合理。货邮吞吐量增速大概率保持波动状态，但中西部地区货邮吞吐量增速可期，此外受中美贸易战等不确定性因素影响下，未来需关注地缘政治风险对国际航线的影响。非航空性业务基本实现市场定价，经营成本较低、利润率相对较高，或将成为机场企业利润快速增长点。

政策环境方面，随着机场行业发展规划以及税费、补贴、资本投入限制、机场收费标准等相关政策法规的颁布和执行，我国机场行业向着规范化、市场化运营发展，行业面临良好的政策发展环境。

债务方面，机场行业信用级别体系向高等级集中，行业债务负担维持较低水平，较强的现金流回款能力能够对债务形成较强保障。

远东资信主要关注：（1）未来机场新建、扩建给机场行业企业带来一定的资本支出压力；（2）扩建、新建后，固定资产折旧、财务费用增长给企业盈利能力带来的短期影响；（3）政策变动对行业收入及盈利能力带来的波动性风险。

综上，远东资信认为2019年机场行业政策环境良好，机场建设提速，行业保持稳健增长，整体信用风险较低，行业展望为稳定。

一、行业运行概况

2018年我国经济总量保持增长，供给侧改革推进固定资产投资结构持续优化，但固定资产投资、消费支出以及进出口增速均有不同程度下滑，且受中美贸易战影响，经济下行压力有所加大；2018年国内生产总值90.03万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.6%，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点，消费成为拉动我国经济增长的最重要引擎。我国机场行业周期性显著，与宏观经济发展密切相关，随着我国经济总量的不断增长，消费支出和基础设施建设仍维持增长，机场行业呈现高速发展态势，机场密度不断提高，机场规模持续扩大，通航城市数量逐年提升，行业整体发展态势良好。

此外，我国机场具有准公共特性，在行业进入壁垒、资金支持等方面受政策影响明显，由于机场准公共特性明显，且机场投资回收期较长，财政部、民航局及各地政府对机场均有一定程度的补贴。财政部、民航局通过民航发展基金对机场进行相应补贴，且每年均会对符合条件的中小机场进行专项补贴，并对像革命老区机场、高原机场、军民合用机场等特殊机场予以上浮补贴标准，以支持中小机场的发展。各地政府，尤其是二三线城市地方政府，通过给予机场和航空公司补贴，以建设机场和扩张航线，进一步打开经济发展渠道、缓解交通束缚。

（一）机场行业供给情况

我国机场行业发展空间较大，基础布局仍较为薄弱，民用航空机场数量和机场运营能力持续提升，但枢纽机场超负荷运行压力仍较大，干支线机场体系仍需进一步完善。

根据《2017年民航行业发展统计公报》、《2017年民航机场生产统计公报》数据显示，截至2017年末，我国境内民用航空颁证机场共有229个（不含香港、澳门和台湾地区），其中定期航班通航机场228个，定期航班通航城市224个；年旅客吞吐量1,000万人次以上的机场32个，较上年底增加4个，100-1,000万人次机场52个，较上年底增加3个；年货邮吞吐量万吨以上的机场52个，我国民用航空机场数量和机场运营能力均持续提升。我国民用航空机场区域垄断性极强，机场行业发展与所在地区的地理位置、经济发展情况、资源禀赋等因素相关性较大。目前，我国民用航空机场分为一类1级、一类2级、二类及三类四个级别，机场规模、体系与经济发展水平、地理格局基本匹配，形成了以门户复合枢纽机场为中心，八大区域枢纽机场为重点，干支线机场配合的机场体系。对于北京、上海、广州三地的门户复合枢纽机场及其他大型枢纽机场而言，承担着中枢航线节点的关键作用，目前多超负荷运行，该类机场对于未来新产能的建设基本均有规划，如首都新机场2015年9月开始建设，2019年底预计投入使用，并规划建设4条跑道；未来新建机场及机场扩建承运能力释放将缓解超负荷运行压力。

表 1：机场分类目录

机场类别	机场
一类1级	北京首都、上海浦东、广州
一类2级	深圳、成都、上海虹桥
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁

三类

除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：中国民航局，远东资信整理

（二）机场行业需求情况

从需求端来看，近年来随着经济发展、人均收入水平的提高、城市化进程的加快、消费升级的带动、高消费人群基数的增加、出行成本的下降等因素，促进了民用航空运输业需求增长，而民用航空机场作为航空运输业的重要基础设施，需求随之增长。从人均乘机次数、旅游运输需求增长等方面来看，我国机场行业市场需求前景较好。

在人均乘机次数方面，近年来国内的人均乘机次数持续增长，但仍远低于发达国家，2016年我国人均乘机次数为0.35次，仅为美国的14%，《国务院关于促进民航业发展的若干意见》也提出，到2020年我国人均乘机次数达0.50次，未来提升空间巨大。整体来看，机场行业需求增速明显，需求提升空间巨大。

单位：次

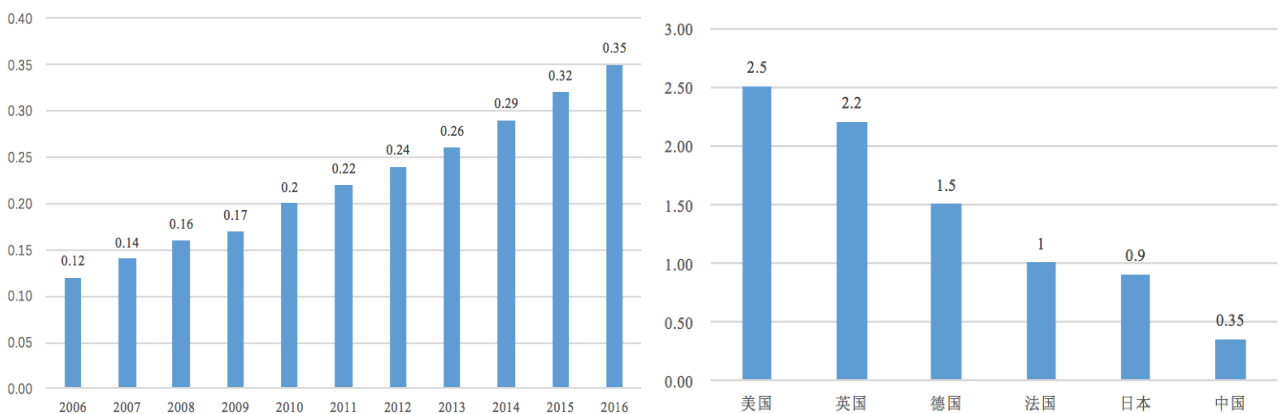


图1：近年我国人均乘机次数变化以及2016年部分国家人均乘机次数情况

资料来源：公开资料，远东资信整理

在旅游运输需求方面，受益于城市化进程加快、居民可支配收入提高等因素的影响，我国居民消费潜力持续释放，旅游行业发展近年来呈现逐步扩张趋势。其中，国内旅游市场保持快速发展，根据国家旅游数据中心报告显示，2017年国内旅游收入4.57万亿元，同比增长15.92%，占旅游总收入的84.63%；国内旅游市场为50.00亿人次，同比增长12.61%。出境旅游市场作为国内旅游市场的有效补充，亦保持增长态势。随着我国居民可支配收入的增长、中高收入人均数量增长以及发达国家逐渐放宽对中国公民的签证政策，我国出境旅游人次由2012年的0.83亿人次增长至2017年的1.31亿人次。相对于国内旅游和出境旅游市场的快速增长，入境旅游市场增速缓慢，入境旅游人次由2012年的1.32亿人次增长到2017年的1.39亿人次。

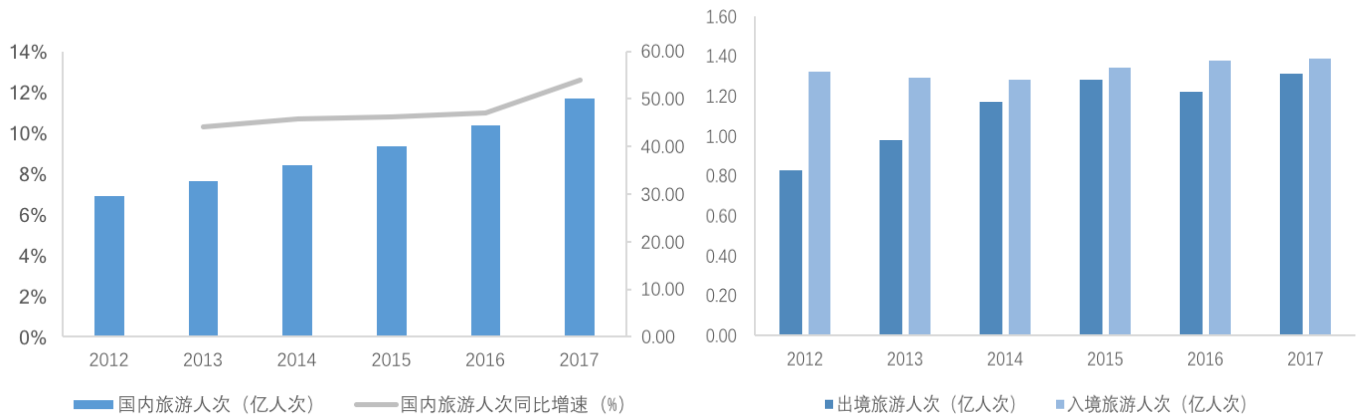


图2：近年我国国内旅游、出境旅游及入境旅游人次变化情况

资料来源：公开资料，远东资信整理

此外，近年我国高铁网络的快速扩张对航空公司业务造成一定影响；根据经验，3小时以内、800公里以下的中短途市场，高铁具有优势，800公里以上的长途市场，航空公司具有优势；一方面航空公司短途市场面临高铁分流风险，进而影响机场业务，另一方面空铁联运模式升级给机场发展带来周边城市需求及更加完善的配套交通网络。

（三）机场行业运营分析

1.航空性业务

近年来，我国机场主要生产指标保持平稳较快增长，旅客吞吐量、货邮吞吐量、飞机起降架次均保持增长态势，2017年上述三个指标分别增长至11.48亿人次、1,617.73万吨和1,024.90万架次。截至2018年8月末，国内机场旅客吞吐量累计完成8.43亿人次，比上年同期增长11.6%；货邮吞吐量累积完成1,076.8万吨，比上年同期增长5.3%；飞机起降架次为730.6万架次，比上年同期增长9.5%。

旅客吞吐量方面，2015年以来旅客吞吐量增速不断上升，未来随着人均收入水平提高、消费升级等因素带动，旅客吞吐量或将持续提升；1,000万人次以上机场旅客吞吐量占全国机场旅客吞吐量的比例近年来持续上涨，2017年该比例达到81.00%，100~1,000万人次机场旅客吞吐量占全国机场旅客吞吐量的比例波动下降，北上广机场吞吐量占全国机场旅客吞吐量比例持续下降，显示近年来内除北上广外，其他大型机场规模、运营指标也在不断提升，在我国机场行业体系中的重要性水平持续提升，旅客吞吐分布更趋分散、合理；分航线看，国内航线旅客吞吐量占在90%左右，占比稳定；分地区看，东部地区旅客吞吐量占比最大，在50%以上，但近年来该比例持续下降，中西部地区旅客吞吐量占比在中部地区崛起、西部大开发战略的大环境下，近年来呈现上涨态势。

货邮吞吐量方面，近年来货邮吞吐量增速波动较大，未来在中美贸易战存在不确定性等因素的影响下，货邮吞吐量大概率保持波动状态，但中西部地区货邮吞吐量增速可期。具体来看，年货邮吞吐量万吨以上机场占全国货邮吞吐量的比例保持在98.50%以上；北上广机场货邮吞吐量占全国货邮吞吐量的比例保持基本稳定，在50.0%左右；分航线看，国内航线货邮吞吐量占比在60%以上，国外航线货邮吞吐量占比近年来受到国际经济形势好转等因素的

影响呈现上升态势；分地区看，地区货邮吞吐量与经济发展水平相关性较强，东部地区货邮吞吐量近年占比在75%左右，中西部地区货邮吞吐量占比在中西部经济发展、一带一路建设等政策刺激下波动上涨。

飞机起降架次方面，近年数量持续增长，2017年达到1,024.90万架次，比上年增长10.9%。分航线看，国内航线完成938.00万架次，同比增长11.30%；国际航线完成86.90万架次，同比增长7.30%，较2016年下降9.60个百分点，主要是受到地缘政治风险影响，2017年6月民航局宣布停止受理部分境外地区新增航线航班申请。

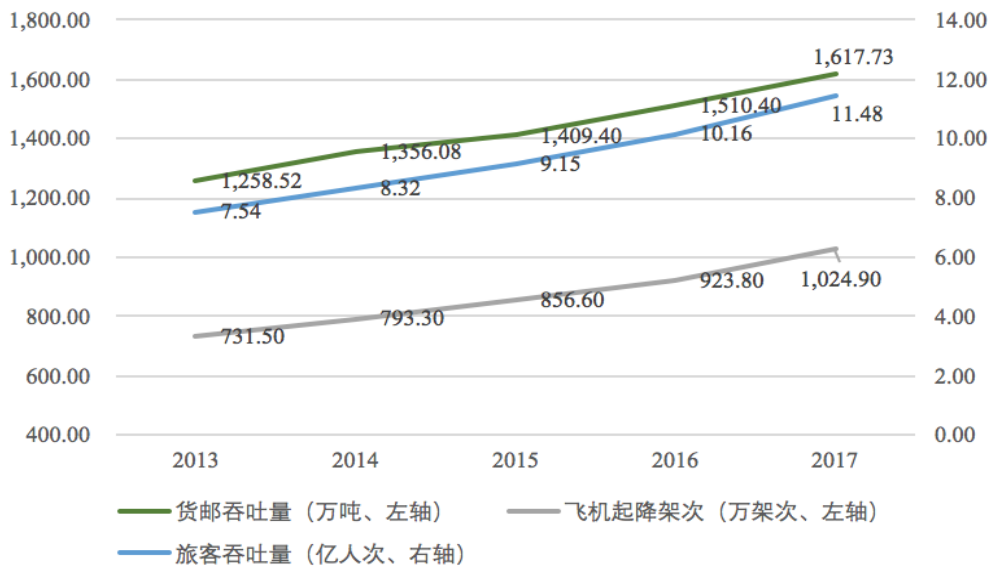


图3：2013~2017年旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次

资料来源：中国民航局，远东资信整理

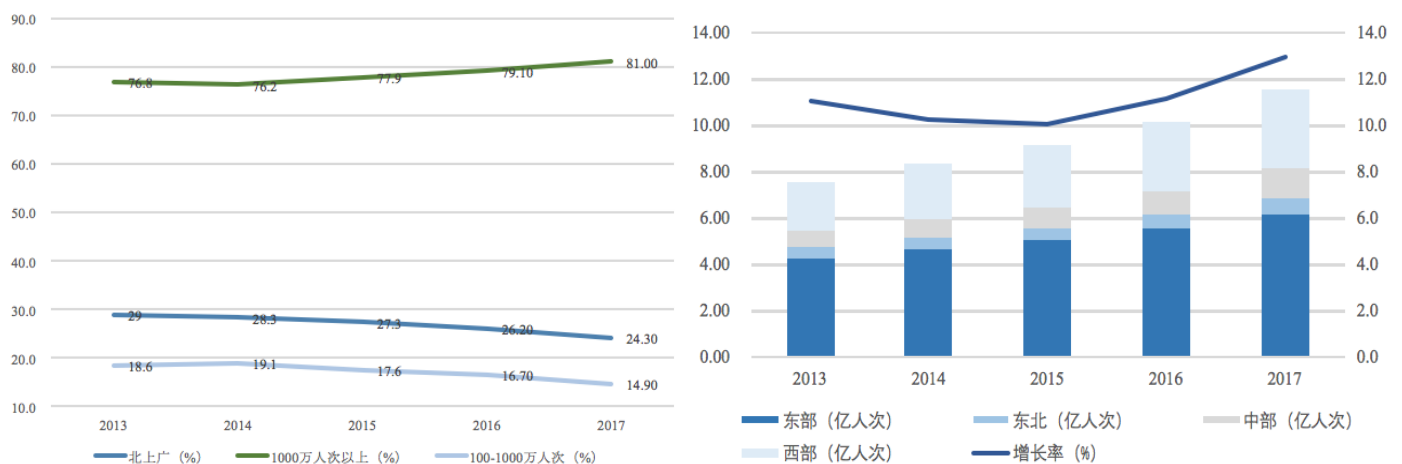


图4：2013~2017年各等级机场旅客吞吐量占比、分地区旅客吞吐量及增长率

资料来源：中国民航局，远东资信整理

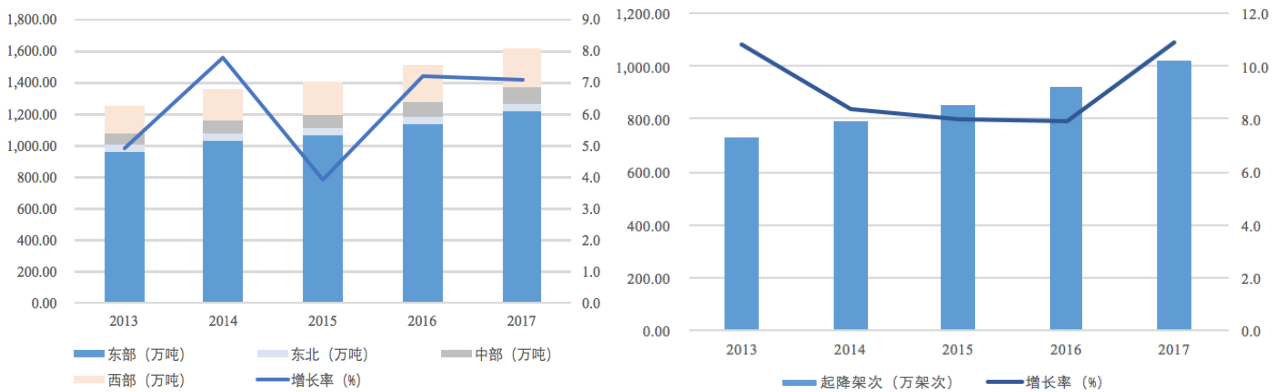


图 5: 2013~2017 年我国货邮吞吐量和飞机起降架次变化情况

资料来源: 中国民航局, 远东资信整理

2. 非航空性业务

机场企业的非航空性业务包括头等舱和公务舱休息室、办公室、售补票柜台及值机柜台的出租业务、地面服务、物流、广告、免税店、酒店等业务。非航空性业务具有成本低、利润高的特点, 当机场旅客吞吐量达到一定量级后, 非航空性业务收入将成为机场企业利润的重要组成部分。2015~2017 年, 重要枢纽机场的非航空性业务收入呈现稳步上升趋势, 如图 6 所示, 2017 年首都机场、上海机场及白云机场的非航空性业务收入占比均在 40.00% 以上, 已成为营业收入的重要组成部分。

单位: 亿元

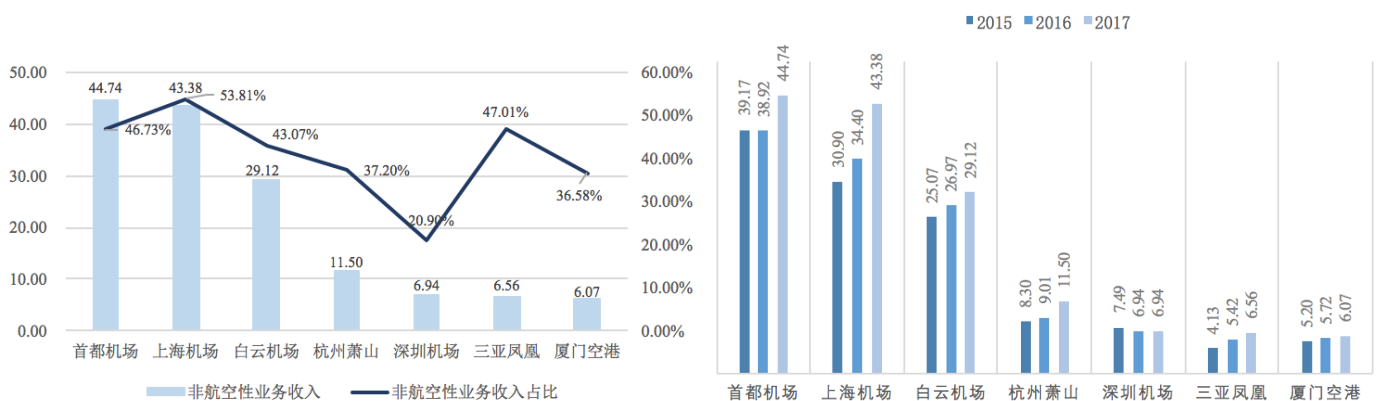


图 6: 部分机场非航空性业务近年收入及占比情况

资料来源: 企业年报, 远东资信整理

(四) 机场行业企业运营概况

1. 收入与盈利

2010年以来，我国机场行业上市公司收入及归母净利润持续增长，增速呈现较大波动。国内机场成本端相对刚性，主要由人工成本和固定资产折旧费用构成；人工成本不具备规模效应，并不会随着机场业务规模的扩大而出现边际递减现象，且在我国人口红利逐渐消失的大环境下，人工成本将持续上升；固定资产折旧费用随着未来机场的持续扩建，仍将是机场成本的重要组成部分。国内机场利润提升主要依靠收入端的提升，收入主要来自航空性业务收入、非航空性业务收入，如上文所述，非航空业务或将成为国内机场利润提升的重要板块。

2018年三季度，我国机场行业上市公司实现营业收入58.35亿元，同比增长14.64%，较2017年三季度的12.24%的同比增速上升2.40个百分点；实现归母净利润16.70亿元，同比下降0.89%，较2017年三季度的28.04%大幅下降。

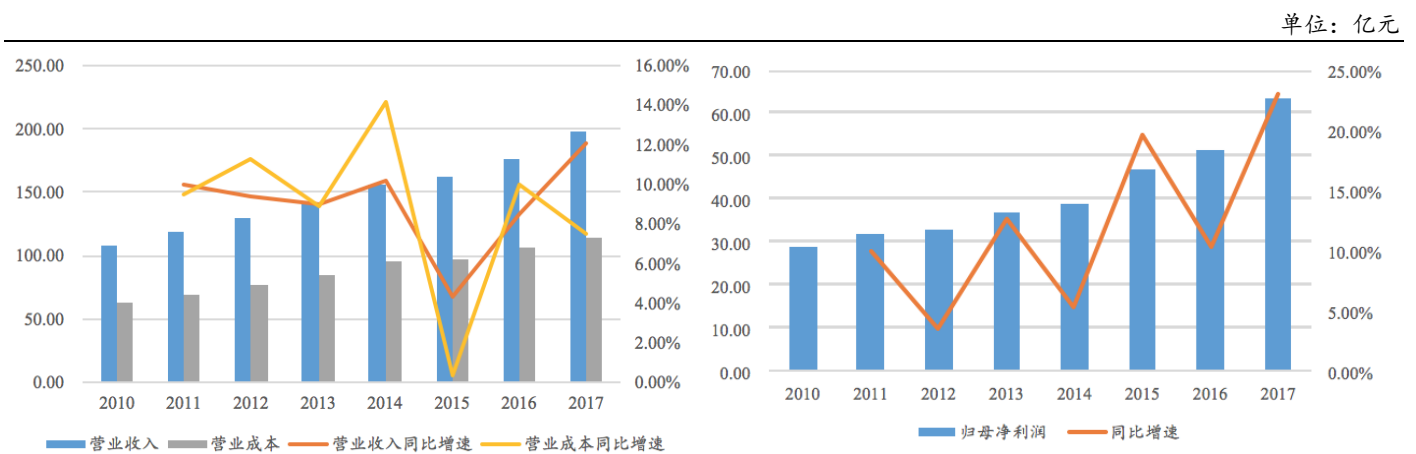


图7：2010~2017年机场行业上市公司收入、归母净利润及同比增速

资料来源：Wind，远东资信整理

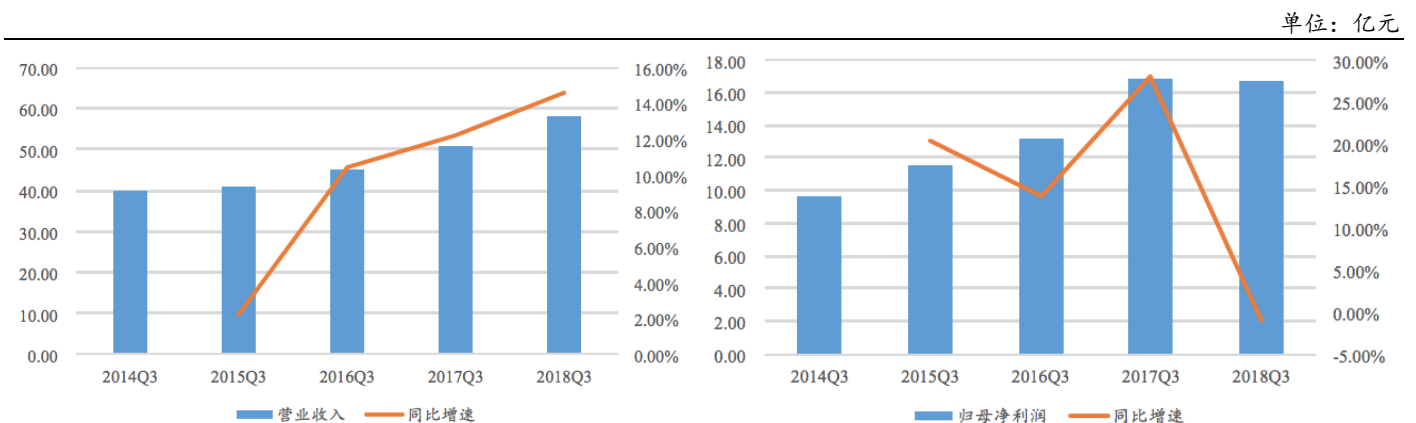


图8：2014~2018年机场行业上市公司三季度营业收入及净利润情况

资料来源：Wind，远东资信整理

2010年以来，机场行业上市公司毛利率波动较大，2017年大幅上升至42.26%；净利率呈现波动上升趋势。2018年三季度，机场行业上市公司整体毛利率为37.44%，较2017年下降4.82个百分点，净利率为29.81%。机场行业

的期间费用主要是管理费用，销售费用和财务费用较少，2013年以来财务费用均为负数；近年来，机场行业期间费用率持续下降，行业内企业费用管控能力较强。

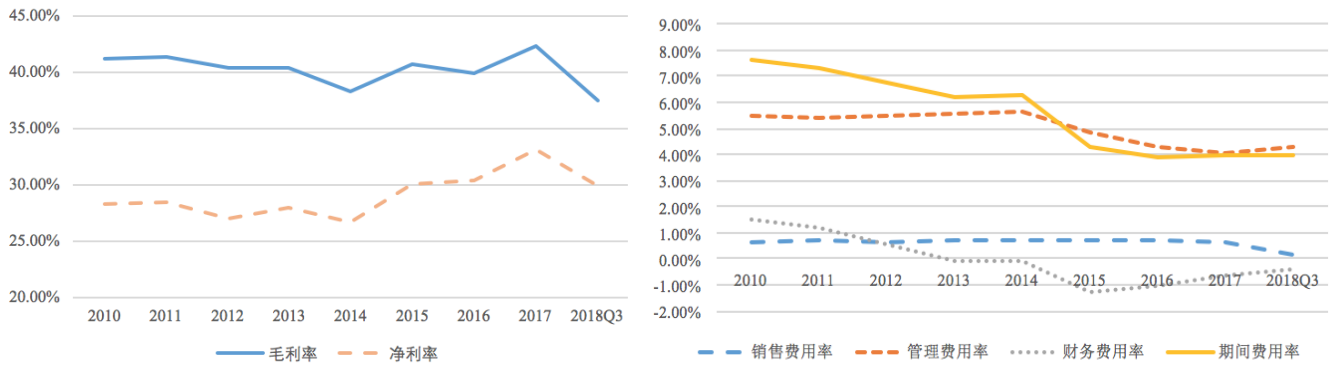


图 9：机场行业盈利指标及期间费用情况

资料来源：Wind，远东资信整理

2. 财务杠杆

我国机场行业企业资产负债率维持在极低水平，主要是机场企业经营性负债及有息负债规模较小，股东投资资金及企业未分配利润累积可以很大程度上满足公司的运营需求，与机场行业的特点相符。2018年以来，机场行业企业资产负债率有所上涨，但仍保持在 25.00% 以下；未来随着融资环境改善、机场企业资本性支出的增加，机场企业资产负债率或将有所上升。

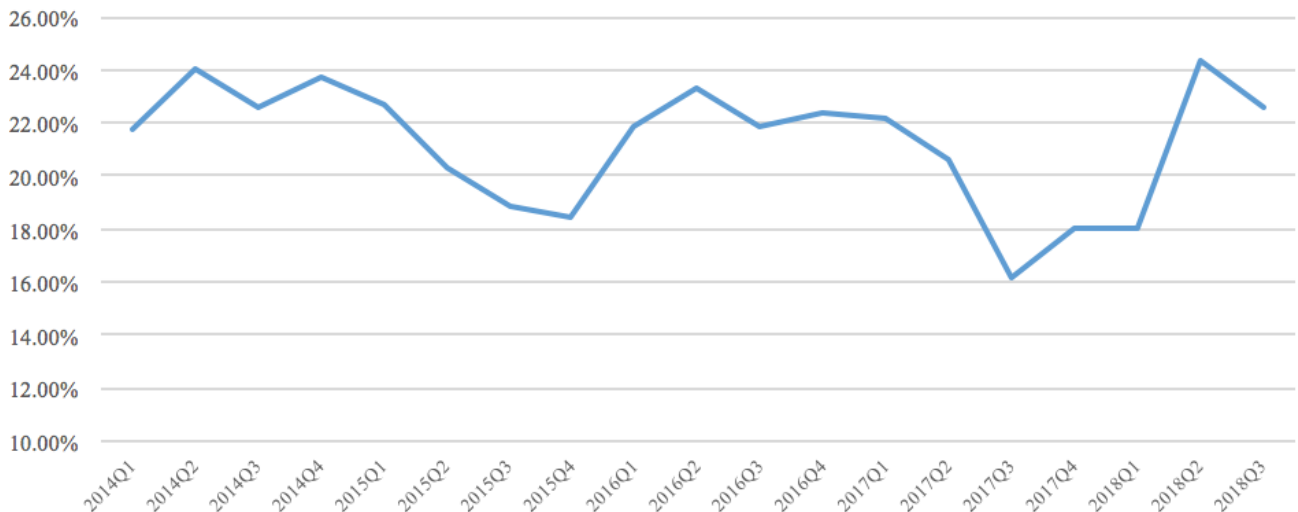


图 10：机场行业资产负债率

资料来源：Wind，远东资信整理

3. 现金流及资金压力

近年来，在经济持续增长、居民出行刚性需求提升等多重因素的影响下，核心一线城市及其他大型机场均有较大规模的新建、改扩建工程；从上市公司来看，投资活动现金净流量均值持续为负；同期经营活动的现金净流量无法满足企业投资需求，主要依靠外部筹融资解决，筹资活动现金流入规模较大，预计未来一段时间内仍将维持现状。机场行业经营获得现金流的能力较强，近年来现金收入比均保持在 100.00% 以上。未来，随着机场产能扩张计划的实施，行业资本性投资规模仍较大，行业资金需求或将进一步上升。

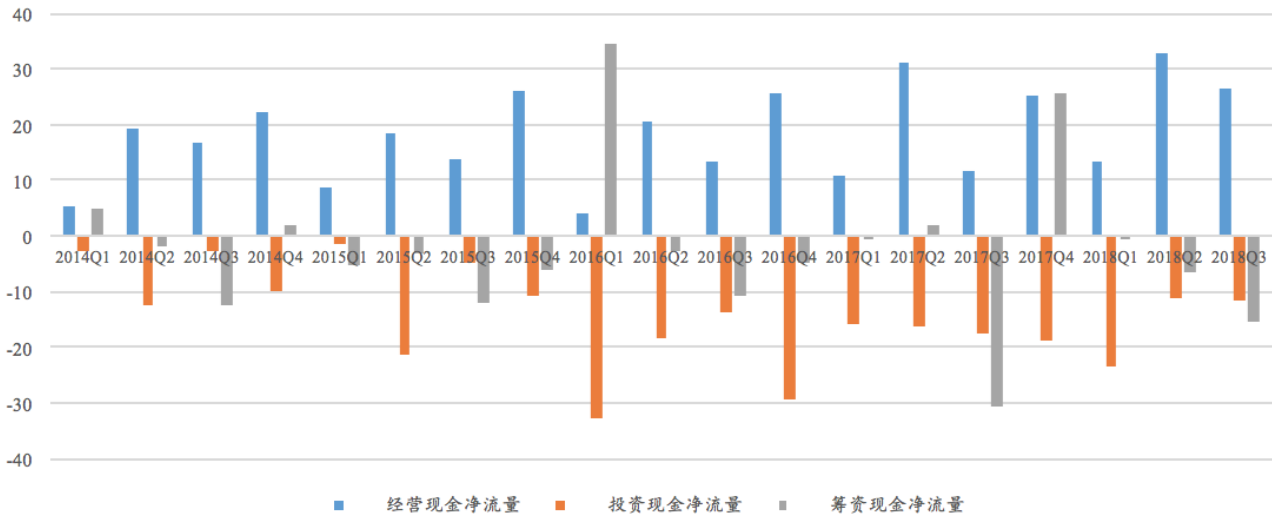


图 11: 机场行业企业现金流情况

资料来源: Wind, 远东资信整理

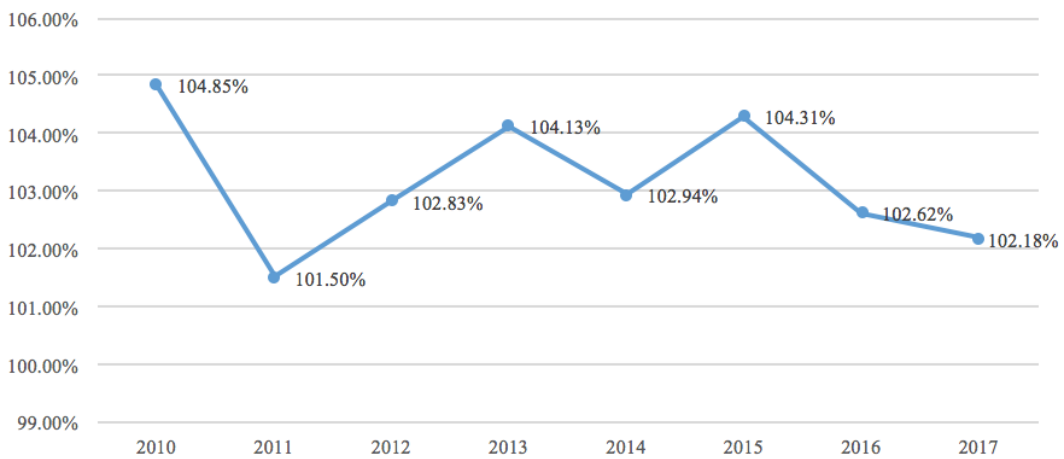


图 12: 机场行业现金收入比

资料来源: Wind, 远东资信整理

4.运营效率及偿债能力

从运营效率来看，机场企业总资产、固定资产及应收帐款的周转率相对稳定；2018年3季度以来，随着机场行业企业固定资产扩建，企业资产运营效率有所下降，未来随着新建及扩建产能投入运营，机场行业企业运营效率或将有所回升。从短期偿债能力来看，流动比率和速动比率近年来持续下降，但均保持在较高水平，2018年三季度，机场企业流动比率1.70倍，速动比率1.69倍；近年来经营性净现金流/流动负债呈现波动状态，但仍保持在较高水平，主要是机场企业流动负债规模较小，经营获现能力较强、经营性现金流持续为正所致，机场企业经营获现能力对流动债务的保障能力较强。从长期偿债能力看，2014~2017年末，机场行业总债务/EBITDA波动较大，但持续保持在较低水平，EBITDA对债务的保障能力较强。总体来看，机场行业企业盈利能力及经营获现能力较强，且有息负债规模较小，资产负债率较低，机场行业企业整体偿债能力较强。

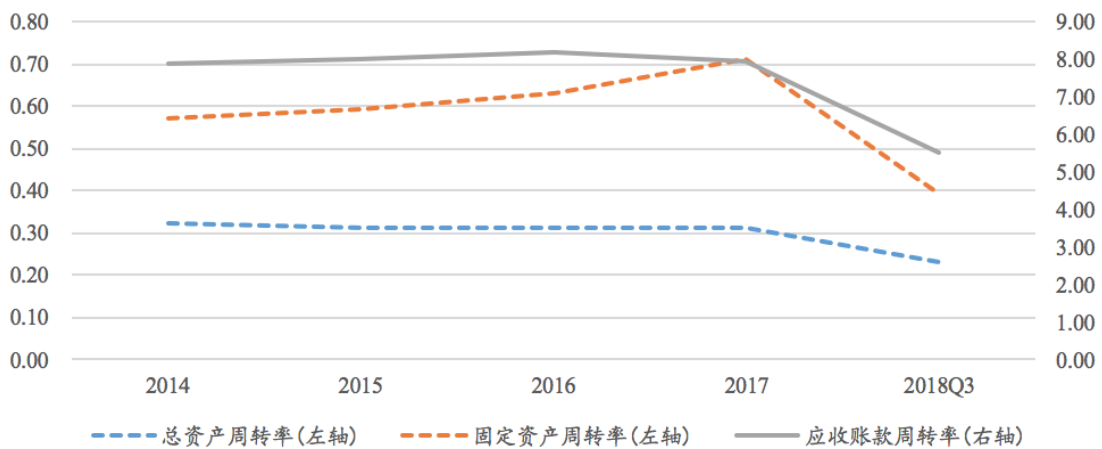


图 13: 机场行业总资产周转率、固定资产周转率和应收账款周转率

资料来源: Wind, 远东资信整理

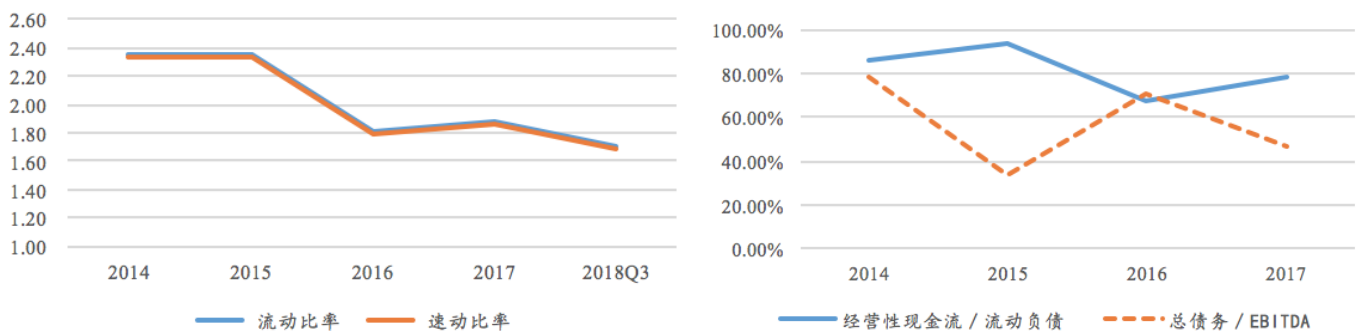


图 14: 机场行业偿债能力情况

资料来源: Wind, 远东资信整理

二、行业政策

机场属于国家重要战略资源，民航局及相关部门通过发布机场行业发展规划、税费调整、补贴办法、投融资管理办法、机场收费标准等系列政策对机场行业进行监督管理，进一步规范机场行业的运营管理，使得行业内企业更加规范化、市场化运营。

2017年2月15日，民航局、国家发改委和交通运输部联合下发《中国民用航空发展第十三个五年规划》，为机场行业未来发展指出明晰方向。规划提出为确保持续安全、增强保障能力，在“十三五”期间完善机场布局，继续增加机场数量、扩大覆盖范围、优化网络结构，构建国际枢纽、区域枢纽功能定位完善和大中小型枢纽、非枢纽运输机场、通用机场层次结构明晰的现代机场体系；提高机场运营水平，深化机场管理改革、提升机场运行效率、努力打造智慧机场、鼓励引导临空经济区发展。

机场规划建设方面，近年来先后发布多项意见促进机场建设。2012年7月8日，《国务院关于促进民航业发展的若干意见》（国发【2012】24号）将民航业定位为战略产业，明确提出加强机场规划和建设的主要任务，提出着力把北京、上海、广州机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽，培育昆明、乌鲁木齐等门户机场，增强沈阳、杭州、郑州、武汉、长沙、成都、重庆、西安等大型机场的区域性枢纽功能；整合机场资源，加强珠三角、长三角和京津冀等都市密集地区机场功能互补；注重机场配套设施规划与建设，配套完善旅客服务、航空货运集散、油料供应等基础设施，大型机场应规划建设一体化综合交通枢纽。2016年5月13日，《国务院办公厅关于促进通用航空业发展的指导意见》（国办发【2016】38号）明确提出机场的发展目标，到2020年建成500个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产区、主要林区、50%以上的5A级旅游景区。2017年2月13日，《国家发展改革委民航局全国民用运输机场布局规划》（发改基础【2017】290号）提出到2025年，建成覆盖广泛、分布合理、功能完善、集约环保的现代化机场体系，形成3大世界级机场群、10个国际枢纽、29个区域枢纽，在现有机场基础上，新增布局机场136个、全国民用机场规划布局370个（规划建成320个）。2018年8月14日，《国家发展改革委 民航局关于促进通用机场有序发展的意见》（发改基础【2018】1164号）进一步明确了通用机场的功能定位、布局原则、升级转换机制等问题，以科学有序的推进通用机场规划建设，提出利用通用航空短途运输“小机型、小航线、短航程、组织方式灵活”等特点，在距离最近的民用运输机场直线距离100公里以上的偏远地区、地面交通不便地区布局通用机场，为人民群众提供“飞得到、坐得起、用得上”的交通出行服务；利用公务航空“快捷、私密、舒适”等特点，在京津冀、长三角、珠三角等城镇化和市场需求较高的地区布局综合性通用机场，疏解枢纽机场非核心业务，提供个性化、高效率的出行服务。2018年10月11日，《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发【2018】101号）提出机场领域建设作为重点任务之一，要加快北京大兴国际机场建设，重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作，力争尽早启动建设，提升国际枢纽机场竞争力，扩大中西部地区航空运输覆盖范围，此文为后续机场审批提速提供制度基础。

行业补贴方面，国家对盈利能力较弱的机场企业给予政策补贴。2013年，民航局发布《支线航空补贴管理暂行办法》（民航发【2013】28号），针对运营亏损的中小型、支线机场，民航局每年给予补贴。

行业收费方面，持续扩大市场调节定价的服务范围。2015年12月22日，《中国民用航空局关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》（民航发【2015】132号）提出继续深化民用机场收费改革，综合考虑国内机场的成本变动状况、资源稀缺程度和用户承受能力等因素，按照“成本回收、公开透明、非歧视性、用户协商”的原则，不断完善民用机场收费形式机制。2017年1月23日，《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航发【2017】18号）调整了部分收费管理方式及收费标准，航空性业务收费项目及二类、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目收费标准仍然实行政府指导价，非航空性业务中头等舱、公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台出租、值机柜台出租以及一类机场的地面服务收费标准由原来实行政府指导价改为实行市场调节价；内地航空公司内地航班航空性业务收费标准基准价及浮动有所调整。

市场准入方面，民航业投资逐步放开，民营资本进入或将加快机场行业的市场化改革进程。2016年11月3日，《民航局关于鼓励社会资本投资建设运营民用机场的意见》（民航发【2016】117号）出台，鼓励社会资本参与民用机场建设和运营，拓宽机场行业企业的融资来源，减轻财政压力，对加快民用机场建设、构建国家综合机场体系、推动地方经济社会发展及转变经济增长方式有积极意义。2018年1月19日，交通部下发《国内投资民用航空业规定》（交通部【2017】34号），放宽了主要机场的国有股比要求，纳入民航发展规划的国际枢纽、区域枢纽、具有战略意义的机场保持国有相对控股；一定范围内允许机场对航空运输企业的投资（持股不超过5%）；鼓励社会资本投资运营民用机场，允许社会资本通过政府与社会资本合作等方式参与民用机场的建设和运营等。

行业运营方面，通过供给侧结构性改革，进一步推进航班时刻资源配置的公平、高效。2018年1月5日，中国民用航空局下发《民航航班时刻管理办法》，对航班时刻资源配置上由定性管理转变为定量管理，明确规定了将根据航企配置基数与时刻效能配置系数乘积自大后小的优先配置次序；将航班时刻分为主协调机场、辅协调机场、非协调机场三类进行差异化管理，同时将主协调机场时刻分为国际地区飞行时刻和国内飞行时刻，以化解时刻资源供给与需求的矛盾；此外，办法对以货邮和航空货邮集散的机场，执行客货并举政策同等对待，逐步放开高峰时段时刻安排窗口，即6:00-8:00安排进港时刻，22:00-24:00安排出港时刻。

三、 机场行业债务情况分析

2015年，央行采取降准、降息的货币政策，引导金融市场利率不断下降，机场行业债券增量、存量规模有所增加，信用类债券融资规模大幅增加；2016年随着地方政府债务置换开展、信用类债券融资规模持续扩大，机场行业债券市场不断扩容；2017年在稳健中性的货币政策、金融监管趋严背景下，机场行业债券市场扩容放缓；2018年以来随着金融强监管政策的持续推行，加之信用风险事件的不断暴露，机场行业债券发行量快速下降。从发债规模来看，机场行业的发债规模2016年达到历史高位，10个主体共发行369.70亿元；2018年1~9月，共有4个主体共发债129.00亿元。

表 2：机场行业发行债券类型、主体级别和发行主体数量

单位：亿元、个

项目		2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
债券类型	超短期融资券	89.50	145.50	84.00	89.00

	短期融资券	32.00	48.00	20.00	0.00
	中期票据	11.80	66.00	28.00	30.00
	企业债	8.00	0.00	0.00	0.00
	公司债	0.00	50.20	10.00	10.00
	可转债	0.00	35.00	0.00	0.00
	定向工具	10.00	25.00	0.00	0.00
	合计	151.30	369.70	142.00	129.00
主体级别数量	AAA	2	5	2	3
	AA+	3	3	2	1
	AA	3	2	1	0
	合计	8	10	5	4

资料来源：Wind，远东资信整理

从发债主体级别来看，机场行业发债主体级别均在 AA 及以上，且近年来向 AAA 及 AA+ 集中，2018 年 1~9 月厦门翔业（AAA）发行 54.00 亿元超短期融资债、10.00 亿元公司债；白云机场（AAA）发行 30.00 亿元超短期融资债；首都机场集团（AAA）发行 30.00 亿元中期票据；三亚凤凰（AA+）发行 5.00 亿元超短期融资债，而其他 AA+、AA 的主体均未发债，在债券市场违约事件频发的背景下，低等级评级主体发债意愿受到融资成本、投资需求等多方因素的影响，呈现下降趋势。从级别调整来看，2018 年以来，机场行业暂无级别调整。从债券类型来看，近年来超短期融资券、短期融资券占比较大，2018 年超短期融资债占比达到了 68.99%。

从存量债务来看，根据 wind 数据，截至 2018 年 9 月末，机场行业存续债券共 37 只，存续债券余额 346.34 亿元，发行主体 13 个；相对于机场行业体量而言，存续债务规模尚可。从债券类型来看，中期票据共存续 144.40 亿元，占比 41.69%；企业（公司）债存续 90.94 亿元，占比 26.26%；超短融资券存续 76.00 亿元，占比 21.94%；定向工具存续 25.00 亿元，占比 7.22%；短期融资券存续 10.00 亿元，占比 2.89%。从到期时间来看，一年内到期的债券 168.20 亿元，占比 48.56%；1~3 年到期的债券 145.4 亿元，占比 41.98%；3~5 年到期的债券 32.74 亿元，占比 9.45%；偿付压力主要集中在 2019~2020 年。

单位：亿元

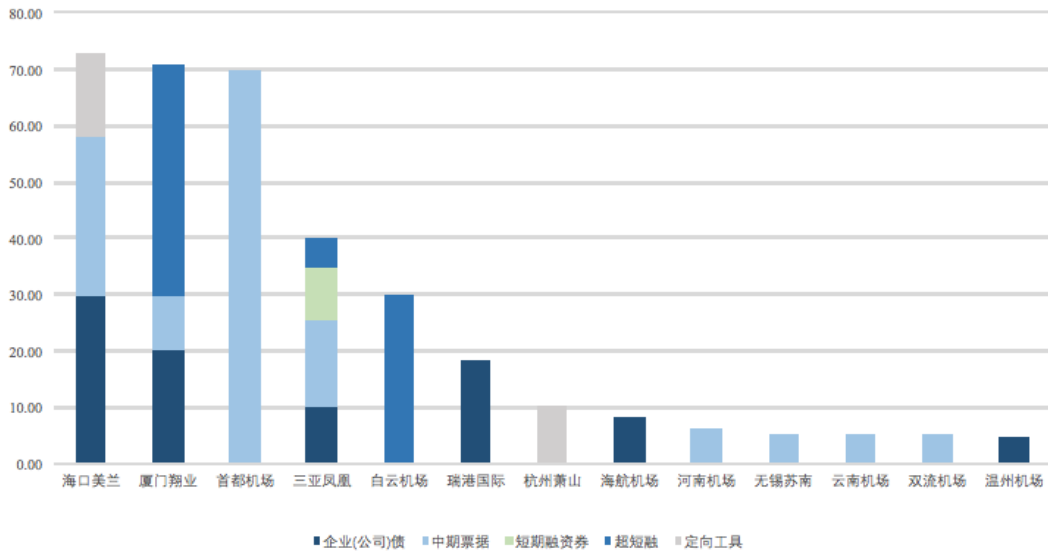


图 15：截至 2018 年 9 月末机场行业存续债券类型及余额情况

资料来源：Wind，远东资信整理

从发债主体来看，海口美兰的存续债券余额最大，截至 2018 年 9 月末债券余额 73.00 亿元，资产负债率 41.65%；2018 年 8 月 24 日，海口美兰 17 美兰 SCP002 到期未按时支付本息，公告称由于大额系统关闭导致此次违约，8 月 27 日，海口美兰完成兑付，此次违约成为机场行业第一例违约事件。

截至 2018 年末，机场行业共有 13 家主体有存续债券，其中 AAA 企业 4 家，占比 31%；AA+ 企业 6 家，占比 46%；AA 企业 3 家，占比 23%。2017 年以来，机场行业企业级别较为稳定，无一例级别调整事项。

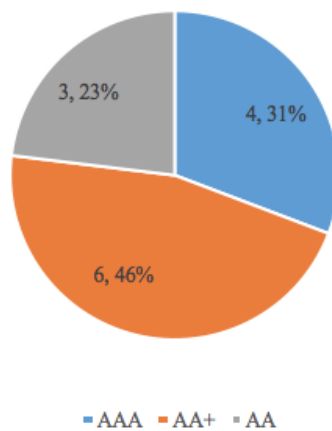


图 16：2018 年末机场行业发行人级别分布

资料来源: Wind, 远东资信整理

从发债企业财务数据来看,发债企业资产规模较大,且呈现持续增长态势;营业收入随着吞吐量的增长保持稳定增长,净利润由于成本、费用等因素的影响,呈现波动趋势;资产负债率呈现持续下降趋势,近年来均维持在50%左右的水平;经营获得现金流的能力较强,现金收入比持续保持在105%以上。

表 3: 发债企业部分财务数据

单位: 只、亿元、%

发行人中文名称	主体级别	2018年9月月末债券余额	2018年9月月末存续债券只数	资产总额				营业收入			
				2015	2016	2017	2018.9	2015	2016	2017	2018.9
海口美兰国际机场有限责任公司	AA+	73.00	5	236.73	406.94	526.48	490.04	33.78	35.78	39.62	35.79
厦门翔业集团有限公司	AAA	71.00	8	204.39	232.18	290.05	325.51	102.89	105.70	117.08	102.22
首都机场集团公司	AAA	70.00	3	1,607.64	1,470.26	1,465.28	1,685.94	205.79	204.26	193.11	160.55
三亚凤凰国际机场有限责任公司	AA+	40.10	6	205.43	261.53	253.68	256.03	9.75	11.49	13.95	10.54
广州白云国际机场股份有限公司	AAA	30.00	5	123.25	177.43	225.20	279.31	56.20	61.67	67.62	58.03
瑞港国际机场集团股份有限公司	AA	18.20	3	69.62	81.96	90.78	-	10.63	12.09	14.70	-
杭州萧山国际机场有限公司	AAA	10.00	1	163.07	165.95	161.22	-	24.53	26.49	30.92	-
海航机场集团有限公司	AA+	8.00	1	480.55	424.12	386.71	-	12.42	17.89	16.98	-
河南省机场集团有限公司	AA+	6.00	1	190.58	266.59	262.79	270.59	17.94	17.00	19.91	17.12
无锡苏南国际机场集团有限公司	AA	5.30	1	45.35	46.73	42.78	38.14	2.66	3.25	4.03	3.46
云南机场集团有限责任公司	AA+	5.00	1	359.80	376.19	372.82	386.72	34.00	37.36	43.33	35.16
成都双流国际机场股份有限公司	AA+	5.00	1	68.77	67.04	63.58	62.82	16.06	17.43	19.79	16.17
温州机场集团有限公司	AA	4.74	1	53.19	66.02	82.29	-	5.55	5.93	8.09	-
合计/平均	-	346.34	37.00	3,808.37	4,042.94	4,223.65	-	532.20	556.34	589.13	-

发行人中文名称	净利润				资产负债率				现金收入比			
	2015	2016	2017	2018.9	2015	2016	2017	2018.9	2015	2016	2017	2018.9
海口美兰国际机场有限责任公司	5.38	3.23	4.42	5.26	63.46	48.15	45.34	41.65	108.01	112.85	107.66	117.62
厦门翔业集团有限公司	7.86	9.61	11.62	8.89	65.75	66.25	65.52	62.82	117.11	118.69	113.77	112.89
首都机场集团公司	36.09	29.93	41.08	39.01	50.77	48.89	43.59	47.23	117.27	111.21	108.81	120.85
三亚凤凰国际机场有限责任公司	4.37	4.27	5.96	3.38	56.61	40.53	39.04	38.28	103.51	116.09	98.26	98.28
广州白云国际机场股份有限公司	12.95	13.92	16.01	9.40	20.71	38.71	32.95	43.35	104.64	101.52	103.96	101.29
瑞港国际机场集团股份有限公司	4.45	4.03	4.93	-	53.30	54.52	54.92	-	84.87	109.24	103.21	-
杭州萧山国际机场有限公司	1.54	2.01	4.99	-	43.99	40.98	33.85	-	121.54	106.43	98.13	-
海航机场集团有限公司	6.78	1.31	4.11	-	71.92	51.32	47.12	-	103.12	104.44	112.82	-
河南省机场集团有限公司	2.84	6.11	-9.39	-2.12	39.31	52.71	54.77	55.84	105.46	119.68	177.23	118.46
无锡苏南国际机场集团有限公司	-0.48	-0.10	1.08	0.50	55.69	57.22	50.74	43.44	123.75	102.80	91.77	82.99

云南机场集团有限责任公司	-13.13	-11.14	-5.90	2.00	41.92	40.75	33.89	29.54	103.32	102.90	97.12	102.60
成都双流国际机场股份有限公司	-0.97	-0.16	1.66	1.39	59.75	59.10	54.73	51.98	104.94	103.15	103.38	104.74
温州机场集团有限公司	0.00	0.09	0.26	-	49.97	53.99	59.13	-	102.23	117.19	105.25	-
合计 / 平均	67.68	63.12	80.84	-	51.78	50.24	47.35	-	107.68	109.71	109.34	-

资料来源：Wind，远东资信整理

未来，预计机场行业发债企业级别向高等级主体靠拢，机场行业将持续扩张，债务负担仍将处在较低水平，加之现金流情况较好，偿债能力仍将保持较强状态。

四、信用利差

从信用利差来看，参考交通运输行业的超额利差曲线，2016年初交通运输行业信用利差到达近年低位，2016年持续走高；2017年初，信用利差走高后持续回落，AA级别的债券信用利差表现明显；2018年以来，国内融资收紧，信用利差快速上涨，8月份达到顶峰后，随着外部融资环境的逐步改善，信用利差呈现快速下降趋势。

2018年1~9月全国新增人民币贷款12.8万亿元，同比增长11.69%，连续三个月维持两位数增长，金融支持实体经济发展的必要性进一步突出。国内信贷稳健增长，而随着近期政策（专项债发行、基建补短板、改善民企融资环境等）的出台和逐步落地，信用利差——尤其是AA级别的信用利差或能进一步下降，民企融资困境有望得到缓解。

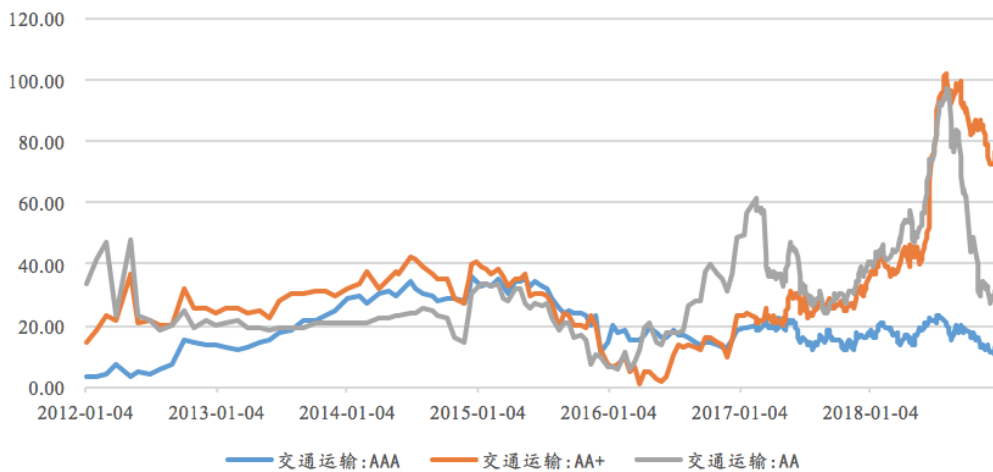


图 17：交通运输行业超额利差

资料来源：Wind，远东资信整理

五、行业关注

近年来在国家政策驱动下，机场企业投资需求旺盛，机场企业资本性支出主要为机场改扩建、新建项目，投资规模大。机场企业资本性支出的资金来源主要包括中央预算内投资、民航发展基金、各级财政拨款、股东拨款、银行贷款、发行债券及自筹；其中民航发展基金规模有限，政府及股东拨款差异化较大，主要取决于政府及股东财力水平，且补贴政策变动也会对机场企业的盈利能力带来一定程度的影响。未来，机场产能扩建或将给机场企业带来较大的资本支出压力，且后续的固定资产折旧、财务费用等支出会影响企业的盈利能力。

六、行业展望

机场布局方面，机场作为完善交通体系、促进产业转型升级、释放消费潜力、培育新经济增长点的重要行业，未来在政策支持倾向下，机场数量增速或将加速。根据政策要求，机场将依照安全、经济、实用及绿色原则布局，做好项目前期工作，避免过度超前，防止盲目发展、重复建设。具体而言，国内机场或将从三个维度局部，一是目前超负荷运营的枢纽机场，如北京、上海、广州等地，将加快当地新机场的扩建；二是围绕超负荷运营的枢纽机场，在其周边城市建设配套的小型机场，以缓解超负荷运营机场的运营压力，并对当地经济形成一定刺激作用；三是中西部欠发达偏远地区、交通不便区域加快布局中小型机场。

行业供需方面，随着未来经济发展加之我国人均乘机次数的巨大提升空间，航空运输业需求将持续增长，作为航空运输业重要基础设施的机场行业需求随之增长；枢纽机场目前大多超负荷运行，未来新建机场及机场扩建承运能力释放将有效缓解超负荷运行压力。整体来看，需求端持续旺盛，供给端政策支持力度加强，未来机场行业发展前景良好。

债务方面，机场行业存续债务规模不大，未来机场行业发债企业级别或将向高等级主体靠拢，机场行业将持续扩张，债务负担维持较低水平，加之现金流情况较好，行业整体偿债能力较强。

总体来看，机场行业外部政策环境良好，整体盈利水平及现金流情况较好，随着新建机场及机场扩建承运能力释放，行业指标有望保持增长趋势，远东资信认为2019年机场行业偿债能力仍较强，信用风险较低，行业展望为稳定。

【作者简介】

陈艳龙，英国赫尔大学硕士，工商企业评级部项目经理；
刘濛洋，中国人民大学硕士，工商企业评级部项目经理。

【关于远东】

远东资信评估有限公司(简称“远东资信”)成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。