

# 机场运营企业信用评级方法

2018 年 12 月



**联合资信评估有限公司**

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com) [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

# 机场运营企业信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断机场运营企业主体信用风险的主要评级要素，是评定机场运营企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖机场运营企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。机场运营企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

## 一、适用范围

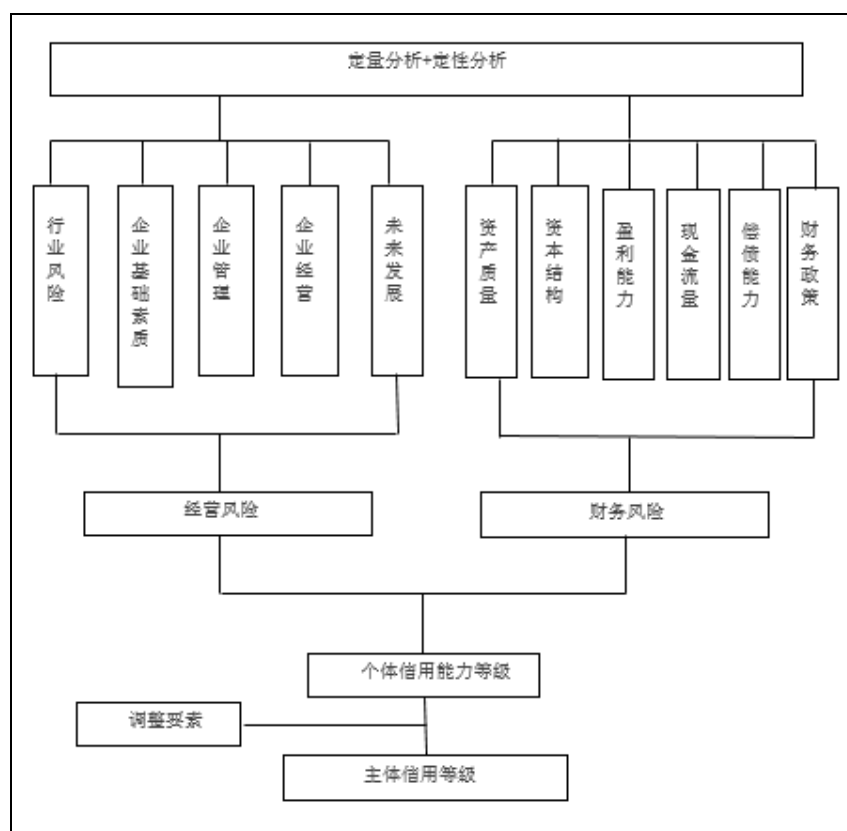
《中华人民共和国航空法》（国家主席令 1995 年第 56 号）第五十三条规定，民用机场是指专供民用航空器起飞、降落、滑行、停放以及进行其他活动使用的划定区域，包括附属的建筑物、装置和设施，不包括临时机场。《民用机场管理条例》（国务院令第 553 号）将民用机场分为运输机场和通用机场，运输机场是指从事旅客、货物运输等公共航空运输活动的民用航空器提供起飞、降落等服务的机场。联合资信机场运营企业主体长期信用评级方法适于以运输机场建设、运营和管理为主业的机场运营企业。

## 二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对机场运营企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



本报告并未包括机场运营企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断机场运营企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

### 三、评级要素

#### （一）经营风险评级要素

##### 1、机场行业分析

###### 宏观经济对行业的影响

宏观环境的分析主要包括对特定时期的宏观经济形势的分析以及对宏观调控政策，包括货币政策、税收政策和政府投资政策等的分析。由于机场运营企业收入主要来自于提供客货过港及地面运输服务、机场内的商品零售和营业面积出租等。当宏观经济形势较好时，航空商务、旅游的客流量和货物运输量都会稳步增加，使机场的客货过港收入和商品零售收入上升。反之，宏观经济增长速度的减慢会使航空客流量和货物运输量停滞甚至下降，机场的收入也将受到不利的影响。

联合资信对宏观经济环境的分析将重点关注：

- （1）我国 GDP 及增速、人均可支配收入及增速；
- （2）宏观经济调控政策变化方向、可能性以及对机场行业的市场需求、固定资产投资的影响。

###### 行业特点

机场行业分析是对机场运营企业主体进行信用评级的基础。联合资信之所以重视行业状况的分析，是因为了解机场运营企业所处行业的基本情况，有利于分析和准确判断机场运营企业的发展趋势、经营环境、外部支持，以及营运状况、财务状况等因素可信性，为最终较为准确地判定机场运营企业的主体信用等级提供必要的依据和支持。

机场运营企业经营状况除了受宏观经济环境影响较大外，还表现出以下特点：

- （1）与航空公司关系紧密，受航空运输业的影响很大

机场运营企业与航空公司是民航运输的两大组成部分，二者在经营合作中有着密切的关系。首先，航空公司是机场运营企业的主要服务对象和收入来源，机场运营企业的业务规模在很大程度上取决于航空公司的航线网络构建和

航班运力投入，受航空运输业的影响很大，大型航空公司对基地机场的选择决定了机场在业务竞争中的长期地位；其次，航空公司通过机场开辟航线，在中转旅客运输中，机场的地理垄断优势会吸引航空公司选择其为中转枢纽；第三，目前主要航空公司均与其基地机场有着紧密的业务关系，而机场运营效率的高低将直接影响航空公司在客货竞争中的实力。因此，机场与航空公司之间有着相互依存、相互促进的关系。

### （2）具有一定的地域垄断性

航路、净空条件、建设用地等资源的稀缺性，导致机场行业有较高的进入壁垒，在一定地理范围内具有垄断性，其地理位置很大程度上决定了其面临的竞争态势。同时，每个机场都有一定的辐射半径，机场间的竞争关系往往存在于交叉覆盖的区域内。

### （3）经营受到政府管制

机场作为特殊的交通运输基础设施，机场建设以及收费管理方面均受到中国民用航空局等政府部门的严格管理。

基于以上行业特征，在机场行业方面主要的分析内容包括：行业运行、行业竞争、行业政策和区位条件及腹地经济。

## 1) 行业运行

经过多年的建设和发展，中国机场体系已经形成，机场密度逐渐加大，机场等级和规模逐步提高。根据《2018 年民航机场生产统计公报》，截至 2018 年底，中国境内民用航空颁证机场 235 个（不含香港、澳门和台湾地区，下同），其中定期航班通航机场 233 个、定期航班通航城市 230 个；2018 年新建、迁建运输机场 9 个。

目前中国机场区域分布的数量规模和密度与区域经济社会发展水平、经济地理格局基本适应，已经形成了以北京、上海、广州等枢纽机场为中心，以昆明、西安等省会或重点城市机场为骨干以及众多其他城市干、支线机场相配合的基本格局。民航总局将机场分为一类 1 级、一类 2 级、二类、三类，2017 年 1 月中国民航局下发《关于印发民用机场收费标准调整方案的调整》（民航发

【2017】18 号），对机场分类名录进行了调整：广州白云机场调升为一类 1 级机场，昆明长水机场调为二类机场，天津滨海机场和南宁吴圩机场调升为二类机场，济南遥墙机场和桂林两江机场调为三类机场。

表 1 中国民航机场分类

| 机场类别   | 机场                                                                     |
|--------|------------------------------------------------------------------------|
| 一类 1 级 | 北京首都、上海浦东、广州等 3 个机场                                                    |
| 一类 2 级 | 深圳、成都、上海虹桥等 3 个机场                                                      |
| 二类     | 昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁等 20 个机场 |
| 三类     | 除上述一、二类机场以外的机场                                                         |

资料来源：中国民用航空局《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)

注：该机场分类具有一定时效性，或会随政策变动有所调整。

从机场生产指标看，近年来中国机场旅客吞吐量维持稳定增长，国际航线增长明显；货邮运输量、飞机起降架次平稳增长。

联合资信对机场运行的分析将重点关注：

(1) 民航运输需求（民用航空客运量、民用航空货运量等）、机场规模变化；

(2) 分航线、分区域分析旅客吞吐量、货邮吞吐量、飞机起降架次、行业排名等指标；

(3) 受评机场所属等级。

## 2) 行业竞争

联合资信认为，机场行业经营效益与航空运输业的形势密切相关，航空客货运输虽然方便快捷，但其费用高于公路、铁路和水路运输的费用。随着中国高速公路、高速铁路网络及管道运输的发展，航空公司在中短途运输市场面临的分流压力明显，机场行业也会受到一定冲击。另外随着高铁、高速公路的快速发展，不同机场的辐射范围出现重合，周边相关机场之间的竞争加剧，且近年来国内新建机场较多，投入使用后将进一步分流现有机场的旅客。

在区域市场中，联合资信主要关注机场运营企业所在区域经济产业环境及其发展前景、机场定位及排名情况等。

联合资信对行业竞争的分析将重点关注：

(1) 机场运营企业所在区域内机场数量、各自的定位（枢纽机场、干线机场、支线机场）以及吞吐量排名情况；

(2) 区域交通现状及规划（公路及铁路未来开通规划）。

### 3) 行业政策

联合资信认为，机场行业是为国民经济活动提供运输服务的基础性行业，与宏观经济活动和航空运输业息息相关，并且机场具有一定的战略性和公益性，因此国家规划对机场的布局规划、功能定位、收费体制等方面影响较大。

联合资信对行业政策的分析将重点关注：

(1) 机场群布局及功能定位（国际枢纽、区域枢纽或地区机场）；

(2) 机场收费调整政策等；

(3) 其他相关产业政策（如一带一路政策、临空经济政策、航空运输业、旅游业、物流业相关政策等）。

### 4) 区位条件及腹地经济

此部分主要考察受评机场是否具备旅游、商务、出入境、转运等地理优势，机场腹地经济规模及多样性，包括但不限于机场运营企业所处机场经济腹地范围、经济腹地经济实力及产业多样性、人均消费水平、城镇化水平、交通运输等经济指标。

联合资信认为，规模较大、硬件设施条件较好，且位于国际门户城市、区域交通枢纽、经济、政治中心以及旅游城市的机场，通常拥有较强的竞争优势，信用等级较高。

同时，机场腹地经济的发展程度决定了客货运输需求，腹地经济越发达，客货资源的运输需求就越大，机场的客货吞吐量和飞机起降架次数量就越大。同时，如果受评机场腹地严重依赖于某单一周期性行业，那么会不利于机场运营企业信用级别的提升。

联合资信对区位条件及腹地经济的分析将重点关注：

(1) 受评机场是否具备旅游、商务、出入境、转运等地理优势；

(2) 机场运营企业所处机场经济腹地范围、GDP 规模及增长趋势、人均

消费水平、城镇化水平、交通运输等经济指标；

（3）腹地产业多样性以及稳定性。

## 2、企业基础素质

### 企业性质

此部分主要考察机场运营企业的企业性质，机场的规划、投资、建设、运营等受到国家民航总局等国家机关的高度管理，目前国内机场以中央控股和地方政府控股为主，在获取土地资源、资本金注入、政策支持和业务拓展方面具有优势，后续经营稳定性较强，风险相对较低。清晰的股权结构也有利于公司经营治理。对于国有股权占比较小或外资持股的机场运营企业，其获得的资本金注入、政策支持以及业务拓展等方面的外部支持或相对较小。

联合资信对企业性质的分析将重点关注：

（1）企业的所有制形式；

（2）股东实力。

### 企业规模

此部分主要考察机场运营企业所在机场的枢纽地位、旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次排名、基础设施条件（飞行区等级、停机位、跑道、航站楼等）、通航城市和通航线路、高峰小时容量（架次）、基地航空公司、第五航权开放等情况。

机场运营企业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现。在业务规模分析方面，旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次是决定机场规模的关键因素，是判断机场是否属于枢纽机场（国际枢纽机场或区域枢纽机场）的主要标准之一，是竞争力和竞争地位的直接体现。

机场业务规模除受区位条件影响外，还受其基础设施建设水平的限制。机场拥有的飞行区等级决定了其能保障起降的机种范围，跑道数量以及航路、时刻等空管资源则限制了机场拥有的起降空间。机场跑道与停机位数量、通航点数、航线数量越高越利于旅客及货物从机场周转的效率，具备上述优势的机场运营企业具有较高的信用水平。

航线网络是机场的核心价值所在，机场运营企业需要与航空公司合作拓展和完善航线网络，引进航空公司以自身为基地是机场航线网络拓展的主要手段，基地航空公司对机场业务量有重要影响。受评机场基地航空公司的数量越多、实力越强，其吞吐量与抗风险能力也越有保障，因此也具备越强的信用水平。

第五航权即第三国运输权，为市场准入权授权国允许承运人的定期国际航班在授权国下载来自第三国的客、货，或从授权国装载客、货飞往第三国，第五航权的开放使本国航空公司飞往第三国的航线客源与货源受到了分流与竞争，但对机场运营企业来说国际业务发展空间得以增加。

联合资信认为，机场运营指标排名和所属等级越高，获得地方政府支持、航线及航班时刻资源、客户和外部支持的可能性越大，竞争能力和抵御风险能力越强，经营风险越低，并且吞吐量规模较大的企业也能够摊薄固定成本，通常具有更好的盈利能力。

联合资信对企业规模的分析将重点关注：

- （1）机场的旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次排名；
- （2）基础设施条件、通航城市和通航线路、高峰小时容量（架次）、基地航空公司、第五航权开放等情况。

### **外部支持**

机场作为国民经济重要的基础设施，在建设、运营等方面得到国家民航总局和地方政府的支持力度较大。机场运营企业较大的资本性支出主要为机场新建项目、改扩建工程，资金来源包括中央预算内投资、民航发展基金、各级政府拨款、股东拨款、自筹及银行贷款，其中民航发展基金规模有限，政府及股东拨款差异化较大，主要取决于政府及股东财力水平。

民航局对机场的民航发展基金补贴分为资本性补贴和费用性补贴，费用性补贴通常为民航中小机场运营补贴和贷款贴息等，资本性补贴是指国家以建设费留成部分给予机场的专项投入、建设费返还。

地方政府对机场运营企业的支持体现在机场建设资金支持、税收优惠、财政补贴等方面。重点关注机场建设（包括新建和改扩建）中地方政府对公司的

资金支持比例、拨款进度、以及机场运营企业在其他融资过程中政府的协调作用。

联合资信对外部支持的分析将重点关注：

（1）机场运营企业股东、所在地方政府的综合实力强弱以及获得的支持力度及可持续性；

（2）民航局支持力度及可持续性。

### 3、企业管理分析要素

#### 法人治理结构

此部分主要考察机场运营企业公司法人治理结构，即公司的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对公司的中长期发展具有特别重要的意义。

联合资信认为，在机场运营企业出现困难时，公司法人治理结构的重要性和作用就会凸现出来。因而，应重点关注股权结构与企业独立性、股东权利与保护、董事会的独立性和运作情况、公司实际的领导体制、重大事项决策机制、董事和高级管理人员的遴选与聘任制度、企业对高级管理人员的激励机制、监事会的运作规则与运作情况等。

联合资信对法人治理结构的分析将重点关注：

- （1）股权结构与企业独立性、管理架构的合理性；
- （2）三会运作的机制及决策机制；
- （3）董事和高层管理人员的遴选与聘任制度。

#### 组织管理制度及执行情况

联合资信认为，对机场运营企业的管理分析，难以以一些量化的指标作为分析判断的依据，只能从公司的组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，以及对其整体管理水平进行全面考查。我国机场运营企业多数为国有企业，其高级管理人员主要由国资委任免，相应的管理体制健全，管理架构设置合理，监督制度完善。

企业管理制度及执行方面，需关注组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从运行管理（包括安全管理、运行效率管理）、项目管理、战略管理、投资管理、人力资源管理、招投标体制、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核、投融资与担保管理等方面对机场运营企业进行分析。

联合资信对组织管理制度及执行情况的分析将重点关注：

- （1）组织机构设置完备性、管理职责明确性、规章制度健全程度；
- （2）内部制约效果、人事管理和激励措施有效性。

### **领导和员工素质**

此部分主要考察机场运营企业领导和员工的素质，包括现任董事长、总经理，以及员工整体素质情况。

联合资信认为，机场运营企业现任高级经营管理人员（副总以上）的学历、年龄、工作经历及行业经验，以及领导班子的团结合作及稳定性等是影响企业经营利润的关键因素。此外，员工的文化水平、技术职称、年龄结构、培训情况，以及员工的来源与稳定性等需符合机场运营企业所处行业特点，满足机场运营企业的生产经营需要。

联合资信对领导及员工素质的分析将重点关注管理人员的行业经验和员工素质。

## **4、经营分析**

### **收入和业务结构**

机场运营企业运营收入可分为两大类：航空性业务收入与非航空性业务收入。其中，航空性业务体现类公益性，非航空性业务体现收益性，机场运营企业可通过高毛利的商业服务、免税服务来弥补投资和运营成本。

#### **（1）航空性业务**

中国机场收费项目分为航空性业务收费、非航空性业务重要收费、非航空性业务其他收费三类，其中，航空服务业务收入主要来自提供保障飞机起降与客货进出港等服务，收费项目包含飞机起降费、停场费、客桥费、旅客服务费

和安检费等，如下表所示。

**表 2 中国民航机场收费分类标准**

| 分类           | 项目                                       | 收费标准                                                                                                                                             |
|--------------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 航空性业务收费      | 起降费、停机费、客桥费、旅客服务费、安检费                    | 地面服务的基本项目基准价全部上调，但不同类别机场收费方式有所差异，二、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目的收费标准仍执行政府指导价，一类机场中，两家及以上地面服务提供商运营的机场，基本项目可在基准价基础上上浮不超过 10%，其他项目均实现市场调节价，另外旅客服务费优惠标准取消。 |
| 非航空性业务重要收费项目 | 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、地面服务收费 | 二、三类机场内航内线地面服务基本项目仍实行政府指导价，其余由实行政府指导价调整为实行市场调节价。                                                                                                 |
| 非航空性业务其他收费   | 上述以外的其他收费项目                              | 原则上以市场调节价为主                                                                                                                                      |

资料来源：中国民用航空局《关于印发民用机场收费收费标准调整方案的通知》(民航发[2017]18号)，联合资信整理。

注：该收费标准具有一定时效性，或会随政策变动有所调整。

航空性业务收费标准执行政府指导价，受评企业几乎没有自主定价权，该业务毛利率较低。因此，航空服务业务的收入增长主要来自业务规模的扩大。旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次是机场生产经营的重要指标，是决定机场航空性收入的关键因素。一般而言，机场国际业务收费标准高于国内，国际业务占比越大，机场收入规模相对较高。

联合资信认为，此处需要考察机场运营企业近年来的生产运营指标的规模以及增幅情况、行业排名、国内国际业务占比情况、航空性业务收入规模及稳定性。

## (2) 非航空性业务

非航空性业务收入包括特许经营、商业出租、基于机场资源的其他衍生业务所带来的经济利益流入。不同于航空性业务，非航空性业务中，除二、三类机场内航内线地面服务基本项目仍执行政府指导价外，其他非航空性业务收费均执行市场调节价。非航空性业务按照市场规律运作，随着业务量的扩大，客货流资源日益丰富，非航空性业务收入具有比航空业务收入更广阔的发展空间，如候机楼内广告媒体的价值和商业场所的租金都会因客流量的增长快速增值。此外，国际出港占比较高的机场还拥有机场免税店这一特殊业态，该部分业务市场定价，毛利率较高，对机场运营企业的盈利构成正面影响。

联合资信认为，非航空性业务由于受到的价格管制相对宽松，因而收入和利润弹性更大，同时非航业务也能反哺航空业务，改善旅客体验，增强机场竞争力。

联合资信对收入和业务结构的分析将重点关注：

（1）机场运营企业生产运营指标的规模以及增幅情况、行业排名、航空性业务收入规模及稳定性、国内国际业务占比情况；

（2）机场运营企业收入规模及稳定性情况、航空性业务和非航空性业务的收入结构及毛利率情况、非航空性业务发展运营的稳定性、盈利空间的增长。

### **安保运营情况**

联合资信认为，机场作为重要的交通基础设施，安全事故的发生将对机场的正常经营造成严重影响。因此，应重点关注机场运营企业对国家有关安全生产的法律、法规、标准等的贯彻落实情况；是否发生过安全责任事故，是否因此受到过主管部门处罚。

联合资信对安保运营情况的分析将重点关注：

（1）机场运营企业安全运营方面制度的完善性、企业操作规范的详尽性及执行情况；

（2）历史安全事件数量及影响程度。

### **未来发展**

机场建设方面，关注机场新建或改扩建的必要性，项目政府审批文件、建设周期、资金来源、筹资进展、建设进度、后续支出计划等，结合公司自身经营情况分析筹资压力大小。

联合资信认为，不同级别机场的产能扩建项目需区分对待，对于枢纽机场，稳定提升的流量是其消化产能的基础，未来随着机场跑道和航站楼的陆续投产，其产能瓶颈将逐渐解除。但对于非枢纽机场，若其重大在建项目完工以后产能消化不足，不仅在建时期给企业带来较重的资金支出压力，完工后在建项目转固计提折旧也会给企业带来沉重的成本负担，影响其盈利性。

未来发展方面，需关注受评企业在收购其他机场资源、引进基地公司、拓展航线网络等方面的经营发展规划，判断其战略的合理性及可行性。

联合资信对未来发展的分析将重点关注：

- (1) 机场运营企业所在机场的新建或改扩建的必要性、后续支出计划、筹资压力大小等；
- (2) 在收购其他机场资源、引进基地公司、拓展航线网络等方面的经营发展规划，判断其战略的合理性及可行性。

## (二) 财务风险评级要素

机场运营企业的财务分析以评价其财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力、财务政策等为主要目的。一般来说，应从以下几方面分析：

### 1、财务信息质量

重点分析会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明。企业合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否具有可比性。另外，应对公司所采用会计政策做出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

联合资信对财务信息质量的分析将重点关注：

- (1) 审计机构从业资质、会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论；
- (2) 合并范围变动及可比性；
- (3) 会计政策调整。

### 2、资产质量

此部分主要考察机场运营企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的变现能力和价值真实性；资产受限情况等。

联合资信认为，机场运营企业资本密集型特点明显，其资产构成以非流动资产为主。流动资产主要由货币资金、应收帐款、其他应收款构成。机场运营企业获现能力较强，货币资金充裕；应收帐款以应收各航空公司机场服务费和

货运代理费为主，通常规模不大，账龄较短；其他应收款一般为与股东、关联企业之间的往来款等，需关注欠款账龄、集中度、年度变化情况，以及欠款企业性质、经营情况等，并评估其款项回收风险及对企业造成资金占用情况等。

机场运营企业具有重资产的运营特征，非流动资产占总资产的比重较大。受行业特征影响，机场运营企业固定资产规模较大，固定资产折旧是企业固定成本的重要组成部分，企业所采用的折旧方法对企业的偿债能力、信用水平产生重大影响。机场运营企业如有重大的改扩建项目，则在建工程规模一般较大，工期以长期为主，对企业的资金压力要求较大。

联合资信对资产质量的分析将重点关注：

（1）机场运营企业的资产构成，包括分析各项资产在总资产中的比例，资产结构及变化趋势；

（2）货币资金充裕度、应收类款项回收风险、固定资产折旧和抵押、在建工程进展及资金来源；

（3）资产质量、受限情况。

### 3、资本结构

此部分主要分析：（1）机场运营企业债务规模、构成以及债务负担；（2）机场运营企业所有者权益的构成，判断所有者权益的稳定性。

联合资信认为，机场运营企业的资本结构对分析其财务风险尤为重要，一般来说，经营激进的机场运营企业，财务杠杆高，债务负担重，面临的偿债压力较大，信用风险也较高，再融资能力也将受限；反之，财务政策保守的机场运营企业信用风险相对较低，但也可能丧失未来发展机会。机场运营企业的债务占负债比重较高，全部债务资本化比率更好地反映了企业的财务杠杆，因此，通过分析机场运营企业的资产负债率、全部债务资本化比率来衡量机场运营企业债务负担轻重程度；通过分析债务结构、负债结构与资产结构的匹配程度、长期债务资本化比率等来衡量企业债务结构是否合理。此外，联合资信还要考查以下方面：

#### 所有者权益

此部分主要考察机场运营企业所有者权益结构稳定性。

联合资信认为，所有者权益是机场运营企业资本结构的最重要的组成部分，是其债务的重要保护基础，应重点核实其所有者权益各年的变化情况，对于新增的权益要有切实的来源。同时，还应结合企业未来的发展战略和主要措施，对未来的所有者权益的变化进行预测。

### **债务特征及变化趋势**

此部分主要考察机场运营企业债务特征及变化趋势，包括债权人、金额、偿还方式、期限、利率、担保方式等；债务期限、币种结构及其变化趋势；全部债务的偿还期限分布、偿债计划。

### **负债水平及变化趋势**

此部分主要考察机场运营企业负债水平及变化趋势，包括资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率等，及其变化趋势；担保比率及其变化趋势。

联合资信认为，对于机场运营企业集团，还应同时分析集团本部及汇总的银行授信情况。

### **或有负债、重大诉讼等其他情况**

此部分主要考察影响机场运营企业信用水平的其他情况，包括或有负债、重大诉讼等。

联合资信认为，机场运营企业的或有负债虽然不在资产负债表中反映，但有些或有负债实际上与资产负债表中的负债是等价的，在一些情况下也需要其偿还。具体来说，机场运营企业的或有负债主要是其对外提供的借款担保等，重点分析担保额是多少、担保的性质、期限，以及是否取得反担保条件等，如有可能还应了解被担保人的经营情况。从现实情况看，机场运营企业的或有负债过高，是存在一定风险的，被担保人一旦不能按期偿还到期债务，受连带偿还责任的影响，导致其偿债压力增大。同时，机场运营企业的重大诉讼也有可能产生重大的支付，并对企业的声誉会产生不良的影响，对其融资便利和弹性会产生负面影响。此外，生产安全事故等重大事项有时也会对机场运营企业的信用状况产生不利影响，对其进行评价也是非常重要的。

联合资信对资本结构的分析将重点关注：

- （1）企业债务规模；
- （2）有息债务构成、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。关注长短期债务结构、资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标；
- （3）资本实力及其稳定性；
- （4）债务与负债水平的变化趋势及或有负债情况等。

#### 4、盈利能力

此部分主要考察机场运营企业：（1）营业收入、营业利润的稳定性与变化趋势，（2）期间费用的构成及其变动、期间费用收入比，（3）净利润状况，包括稳定性、变化趋势与扣除非经常性损益后净利润状况，（4）公司投资收益占营业利润的比例，（5）政府补贴情况及相关支持文件，未来趋势判断。主要考察指标包括：营业利润率、净资产收益率、总资本收益率、补贴收入/利润总额等。

联合资信认为，机场运营企业的盈利能力是其重要的偿债资金来源，因此需要对机场运营企业的盈利能力进行分析。对机场运营企业收入和净利润的分析，一方面要关注收入和利润的增长变动情况，另一方面要考查收入和利润的形成来源。由于机场行业是资产密集型行业，每年折旧在生产成本中占比较高，折旧导致了机场运营企业可能净利润不高，但 EBITDA 却很高，这就要求在分析盈利状况时，应结合行业的重资产特征，更加关注 EBITDA 的构成情况。

除营业收入及净利润规模分析外，还应通过分析投资收益占营业利润的比例，判断企业营业利润对投资收益的依赖程度以及企业主营业务的盈利情况。通过分析期间费用的规模和构成，占营业收入的比例，以及与营业利润率进行比较，可以大概判断公司费用控制能力。通过分析公司政府补助的规模及其变动情况，以及政府补助占利润总额的比例，可以判断政府补助的可持续性以及

公司利润总额对政府补助的依赖程度。通过分析资产收益率、净资产收益率等指标，可以判断公司整体的盈利能力。

前文已经分析过机场运营企业收入的构成成分。航空服务业务方面，由于收费标准由中国民用航空局统一制定，因此企业对折旧支出和人工成本的控制能力是造成盈利能力差别的决定性因素。另一方面，快速发展采用市场化定价的非航空服务业务，并能够通过相关业务为盈利带来重要补充的机场运营企业，往往也拥有更好的信用水平。

联合资信对盈利能力的分析将重点关注：

- （1）收入和利润结构的稳定性及变化趋势；
- （2）对成本费用的控制力度；
- （3）扣除非经常性损益后的净利润状况；
- （4）利润构成和盈利指标；
- （5）固定资产折旧政策。

## 5、现金流

机场运营企业获现能力强，经营活动现金流入量较大；资本密集型特点决定其在改扩建和新建项目时资本性支出较大，投资活动主要表现为现金流出，筹资压力亦有显现。

联合资信认为，现金流量是清偿债务的基础，而未来收益中获取的现金以及股票资产等流动性较强的现金来源可作为偿债的手段。具体来说，一方面，应当要重点关注其现金流量的规模和结构，对机场运营企业的经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量进行重点考查，尤其是经营活动中销售商品、提供劳务收到的现金流入量，以及经营活动产生的现金净流量。受行业特征影响，机场运营企业的经营活动现金流入和流出规模一般较大；另一方面，也要分析其收入及利润的实现质量，主要考察现金收入比及机场运营企业在一段时期内可支配的现金与应偿还的全部债务之比。

联合资信对现金流的分析将重点关注：

- （1）经营活动现金流入规模、经营获现能力的稳定性及净现金流规模；

- (2) 现金收入比、经营现金流动负债比；
- (3) 投资活动现金流入与流出，经营活动现金流量净额对投资活动覆盖情况；
- (4) 筹资活动前现金流量净额；
- (5) 筹资活动产生的现金流入与流出等指标。

## 6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。机场运营企业的偿债能力分析以评价其债务偿还信用记录和债务偿还能力为目的，既包括银行借款、发行的公司债券等借入性负债的债务偿还能力，也包括应付账款、预收账款等经营性负债的债务偿还能力。由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对机场运营企业的约束力更强，对于同作为债务人的机场运营企业来说，有息债务往往对其造成的偿还压力更大。因此，联合资信在对机场运营企业偿债能力进行分析时，主要侧重于偿还到期有息债务能力，通常根据以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期公司现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别在未来的特定时刻能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。同时，为了解和分析其偿债意愿，还要对机场运营企业的经营往来客户进行抽样调查，以及对其合同履行情况和债务按期偿还记录进行分析。

### 短期偿债能力

此部分主要考察机场运营企业整体债务短期偿债能力，包括流动比率及其稳定性与变化趋势；速动比率及其稳定性与变化趋势；筹资活动前现金流量净额利息偿还能力及其稳定性与变化趋势；筹资活动前现金流量净额本息偿还能力及其稳定性与变化趋势。2017 年至今，金融监管趋紧，债市发行趋缓，外部融资环境的变化对公司的债务承接造成一定不利影响，故需重点关注短期债务集中企业的还款能力。

### 长期偿债能力

此部分主要考察机场运营企业整体债务长期偿债能力，包括 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；筹资活动前现金流量净额债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；在考虑债务期限结

构情况下的偿债能力；考虑对外担保情况下的偿债能力，并分析公司或有负债的风险及其对公司偿债能力的影响；未来三年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；未来三年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；偿债高峰及未来三年到期长期债务偿还能力。

### **其他信用支持**

包括企业自有的直接或间接筹资渠道。其中，直接融资渠道主要是上市公司增发配股等支持，间接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度。其他信用支持还包括股东、各级政府给予的支持、资产出让、引入战略投资者等，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

### **信用记录**

此部分主要考察机场运营企业信用记录，包括银行借款、公司债券、短期融资券等债务偿还情况。

### **综合授信情况**

此部分主要考察机场运营企业目前所获得银行授信情况，包括总额、授信银行及授信额、授信条件、已用授信额度及剩余授信额度。联合资信认为，对于机场运营企业集团，还应同时分析集团本部及汇总的银行授信情况。

联合资信对偿债能力的分析将重点关注：

- （1）流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；
- （2）EBITDA 利息倍数、EBITDA 对全部债务保障能力、经营现金债务保护倍数等长期偿债能力指标；
- （3）其他信用支持、企业信用记录与融资环境等。

## **7、财务政策分析**

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将

债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

### （三）母公司财务分析

对于集团企业而言，如少数股东权益占比高，应对母公司财务进行分析，主要包括：资本实力、债务水平、收入与盈利状况、现金流等。

### （四）其他调整事项

关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项；

关注企业是否具有通畅的直接、间接融资渠道，如获得银行授信情况（授信总额及尚未使用额度情况）、合并范围内是否含有上市公司等；

关注企业过往债务履约情况，是企业信用的直接体现，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

### （五）关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、管理能力、经营情况方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利水平、现金流分析、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约率的大小主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量；

(2) 企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度；

(3) 从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

(4) 经营风险方面，通常情况下，宏观经济向好、民航运输需求旺盛、具备地理优势、区域竞争适中、腹地经济规模大且增速快的行业，企业面临的行业风险越低；企业治理结构、管理体制、领导和员工素质越高、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业国有股权占比越高、市场地位越高、生产运营指标越大且增速越快、基础设施建设水平越高、基地航空公司数量及实力越强、航空性收入与非航空性收入结构越合理、未来发展规划越可行、未发生历史安全事件、外部支持力度越强，企业经营与竞争力越强；

(5) 财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业非流动资产中在建工程、固定资产的质量较高，其资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率，营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；企业现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

(6) 额外的外部支持、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多

方面的持续的、力度足够的支持，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

## 附件 1

### 机场运营企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

| 信用等级设置 | 含义                             |
|--------|--------------------------------|
| AAA    | 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     | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A      | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB    | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB     | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
| B      | 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    | 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     | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C      | 不能偿还债务                         |

### 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含义                                |
|--------|-----------------------------------|
| 正面     | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大           |
| 稳定     | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面     | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大           |
| 发展中    | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |