



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪285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公司已发行的“广州白云国际机场股份有限公司2015年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月二十四日

广州白云国际机场股份有限公司 2015 年可转换公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	广州白云国际机场股份有限公司		
发行年限	5 年期		
发行规模	人民币 35 亿元		
存续期限	2016/2/26~2021/2/25		
转股起止日期	2016/9/5~2021/2/25		
上次评级时间	2015/4/22		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

白云机场	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	80.26	88.57	97.73	104.91
总资产（亿元）	99.50	110.74	123.25	161.36
总负债（亿元）	19.23	22.17	25.52	56.45
总债务（亿元）	0.24	0.23	0.12	30.78
营业收入（亿元）	51.41	55.28	56.20	14.43
营业毛利率（%）	36.57	38.62	40.10	39.84
EBITDA（亿元）	19.86	21.87	22.68	-
所有者权益收益率（%）	11.84	13.06	13.25	13.17
资产负债率（%）	19.33	20.02	20.71	34.98
总债务/EBITDA（X）	0.01	0.01	0.01	-
EBITDA 利息倍数（X）	95.12	-	-	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司2016年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA指标经年化处理。

分析师

米玉元 yymi@ccxr.com.cn

李立业 lyli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 24 日

基本观点

2015 年，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”）运营情况良好，公司通过加强国际业务的拓展，进一步优化业务结构，枢纽辐射能力增强；同时通过国际流程改造，挖掘资源设施保障潜力，持续提高服务保障能力，营业收入和盈利能力均有所提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）亦关注到短期内受设施服务能力瓶颈限制，白云机场吞吐量增速放缓或下滑；同时二期扩建工程使得公司面临一定的资本支出压力。

综上，中诚信证评维持发行主体白云机场主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“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**。

正 面

- 政府的有力支持。中央及省市三级政府将发展白云机场作为促进我国珠三角地区经济发展和航运业发展的重要战略之一，政策支持白云机场国际航空枢纽战略的实现。广东省“十三五”规划纲要和广州市“十三五”规划均提出要强化白云机场国际空港主枢纽功能。
- 持续增强的腹地经济为公司发展提供了有力支撑。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一，2015 年珠三角地区和广州市的经济增速分别为 8.6% 和 8.4%，持续增强的腹地经济为公司发展提供了有力支撑。
- 突出的行业地位。白云机场是全国国际航空枢纽机场之一，国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场。截至 2015 年末，白云机场具有通航点 198 个，其中国内 125 个、国际及地区 73 个；当年旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降量分别为 5520.86 万人次、153.78 万吨和 40.96 万架次，在国内民航机场吞吐量排名中均居于第 3 位。

- 主要客户实力雄厚，合作关系稳固。截至 2015 年底，入驻运营的国内外航空公司共 70 家，其中国际航空公司 35 家。白云机场是南方航空的基地机场，同时中国国航、深圳航空、东方航空、海南航空和九元航空均已实行基地化运作，且白云机场与 FedEx、顺丰等国内外物流公司签署长期合作协议，稳固的优质客户有助于其后期业务的发展。

关 注

- 短期内受设施服务能力瓶颈限制，吞吐量增速放缓或下滑。公司 T1 航站楼等服务设施已达到饱和，受此制约，2015 年白云机场旅客吞吐量和货邮吞吐量同比增幅分别为 0.8% 和 5.8%，增速分别下滑 3.6 个百分点和 5.2 个百分点；飞机起降量较 2014 年下滑 0.6%。
- 资本性支出压力。公司二期扩建工程中 T2 航站楼等仍处于在建阶段，截至 2016 年 3 月底，二期扩建工程累计已投资约 75 亿元，后期尚需投资约 95 亿元，短期内公司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。

本次债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2016】54号”文核准，公司于2016年2月26日公开发行了3,500万张可转换公司债券，每张面值100元，发行总额350,000万元。截至2016年3月3日，公司发行可转换债券共募集资金人民币35亿元，扣除承销费、保荐费及其他发行费用0.45亿元，净筹得资金人民币34.55亿元。

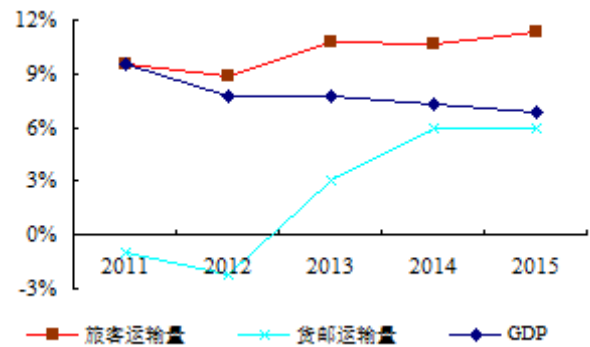
公司按照募集说明书中列明的募集资金使用计划使用募集资金。截至2016年3月31日，公司将16.06亿元募集资金置换前期已投入募投项目的自筹资金，其余募集资金均用于募投项目建设。

基本分析

2015年，尽管国内外经济增长趋缓，但在消费结构升级的带动下，我国民航运输市场仍保持着较高的增长速度，机场行业运行相对平稳

机场业属于周期性行业，其增长趋势与宏观经济发展具有一定相关性。随着国内外经济的增长，自2013年以来，我国民航运输业呈复苏态势。2015年，尽管国内外经济增长趋缓，但我国民航运输业仍保持着较高的增长速度，全年全国民航完成旅客运输量4.4亿人次，旅客周转量7270.7亿人公里，比上年分别增长11.1%和14.8%。其中，国内航线、港澳台航线、国际航线分别完成旅客运输量3.9亿人次、1,019.1万人次和4,205.0万人次，比上年分别增长9.2%、1.4%和33.3%，完成货邮运输量625.3万吨，货邮周转量207.3亿吨公里，比上年分别增长5.2%和10.4%。

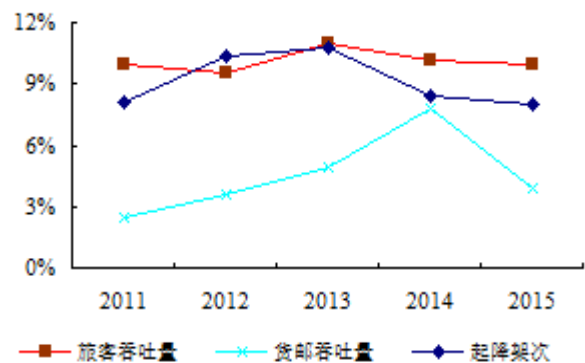
图 1：2011~2015 年民航运输业主要指标及 GDP 增速



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。2015年我国机场主要运营指标保持平稳增长，具体从三大指标来看，2015年中国机场飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别为856.6万架次、91,477.3万人次和1,409.4万吨，分别同比增长8.0%、10.0%和3.9%。其中，国际航线飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别为69.3万架次、8,581.8万人次和491.4万吨，同比分别增长18.9%、21.1%和4.4%。

图 2：2011~2015 年民航运输机场主要指标



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

总体来看，受益于中国民航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。

珠三角地区拥有我国最大的航空市场，随着区域经济的稳步增长，区域内航空运输市场仍具有较大的发展空间，但随着主要机场扩建项目的进行，未来区域内机场竞争将加剧

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，GDP 水平多年处于全国领先地位。2015 年珠三角地区生产总值达到 62,267.47 亿元，同比增长 8.6%；实现地方一般公共预算收入 6,391.16 亿元，同比增长 14.3%。从广州市来看，2015 年广州市地区生产总值达到 18,100.41 亿元，按可比价格计算同比增长 8.4%；实现地方一般公共预算收入 1,349.09 亿元，同比增长 8.5%。总的来看，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。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而保持了稳步

增长。

区域竞争方面，目前珠三角区域内主要有广州、深圳、香港、澳门和珠海等五个民用机场，由于澳门和珠海机场业务规模相对较小，区域内机场的竞争主要是香港、广州、深圳三个机场在部分交叉业务上的竞争。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。

表 1：2015 年香港、白云和深圳机场业务量及排名情况

机场	排名	旅客吞吐量（万人）	排名	货邮吞吐量（万吨）	排名	起降架次（万次）
广州/白云	3	5,520	3	154	3	41.0
深圳/宝安	5	3,972	4	101	4	30.6
香港/赤鱗角	-	6,850	-	438	-	40.6

资料来源：中国民用航空局，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。中长期来看，随着区域内机场建设的加强，各机场的市场竞争将加剧。

随着我国高速铁路网络的快速发展，航空公司在中短途运输市场面临的分流压力明显

据《中长期铁路网规划（2008 年调整）》，我国将于 2020 年建设完成客运专线 1.6 万公里以上，建成包括京沪高速铁路在内的“四纵四横”快速客运通道以及覆盖环渤海、长三角、珠三角和川渝地区的四个城际快速客运系统。高速铁路客运网将连接所有省会及 50 万人口以上的大城市，覆盖全国 90% 以上人口，大大缩短城市间时空距离。

届时，北京、上海、郑州、武汉、广州、西安和成都等中心城市，与邻近省会城市将形成一至两小时交通圈、与周边城市形成半小时至一小时交通圈。高铁线路将覆盖经济发达、人口密集的三大区域——环渤海地区、长江三角洲地区、珠江三角洲地区内的主要城镇。而这也是我国民航航线最集中、运量最大、黄金航线最多、航空公司之间竞争最激烈的区域。据统计，高铁网络可以涵盖我国民

航 45%的航线和 65%的客运市场。目前高铁的优势运输距离为 200-1,000km。根据中国民用航空局的分析,高速铁路的发展可能导致我国民航客运量降低 14.3%-16.9%,周转量降低 6.5%-8.2%。随着我国高速铁路网络的快速发展,航空公司在中短途运输市场面临的分流压力将凸显。

综合所述,我国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,机场行业发展前景良好。但中诚信证评亦将关注高速铁路网络的发展对航空公司在中短途运输市场造成的分流压力。

业务运营

白云机场为国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场,系我国内地三大门户复合型枢纽机场之一。中央及省市三级政府一直将发展白云机场作为促进我国珠三角地区经济发展和航运业发展的重要战略之一,政策支持白云机场国际航空枢纽战略的实现。国务院办公厅发布的《国务院关于促进民航业发展的若干意见》,中国民航局制定的《全国民用机场布局规划》,都提出强化白云机场作为大型复合型国际枢纽机场的地位;广东省“十三五”规划纲要中提出要制定实施民用机场发展规划,发挥广州白云机场国际航空枢纽作用;广州市“十三五”规划建议强化白云机场国际空港主枢纽功能,立足建设国际航空枢纽,大力发展临空经济,努力建设广州国家航空经济示范区。

公司主要从事以航空器、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等航空服务业务,和货邮代理服务、航站楼内商业场地租赁服务、特许经营服务、地面运输服务和广告服务等航空性延伸服务业务。2015 年公司实现营业收入 56.20 亿元,同比增长 1.67%。从业务结构看,当年公司航空服务和航空性延伸服务收入分别为 30.93 亿元和 25.27 亿元,同比分别增长 2.69%和 0.44%,占营业收入的比重分别为 55.04%和 44.96%。从公司航空性延伸服务业务占比来看,近三年一直稳定在 45%左右,与国际主要枢纽机场约 60%的占比相比仍较低,公司业务结构仍有待进一步优化。

表 2: 2013~2015 年公司收入结构情况

单位: 亿元、%

业务	2013		2014		2015	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
航空服务	27.91	54.29	30.12	54.49	30.93	55.04
航空性延伸服务	23.50	45.71	25.16	45.51	25.27	44.96
合计	51.41	100.00	55.28	100.00	56.20	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从客户构成来看,截至 2015 年底,白云机场入驻运营的国内外航空公司共 70 家,其中国际航空公司 35 家,包括美国联邦快递航空、德国汉莎航空、全日空航空、日本航空、印尼鹰航、亚洲航空、土耳其航空等。白云机场是南方航空的基地机场,同时中国国航、深圳航空、东方航空、海南航空和九元航空均已实行基地化运作;同时,白云机场与 FedEx、顺丰等国内外物流公司签署长期合作协议。总的来看,稳固的优质客户有助于其后期业务的发展。

面对资源设施的严重瓶颈, 公司加强国际业务的拓展, 进一步优化业务结构, 枢纽辐射能力增强; 同时公司通过国际流程改造, 挖掘资源设施保障潜力, 持续提高服务保障能力

截至 2015 年末,公司共有 1 个航站楼(T1 航站楼)、3 条跑道(2 条 3800*60 米的 4F 级跑道,其中 1 条于 2015 年 2 月投入使用,系 T2 航站楼配套跑道;1 条 3600*45 米的 4E 跑道)及 176 个停机位(不包括组合机位和临时机位),设计旅客吞吐能力为 3500 万人次/年。随着客货运输量的持续增长,公司 T1 航站楼等服务设施已达到饱和。为满足日益扩大的市场需求,公司启动了 T2 航站楼和第三跑道在内的二期扩建工程建设。其中第三跑道于 2012 年开工建设,于 2015 年 2 月 5 日正式投入运营;T2 航站楼于 2013 年开始建设,预计于 2018 年 2 月投入使用。T2 航站楼设计旅客吞吐量为 4500 万人次/年,投入使用后白云机场吞吐能力将大幅提升,从而为航空服务业务和航空性延伸服务业务带来较大的发展空间。

2015 年,由于白云机场 T1 航站楼等服务设施已达到饱和,同时 T2 航站楼正处于建设的高峰期,

扩建工程和各项改造工程的同时开展，运行保障资源严重紧缺。面对生产资源设施的瓶颈，公司加强国际业务的拓展，进一步优化业务结构；同时通过国际流程改造，挖掘资源设施保障潜力，持续提高服务保障能力。根据民航局的要求及安排，2015年12月30日，白云机场对九组航班时刻对组合的使用权进行公开拍卖，在国内启动航班时刻资源市场配置改革试点，每周新增196个时刻资源。同时，公司进一步推广24小时过境旅客免查验政策和72小时过境免签政策，有效提升了国际中转便利性。2015年，中转旅客总量达到了585.4万人次，增长27.7%，占旅客总量首次突破10%，其中国际中转量更是占到了中转总量的84.4%。截至2015年底，白云机场新增国际及地区航线17条，国际及地区旅客吞吐量突破1,000万人次，占旅客总量首次突破20%，国际业务水平持续提升。

表 3：2015 年业务量区域构成情况

单位：万架次、万人次、万吨

业务	运输起降架次	旅客吞吐量	货邮吞吐量
国内航线	32.47	4,463.19	72.58
国际航线	8.26	1,057.00	81.20
合计	40.73	5,520.19	153.78

备注：以上数据不包含其他形式的飞行数据
资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

为提供舒适便捷的航空地面服务，公司积极在周边城市设立异地城市候机楼，2015年新增番禺城市候机楼、阳江城市候机楼和东莞南城城市候机楼。通过“空地联运”、“空铁联运”等方式，公司进

一步完善地面交通网络，方便周边城市的旅客乘机。同时，通过开展服务专项提升、窗口形象综合整治、航班正常性管理等工作，白云机场服务水平不断提升。在国际机场协会（ACI）2015年度机场服务质量（ASQ）旅客满意度项目评测结果中，白云机场荣获“亚太区最佳机场第三名”、“年旅客吞吐量4,000万级以上最佳机场第三名”两个奖项，这是白云机场首次进入亚太区最佳机场第三名的序列。

航线方面，2015年公司新增暹罗航空广州-曼谷、南方航空广州-伦敦-法兰克福、深圳航空广州-曼谷、全日空航空广州-羽田、日本航空广州-羽田、沙欣航空广州-拉合尔、印尼鹰航广州-巴厘岛、春秋航空广州-曼谷等17条航线。截至2015年末，白云机场通航点198个，其中国内125个，国际及地区73个。2016年一季度，公司继续新增亚洲航空广州-兰卡威、皇家约旦航空广州-曼谷-安曼和首都航空广州-芽庄3条航线，截至2016年一季度末，白云机场通航点184个，其中国内通航点113个，国际及地区71个。

从业务量排名来看，白云机场吞吐量具有较为明显的优势，2015年其旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次分别为5520.86万人次、153.78万吨和40.96万架次，在全国定期航班通航的206个机场中均排名第3，仅次于上海浦东机场和北京首都机场，大幅领先于排名第4的成都双流机场，行业地位突出。

表 4：2015 年我国前十大机场业务量情况

单位：万人、万吨、万次、%

机场	旅客吞吐量	同比增长	货邮吞吐量	同比增长	起降架次	同比增长
北京/首都	8,993.90	4.4	188.94	2.2	59.02	1.4
上海/浦东	6,009.81	16.3	327.52	2.9	44.92	11.7
广州/白云	5,520.86	0.8	153.78	5.8	40.96	-0.6
成都/双流	4,223.95	12.1	55.66	2.1	29.36	8.7
深圳/宝安	3,972.16	9.5	101.37	5.2	30.55	6.7
上海/虹桥	3,909.09	2.9	43.36	0.3	25.66	1.3
昆明/长水	3,752.31	16.4	35.54	12.2	30.04	11.0
西安/咸阳	3,297.02	12.7	21.16	13.5	26.71	8.6
重庆/江北	3,240.22	10.7	31.88	5.4	25.54	7.3
杭州/萧山	2,835.44	11.1	42.49	6.6	23.21	8.8
合计	45,754.09	8.7	1,001.70	4.0	335.98	5.9

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

但中诚信证评注意到，高速铁路网络的快速发展对航空公司在中短途运输市场造成分流，同时航班正常率下降、大中型机场保障能力不足、空域资源紧张等问题仍然制约民航业的发展，在一定程度上限制了民用机场行业的快速发展。

在旅客增量持续下滑，航空性延伸服务业务遭受一定影响的情况下，公司通过航空服务业务结构调整、发展物流业务等措施，确保航空性延伸服务业务规模的稳定

航空性延伸服务业务是由本公司依托航空服务业务提供的其他服务。依托于航空服务业务形成的旅客与货邮吞吐量规模优势，以及航站楼周边产业规模逐步扩大优势，公司大力发展航空性延伸服务业务。针对不同的航空性延伸服务业务，公司采取分类经营。其中，货邮代理业务、地面运输业务、广告业务等，公司实施自主运营模式，以保证利润逐步增加；航站楼商业业务以授权或出租经营场所的经营模式为主，面向社会公开招商，收取租金。

随着 T1 航站楼等服务设施逐步达到饱和，近年公司旅客吞吐量增幅持续下滑，对航空性延伸服务业务造成一定冲击。但公司通过推广 24 小时过境旅客免查验政策和 72 小时过境免签政策，提升国际中转便利性，国际及地区旅客吞吐量大幅提升，航空服务业务结构优化；同时，公司大力发展物流业务。受此影响，2015 年公司航空性延伸服务业务实现营业收入 25.27 亿元，同比增长 0.44%，占营业收入的比重为 44.96%，同比基本保持稳定。

白云机场二期扩建工程有序推进，为公司后期业务扩张奠定了基础，但短期内面临一定的资本性支出压力

为满足日益扩大的市场需求，公司于 2012 年启动二期扩建工程建设。二期扩建工程包括机场、空管、供油工程 3 部分。机场工程建设项目包括建设第三条跑道及滑行系统，T2 航站楼主楼及指廊和连接楼，100 个停机位的站坪。扩建工程设计目标年为 2020 年，届时白云机场旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降量将分别达到 8,000 万人次/年、250 万吨/年和 62 万架次/年，吞吐能力将大幅提升。

第三跑道于 2012 年开工建设，于 2015 年 2 月

5 日正式投入运营。T2 航站楼于 2013 年开始建设，截至 2016 年 3 月底，T2 航站楼综合管廊工程等部门工程已完成；T2 航站楼上部土建工程接近完成；出港高架桥工程、幕墙工程、屋面工、交通中心土建工程、站坪工程等工程正在施工建设，预计 T2 航站楼将于 2018 年 2 月投入使用。

根据广东省发展改革委《关于转发〈国家发展改革委办公厅关于变更广州白云国际机场扩建工程机场工程项目法人的批复〉的函》（粤发改交通函【2015】12 号），公司获准成为广州白云国际机场扩建工程机场工程的项目法人。2015 年 4 月 21 日，公司 2014 年度股东大会审议通过了《关于实施广州白云国际机场扩建工程机场工程的议案》，同意公司履行机场工程项目法人的职责，负责机场工程的投资与建设。截至 2016 年 3 月底，二期扩建工程累计已投资约 75 亿元，后期尚需投资约 95 亿元，短期内公司面临一定的资本支出压力。

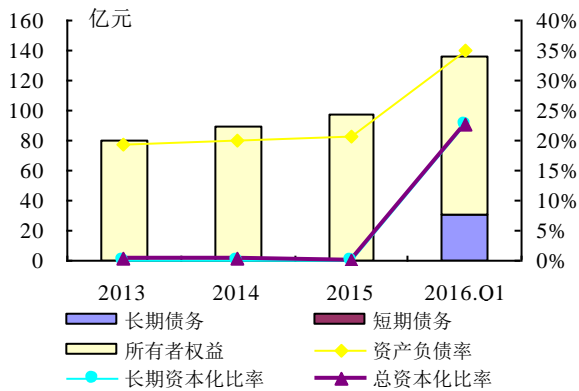
财务分析

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）审计，并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度审计报告，以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

随着二期扩建工程累计资金投入的增加，公司资产和负债规模持续增长，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产和负债总额分别为 123.26 亿元和 25.52 亿元，同比分别增长 11.30% 和 15.10%。受负债规模增长较快影响，公司杠杆比率有所上升，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 20.71% 和 0.12%。2016 年一季度，随着可转换公司债券的成功发行，公司资产规模、负债规模及负债水平均大幅上升，截至 2016 年 3 月 31 日，公司总资产和负债总额分别为 161.36 亿元和 56.45 亿元，资产负债率和总资本化比率分别上升至 34.98% 和 22.68%。

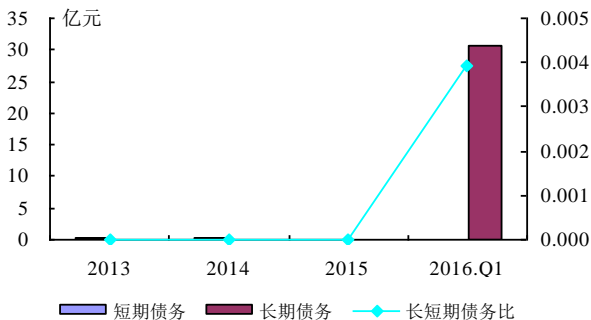
图 3：2013~2016.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务构成情况来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务为 0.12 亿元，均为短期债务。2016 年一季度，公司成功发行可转换公司债券，使得总债务规模上升，截至 2016 年 3 月 31 日，公司总债务规模为 30.78 亿元，其中短期债务 0.12 亿元，长期债务规模 30.66 亿元，债务期限结构合理。

图 4：2013~2016.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着二期扩建工程累计资金投入的增加及可转换公司债券的发行，公司资产和负债规模稳步增长，但负债水平仍较低，债务期限结构合理。

盈利能力

T1 航站楼等服务设施逐步达到饱和，制约航空服务业务的扩张，同时对航空性延伸服务业务造成一定冲击。受此影响，2015 年公司实现营业收入 56.20 亿元，同比增长 1.67%。2016 年一季度，公司累计实现营业收入 14.43 亿元，同比增长 3.82%。

营业毛利率方面，公司加强国际业务的拓展，进一步优化航空服务业业务结构；同时，大力发展盈利能力较强的物流业务，2015 年公司营业毛利率

上升至 40.10%，同比上升 1.48 个百分点。2016 年一季度，公司营业毛利率为 39.84%。

从期间费用来看，公司期间费用以销售费用和管理费用为主，其中管理费用发生额相对较稳定，销售费用则随着工资薪金、住房公积金的增加而小幅增长。2015 年公司期间费用发生额合计 5.11 亿元，三费收入占比为 9.09%，同比下降 0.18 个百分点。2016 年一季度，公司共计发生期间费用 1.01 亿元，占营业总收入的比例为 6.98%。

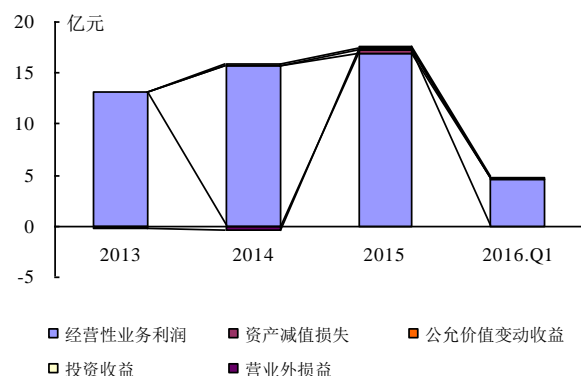
表 5：2013~2016.Q1 公司三费分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	0.83	0.93	1.03	0.20
管理费用	4.36	4.56	4.56	0.89
财务费用	0.03	-0.36	-0.48	-0.09
三费合计	5.23	5.13	5.11	1.01
营业总收入	51.41	55.28	56.20	14.43
三费收入占比	10.17%	9.27%	9.09%	6.98%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2015 年随着航空服务业结构进一步优化，公司盈利能力有所增强，公司当年经营性业务利润同比上升 7.69% 至 16.97 亿元。整体来看，2015 年全年公司实现利润总额 17.52 亿元，同比上升 13.08%。2016 年一季度，公司实现利润总额 4.62 亿元。

图 5：2013~2016.Q1 公司利润总额构成



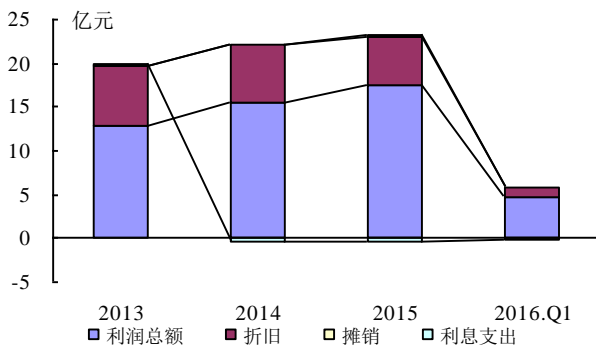
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，受制于 T1 航站楼等服务设施服务能力的饱和，公司业务规模增幅有限，但通过业务结构调整，盈利能力有所增强。

偿债能力

获取能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成。由于利润总额规模一直较大，折旧对 EBITDA 规模的影响相对较小。2015 年，随着业务结构的调整，公司盈利能力增强，利润总额上升，当期公司 EBITDA 上升至 22.68 亿元，近三年获现能力逐年提升。

图 6：2013~2016.Q1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 规模上升，总债务/EBITDA 为 0.01 倍，EBITDA 对债务的保障能力极强。2015 年，由于支付给职工以及为职工支付的现金规模增长 12.68% 至 19.19 亿元，当年公司经营活动净现金同比减少 4.64%，为 17.39 亿元，当年公司经营活动净现金/总债务为 144.93 倍。

表 6：2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	0.24	0.23	0.12	30.78
长期债务 (亿元)	0	0	0	30.66
短期债务 (亿元)	0.24	0.23	0.12	0.12
EBITDA (亿元)	19.86	21.87	22.68	5.75
EBITDA 利息倍数 (X)	95.12	-	-	-
总债务/EBITDA (X)	0.01	0.01	0.01	1.34
经营活动净现金/利息支出 (X)	94.14	-	-	-
经营活动净现金/总债务 (X)	83.30	78.61	144.93	0.12
资产负债率 (%)	19.33	20.02	20.71	34.98
总资本化比率 (%)	0.29	0.26	0.12	22.68

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年末，公司无对外担保及未决诉讼。

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司获得银行综合授信额度 411 亿元，其中未使用授

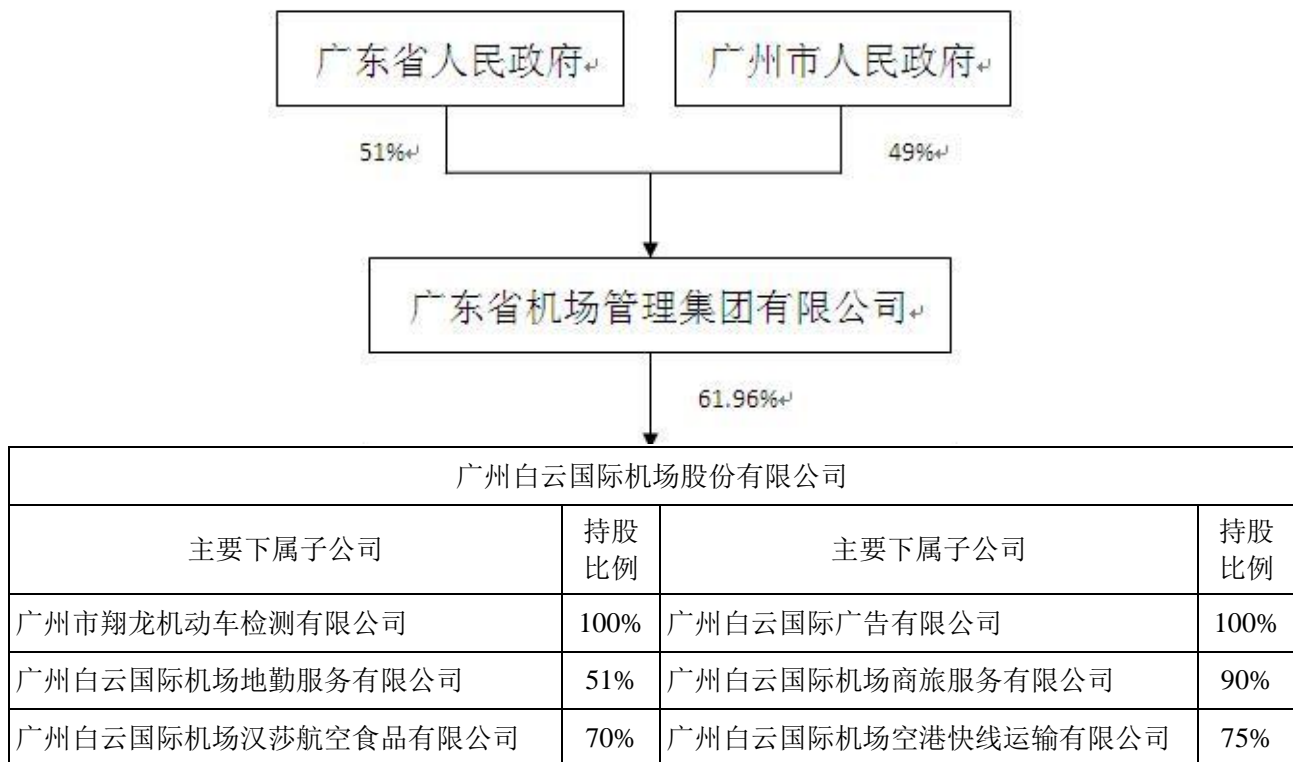
信额度 411 亿元。同时，公司系上市公司，可有效利用资本市场获得资金支持。整体来看，公司备用流动性丰富，具备的财务弹性较强。

总体看，公司财务杠杆比率较低，债务期限结构合理，同时盈利能力提升，加之现金获取能力较强，经营性现金流表现良好，能够对债务本息的偿还提供充分的保障，公司仍具有极强的偿债能力。

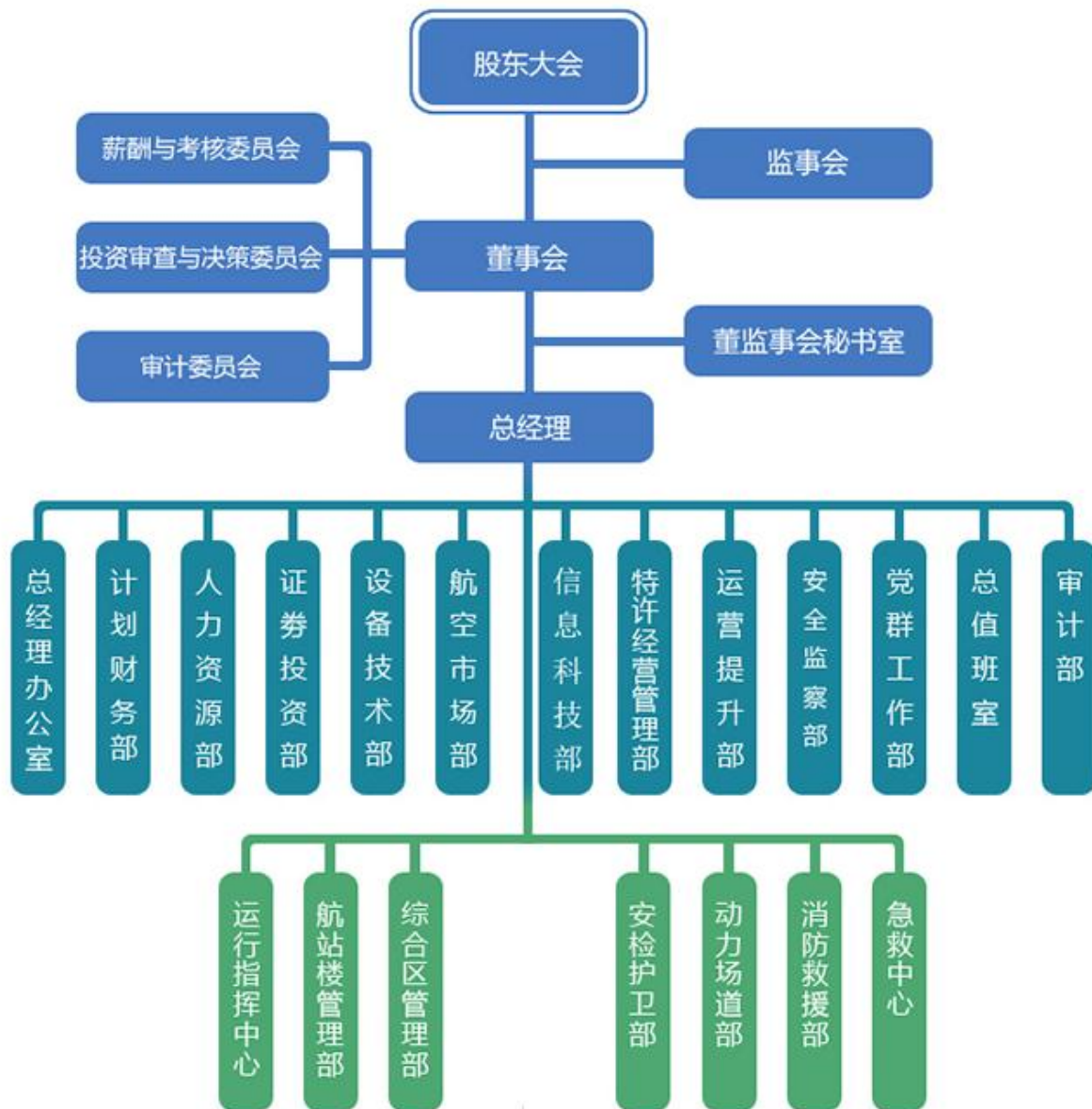
结论

综上，中诚信证评维持广州白云国际机场股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“广州白云国际机场股份有限公司 2015 年可转换公司债券”信用级别为 **AAA**。

附一：广州白云国际机场股份有限公司股权结构图（截至 2015 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 2015 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	174,012.93	313,273.94	133,588.74	272,210.91
应收账款净额	57,831.48	65,773.44	59,168.65	93,788.79
存货净额	5,272.87	6,486.28	7,335.87	7,234.25
流动资产	247,528.40	401,058.56	221,338.09	396,702.82
长期投资	20,315.11	30,092.45	28,328.45	26,325.60
固定资产合计	716,716.84	654,791.96	950,549.22	1,159,206.01
总资产	994,973.97	1,107,389.78	1,232,475.43	1,613,576.96
短期债务	2,360.00	2,320.00	1,200.00	1,200.00
长期债务	0.00	0.00	0.00	306,597.05
总债务	2,360.00	2,320.00	1,200.00	307,797.05
总负债	192,335.46	221,731.01	255,212.02	564,487.25
所有者权益（含少数股东权益）	802,638.51	885,658.76	977,263.41	1,049,089.70
营业总收入	514,131.34	552,767.86	561,973.54	144,269.69
三费前利润	183,226.90	208,834.78	220,789.16	56,405.74
投资收益	204.89	969.99	1,794.53	108.15
净利润	95,054.40	115,685.47	129,456.61	34,532.49
EBITDA	198,641.58	218,732.96	226,770.29	57,539.76
经营活动产生现金净流量	196,596.89	182,379.94	173,911.24	9,007.00
投资活动产生现金净流量	-9,406.75	-7,583.15	-314,719.19	-215,625.11
筹资活动产生现金净流量	-131,403.42	-39,645.34	-34,682.62	345,240.29
现金及现金等价物净增加额	55,793.99	135,171.13	-175,568.34	138,622.17
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	36.57	38.62	40.10	39.84
所有者权益收益率（%）	11.84	13.06	13.25	13.17*
EBITDA/营业总收入（%）	38.64	39.57	40.35	-
速动比率（X）	1.40	1.96	0.90	1.62
经营活动净现金/总债务（X）	83.30	78.61	144.93	0.12*
经营活动净现金/短期债务（X）	83.30	78.61	144.93	30.02*
经营活动净现金/利息支出（X）	94.14	-50.66	-36.43	-
EBITDA 利息倍数（X）	95.12	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	0.01	0.01	0.01	-
资产负债率（%）	19.33	20.02	20.71	34.98
总资本化比率（%）	0.29	0.26	0.12	22.68
长期资本化比率（%）	-	-	-	22.62

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；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。