

2017-9-22

2017 年机场行业信用展望

联合资信评估有限公司 文中



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2017年机场行业信用展望

时间：2017年9月22日

摘要

分析师：

文中

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2016年，全国民航运输总周转量增速较快，机场旅客吞吐量、货物吞吐量及起降架次均维持较高速增长；行业营业收入、利润总额均持续增长，盈利能力有所弱化，但仍维持在较高水平。发债企业债务负担有所下降，但存在一定集中兑付压力；短期周转压力不大，长期偿债能力保持在较好水平。企业经营获现能力较强，但资本性支出大，投资持续高位运行，存在较大外部资金需求。

“十三五”期间，机场行业发展动力仍较为充沛，行业收入规模及盈利水平将持续增强，产能利用率及营运水平将有所转好。随着高铁路网“八纵八横”的不断完善，其对机场的分流影响将长期存在；未来高铁的全面提速对机场的分流作用将更加明显。

展望2017年下半年，国内宏观经济增速持续放缓，但在人均可支配收入增长及刚性需求的带动下，国内航空客运市场需求增速将有所提高，叠加18号文积极影响，机场各项经营指标预计将保持增长趋势；此外，机场免税店新一轮合同的陆续签约，将显著提升非航业务收入水平。总体看，机场行业外部发展环境良好，整体盈利情况将持续向好，关注资本支出规模及改扩建、新建机场投运后折旧、财务费用等造成短期盈利能力的下滑。

结合行业基本面走势及行业自身特点，联合资信认为机场行业信用风险低，行业展望为稳定。

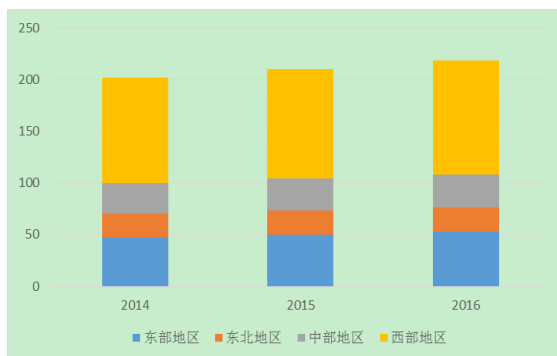
一、2016年及2017上半年运行概况

截至2016年底，全球机场约3800个，2016年合计运送旅客30亿人次；起降3100万架次，其中航空货运占34.6%。旅客吞吐量排名世界第一的为美国亚特兰大机场，为1.04亿人次；北京首都国际机场排名世界第二，为9400万人次。从行业发展趋势看，中国航空需求旺盛，机场行业发展迅速。

机场数量持续增长，但随着布局完善，增速放缓

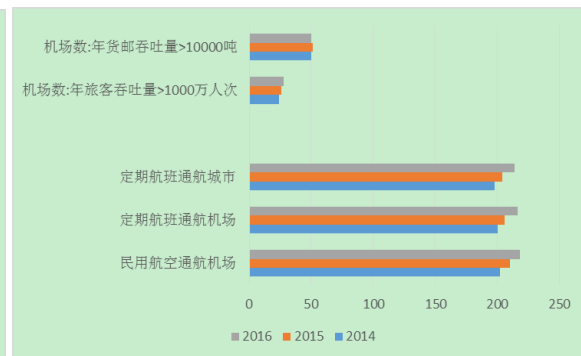
截至2016年底，中国境内颁证机场218个（不含香港、澳门和台湾地区，下同），其中定期航班通航机场216个、定期航班通航城市214个；2016年新增机场9个、迁建机场2个、停航机场1个、注销机场1个。按照飞行区等级分，4F级机场9个、4E级机场33个、4D级机场39个、4C级机场120个、3C级机场8个、1B级机场1个；从国际机场分布情况看，口岸机场82个，其中国际机场占45个；分地域看，东部地区机场53个、东北地区机场23个、西部地区机场110个、中部地区机场32个。

图1 颁证机场数量-分地区（单位：个）



资料来源：民航机场生产公报、联合资信整理

图2 颁证机场数量-分类型（单位：个）



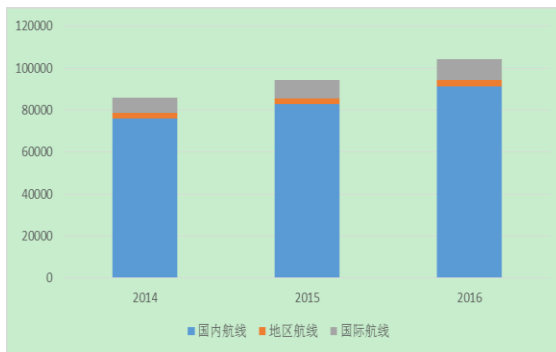
资料来源：民航机场统计公报、联合资信整理

2016年全国通航机场中，年旅客吞吐量超过1000万人次的28个，较上年净增2个；年旅客吞吐量200-1000万人次的21个，较上年净减1个；年旅客吞吐量200万人次以下的169个，较上年净增7个。2016年货邮吞吐量1万吨以上的运输机场50个，较上年净减1个。

机场旅客吞吐量维持较快增长，国际航线增长明显

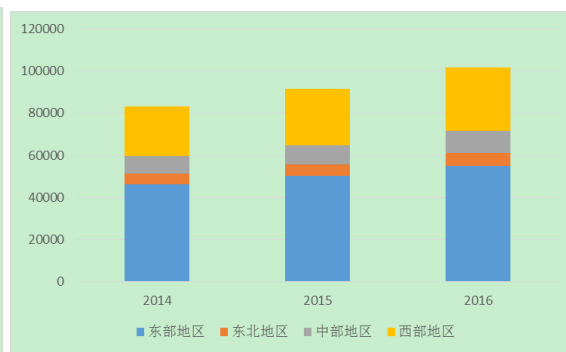
2016年中国境内机场主要生产指标持续较快增长，全年旅客吞吐量首次突破10亿人次，完成101635.7万人次，同比增长11.1%。分航线看，国内航线完成91401.7万人次，同比增长10.3%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线完成2764.5万人次，同比下降1.4%）；国际航线首次突破1亿人次，完成10234.0万人次，同比增长19.3%。分地区看，东部地区机场旅客吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的54.2%、东北地区占6.1%、西部地区占29.6%、中部地区占10.0%。2016年首都机场旅客吞吐量突破9000万人次，上海浦东、上海虹桥合计突破1亿人次；北京、上海、广州三大城市机场旅客吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的26.2%。

图3 机场旅客吞吐量-分航线(单位:万人次)



资料来源:民航机场生产公报、联合资信整理

图4 机场旅客吞吐量-分地区(单位:万人次)

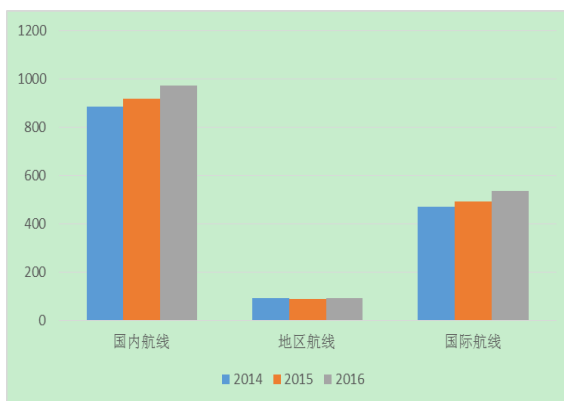


资料来源:民航机场生产公报、联合资信整理

货邮运输量增速同比明显提高,仍集中于北上广地区

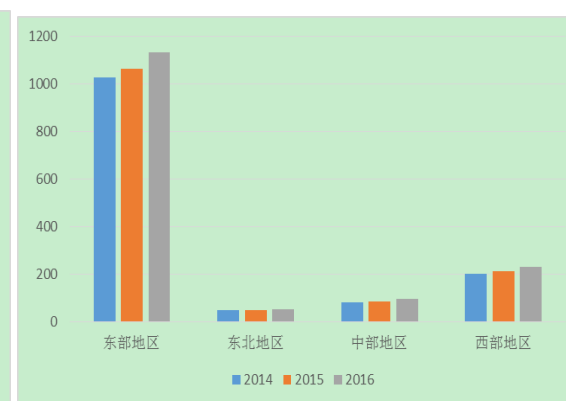
2016年中国机场完成货邮吞吐量1510.4万吨,同比增长7.2%。其中,国内航线完成974.0万吨,同比增长6.1%(其中内地至香港、澳门和台湾地区航线完成93.6万吨,同比增长4.2%);国际航线完成536.4万吨,同比增长9.1%。2016年货邮吞吐量超过10000吨的50个机场完成的货邮吞吐量占全部境内机场货邮吞吐量的98.3%;北京、上海、广州三大城市机场货邮吞吐量占全部机场货邮吞吐量的49.6%。分地区看,东部地区机场货邮吞吐量占全部境内机场货邮吞吐量的74.9%、东北地区占3.5%、中部地区占6.3%、西部地区占15.3%。

图5 机场货邮吞吐量-分航线(单位:万吨)



资料来源:民航机场生产公报、联合资信整理

图6 机场旅货邮吞吐量-分地区(单位:万吨)



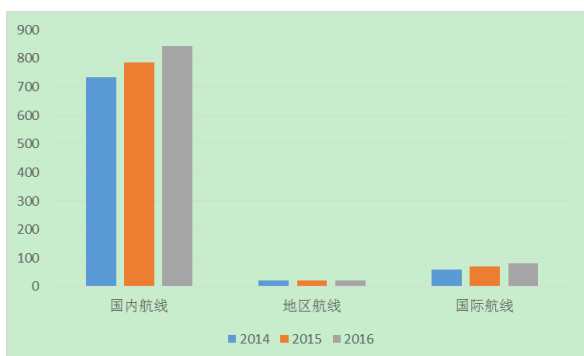
资料来源:民航机场生产公报、联合资信整理

起降架次受益于国内主要机场产能利用率提升,总架次平稳增长,国际航线增速明显

2016年中国境内机场完成飞机起降923.8万架次,同比增长7.9%;其中运输架次793.5万架次,同比增长8.8%。分航线看,国内航线完成842.8万架次,同比增长7.1%(其中内地至香港、澳门和台湾地区航线完成20.3万架次,同比下降2.8%);国际航线完成81.0万架次,同比增长16.9%。分地区看,东北地区机场起降架次占全部境内机场起降架次的46.54%、东北地区占6.07%、中部地区占14.74%、西部地区占32.66%。

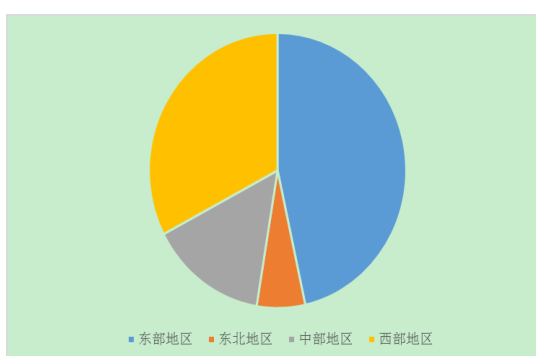
截至2017年6月底,中国境内颁证机场224个,新增6个;全国民航机场完成旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次分别为5.49亿人次、762.8万吨、487.5万架次,同比增速分别为13.5%、8.9%、10.4%,同比分别增长3.8、4.5、3.9个百分点,机场行业生产情况持续向好。

图7 飞机起降架次-分航线 (单位: 万架次)



资料来源: 民航机场生产公报、联合资信整理

图8 2016年飞机起降架次-分地区 (单位: 万架次)



资料来源: 民航机场生产公报、联合资信整理

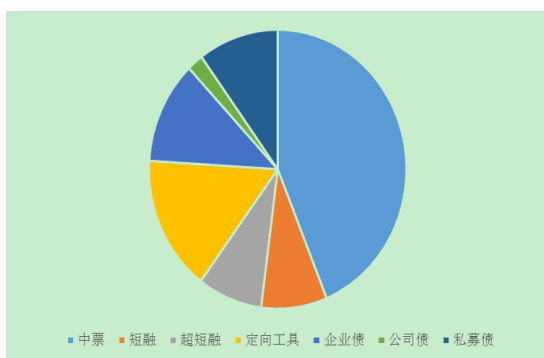
二、发债企业信用分析

1. 存续债券概况

发债主体整体信用级别较高, 存在一定集中兑付压力

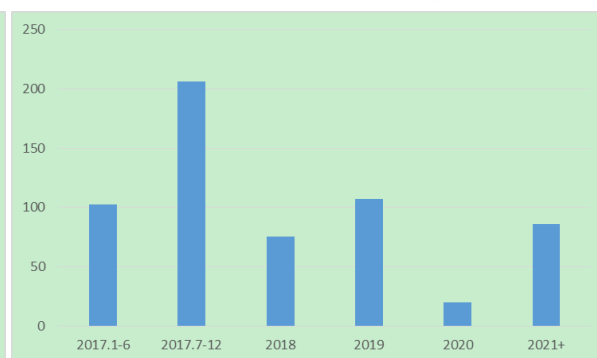
截至2017年6月底, 机场行业发债企业20家、存续债券56支、债券余额495.1亿元(统计口径不包括结构化融资工具、境外债券); 发债企业主体信用级别介于AA-AAA之间, 其中AAA占40.00%、AA+占40.00%、AA占20.00%。机场行业债券发行以银行间融资工具为主(376.1亿元、占75.96%), 债券类型以中期票据(216.8亿元、占43.79%)规模最大; 存续债券到期日分布方面, 2017年到期兑付的债券规模最大(309.10亿元¹、占51.70%)。

图9 机场行业存续债项类型 (单位: 亿元)



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

图10 机场行业存续债券到期分布 (单位: 亿元)



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

2. 发债企业运营概况

民航运输总周转量快速增长, 机场行业保持快速发展态势

2014~2016年, 受经济持续增长、居民收入和消费水平稳步提升等因素驱动, 全国民航运输总周转量快速增长, 年增速均保持在11.4%以上且呈增长趋势, 2016年为13.0%; 同期, 全

¹ 截至2017年6月底, 发债企业存续债项已兑付102.8亿元, 当年剩余待兑付债项合计206.3亿元。

国民航运输机场旅客吞吐量、货邮吞吐量、机场起降架次的年复合增长率分别为 22.23%、12.22%和 18.28%，2016 年增速分别为 11.1%、7.2%和 7.9%，机场行业保持快速发展态势。

表 1 发债企业核心经营数据均值

经营指标	2014 年	2015 年	2016 年
旅客吞吐量（万人次）	2359.96	48.49	18.20
货邮吞吐量（万吨）	2571.67	50.26	19.30
起降架次（万架次）	2804.42	53.30	20.60
运输总周转量（亿吨公里）	748.12	851.65	962.51

资料来源：民航机场吞吐量排名、联合资信整理

注：1.首都机场集团经营数据为其核心 7 大干线机场（北京首都机场、天津滨海机场、哈尔滨太平机场、长春龙嘉机场、呼和浩特白塔机场、南昌昌北机场、石家庄正定机场）数据之和；

2.厦门翔业集团数据为厦门高崎机场和福州长乐机场数据之和；

3.广东、广西、新疆、云南、湖南、河南等省级机场集团的经营数据均为其核心省会干线机场的经营数据。

4.海航机场集团有限公司、海航机场控股（集团）有限公司的核心干线机场均为三亚凤凰机场，其经营数据与三亚凤凰国际机场有限公司一致。

3. 发债企业财务概况

2016 年，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。在国际油价维持低位运行、航空公司运力投放加大、人均收入水平提高及消费升级等刚性需求的带动下，机场行业发债企业当期营业收入均值及利润总额均值有所增长，但盈利能力有所弱化，主要系计提折旧及对下属支线机场的持续补贴所致。2017 年，随着民航 18 号文实施及进口免税店到期重新签约的正面影响，机场行业盈利能力仍将维持在较高水平。以下分析主要基于机场行业全口径发债的 20 家企业最新年报及半年报数据。

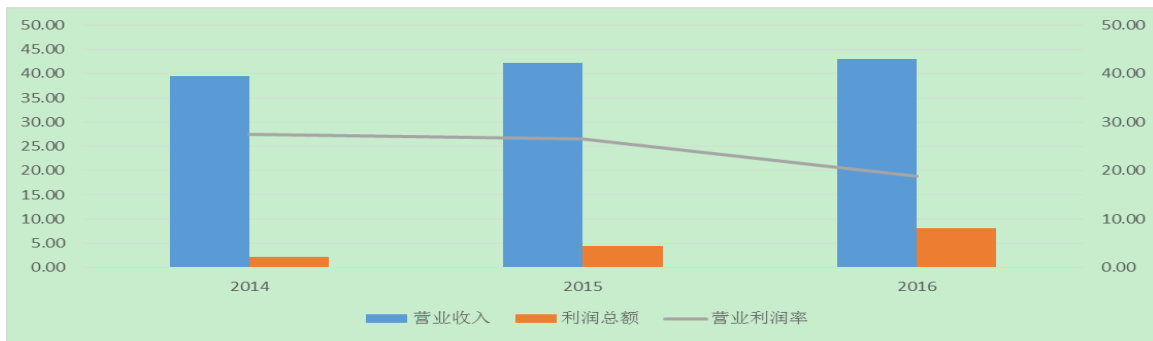
收入和盈利能力

受民航运力投放、消费升级等刚性需求影响，发债企业收入规模和利润总额持续增长，但受计提折旧及对下属支线机场亏损补贴影响，盈利能力有所弱化

机场行业收入主要包括航空性业务收入和航空延伸业务收入。其中航空性业务受到政府的严格管制，盈利水平有限，但较为稳定；航空延伸业务具有较高经济价值，对于提高机场企业的盈利能力有重要作用，其市场化程度和盈利水平较高，但稳定性相对较差。目前国内主要机场非航收入占比在 40%左右，低于国际先进机场占比（50%左右）。机场业务成本主要包括人工成本、维修成本及其他运营管理成本，工程项目投运后计提折旧对企业盈利能力影响较大；省级机场集团对下辖支线机场运营成本的补贴对其盈利能力有一定影响。

2016 年发债企业实现营业收入均值 43.05 亿元，同比小幅增长 1.96%，主要系当期油价低位运行、人均收入水平增长且消费升级所致。因机场腹地经济差异较大、时刻资源存在一定程度的竞争以及高铁分流的持续影响，20 家发债企业营业利润率均值由 2015 年的 26.47% 下降至 2016 年的 18.81%，主要系部分发债企业新建、改扩建等工程投入运营开始计提折旧及对下辖支线机场的亏损补贴共同影响所致。

图 11 发债企业收入和盈利能力（单位：亿元、%）



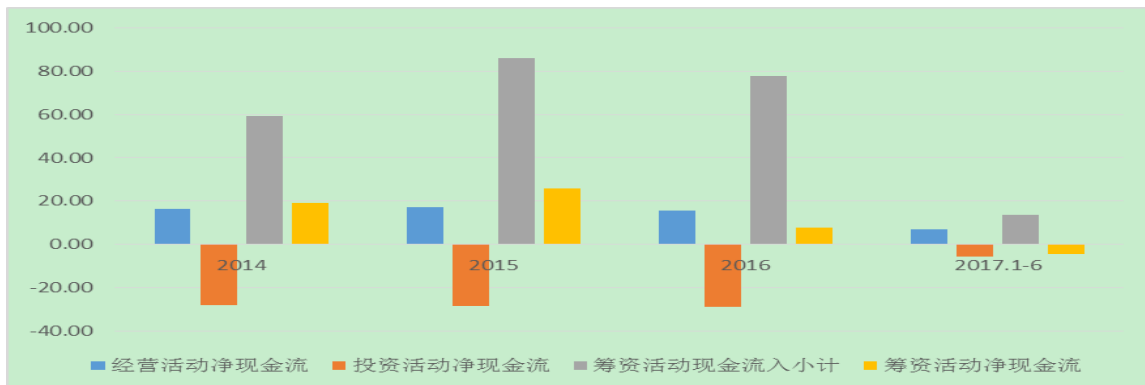
资料来源：wind 资讯、联合资信整理

现金流

发债企业经营活动现金流整体较好，投资活动支出大幅增加，筹资压力普遍较大

根据《中国民用航空发展第十三个五年规划》的整体要求，“十三五”末全行业机场数量将达到 260 个左右，截至 2017 年 6 月底为 224 个，机场行业仍处于较快发展阶段。具体到发债企业，核心一线城市及省级机场集团均有较大规模的新建、改扩建工程；受此影响，投资活动现金净流量均值持续为负，且对外投资规模逐渐扩大；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，近年发债企业的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。

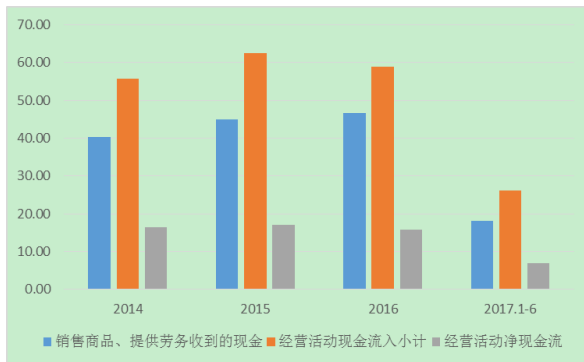
图 12 发债企业净现金流量表（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

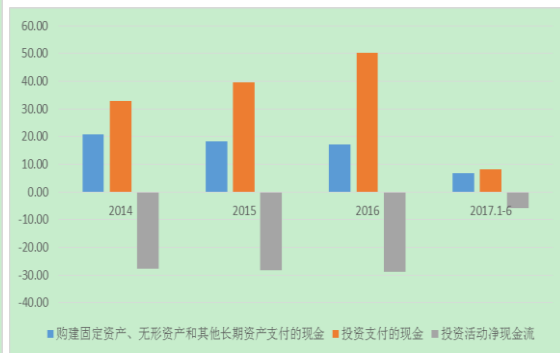
发债企业 2016 年销售商品、提供劳务收到的现金均值 46.63 亿元，同比增长 3.75%；同期现金收入比为 106.22%，较 2015 年增长 1.42 个百分点，发债企业获现能力持续增强。2016 年销售商品、提供劳务收到的现金均值占当期经营活动现金流入量均值的比重较 2015 年增长 7.27 个百分点至 79.27%，企业经营业务集中度好。

图 13 发债企业经营活动现金流量表 (单位: 亿元)



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

图 14 发债企业投资活动现金流量表 (单位: 亿元)



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

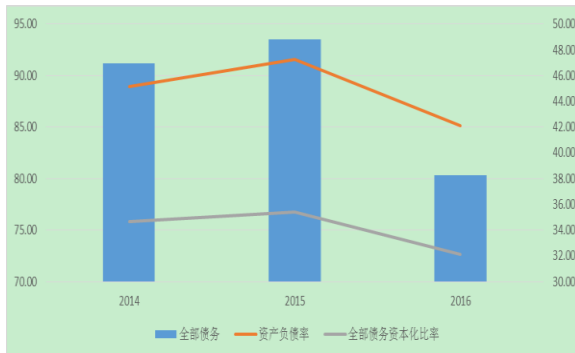
发债企业 2016 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金均值同比下降 6.96% 至 17.00 亿元, 同期投资支付的现金同比增长 27.04% 至 50.34 亿元; 显示出在宏观经济持续增长、居民出行刚需、机场行业收费标准改革和非航业务市场化主导等多重因素影响下, 机场产能扩张动力仍较为充沛, 预计未来全行业投资仍将维持高位, 资金缺口或长期存在。

债务负担及偿债能力

企业债务负担有所下降, 资本开支趋向谨慎, 整体偿债能力较强

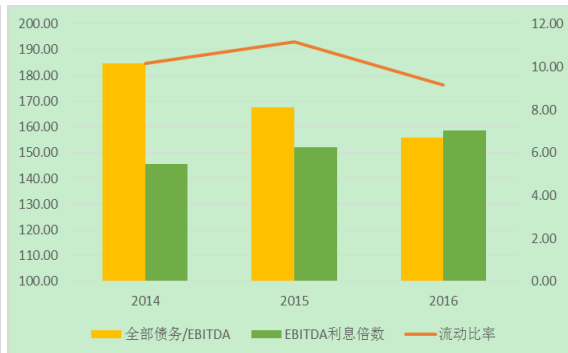
截至 2016 年底, 发债企业全部债务规模均值 80.32 亿元, 同比下降 14.09%。其中长期债务占比 58.17%, 债务期限结构较为合理; 受债务规模下降影响, 同期资产负债率和全部债务资本化比率均值分别为 42.12% 和 32.11%, 较 2015 年底分别下降 5.13 和 3.28 个百分点, 发债企业资本开支整体呈现出较为谨慎的特点。

图 15 发债企业债务负担 (单位: 亿元、%)



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

图 16 发债企业偿债能力 (单位: %、倍)



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

截至 2016 年底, 发债企业流动比率均值为 176.20%, 同比下降 16.79 个百分点, 但仍处于较好水平, 短期周转压力不大; 全部债务/EBITDA 均值和 EBITDA 利息保障倍数均值分别为 6.70 倍和 7.02 倍, 较 2015 年变化不大, 均保持在较好水平; 发债企业整体偿债能力较强。

三、2017 年下半年行业展望

展望 2017 年下半年，机场行业需求仍将保持较快增长，供需匹配程度有待进一步优化，运行效率将有所提升，受 18 号文实施及机场免税店新一轮合同签约影响，营收水平将有所上升；关注高铁分流及新建、改扩建项目投运后计提折旧对当期企业利润的影响。

1. 需求分析

机场行业宏观战略规划目标明确，微观需求增速明显，整体行业发展前景良好

2017 年 2 月，中国民航局和国家发改委联合下发《全国民用运输机场布局规划》，结合“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略，明确提出到 2025 年，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，形成 3 大世界级机场群、10 个国际枢纽、29 个区域枢纽。2017 年 2 月，中国民航局、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》，明确“十三五”期间新建机场 44 个、续建机场 30 个、改扩建机场 139 个、迁建机场 19 个，运输机场数量达到 260 个。

2017 年 1~6 月，中国民航业需求保持较快增长，全行业运输总周转量、旅客周转量同比分别增长 12.5% 和 14.1%；同期机场旅客吞吐量、货运吞吐量和起降架次仍延续上涨态势，同比增幅分别为 13.5%、8.9% 和 10.4%。

2. 供给分析

产能利用率影响时刻容量上调空间，进而决定起降架次、旅客量增速等关键指标

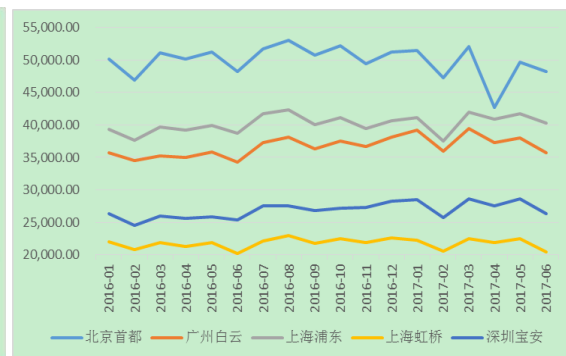
产能利用率、空域资源的紧张程度及地面保障能力是影响机场新时刻投放的重要因素。其中，产能利用率最为重要，是影响时刻容量上调空间，进而决定起降架次、旅客量增速的关键指标。目前，北京首都、深圳宝安、上海虹桥、厦门高崎、福州长乐等机场受限于产能饱和，其主要运营指标增速明显落后于行业平均水平。

图 17 主要机场航班正常放行率（单位：%）



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

图 18 主要机场飞机起降架次（单位：次）



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

根据《2016 年全国民航航班运行效率报告》，2016 年民航局公布的 21 个航班时刻协调机场协调时段小时平均起降架次、小时高峰架次和规定小时容量数据显示，21 个协调机场的小时高峰架次均高于公布的小时容量标准；其中，北京首都和上海浦东超出 20 余架次，天津滨

海、上海虹桥、福州长乐、海口美兰和三亚凤凰机场的小时高峰架次超出小时容量标准 30%。2017 年上半年，航班正常放行率 71.18%，其中天气因素占延误原因的 50.35%、军事活动占 27.78%，空管、航空公司、机场等民航自身原因下降 1.5 个百分点。

3. 成本分析

资本性支出规模大，投运后短期内弱化企业盈利能力

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。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、自筹及银行贷款；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。目前已发债并披露建设资金来源的企业中，企业自筹比例占比相对较高。

表 2 2017 年重大机场项目（单位：亿元）

项目名称	建设内容	总投资
乌鲁木齐地窝堡机场改扩建	新建第二跑道、T4 航站楼及相关配套设施等	420.00
西安咸阳机场改扩建	新建第三跑道、航站楼及相关配套设施等	350.00
呼和浩特新机场、迁建呼和浩特机场	新建两条跑道、航站楼及相关配套设施等	242.00
福州机场二期扩建	新建第二跑道及相关配套设施等	189.68

资料来源：联合资信整理

2017 年，机场行业主要在建项目包括乌鲁木齐机场、西安咸阳机场改扩建，呼和浩特新机场、迁建呼和浩特机场，福州机场二期扩建等工程，项目合计总投资超过 1200 亿元；此外，新建菏泽、石嘴山、青海湖、武隆机场及迁建达州机场等工程项目，总投资约 170 亿元。总体看，改扩建、新建项目带来较大的资本支出压力；工程项目投运后，折旧、财务费用等将导致企业盈利能力快速下滑，但长期利好。

4. 政策分析

18 号文的全面实施将进一步优化机场分类和管理方式，积极促进机场行业市场化改革并逐步放开机场企业航空延伸业务的发展空间

2017 年 1 月，中国民航局下发《关于印发民用机场收费标准调整方案的调整》（民航发【2017】18 号，以下简称“18 号文”），对机场分类名录进行了调整：广州白云机场调升为一类 1 级机场，昆明长水机场调为二类机场，天津滨海机场和南宁吴圩机场调升为二类机场，济南遥墙机场和桂林两江机场调为三类机场。

表 3 截至 2017 年 6 月底，国内机场分类名录

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州 3 个机场

一类2级	深圳、成都、上海虹桥3个机场
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20个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》

18号文对机场收费项目内涵及收费管理方式进行了优化，明确航空性收费项目及二、三类机场内航服务项目收费标准仍实行政府指导价，非航空性业务重要收费项目的收费标准由实行政府指导价调整为市场调节价；调整起降费，停车费，客桥费，旅客行李和货邮安检费收费标准基准价；签署备降协议的机场起降费收费标准可上浮不超过10%，未签署备降协议的机场起降费收费标准可上浮不超过30%；市场化调节头等舱、公务舱休息室出租，办公室出租，售补票柜台、值机柜台出租及一类机场的地面服务收费标准；二、三类机场特种车辆、桥载设备等额外项目的收费实行市场调节价，涉及两家及以上地面服务提供方运营的机场，地面服务基本项目的收费标准可上浮不超过10%。

航空延伸业务具有较高经济价值，国内机场在航空延伸业务方面仍具有较大发展空间

2016年2月，财政部下发《关于印发口岸进境免税店管理办法的通知》，增设广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等进境机场口岸，在维持居民旅客进境物品5000元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量、连同境外免税购物额总计不超过8000元人民币。机场行业非航空性业务收入或将较快速增长。

5. 营运能力

民航市场化程度提高，有益于航空公司与高铁竞争，但高铁分流影响仍将长期存在

2016年9月，中国民用航空局、国家发展改革委联合下发《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》，明确800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定，航空运输企业每航线每航季票价上调幅度累计不得超过10%。

截至2017年6月底，全国高速铁路营业里程超过2.2万公里，中国铁路“四纵四横”已全面建成，并迈进“八纵八横”新阶段，根据《中长期铁路路网规划》，到2020年，全国高速铁路营业里程达到3万公里，高速铁路的快速发展将对机场航空业产生较大的分流影响。此外，国家铁路总公司宣布自9月21日起，京沪高铁“复兴号”动车组将正式提速至350公里，对未来高铁的全面提速将产生积极影响，对机场航空业的分流作用进一步加强。

民航国内航线业务发展较好，叠加18号文积极影响，机场行业收入实现增长

2017年1~6月，受航空公司整体运力投放低于需求增速影响，国内票价指数维持在较高水平，2016年票价指数整体高于2015年，预计未来国内航线票价仍将维持在较高水平，客座率或将进一步上升；国际航线业务受政治因素导致传统日、韩、泰等收费较高的国际航线增速有所放缓，贸易保护及逆全球化等因素将增加全球经济增长的不确定性。

总体看，“十三五”期间，机场行业发展动力仍较为充沛，但随着机场布局的逐步完善，其增速或有所下降；短期受机场收费标准改革及免税店密集进入新一轮签约周期的利好影响，机场行业收入规模及盈利水平将有所增强；长期随着机场改扩建及新建产能的逐步投放，产能利用率及营运水平将进一步增强。关注项目投运后计提折旧对企业盈利能力的侵蚀。“十三五”期间高铁仍处于较高速发展阶段，随着“八纵八横”的稳步推进，其对机场的分流影响仍将持续存在；未来高铁的全面提速将对机场分流作用更加明显。

展望 2017 年下半年，国内宏观经济增速持续放缓，但在刚性需求以及人均可支配收入增长带动下，国内航空客运市场需求增速将有所提高；叠加 18 号文积极影响，机场各项经营指标有望保持增长趋势；此外，机场免税店新一轮合同的陆续签约，将显著提升非航空性业务收入水平。总体看，机场行业外部发展环境良好，整体盈利水平持续向好，关注资本支出规模及项目投运后计提折旧、较高财务费用等造成的短期盈利能力下滑。

综合评估，**联合资信认为机场行业信用风险低，行业展望为稳定。**