

机场行业研究报告

联合资信 联合评级 公用事业部

尹丹 袁琳

摘要

2019年以来，我国经济增速下行，叠加民航局控运行总量和调整航班结构等因素综合影响，机场行业2019年前三季度运营指标增速有所放缓。我国机场行业面临良好的政策发展环境，2019年9月《交通强国建设纲要》的发布，将加快推进机场行业固定资产投资。受益于机场收费标准提高以及运营指标增长，机场企业营业收入逐年增长，盈利能力保持稳定，但个别企业因新建项目投产、资产减值损失和期间费用侵蚀利润而出现亏损。机场企业经营获现能力强，债券存续企业整体偿债能力较强，但短期偿债能力出现分化。2019年以来，机场企业平均发债利率与利差呈下降趋势，其中AAA级企业低于整体债券市场发债利率与利差均值，高级别机场企业所发债券市场认可度较高。未来，我国机场行业有望维持平稳发展，联合资信和联合评级认为，机场行业信用展望为“稳定”。

一、行业概况

机场行业是指以运输机场建设、运营和管理为主业的机场运营企业的统称，其中运输机场是指从事旅客、货物运输等公共航空运输活动，并为民用航空器提供起飞、降落等服务的机场。

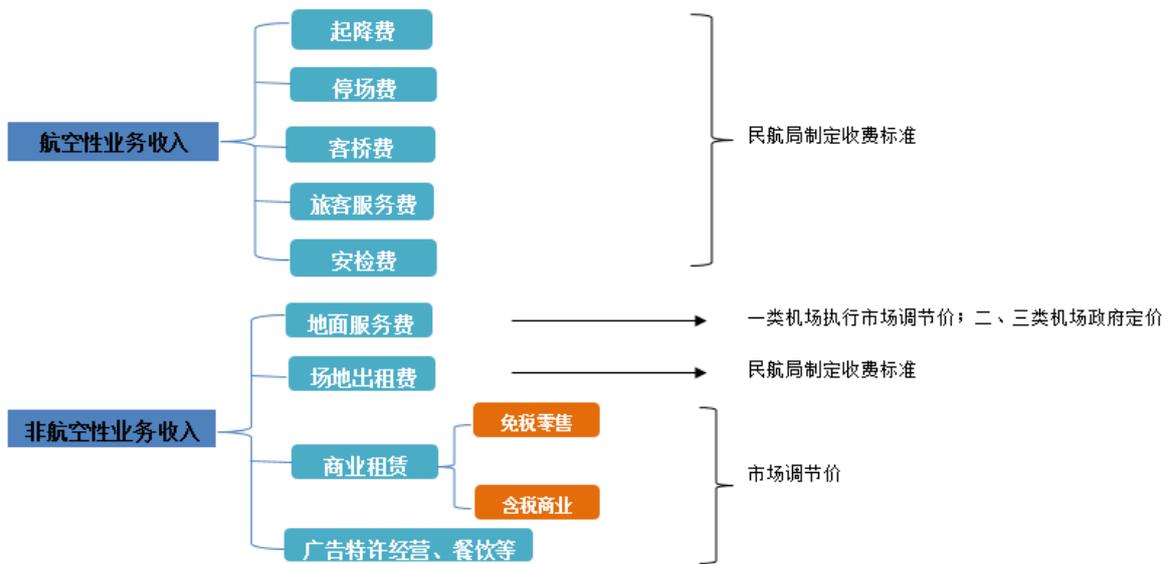
机场行业是为国民经济活动提供运输服务的基础性行业，经营状况受宏观经济环境影响较大。机场行业不以盈利为主要目的，具有一定的战略性和公益性，机场建设以及收费管理方面均受到中国民用航空局（以下简称“民航局”）等政府部门的严格管理。通常，机场运营企业的收入可分为两大类：航空性业务¹收入与非航空性业务收入，其中航

¹ 航空性业务指以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障服务。非航空性业务指依托航空性业务提供的其他服务，主要包括货邮代理业务、特许经营权

空性业务具有类公益性，非航空性业务具有收益性。

机场行业具有竞争度低的特点。通常而言，航路、净空条件、建设用地等资源的稀缺性，导致机场行业有较高的进入壁垒，在一定地理范围内具有垄断性，机场企业所处地理位置很大程度上决定了其面临的竞争状况。

图 1 机场企业收入分类



注：非航空性业务收入中的场地出租费包括：头等舱和公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台出租、值机柜台出租

资料来源：联合资信和联合评级整理

二、行业环境

（一）宏观环境

2018 年，我国经济平稳增长，机场行业固定资产投资有所下滑，但仍保持较大规模，机场系统固定资产的持续投资为机场行业的发展奠定了良好基础。

2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标。2019 年前三季度，仍保持在 6.0%~6.5% 的合理增长区间，延续了近年来平稳增长的态势。

2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017

业务、租赁业务、地面运输业务、广告业务等。

年下降 1.3 个百分点。同期，我国民航固定资产投资总额 1957.80 亿元，其中机场系统完成固定资产投资 678.60 亿元，较上年下降 8.47%。2018 年机场系统完成固定资产投资有所下滑，但仍保持较大规模，机场系统固定资产的持续投资为机场行业的发展奠定了良好基础。2019 年 1—9 月，全国固定资产投资（不含农户）46.1 万亿元，同比增长 5.4%，增速比 1—8 月回落 0.1 个百分点。

图 2 民航及机场系统固定资产投资情况



数据来源：民航行业发展统计公报，联合资信和联合评级整理

（二）行业监管与行业政策

我国机场行业面临良好的政策发展环境。民用机场行业收费标准的调整有利于提升机场行业收入水平和盈利能力；控运行总量及调整航班结构政策的出台有利于提高航班正点率，但同时或将导致机场各项运营指标增速放缓；2019 年 9 月《交通强国建设纲要》的发布，将加快推进机场行业固定资产投资，京津冀、长三角、粤港澳大湾区等世界级城市群，将被打造为具有全球竞争力的国际航空枢纽。

民航机场收费政策严格按照民航局与国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）联合发布的《关于印发民用机场收费改革方案的通知》（民航发〔2007〕158 号）、《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》（民航发〔2007〕159 号）和《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》（民航发〔2013〕3 号）有关规定执行。

随着近年来我国航空业的快速发展和经济体制改革的不断深化，原有的民用机场收

费标准已不适当今民航市场。2017年1月，民航局出台《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），《民用机场收费标准调整方案》调整了机场分类名录，并赋予了机场企业收费标准调整自主权，新收费标准自2017年4月1日起实施。

2017年9月，民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，提出从2017年冬春航季开始，对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整，旨在进一步提升民航航班正点率。

2018年11月，民航局印发《新时代民航强国建设行动纲要》，提出第一阶段（2021年到2035年），基础设施体系需基本完善，运输机场数量达450个，地面100公里覆盖所有县级行政单元，同时提出建设布局功能合理的国际航空枢纽及国内机场网络。

2019年9月，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》（以下简称《纲要》）。《纲要》提出，要牢牢把握交通“先行官”定位，适度超前，推动交通发展的“三个转变”²，到2020年完成全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，并将未来发展目标分为两个阶段实现。《纲要》中明确，在打造国际航空枢纽方面，要依托京津冀、长三角、粤港澳大湾区等世界级城市群，打造具有全球竞争力的国际航空枢纽，推进综合交通枢纽一体化规划建设，大力发展枢纽经济。在运输服务品质和效率方面，要完善航空服务网络，逐步加密机场网建设，大力发展支线航空，推进干支有效衔接，提高航空服务能力和品质；推动空陆等联运发展，形成统一的多式联运标准和规则；完善航空物流网络，提升航空货运效率；培育充满活力的通用航空市场，完善政府购买服务政策，稳步扩大航空消费等市场规模。在政策的大力推动下，交通基础设施有望加快推进，我国机场行业将进入大规模基础设施建设周期。

表1 近年来机场行业重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2017年1月	《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》	①机场的收费标准仍然按照机场分类分别制定标准，分类上广州由一类II级机场升为一类I级机场，昆明由一类II级机场降至二类机场，济南和桂林由二类机场降至三类机场；②调整内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价及浮动幅度。调整起降费、停场费、客桥费、旅客行李和货物邮件安检费收费标准基准价。起降费收费标准可

² 三个转变即推动交通发展由追求速度规模向更加注重质量效益转变，由各种交通方式相对独立发展向更加注重一体化融合发展转变，由依靠传统要素驱动向更加注重创新驱动转变。

		在规定的基准价基础上上浮不超过 10%；③进一步扩大实行市场调节价的非航空性业务重要收费项目范围
2017 年 9 月	《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》	从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整，旨在进一步提升民航航班正点率
2018 年 1 月	《国内投资民用航空业规定》	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
2018 年 1 月	《民航航班时刻管理办法》	4 月 1 日起执行，明确历史优先权是核心，进一步明确了航班时刻市场配置原则和监管要求
2018 年 3 月	《关于进一步提升民航服务质量的指导意见》	提出到 2020 年全行业航班正点率达到 80% 以上，机场始发航班正常率达到 85%
2018 年 11 月	《新时代民航强国建设行动纲要》	提出第一阶段（2021 年到 2035 年），基础设施体系基本完善，运输机场数量 450 个，地面 100 公里覆盖所有县级行政单元；提出建设布局功能合理的国际航空枢纽及国内机场网络；提出建设布局功能合理的国际航空枢纽及国内机场网络，重点是构建机场网络体系，建设世界级机场群，推进枢纽机场建设，加快非枢纽机场和通用机场建设等举措
2019 年 9 月	《交通强国建设纲要》	要牢牢把握交通“先行官”定位，适度超前，推动交通发展的“三个转变”，到 2020 年完成全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，并将未来发展目标分为两个阶段实现：第一阶段从 2021 年到 2035 年，基本建成交通强国，形成“三张交通网”和“两个交通圈”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国

资料来源：联合资信和联合评级整理

三、行业周期性及目前所处阶段

我国机场行业周期性较弱，尚处于快速发展阶段。目前，我国人均乘机次数远低于发达国家水平，行业未来需求提升空间巨大，整体发展态势良好。

机场行业属于交通基础设施行业之一。根据联合资信行业评级方法，主要通过行业景气度指数波动、行业收入周期性和行业利润周期性三个指标³研判行业周期性，机场行业属于弱周期性行业。

从业务增长速度与市场发展空间来看，2016—2018 年，我国民航需求旺盛，机场旅客吞吐量均保持 10% 以上同比增速，处于快速发展阶段。在人均乘机次数方面，虽近年

³ 行业景气度指数波动指标数据选用行业近十年景气度指数变异系数（变异系数=标准差/均值），行业收入周期性和行业利润周期性为经济周期内营业收入和利润总额的年均复合增长率与名义 GDP 年均复合增长率（8.94%）的比值。

来国内的人均乘机次数持续增长，但仍远低于发达国家，根据民航局数据显示，2018年我国航空客运量为6.12亿人，人均乘机为0.44次，约为美国的五分之一，即使拥有发达高速铁路系统且国土面积狭小的日本，在2017年人均乘机也接近1次。《国务院关于促进民航业发展的若干意见》提出，到2020年我国人均乘机次数达0.50次，民航局《新时代民航强国建设行动纲要》提出，到2035年，我国人均航空出行次数每年将超过1次。长期看，我国民航客运量仍有较大的提升空间，机场行业未来需求提升空间巨大。

四、行业竞争分析

机场行业整体准入壁垒较高，行业内竞争激烈程度低，呈现区域垄断格局，但也受到高铁分流的影响。近年来，我国机场数量稳步增长，未来几年，机场数量预计仍将保持稳步增长态势。

机场行业整体准入壁垒较高，行业内竞争激烈程度低。机场行业的准入壁垒主要体现在高投资额和严监管政策两方面。首先，机场作为重要的交通基础设施和城市对外的窗口，需要大量投入，同时，为了保证运输安全，机场同样需要配备高科技的导航、监控系统，因此，机场整体建设投资规模大。第二，机场建设属于交通运输基础设施建设，由政府主导，需要报送国务院、中央军委、民航局、海陆空等多方审批，有关价格受民航局和国家发改委管控。

近年来，我国机场数量稳步增长。根据民航局的数据，截至2018年末，我国共有颁证运输机场235个，比上年末增加6个，2018年新增机场分别为甘肃陇南机场、新疆若羌机场、青海海北机场、河南信阳机场、湖南岳阳机场、新疆图木舒克机场。2018年，安康机场和梧州长洲岛机场停航。2018年，全行业全年新开工、续建机场项目174个，新增跑道6条、停机位305个、航站楼面积133.1万平米。截至2018年末，全行业运输机场共有跑道255条、停机位5800个、航站楼面积1454.58万平米。

图3 全国民用航空通航机场数量（单位：个）



资料来源：民航局官方网站，联合资信和联合评级整理

2018年11月，民航局印发《新时代民航强国建设行动纲要》，提出第一阶段（2021年到2035年），基础设施体系需基本完善，运输机场数量达450个，地面100公里覆盖所有县级行政单元，同时提出建设布局功能合理的国际航空枢纽及国内机场网络。机场数量预计仍将保持稳步增长态势。

从竞争格局方面看，区域分隔叠加政府定位导致机场行业呈现典型的区域垄断格局。受净空条件、航路、建设用地、周边环境以及经济、政治等多种条件的限制，机场可选地址具有稀缺性，一旦选定地址，在一定地理范围内一般不会再重复建设新的机场，因而机场主要服务其覆盖范围内的航空客货运需求，不同地区的机场之间竞争关系不强。部分经济发达地区，存在机场较为密集，甚至一个城市两个机场的情况，在这种情况下，会存在一定的客源和货源竞争，但由于政府往往会对机场进行定位，不同定位的机场在配套交通规划、航空公司服务水平等方面有明显差距，因此竞争激烈程度低，呈现区域垄断格局。

从行业区域布局来看，机场运输量与所覆盖区域经济发展水平有密切联系，东部地区⁴运量占到全国总运量的一半以上。具体来看，2018年全国民航运输机场完成旅客吞吐量12.65亿人次，东部地区、西部地区、中部地区和东北地区分别占53.20%、29.41%、11.07%和6.25%；2018年全国民航运输机场完成货邮吞吐量1,674.02万吨，东部地区、

⁴ 东部地区是指北京、上海、山东、江苏、天津、浙江、海南、河北、福建和广东10省市；东北地区是指黑龙江、辽宁和吉林3省；中部地区是指江西、湖北、湖南、河南、安徽和山西6省；西部地区是指宁夏、陕西、云南、内蒙古、广西、甘肃、贵州、西藏、新疆、重庆、青海和四川12省（区、市）。

西部地区、中部地区和东北地区分别占比 74.42%、15.52%、6.78% 和 3.29%。

表 2 2018 年全国机场分地区运量（单位：亿人次、万吨、%）

地区	旅客吞吐量	旅客吞吐量占比	货邮吞吐量	货邮吞吐量占比
东部地区	6.73	53.20	1245.75	74.42
西部地区	3.72	29.41	259.78	15.52
中部地区	1.40	11.07	113.42	6.78
东北地区	0.79	6.25	55.07	3.29
合计	12.65	100.00	1674.02	100.00

资料来源：民航局官方网站，联合资信和联合评级整理

从行业外部竞争来看，高铁是短距离航空运输的重要竞争者，而长距离航空运输则没有明显的外部竞争压力。由于民航与高铁的本身属性都为运输旅客，影响两者竞争的主要因素是运输时间。由于高铁具有延误率低、安检及候车时间短等特点，在短距离运输中占有一定优势，但在长距离运输中，航空运输的快捷性则逐渐体现，因此相比高铁具有较强竞争优势。目前，我国四横四纵高铁网络已经基本成型，正在向八横八纵的高铁网络迈进，随着我国高铁建设的不断推进与高铁路网的进一步加密，将对短距离航空运输造成一定影响。

五、行业增长与盈利能力

（一）行业增长与盈利能力的主要影响因素

运量是影响机场行业增长与盈利的关键性因素。受益于经济的持续发展与居民收入水平的提升，我国机场客运量处于上升趋势中。

联合资信和联合评级从收入和成本端寻找影响机场行业增长与盈利的主要驱动因素。在收入端，机场行业处于产业链的上游，为旅客及其他客户提供客货运服务，其收入主要由航空性收入和非航空性收入两部分构成。航空性收入和非航空性收入均受机场运量的影响，而在价格方面，航空性业务的服务价格由民航局和国家发改委共同制定，对收费标准进行管控和调整，机场基本没有自主决定权，市场化程度低；非航空性业务则以商铺租赁、广告等为主，具有较高的自主性，但非航性收入整体占比较低，对总体影响不大。因此，运量就成为影响机场收入的主要决定因素。在成本端，机场行业的成本主要由折旧和人工成本等构成，与机场的建设周期及规模有关，在一段时间内整体体

现为刚性，对行业盈利影响不大。综合以上分析，运量是机场行业增长与盈利的关键因素。

（二）行业下游需求分析

受益于国内经济的平稳增长以及民航运输需求的持续提升，我国机场行业发展态势良好。2019年以来，我国经济增速整体下行，叠加民航局把控总量及流量控制等因素综合影响，2019年前三季度机场行业运营指标增速有所放缓。从长期看，我国人均乘机次数远低于发达国家水平，机场行业未来需求提升空间大。

受益于国内经济的增长和居民消费结构的提升，近年来中国民航业的需求保持较快增长。2018年，民航运输行业共完成运输总周转量1206.4亿吨公里、旅客运输量6.1亿人次、货邮运输量738.5万吨，同比分别增长11.4%、10.9%、4.6%。航空运输业需求的持续增长带动民航机场生产指标良性增长。2016—2018年，我国机场起降架次由923.83万架次增至1108.80万架次，旅客吞吐量由10.16亿人次增至12.65亿人次，货邮吞吐量由1510.41万吨增至1674.00万吨，机场数量则由218个增至235个（不含香港、澳门和台湾）。

表3 2016—2018年我国机场行业综合运营指标情况

项目	2016年		2017年		2018年	
	数值	增长率 (%)	数值	增长率 (%)	数值	增长率 (%)
起降架次 (万架次)	923.83	7.85	1024.90	10.90	1108.80	8.19
旅客吞吐量 (亿人次)	10.16	11.04	11.48	12.90	12.65	10.19
货邮吞吐量 (万吨)	1510.41	7.17	1617.70	7.10	1674.00	3.48
机场数量 (个)	218	3.81	229	5.05	235	2.62

数据来源：民航局官方网站，联合资信和联合评级整理

2019年以来，中国经济增速整体下行，机场行业各项运营指标增速均较上年有所放缓。2019年1—9月，全国机场旅客吞吐量为10.18亿人次，同比增长7.5%；货邮吞吐量为1232.4万吨，同比增长0.4%；完成起降871.5万架次，同比增长5.9%。

短期看，我国人均收入水平仍处在不断提高的过程中，虽然GDP增速有所下滑，但仍保持较快的增速，是民航业需求持续提高的重要基础。随着人均收入和生活水平的

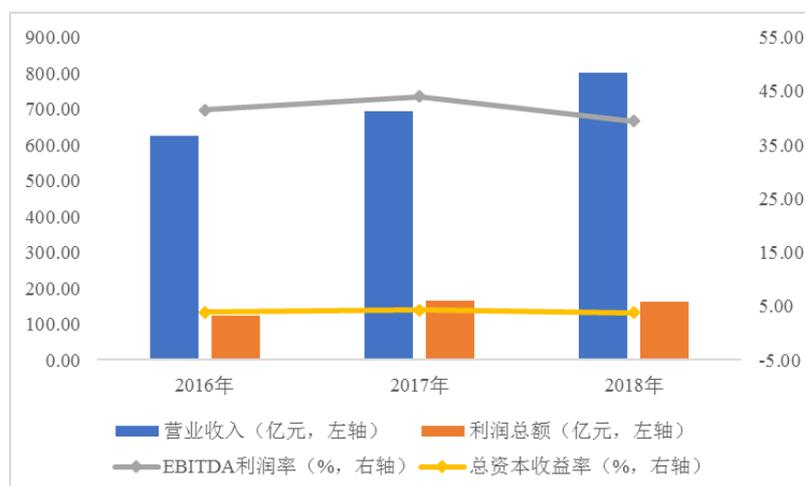
提高，居民乘坐飞机的需求近年来持续增长。长期看，我国人均乘机次数与发达国家水平相差较大，我国民航客运量仍有较大的提升空间，机场行业未来增长空间大。

（三）样本企业⁵增长与盈利能力

受益于机场收费标准提高以及运营指标增长，机场样本企业营业收入逐年增长，盈利能力稳定，但个别企业因新建项目投产、资产减值损失和期间费用侵蚀利润而出现亏损。

2016—2018 年，机场样本企业实现营业收入分别为 625.88 亿元、694.50 亿元和 801.87 亿元，年均复合增长 13.19%，主要系机场收费标准提高以及机场企业运营指标增长带动航空性收入、非航空性收入增长所致。同期，机场样本企业利润总额分别为 122.87 亿元、166.79 亿元和 162.40 亿元，年均复合增长 14.97%，2018 年机场企业利润总额出现下滑，主要系重庆机场集团有限公司、新疆机场（集团）有限责任公司因新建项目投产，固定资产折旧增加以及海航机场集团有限公司资产减值损失和期间费用侵蚀利润出现亏损所致。

图 4 发债企业营业收入和利润总额变动情况



数据来源：联合资信和联合评级整理

2016—2018 年，机场企业平均 EBITDA 利润率保持在 40%左右，分别为 41.52%、

⁵ 由于数据可得性原因，本报告中“五、行业增长与盈利能力”“六、行业杠杆与偿债能力”“七、发债企业信用表现”章节涉及的样本企业共 14 家，是指截至 2019 年 12 月 1 日公开市场存续债券中可获取财务数据的机场发行主体。

43.99%和 39.41%；平均总资本收益率波动较小，分别为 3.90%、4.27%和 3.79%。机场企业盈利能力整体较为稳定。

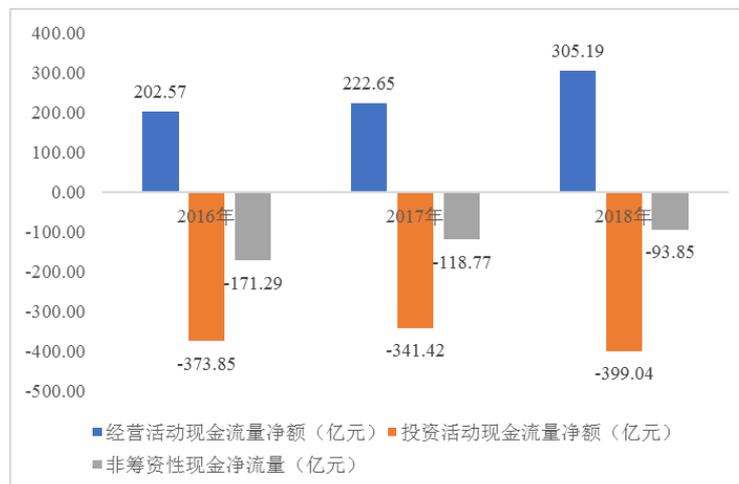
六、行业杠杆与偿债能力

（一）现金流情况

机场样本企业经营获现能力强，经营活动现金流状况良好，投资活动刚性支出规模较大，经营活动现金净流量无法覆盖其投资需求。

由于机场企业航空性业务结算周期较短，现金回笼较快，机场企业主业获现能力强，故在不考虑其他因素影响下，一般机场企业保持了较好的经营活动现金净流入状态，2016—2018 年，由于机场企业运营指标增长及机场收费标准提高，机场企业经营活动净现金流合计不断增长，分别为 202.57 亿元、222.65 亿元和 305.19 亿元。同期，机场企业平均现金收入比分别为 108.34%、105.40%和 108.80%，收现质量较高。

图 5 发债企业经营及投资活动现金流变动情况



数据来源：联合资信和联合评级整理

近年来机场企业存在较大的改扩建需求，投资活动刚性支出规模较大，经营性活动现金净流量无法完全覆盖其投资需求，2016—2018 年机场企业筹资活动前现金流量净额分别为-171.29 亿元、-118.77 亿元和-93.85 亿元。未来随着机场改扩建项目持续进行，预计投资需求仍然较大。

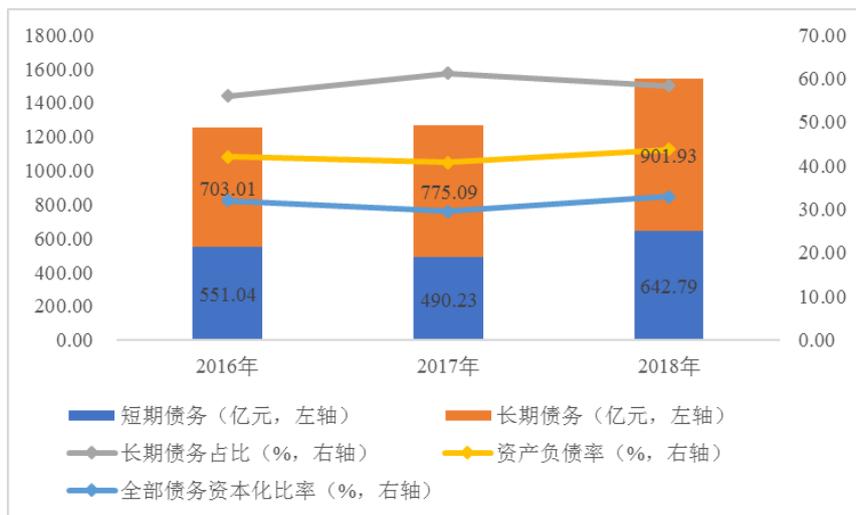
（二）有息债务情况

受投资需求增加影响，机场企业债务规模逐年增长，债务负担适中，但部分企业短期债务占比高、债务负担超过行业平均水平。

机场行业属于资金密集型行业，建设所需资金数额巨大，外部融资需求较高，2016—2018年，机场样本企业有息债务⁶逐渐增长，年均复合增长10.81%。截至2018年末，机场企业有息债务规模合计1544.72亿元，其中，长期债务占比为58.39%。

截至2018年末，机场样本企业长短期银行借款余额占有息债务的比重为63.57%（较2017年上升4.05个百分点）、存续债券余额占有息债务的比重为17.81%（较2017年下降0.90个百分点），机场样本企业融资以银行借款和发行债券为主。三亚凤凰国际机场有限责任公司、海口美兰国际机场有限责任公司、海航机场集团有限公司、厦门翔业集团有限公司和杭州萧山国际机场有限公司债务结构偏向短期，短期债务占比超过50%。

图6 发债企业债务负担情况



数据来源：联合资信和联合评级整理

机场投资回报周期相对较长，但机场企业在新建或改扩建项目中，民航局和地方政府会通过民航专项基金、地方财政等手段给予资金支持，故发债企业整体债务负担适中。2016—2018年，机场样本企业整体资产负债率和全部债务资本化比率较为稳定，2018年

⁶ 有息债务=短期债务+长期债务；短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中的有息债务；长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务。

整体资产负债率为 43.78%、全部债务资本化比率为 32.95%。

截至 2018 年末，发债主体资产负债率超过 50%，同时全部债务资本化比率超过 40% 的企业共有 5 家，分别为重庆机场集团有限公司、厦门翔业集团有限公司、海口美兰国际机场有限公司、海航机场集团有限公司和温州机场集团有限公司，上述企业资产负债率较高的原因主要有：（1）业务涉及酒店、房地产等高负债行业；（2）实施较大规模的投资，外部融资扩大；（3）因会计政策变更，债务由权益工具划分至长期借款等。

（三）偿债能力

机场样本企业的整体偿债能力较强，但短期偿债能力出现分化，海航系机场企业短期偿债能力指标低于机场企业平均水平。

短期偿债能力方面，2016—2018 年，机场企业现金短期债务比逐年下降，2018 年末为 1.11 倍，仍处于较高水平。

从机场企业看，各发债企业短期偿债能力出现分化，其中，截至 2018 年末海口美兰国际机场有限责任公司、三亚凤凰国际机场有限责任公司、海航机场集团有限公司现金短期债务比分别为 0.01 倍、0.07 倍和 0.19 倍，低于机场企业平均水平。

同期，受益于机场企业经营活动现金流量净额的增长，筹资活动前现金流量净额/流动负债逐年增长，2018 年末为-6.65%。

表 4 发债企业偿债能力变动情况（单位：倍、%）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
现金短期债务比	1.26	1.19	1.11
筹资活动前现金流量净额/流动负债	-15.26	-10.15	-6.65
全部债务/EBITDA	4.83	4.14	4.89

注：筹资活动前现金流量净额/流动负债=（经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额）/流动负债

数据来源：联合资信和联合评级整理

长期偿债能力方面，2016—2018 年，机场企业全部债务/EBITDA 分别为 4.83 倍、4.14 倍和 4.89 倍，整体长期偿债能力较为稳定，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定。

七、发债企业信用分析

（一）债券信用与债券概况

机场发债主体信用质量较高，整体信用水平稳定，但需关注海口美兰国际机场有限责任公司的债券兑付情况。机场行业存续债券 2020 年及 2021 年到期规模较大，2022 年及以后到期及回售期限较分散。

截至 2019 年 12 月 1 日，机场行业存续发债企业 14 家，存续债券 36 只，债券余额 321.14 亿元（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券）。机场行业存续债券以银行间债务融资工具为主（合计 267.14 亿元，占 83.18%），债券类型以中期票据（合计 157.30 亿元，占 48.98%）规模最大。

存续债券发行主体信用等级介于 AA 至 AAA 之间，其中，7 家企业主体信用等级为 AAA、5 家企业主体信用等级为 AA+、2 家企业主体信用等级为 AA，行业内发债主体信用质量较高，2019 年发债企业主体信用等级未发生调整。AAA 和 AA+ 等级的机场企业存续债券余额分别为 224.10 亿元和 87.00 亿元。

表 5 2020 年各发债企业到期债券情况（单位：只、亿元、%）

单位名称	到期债券数量	到期债券余额	占行业到期债券余额比重
东部机场集团有限公司	1	1.00	0.83
海口美兰国际机场有限责任公司	1	13.00	10.81
三亚凤凰国际机场有限责任公司	4	30.00	24.94
厦门翔业集团有限公司	6	45.00	37.41
上海机场（集团）有限公司	1	10.00	8.31
新疆机场（集团）有限责任公司	1	5.00	4.16
无锡苏南国际机场集团有限公司	1	5.30	4.41
浙江省机场集团有限公司	1	7.00	5.82
重庆机场集团有限公司	1	4.00	3.33
合计	17	120.30	100.00

资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

从存续债券到期情况看，2019 年 12 月仅有海口美兰国际机场有限责任公司的 2 只债券到期。其中，“19 美兰机场 SCP001”到期金额为 10.00 亿元，到期时间为 2019 年 12 月 14 日，根据其发布的《关于海口美兰国际机场有限责任公司 2019 年度第一期超短期融资券持有人会议决议公告》，“19 美兰机场 SCP001”持有人同意兑付日仅支付当期利息，本金延期至原兑付日当天起往后顺延不超过 270 天，延期期间按照利率 6.5% 计息，于变更后的兑付日当日兑付债券本息；“16 美兰机场 MTN001”到期金额为 15.00 亿元，到期时间为 2019 年 12 月 29 日。根据海口美兰国际机场有限责任公司于 2019 年 12

月 5 日发布的《关于债券存续期重大事项的公告》，其发行的“16 美兰 01”“16 美兰 02”和 2 亿美元的境外债均尚未兑付。联合资信和联合评级认为，需关注该信用风险事件对海口美兰国际机场有限责任公司以及其他关联公司的再融资能力所产生的不利影响。

2020 年和 2021 年分别有 17 只存续债券和 5 只存续债券到期，到期金额分别为 120.30 亿元和 81.00 亿元，分别占存续债券总额的 37.46% 和 25.22%。2022 年及以后机场行业存续债券到期规模较小，期限较为分散。

（二）债券发行概况

除厦门翔业集团有限公司持续发行短期债券外，机场企业债券发行数量及发行规模整体有所减少。

2018 年，机场企业共发行债券 18 只，发行数量较 2017 年增加 1 只；发行规模合计 157.00 亿元，较 2017 年增长 34.19%。其中，2018 年厦门翔业集团有限公司共发行债券 12 只，发行规模合计 99 亿元，较 2017 年发行规模大幅增长 209.38%。若剔除厦门翔业集团有限公司持续发行短期债券影响，2018 年，其他机场企业债券发行数量较 2017 年减少 6 只，发行规模较 2017 年下降 31.76%，主要系 2018 年机场样本企业融资偏向银行借款所致。

2019 年 1—11 月，机场企业共发行债券 23 只，发行规模合计 174.00 亿元，发行数量及发行规模较 2018 年继续增长。其中，厦门翔业集团有限公司共发行债券 10 只，发行规模合计 80.00 亿元。

从发行方式看，2018 年及 2019 年 1—11 月，机场企业债券均为公募发行。从发行品种看，2018 年发债机场企业发行的超短期融资债券和中期票据规模占比较高；2019 年 1—11 月，超短期融资债券发行规模仍最大。

（三）利率、利差水平

2018 年以来，机场企业平均发债利率与利差均呈下降趋势，其中 AAA 企业发行利率与利差均值低于整体债券市场水平，高级别机场企业所发行债券市场认可度较高，但三亚凤凰国际机场有限责任公司和海口美兰国际机场有限责任公司发行利率及利差均较高。

2019 年以来，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公

开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响,合理安排工具搭配和操作节奏,并于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,释放资金约8000亿元,维持了资金面的合理充裕,为促进加大对小微、民营企业的支持力度,再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点。此外,2019年8月,央行改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制,进一步推动实体经济融资成本降低。在此背景下,截至2019年11月末,银行间固定利率国债一年期、三年期和五年期到期收益率的走势自2019年一季度开始短暂冲高至二季度初,后开始呈波动下行并维持小区间震荡走势。同期,机场企业所发行的各级别不同期限债券利率水平在2019年1—11月期间均表现为类似趋势。

短期债券(1年期以内期限债券,下同)方面,从整体债券市场情况看,2018年,AAA、AA+和AA级别企业短期债券(指(超)短期融资券,下同)平均发行利率分别为4.14%、5.46%和6.27%。同期,机场企业范围内,仅厦门翔业集团有限公司发行过AAA级别短期债券,平均发行利率较上年(4.43%)显著下降,低于市场平均水平;三亚凤凰国际机场有限责任公司及海口美兰国际机场有限责任公司发行过AA+级别短期债券,平均发行利率较上年(6.82%)有所上升,显著高于市场平均水平,发行利差较高;无机场企业发行过AA级别短期债券,发行数量上较上年(2只)有所下降。

2019年1—11月,短期债券发行利率进一步下行。机场企业发行主体数量提升至7家,其中,AAA级发行主体5家,平均发行利率较上年(3.61%)进一步下降,低于同期市场平均水平(2.91%),平均发行利差较上年大幅下降。AA+级发行主体仍为三亚凤凰国际机场有限责任公司及海口美兰国际机场有限责任公司2家,平均发行利率较上年(7.30%)有所下降,但仍高于同期市场平均水平(4.22%),平均发行利差较上年略有下降;

表6 2018年及2019年1—11月机场企业发行短期债券的利率和利差情况

(单位:个、%、BP)

主体级别	2018年			2019年1—11月		
	样本	利率	平均发行利差	样本	利率	平均发行利差

		区间	均值			区间	均值	
AAA	11	2.73~4.58	3.61	116.71	14	2.38~3.35	2.78	29.13
AA+	3	7.30	7.30	461.98	3	6.00~7.30	6.60	415.62

注：2018年三亚凤凰国际机场有限责任公司及海口美兰国际机场有限责任公司发行的短期债券发行利率均为7.30%

资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

表7 2018年及2019年1-11月机场企业发行3年期和5年期债券的利率和利差情况

(单位：个、%、BP)

3年期								
主体级别	2018年				2019年1-11月			
	样本	利率		平均发行利差	样本	利率		平均发行利差
		区间	均值			区间	均值	
AAA	2	4.15~4.25	4.20	94.54	3	3.58~3.93	3.74	90.12
5年期								
AAA	2	4.08~4.18	4.13	101.49	2	3.70~3.98	3.84	75.75

资料来源：Wind，联合资信和联合评级整理

中长期债券（1年期以上期限债券，下同）方面，2018年，机场企业共发行4只中长期债券，其中，3年期中票2只，5年期公司债2只；主体及债项级别均为AAA，其中，3年期中票平均发行利率和5年期公司债平均发行利率均低于各自市场平均水平（4.82%、4.96%），3年期中票平均发行利差为94.54个BP，5年期公司债平均发行利差为101.49个BP。

2019年1-11月，中长期债券发行利率较上年进一步下降。机场企业发行主体数量提升至5家，共发行5只债券，主体及债项级别均为AAA；3年期中票及公司债、5年期中票及公司债平均发行利率均低于各自同期限市场平均水平（3.86%、4.08%），平均发行利差均较上年有所下降。

八、行业展望

受益于国内经济的平稳增长以及民航运输需求的持续提升，我国机场行业发展态势良好，未来市场空间大。我国机场行业面临良好的政策发展环境，2019年9月《交通强国建设纲要》的发布，将加快推进机场行业固定资产投资，京津冀、长三角、粤港澳大湾区等世界级城市群，将被打造为具有全球竞争力的国际航空枢纽。未来，我国机场行业有望维持平稳发展，发债企业整体信用水平将保持良好。联合资信和联合评级认为，

机场行业信用展望为“稳定”。