

行业展望

2022 年 12 月



中国民用机场行业，2022 年 12 月

新冠肺炎疫情冲击带来的客流量的锐减是造成民用机场行业景气度下行的核心因素，同时叠加收费标准调整以及民航发展基金规模收缩，行业整体财务杠杆提升，偿债指标表现弱化，但防疫政策放开后行业需求逐步释放、供给能力逐步提升、在国民经济中的重要地位等诸多因素将有助于民用机场行业整体经营状况逐步恢复及改善。

中国民用机场行业展望为负面改善，中诚信国际认为，未来 12~18 个月该行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平。

要点

- 近年来，受新冠肺炎疫情冲击以及国内经济增速放缓的影响，我国机场行业需求明显下降；虽然短期内高传播性的疫情仍对人员流动产生扰动，但疫情防控政策的全面放开将逐步释放出行需求，行业景气度有望触底回升。
- 我国机场数量保持增长态势，未来会逐步增加空域资源供给，时刻资源配置亦逐步向精准控、精细调转变，随着机场建设力度加大，保障能力与高质量发展相匹配的调控政策构建完善，优质增量供给将持续提升。
- 近年来，机场收费标准调整对机场行业收入及盈利能力产生一定负面影响，但对整个航空行业的降成本及恢复发展产生利好。未来航空性业务收费标准调整仍将受限，非航空性业务的市场化竞争及议价能力仍是影响机场行业营收水平的重要因素。
- 近年来，民航发展基金规模有所下降，但鼓励地方政府财政支持、银行信贷加大支持力度以及拓宽融资渠道的政策措施为机场行业的资金需求提供保障。
- 近年来，受国际航线锐减影响，东部地区旅客吞吐量占比逐年下滑，而中西部地区占比有所上升，未来随着国际航线逐步恢复，人员流动逐步放开，东部地区机场的优势地位仍难以撼动；高铁与航空运输的竞争仍将长期存在，机场企业未来将更加侧重于拓展中长程航线的服务。
- 受新冠肺炎疫情冲击影响，在机场流量及收费标准下降而成本费用上升的双向挤压下，机场行业盈利能力大幅下滑，随着疫情防控政策全面放开，民用机场行业需求将恢复，机场企业收入将得到恢复性增长，盈利能力将有所改善。
- 近年来，在经营活动净现金流及民航发展基金规模下降的情况下，机场行业迅速扩大融资规模以满足投资及偿债的资金需求，机场企业财务杠杆水平明显提升，但整体仍处于相对较低水平，偿债指标表现有所弱化，且分化较为明显。

目录

要点	1
影响信用趋势的主要因素	2
结论	18

联络人

作者	
企业评级部	
侯一甲	027-87339288
	yjhou@ccxi.com.cn
肖 澜	027-87339288
	hxiao@ccxi.com.cn
钟 婷	027-87339288
	tzhong@ccxi.com.cn
李路易	027-87339288
	lyli01@ccxi.com.cn
谢 杰	027-87339288
	jxie@ccxi.com.cn

其他联络人

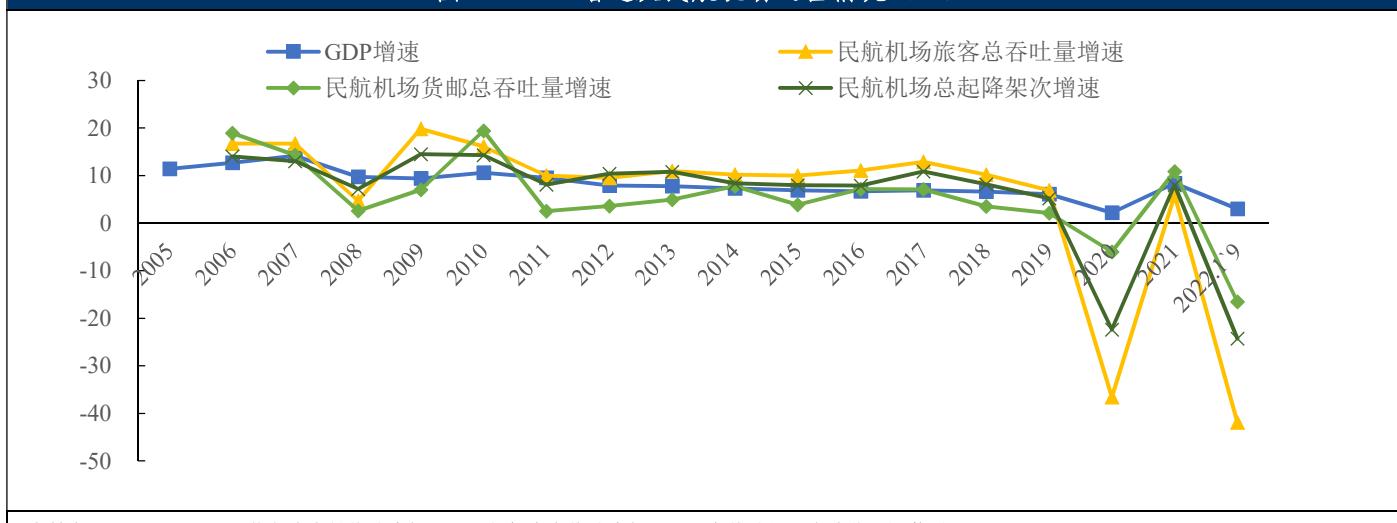
李玉平	027-87339288
	ypli@ccxi.com.cn
王 维	027-87339288
	wwang@ccxi.com.cn

影响信用趋势的主要因素

近年来受新冠肺炎疫情冲击以及国内经济增速放缓的影响，我国机场行业需求明显下降；虽然短期内高传播性的疫情仍对人员流动产生扰动，但防疫政策的放开将逐步释放出行需求，行业景气度有望触底回升。

机场是综合交通运输体系的重要组成部分，其需求派生于商务、货物周转、私人出行等多方面经济、社会活动。因而，机场企业对宏观经济环境具有较高的依赖性，其经营状况容易受宏观经济波动的影响，机场运营相关指标增长趋势同国内生产总值（GDP）呈一定的正相关性。2020年受新冠疫情的影响，我国GDP同比增速大幅下降至2.2%，较上年下降3.8个百分点，同时疫情带来的恐慌情绪以及疫情全球扩散对航空等外部依存度较高的行业产生了巨大冲击，受上述因素影响，2020年民航机场旅客总吞吐量、货邮总吞吐量以及机场总起降架次增速均出现负增长，分别为-36.60%、-6.00%和-22.40%，随着国内疫情得到阶段性控制以及复工复产的稳步推进，同时在低基数基础上，2021年我国GDP同比增速上升至8.4%，民航机场旅客总吞吐量、货邮总吞吐量以及机场总起降架次增速大幅回升，分别达到5.9%、10.9%和8.00%。但2022年以来，随着新冠病毒变异，疫情防控难度不断加大，我国疫情由稳定控制，转变为多点散发、多点频发的状态，导致较为依赖居民活动的服务业受疫情冲击的时间相对较长以及范围相对较大，尤其是人与人接触更为频繁的交通服务业，2022年1~9月，我国GDP同比增速下滑至3.00%，旅客总吞吐量、货邮总吞吐量以及机场总起降架次增速再次出现负增长，分别为-41.9%、-16.5%和-24.3%。随着四季度天气转凉季节性流感频发叠加新冠疫情传染性增强，防疫压力持续增加，我国防疫政策亦不断优化，11月以来，国务院联防联控机制相继发布《进一步优化疫情防控的二十条措施》（以下简称“二十条”）、《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（以下简称“新十条”），从政策上逐步解除了疫情对人员流动的多重限制。年底，国家卫生健康委发布公告，将于2023年1月8日将新型冠状病毒感染从“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，疫情防控政策基本全面放开。防疫政策放开后，大规模的阳性病例爆发或仍对人员流动、物质周转有所限制，短期内航空运输业的需求或仍将受到一定抑制。预计全年机场行业整体增速将出现负增长且降幅超过2020年水平。但随着疫情影响将逐步弱化以及在稳字当头、稳中求进的经济发展总基调的大背景下，机场行业的景气度有望逐步恢复。

图1：GDP增速及民航机场运营情况（%）



客运方面，为了防止新冠肺炎疫情蔓延，2020年1月下旬武汉采取封城措施，全国各地都进入突发公共卫生应急状态，2020年2月民航客运量出现了断崖式下跌，随着国内疫情逐步得到阶段性控制，国内航线客运量逐步回升，并在2020年10月份达到0.50亿人次，已恢复至上年同期水平的98.42%，国际航线方面，2020年3月29日，中国民航局开始实施“五个一”政策，即“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”的政策，国际航线客运量大幅下降并且在疫情发生以来始终维持在较低水平。2020年全年国内航线完成旅客运输量共计4.08亿人次，同比下降30.3%，其中，港澳台航线完成96.13万人次，同比下降91.3%；国际航线完成956.51万人次，同比下降87.1%。2020年，全国民航运输机场完成旅客吞吐量8.57亿人次，比上年下降36.6%。2021年全年新冠疫情呈现多地局部爆发和零星散发状态，在经历了年初提倡“就地过年”、清明五一假期释放抑制已久的出行需求、下半年本土疫情全国多地散发多地限制跨省旅游等阶段，客运量呈现逐月波动下降态势，全年国内航线完成旅客运输量4.39亿人次，比上年增长7.6%，其中，港澳台航线完成59.25万人次，比上年下降38.4%；国际航线完成旅客运输量147.72万人次，比上年下降84.6%。民航运输机场完成旅客吞吐量9.07亿人次，比上年增长5.9%。2022年3月~5月，上海等地出现较严重疫情，客运量再次下降并在4月创造了疫情以来最低值。随着上海疫情逐步控制，以及民航客运业务的大幅降低导致过度疫情防控对经济增长的负面影响显现，2022年6月27日，国务院应对新型冠状病毒肺炎联防联控机制综合组制定发布了《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》（以下简称“第九版防控方案”）。第九版防控方案更加强调科学精准化防控，对地方加码疫情防控政策的问题予以纠偏，同时对入境人员的防控政策有所放松。6~8月份，客运量逐步回升，9月贵州、四川、深圳、北京等地再次出现本土疫情，应对奥密克戎变种毒株的防控难度加大，客运量再次出现下滑。2022年1~9月，国内航线完成旅客运输量2.03亿人次，比上年下降42.2%，其中，港澳台航线完成27.1万人次，比上年下降43.4%；国际航线完成旅客运输量112.0万人次，比上年下降2.7%。同期全国民航运输机场完成旅客吞吐量4.23亿人次，比上年下降-41.9%。整体来看，自2020年初以来的33个月（截至2022年9月末）随着疫情冲击及防疫政策的逐步调整，国内航线民航客运量有所波动，以疫情前2019年各月份客运量为基数进行比较，仅有3个月（2021年3~5月），客运量高于2019年同期水平，其余30个月的客运量均低于疫情前水平，特别是2022年前9个月中有5个月客运量创疫情以来新低，国际航线受政策影响客运量收缩更加明显，客运需求的整体下滑，对机场行业产生了较大影响。

图2：近年来民航客运情况

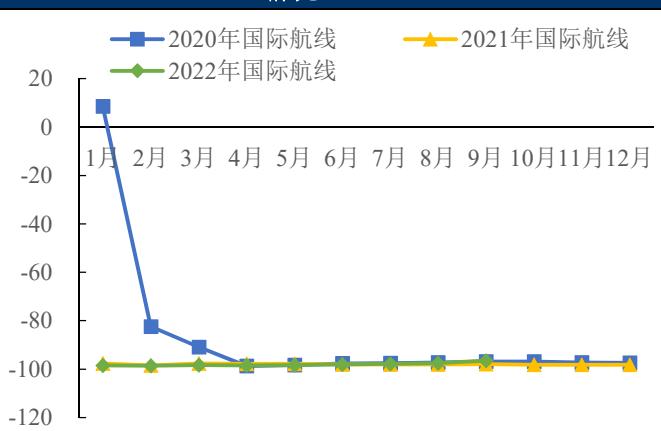


图3：以2019年月份数据为基数国内航线客运量增长情况（%）



资料来源：Choice，《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

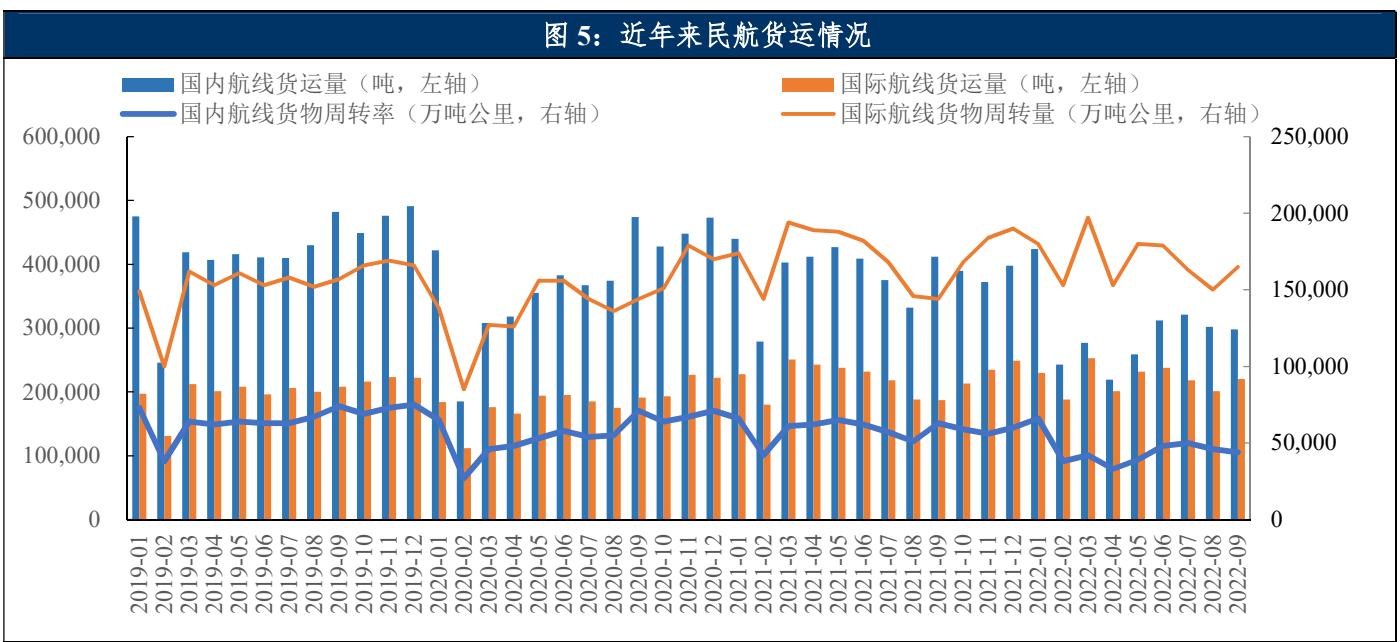
图4：以2019年月份数据为基数国际航线客运量增长情况（%）



资料来源：Choice，《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

货运方面，2020年受疫情影响，客运航线大量停运，客机腹舱货运能力锐减，航空货运量大幅减少，但由于生鲜食品、温控药品尤其是疫苗等各类冷链货物对运输时效性、存储可靠性要求严苛，属于航空偏好型货物，国际及国内货运量及货运周转量整体呈先抑后扬态势，全年国内航线完成货邮运输量453.53万吨，比上年下降11.3%，其中，港澳台航线完成17.58万吨，比上年下降20.9%；国际航线完成货邮运输量223.07万吨，比上年下降7.8%。机场完成货邮吞吐量1,607.5万吨，比上年下降6.0%。2021年随着复工复产稳步推进，中国经济领先全球复苏带动货运需求有所改善。客改货航班大幅提升，同时民航局统筹做好促进航空物流发展和疫情防控工作，继续实施货运航班审批“绿色通道”，持续完善国际航空物流枢纽布局，航空货运能力不断提升，2021年上半年货邮运输量及周转量同比大幅提升，并已超过2019年同期水平，但是下半年多地机场发生疫情，7月南京禄口机场机场保洁人员核酸检测阳性，8月上海浦东发生境外货机操作人员感染病例，上海浦东机等机场大量取消国际货运航班，航空货运量明显下滑，10月后有所回升，全年国内航线完成货邮运输量465.14万吨，比上年增长2.6%，其中，港澳台航线完成18.99万吨，比上年增长8.0%；国际航线完成货邮运输量266.70万吨，比上年增长19.6%，2021年全国民航运输机场完成货邮吞吐量1,782.80万吨，比上年增长10.9%。2022年，奥密克戎在国内多个一、二线城市爆发以及俄乌冲突带来国际形势充满不确定性的背景下，货运需求有所下降，国内货运量明显萎缩，2022年1~9月，国内航线完成货邮运输量265.4万吨，同比减少24.0%，其中，港澳台航线完成11.1万吨，同比减少24.5%；国际航线完成货邮运输量198.2万吨，同比增长0.6%，2022年1~9月，全国民航运输机场完成货邮吞吐量1,107.8万吨，同比减少16.5%。总体来看，货运量虽然也受疫情冲击影响，但因货物运输的需求刚性，其影响程度相对客运量要小，主要体现在以下两点：（1）疫情发生以来（2020~2021年及2022年1~9月共33个月），国内航线各月份货运量与客运量变化趋势大体相同，有30个月的货运量未达到疫情前2019年水平，但下降的幅度明显较客运量小，货运量下降最幅度是2022年4月的-46.19%，而同期客运量降幅则达到-83.45%；（2）国际航线货运量在2020年有10个月份低于2019年货运量水平，2021年及2022年的大部分月份均高于2019年同期水平，实现逆势增长。

图 5：近年来民航货运情况



资料来源: Choice, 《民航行业发展统计公报》, 中诚信国际整理

图 6：以 2019 年月份数据为基数国内航线货运量增长情况 (%)



资料来源: Choice, 《民航行业发展统计公报》, 中诚信国际整理

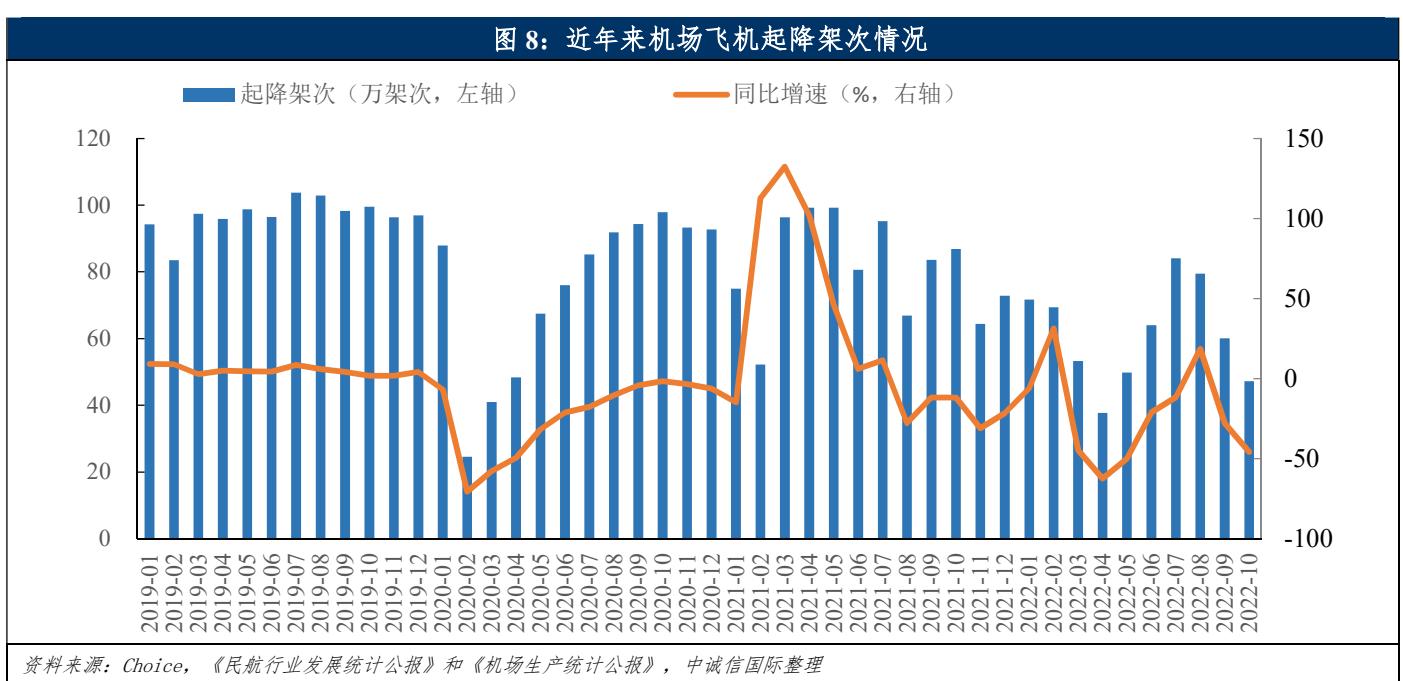
图 7：以 2019 年月份数据为基数国际航线货运量增长情况 (%)



资料来源: Choice, 《民航行业发展统计公报》, 中诚信国际整理

机场飞机起降架次方面，近年来各月份变化趋势与民航客运变化态势相同，2019年整体呈平稳波动态势，2020年呈现“倒V形”变化态势，2021年呈现波浪下降态势，2022年则呈现“类M形”变化态势。这些变化的核心因素是新冠肺炎疫情的反复多发及相应防疫政策变化带来的航空运输需求的变化。2019~2021年及2022年1~9月，机场完成飞机起降架次1,166.0万架次、904.9万架次、977.7万架次和570.1万架次，同比增速分别为5.2%、-22.4%、8.0%和-24.3%。

图 8：近年来机场飞机起降架次情况



综上所述，近年来受新冠肺炎疫情冲击以及国内经济增速放缓的影响，我国机场行业需求明显下降，其中民航机场旅客总吞吐量受影响程度最大，机场飞机起降架次次之，民航机场货邮总吞吐量在刚性需求的支撑下受影响程度最小。根据前期的变化趋势，预计2022年全年机场旅客吞吐量、货邮吞吐量及飞机起降架次均将创疫情以来新低，机场行业整体将再次出现负增长。疫情政策放开后，短期内大量爆发的感染病例或仍将在一定程度上限制出行需求，但随着疫情冲击减弱，机场客运吞吐量有望触底回升。整体来看，未来一段时间航空客运需求或呈先抑后扬的变化趋势，行业景气度将逐步恢复。

我国机场数量保持增长态势，未来会逐步增加空域资源供给，时刻资源配置亦逐步向精准控、精细化转变，随着机场建设力度加大，保障能力与高质量发展相匹配的调控政策构建完善，优质增量供给将持续提升。

机场行业供给的影响因素主要包括机场数量、空域资源和航班时刻资源等。机场数量方面，作为支撑民航运输业发展的重要基础设施，机场具有地域垄断性和准入壁垒高的特点。经过多年的体制改革，国内民用机场已基本实现属地化管理，近年来机场建设受到国家和地方政府的高度重视，定期航班通航机场数量逐年增加，2019~2021年末，我国共有颁证运输机场238个、241个和248个（不含香港、澳门和台湾地区），三年间新增通航机场14个，年均增长超过4个，新增机场具有投资规模大，建设周期长的特点。根据《“十四五”民用航空发展规划》（以下简称“十四五规划”），“十四五”期间，我国将继续加大机场建设力度，扩大优质增量供给，突破枢纽容量瓶颈，到2025年，国内将建成超过270家民用运输机场，较2021年末增加超过20个机场。可以预见，未来我国机场数量将呈逐年上升态势。

表 1：近年来新增通航机场情况（亿元）

机场名称	所属区域	总投资额	开工日期	通航日期
北京大兴国际机场	北京市、河北省廊坊市	799.8	2014年12月	2019年9月25日
巴中恩阳机场	四川省巴中市	14.91	2015年2月	2019年2月3日
重庆巫山机场	重庆市巫山县和奉节县	16.40	2015年10月	2019年8月16日
甘孜格萨尔机场	四川省甘孜藏族自治州	22.60	2017年6月	2019年9月16日

玉林福绵机场	广西壮族自治区玉林市	18.29	2016年11月	2020年8月28日
于田万方机场	新疆和田地区于田县	7.60	2019年10月	2020年12月26日
重庆仙女山机场	重庆市武隆区	16.79	2016年9月	2020年12月18日
荆州沙市机场	湖北省荆州市	12.98	2018年10月	2021年1月30日
九江庐山机场	江西省九江市	--	--	2021年10月31日
菏泽牡丹机场	山东省菏泽市	19.89	2017年12月	2021年4月2日
芜湖宣州机场	安徽省芜湖市、宣城市	20.96	2018年10月	2021年4月30日
成都天府机场	四川省成都市	718.64	2016年5月	2021年6月27日
郴州北湖机场	湖南省郴州市	21.30	2019年1月	2021年9月16日
韶关丹霞机场	广东省韶关市	16.67	2019年6月	2021年11月27日

注：九江庐山机场2015年3月民航停航，进行改造升级

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表2：“十四五”时期运输机场重点建设项目

性质		机场名称
续建 (34个)	新建 (16个)	成都天府、鄂州，邢台、绥芬河、丽水、芜宣、瑞金、菏泽、荆州、郴州、湘西、韶关、阆中、威宁、昭苏、塔什库尔干
	迁建 (6个)	呼和浩特、青岛、湛江、连云港、达州、济宁
	改扩建 (12个)	杭州、福州、烟台、广州、深圳、珠海、贵阳、丽江、西安、兰州、西宁、乌鲁木齐
新开工 (39个)	新建 (23个)	朔州、嘉兴、亳州、蚌埠、枣庄、安阳、商丘、乐山、黔北（德江）、盘州、红河、隆子、定日、普兰、府谷、定边、宝鸡、共和、准东（奇台）、和静（巴音布鲁克）、巴里坤、阿拉尔、阿拉善左旗
	迁建 (4个)	厦门、延吉、昭通、天水
	改扩建 (12个)	天津、太原、哈尔滨、沈阳、上海浦东、南昌、济南、长沙、南宁、重庆、昆明、拉萨
前期工作 (67个)	新建 (43个)	珠三角枢纽（广州新），正蓝旗、林西、东乌旗、四平、鹤岗、绥化、宿州、聊城、周口、鲁山、娄底、防城港、遂宁、会东、天柱、怒江、宣威、元阳、丘北、玉溪、楚雄、勐腊、平凉、武威、临夏、和布克赛尔、乌苏、轮台、且末（兵团）、皮山、华山、衡水、晋城、金寨、淄博、滨州、潢川、荆门、贵港、内江、广安、商洛
	迁建 (15个)	大连、牡丹江、南通、衢州、义乌、龙岩、武夷山、威海、潍坊、恩施、永州、梅县、三亚、攀枝花、普洱
	改扩建 (9个)	石家庄、长春、南京、宁波、温州、合肥、郑州、武汉、银川

资料来源：“十四五”民用航空发展规划，中诚信国际整理

空域资源方面，我国空域含有大量禁飞区和限飞区，民航业实际可飞行航域有限，由此出现的空域资源紧张一定程度上限制了机场地面保障能力的有效释放。为推动空域融合，调整空域结构，高效利用空域资源，推进空域精细化管理，加强军民融合，助推国家战略，2019年10月民航局完成了有史以来最大范围空域调整，此次空域调整从2015年开始，经时四年，东西纵贯1,350公里，南北横跨2,200公里，调整航路航线200余条，调整后的航路航线新增里程约4,700公里；调整班机航线走向4,000多条；新增航路点100余个，全国共有29个民航机场进行了相应的飞行程序调整。国内航线数量从2019年的4,568条增长至2021年的4,585条，同期航线里程由546.75万公里上升至557.81万公里。2022年5月，京广大通道空域结构调整方案正式全面启动，连接京津冀地区和粤港澳大湾区两大城市群的南北空中大通道全面建成，这条南北大动脉由过去的“单上单下”双车道变为“双上双下”的四车道，预计可为京津冀地区和粤港澳大湾区及沿线地区航班提升近40%的空域容量。十四五期间，我国将逐步增加空域资源供给，充分满足城市群之间航空飞行流量需求，结合机场建设和航线网络发展需求，持续优化全国航路航线网络，继续推进平行航路、空中大通道、多组合单向航路建设，实施京广、沪广、沪昆、沪蓉等主干航路航线建设，优化沪兰、京昆等大通道。优化跨境航路网络连接，持续增加出入境点，提升使用灵活

度。优化京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等世界级机场群终端区空域结构，优化昆明、西安、乌鲁木齐、哈尔滨等国际枢纽机场进离场航线布局，推进区域枢纽机场主要运行方向进离场航线分离，完善非枢纽机场航线，支持增加和优化边境地区航线资源，促进与现有航路航线网络结构的有效匹配。总体来看，未来将围绕世界级机场群、国际航空枢纽、区域航空枢纽不断拓展空域资源，增加航线网络供给。

图 9：十四五规划国内主要客运网络示意图



资料来源：“十四五”民用航空发展规划，中诚信国际整理

航班时刻资源方面，为促进航班时刻资源高效配置和高效使用，提高航班正点率，根据《民航航班时刻管理办法》（民航发[2018]1号），全国机场分类为主协调机场、辅协调机场和非协调机场，主协调机场在大部分时间段里航班时刻需求远大于供给，原则上年航班起降架次占全国机场航班起降架次比例不低于1.5%，采用24小时全时段航班时刻协调配置管理方式，辅协调机场系在特定月份或特定时间段内航班时刻需求大于供给，原则上年航班起降架次占全国机场航班起降架次比例不低于1%，在特定月份或者特定时间段采用航班时刻协调配置管理方式。机场之间进行进港离港航班时刻匹配时，按照主协调机场、辅协调机场、非协调机场的优先顺序原则进行。2019年以来，航班时刻配置政策遵循“控总量、调结构”的原则部署，实施差异化航班时刻资源供给，根据2019及2020年民航局发布的夏航季（3月~10月）及冬航季（10月~翌年3月）航班时刻配置政策，每个航季主协调机场时刻增量控制在3%左右，辅协调机场时刻增量最低在3%以内，最高在5%左右，非协调机场时刻增量也有相应规定，同时还针对机场放行正常率和正点率制定了航班时刻激励和约束措施。为激发市场活力，加快国内大循环为主体的新发展格局，2020年9月，民航局放开49条核准航段（涉及北京、上海、广州机场之间及其连接部分国内繁忙机场的客运航线）每周最大航班量的限制，放宽涉及北京、上海和广州三大机场的支线航线准入限制。2021年民航局发布《中国民航国内航线航班评审规则》（民航规[2021]30号），取消核准航段的航班总量限制，进一步降低市场准入门槛，支持航空公司灵活调整运力，上述措施为相关机场吞吐量的恢复提供了保障。根据“十四五”规划，十四五期间将推动民航“控总量、调结构”向“精准控、精细调”转变，构建保障能力与高

质量发展相匹配的调控政策，完善机场（群）时刻容量评估技术方法，细化航班时刻协调参数，提升协调机场容量安排的科学性和合理性。综合来看，航班时刻资源属于稀缺资源，如何科学合理地进行分配和管理是未来提高机场供给能力的重要因素之一。

总体来看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下，国内枢纽机场扩产从而释放优质产能是未来几年的建设重点，同时航空公司将更多的运力投向国内市场，外溢效应将惠及二三线以及广大中小机场。在基础设施等硬件配套数量逐步提升的背景下，空域资源和航班时刻资源的统筹协调亦是机场行业供给的关键因素，随着管理制度的完善和运营经营的逐步积累，优质增量供给将持续提升有助于整个行业的高质量发展。

近年来，机场收费标准调整对机场行业收入及盈利能力产生一定负面影响，但对整个航空行业的降成本及恢复发展产生利好。未来航空性业务收费标准调整仍将受限，非航空性业务的市场化竞争及议价能力仍是影响机场行业营收水平的重要因素。

需求供给影响机场的流量，收费标准则直接影响机场行业的盈利能力。在机场收费政策方面，2019年及2020年降成本及应对新冠肺炎相应政策，降低了机场行业收费标准，对其收入及盈利能力产生一定负面影响，2021年《民用机场收费规则》的印发，进一步加强了民用机场收费管理，规范机场收费行为。机场收费构成方面，与受政府指导价限制的航空性业务收费相比，非航空性收费赋予机场更大的议价空间和更强的议价能力。机场作为人流、物流、资金流和信息流聚集高地，也为非航业务拓展创造了有利条件。从机场行业的发展周期来看，成长初期的中小机场盈利因素取决于吞吐量，在容量达到饱和后将进一步扩建，成长中期的大型机场，吞吐量和非航商业业务共同推动盈利增长，成长后期的枢纽机场，吞吐量增速趋缓，主要由非航业务推动盈利增长，我国大型枢纽机场非航收入占比明显高于干线机场。近年来，虽受疫情影响，非航收入有所波动，但首都机场、上海机场大型枢纽机场的非航收入占比仍在40%以上，均超过了航空性业务收入。因此，非航空性业务板块将成为机场行业未来发展的重点，商业零售业务将是重中之重，其中免税销售作为利润的重要增长极，各枢纽机场均在积极发展其相关业务。提升免税业务对于机场业绩的贡献一方面需要成体量、不断增长的国际客流；另一方面，提高免税销售客单价需要机场和免税渠道商共同丰富商品种类及提升服务质量。此外，议价能力亦是机场非航业务发展的重要因素，2021年1月，上海国际机场股份有限公司与日上免税行(上海)有限公司（“日上上海”）签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》（以下简称“补充协议”），补充协议修改了机场免税收入的计算方式，取消了收入提成制，免税租金仅与机场国际客流量挂钩，且原保底租金变为新协议的租金上限。根据补充协议，相关费用修订自2020年3月1日起实施，2020年以来，受疫情影响，浦东机场国际客流量大幅下降，加之《补充协议》的签订，免税店租金收入大幅下滑。受疫情影响，以免税业务为代表的非航空性业务暂时受困。随着国内国际市场逐步放开，疫情影响有望逐步弱化，长期来看非航空业务仍然存在增长空间。

总体来看，机场作为民用航空的基础设施，具有一定的公益属性，其航空性业务收费标准受到政府管控，并对航空运输企业成本产生重要影响。收费标准的降低，对机场企业的收入和盈利能力产生一定负面影响，但有助于整个行业降成本并在疫情冲击下逐步复苏。非航空业务收费仍具有一定的市场化空间，但非航空业务收入还受到行业景气度、客流量、旅客结构等因素的影响，对市场化竞争的服务能力以及议价能力等有一定要求。

表3：近年来与机场收费有关的政策

日期	文件	内容
----	----	----

2019年5月	《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》（民航发[2019]27号）	降低和规范民用机场收费标准；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮；下调货运航空公司机场收费标准。
2020年3月	《关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》（民航函[2020]145号）	降低境内、港澳台地区及外国航空公司机场、空管收费标准。一类、二类机场起降费收费标准基准价降低10%，免收停场费；航路费（飞越飞行除外）收费标准降低10%。境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低8%。上述降费政策自2020年1月23日起实施，截止日期视疫情情况另行通知。
2021年12月	《民用机场收费行为规则》（民航规[2021]46号）	航空性业务收费项目以及二、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目（特种车辆、桥载设备等额外项目除外）实行政府指导价。非航空性业务重要收费项目（除二、三类机场内地航空公司内地航班的地面服务基本项目收费外）实行市场调节价。即头等舱、公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台出租、值机柜台出租以及一类机场的地面服务收费实行市场调节价。非航空性业务其他收费项目，以实行市场调节价为主。机场及服务提供方可根据前3年成本变动及经营情况，综合考虑国家统计局公布的年度居民消费价格指数变动等因素，合理调整实行市场调节价的收费标准。同一收费项目原则上每2年上调不超过一次，下调次数不限，具体调整幅度由机场及服务提供方与机场用户协商确定。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来，民航发展基金规模有所下降，但鼓励地方政府财政支持、银行信贷加大支持力度以及拓宽融资渠道的政策措施为机场行业的资金需求提供保障。

机场重大项目的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。其中民航发展基金¹系最重要的外部资金支持，根据财政部公布的全国财政决算，2019~2021年民航发展基金支出规模分别为401.18亿元、290.87亿元和268.72亿元，呈逐年下降态势，其中大部分金额用于基础设施建设。民航发展基金支出下降主要系其收入来源下降所致，其收入来源有两个：一是向航空运输企业征收，标准按照飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程设定，0.75~4.6元/公里不等。为落实减税降费要求，从2020年7月1日起该部分征收标准降低50%；在此基础上，2021年再降低20%，即降为原标准的40%。二是向乘坐航班旅客征收，乘坐除支线航班以外的国内航班旅客每人次50元，乘坐国际和地区航班的旅客每人次70元。流量以及征收标准的下降使得民航发展基金收支规模均呈下降态势。此外，运营期内机场可获得贷款贴息和中小机场补贴支持，根据布《关于印发民航基础设施建设贷款贴息管理暂行办法的通知》（民航发[2008]18号）²，贷款贴息资金来源于中央财政从民航机场管理建设费³中安排，贴息期限原则上按项目建设期再延长3年确定，该政策仅对银行贷款进行贴息。根据财政部、民航局2020年4月发布《关于修订民航中小机场补贴管理暂行办法的通知》，民航中小机场补贴范围为年旅客吞吐量在200万人次及以下的民用机场，资金来源同样来源于民航发展基金，修订后的补贴办法进一步加大了对中西部地区中小机场，尤其是对深度贫困、边疆边境、少数民族、革命老区、偏远落后和地面交通不便地区中小机场的支持力度。根据民航局网站公布的对中小机场补贴预算方案，2019年~2021年，该项补贴分别为15.18亿元、15.60亿元和24.78亿元，呈逐年上涨态势。2022年2月18日，国家发改委等十四部门报经国务院同意，下发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，其中针对机场行业进行纾困支持的措施包括：地方可根据实际需要，统筹中央对地方转移支付以及地方自有财力，支持机场做好疫情防控；统筹资源加大对民航基础设施投资力度。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

¹ 民航发展基金主要用于基础设施建设，还用于对支线航空、中小型民用运输机场进行补贴；加强持续安全能力和适航审定能力建设等。

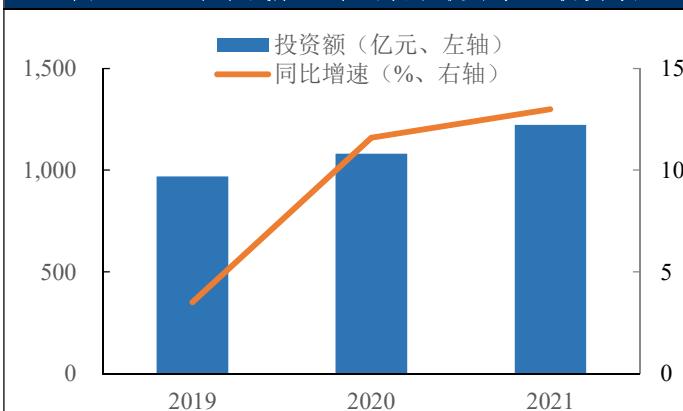
² 截至2022年11月末尚未有调整的政策文件出台。

³ 2012年4月1日起，民航机场管理建设费与民航基础设施建设基金合并为民航发展基金。

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。对受疫情影响严重的民航机场注册发行债务融资工具建立绿色通道。

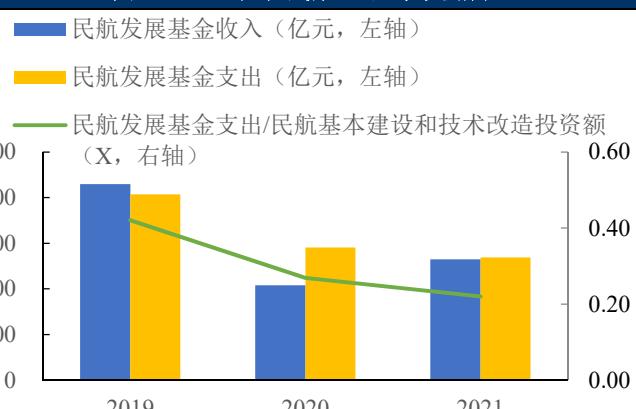
整体来看，近年来，民航发展基金支持规模有所收缩，机场项目建设的资本金结构或将受到影响，需关注在建项目的进展以及财政资金拨付安排和实际到位情况。同时，政策鼓励地方政府财政支持、银行加大信贷支持力度以及机场行业自身拓宽融资渠道，有助于机场行业外部支持的多元化，保障机场行业的资金需求。

图 10：近年来民航基本建设和技术改造投资额



资料来源：《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

图 11：近年来民航基金收支情况

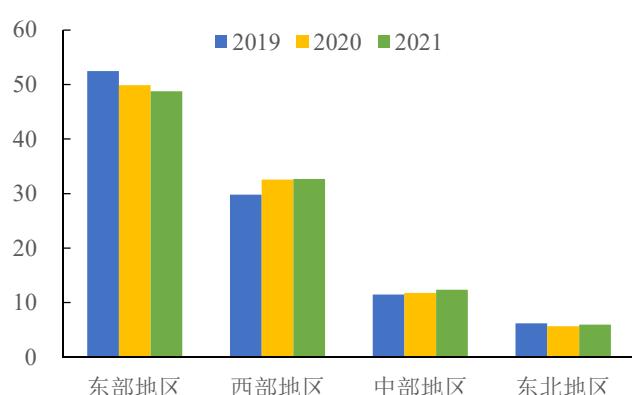


资料来源：《民航行业发展统计公报》及《全国财政决算》，中诚信国际整理

近年来，受国际航线锐减影响，东部地区旅客吞吐量占比逐年下滑，而中西部地区占比有所上升，未来随着国际航线逐步恢复，人员流动逐步放开，东部地区机场的优势地位仍难以撼动；高铁与航空运输的竞争仍将长期存在，机场企业未来将更加侧重于拓展中长程航线的服务。

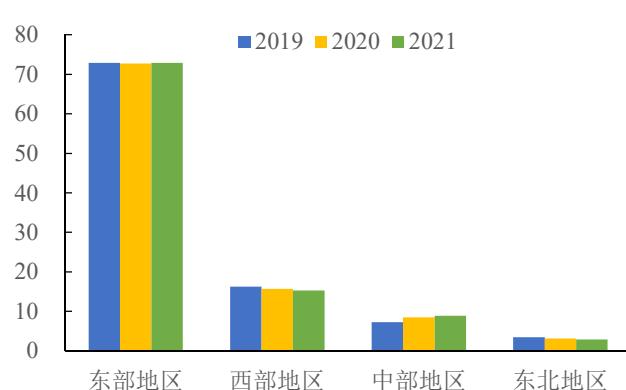
内部竞争方面，机场竞争力与腹地经济水平息息相关。相比其他地区，东部地区综合经济实力强，航空运输需求强，机场保障能力强以及航线时刻资源适度倾斜，以上因素共同作用下，东部地区完成的旅客及货邮吞吐量占比仍保持绝对领先的地位近三年占比保持在 48.00% 以上，领先其他地区机场表现。机场旅客吞吐量方面，2019~2021 年，东部地区机场旅客吞吐量占比逐年下滑，主要是由于东部地区枢纽机场特别是国际枢纽机场占比较高，疫情冲击下海内外交流阻塞导致东部地区机场旅客吞吐量受到的冲击最大。而西部地区机场受到的冲击相对较小，主要是由于西部地区中小机场占比相对较高。机场货邮吞吐量方面，东部地区韧性持续，在高基数下两年复合增速仍保持正增长，2021 年机场货邮吞吐量高达 1,298.8 万吨。中部地区机场货邮吞吐量占比逐年升高，主要系近年来中部地区产业结构转型升级，高附加产品占比提升，部分高附加值产品对航空运输的需求较高所致；近年来东北地区经济增长相对较慢，机场货邮吞吐量低于疫情前水平，增速落后于其他三个地区。具体机场来看，以 2021 年旅客吞吐量排名前二十的机场为样本，旅客吞吐量方面，各大机场 2020 年以后吞吐量均低于 2019 年，其中北京首都机场因大兴机场分流影响，降幅最大，上海浦东机场因国际航班大幅下降影响，降幅次之；货邮吞吐量方面，除首都机场因大兴机场分流吞吐量有所变化外，其他机场近年来变化幅度相对较小；飞机起降架次方面，整体变化情况与旅客吞吐量情况类似，此外武汉天河机场 2020 年受疫情冲击影响，机场起降架次降幅较大。整体来看，因地理条件、经济环境以及人口情况等核心因素难以发生颠覆性的变化，机场行业的内部竞争格局难以发生根本性的变化，中西部地区的发展空间较大，但东部地区的竞争优势仍将十分稳固。

图 12: 近年来机场旅客吞吐量地区分布占比 (%)



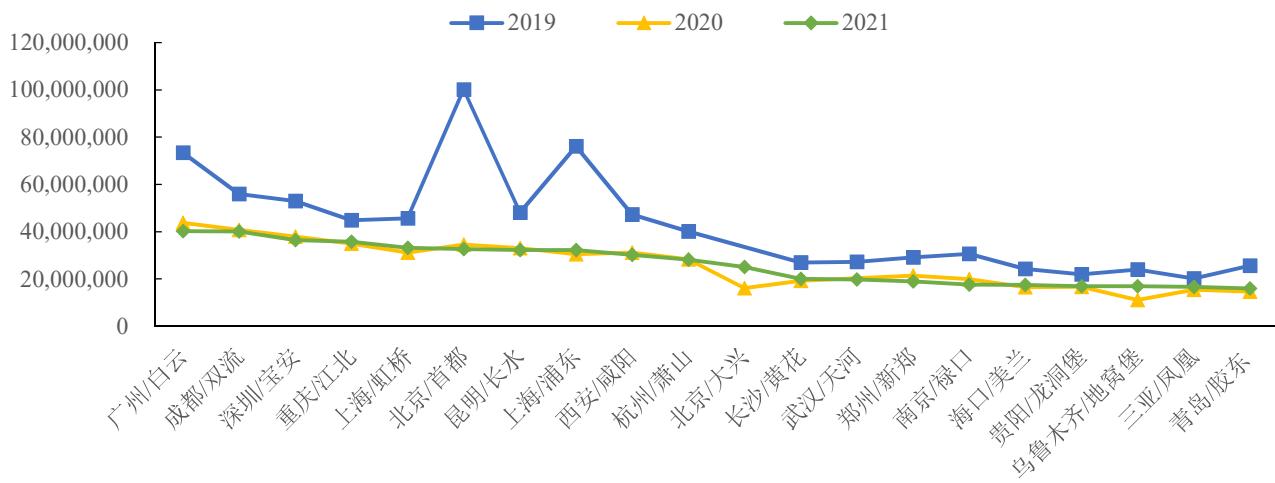
资料来源:《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

图 13: 机场货邮吞吐量地区分布占比 (%)



资料来源:《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

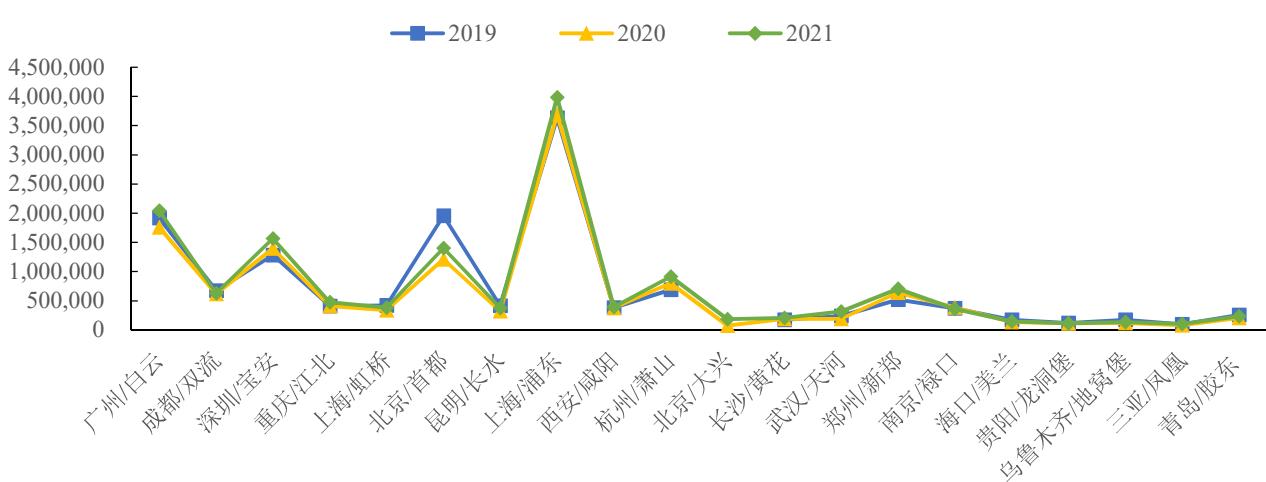
图 14: 部分民用运输机场旅客吞吐量排名情况 (人)



注: 1、排名按照 2021 年机场旅客吞吐量降序排列; 2、2021 年青岛流亭机场迁址青岛胶东, 青岛胶东机场 2019 及 2020 年数据为青岛流亭机场数据。

资料来源:《全国民用机场生产统计公报》，中诚信国际整理

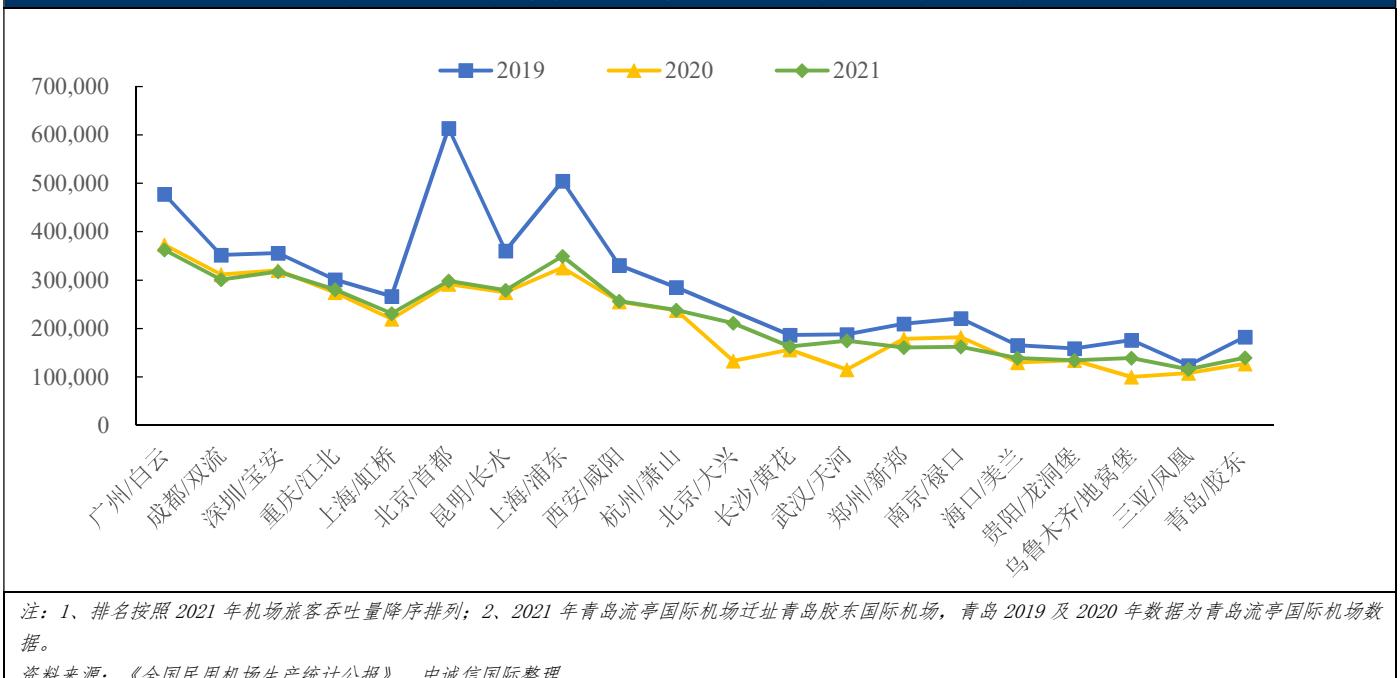
图 15: 部分民用运输机场货邮吞吐量排名情况 (吨)



注: 1、排名按照 2021 年机场货邮吞吐量降序排列; 2、2021 年青岛流亭机场迁址青岛胶东, 青岛胶东机场 2019 及 2020 年数据为青岛流亭机场数据。

资料来源:《全国民用机场生产统计公报》，中诚信国际整理

图 16：部分民用运输机场飞机起降架次排名情况（架次）

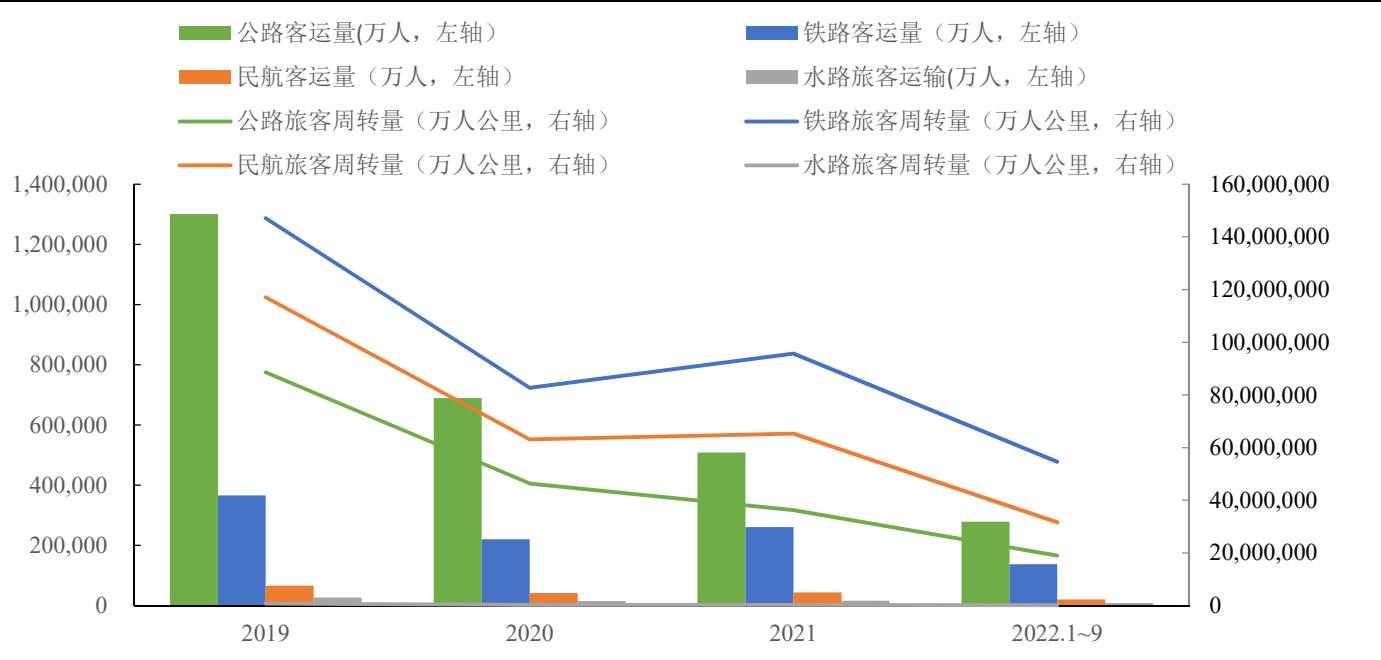


注：1、排名按照 2021 年机场旅客吞吐量降序排列；2、2021 年青岛流亭国际机场迁址青岛胶东国际机场，青岛 2019 及 2020 年数据为青岛流亭国际机场数据。

资料来源：《全国民用机场生产统计公报》，中诚信国际整理

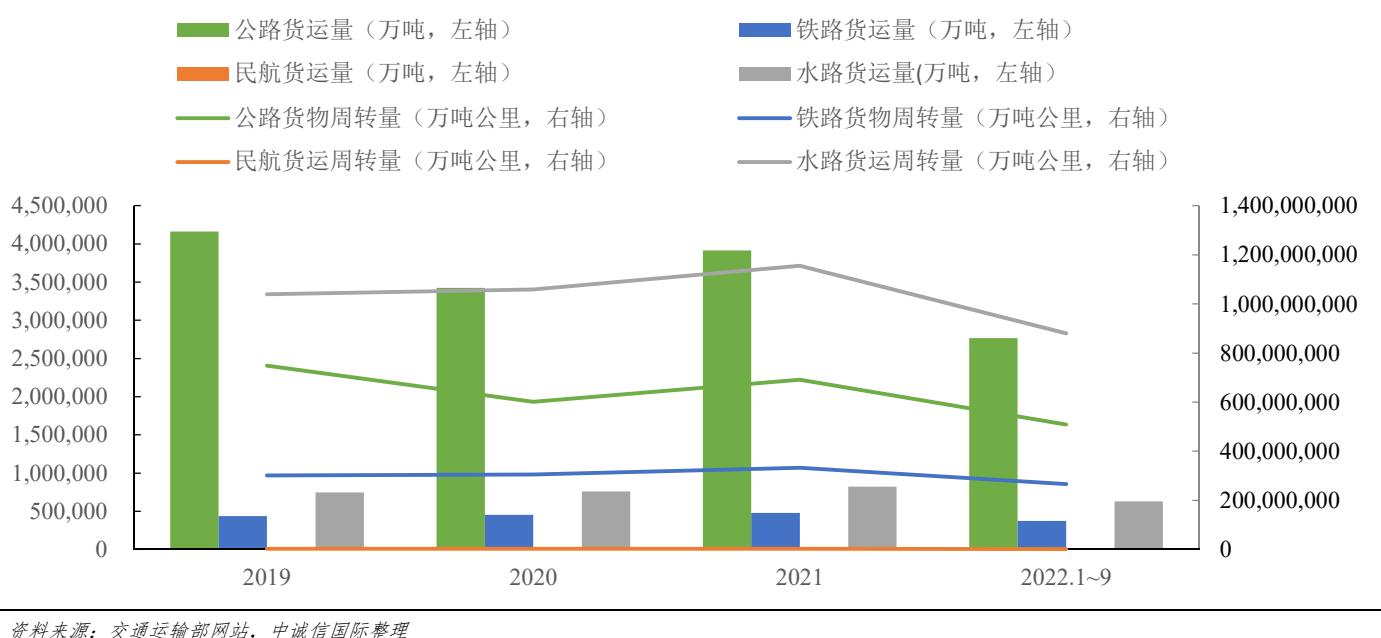
外部竞争方面，铁路、公路、水运及航空是我国主要的交通运输方式，其中铁路和航空在运距及时效性上最为接近，相较于航空运输，高铁具有车次密度大、正点率高、距市中心交通便捷等优势。高铁由于其上述特点，客流量增长很快，对沿线部分民用机场的相关短途航线造成冲击。具体来看，高铁在对航程 500 公里左右的航线冲击是颠覆性的，对于航程 800 公里左右的航线分流约 60% 的航空旅客，对于航程 1,000 公里左右的航线分流约 20% 的旅客，只有达到 1,500 公里以上，高铁基本不具影响力。此外，高铁对航空运输竞争还有以下三个方面的特点：一是一次性通车的高铁线路对重合航线的影响要大于分段开通的影响；二是商贸和旅游发达的城市航空运输受到高铁的冲击相对较小；三是受我国西高东低地形的影响，高铁对横向航线的冲击要小于纵向航线。面对高铁的竞争，中国民用航空局、国家发展改革委发布了《关于深化国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》等有关实行市场调节价的政策，航空业通过价格改革予以应对。同时，航空业通过拓展国际航线、开发支线航线和改善通达性等渠道，逐步消化了高铁运营十年以来造成巨大冲击，并在部分线路上通过一次售票、无缝中转和统一服务等方式拓展辐射圈，逐步形成“空铁联运”互利共赢的新局面，进而促进居民出行需求的增长。此外，机场行业在此基础上通过发展航空城和提升服务质量增强了机场在空铁竞争中的话语权，因此高铁的建设对机场行业进一步发展的影响已逐渐趋弱，但随着铁路网的逐步完善，对航空中短途运输的分流仍存在较大威胁。从新冠疫情对铁路运输和民航运输的冲击来看，客运方面，2020 年，铁路客运量和客运周转量同比下降 39.80% 和 43.79%，同期民航客运量和客运周转量同比下降 36.69% 和 46.08%，两种运输方式受影响的程度基本接近，2021 年铁路客运量和客运周转量为疫情前 2019 年的 71.36% 和 65.06%，同期民航客运量和客运周转量仅恢复至疫情前 2019 年的 66.76% 和 55.78%，民航恢复的速度明显不及铁路运输。货运方面，2020 年及 2021 年，铁路货运量和货运周转量保持增长，而同期民航货运量和货运周转量均未达到 2019 年疫情前水平，综上比较，民航受疫情的冲击较铁路运输更大。

图 17：2019 年~2021 年我国主要运输方式客运量情况



资料来源：交通运输部网站，中诚信国际整理

图 18：2019 年~2021 年我国主要运输方式货运量情况



资料来源：交通运输部网站，中诚信国际整理

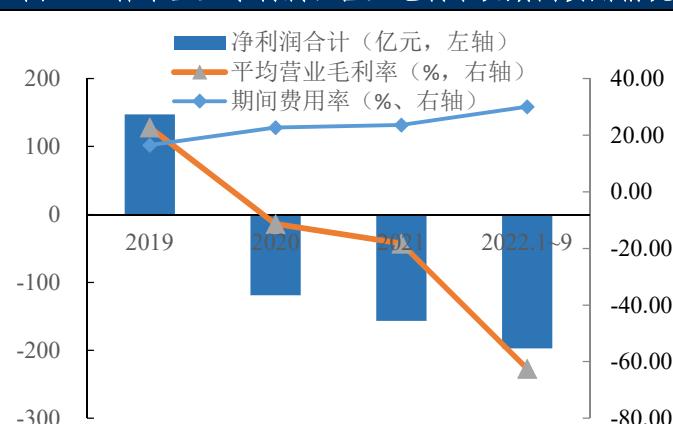
总体来看，新冠疫情对机场行业内外部的竞争格局均产生了一定的影响，但其影响相对有限，未来随着疫情防控政策的放开，人员流动逐步恢复，东部地区机场的优势仍将保持稳固，特别是北京、上海和广州机场的领先地位将更加明显；高铁对航空运输的竞争仍将长期存在，机场行业未来将更侧重于国际航线以及中长程航线的服务，以产生错位竞争。

受新冠肺炎疫情冲击影响，在机场流量及收费标准下降而成本费用上升的双向挤压下，机场行业盈利能力大幅下滑，随着疫情防控政策全面放开，民用机场行业需求将恢复，机场企业收入将得到恢复性增长，盈利能力将有所改善。

为研究机场企业盈利能力，获现能力和偿债能力的变动趋势，中诚信国际采用了截至 2022 年 10 月末国内债券市场具有存续债券的 13 家中大型机场企业作为样本。

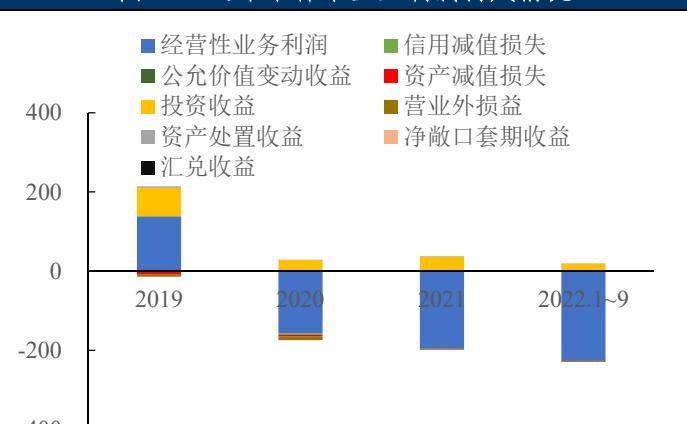
近年来，机场的业务模式并未发生改变，收入来源主要包括航空性收入和非航空性收入，前者具有公益性受政府定价影响，后者则受市场调节，二者均主要受机场流量尤其是旅客流量影响。作为疫情期间运输保供的重要环节，机场的公益属性更为突出，让利情况较明显。在此背景下，机场行业的整体盈利情况呈逐年下滑态势。从样本数据来看，2019~2021 年及 2022 年 1~9 月，13 家样本企业净利润合计数分别为 147.37 亿元、-118.8 亿元、-156.53 和-197.18 亿元，亏损规模持续扩大。从样本企业的利润构成来看，经营性业务利润持续亏损并逐年扩大系行业亏损的主要原因，新冠疫情爆发以来，客运量及飞机起降架次下滑明显。此外，民航局 2019 年开始推进民航降成本工作，2020 年以来为应对疫情降低机场收费标准，航空性业务收入和非航空性业务收入大幅收缩，虽然 2021 年同比有所回升，但仍远低于疫情前水平；而成本端主要受机场运营效率和固定资产折旧影响，相对比较稳定，由此导致行业毛利率逐年下滑；2022 年 1~9 月，客运量及飞机起降架次锐减，创新新冠肺炎疫情以来新低，行业毛利率进一步大幅下探。同时由于疫情相关支出增加以及债务规模扩大带动财务费用上升，机场行业期间费用率呈逐年增长态势，机场企业在收支两端双向挤压下，经营持续亏损，预计 2022 年全年机场行业同比亏损规模进一步扩大。

图 19：样本企业净利润、营业毛利率及期间费用情况



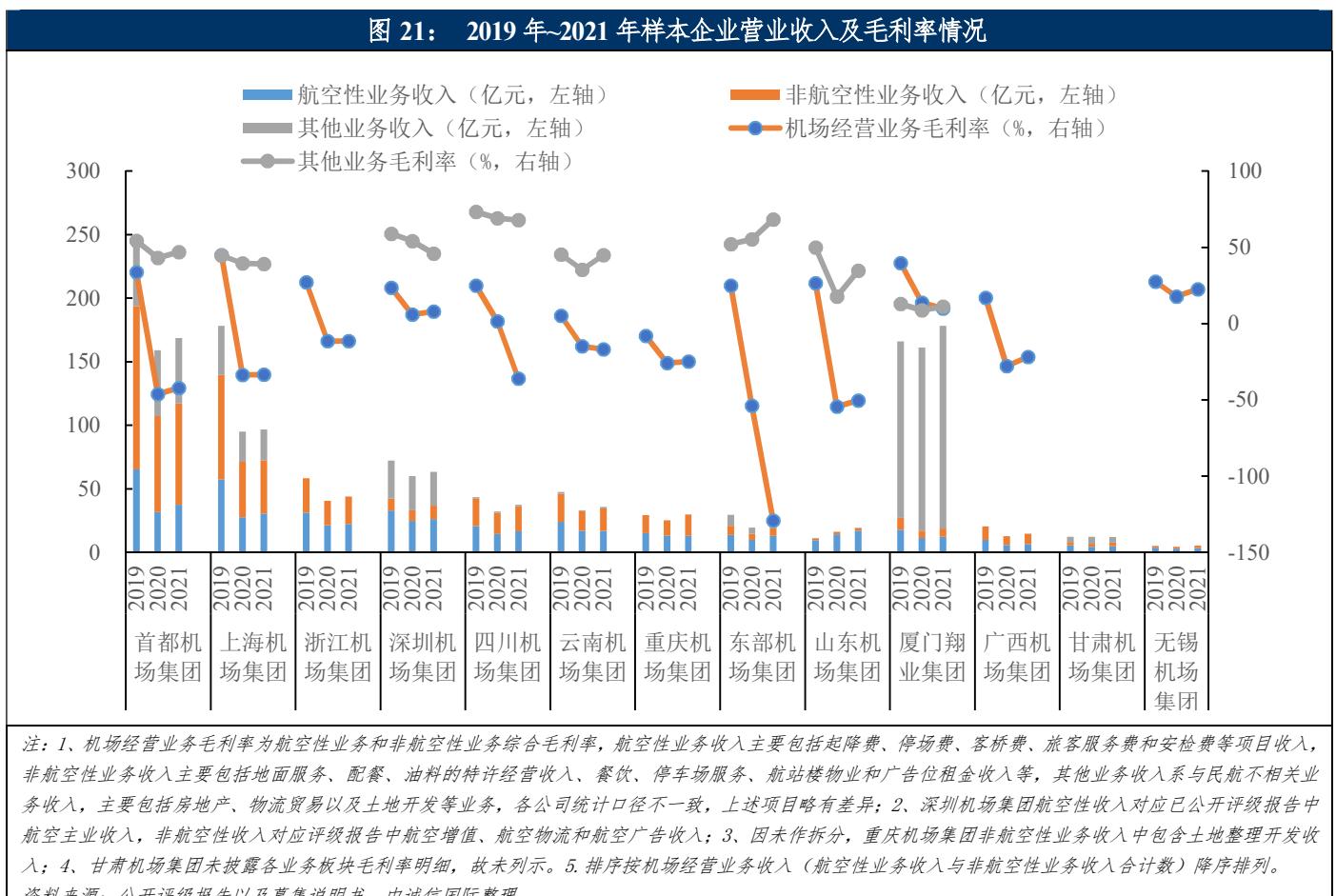
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 20：近年来样本企业利润构成情况



资料来源：《民航行业发展统计公报》及《全国财政决算》，中诚信国际整理

图 21：2019 年~2021 年样本企业营业收入及毛利率情况

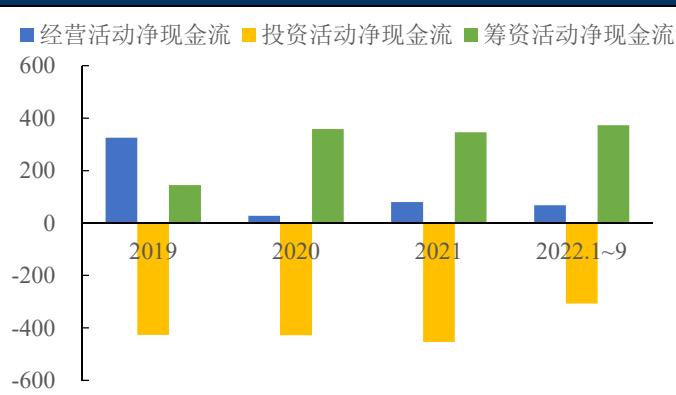


短期来看，疫情防控政策放开解除了人员流动的政策限制，但疫情大规模传播仍可能对出行产生不利影响，旅客流量的恢复仍受到一定制约，机场航空性及非航空性业务收入虽有望逐步回升，但迅速恢复到疫情前水平难度仍然较大。中长期来看，在国内经济稳增长的大前提下，民航运输需求将获得有力支撑，机场收入增长预期向好，但同时需关注随着新建及改扩建项目的逐步竣工结算，计提大额固定资产折旧和摊销对盈利空间产生的影响。

近年来，在经营活动净现金流及民航发展基金规模下降的情况下，机场行业迅速扩大融资规模以满足投资及偿债的资金需求，机场企业财务杠杆水平明显提升，但整体仍处于相对较低水平，偿债指标表现有所弱化，且分化较为明显。

现金流及财务杠杆方面，受业务量收缩影响，近年来样本企业的经营活动净现金流波动下滑。在增大航空基础设施建设政策的推动下，机场的建设支出保持较大规模，而在民航发展基金收支规模均下降的背景下，机场企业的经营及项目建设的资金需求对融资活动的依赖明显上升，2020 年以后筹资活动净现金流保持较大规模净流入状态。在融资渠道上，除间接融资规模扩大外，机场企业的发债规模明显走阔，2019~2021 年及 2022 年 1~9 月，机场企业的债券发行规模分别为 194.00 亿元、337.50 亿元、627.00 亿元和 522.50 亿元。在前述因素的推动下，机场企业的财务杠杆大幅上升，截至 2021 年末，样本企业总资本化比率为 35.57%，较 2019 年末增长 10.41 个百分点。随着机场新建项目的推进，以及民航发展基金规模受限，预计未来机场行业的财务杠杆水平或有进一步上升的动力，但目前整体杠杆水平仍处于相对较低水平，风险可控。

图 22: 近年来样本企业现金流情况 (亿元)



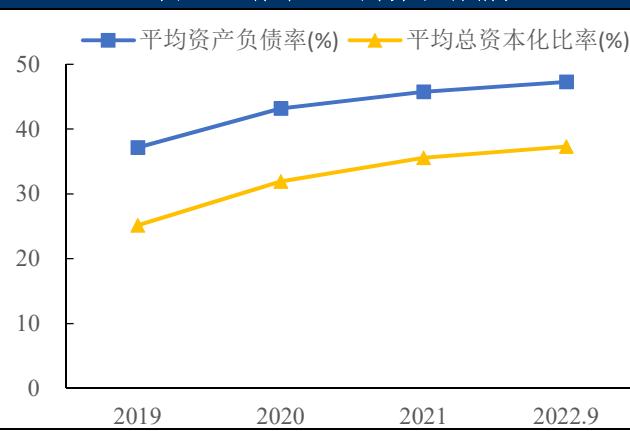
资料来源:《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

图 23: 近年来机场行业企业发债情况



资料来源:《民航行业发展统计公报》及《全国财政决算》，中诚信国际整理

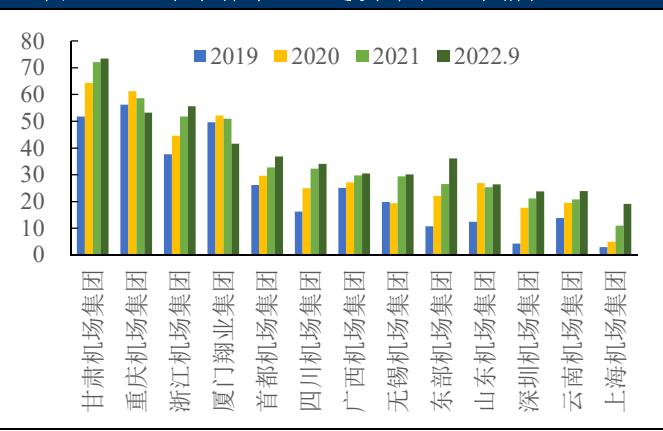
图 24: 样本企业财务杠杆情况



注:公开资料未披露 2022 年 9 月末公司总有息债务数据,表中 2022 年 9 月末总资本化比率根据 2021 年末情况估算数

资料来源:《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

图 25: 近年来样本企业总资本化比率情况 (%)



注:公开资料未披露 2022 年 9 月末公司总有息债务数据,表中 2022 年 9 月末总资本化比率根据 2021 年末情况估算数

资料来源:《民航行业发展统计公报》及《全国财政决算》，中诚信国际整理

偿债指标方面,近年来机场企业盈利能力弱化且财务杠杆水平上升,我国民用机场行业整体偿债指标表现有所弱化且不同机场企业偿债能力差异较大。其中,2021 年 EBITDA 利息覆盖倍数的最高值为 9.84 倍,最低值为-0.97 倍,平均数为 2.52 倍,中位数为 1.22 倍,一半以上的样本企业的 EBITDA 能够覆盖利息支出。2021 年总债务/EBITDA 最大值为 295.09 倍,最小值为 5.36 倍,平均值为 47.08 倍,中位数为 27.28 倍,分化较为明显。

表 4: 近年来样本企业偿债指标 (X)

机场公司	总债务/ETBITDA			EBITDA 利息覆盖倍数			FFO/总债务		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
上海机场(集团)有限公司	0.23	1.82	5.37	169.41	45.47	9.84	2.99	0.29	0.10
深圳市机场(集团)有限公司	0.60	3.99	5.36	47.81	10.52	7.78	1.30	0.18	0.15
无锡苏南国际机场集团有限公司	1.83	4.20	6.99	8.59	4.64	5.67	0.45	0.20	0.12
厦门翔业集团有限公司	5.11	9.10	7.86	5.85	4.23	3.76	0.12	0.11	0.03
甘肃省民航机场集团有限公司	6.82	10.43	15.42	7.00	2.47	1.97	0.57	0.50	0.30
浙江省机场集团有限公司	9.64	47.44	27.28	2.79	0.66	1.31	0.12	0.02	0.02
云南机场集团有限责任公司	6.24	-258.23	57.79	49.26	-0.79	1.22	0.12	-0.02	-0.02
首都机场集团有限公司	3.00	-143.53	30.31	7.64	-0.22	0.83	0.16	-0.03	0.00
广西机场管理集团有限责任公司	4.94	-994.00	61.28	8.10	-0.03	0.52	0.36	0.02	-0.02
山东省机场管理集团有限公司	1.82	-77.61	51.68	16.15	-0.30	0.41	0.37	-0.42	0.24

重庆机场集团有限公司	37.56	73.47	78.66	0.78	0.37	0.38	0.05	0.09	0.10
四川省机场集团有限公司	5.06	28.98	295.09	6.37	1.77	0.10	0.17	0.03	0.00
东部机场集团有限公司	1.67	24.68	-31.02	9.72	0.78	-0.97	0.67	0.13	0.06
平均值	6.50	-97.64	47.08	26.11	5.35	2.52	0.57	0.08	0.08
中位数	4.94	4.20	27.28	7.64	0.66	1.22	0.17	0.03	0.03

注：1、以 2021 年 EBITDA 利息覆盖倍数降序排列。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，近年来机场企业经营活动净现金流入收窄，而投资活动则保持较大规模净流出，在民航发展基金支持力度减弱的情况下，机场企业融资规模迅速扩大，财务杠杆有所攀升，整体偿债指标表现有所弱化。短期来看，机场行业投资仍将保持较大规模，而民航发展基金等建设支持资金或难以扩大规模，机场企业财务杠杆有进一步上涨的动力，偿债指标表现随着行业景气度提升或将有所回升；长期来看，机场行业受政府支持程度高，总体财务杠杆将维持健康，偿债情况亦有所保障。

结论

综上所述，受新冠肺炎疫情冲击以及国内经济增速放缓的影响，近年来我国机场行业需求明显下降，而机场投资规模大、建设周期长，统筹协调资源需要经验和时间累积，供给能力以及行业竞争格局未发生根本变化，另外在收费标准下降、民航发展基金规模收缩而投资保持较大规模的影响下，机场行业的经营获现能力下滑，融资需求大幅提升，财务杠杆呈逐年升高态势，偿债指标表现亦有所弱化。但是机场行业的整体杠杆水平仍然相对较低，且随着疫情防控政策的放松，机场流量有望触底反弹，随着新建机场的逐步投入，机场供给能力有望逐步提升，行业景气度有望逐步恢复。作为航空运输领域的基础保障行业，机场行业的重要程度仍无法替代，政府的支持程度依然很高。整体来看，中诚信国际认为中国民用机场行业未来12~18个月总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平，行业展望为负面改善。与此同时，中诚信国际也将持续关注疫情政策放松后旅客出行需求的恢复情况、未来资源的利用情况、在建项目的推进以及资金到位情况、企业杠杆水平和盈利能力以及外部支持等因素对民用机场行业信用水平的影响。

附表一：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、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。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
侯一甲	企业评级部	高级副总监
肖 潘	企业评级部	高级分析师
钟 婷	企业评级部	高级分析师
李路易	企业评级部	分析师
谢 杰	企业评级部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 5, Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing, PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>