

2019 年机场行业信用展望

联合信用评级有限公司 工商一部 交运设施组

摘要:

受时刻紧缩政策影响，2018 年前三季度机场行业各项运营指标增速较上年出现小幅下滑。受益于运营指标提升、收费标准的提高，机场发债企业 2017 年及 2018 年半年度营业收入保持增长态势，但新建及改扩建项目投产带来的固定资产折旧及期间费用的增加对利润侵蚀严重，部分发债企业呈亏损状态。总体看，发债企业资产负债率适中，债务水平可控，但其短期偿债能力出现分化，且少数企业已出现信用风险事件。

展望 2019 年，联合评级认为，在人均可支配收入增长、民航运输需求旺盛、收费改革提价等多重因素带动下，机场行业仍面临良好的发展环境，机场行业将继续保持增长态势。发债企业整体信用质量较高，但需关注资金紧张企业所面临的债券集中到期偿付压力。

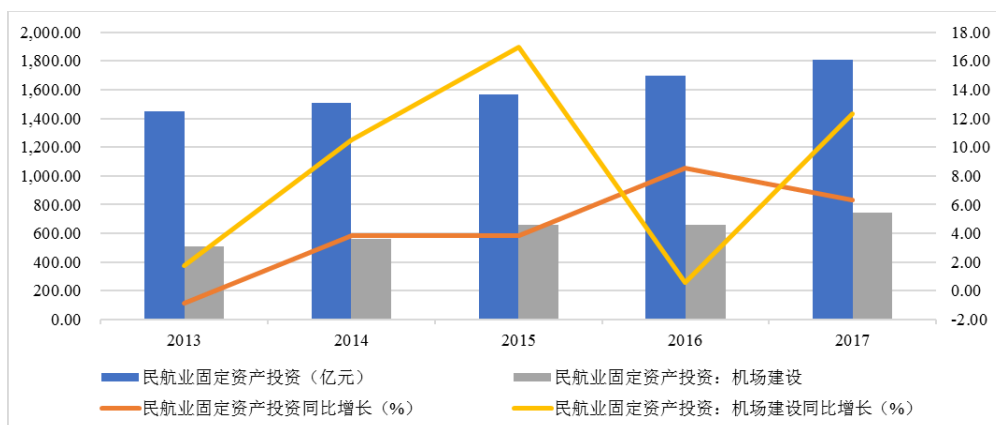
一、2018 年前三季度机场行业运行情况

受益于全国居民人均可支配收入提升、航空运输需求增长以及民航机场收费标准的提高，机场行业面临良好的发展环境，各项运营指标稳定增长。受时刻紧缩政策影响，2018 年前三季度各运营指标增速较上年出现小幅下滑。

(1) 机场系统投资规模逐年增加，机场数量稳定增长，民用机场体系初步建立

2017 年，民航固定资产投资总额 1,806.90 亿元，其中机场系统完成固定资产投资 741.40 亿元，较上年增长 12.33%，增速大幅回升。全年新开工、续建机场项目 260 个，新增跑道 14 条、停机位 556 个、航站楼面积 123.2 万平米，新建成投产机场 11 个，机场总数达到 229 个，机场系统固定资产投资规模的扩大为机场行业的发展提供了良好基础。

图 1 民航及机场系统固定资产投资情况



资料来源：民航行业发展统计公报，联合评级整理。

截至 2017 年末，全国民用航空（颁证）机场 229 个，较 2016 年末增加 11 个。我国初

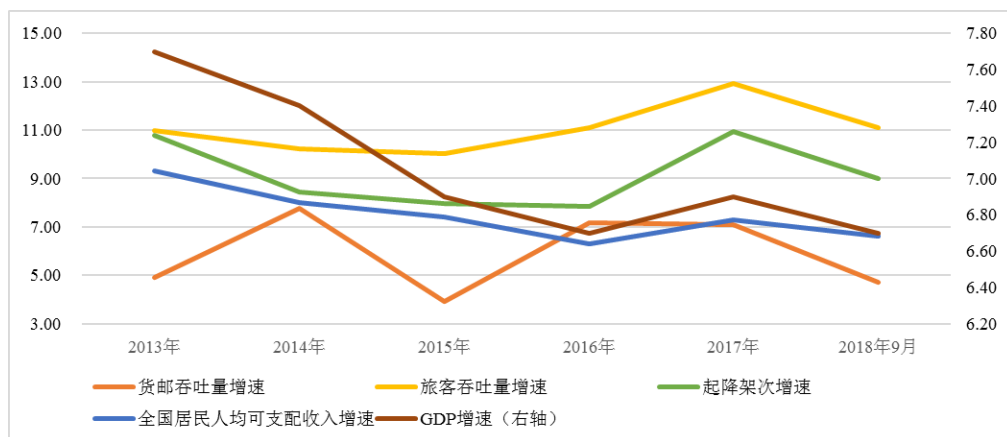
步形成三大门户复合枢纽机场，八大区域性门户枢纽机场及十二个干线机场，枢纽机场地位突显。

2017年2月13日，国家发展改革委员会与中国民航局联合印发《全国民用运输机场布局规划》。《全国民用运输机场布局规划》提出的中国机场规划建设发展目标为：到2020年，运输机场数量达260个左右，北京新机场、成都新机场等一批重大项目将建成投产，枢纽机场设施能力进一步提升，一批支线机场投入使用。到2025年，将建成覆盖广泛、分布合理、功能完善、集约环保的现代化机场体系，形成3大世界级机场群、10个国际枢纽、29个区域枢纽。

(2) 2017年机场行业发展良好，运营指标稳定增长，2018年前三季度运营指标增速出现微幅下滑

机场是重要的交通基础设施，宏观经济发展以及民航运输需求将直接影响机场的客运及货邮吞吐量。2017年，我国经济平稳增长，GDP总量超82万亿，增速升至6.90%，居民人均可支配收入25,974元，扣除价格因素，实际增长7.3%。受益于国内经济的增长和居民收入的提升，中国民航业的需求仍继续保持较快增长，民航运输总周转量、民航旅客运输量、民航货邮运输量分别较上年增长12.5%、13.0%和5.7%。受益于持续旺盛的民航需求，2017年机场旅客吞吐量继续保持高速增长，全年完成11.48亿人次，同比增长12.94%；完成货邮吞吐量1,617.70万吨，同比增长7.1%；完成起降1,024.3万架次，同比增长10.9%。

图2 我国机场运营指标增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

由于近年来航班持续高位运行，空域资源有限，机场保障系统满负荷运转，航班正点率持续下跌，民航局为提升民航航班正点率，于2017年9月发布《民航局关于发布把控运行总量调整航班结构提升航班正点率若干政策措施的通知》（以下简称“《通知》”），计划从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，2018年夏秋航季计划时刻总量增速出现显著下滑。受此影响，2018年前三季度，全国机场旅客吞吐量为9.48亿人次，同比增长11.10%，货邮吞吐量同比增长4.7%，完成起降825.4万架次，同比增长9.0%，各项运营指标增速均较上年全年有所放缓。

(3) 收费标准提高将有利于提升机场企业收入水平及盈利能力，机场行业面临良好的外部环境

2017年1月，民航局下发《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), 赋予了机场企业收费标准调整自主权, 新收费标准自4月1日起实施。新收费标准要点如下: 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。收费标准的提高将有利于提升机场企业收入水平及盈利能力。

二、机场发债企业信用分析

发债企业2018年前三季度运营指标继续保持增长, 但增速出现分化, AA企业运营指标及营收增速明显快于AA+及AAA企业。同时, 全国机场新建及改扩建持续进行, 多家发债企业由于新建、改扩建项目投产, 折旧及期间费用大幅增长对利润侵蚀严重。整体看, 发债企业盈利能力稳中有升, 但短期偿债能力出现分化, 需关注海航系机场企业债券集中兑付压力以及短期偿债能力的下滑。

1. 发债企业样本筛选

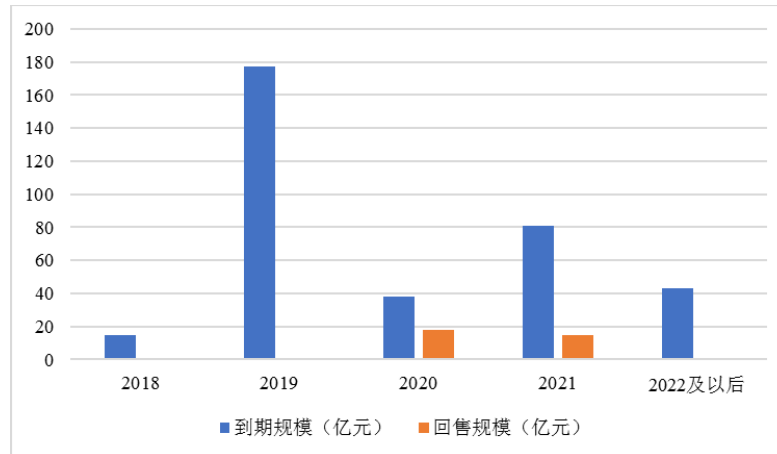
根据证监会行业-CSRC 交通运输、仓储和邮政业-CSRC 航空运输业及申万行业-SW 交通运输-SW 机场行业分类(采用全口径), 截至2018年11月26日机场行业已发债企业共22家, 剔除因债券到期等原因未披露2017年度财务数据企业5家, 联合评级最终选择17家机场发债企业进行分析。此外, 由于4家发债企业未披露2018年前三季度财务数据, 联合评级为保证发债企业财务数据完整性, 财务分析部分将对发债企业2017年、2018年半年度财务数据进行分析。

2. 发债企业信用与债券概况

发债主体信用质量较高, 整体信用水平稳定。机场行业存续债券2019年到期规模较大, 且前五名企业到期规模占比高, 2020年及以后到期及回售期限较分散。

截至2018年11月26日, 机场行业发债企业17家、存续债券44支、债券余额354.44亿元(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至AAA之间, AAA主体占35.29%、AA+主体占41.18%、AA主体占25.53%, 其中2017年6月联合资信和联合评级调升海口美兰国际机场有限责任公司主体信用等级至AA+, 2017年7月中诚信将杭州萧山国际机场有限公司主体信用等级由AA+上调至AAA, 行业内发债主体信用质量较高。机场行业债券发行以银行间债务融资工具为主(合计271.24亿元, 占76.53%), 债券类型以中期票据(合计155.40亿元, 占43.84%)规模最大。

图3 机场行业存续债券到期及回售期限分布



资料来源: Wind, 联合评级整理。

从存续债券到期及回售期限分布看,2019年共有11家发债主体的24只存续债券到期,到期金额合计177.30亿元,占存续债券总额的50.02%,2019年无进入回售期的存续债券。从发行人集中度看,2019年到期债券余额前五名发行人合计到期146.30亿元,占存续债券余额的41.28%,集中度较高。其中,海口美兰国际机场有限责任公司到期5只、到期规模为68.00亿元,厦门翔业集团有限公司到期3只、到期规模为25.00亿元,广州白云国际机场股份有限公司到期3只、到期规模为20.00亿元,瑞港国际机场集团股份有限公司到期3只、到期规模为18.20亿元,三亚凤凰国际机场有限责任公司到期3只、到期规模为15.10亿元。2020年及以后,机场行业存续债券到期及回售规模较小,期限较为分散。

表1 2019年机场行业各发债企业到期债券情况(单位:只、亿元、%)

单位名称	存续债券数量	2019年到期债券数量	2019年到期债券余额	占2019年行业到期债券余额比例
海口美兰国际机场有限责任公司	6	5	68.00	38.35
厦门翔业集团有限公司	8	3	25.00	14.10
广州白云国际机场股份有限公司	3	3	20.00	11.28
瑞港国际机场集团股份有限公司	3	3	18.20	10.27
三亚凤凰国际机场有限责任公司	5	3	15.1	8.52
合计	25	17	146.30	82.52

资料来源: Wind, 联合评级整理。

3. 发债企业运营概况

2018年前三季度受时刻收紧、枢纽机场产能饱和影响,发债企业各项运营指标增速有所放缓,且增速分化明显,AA企业所在地区运营指标增速显著快于AA+及AAA企业。

2017年,除无锡苏南国际机场集团有限公司和温州机场集团有限公司外,发债企业经营机场旅客吞吐量均达到千万级以上,发债企业2017年旅客吞吐量总额、货邮吞吐量总额、起降架次总额较上年分别增长11.33%、6.53%、8.96%,增幅稍弱于机场行业平均水平。

2018年1~9月,受时刻容量收紧、枢纽机场产能饱和和影响,发债企业旅客吞吐量、货邮吞吐量、飞机起降架次同比增幅明显弱于上年增幅。

表 2 发债企业 2017 年及 2018 年 1~9 月运营指标 (单位: 万人次、万吨、万架、%)

发债主体信用等级	企业名称	2017 年									2018 年 1~9 月		
		旅客吞吐量	排名	增速	货邮吞吐量	排名	增速	飞机起降架次	排名	增速	旅客吞吐量增速	货邮吞吐量增速	飞机起降架次增速
AAA	首都机场集团公司	19,700.00	1	11.93	268.65	2	4.31	153.13	1	12.72	6.02	3.78	3.21
	厦门翔业集团有限公司	3,759.24	12	7.66	46.53	12	3.17	29.28	13	1.46	10.34	4.19	4.89
	杭州萧山国际机场有限公司	3,557.04	10	12.58	58.95	6	20.80	27.11	9	7.97	8.52	12.98	5.84
	广州白云国际机场股份有限公司	6,580.70	3	10.17	178.04	3	7.76	46.53	3	6.91	6.35	6.55	2.59
	东部机场集团有限公司	2,582.29	11	15.50	37.42	10	9.65	20.94	11	11.40	12.10	-1.23	5.40
	重庆机场集团有限公司	3,871.52	9	7.88	36.63	11	1.44	28.86	8	4.26	7.38	8.02	3.53
	小计	40,050.79	--	11.10	626.22	--	6.70	305.85	--	9.30	7.51	5.61	3.85
AA+	云南机场集团有限责任公司	4,472.77	6	6.54	41.80	8	9.19	35.03	4	7.47	5.82	5.83	3.64
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	1,938.99	20	11.63	8.91	29	2.61	12.16	26	6.09	2.70	4.59	1.41
	河南省机场集团有限公司	2,429.91	13	17.03	50.27	7	10.07	19.57	12	9.92	14.51	6.79	8.57
	海口美兰国际机场有限责任公司	2,258.48	17	20.11	15.45	20	3.82	15.75	21	16.24	7.83	10.71	4.97
	海航机场集团有限公司	1,938.99	20	11.63	8.91	29	2.61	12.16	26	6.09	2.70	4.59	1.41
	成都双流国际机场股份有限公司	4,980.17	4	8.17	64.29	5	5.11	33.71	6	5.53	6.79	5.44	4.93
	新疆机场(集团)有限责任公司	2,150.09	18	6.44	15.67	19	-0.49	16.78	20	3.42	7.81	-5.33	5.28
小计	20,169.40	--	10.50	205.31	--	6.31	145.15	--	7.49	6.95	5.32	4.57	
AA	无锡苏南国际机场集团有限公司	668.34	41	20.16	10.76	26	12.10	5.28	52	15.67	7.68	15.44	6.65
	温州机场集团有限公司	928.56	35	13.38	7.55	31	-2.85	7.45	42	9.70	19.53	7.30	14.45
	瑞港国际机场集团股份有限公司	2,258.48	17	20.11	15.45	20	3.82	15.75	21	16.24	7.83	10.71	4.97
	湖南机场股份有限公司	2,376.48	14	11.59	13.87	21	6.50	17.96	17	6.95	7.38	12.20	4.59
	小计	6,231.86	--	15.72	47.64	--	5.20	46.45	--	11.37	9.39	11.64	6.54
发债企业合计	66,452.06	--	11.33	879.16	--	6.53	497.44	--	8.96	7.51	5.90	4.43	
机场行业合计	114,786.70	--	12.90	1,617.73	--	7.10	1,024.90	--	10.90	11.10	4.70	9.00	

资料来源: Wind, 各发债企业评级报告, 联合评级整理。

注: 1、东部机场集团有限公司于 2018 年 8 月完成更名, 原名为“南京禄口国际机场有限公司”; 2、首都机场集团运营数据为其所属成员机场(包含北京首都机场、天津滨海机场、江西机场集团、吉林机场集团、内蒙古机场集团、黑龙江机场集团及河北机场)数据之和; 3、厦门翔业集团有限公司为厦门高崎机场、福州长乐机场、武夷山机场及龙岩机场数据之和; 4、重庆、云南、河南、广西、新疆等直辖市、省级、自治区机场集团的经营数据为其所辖核心省会机场经营数据; 5、海航机场集团有限公司运营数据为其核心机场三亚凤凰机场数据; 6、运营指标排名为企业所辖核心机场的全国排名; 7、2018 年 1~9 月运营指标增幅为发债企业所辖核心机场运营指标增幅;

受益于机场收费标准提高、运营指标增长, 机场行业发债企业 2017 年及 2018 年半年度营业收入保持较快增长, 但多家发债企业因新建、改扩建项目投产, 固定资产折旧以及期间费用的上升对利润形成严重侵蚀而出现亏损。

受益于机场收费标准提高、运营指标增长, 2017 年 15 家发债企业均保持较快的营收增速, 首都机场集团有限公司和海航机场集团有限公司营业收入出现下滑。其中, 首都机场集团有限公司 2017 年营业收入较上年下降 4.99%, 主要系自 2016 年 9 月起重庆机场集团有限公司出表及房地产开发、工程建设收入减少所致。海航机场集团有限公司 2017 年营业收入较上年下降 5.09%, 主要系公司 2016 年出售了 2.8 万平方米仓库产生 4.05 亿元其他收入而 2017 年无此业务收入所致。

净利润方面，2017年5家发债企业亏损，其中AAA企业1家，AA+企业3家，AA企业1家，上述机场亏损的原因主要系机场新建、改扩建项目投产，固定资产折旧成本居高不下。短期内机场新建、改扩建项目投产后航站楼、跑道等固定资产折旧对机场发债企业利润侵蚀较为严重，但长期看产能释放有利于机场发债企业业绩提升。

表3 发债企业2017年及2018年1~6月收入及盈利情况（单位：亿元、%）

发债主体信用等级	企业名称	2017年			2018年1~6月		
		营业总收入	增速	净利润	营业总收入	增速	净利润
AAA	首都机场集团公司	208.90	-4.99	41.08	109.01	6.72	23.46
	厦门翔业集团有限公司	117.08	10.76	11.62	67.97	26.80	6.29
	杭州萧山国际机场有限公司	30.92	16.73	4.99	17.56	20.82	3.57
	广州白云国际机场股份有限公司	67.62	9.65	16.01	37.21	15.77	7.16
	东部机场集团有限公司	22.16	14.93	1.67	11.16	-5.28	2.64
	重庆机场集团有限公司	24.23	22.05	-6.55	13.75	25.07	-7.07
AA+	云南机场集团有限责任公司	43.33	16.00	-5.90	23.05	11.16	1.36
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	13.95	21.34	5.96	7.58	-4.16	2.56
	河南省机场集团有限公司	19.91	17.10	-9.39	10.34	23.52	-0.67
	海口美兰国际机场有限责任公司	39.62	10.72	4.42	24.60	27.84	3.60
	海航机场集团有限公司	16.98	-5.31	4.11	9.21	1.11	2.46
	成都双流国际机场股份有限公司	19.79	13.56	1.66	10.56	15.52	1.02
	新疆机场（集团）有限责任公司	21.20	14.88	-1.06	10.80	10.83	1.45
AA	无锡苏南国际机场集团有限公司	4.03	24.32	1.08	2.24	18.66	0.33
	温州机场集团有限公司	8.09	35.63	0.26	3.85	20.15	0.23
	瑞港国际机场集团股份有限公司	14.70	21.61	4.93	9.26	25.51	3.76
	湖南机场股份有限公司	9.94	24.15	-0.65	6.34	46.35	-0.02
发债企业合计		682.45	7.05	74.25	374.50	14.79	52.15

资料来源：各发债企业评级报告，募集说明书等公开资料，联合评级整理。

2018年1~6月，15家发债企业营业收入较上年同期保持增长趋势，东部机场集团有限公司和三亚凤凰国际机场有限责任公司营业收入出现下滑。同期，2家企业扭亏为盈，分别为云南机场集团有限责任公司和新疆机场（集团）有限责任公司，主要系政府补贴增长所致，但仍有3家企业处于亏损状态，其中重庆机场集团有限公司亏损进一步扩大至7.07亿元。

4. 发债企业财务概况

资本结构

发债企业整体资产负债率适中，债务规模可控，高级别发债主体全部债务资本化比率相对更低

机场行业属于资金密集型行业，建设所需资金数额巨大，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。

截至2017年末，发债企业平均资产负债率为44.91%。发债主体资产负债率超过50%的企业共有8家，其中AAA企业2家，AA+企业3家，AA企业3家，上述企业资产负债率高于平均水平的原因主要有：（1）业务涉及酒店、房地产等高负债行业（厦门翔业集团有

限公司，资产负债率为 65.52%）；（2）尚需实施较大规模的投资，外部融资扩大（重庆机场集团有限公司、新疆机场（集团）有限责任公司、河南省机场集团有限公司、温州机场集团有限公司及瑞港国际机场集团股份有限公司）；（3）在建项目规模不大，但需外部融资偿还以前年度借款（成都双流国际机场股份有限公司、无锡苏南国际机场集团有限公司）。

截至 2017 年末，发债企业平均全部债务资本化比率为 32.26%，高级别发债主体全部债务资本化比率相对更低。上文提及的 8 家资产负债率较高的企业全部债务资本化比率也均超过发债企业平均水平，除此之外，海口美兰国际机场有限责任公司及海航机场集团有限公司全部债务资本化比率均超过 35%。

表 4 机场发债企业资本结构情况（单位：%）

级别	资产负债率		全部债务资本化比率	
	2017 年	2018 年 6 月	2017 年	2018 年 6 月
AAA	44.56	45.10	30.89	31.02
AA+	44.74	42.90	33.33	31.80
AA	48.83	46.07	36.33	33.18
发债企业平均	44.91	44.29	32.26	31.48

资料来源：Wind，联合评级整理。

截至 2018 年 6 月末，发债企业平均资产负债率为 44.29%，AAA 发债企业由于广州白云国际机场股份有限公司和首都机场集团公司资产负债率提升而稍有增长，但整体资产负债水平仍适中。发债企业平均全部债务资本化比率为 31.48%，较上年进一步下降，债务负担有所减轻。

盈利能力

发债企业营业收入增速仍较高，其中 AA 企业营收增速显著高于高级别企业；期间费用对利润侵蚀严重，海航系机场企业财务费用对利润侵蚀显著

2017 年，发债企业平均营业总收入增速为 7.05%。其中，AAA 企业营业总收入平均增速为 3.98%，主要系首都机场集团因重庆机场集团有限公司出表收入规模下降所致，剔除该企业后，AAA 企业营业总收入平均增速为 12.45%，与 AA+企业营业总收入平均增速相差不大。由于 AA 发债企业机场所处区位航空需求增长快速及自身运营指标基数较小，AA 企业营收增速显著高于高级别企业。

此外，由于机场企业整体处于改扩建高峰期，财务费用增长叠加管理费用提高，期间费用占比较高，2017 年发债企业期间费用率为 18.97%。其中三亚凤凰国际机场有限责任公司及海航机场集团有限公司期间费用率显著高于发债企业平均水平，分别为 58.12%和 84.52%。若剔除上述两家发债企业，截至 2017 年末及 2018 年 6 月末发债企业期间费用率分别为 15.68%和 15.18%，AA+企业期间费用率分别降为 14.33%和 13.78%。

2017 年，发债企业总资产报酬率为 2.89%，处于较低水平。AAA 及 AA 企业总资产报酬率高于发债企业平均水平，AA+企业总资产报酬率受 3 家亏损企业拖累仅为 1.45%。

表 5 2017 年及 2018 年 1~6 月机场发债企业盈利能力情况（单位：%）

级别	2017 年		2018 年 1~6 月	
	营业总收入增速	期间费用率	营业总收入增速	期间费用率
AAA	3.98	16.24	13.97	15.77
AA+	12.47	27.18	14.11	23.85
AA	25.63	14.89	29.10	14.35
发债企业平均	7.05	18.97	14.79	17.76

资料来源：Wind，联合评级整理。

2018 年 1~6 月，发债企业营业总收入增速有所回升，AA 发债机场企业仍保持较快的营收增速。期间费用率方面，发债企业平均期间费用率为 17.76%，各别主体期间费用水平均较 2017 年有所下降，其中 AA+ 企业期间费用率下降 3.33 个百分点，主要系海航机场集团有限公司财务费用减少，期间费用率由年初的 84.52% 下降至 59.88% 所致。

偿债能力

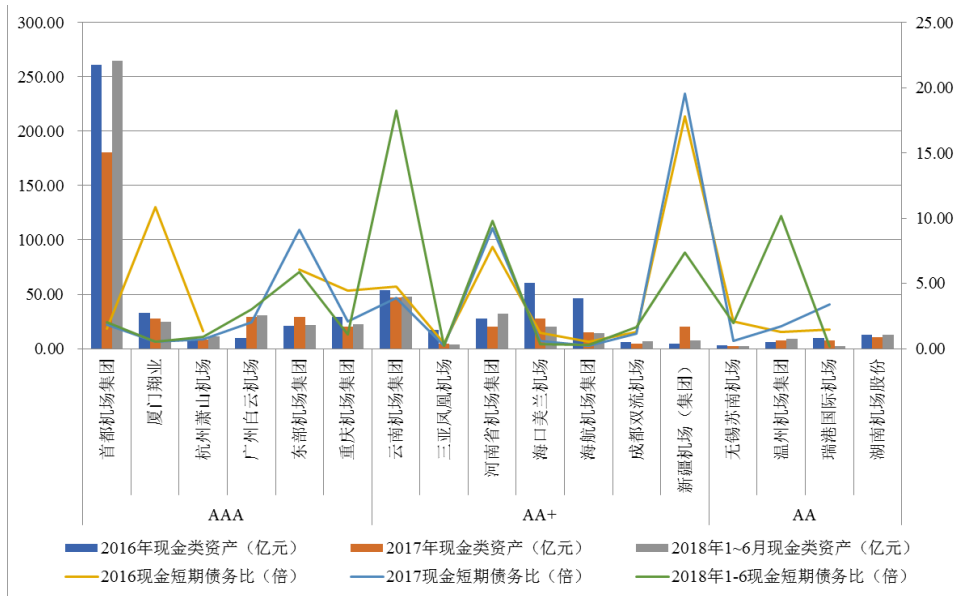
发债企业整体偿债能力仍较强，但各发债企业短期偿债能力出现分化，需关注海航系机场企业债券的集中到期和短期偿债能力的下滑。

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年末，发债企业平均现金短期债务比为 1.96 倍，较上年有所提升。AAA 发债企业现金短期债务比下降明显，主要系广州白云国际机场股份有限公司及厦门翔业集团有限公司新增大量短期借款所致。AA+ 发债企业较上年有所下降，主要系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及海航机场集团有限公司现金类资产减少（上述 3 家公司现金类资产均较上年减少 50% 以上）使得现金短期债务比分别下降为 0.61 倍、0.20 倍和 0.22 倍，显著低于发债企业平均水平。AA 发债企业平均短期债务比由上年的 2.44 倍上升至 2.58 倍，拉动发债企业平均现金短期债务比上升至 1.96 倍。

截至 2018 年 6 月末，发债企业平均现金短期债务比下滑至 1.40 倍，AAA 及 AA+ 发债企业较为稳定，AA 发债企业出现显著下滑。AA 发债企业现金短期债务比下滑至 1.62 倍，主要系瑞港国际机场集团股份有限公司现金类资产大幅减少叠加短期债务大幅增长综合影响所致。

从发债企业看，截至 2018 年 6 月末，东部机场集团有限公司、河南省机场集团有限公司及新疆机场（集团）有限责任公司、湖南机场股份有限公司、云南机场集团有限责任公司和温州机场集团有限公司由于短期债务规模较小，现金短期债务比较高，短期偿债能力很强。厦门翔业集团有限公司、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和瑞港国际机场集团股份有限公司由于短期债务规模增长、现金类资产减少，现金短期债比处于较低水平，截至 2018 年 6 月末分别为 0.54 倍、0.22 倍、0.33 倍、0.28 倍和 0.15 倍。

图 4 机场发债企业现金类资产及现金短期债务比情况（单位：亿元、倍）



资料来源：联合评级整理

注：现金短期债务比=现金类资产/短期债务；现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据；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+一年内到期的非流动负债。

截至 2017 年末，发债企业平均非筹资性现金净流量/流动负债为-14.06%。AAA 发债企业该指标较上年有所上升，主要系首都机场集团公司、广州白云国际机场股份有限公司和重庆机场集团有限公司基建投入较上年减少所致。AA+发债企业该指标较上年下降，主要因为海口美兰国际机场有限责任公司 2016 年收回委托贷款及资管计划投资款规模较大，而 2017 年收回的投资款规模大幅减少，叠加对海航系企业大规模的投资，使得非筹资性现金净流量进一步减少。AA 发债企业该指标较上年大幅上升，主要系瑞港国际机场股份有限公司和湖南机场股份有限公司基建投入较上年减少所致。整体看，机场行业发行人近年来存在较大的改扩建需求，其投资性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，因而对较为依赖外部融资。

表 6 机场发债企业其他偿债能力指标（单位：倍）

级别	非筹资性现金净流量/流动负债		EBITDA/全部债务	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
AAA	-17.93	-7.67	0.29	0.32
AA+	-20.25	-31.41	0.14	0.11
AA	-23.72	11.53	0.13	0.19
发债企业平均	-18.99	-14.06	0.19	0.21

资料来源：Wind，各发债企业评级报告，联合评级整理。

注：非筹资性现金净流量/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

从长期偿债能力指标看，截至 2017 年末，发债企业 EBITDA/全部债务为 0.21 倍，该指标较上年变化不大。AAA 及 AA 发债企业 EBITDA/全部债务均呈上升趋势，AA+企业由 0.14 倍下降至 0.11 倍主要系河南省机场集团有限公司债务规模有所增长所致。

2018 年 8 月，海口美兰国际机场有限责任公司发行“17 美兰机场 SCP002”出现技术性违约；2018 年 12 月 17 日，三亚凤凰国际机场有限责任公司发行的“17 凤凰 MTN002”出

现当期利息递延支付，虽然本次付息递延付息符合债券募集说明书的约定，但在一定程度上反映公司内部资金紧张。上述信用风险事件将对涉及主体自身及其关联公司的再融资能力产生不利影响。

三、2019 年机场行业展望

展望 2019 年，机场行业需求仍将保持较快增长，航空时刻收紧效果将延续，但供需匹配程度将进一步优化，运行效率将有所提升，机场行业运营指标、营收水平将保持增长，但增速将放缓。2019 年，部分机场改扩建项目（北京新机场、上海浦东机场 S1/S2 卫星厅、海口美兰机场等）将陆续投产，需关注由此带来的盈利能力的下滑。同时，2019 年部分机场企业债券到期规模较大，需关注其流动性情况。

国内经济平稳增长，居民人均可支配收入提升，航空运输需求旺盛，机场行业面临良好的发展环境

2018 年前三季度，国内经济保持平稳增长，GDP 同比增长 6.7%，增速较去年同期稍有下降；全国居民人均可支配收入累计同比增速为 8.8%，扣除价格上涨因素实际增速为 6.6%。受益于国内经济的增长和居民收入的提升，中国民航业的需求仍继续保持较快增长。

高铁快速发展对民航业分流影响明显，与民航业协同与竞争关系将长期存在

高铁的快速发展及复兴号的全面提速将对民航业产生较大的分流影响，《铁路“十三五”发展规划》正式出台，提出到 2020 年，全国铁路运营里程达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，我国高铁发展面临较好的政策环境，而高铁网络的发展对区域内机场形成直接竞争分流。考虑到民航在长距离运输的优势仍较为明显，未来随着市场化程度逐步增强，与铁路运输业的协同与竞争关系仍将长期存在。

区域机场资源整合将改变竞争格局，优化空域资源配置

由于机场建设投资巨大，运营压力较重，仅靠机场所在城市难于承受。云南省、新疆维吾尔自治区、河南省、广西壮族自治区、江苏省、浙江省已设立机场集团对区域内机场资源进行整合，目前云南省、新疆维吾尔自治区、广西壮族自治区已完成对区域内机场资源的整合，河南、江苏、浙江三省仍在整合过程中。机场集团的设立将有利于区域内空域资源和航线资源的合理分配，提升机场企业效率，改善机场企业经营业绩。

机场企业仍处于投资建设高峰期，外部融资需求较高，债务规模增长，虽整体偿债能力较强，但各发债企业短期偿债能力出现分化，需关注资金紧张企业的短期偿债压力

近年，我国机场企业仍处于投资建设高峰期，新建、改扩建项目带来较大资本支出压力，债务规模增长。虽然从长期看，工程项目投产有利于改善产能不足的局面，利好长期盈利能力提升，但投产后折旧及财务费用增长将导致机场企业盈利能力快速下滑，短期偿债压力有所上升。

考虑到 2018 年以来，在金融强监管、去杠杆的大背景，银行信贷规模收缩、债券市场风险偏好下降、发行利率上行，企业再融资压力增大，尤其行业内部分企业已出现信用风险事件，需持续关注事件主体及其关联企业流动性情况。

展望 2019 年，联合评级认为，在人均可支配收入增长、民航运输需求旺盛、收费改革提价等多重因素带动下，机场行业仍面临良好的发展环境，机场行业将继续保持增长态势。

发债企业整体信用质量较高，但需关注资金紧张企业所面临的债券集中到期偿付压力。