

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

防疫政策优化，行业需求有望改善 ——机场行业回顾及展望

联合资信 公用三部 | 杨 婷 | 赵晓敏



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



防疫政策优化，行业需求有望改善

——机场行业回顾与展望

摘要

受新冠肺炎疫情多发、散发影响，2022 年 1—10 月，机场行业综合运营指标同比降幅明显，民航业恢复情况不及 2021 年，复苏进程受挫。短期看，随着各地各部门落实优化疫情防控措施、病毒致病性减弱以及疫苗普及、防控经验的积累，国内航线客运需求有望逐步恢复；入境措施优化以及航司增开国际航线等，国际航线需求有望持续恢复。

2022 年 1—9 月，机场企业营业总收入同比下降，加之运营支出及折旧增加等影响，行业整体亏损扩大，经营活动现金流量净额降幅较大。疫情、机场新建及改扩建支出加之较为刚性的运营支出，机场样本企业债务规模持续增长，整体债务负担持续加重，但民航局和地方政府通过民航专项基金、地方财政拨款等给予资金支持，故整体债务负担适中，短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现弱化。2022 年 1—10 月，机场企业 3 年期和 5 年期债券平均发行利率及利差均有所下降。

从中长期看，机场作为重要交通组成部分且民航发展规划目标明确，机场行业保持较大规模的固定资产投资态势不变，行业依然面临良好的政策发展环境。同时，我国人均收入水平仍处在不断提高的过程中，是民航业需求持续提高的重要基础，加之外部支持力度大，行业发债企业信用资质较高，联合资信对机场行业的信用展望为稳定。

一、行业运行状况

2022 年，机场行业综合运营指标同比降幅明显，民航业恢复情况不及 2021 年，复苏进程受挫，但从长期看，机场作为交通运输的重要载体且民航发展规划目标明确，发展趋势将保持不变。

受益于国内疫情的逐渐控制以及航空货邮运输需求的增加，2021 年机场行业综合运营指标同比均增长，货邮吞吐量与疫情前基本持平，但旅客吞吐量未恢复至疫情前水平。进入 2022 年，由于疫情多发、散发，防疫政策收紧，加上航空安全事故影响，1—10 月，全国机场行业综合运营指标同比下降明显，民航业复苏进程受挫。

表 1.1 我国民航运输机场行业综合运营指标情况

| 项目 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | | 2021 年 | | 2022 年 1—10 月 | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------------|---------|
| | 数值 | 增长率 (%) | 数值 | 增长率 (%) | 数值 | 增长率 (%) | 数值 | 增长率 (%) | 数值 | 增长率 (%) |
| 起降架次 (万架次) | 1108.80 | 8.19 | 1166.05 | 5.2 | 904.92 | -22.4 | 977.7 | 8.0 | 617.4 | -26.5 |
| 旅客吞吐量 (亿人次) | 12.65 | 10.19 | 13.52 | 6.9 | 8.57 | -36.6 | 9.07 | 5.9 | 4.55 | -43.6 |
| 货邮吞吐量 (万吨) | 1674.00 | 3.48 | 1710.01 | 2.1 | 1607.49 | -6.0 | 1728.8 | 10.9 | 1224.0 | -17.1 |
| 机场数量 (个) | 235 | 2.62 | 238 | 1.28 | 241 | 1.26 | 248 | 2.90 | -- | -- |

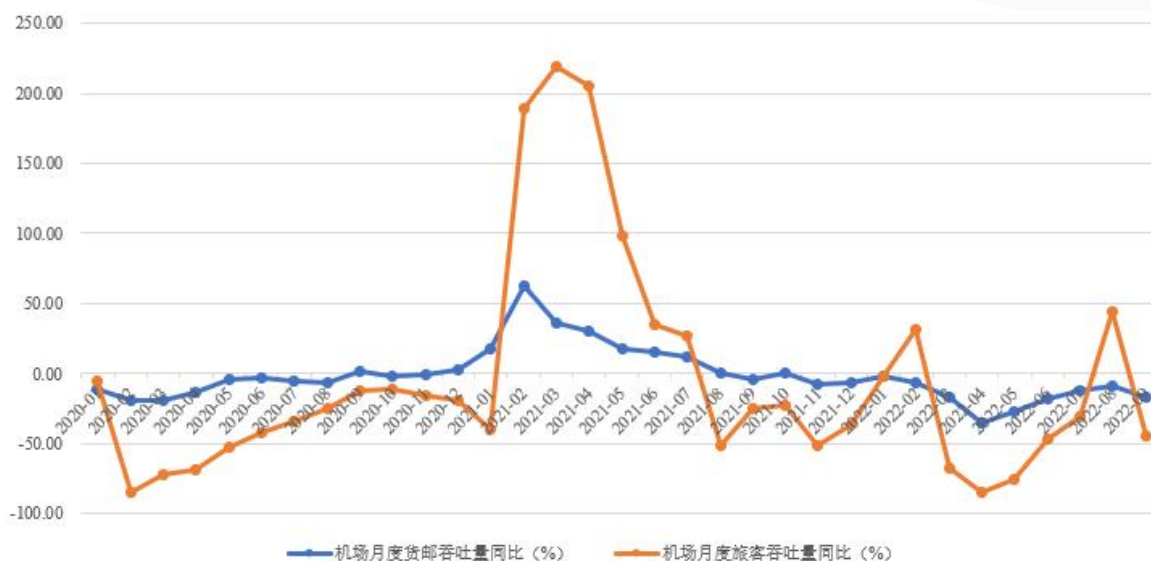
数据来源：民航局官方网站，联合资信整理

从恢复进程来看，由于国内疫情的逐步控制，人员流动管控措施边际放松，居民出行意愿增加影响，2021 年 2—7 月，机场旅客吞吐量逐步恢复，但由于国内局部散点疫情叠加自然灾害，8—12 月机场月度旅客吞吐量同比分别下降 51.00%、24.69%、22.70%、51.59%和 35.99%。受疫情导致紧急货运需求增加、海运港口拥堵加剧、航运集装箱运力短缺和疫情下全货机国际航班政策较宽松等因素影响，除 9、11、12 月份外，月度货邮吞吐量同比均表现增长。进入 2022 年，疫情反弹，上海、北京等人口密集城市疫情爆发，防疫政策收紧，以及航空安全事故影响，2022 年前 9 个月中，除 2 月份和 8 月份月度旅客吞吐量同比表现增长外，其他均下降，且整体降幅明显；2022 年 1—9 月，机场月度货邮吞吐量同比均下降，民航业复苏进程放缓。



数据来源：民航局官方网站，联合资信整理

图 1.1 我国民航运输机场行业运营指标月度数据情况（单位：万人次、万吨）



数据来源：民航局官方网站，联合资信整理

图 1.2 我国民航运输机场行业运营指标月度同比情况

从短期看，随着各地各部门落实优化疫情防控措施、病毒致病性减弱以及疫苗普及、防控经验的积累，国内航线客运需求有望逐步恢复；入境隔离时间缩短、取消入境航班熔断机制、取消部分入境前检测、“五个一”政策有所松动以及航司增开国际航线等，国际航线需求有望持续恢复。从中长期看，我国人均收入水平处在不断提高的过程中，GDP 保持增长，是民航业需求持续提高的重要基础，且我国人均乘机次数与发达国家水平相差较大，未来居民乘坐飞机的需求将恢复增长。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，我国民航客运量仍有较大的提升空间，机场作为重要交通组成部分且民航发展规划目标明确，长期发展趋势将保持不变。

国务院、财政部、民航总局等部门出台多项支持政策，以补贴、加大建设资金支持、融资支持、税收减免等措施缓解机场企业现金流压力、降低经营压力。同时，疫情防控政策的持续优化调整，有助于行业需求持续恢复。

2022 年 1 月，国务院为推动区域机场群协同发展，构建多层次航空网，扩大航空运输服务覆盖面，出台了现代综合交通运输体系发展规划。2 月，发改委等 14 部门对服务业领域困难行业出台了若干政策，其中针对民航业企业，在补贴、建设资金支持和融资等方面提出了多项促进行业恢复发展的政策。7 月，民航局在新闻发布会表示，民航局协调有关部门出台助企纾困政策，落实好航空公司、机场应急贷款。10 月，财政部、民航局发布政策，对航空公司的补贴条件有所调整，补贴范围扩大。11

月以来，国务院及地方政府对疫情防控政策持续优化调整。

表 1.2 2022 年 1—12 月民航业重要政策汇总

| 发布时间 | 文件、政策或会议名称 | 核心内容及主旨 |
|-------------|------------------------------------|---|
| 2022 年 1 月 | “十四五”现代综合交通运输体系发展规划 | “十四五”时期，布局完善、功能完备的现代化机场体系基本形成；扩大航空网络覆盖范围；民用运输机场计划由 241 个增加至不少于 270 个 |
| 2022 年 2 月 | 关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策 | 地方可统筹中央转移支付以及自有财力支持航空公司做好疫情防控；统筹资源加大对民航基础设施建设资金支持力度；中央财政继续通过民航发展基金对符合条件的航空航线、安全能力建设等予以补贴；继续通过民航发展基金等对符合条件的中小机场和直属机场运营、安全能力建设等予以补贴，对民航基础设施贷款予以贴息，对机场和空管等项目建设予以投资补助；鼓励地方财政对相关项目建设予以支持；鼓励银行业金融机构加大对枢纽机场的信贷支持力度；鼓励符合条件的航空公司发行公司信用类债券以拓宽融资渠道、为受疫情影响严重的航空公司注册发行债务融资工具建立绿色通道 |
| 2022 年 7 月 | 民航局新闻发布会 | 民航局协调有关部门出台助企纾困政策，在落实好航空公司、机场应急贷款 656 亿元基础上，又争取新增航空公司应急贷款 1500 亿元；为三大航司各争取注资 30 亿元，预拨首批国内客运航班中央补贴资金 32.9 亿元。 |
| 2022 年 10 月 | 《关于调整国内客运航班运行财政补贴政策及做好清算工作的通知》 | 不再将航班量低于或等于 4500 班作为启动补贴的条件，补贴清算对象和范围相应调整，补贴标准不变 |
| 2022 年 11 月 | 《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》 | 对入境人员和入境航班防疫管控政策做出优化调整，取消入境航班熔断机制 |
| 2022 年 12 月 | 广州、北京、上海、重庆、海南、浙江、山东等多地政府对疫情防控政策调整 | 对疫情管控、跨省流动限制等政策作出优化调整 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

机场行业保持较大规模投资，疫情后投资增幅提速，未来发展空间大。

机场行业保持较大投资规模且呈逐年增加态势，2021 年，民航基本建设和技术改造投资 1222.47 亿元，同比增长 13.05%；机场重大项目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、自筹及银行贷款等。机场改扩建、新建项目等重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担。同时，重大工程项目等投运后，较高的折旧及财务费用等将导致机场运营企业盈利能力快速下滑，但长期有利于改善机场产能不足的局面，利好长期盈利能力提升。根据《新时代民航强国建设行动纲要》和《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》要求，2035 年运输机场数量达到 450 个左右，“十四五”时期民用运输机场计划由 241 个增加至不少于 270 个。截至 2021 年末，我国境内运输机场共有 248 个，机场行业未来发展空间大。



数据来源：民航局官方网站，联合资信整理

图 1.3 民航及机场系统固定资产投资情况

二、发债企业财务状况分析¹

¹由于数据可得性原因，本报告中“二、发债企业财务状况分析”“三、债券发行状况”章节涉及的机场企业是指截至 2022 年 11 月 22 日可公开获取财务数据的机场发债主体。

2021 年机场企业营业总收入有所增长，利润总额持续为负，但较 2020 年有所减亏。2022 年 1—9 月，受疫情、运营支出及折旧增加等影响，除厦门翔业外，各企业亏损扩大。

截至 2022 年 11 月 22 日，机场行业存续发债企业 20 家²。2021 年，机场企业实现营业收入 780.95 亿元，同比增长 8.22%，但远未恢复至疫情前水平（2019 年营业收入为 1002.93 亿元），利润总额持续为负（为-163.15 亿元），但较 2020 年有所减亏（为-220.54 亿元），亏损主要系疫情冲击机场旅客吞吐量以及折旧、运营支出刚性等所致。亏损较大的企业主要有首都机场（净利润为-67.76 亿元）和四川机场（净利润为-22.62 亿元）。其中，首都机场亏损的主要原因是受疫情影响公司运营收入减少和运营成本刚性所致。四川机场亏损主要因为天府机场转固、折旧和摊销上升。2021 年，海航机场扭亏为盈，实现盈利的企业还有厦门翔业、深圳机场和无锡机场，厦门翔业业务较为多元，航空业务收入占比较低（占 6.91%）。

2022 年 1—9 月，除厦门翔业（航空业务收入占比不大）外，其他机场企业营业收入同比均下降；同时，运营支出和固定资产折旧等增加，使得各家机场企业（除厦门翔业）营业利润率同比大幅下滑，亏损进一步扩大。

| 企业名称 | 营业总收入（亿元） | | | | 净利润（亿元） | | | | 营业利润率（%） | | | |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2019年1-9月 | 2020年1-9月 | 2021年1-9月 | 2022年1-9月 | 2019年1-9月 | 2020年1-9月 | 2021年1-9月 | 2022年1-9月 | 2019年1-9月 | 2020年1-9月 | 2021年1-9月 | 2022年1-9月 |
| 东部机场 | 18.35 | 12.95 | 18.44 | 13.24 | 3.03 | -2.79 | -8.23 | -14.65 | 22.95 | -20.21 | -43.95 | -110.52 |
| 厦门翔业 | 121.25 | 112.36 | 146.40 | 153.17 | 9.23 | 1.30 | 5.07 | 3.03 | 9.94 | 3.02 | 4.49 | 2.61 |
| 深圳机场 | 44.49 | 45.77 | 50.11 | 37.38 | 8.67 | 5.85 | 6.58 | -7.09 | 26.73 | 16.42 | 15.59 | -25.11 |
| 首都机场 | 152.81 | 102.19 | 92.44 | 81.31 | 40.04 | -54.14 | -52.71 | -79.16 | 34.36 | -52.95 | -58.49 | -103.49 |
| 浙江机场 | 44.24 | 28.76 | 34.58 | 26.46 | 6.65 | -8.94 | -5.05 | -15.54 | 19.63 | -30.07 | -13.57 | -59.02 |
| 广西机场 | 15.43 | 8.70 | 11.70 | 7.35 | 1.67 | -3.84 | -2.93 | -3.76 | 11.46 | -40.86 | -22.31 | -51.14 |
| 重庆机场 | 22.04 | 16.29 | 22.80 | 16.12 | -9.70 | -15.59 | -12.68 | -15.13 | 38.75 | -90.47 | -53.73 | -90.59 |
| 甘肃机场 | 8.67 | 6.60 | 9.79 | 7.16 | 0.67 | -1.10 | 0.30 | -2.23 | -6.20 | -17.52 | 7.62 | -31.62 |
| 上海机场 | 133.46 | 68.36 | 71.82 | 49.90 | 56.26 | -7.50 | -4.94 | -14.31 | 53.63 | -13.06 | -11.96 | -40.02 |
| 广州机场 | 58.33 | 37.61 | 36.29 | 33.08 | 6.15 | -2.85 | -4.82 | -6.32 | 13.78 | -6.02 | -15.57 | -23.94 |
| 四川机场 | 32.61 | 23.00 | 28.26 | 25.30 | 3.31 | -5.11 | -10.26 | -31.18 | 12.67 | -19.62 | -35.68 | -121.93 |
| 合计/平均 | 651.69 | 462.59 | 522.61 | 450.47 | 125.98 | -94.71 | -89.67 | -186.34 | 14.56 | -24.67 | -20.69 | -59.53 |

注：相对数指标为各家机场企业的简单平均，下同
数据来源：联合资信整理

图 2.1 机场企业营业总收入及盈利情况

² 本报告首都机场指首都机场集团有限公司、东部机场指东部机场集团有限公司、厦门翔业指厦门翔业集团有限公司、深圳机场指深圳市机场（集团）有限公司、浙江机场指浙江省机场集团有限公司、广西机场指广西机场管理集团有限责任公司、重庆机场指重庆机场集团有限公司、甘肃机场指甘肃省民航机场集团有限公司、上海机场指上海机场（集团）有限公司、广州机场指广州白云国际机场股份有限公司、四川机场指四川省机场集团有限公司、海航机场指海航机场集团有限公司、山东机场指山东省机场管理集团有限公司、无锡机场指无锡苏南国际机场集团有限公司、云南机场指云南机场集团有限责任公司

疫情以来，机场企业经营活动现金流量净额降幅较大，机场新建及改扩建支出较大加之较为刚性的运营支出，筹资活动前现金缺口较大。机场企业未来投资支出需求仍较大，短期内经营活动现金流入恢复至疫情前有一定困难，机场企业对外部融资依赖较大。

由于机场运营企业航空性业务结算周期较短，现金回笼较快，机场企业主业获利能力强，而折旧等成本为非付现支出，故一般机场运营企业保持了较好的经营活动现金净流入状态。疫情以来，机场企业营业总收入降幅明显，运营支出较为刚性，经营活动现金净额较疫情前降幅较大，除甘肃机场保持较大规模的经营活动现金净流入外（机场三期项目的资本金陆续到位），机场企业经营活动现金净流入收窄。机场行业保持较大的新建及改扩建需求，投资活动支出规模较大，各机场企业投资活动现金均持续净流出。在经营活动现金净流入明显下降、投资支出和偿还债务规模较大的影响下，2021年筹资活动现金流入和流出规模均有所增长，筹资活动现金流出增幅大于流入，筹资活动现金净流入较2020年略有下降。

2022年1—9月，机场行业经营活动现金净流入同比增长9.90%（主要系四川机场收到税费返还金额较大，使得与营业总收入变化趋势相反）。投资活动现金仍保持较大规模的净流出，民航局、交通运输部等一系列关于完善交通基础设施建设规划下，各机场企业投资需求仍然较大。叠加疫情反复影响使经营活动现金净流入短期内恢复至疫情前水平有较大困难，企业对外部融资依赖较大。

| 企业名称 | 经营活动净现金流（亿元） | | | | 投资活动净现金流（亿元） | | | | 筹资活动净现金流（亿元） | | | |
|------|--------------|--------|--------|-----------|--------------|---------|---------|-----------|--------------|--------|--------|-----------|
| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1-9月 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1-9月 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1-9月 |
| 海航机场 | 14.74 | 1.56 | 7.89 | - | -8.75 | -2.55 | -2.30 | - | -13.02 | -4.30 | -1.40 | - |
| 东部机场 | 6.08 | 3.45 | 4.44 | -0.14 | -40.64 | -11.62 | -32.08 | -30.18 | 22.52 | 19.58 | 14.93 | 38.36 |
| 厦门翔业 | 22.21 | 6.58 | 9.22 | 8.64 | -27.70 | -32.56 | -18.67 | -9.44 | 21.08 | 9.62 | 14.66 | 34.89 |
| 深圳机场 | 20.20 | 11.03 | 9.77 | 13.34 | -33.66 | -46.32 | -37.10 | -4.46 | 13.73 | 48.05 | 18.60 | 1.73 |
| 首都机场 | 128.69 | -6.25 | -18.33 | -24.02 | -29.71 | -35.70 | -61.52 | -22.19 | -33.15 | 14.89 | 13.71 | 74.44 |
| 山东机场 | 1.61 | -13.65 | 10.41 | 0.53 | -6.18 | -6.09 | -22.18 | -32.61 | 6.16 | 30.48 | 7.98 | 30.08 |
| 浙江机场 | 17.58 | -6.84 | 9.20 | 2.35 | -64.63 | -50.69 | -60.04 | -33.89 | 40.98 | 59.27 | 56.98 | 41.59 |
| 广西机场 | 12.08 | -2.68 | 3.29 | 3.09 | -17.76 | -7.29 | -17.27 | -30.48 | 1.04 | 7.33 | 12.35 | 37.63 |
| 无锡机场 | 4.14 | 0.84 | 0.83 | -0.01 | -2.97 | 0.13 | -3.28 | -0.69 | -2.39 | -0.38 | 3.95 | -0.35 |
| 重庆机场 | -15.55 | 1.87 | 9.57 | 3.67 | -21.30 | -29.35 | -22.11 | -26.03 | 42.73 | 29.15 | 41.01 | 6.80 |
| 甘肃机场 | 19.73 | 31.53 | 25.70 | 33.52 | -20.07 | -49.24 | -42.99 | -24.71 | -6.37 | 18.84 | 18.24 | -3.06 |
| 云南机场 | 13.45 | 3.19 | 2.36 | 0.71 | -22.54 | -25.09 | -21.87 | -18.74 | 9.94 | 21.42 | 13.01 | 25.97 |
| 上海机场 | 80.06 | -3.20 | 13.22 | 1.27 | -34.32 | -24.58 | -51.82 | -55.89 | 13.29 | 10.37 | 58.66 | 83.50 |
| 广州机场 | 30.13 | -0.35 | 8.45 | 4.44 | -10.59 | -11.54 | -12.28 | -5.58 | -30.00 | 22.73 | -3.69 | 8.45 |
| 四川机场 | 14.69 | 2.25 | 0.38 | 25.30 | -104.65 | -109.39 | -62.30 | -18.23 | 14.66 | 89.48 | 71.99 | 1.49 |
| 合计 | 369.86 | 29.32 | 96.41 | 72.68 | -445.46 | -441.87 | -467.82 | -313.13 | 101.21 | 376.54 | 341.00 | 381.52 |

注：海航机场因为未公布2022年三季报，相关数据未获取

数据来源：联合资信整理

图 2.2 机场企业现金流变动情况

投资需求较大叠加疫情影响，企业债务规模持续增长，机场行业整体债务负担持续加重，但处于适中水平，部分企业短期债务占比较高，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，建设资金金额大，外部融资需求高，叠加疫情影响，机场企业有息债务持续增长。2022 年 9 月末，机场企业（除海航机场，未披露三季报）有息债务规模合计 2080.72 亿元，较上年末增长 12.97%。

2022 年 9 月末，机场企业长、短期银行借款余额占有息债务的比重为 62.67%（较 2021 年末同比变动不大）、债券余额占有息债务的比重为 16.38%（较 2021 年末提高 0.84 个百分点），机场企业融资以银行借款和发行债券为主。

2019—2022 年 9 月末，机场样本企业整体全部债务资本化比率持续上升，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、地方财政拨款等给予资金支持，故机场企业整体债务负担适中，个别机场企业全部债务资本化比率较高的原因主要包括：（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）机场建设资本金及运营的政府补助计入递延收益；（4）经营亏损，所有者权益减少等。

| 企业名称 | 全部债务（亿元） | | | | 短期债务占比（%） | | | | 全部债务资本化比率（%） | | | |
|-------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|
| | 2019年 末 | 2020年 末 | 2021年 末 | 2022年9 月末 | 2019年 末 | 2020年 末 | 2021年 末 | 2022年9 月末 | 2019年 末 | 2020年 末 | 2021年 末 | 2022年9 月末 |
| 海航机场 | 189.87 | 187.78 | 62.25 | - | 79.14 | 88.74 | 2.24 | - | 67.60 | 116.27 | 151.67 | - |
| 东部机场 | 20.83 | 69.79 | 81.27 | 105.82 | 19.28 | 34.69 | 56.61 | 67.61 | 11.24 | 25.24 | 28.63 | 35.12 |
| 厦门翔业 | 148.83 | 160.89 | 178.02 | 186.25 | 69.82 | 78.46 | 57.22 | 57.55 | 50.40 | 52.27 | 51.20 | 45.05 |
| 深圳机场 | 0.00 | 35.47 | 45.76 | 47.06 | 0.00 | 85.93 | 89.09 | 53.12 | 0.00 | 8.21 | 10.19 | 10.52 |
| 首都机场 | 400.39 | 440.26 | 479.64 | 537.75 | 32.05 | 38.94 | 21.82 | 44.50 | 26.54 | 30.09 | 33.23 | 37.58 |
| 山东机场 | 6.78 | 53.47 | 50.95 | 43.83 | 2.10 | 18.30 | 17.77 | 22.02 | 12.41 | 26.83 | 25.40 | 20.81 |
| 浙江机场 | 148.21 | 197.06 | 258.73 | 305.48 | 16.26 | 16.10 | 14.46 | 13.43 | 37.66 | 44.53 | 51.52 | 56.71 |
| 广西机场 | 36.78 | 39.76 | 45.35 | 63.51 | 23.13 | 35.54 | 29.25 | 24.41 | 25.08 | 27.08 | 29.77 | 30.52 |
| 无锡机场 | 5.70 | 5.51 | 9.62 | 9.49 | 93.02 | 50.83 | 47.30 | 36.90 | 19.85 | 19.32 | 29.43 | 29.88 |
| 重庆机场 | 175.12 | 183.72 | 194.68 | 173.18 | 20.47 | 22.79 | 27.65 | 14.10 | 55.68 | 58.36 | 56.05 | 50.29 |
| 甘肃机场 | 32.08 | 52.88 | 73.65 | 68.85 | 20.98 | 30.86 | 21.41 | 8.71 | 51.86 | 65.27 | 72.03 | 72.22 |
| 云南机场 | 73.27 | 104.46 | 113.29 | 137.86 | 13.23 | 13.48 | 9.19 | 9.12 | 13.89 | 19.42 | 20.82 | 24.45 |
| 上海机场 | 26.92 | 44.41 | 93.46 | 177.58 | 49.33 | 81.16 | 91.77 | 67.41 | 3.22 | 5.30 | 10.60 | 18.76 |
| 广州机场 | 10.23 | 3.46 | 6.19 | 13.13 | 0.00 | 5.79 | 47.40 | 23.49 | 5.85 | 1.74 | 3.22 | 6.83 |
| 四川机场 | 82.91 | 146.59 | 211.25 | 210.92 | 1.57 | 9.32 | 3.86 | 15.07 | 16.54 | 24.95 | 32.29 | 33.56 |
| 合计/平均 | 1357.90 | 1725.50 | 1904.12 | 2142.97 | 29.36 | 40.73 | 35.80 | 30.65 | 26.52 | 34.99 | 40.40 | 41.60 |

注：海航机场因未公布 2022 年三季报，相关数据未获取，三季度行业合计/平均值以其上年末数据计算
数据来源：联合资信整理

图 2.3 机场企业债务及债务负担情况

机场企业短期偿债指标表现强，EBITDA 下降明显，长期偿债指标弱化，整体表现尚可。

从短期偿债指标看，2022 年 9 月末，机场企业平均现金短期债务比较上年末有

所下降，但短期偿债指标表现仍强。分机场企业来看，深圳机场、甘肃机场、上海机场和广州机场现金短期偿债指标表现优于平均值，东部机场现金短期债务比低于 1.00 倍。

从长期偿债指标看，疫情之前，浙江机场和重庆机场建设投资支出较大，形成的债务规模较大，长期偿债指标表现低于平均水平。2021 年，东部机场、山东机场、广西机场、重庆机场、云南机场和四川机场 EBITDA 小或为负，对全部债务的保障能力较弱；除厦门翔业、深圳机场、无锡机场、上海机场和广州机场 EBITDA 利息保障倍数较高外，其他企业 EBITDA 对利息的保障能力一般或较弱。机场企业长期偿债指标较疫情前有所弱化，整体表现尚可。

| 企业名称 | 现金短期债务比（倍） | | | | 全部债务/EBITDA（倍） | | | EBITDA利息保障倍数（倍） | | |
|-------|------------|------------|------------|--------------|----------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|
| | 2019年 末 | 2020年 末 | 2021年 末 | 2022年9 月末 | 2019年 末 | 2020年 末 | 2021年 末 | 2019年 末 | 2020年 末 | 2021年 末 |
| 海航机场 | 0.09 | 0.04 | 9.23 | - | 36.16 | * | 10.35 | / | / | / |
| 东部机场 | 7.44 | 1.71 | 0.75 | 0.75 | 1.84 | 35.99 | * | 4.52 | 1.02 | * |
| 厦门翔业 | 0.65 | 1.25 | 1.08 | 1.34 | 5.53 | 10.01 | 8.90 | 3.20 | 2.27 | 2.16 |
| 深圳机场 | * | 4.29 | 3.18 | 4.55 | * | 1.76 | 2.39 | 2.32 | 0.91 | 5.15 |
| 首都机场 | 3.01 | 1.91 | 2.68 | 1.23 | 3.12 | * | 26.49 | 5.44 | * | 1.18 |
| 山东机场 | * | 3.92 | 2.85 | - | 2.05 | * | * | 6.92 | * | 0.11 |
| 浙江机场 | 0.57 | 0.71 | 1.15 | 1.06 | 10.02 | 60.96 | 29.49 | 3.09 | 0.48 | 0.97 |
| 广西机场 | 2.62 | 1.39 | 1.36 | 1.88 | 5.24 | * | 92.67 | 5.85 | * | 0.31 |
| 无锡机场 | 0.45 | 1.05 | 1.82 | - | 1.91 | 4.39 | 7.17 | 59.74 | 7.85 | 26.03 |
| 重庆机场 | 0.83 | 0.75 | 1.11 | 1.82 | 38.47 | 74.94 | 81.32 | 0.71 | 0.33 | 0.30 |
| 甘肃机场 | 1.63 | 0.74 | 0.83 | 3.14 | 6.02 | 11.22 | 15.65 | 3.63 | 2.60 | 1.57 |
| 云南机场 | 4.01 | 2.64 | 2.95 | - | 6.63 | * | 100.24 | 4.84 | * | 0.34 |
| 上海机场 | 18.43 | 6.44 | 3.13 | 2.75 | 0.27 | 2.98 | 8.45 | 5.85 | 0.80 | 8.28 |
| 广州机场 | * | * | 5.36 | 7.45 | 0.34 | 0.25 | 0.41 | 6.90 | 4.12 | 14.14 |
| 四川机场 | * | 3.30 | 6.75 | 2.00 | 5.37 | 32.67 | * | 2.60 | 1.59 | * |
| 合计/平均 | 3.61 | 2.15 | 2.95 | 2.54 | 8.78 | 23.52 | 31.96 | 8.26 | 2.20 | 5.05 |

注：1. 2020 年，海航机场、首都机场、山东机场、广西机场和云南机场 EBITDA 为负，相关指标用“*”列示，2021 年，东部机场和四川机场 EBITDA 为负，相关指标用“*”列示；2. 指标结果过大，用“*”列示；3. EBITDA 利息保障倍数指标中的（资本化利息+费用化利息）用现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替；4. 部分数据未获得，用“/”列示。

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 机场企业偿债指标

三、债券发行状况

2021 年，机场企业债券发行规模同比增幅较大，平均发行利率低于疫情前水平。2022 年 1—10 月，机场企业债券发行规模同比基本持平，但净融入规模同比下降明显。

2019—2021 年，机场企业发债主体分别为 10 家、10 家和 12 家，债券发行数量分别为 25 只、43 只和 67 只，发行规模分别为 194.00 亿元、337.50 亿元和 627.00 亿元，平均发行利率分别为 3.47%、2.42%和 2.83%。2022 年 1—10 月，机场企业共发行债券 58 只，发行规模 573.00 亿元，与上年同期持平（上年同期发行规模 567.00 亿元）。

从发行方式看，2019 以来机场企业债券均为公募发行。从发行品种看，机场企业 2019 年以来各年度发行的超短期融资债券占比最高，其次为一般中期票据。

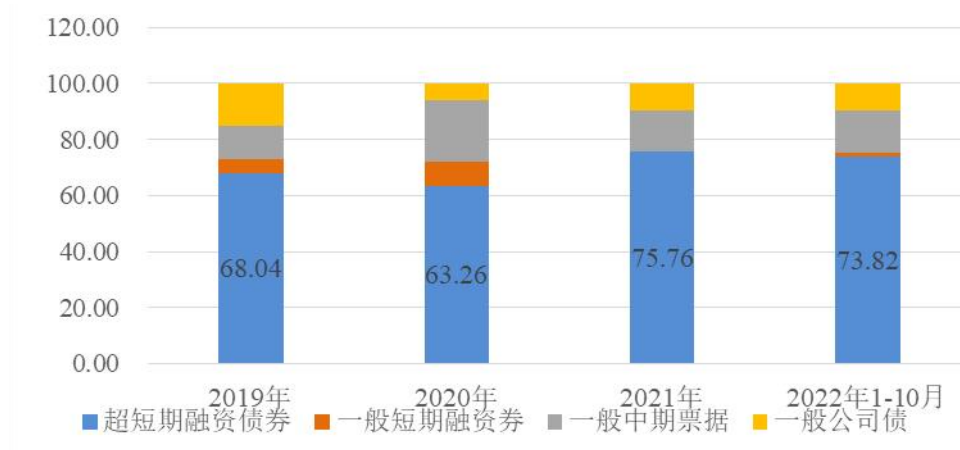


图 3.1 2019—2022 年 1—10 月机场行业新发行债券类型（单位：%）

2019 年以来，机场行业企业债券发行规模波动增长，季度净融资正值为主。2020 年三季度、2021 年三季度和 2022 年二季度，机场行业债券到期规模较小，当期净流入规模较大。



图 3.2 机场行业新发行债券规模及净融资额（单位：亿元）

2021 年，机场企业 3 年期和 5 年期债券平均发行利率同比上升，发行利差同比变化不大；2022 年 1—10 月，发行利差均有所收窄。

短期债券方面，受货币政策相对宽松影响，2020 年和 2022 年 1—10 月机场企业短期债券平均发行利率较低。2021 年，机场企业短期债券平均发行利率同比有所上升，但仍低于疫情前平均发行利率。2020 年和 2022 年 1—10 月，机场企业短期债券平均发行利差相对较小。

机场企业发行的中长期债券（1 年期以上期限债券，下同）期限主要为 3 年期和 5 年期。中长期债券机场企业发行主体主要为 AAA 级别，2021 年，AAA 级别机场企业 3 年期和 5 年期债券平均发行利率同比有所上升。从发行利差看，2021 年，机场企业 3 年期和 5 年期债券平均发行利差同比变动不大，2022 年 1—10 月，发行利差均有所收窄，且相对较低。

表 3.1 AAA 级别机场企业发行利率和利差情况（单位：个、%、BP）

| 主体级别 | 2019 年 | | | | 2020 年 | | | |
|---------|--------|-----------|------|--------|---------------|-----------|------|--------|
| | 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 | |
| 短期 AAA | 16 | 2.38~3.35 | 2.76 | 27.46 | 34 | 1.30~3.39 | 2.20 | 17.63 |
| 三年期 AAA | 3 | 3.58~3.93 | 3.74 | 90.39 | 6 | 2.37~3.74 | 3.27 | 68.80 |
| 五年期 AAA | 2 | 3.70~3.98 | 3.84 | 75.31 | 3 | 2.92~3.95 | 3.32 | 95.15 |
| 主体级别 | 2021 年 | | | | 2022 年 1—10 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 | |

| | | | | | | | | |
|---------|----|-----------|------|-------|----|-----------|------|-------|
| 短期 AAA | 51 | 2.12~3.16 | 2.56 | 40.82 | 42 | 1.52~2.65 | 2.01 | 16.77 |
| 三年期 AAA | 8 | 3.09~3.70 | 3.55 | 77.72 | 13 | 2.63~3.40 | 2.92 | 59.45 |
| 五年期 AAA | 3 | 3.45~3.95 | 3.71 | 83.32 | 2 | 3.20~3.48 | 3.34 | 79.95 |

数据来源：Wind，联合资信整理

机场行业发债企业主要集中在 AAA 级别，存续债券 2023 年到期规模较大，海口美兰国际机场有限责任公司和三亚凤凰国际机场有限责任公司兑付压力大。

截至 2022 年 11 月 22 日，机场行业存续债券规模 633.40 亿元。机场行业存续债券以银行间债务融资工具（合计 493.34 亿元，占 77.89%）为主，债券品种以中期票据（占 49.97%）和超短期融资债券（占 24.94%）为主。

存续债券大部分发行主体信用等级为 AAA，其中 14 家企业主体信用等级为 AAA、1 家企业主体信用等级为 AA+、2 家企业主体信用等级为 AA、3 家企业主体信用等级为 C。截至 2022 年 11 月 22 日，主体信用等级为 AAA 和 AA+ 的机场企业存续债券余额分别为 562.66 亿元和 38.00 亿元。

从存续债券到期情况看，截至 2022 年 11 月 22 日，2023 年和 2024 年分别有 29 只和 12 只存续债券到期，到期金额分别为 277.74 亿元和 117.16 亿元，分别占存续债券总额的 43.85%和 18.50%。2023 年海口美兰国际机场有限责任公司和三亚凤凰国际机场有限责任公司到期债券规模为 28 亿元，均为已展期债券，到期兑付压力大。

表 3.2 2023 年机场行业企业到期债券情况（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 |
|----------------|-----------|---------------|---------------|
| 北京首都国际机场股份有限公司 | 1 | 13.00 | 4.68 |
| 东部机场集团有限公司 | 2 | 14.10 | 5.08 |
| 甘肃省民航机场集团有限公司 | 1 | 5.00 | 1.80 |
| 海口美兰国际机场有限责任公司 | 1 | 13.00 | 4.68 |
| 杭州萧山国际机场有限公司 | 2 | 19.90 | 7.16 |
| 三亚凤凰国际机场有限责任公司 | 2 | 15.00 | 5.40 |
| 厦门翔业集团有限公司 | 5 | 40.00 | 14.40 |
| 上海机场（集团）有限公司 | 5 | 50.00 | 18.00 |
| 深圳市机场（集团）有限公司 | 1 | 5.00 | 1.80 |
| 首都机场集团有限公司 | 3 | 57.00 | 20.52 |
| 四川省机场集团有限公司 | 2 | 20.00 | 7.20 |
| 温州机场集团有限公司 | 1 | 4.74 | 1.71 |
| 云南机场集团有限责任公司 | 1 | 3.00 | 1.08 |
| 浙江省机场集团有限公司 | 2 | 18.00 | 6.48 |
| 合计 | 29 | 277.74 | 100.00 |

注：1. 海口美兰国际机场有限责任公司 2023 年到期的债券为“17 美兰机场 MTN001”，该只债券首次违约日为 2021 年 2 月 10 日，已展期至 2023 年 10 月 22 日；2. 三亚凤凰国际机场有限责任公司 2023 年到期的债券为“17 凤凰 MTN001”和“17 凤凰 MTN002”，该 2 只债券首次违约日为 2021 年 2 月 10 日，“17 凤凰 MTN001”下一行权日为 2023 年 6 月 21 日，“17 凤凰 MTN002”下一行权日为 2023 年 12 月 19 日。

资料来源：Wind，联合资信整理

四、展望

短期看，随着各地各部门落实优化疫情防控措施、病毒致病性减弱以及疫苗普及、防控经验的积累，国内航线客运需求有望逐步恢复；入境措施优化以及航司增开国际航线等，国际航线需求有望持续恢复。中长期看，《交通强国建设纲要》中明确了建设交通强国战略、《中国民航四型机场建设行动纲要（2020—2035年）》中明确顶层设计及阶段发展目标、《国家综合立体交通网规划纲要》和《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》确定完善国家综合立体交通网，构建多层级航空网，扩大航空运输服务覆盖面等一系列政策推出，机场行业仍处于快速发展阶段，机场行业保持较大规模的固定资产投资态势不变。机场作为重要交通组成部分且民航发展规划目标明确，我国机场行业依然面临良好的政策发展环境。同时，我国人均收入水平仍处在不断提高的过程中，是民航业需求持续提高的重要基础，加之机场企业作为重要的交通基础设施建设主体，能持续获得民航局和地方政府提供的资金支持，行业发债企业信用资质较高，联合资信对机场行业的信用展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。