



信用等级通知书

信评委函字[2015] 021号

广州白云国际机场股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“广州白云国际机场股份有限公司2015年可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年四月二十二日

广州白云国际机场股份有限公司 2015 年可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	广州白云国际机场股份有限公司
发行规模	不超过人民币 35 亿元（包括发行费用）
债券期限	自发行之日起 5 年
债券利率	本次债券票面利率不超过 2.0%，具体每一年的利率水平提请股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
偿还方式	每年付息一次

概况数据

白云机场股份	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	74.73	80.26	88.57
总资产（亿元）	101.44	99.50	110.74
总债务（亿元）	8.96	0.24	0.23
营业总收入（亿元）	46.73	51.41	55.28
营业毛利率（%）	38.95	36.57	38.62
EBITDA（亿元）	18.21	19.86	24.81
所有者权益收益率（%）	10.59	11.84	13.06
资产负债率（%）	26.34	19.33	20.02
总债务/EBITDA（X）	0.49	0.01	0.01
EBITDA 利息倍数（X）	29.24	95.12	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定广州白云国际机场股份有限公司 2015 年可转换公司债券信用等级为 **AAA**，该级别反映了本次债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定广州白云国际机场股份有限公司（以下简称“白云机场”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该级别反映了白云机场偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司良好的区域经济环境、突出的行业地位、合作客户实力雄厚、良好的外部支持等正面因素。同时，中诚信证评也关注到公司面临的分流压力、未来面临一定资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 良好的区域经济环境。珠三角地区是我国经济最发达的三大经济区之一，广州市是广东省乃至全国最具经济实力的城市之一。珠三角地区及广州市较好的经济基础和良好的发展前景为公司的长远发展提供了持续动力。
- 突出的行业地位。白云机场是全国三大门户复合型枢纽机场之一，截至 2014 年末，白云机场已开通航线 232 条，其中国内航线 153 条，国际航线 75 条，港澳地区航线 4 条，航线网络覆盖较广。2014 年白云机场旅客吞吐量已达 5,478.03 万人次，货邮吞吐量达 145.40 万吨，飞机起降量达 41.22 万架次，客货运规模位居国内机场前列。
- 合作客户实力雄厚。作为重要的枢纽机场，白云机场吸引了诸多客户，目前在白云机场运营的国内外航空公司达 65 家，国际（地区）航空公司 40 家。白云机场是南方航空的基地机场，并且与 FedEx、顺丰等国内外物流公司签署合作协议。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年4月22日

- 广东省和广州市政府支持力度较强。广东省和广州市政府一直将发展白云机场作为促进珠三角地区经济发展和航运业发展的重要战略之一，对白云机场的发展给予了较多的政策支持。
- 公司财务结构稳健。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 20.02% 和 0.26%，处于极低水平，财务结构稳健。

关 注

- 公司业务面临一定的分流压力。珠三角地区机场较为密集，各机场间的竞争激烈，公司业务面临香港、深圳等机场的分流和冲击。此外，高铁也在一定程度上对公司的客货资源形成分流。
- 未来公司面临一定资金压力。广州白云国际机场扩建工程的开展有利于提高公司的客货吞吐能力，但其总投资规模较大，随着航站区工程的建设，公司未来面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

广州白云国际机场股份有限公司（以下简称“白云机场股份”或“公司”）系由广州白云国际机场集团公司作为发起人，联合中国国际航空公司、中国民航机场建设总公司、广州白云国际机场有限公司及广州交通投资有限公司设立，公司成立于2000年9月18日，初始注册资本为6亿元，总股本为6亿股，其中，广州白云国际机场集团公司持股96%，其余4位股东分别持股1%。

2003年4月，公司向社会公开发行人民币普通股4亿股，总股本增至10亿股。2004年2月，广州白云国际机场集团公司变更组建为“广东省机场管理集团公司”（以下简称“机场管理集团”），公司实际控制人由中国民用航空总局变更为广东省人民政府。2004年8月，随着广州新白云机场成功转场并正式启用通航，公司业务由旧白云机场迁至新白云机场。2007年12月，公司向机场管理集团及其他投资者非公开发行人民币普通股1.5亿股。截至2014年末，公司总股本为11.5亿股，机场管理集团持股比例为61.96%。

白云机场股份作为机场管理公司，主要经营航空业务及其衍生出的非航空业务。其中，航空性延伸业务主要包括航站楼商业租赁、货邮代理、航站楼广告等业务。

截至2014年12月31日，公司总资产为110.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为88.57亿元，资产负债率及总资本化比率分别为20.02%和0.26%。2014年，公司实现营业收入55.28亿元，净利润11.57亿元，经营活动净现金流18.24亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	广州白云国际机场股份有限公司2015年可转换公司债券
申请规模	不超过人民币35亿元（包括发行费用）
债券期限	自发行之日起5年
债券利率	本次债券票面利率不超过2.0%，具体每一年度的利率水平提请股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
付息方式	每年付息一次，计息起始日为本次债券发行首日。
转股期限	自发行结束日满6个月后的第一个交易日起至可转换债券到期日止。
转股价格的确定	本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日均价，具体转股价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。
赎回条款	在本次可转换债券期满后五个交易日内，公司将以债券面值上浮一定比率（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转换债券。具体上浮比率提请股东大会授权董事会根据市场情况确定。 此外，在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的A股可转换债券：（1）在转股期内，如果公司A股股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；（2）当本次可转换债券未转股余额不足3,000万元。
回售条款	（1）有条件回售：在本次可转换债券最后2个计息年度，如果公司股票任意连续30个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换债券持有人有权将其持有的可转换债券全部或部分按债券面值的103%（含当期利息）回售给本公司；若在上述交易日内发生过因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次可转换债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情形而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。在本次可转换债券最后2个计息年度，可转换债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权1次，若在首次满足回售条件而可转换债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。可转换债券持有人不能多次行使部分回售权。 （2）附加回售：在本次可转换债券存续期间内，

如果本次发行所募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换债券持有人享受1次回售的权利。可转换债券持有人有权按债券面值的103%（含当期应计利息）的价格向本公司回售其持有的部分或全部可转换公司债券。持有人在附加回售条件满足后，可在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

本次可转换债券募集的资金总额扣除发行费用后拟用于广州白云国际机场扩建工程航站区工程项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

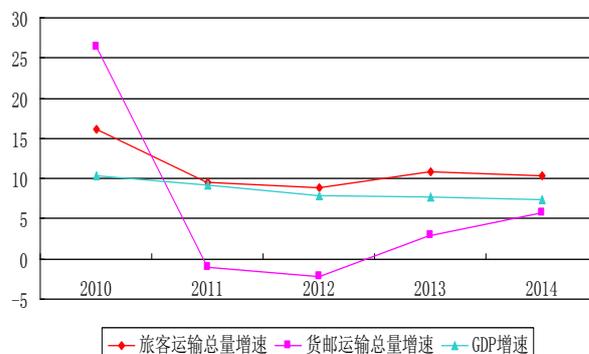
行业概况

机场作为航空运输的重要基础设施，与民航运输业具有相互依托、共同发展的紧密关系。民航运输业属于周期性行业，其增长趋势与GDP增长趋势呈强正相关性。近年来，随着中国经济的不断发展，中国民航运输行业整体也保持了较快的增长速度。2010~2014年，中国年均GDP增长率保持在8%以上。2010~2013年，我国民用航空运输总周转量年复合增长率为7.65%；2014年1~11月，我国民用航空运输总周转量为683.85亿吨公里，同比增长11.1%。从行业发展阶段来看，目前中国民航运输处于成长期。截至2014年末，民航旅客运输周转量占国内全部旅客周转量的比重已由2010年的14.51%提高至21.12%，货物运输周转量占国内全部货物运输周转量为0.10%，仍低于发达国家平均水平。具体从民航运输业近三年的运行状况来看，2012年民航业基础建设稳步推进，扩容增效逐渐成效，航空市场呈现平稳发展。2013年在国内经济增长和消费升级的带动下，我国民航业继续保持增长。2014年随着全球经济的复苏和消费的增加，航空市场稳步发展，2014年1~11月，我国航空运输总周转量为683.85亿吨公里，同比增长11.1%。分航线来看，2014年1~11月国内航线运输总周转量为465.37亿吨公里，较上年同期增长10.0%；在海外经济复苏等因素影响下，国际航线市场增长较快，国际航线运输总周转量为218.48亿吨公里，较上年同期增长13.5%。就货物和旅客运输总量来看，

2014年全年，民航旅客运输总量为3.9亿人次，同比增长10.6%；货邮运输总量为593.3亿吨，同比增长5.7%。

图1：2010~2014民航运输业主要指标及GDP增速

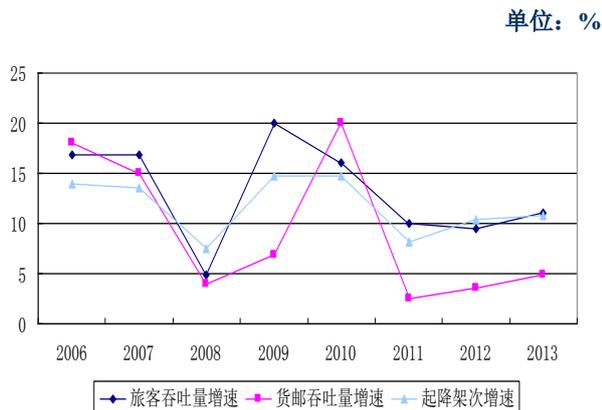
单位：%



资料来源：中国民用航空局、国家统计局，中诚信证评整理

作为民航运输业的辅助行业，机场行业依托于民航运输业，同民航运输业一样，对宏观经济的变动较为敏感。得益于我国经济的及民航运输业的平稳发展，中国机场行业保持稳步发展，截至2013年末，中国境内民用航空定期通航机场达到190个，较2006年末增加48个；2006~2013年，中国机场的起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量基本保持8%及以上的增长，其中，起降架次的年复合增速为11%，旅客吞吐量年复合增速为12%，货邮吞吐量年复合增速为8%。从三大指标来看，2013年中国各机场飞机起降架次为731.54万架次，同比增长10.8%，较上年提高0.4个百分点；共完成旅客吞吐量7.54亿人次，同比增长11.0%，较上年提高1.5个百分点；完成货邮吞吐量1,258.52万吨，同比增长4.9%，较上年提高1.3个百分点，三大指标增速均出现一定程度回升。2014年，中国各机场飞机起降架次为793.31万架次，同比增长8.4%；共完成旅客吞吐量8.32亿人次，同比增长10.2%；完成货邮吞吐量1,356.08万吨，同比增长7.8%。

图 2：2006~2013 年中国机场业三大指标增速



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

总体来看，受益于中国航空运输业的发展和消费升级等因素影响，中国的机场行业运行相对平稳，未来随着航空运输在国家综合运输体系中所占比重的提高及国内经济的持续增长，机场行业的客货吞吐量将继续增长，行业发展前景良好。同时，中国的机场企业经营现金流稳定，财务风险较小，行业整体抵御风险能力较强。

竞争格局

行业竞争概况

根据 2008 年 3 月 1 日起实施的《民用机场收费改革方案》，按照民用机场的业务量，全国机场可划分为三类：一类机场，是指单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量的 4% 及以上的机场，其中，国际及港澳航线换算旅客吞吐量占其机场全部换算旅客吞吐量的 25% 及以上的机场为一类 1 级机场，其他为一类 2 级机场；二类机场，是指单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量的 1% 至 4% 的机场；三类机场，是指单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量的 1% 以下的机场。

表 2：国内机场按业务量分类

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东 2 个机场
一类 2 级	广州、上海虹桥、深圳、成都、昆明 5 个机场
二类	杭州、西安、重庆、厦门、青岛、海口、长沙、大连、南京、武汉、沈阳、乌鲁木齐、桂林、三亚、郑州、福州、贵阳、济南、哈尔滨 19 个机场
三类	除上述机场以外的民用机场

资料来源：《民用机场收费改革方案》，中诚信证评整理

各机场在其所在的城市或地区均具有一定的

不可替代性和垄断性，机场间的相互竞争较为有限，机场业务规模将随着其所覆盖地区的航空市场需求的增长而增长。但位于同一区域内距离较近的机场之间则存在一定的竞争关系。

珠江三角洲区域竞争情况

目前珠江三角洲区域主要有广州、深圳、香港、澳门和珠海等五个民用机场，澳门和珠海机场业务规模相对较小，因此区域内机场的竞争主要为香港、广州、深圳三个机场在部分交叉业务上的竞争。其中，香港作为国际金融中心、贸易及航运中心，其突出的地理位置优势和持续的经济的发展推动了香港机场业务量的上升，目前香港机场在业务规模和运行管理效率方面处于领先地位；但近年来产能饱和及白云机场等周边机场的发展对其业务形成一定影响。广州白云机场位于珠三角北部，是区域内的第二大机场，作为中国民航局规划的全国三大复合型航空枢纽之一，白云机场航空已具备相当的业务规模。深圳机场地处珠三角的中心，定位于区域性的国际客运枢纽和南中国的货运门户机场，航空业务也已经具备相当规模。在国际航空运输市场领域，香港机场具备领先的竞争实力，而白云机场和深圳机场则逐步在细分市场获得发展空间；在国内航空运输市场方面，受自身资源和政策环境限制，香港机场通往中国内地区域的航线网络并不完善，而白云机场与深圳机场之间存在一定同质性，在两机场中间地区的重叠市场覆盖区域（东莞、惠州、佛山、中山等）存在竞争，深圳机场和白云机场均通过争取航空公司的运力投放和逐步建立完善的地面服务网络争取市场份额，但快速增长的区域市场需求总量弱化了两个机场的竞争程度，形成不断提升服务品质、共同为区域市场服务的局面。

图 3：珠江三角洲五大机场竞争示意图



资料来源：中诚信证评整理

表 3：2014 年香港、白云、深圳机场业务量情况

	香港机场	白云机场	深圳机场
旅客吞吐量（万人次）	6,334.50	5,477.29	3,627.25
货邮吞吐量（万吨）	437.70	128.34	96.38
飞机起落架次 （万架次）	39.10	41.01	28.63

资料来源：各公司公开披露资料，中诚信证评整理

为了满足珠三角地区日益增长的航空运输需求，近年来三大机场的扩建计划及实施进度如下：其中，深圳机场新航站楼 T3 于 2013 年 11 月 28 日正式启用，其设计保障目标年 2035 年、设计保障能力为年旅客吞吐量 4,500 万人次、货邮吞吐量 240 万吨、飞机起降 37.5 万架次。香港机场于 2011 年提出三跑道建设计划，该项目以 2030 年处理 62 万次飞机起降为建设目标，预计将于 2023 年投入运作。目前香港政府已基本同意修盖第三条跑道，但出于对如何平衡经济发展的需要与香港环保问题的考虑，香港政府目前仍在对这一计划进行评估，预计评估全部完成尚需时日。广州白云国际机场扩建工程项目分为航站区工程和飞行区工程，包括第三跑道及 2 号航站楼等，该项目以 2020 年为目标年。广州白云国际机场扩建工程项目建成后，可满足年旅客吞吐量 7,500 万人次、货邮吞吐量 250 万吨的需要。自 2012 年 8 月开工以来，广州白云国际机场扩建工程项目的各项工作都在按计划稳步推进当中，其中，第三跑道已于 2015 年 2 月 5 日正式启用。中长期来看，区域内机场建设的加强，将加剧各机场的市场竞争，区内机场的竞争格局亦或发生一定变化。

行业关注

高速铁路对航空运输业的影响

近年来，随着我国铁路、高速公路网络的不断完善和服务效率的不断提升，特别是高速铁路网络的建设和中短程运输市场领域对航空运输方式形成了一定的竞争。我国《中长期铁路网规划》提出，到 2020 年，将建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，建立“四纵四横”铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统，建设客运专线 1.6 万公里以上，客车速度目标值达到每小时 200 公里及以上。

未来随着我国高速铁路网络的逐步建设完善，其在 1,000 公里以内的中短途运输市场竞争中将具有一定的优势，对航空运输市场形成一定程度的分流。但由于我国经济未来仍将保持持续增长态势，交通运输需求也将保持持续增长，各种运输方式均具有较大发展空间；同时我国幅员辽阔，珠江三角洲经济区与长江三角洲经济区、环渤海经济区之间的距离均超过 1,000 公里，未来中西部经济亦将不断发展，中长距离的运输需求将持续上升；此外，我国对外经贸活动的日益频繁，国际运输需求也将呈现较快发展。随着我国综合交通体系不断建设与发展完善，航空运输业的结构、网络、运行效率与服务品质等综合竞争实力将得到较大的提升，行业整体仍将保持快速的发展趋势。

国际油价波动对航空运输业的影响

航油成本在航空公司的营业成本中占比超过 30%，油价波动对航空运输业影响较大。2014 年，全球经济的增长前景依然疲软，石油需求减弱；供给层面，OPEC 和非 OPEC 国家的石油产量大幅增长，使得石油市场供过于求，国际油价持续下跌。2014 年 12 月 31 日，美国 NYMEX2 月原油期货价格收跌 0.85 美元至 53.27 美元/桶。2014 年全年，原油期货价格累计下跌 46%，创 6 年来最大年度跌幅。2011 年~2014 年，国际原油期货价格已连续第 4 年下跌。国际油价的持续大幅下降，或将带动航空运输业利润的提升，促进航空运输业的继续发展。

行业政策

从 2008 年 3 月 1 日起，《民用机场收费改革方案》及其《实施方案》正式实施。该方案按照机场业务量的大小将中国的机场分为三类，针对不同级别制定不同的收费标准。第一类和第二类由政府设立收费标准基准价，一般不做上浮，只做下浮；第三类则以市场调节价为主。同时，该方案还将机场收费规范化成航空性业务收费、非航空性业务重要收费以及非航空性业务其他收费三类，并按照机场的级别确定机场收费的标准。机场级别越高，航空性业务收费基准价越低（不包括国际及港澳航班），而非航空性业务重要收费的基准价则越高。

《民用机场收费改革方案》调整了航空公司和机场及机场行业内部利益分配格局、规范了收费内容、缩小了内外航收费标准，其中外航外线、内航内线收费有所下降、内航外线收费有所提高。此次机场有关收费标准的调整对外航业务占比较高的机场收入水平有一定负面影响。未来，机场航空性业务收费仍将在较大程度上受到中国民航局相关政策调整的影响。

2009 年 4 月，中国国务院公布了《民用机场管理条例》，从 2009 年 7 月 1 日开始实施，该条例对新建机场选址、机场总体规划和场内建设项目、运输机场专业工程等方面做出具体规定。其中将机场定位为公共交通基础设施，这和机场的盈利性存在一定程度的矛盾。此外，该条例还对机场和航空公司之间的关系做了原则性规定，有利于进一步协调机场与航空公司的利益关系。

2011 年 4 月，《中国民用航空发展第十二个五年规划》出台，根据规划，到 2015 年，全国运输机场总数将达到 230 个以上，覆盖全国 94% 的经济总量、83% 的人口和 81% 的县级行政单元。同时民航将加速构筑“五大机场群”，即以北京首都机场为国际枢纽的北方机场群，以上海浦东机场为国际枢纽的华东机场群，以广州机场为国际枢纽的中南机场群，以成都、重庆、昆明机场为区域枢纽的西南机场群，以西安、乌鲁木齐为区域枢纽的西北机场群。未来中国将形成功能完善的枢纽、干线、支线机场网络体系，大、中、小层次清晰的机场结构，航空运输整体发展能力和国际竞争力将显著增强。

根据《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》，从 2013 年 4 月 1 日起，内地航空公司国际及港澳航班（含实际经营的与外国及港澳航空公司实行代号共享的航班），在内地出（入）境机场的航空性业务收费项目的收费标准基准价，按照外国及港澳航空公司航班收费标准基准价执行，内外航企的机场收费将实行并轨。机场收费并轨使机场内外航国际航线的收费趋于一致，收费标准的调整对国际和港澳航线占比较高的机场公司业绩将具有一定提升作用。

整体看，中国政府对中国机场行业未来发展作了明确的规划，同时也逐步理顺机场管理体制以及机场和航空公司的利益关系，这些政策的出台有利于推动中国民航运输业、机场业向着高效、公共以及市场化的方向发展。同时，我们也对中国机场、航空公司及其他利益方关系的进一步理顺保持关注。

竞争实力

良好的区域经济环境

白云机场位于广州市白云区和花都区交界，距离广州市中心的直线距离约 28 公里，地处珠三角地区的腹地，水路陆路交通网络完善，周边惠州、东莞、中山、珠海等珠三角的核心城市均在以白云机场为中心的 150 公里辐射圈以内。

珠三角地区是我国经济最发达的三大经济区之一，经济总量与人均经济实力已达到相当规模，在全国处于领先，GDP 水平多年处于全国领先地位。据《2014 年广东国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2014 年珠三角地区生产总值达到 57,802.21 亿元，同比增长 7.8%；实现地方财政一般公共预算收入 5,372.13 亿元，同比增长 15.1%。珠三角地区较大规模的经济总量、快速的经济增长以及区域内庞大的人口基数为航空运输市场的发展提供了巨大的增长空间。目前珠三角地区拥有中国最大的航空运输市场，并随着地区经济的持续快速发展保持了高速增长。此外，由于珠三角地区位于东亚及东南亚地区的中心，东亚及东南亚地区的主要城市均在珠三角地区 4.5 小时航程圈以内，使珠三角成为最具有优势的亚太地区航空货邮中转集散

点之一，全球三大航空货运巨头 DHL、FedEx、UPS 分别将亚洲转运中心迁到了香港机场、白云机场和深圳机场。三大国际航空货运巨头的网络布局反映了珠三角地区在亚洲航空货运网络布局中的战略位置以及该地区航空货运市场未来广阔的发展前景。

作为珠江三角洲经济的龙头之一，广州是我国经济增长较快、最具活力的城市之一。2014 年广州市实现生产总值 1.67 万亿元，同比增长 8.6%，位列广东省各城市第一，在全国各大城市中仅次于上海和北京。根据国际民航业的发展经验，航空运输业的发展与地区经济增长呈高度正相关性，在广州及珠三角地区经济持续高速增长的推动下，白云机场通航以来航空客货业务量呈现持续增长，2010~2014 年旅客吞吐量和货邮吞吐量的年均复合增长率分别约为 7.53% 和 6.17%。广州及珠三角地区较好的经济基础和良好的发展前景为白云机场的长远发展提供了持续动力，可以预见未来广州及珠三角地区的航空运输市场仍将保持快速发展，白云机场的业务需求也将继续增长。

航线覆盖范围较广，客货运规模较大，行业地位突出

白云机场的航线网络覆盖较广，可通达国内大多数重要城市，同时公司注重国际航线的开拓，市场营销力度持续加大。随着航线网络密集度的提高，以及向二三线城市及旅游地区的支线航线的延伸，公司的航线网络日益完善，未来航线的覆盖面有望进一步扩大，并与香港机场形成互补性国内国际航线网络格局。截至 2014 年末，公司开通航线 232 条，其中国内航线 153 条，国际航线 75 条，港澳地区航线 4 条；通达城市 182 个，其中国内城市 112 个，国际城市 67 个，港澳台地区城市 3 个。

作为中国 3 大航空枢纽之一，白云机场定位于国际先进的航空货运枢纽，致力于建成亚太区大型复合枢纽机场。随着业务的持续发展，公司航空业务已经具备相当规模，2014 年白云机场旅客吞吐量达到 5,478.03 万人次，货邮吞吐量 145.40 万吨，飞机起降 41.22 万架次。其中旅客吞吐量在境内民用航空机场中位列第 2 名，仅次于北京首都机场；货

邮吞吐量在我国境内民用航空机场（不含香港和澳门）中位列第 3，仅次于上海浦东机场和北京首都机场。

表 4：2014 年前十大机场业务量情况

单位：万人、万吨、万次、%

	旅客 吞吐量	市场 份额	货邮 吞吐量	市场 份额	起降 架次	市场 份额
北京/首都	8612.83	10.36	184.83	13.63	58.20	7.34
广州/白云	5478.03	6.59	145.40	10.72	41.22	5.20
上海/浦东	5168.79	6.22	318.17	23.46	40.21	5.07
上海/虹桥	3797.11	4.57	43.22	3.19	25.33	3.19
成都/双流	3767.52	4.53	54.50	4.02	27.01	3.40
深圳/宝安	3627.27	4.36	96.39	7.11	28.63	3.61
昆明/长水	3223.09	3.88	31.67	2.34	27.05	3.41
重庆/江北	2926.44	3.52	30.23	2.23	23.81	3.00
西安/咸阳	2926.08	3.52	18.64	1.37	24.60	3.10
杭州/萧山	2552.59	3.07	39.86	2.94	21.33	2.69
合计	42079.75	50.61	962.90	71.01	317.38	40.01

资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

合作客户实力雄厚

航空公司是机场发展最为重要的客户与合作伙伴。作为国内重要的枢纽机场之一，白云机场与众多的航空公司建立了合作关系，国内大部分航空公司均在白云机场运作航班。目前在白云机场运营的国内外航空公司共有 65 家，其中国内航空公司 25 家，国际（地区）航空公司 40 家，包括南方航空、中国国航、东方航空、海南航空和深圳航空等。

除航空公司外，白云机场与 FedEx 签署合作协议，FedEx 在白云机场建立亚太转运中心，约定在亚太运转中心运行初期，FedEx 在白云机场每周执行 68 个航班共计 136 个起降架次。FedEx 亚太转运中心的启用，对带动白云机场货运量的增长起到一定作用。此外，公司与顺丰快递等国内多家物流公司建立了业务合作关系。

整体看，公司与众多航空公司及 FedEx、顺丰快递等业务伙伴建立了良好的合作关系，为其长期业务发展奠定了基础。

广东省和广州市政府的支持

白云机场是民航总局确定的 3 大门户复合枢纽机场之一，得到民航总局和当地省市政府的大力支持。根据《广东省综合交通运输体系发展“十二五”

规划》，广东省今后的省内民航机场体系将以白云机场为枢纽机场，深圳、珠海机场为干线机场，汕头、湛江、梅县机场为支线。2014年出台的《广东省人民政府办公厅关于进一步加快民航发展的意见》（粤府办【2014】69号）还提出优化省内机场布局，构建以白云机场为龙头、各类机场有机协调的民用运输机场体系。

同时，广东省及广州市政府通过新开航线财政补贴、货运补贴、通关和签证便利等扶持政策对白云机场的建设提供支持。此外，广东省把发展空港经济作为区域跨越式发展的战略之一。2010年7月，广州白云机场综合保税区正式取得国务院的批复，成为国家批准设立的第10个综合保税区；2014年4月，广州白云机场综合保税区（一期）正式通过验收。广州白云机场综合保税区的建设和投入运营，对于促进广东外向型经济的发展及货运、物流配送等行业具有积极的推动作用，有利于白云机场客货运输量的提升，为白云机场的后续发展营造了良好的外部环境。

业务运营

公司主要负责白云机场的经营管理，白云机场是我国3大重要枢纽机场之一，也是国内首个按照中枢理念进行设计和建造的机场，其软硬件设施均处于世界一流水平。

白云机场目前拥有3条跑道，其中2条为3,800*60米的4F级跑道，另1条为3,600*45米的4E级跑道。4F级跑道可供包括空客A380在内的所有客机起降，系国内等级最高的民航飞行跑道。白云机场目前的设计旅客吞吐量为3,500万人次/年。

近年来白云机场客货运输量呈增长态势，现有候机楼等服务设施已接近饱和。为满足日益扩大的市场需求，公司启动了第三跑道和2号航站楼建设计划。其中，第三跑道系3,800*60米的4F级跑道，自2012年开工建设，于2015年2月5日正式投入运营。2号航站楼自2014年开始建设，预计于2018年2月投入使用，设计年旅客吞吐量为4,500万人次/年。2号航站楼建成之后，白云机场将能满足的7,500万人次旅客吞吐量的需要，客运能力将得到较大提升，客货运输需求可望增长，从而为航空业

务及航空性延伸业务带来一定的发展空间。

目前公司主要经营航空主业及航空性延伸业务，其中，航空性延伸业务主要包括航站楼商业租赁、货邮代理、航站楼广告等。从近三年的收入结构来看，公司航空主业收入占营业收入的比重始终保持在50%以上，是公司最主要的收入和利润来源。

表5：2012~2014年公司业务构成情况

单位：亿元、%

营业收入	2012年度		2013年度		2014年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
航空主业	25.02	53.55	27.91	64.15	30.12	54.49
租赁业务	2.63	5.64	2.25	4.38	1.92	3.47
代理业务	4.81	10.30	5.40	10.50	5.84	10.56
广告业务	3.35	7.17	3.69	7.17	3.92	7.09
特许经营业务	2.17	4.65	2.63	5.11	3.05	5.52
其他业务	8.74	18.70	9.54	18.56	10.43	18.87
合计	46.73	100.00	51.41	100.00	55.28	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

航空主业

航空主业是公司的核心业务，主要包括航班起降服务、旅客综合服务、航空地面服务等，公司航空主业收入主要由航班起降服务收入、旅客综合服务收入、安全检查服务收入、航空地面服务收入及机场建设费返还收入等构成，从近三年的收入结构来看，旅客综合服务收入、机场建设费返还收入、航班起降服务收入、航空地面服务收入等单项收入占比较大，其中，旅客综合服务收入主要包含公司为旅客提供航站楼内综合设施及服务、航站楼前道路保障等相关设施及服务收取的费用；机场建设费返还收入主要为民航发展基金；航班起降服务系公司为航空器提供跑道、滑行道、助航灯光、飞行区安全保障、驱鸟及除草、航空器活动区道面维护及保障，以及航空器停放机位与安全警卫、监护、泊位引导系统等设施与服务所收取的费用；航空地面服务系公司为各航空公司提供旅客登机桥及服务，为旅客与行李提供登机前的值机、行李托运等服务，以及客梯、装卸和运输等地面服务收取的费用。公司近三年的航空主业收入构成如下表所示。

表 6：2012~2014 年公司航空主业收入构成情况

单位：万元、%

航空主业收入构成	2012 年度		2013 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
旅客综合服务收入	85,055	33.99	94,401	33.82	98,549	32.33
机场建设费返还收入	58,546	23.40	65,163	23.35	69,037	22.92
航班起降服务收入	51,490	20.58	58,329	20.90	59,847	19.87
航空地面服务收入	37,623	15.03	41,157	14.75	46,157	17.28
安全检查服务收入	17,527	7.00	20,038	7.18	22,879	7.60
合计	250,241	100.00	279,088	100.00	301,160	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司是南方航空的基地机场，同时与东方航空、中国国航等航空公司建立了合作关系。公司目前以国内航空业务为主，在国际航空业务方面，公司近年来注重国际航空业务的拓展，同时受益于南方航空拓展国际业务战略，公司的国际航线数量呈现增长态势。截至 2014 年末，公司已开通航线 232 条，其中国内航线 153 条，国际航线 75 条，港澳地区航线 4 条。

随着广州及珠三角地区经济的持续增长，公司近年来航空主业发展态势良好，近三年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量逐年增加。2014 年，白云机场完成飞机起降 41.22 万架次，同比增长 4.51%；实现旅客吞吐量 5,478.03 万人次，同比增长 4.44%；实现货邮吞吐量 145.40 万吨，同比增长 11.02%，呈现出稳步上升的趋势。

表 7：2012~2014 年白云机场吞吐量及起降架次

单位：万架次、万人次、万吨

	起降架次	同比增 长 (%)	旅客吞 吐量	同比增 长 (%)	货邮吞 吐量	同比增 长 (%)
2012	37.33	6.89	4,830.90	7.26	124.88	5.83
2013	39.44	5.65	5,245.03	8.57	130.97	4.88
2014	41.22	4.51	5,478.03	4.44	145.40	11.02

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

航空性延伸业务

公司主要从事航站楼商业租赁、货邮代理、航站楼广告等航空性延伸服务。航站楼商业租赁业务方面，公司将候机楼的部分商业场所出租，租户主要为零售、餐饮、娱乐休闲等业务经营商。公司在租金收取上采取“保底+分成”相结合的模式，并向租户收取一定比例的特许经营费。白云机场候机楼商业场所招商情况良好，2014 年公司实现租赁业

务收入 19,205 万元、特许经营收入 30,518 万元，航站楼商业租赁业务收入合计 49,723 万元，同比增长 1.93%。货邮代理业务主要系公司为国际一号货站和国内公司货站的货物提供搬运、安检、协调、仓储、包装整理等服务，目前公司提供代理服务的空运航线覆盖欧亚非洲等多个国家和地区。2014 年，公司实现货邮代理业务收入 58,354 万元，同比增长 8.15%。航站楼广告业务收入主要来自广告服务、包装装潢设计服务、展台设计服务、装饰设计服务，以及对外出租白云机场内广告场位与设施等业务；目前航站楼内已设立各类广告点位 1,800 多个。2014 年，公司实现广告业务收入 39,169 万元，同比增长 6.20%。

表 8：2012~2014 年公司航空性延伸业务主要构成

单位：万元

	租赁业 务收入	代理业 务收入	广告业 务收入	特许经营 权收入	其他	合计
2012	26,337	48,128	33,518	21,735	87,373	217,091
2013	22,504	53,959	36,881	26,280	95,419	235,043
2014	19,205	58,354	39,169	30,518	104,361	251,607

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，随着旅客和货邮运输量的持续增加，公司近年来航空主业和航空性延伸业务均呈现稳步发展的态势。目前第三跑道已投入使用，未来随着 2 号航站楼的建设和投入使用，公司的旅客吞吐能力将得到提升，从而为后续业务发展奠定良好的基础。

公司管治

治理结构

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市

公司治理准则》以及中国证监会有关规范性文件的要求，建立了较为完善的治理结构。公司董事会下设薪酬与考核委员会、审计委员会及投资审查委员会等 3 个专门委员会，并制定了相应的委员会议事规则，对各个专门委员会的职责予以明确。

自上市以来，公司制定并完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《公司内部控制规范实施工作方案》等规章制度，不断建立健全其治理体系。

内部管理

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设安全监察部、财务部、党群工作部、计划经营部、人力资源部、行政公关部、股证事务部等职能部门，并设置了安检护卫部、动力场道部、航站楼管理部、消防救援部、运行指挥中心、综合区管理部等二级部门，各部门职责明晰，现有职能部门的设置基本满足业务经营需要。管理体系建设方面，公司根据《公司法》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的相关要求，结合自身的业务运行情况，建立了较为完善的内部控制制度和内部管理体系。

财务管理方面，公司建立了严格的内部财务管理制度，并向下属分公司和子公司实行统一委派财务主管，被委派的财务主管在行政关系上隶属于公司，以保持其相对独立性，促使其充分发挥财务监督管理职能。公司建立了资金管理系统，在资金管理上对下属单位实行收支两条线，下属单位的资金由公司统一调配。

安全管理方面，公司已建立了较为完善的安全管理系统，制定了《白云机场应急救援手册》、《广州白云国际机场股份有限公司安全考核办法》、《广州白云国际机场股份有限公司危险品培训大纲》、《广州白云国际机场航空器活动区道路交通安全管理实施细则》、《广州白云国际机场航空器活动区地面运行管理规定》、《广州白云国际机场股份有限公司安全信息管理办法》、《广州白云国际机场股份有限公司安全考核办法》、《白云机场危险品运输管理手册》等一系列安全管理文件，并在运营过程中严格执行。经过多年的经营实践，公司不

断推进和建立以风险管理、安全责任追溯控制、安全监控等为重点的安全管理体系，制定了《广州白云国际机场安全管理体系手册》。

整体而言，公司法人治理结构较完善，管理体系较为健全，内部控制制度较为规范且实施情况良好，公司总体管理效率较高。

战略规划

国务院《关于促进民航业发展的若干意见》明确提出要将白云机场建设成为功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽。公司未来将重点支持南航国际化战略转型，并深化与航空联盟的战略合作，着力发展国际及中转业务，致力于将白云机场建设成为世界级的航空枢纽。

服务于建设世界级航空枢纽的目标，公司近年来启动了第三跑道和 2 号航站楼的扩建工程。2008 年 8 月，广州白云国际机场扩建工程项目（以下简称“机场扩建工程”）取得国家发改委批复，机场扩建工程包含航站区工程及飞行区工程，其中航站区工程主体工程主要为 2 号航站楼工程、交通中心及停车楼、停车场工程、站坪工程、总图工程、信息与安防工程和燃气工程，飞行区工程主要包含第三跑道工程和飞行区安防工程。其中，第三跑道为 3,800*60 米的 4F 级跑道；2 号航站楼位于 1 号航站楼北侧，由主楼、前列式北指廊及东 4、5、6 指廊及西 4、5、6 指廊组成，总建筑面积 62.38 万平方米；根据业务量增长需要，适时建设东 4、西 4 指廊与相关连廊约 7.8 万平方米，总面积最终达到 70.18 万平方米。机场扩建工程建成后，可满足年旅客吞吐量 7,500 万人次、货邮吞吐量 250 万吨的需要。

从机场扩建工程的建设进度来看，第三跑道自 2012 年开工建设，已于 2015 年 2 月 5 日正式投入运营。航站区工程计划总投资 135.63 亿元，自 2014 年开工建设，计划于 2018 年建成。公司未来的资本性支出主要为航站区工程的建设支出。随着航站区工程的建设，公司或将面临一定的资本支出压力。

表 9: 公司在建项目资本支出计划

单位: 亿元

项目	计划投资额	2014年末前	2015年	2016年	2017年	2018年
航站区工程	135.63	24.35	35.00	34.00	29.00	14.18

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)(原“广东正中珠江会计师事务所有限公司”)审计并出具标准无保留意见的 2012、2013、2014 年审计报告。

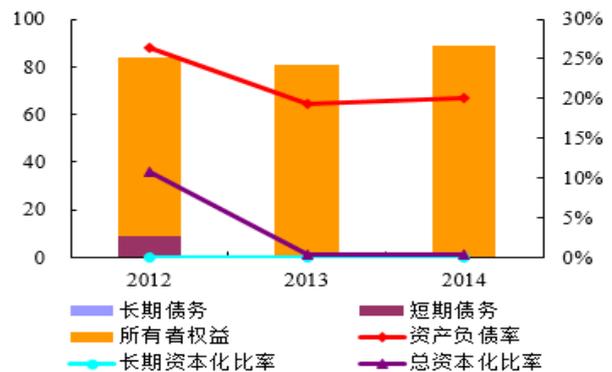
资本结构

自 2010 年东三、西三指廊和相关连接楼以及亚运改造工程完成以来, 公司资产规模总体保持稳定, 2012~2014 年分别为 101.44 亿元、99.50 亿元和 110.74 亿元, 年均复合增长率为 4.48%。同时, 主要得益于历年留存收益的积累, 公司自有资本实力得到较大提升, 2012~2014 年公司所有者权益(含少数股东权益)分别为 74.73 亿元、80.26 亿元和 88.57 亿元, 年均复合增长率为 8.87%。

从债务规模来看, 公司经营活动净现金可较好地满足其业务经营所需资金, 债务融资规模较小。公司主要通过发行短期融资券和短期银行借款融资, 近三年其总债务分别为 8.96 亿元、0.24 亿元和 0.23 亿元。随着负债规模、债务规模的下降, 公司杠杆比率逐年降低, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 20.02% 和 0.26%, 与同行业上市公司相比处于较低水平。

本次公司拟发行 35 亿元可转换公司债券, 发行完成后, 基于 2014 年末数据静态测算, 公司资产负债率和总资本化比率将上升至 39.23% 和 28.46%, 杠杆比率仍将处于较低水平。

图 4: 2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

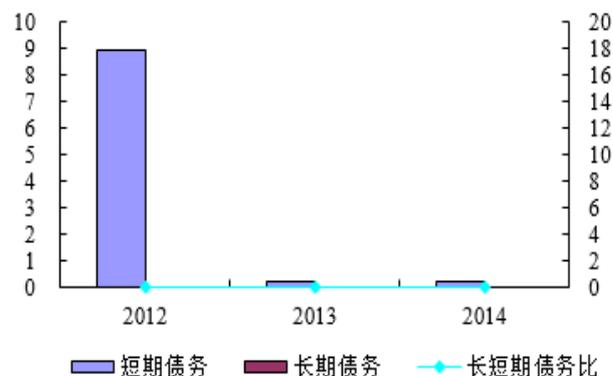
表 10: 截至 2013 年末机场行业上市公司资本结构比较

名称	总资产 (亿元)	资产负债率	总资本化比率
白云机场	99.50	19.33%	0.29%
上海机场	209.18	17.55%	12.62%
深圳机场	118.61	34.13%	23.01%
首都机场	326.97	50.42%	40.17%

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看, 由于公司主要通过短期融资券和短期银行借款融资, 其债务以短期债务为主, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司总债务为 0.23 亿元, 均为短期债务。

图 5: 2012~2014 年公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

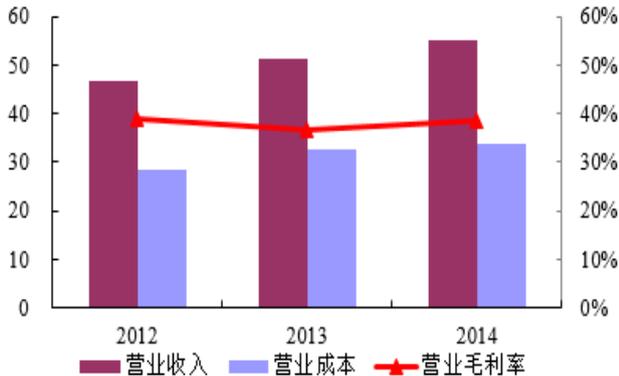
总体来看, 公司资产负债水平低, 债务期限结构合理, 资本结构稳健, 未来随着机场扩建工程建设的进行, 公司债务规模将逐步增长, 杠杆比率相应将有所提升。

盈利能力

公司收入来源包括航空服务收入和航空性延伸服务收入, 其中航空服务收入包括航班起降服务收入、旅客综合服务收入、安全检查服务收入、航空地面服务收入和机场费收入, 航空性延伸服务收入包括代理业务收入、地面运输服务收入、广告业

务收入、特许经营权收入和租赁业务收入等。在国内航空运输需求增长的带动下，公司航空服务收入和航空性延伸服务收入均实现了较好增长，2012~2014年，公司营业收入分别为46.73亿元、51.41亿元和55.28亿元，年均复合增长率为8.76%。

图6：2012~2014年公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业收入构成来看，2012~2014年，航空服务收入和航空性延伸服务收入占公司营业收入的比重分别约为54.48%和45.52%。

表11：2012~2014年公司各业务板块收入情况

单位：亿元、%

主要板块	2012		2013		2014	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
航空服务收入	25.02	53.55	27.91	54.28	30.12	54.48
航空性延伸服务收入	21.71	46.45	23.50	45.72	25.16	45.52
合计	46.73	100.00	51.41	100.00	55.28	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业成本构成来看，公司营业成本主要由工资薪金等人工成本和折旧、维修费、租赁费等固定资产与无形资产成本构成，二者合计约占公司营业成本的70%。营业毛利率方面，2008~2009年公司营业毛利率基本维持在42%左右，处于行业良好水平。2010年，由于东三、西三指廊和亚运改造工程完工并投入使用，公司固定资产折旧及相关运营成本增长明显，当年营业毛利率降至36.55%。2011~2012年公司营业毛利率有所回升，分别为37.39%、38.95%。2013年，由于固定资产维修费、无形资产租赁费上升较快的影响，公司毛利率降至36.57%。2014年，公司毛利率回升至38.62%。

表12：2012~2014年公司营业成本构成情况

单位：%

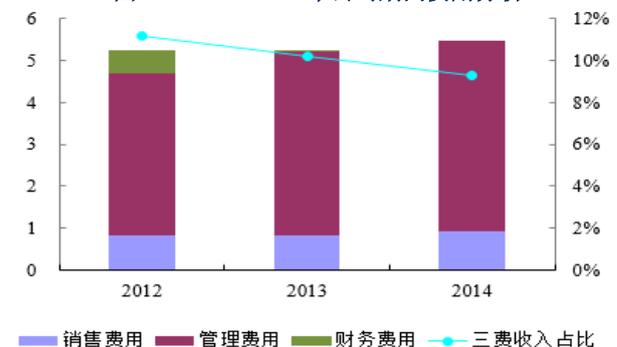
	2012	2013	2014
工资薪金	25.41	26.44	26.79
住房公积金	3.33	3.49	4.15
劳动保险费	3.59	3.60	3.90
福利费	2.13	2.40	2.48
人工成本小计	34.46	35.93	37.32
折旧费	23.85	20.40	19.43
固定资产维修费	6.77	8.89	8.02
固定资产租赁费	1.60	1.51	1.22
无形资产租赁费	0.94	4.78	5.12
固定与无形资产成本小计	33.16	35.58	33.79

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

未来，随着第三跑道的投入使用，公司各业务板块收入都将呈现较快增长，但在第三跑道投入使用初期，毛利率水平将受营运成本、固定资产折旧增加等因素的影响而有所下滑。

期间费用方面，随着收入规模的增长和费用控制的加强，公司三费收入占比逐步下降，2012~2014年分别为11.20%、10.17%和9.27%。公司期间费用主要为管理费用，近年来随着员工工资的上升而有所增长；财务费用方面，由于债务规模处于极低水平，利息支出很少，2013年公司财务费用仅为322万元，2014年公司实现了一定规模的利息净收益。未来随着机场扩建工程的建设，公司债务水平将有所提升，管理费用和财务费用都将有所增加。

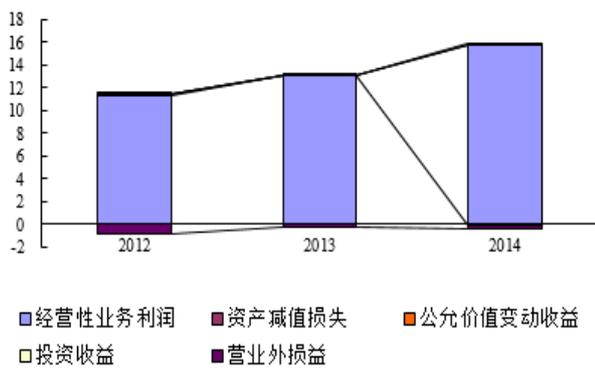
图7：2012~2014年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2012~2014年公司取得利润总额分别为10.67亿元、12.89亿元和15.50亿元，其中经营性业务利润分别为11.48亿元、13.15亿元和15.76亿元，保持了较为稳定的增长。

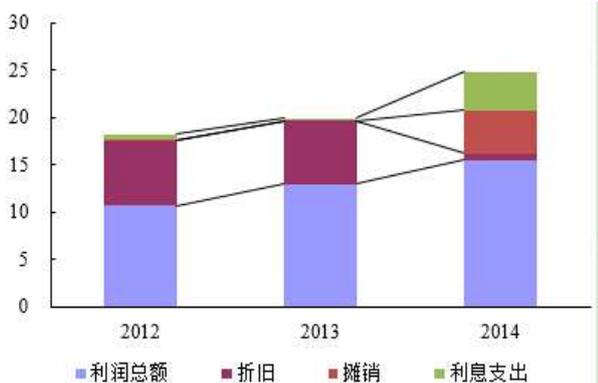
图 8: 2012~2014 年公司利润总额构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 从 EBITDA 构成来看, 折旧和利润总额是公司 EBITDA 的主要来源。2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 18.21 亿元、19.86 亿元和 22.23 亿元, 年均复合增长率为 10.49%。

图 9: 2012~2014 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司营业收入持续增长, 成本费用控制较好, 盈利能力很强。未来随着第三跑道的投入使用以及客、货运输量的进一步增长, 公司营业收入仍将保持上升趋势, 但受成本、费用大幅上升的影响, 公司营业毛利率将会有所下滑。

偿债能力

从债务规模来看, 2012-2014 年公司债务水平呈现逐年下降趋势, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司总债务为 0.23 亿元, 处于极低水平。

从偿债能力指标来看, 由于债务规模极小, 公司近年利息支出规模相应极小, 总债务/EBITDA 和经营净现金流/总债务指标均处于极好水平。2014 年公司总债务/EBITDA 和经营活动净现金/总债务分别为 0.01 倍和 78.61 倍, 总债务/EBITDA、经营活动净现金/总债务分别为 1.58、0.44 倍。未来随着机场扩建工程建设的推进, 公司的债务规模将逐步

增长, 偿债能力将有所弱化, 但鉴于公司良好的盈利水平及现金获取能力, 其债务本息偿付保障程度将依然较好。

表 13: 2012~2014 年公司部分偿债能力指标

项目	2012	2013	2014
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
总债务(亿元)	8.96	0.24	0.23
EBITDA(亿元)	18.21	19.86	22.23
资产负债率(%)	26.34	19.33	20.02
长期资本化率(%)	0.00	0.00	0.00
总资本化率(%)	10.71	0.29	0.26
总债务/EBITDA(X)	0.49	0.01	0.01
EBITDA 利息倍数(X)	29.24	95.12	-
经营活动净现金/总债务(X)	2.00	83.30	78.61
经营活动净现金/利息支出(X)	28.85	94.14	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理。

或有负债方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司无对外担保。

银行授信方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司已获得的银行授信额度合计为 304.50 亿元, 其中未使用授信额度 304.50 亿元。

综合而言, 公司业务运营良好, 资本结构稳健, 盈利及现金流均能对债务本息的偿付提供良好保障, 整体偿债能力极强。

结论

综上, 中诚信证评评定广州白云国际机场股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“广州白云国际机场股份有限公司 2015 年可转换公司债券”信用等级为 **AAA**。

关于广州白云国际机场股份有限公司 2015年可转换公司债券的跟踪评级安排

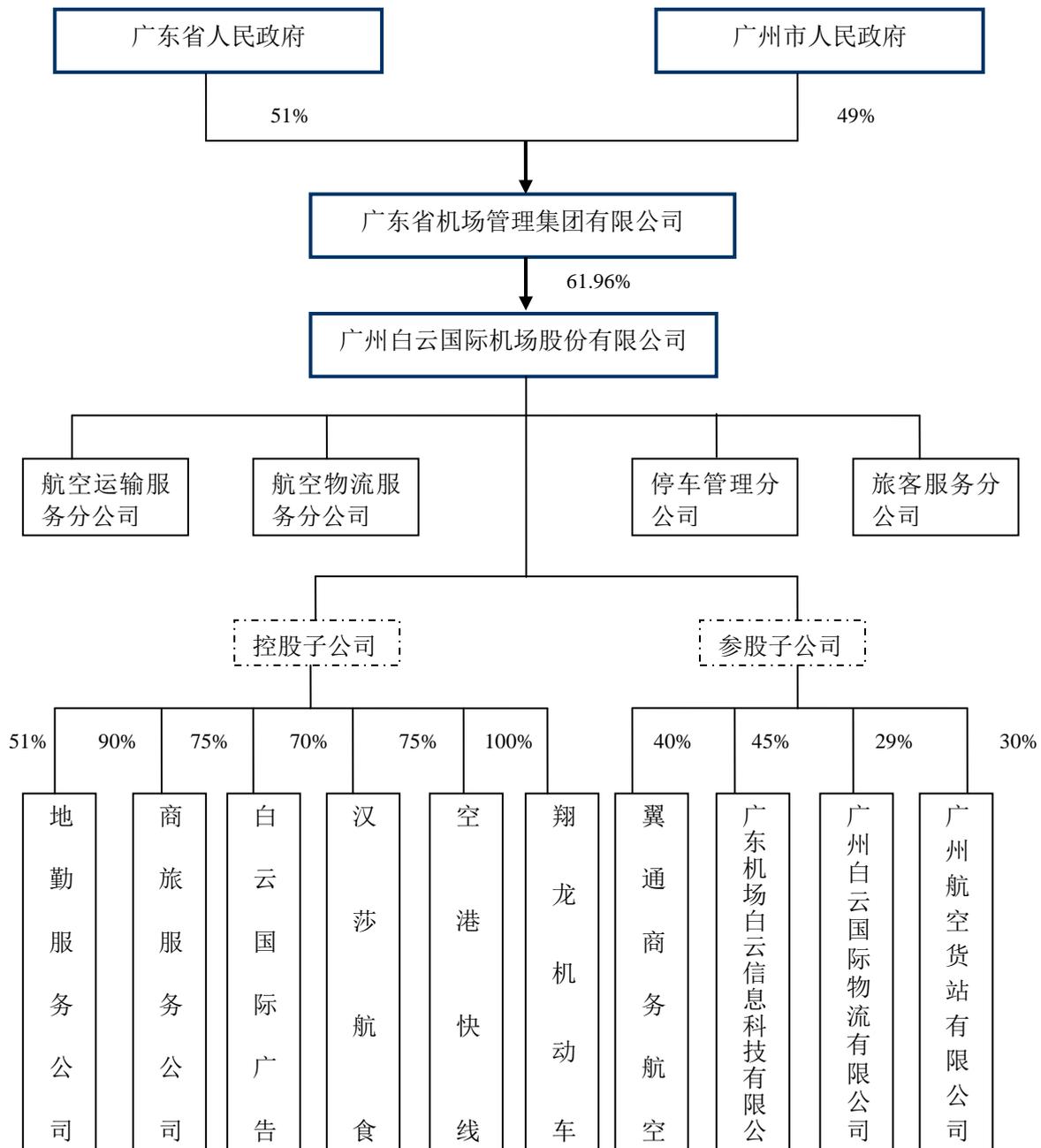
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

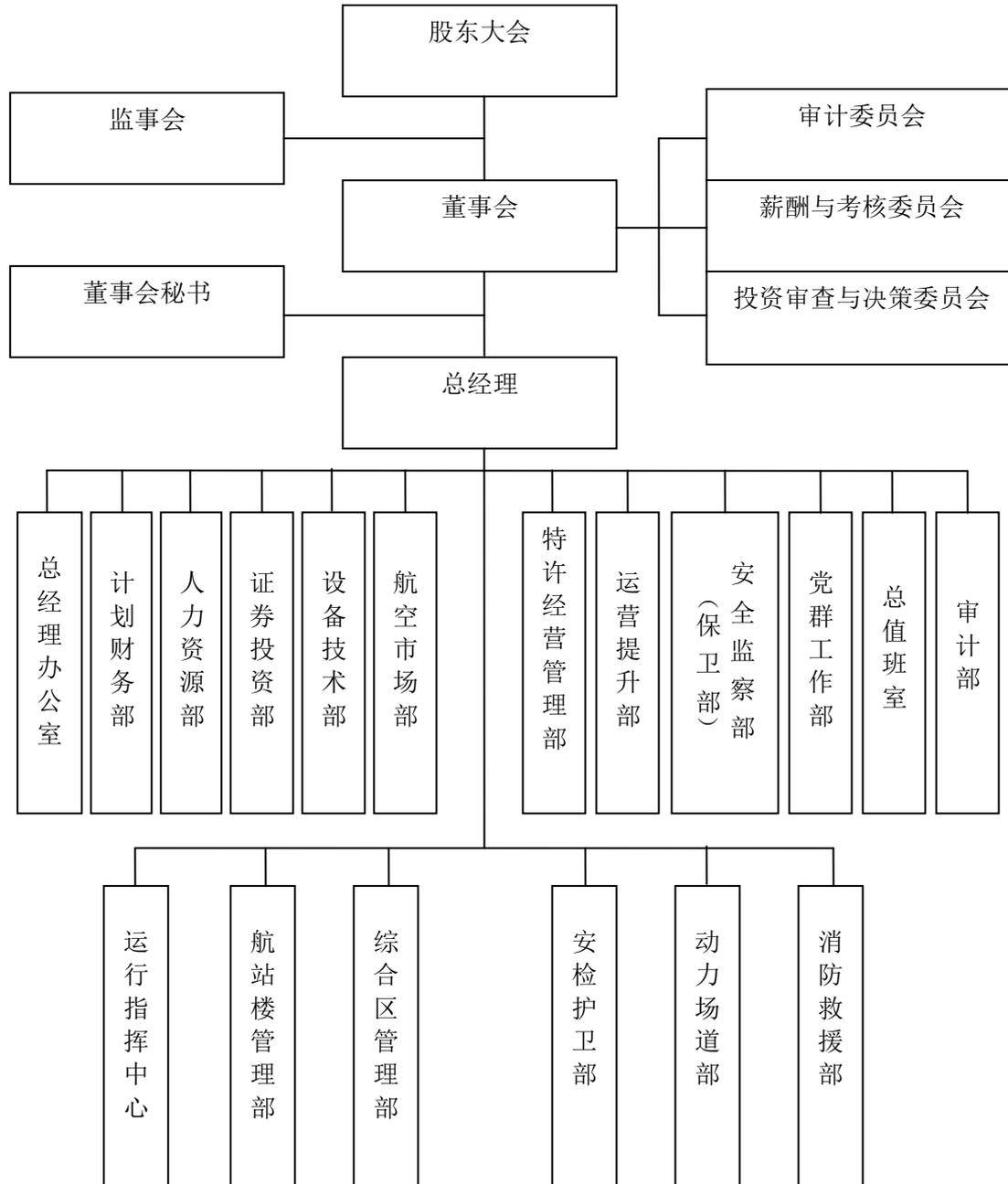
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

附一：广州白云国际机场股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：广州白云国际机场股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：广州白云国际机场股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	116,369.20	174,012.93	313,273.94
应收账款净额	62,728.78	57,831.48	65,773.44
存货净额	5,468.63	5,272.87	6,486.28
流动资产	196,368.68	247,528.40	401,058.56
长期投资	20,560.00	20,315.11	30,092.45
固定资产合计	782,818.84	715,758.31	653,400.88
总资产	1,014,429.72	994,973.97	1,107,389.78
短期债务	89,610.00	2,360.00	2,320.00
长期债务	0.00	0.00	0.00
总债务(短期债务+长期债务)	89,610.00	2,360.00	2,320.00
总负债	267,160.54	192,335.46	221,731.01
所有者权益(含少数股东权益)	747,269.18	802,638.51	885,658.76
营业总收入	467,331.54	514,131.34	552,767.86
三费前利润	165,401.45	183,226.90	208,834.78
投资收益	585.20	204.89	969.99
净利润	79,111.31	95,054.40	115,685.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	182,094.48	198,641.58	248,097.56
经营活动产生现金净流量	179,665.97	196,596.89	182,379.94
投资活动产生现金净流量	-28,316.69	-9,406.75	-7,583.15
筹资活动产生现金净流量	-120,253.83	-131,403.42	-39,645.34
现金及现金等价物净增加额	31,088.41	55,793.99	135,171.13
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	38.95	36.57	38.62
所有者权益收益率(%)	10.59	11.84	13.06
EBITDA/营业总收入(%)	38.96	38.64	44.88
速动比率(X)	0.78	1.40	1.96
经营活动净现金/总债务(X)	2.00	83.30	78.61
经营活动净现金/短期债务(X)	2.00	83.30	78.61
经营活动净现金/利息支出(X)	28.85	94.14	-
EBITDA 利息倍数(X)	29.24	95.12	-
总债务/EBITDA(X)	0.49	0.01	0.01
资产负债率(%)	26.34	19.33	20.02
总债务/总资本(%)	10.71	0.29	0.26
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。