信用评级公告

联合〔2021〕3872号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州萧山国际机场有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州萧山国际机场有限公司主体长期信用等级为AAA，“18杭机01”和“19杭机01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

杭州萧山国际机场有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
18 杭机 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 杭机 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 杭机 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/11/15
19 杭机 01	13.00 亿元	13.00 亿元	2024/04/23

注：1. 18 杭机 01 为 3+2 年期，行权日为 2021 年 11 月 15 日；2. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
机场运营企业信用评级方法	V3.0.201907
机场运营企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa			评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素		评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境		宏观和区域风险	2
				行业风险	3
		自身竞争力		基础素质	1
				企业管理	2
				经营分析	1
财务风险	F2	现金流		资产质量	2
				盈利能力	2
				现金流量	2
		资本结构			2
		偿债能力			2
调整因素和理由					调整子级
--					--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，杭州萧山国际机场有限公司（以下简称“公司”）作为华东地区重要的枢纽机场运营企业，在民航发展基金方面获得外部支持，外部发展环境良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到新冠肺炎疫情对公司业务冲击较大、公司存在一定的资金支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着杭州区域经济发展，2022 年杭州亚运会的举办，萧山机场的通达性有望提升，货运吞吐量有望增长，长期发展前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 杭机 01”和“19 杭机 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**杭州市地理位置优势明显，2020 年杭州市经济保持增长，航空运输发展条件良好。
2. **持续获得外部支持。**跟踪期内，公司仍作为华东地区重要的枢纽机场运营企业，在民航发展基金方面获得外部支持。

关注

1. **新冠肺炎疫情对公司业务冲击较大。**新冠肺炎疫情对公司业务产生较大冲击，2020年，杭州萧山国际机场旅客吞吐量及运输起降架次同比大幅下降，公司营业收入同比大幅下滑，经营出现亏损，联合资信将持续关注恢复情况。
2. **公司存在一定的资金支出压力。**公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

分析师：高朝群（R0040220040009）
张　雪（R0040215060001）
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	19.54	15.69	13.27	12.39
资产总额（亿元）	173.61	206.86	247.85	261.44
所有者权益（亿元）	114.66	127.53	128.90	128.17
短期债务（亿元）	18.99	0.87	11.00	11.00
长期债务（亿元）	5.86	34.98	52.24	62.34
全部债务（亿元）	24.85	35.85	63.24	73.34
营业收入（亿元）	35.87	37.64	24.14	5.96
利润总额（亿元）	8.46	8.65	-1.02	-0.69
EBITDA（亿元）	14.43	15.27	4.74	--
经营性净现金流（亿元）	14.66	13.28	3.88	0.16
营业利润率（%）	29.09	29.96	0.12	-0.87
净资产收益率（%）	5.52	5.17	-0.86	--
资产负债率（%）	33.95	38.35	47.99	50.98
全部债务资本化比率（%）	17.81	21.94	32.91	36.40
流动比率（%）	88.67	98.66	52.59	49.61
经营现金流动负债比（%）	27.70	30.07	5.84	--
现金短期债务比（倍）	1.03	18.04	1.21	1.13
全部债务/EBITDA（倍）	1.72	2.35	13.35	--
EBITDA 利息倍数（倍）	49.51	34.83	3.59	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	173.40	207.18	248.51	258.68
所有者权益（亿元）	113.18	125.98	128.09	127.34
全部债务（亿元）	24.85	35.85	63.24	73.34
营业收入（亿元）	29.87	31.70	19.90	5.02
利润总额（亿元）	7.90	8.10	-0.52	-0.75
资产负债率（%）	34.73	39.20	48.46	50.77
全部债务资本化比率（%）	18.00	22.15	33.05	36.54
流动比率（%）	83.67	92.50	50.63	45.26
经营现金流动负债比（%）	25.22	25.01	4.51	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司现金类资产含其他流动资产中可供出售金融资产；3. 公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 杭机 01/19 杭机 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	徐汇丰 张晶晶	机场运营企业信用评级方法（原联合评级有限公司评级方法）	阅读原文
19 杭机 01	AAA	AAA	稳定	2019/04/04	杨世龙 杨婷	机场运营企业信用评级方法（原联合评级有限公司评级方法）	阅读全文
18 杭机 01	AAA	AAA	稳定	2018/10/10	杨世龙 杨婷	机场企业主体信用评级方法（原联合评级有限公司评级方法）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由杭州萧山国际机场有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师

联合资信评估股份有限公司

杭州萧山国际机场有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州萧山国际机场有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为中国民航浙江省管理局，2000 年底萧山机场建成后，从笕桥机场成建制搬迁至杭州萧山国际机场（以下简称“萧山机场”）。公司于 2000 年 3 月 6 日在浙江省工商行政管理局登记注册，注册资本 10.10 亿元，2000 年 12 月 28 日正式挂牌运作。后经数次股东增资、股权转让，截至 2021 年 3 月底，公司注册和实收资本均为 56.86 亿元，股东分别为浙江省机场集团有限公司（以下简称“浙江机场集团”）、香港机场管理局、杭州市金融投资集团有限公司（以下简称“杭金投”）和杭州萧山国有资产经营集团有限公司（以下简称“萧山国资”），四家股东持股比例分别为 44.526%、35.00%、10.237%和 10.237%（见附件 1-1），其中浙江机场集团为公司控股股东。公司实际控制人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）。

公司是华东地区重要的枢纽机场运营企业，仍负责萧山机场的运营工作。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内拥有一级子公司合计 6 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 247.85 亿元，所有者权益 128.90 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 24.14 亿元，利润总额-1.02 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 261.44 亿元，所有者权益 128.17 亿元（含少数股东权益 0.18 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.96 亿元，利润总额-0.69 亿元。

公司注册地址：杭州萧山国际机场内；法定代表人：王敏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 杭机 01	5.00	5.00	2018/11/15	3+2 年
19 杭机 01	13.00	10.00	2019/04/23	3+2 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行分析

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额

227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等**四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 机场行业

（1）行业概况

机场是重要的交通基础设施，是我国综合

交通运输体系的重要组成部分，是航空业稳定发展的基础。机场行业与国内外宏观经济的发展、居民收入水平等密切相关，且受民航业的影响很大。近年来，受益于国内经济增长和居民消费结构提升，我国民航运输需求旺盛，机场行业发展态势良好。

机场行业是为国民经济活动提供运输服务的基础性行业，不以盈利为主要目的，具有一定的战略性和公益性，机场建设以及收费管理方面均受到中国民用航空局（以下简称“民航局”）等政府部门的严格管理。截至 2020 年底，中国境内共有民用航空（颁证）机场 241 个。根据《民用机场收费标准调整方案》，国家按照民用机场业务量将全国机场划分为三类（即一类 1 级机场、一类 2 级机场、二类机场、三类机场）。

表 3　机场分类名录

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州 3 个机场
一类 2 级	深圳、成都、上海虹桥 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 20 个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》

通常，机场运营企业的收入可分为两大类：航空性业务收入与非航空性业务收入。其中，航空性业务具有类公益性，非航空性业务具有收益性。航空性业务指以航空器、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。非航空性业务指依托航空性业务提供的其他服务，主要包括货邮代理业务、特许经营权业务、租赁业务、地面服务业务、广告业务等。

截至目前，民用机场航空性业务及二类、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实行政府指导价，非航空性业务重要收费项目（二类、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目外）的收费标准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项目的收费标准，以市场调节价为主。

（2）行业政策

近年来，我国机场行业持续面临良好的政策发展环境。收费标准的调整有利于提升行业收入水平和盈利能力；把控运行总量及调整航班结构政策的出台有利于提高航班正点率；2019 年 9 月《交通强国建设纲要》的发布，将加快推进机场行业固定资产投资；“四型机场”顶层设计及阶段发展目标的明确，给行业未来发展注入充沛动力。短期来看，2020 年，疫情支持政策和“五个一”政策的实施将对机场企业收入带来较大的短期负面影响。

随着近年来我国航空业的快速发展和经济体制改革的不断深化，原有的民用机场收费标准已不适用于当今民航市场。2017 年 1 月，民航局出台《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），《民用机场收费标准调整方案》调整了机场分类名录，并赋予了机场企业收费标准调整自主权，新收费标准自 2017 年 4 月 1 日起实施。

2017 年 9 月，民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，提出对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整，旨在进一步提升民航航班正点率。

2018 年 1 月，交通运输部发布《国内投资民用航空业规定》，战略意义的机场保持国有相对控股；一定范围内允许机场对航空运输企业的投资（持股不超过 5%）；鼓励社会资本投资运营民用机场，允许社会资本通过政府和社会资本合作等方式参与民用机场的建设和运营。

2018 年 11 月至今，民航局及交通运输部陆续发布了《新时代民航强国建设行动纲要》《交通强国建设纲要》《中国民航四型机场建设行动纲要（2020－2035 年）》《民航局关于加强民用运输机场总体规划工作的指导意见》，

从建设目标、阶段实施计划、发展理念等方面定性定量的提出要求，2035 年基础设施体系基本完善，建成运输机场数量 450 个、地面 100 公里覆盖所有县级行政单元。在政策的大力推动下，交通基础设施有望加快推进，我国机场行业将进入大规模基础设施建设周期。

2020 年 1 月，民航局印发《中国民航四型机场建设行动纲要（2020－2035 年）》，明确“一筹划、两步走”两阶段的建设目标。我国机场发展模式将从过去注重数量、总量、增量的量优式发展向注重质量、效率、效益的质优式发展转变。

2020 年 3 月 9 日，民航局下发《关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》（以下简称“疫情支持政策”），机场部分收费项目阶段性减免。疫情支持政策的实施将对机场企业航空性收入和盈利能力带来短期负面影响。

2020 年 3 月 26 日，民航局为应对疫情，遏制境外输入风险而发布指导性策略——《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》，即“五个一”政策。受此影响，机场企业非航空性业务收入出现明显下降，尤其对一类 1 级机场航空性及非航空性收入影响严重。

2020 年 6 月 4 日，民航局发布《民航局关于调整国际客运航班的通知》，调整“五个一”政策，并宣布 2020 年 3 月 26 日发布的《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》失效。

2020 年 12 月，民航局发布《民航局关于调整国际客运航班熔断措施的通知》，调整《民航局关于调整国际客运航班的通知》中的国际客运航班“熔断措施”，收紧国际航线。

表 4　2017 年以来与机场行业相关的重要政策举要

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2017 年 1 月	关于印发《民用机场收费标准调整方案》的通知	更新机场最新分类名录，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浮度，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%；范围扩大市场调节价的非航空性业务重要收费项目范围
2017 年 9 月	关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施	航班时刻安排总量控制及结构优化，主协调机场实施 24 小时全时段航班时刻协调分配管理，重点机场实施航班时刻总量管理，明确调增机场容量标准条件
2018 年 1 月	国内投资民用航空业规定	放宽主要机场的国有股比要求，一定范围内允许机场对航空运输企业的投资；允许社会资本通过政府和社会资本合作等方式参与民用机场的建设和运营
2018 年 1 月	关于印发《民航航班时刻管理办法》的通知	按照时刻资源供给与需求的矛盾程度，将机场分类并明确配套协调管理方式；采用历史航班时刻沿袭、历史航班时刻调整等国际航空通用惯例和规则；对以货邮功能为主的机场以及航空货邮集散的机场，遵照客货并举政策同等对待，其他机场逐步放开高峰时段时刻安排窗口
2018 年 11 月	新时代民航强国建设行动纲要	提出第一阶段（2021－2035 年），基础设施体系基本完善，运输机场数量 450 个左右，地面 100 公里覆盖所有县级行政单元；提出建设布局功能合理的国际航空枢纽及国内机场网络，重点是构建机场网络体系，建设世界级机场群，推进枢纽机场建设，加快非枢纽机场和通用机场建设等举措
2019 年 9 月	交通强国建设纲要	第一阶段从 2021 年到 2035 年，基本建成交通强国，形成“三张交通网”和“两个交通圈”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国
2020 年 1 月	关于印发《中国民航四型机场建设行动纲要（2020-2035 年）》的通知	明确“一筹划、两步走”两阶段的建设目标，即 2020 年完成四型机场的顶层设计、2021-2030 年全面融入“平安、绿色、智慧、人文”发展理念并全面推进四型机场的建设、2031-2035 年深化提升并建成规模适度、保障有力、结构合理、定位明晰的现代化国家机场体系
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	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%；自 2020 年 1 月 23 日起实施，截止日期视疫情情况另行通知
2020 年 3 月	关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知	以 3 月 12 日仍在飞的国际航班计划为基准，要求中国国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至中国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班，简称“五个一”政策
2020 年 4 月	民航局关于加强民用运输机场总体规划工作的指导意见	到 2025 年，健全与民航强国发展要求相匹配的机场总体规划管理体系，建成全国运输机场运量预测体系，全面应用机场总体规划指标体系和机场总体规划管理信息平台，完成大、中型枢纽机场的总体规划修编工作，为机场建设率先实现民航强国目标奠定基础提出了 2035 年、2050 年的有关目标要求等
2020 年 4 月	关于进一步优化货运航	全国机场零时至六时之间新增的货运飞行时刻，增量另计，不计入控总量范围；航班时

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
	线航班管理政策的通知	刻主协调机场，晚 22 时至次日 8 时，遵照客货同等对待的原则协调配置货邮飞行航班时刻；非时刻协调机场以及航空货邮枢纽集散的时刻协调机场，全天 24 小时，遵照客货同等对待的原则协调配置时刻
2020 年 6 月	民航局关于调整国际客运航班的通知	（1）自 2020 年 6 月 8 日起扩大“五个一”政策的适用范围：所有未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市（具体城市名单可在民航局管网查询），每周运营 1 班国际客运航线航班；（2）自 2020 年 6 月 8 日起，实施航班奖励和熔断措施
2020 年 12 月	民航局关于调整国际客运航班熔断措施的通知	航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数达到 5 个的，暂停该公司该航线运行 2 周；达到 10 个的，暂停该公司该航线运行 4 周。“熔断”的航班量不得调整用于其他航线。“熔断”期结束后，航空公司方可恢复每周 1 班航班计划

资源来源：联合资信整理

（3）行业运行情况

2017－2019 年，机场行业经营指标持续增长，但增速有所放缓，2020 年，受新冠肺炎疫情影响，机场行业运营指标均有所下滑。机场行业的旅客及货邮吞吐量区域分布情况较为稳定，旅客主要集中在北上广等腹地经济发达地区，货邮华东及中南地区占比高。

2017－2019 年，机场行业持续较快发展，期末（颁证）机场数量、旅客吞吐量、货邮吞吐量及起降架次等主要营运指标均逐年增长，但增速整体呈放缓趋势；受 2017 年航班时刻资源总量控制及航班正点率要求趋严影响，同期机场起降架次增速均弱于旅客吞吐量增速。受疫情影响，国内及国际航空运输需求显著下降，2020 年以来机场行业各项运营指标较上年同期大幅下降。

表 5　2017－2020 年民用机场行业主要营运指标

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速
期末颁证机场数量	229	5.04	235	2.62	238	1.28	241	1.26
旅客吞吐量	11.48	12.90	12.65	10.19	13.52	6.9	8.57	-36.6
货邮吞吐量	1617.70	7.10	1674.00	3.48	1710.01	2.1	1607.5	-6.0
起降架次	1024.90	10.90	1108.80	8.19	1166.05	5.2	904.9	-22.4

资源来源：联合资信整理

根据《2020 年民航机场生产统计公报》，截至 2020 年底，中国境内共有民用航空（颁证）机场 241 个（不含香港、澳门和台湾地区，下同），较上年底增加 3 个。其中定期航班通航机场 240 个，定期航班通航城市 237 个，均较上年底增加 3 个。

2020 年，我国机场全行业全年完成旅客吞吐量 8.57 亿人次，较上年下降 36.6%。分航线看，国内航线和国际航线分别完成旅客运输量 8.40 亿人次和 0.17 亿人次，分别较上年下降 30.7%和 87.8%，增速较上年同期分别下降 37.2 个和 98.2 个百分点。同期全行业完成货邮吞吐量 1607.5 万吨，较上年下降 6.0%。分航线看，国内航线完成 947.4 万吨，较上年下降 11.0%；国际航线完成 660.1 万吨，较上年增长 2.2%。同期全行业飞机起降共计 904.9 万架次，较上年下降 22.4%。其中，国内航线和国际航线分别完成 873.4 万架次和 31.5 万架次，较上年分别下降 18.1%和 68.4%。

表 6　2020 年全国主要民用机场业务情况

机场	旅客吞吐量（万人次）			货邮吞吐量（万吨）			起降架次（万次）		
	名次	2020 年	同比增速（%）	名次	2020 年	同比增速（%）	名次	2020 年	同比增速（%）
广州/白云	1	4376.04	-40.4	2	175.93	-8.4	1	37.34	-24.0

成都/双流	2	4074.15	-27.1	7	61.85	-7.9	4	31.18	-15.0
深圳/宝安	3	3791.61	-28.4	3	139.88	9.0	3	32.03	-13.5
重庆/江北	4	3493.78	-22.0	8	41.12	0.1	6	27.47	-13.7
北京/首都	5	3451.38	-65.5	4	121.04	-38.1	5	29.15	-51.0
昆明/长水	6	3298.91	-31.4	12	32.50	-21.8	7	27.44	-23.1
上海/虹桥	7	3116.56	-31.7	11	33.86	-20.1	10	21.94	-19.6
西安/咸阳	8	3107.39	-34.2	10	37.63	-1.5	8	25.57	-26.1
上海/浦东	9	3047.65	-60.0	1	368.66	1.4	2	32.57	-36.4
杭州/萧山	10	2822.43	-29.6	5	80.20	16.2	9	23.74	-18.4
郑州/新郑	11	2140.67	-26.5	6	63.94	22.5	14	17.87	-17.4
南京/禄口	12	1990.66	-34.9	9	38.94	3.9	11	18.17	-22.6
长沙/黄花	13	1922.38	-28.6	15	19.20	9.3	15	15.63	-20.3
厦门/高崎	14	1671.02	-39.0	13	27.83	-15.8	16	13.98	-27.5
贵阳/龙洞堡	15	1658.39	-24.3	27	11.35	-5.5	17	13.46	-19.4
机场行业	--	**85715.94**	**-36.6**	--	**1607.49**	**-6.0**	--	**904.92**	**-22.4**

注：1. 上表数据为 2020 年民用机场旅客吞吐量排名前 15 机场的主要经营数据；2. 机场行业为当年全行业经营数据
资料来源：《中国民用航空局 2020 年全国机场生产统计公报》

从旅客吞吐量看，2020 年旅客吞吐量 1000 万人次以上的境内机场达到 27 个，较上年净减少 12 个，完成旅客吞吐量占全部境内机场旅客总吞吐量的 70.0%，占比较上年下降 13.3 个百分点。北京、上海和广州三大城市机场旅客吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的 18.2%，占比较上年下降 4.2 个百分点。从各地区机场旅客吞吐量分布情况看，华北地区占 12.2%，东北地区占 5.7%，华东地区占 28.5%，中南地区占 25.1%，西南地区占 19.1%，西北地区占 7.2%，新疆地区占 2.2%。华东和中南地区占比较高。

从机场货邮吞吐量看，2020 年货邮吞吐量 10000 吨以上的机场有 59 个，与上年持平，完成货邮吞吐量占全部境内机场货邮总吞吐量的 98.6%，较去年同期提高 0.2 个百分点。其中北京、上海和广州三大城市机场货邮吞吐量占全部境内机场货邮总吞吐量的 44.0%。从货邮吞吐量的地区分布看，2020 年华东地区和中南地区机场的货邮吞吐量占比分别为 43.2%和 28.8%。

（4）行业供需及竞争

机场行业未来发展空间大，需求保障充分；产能利用率影响时刻容量上调空间，专项政策的实施有助于缓解时刻资源紧张局面；重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担，未来民航基金的保障或存在一定不确定性；区域分隔叠加政府定位导致机场行业呈现典型的区域垄断格局，但腹地经济、周边枢纽机场的运营及高铁分流均对机场企业运营造成较大影响。

根据《中国民用航空发展第十三个五年规划》和《新时代民航强国建设行动纲要》要求 2035 年运输机场数量达到 450 个左右，截至 2020 年底，我国境内运输机场共有 241 个；机场行业未来发展空间大，需求保障充分。

从供给看，产能利用率、空域资源的紧张程度及地面保障能力是影响机场新时刻投放的重要因素。其中产能利用率是影响时刻容量上调空间，进而决定起降架次、旅客量增速的关键指标。2018 年管理办法以及 2020 年《关于进一步优化货运航线航班管理政策的通知》的实施，均有助于缓解时刻资源紧张局面。

目前机场行业仍处于持续较快发展阶段，2020 年，我国完成民航固定资产投资 1050 亿元，同比增长 8.36%；机场改扩建、新建项目等重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担。机场重大项目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。此外，重大工程项目等投运后，较高的折旧及财务费用等将导致机场运营企业盈利能力快速下滑，但长期有利于改善产能不足的局面，利好长期盈利能力提升。

从竞争格局方面来看，区域分隔叠加政府定位导致机场行业呈现典型的区域垄断格局。受净空条件、航路、建设用地、周边环境以及经济、政治等多种条件的限制，机场可选地址具有稀缺性，一旦选定地址，在一定地理范围内一般不会再重复建设新的机场，因而机场主要服务其覆盖范围内的航空客货运需求，不同地区的机场之间竞争关系不强。部分经济发达地区，存在机场较为密集，甚至一个城市两个机场的情况，在这种情况下，会存在一定的客源和货源竞争，但由于政府往往会对机场进行定位，不同定位的机场在配套交通规划、航空公司服务水平等方面有明显差距，因此竞争激烈程度低。

从行业外部竞争看，机场腹地经济发展情况、周边枢纽机场及高铁分流均对机场营运影响较大。腹地经济环境和竞争决定机场所面临的航空运输容量，周边枢纽机场及中短途距离已通车的高铁，对机场旅客分流作用较为明显。目前，中国“四纵四横”高铁网络已经基本成型，正在向“八横八纵”的高铁网络迈进，随着我国高铁建设的不断推进与高铁路网的进一步加密，将对民航业产生较大的分流影响，进而影响机场企业的营运基础。

（5）未来发展

新冠肺炎疫情防控常态化以及国际疫情态势尚未完全得到控制，短期内将弱化机场行业的盈利基础；考虑机场作为重要交通组成部分且民航发展规划目标明确，长期积极发展趋势仍将保持不变。整体看，机场行业整体风险为低，行业展望为稳定。

2020 年初至今，新冠肺炎疫情持续肆虐，对全球经济及居民生活造成重大影响。目前国内疫情防控形势持续向好，但境外疫情不断扩散蔓延；国内机场运营国内有序恢复，国际持续收紧。2020 年 3 月 29 日，民航局恢复湖北省各机场货运航班及除武汉机场外其他机场的客运航班，2020 年 4 月 8 日起恢复武汉机场客运航班（4 月 8 日复航首日运行平稳，放行正常率 99.01%）。至此，国内主要机场全部恢复运营，客货运量同比降幅逐步收窄。根据民航局公开数据，2020 年，中国民航全行业运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别完成 798.5 亿吨公里、4.18 亿人次、676.6 万吨，同比分别恢复至上年同期的 61.7%、63.3%、89.8%。

2021 年 1－2 月，受部分地区疫情反复及疫情防控政策影响，我国民航旅客周转量为 802.12 亿人公里，较上年同期下降 26.50%，为 2019 年同期的 41.82%；我国民航货邮周转量为 42.70 亿吨公里，较上年同期增长 35.70%，为 2019 年同期的 118.42%。从单月数据来看，根据飞常准 的数据，2021 年 3 月，我国内地航线执行航班量快速增长，日均航班量为 12451 班次，约为 2020 年同期水平的 2.5 倍，全面恢复至疫情之前 2019 年同期水平；我国内地航线日均客座率达到 73.2%，较 2 月平均值高出 11.84 个百分点，最高单日客座率突破 79%。考虑到我国对疫情控制情况良好，随着疫苗的推广，之前受抑制的出行需求将被释放，并推动国内航空业持续复苏，但国外新冠肺炎疫情态势尚未完全得到控制，国际航班的复苏仍需要较长时间。在疫情得到有效遏制之前，机场行业将继续受到一定影响。

近年来，随着机场航空性业务收费标准的调整以及非航空性业务收费标准逐步市场化，机场运营企业收入结构持续优化，竞争力及盈利能力有望提高。短期来看，新冠肺炎疫情防控常态化以及国际尚未完全得到控制的疫情态势，短期内将弱化机场行业的盈利基础。从中长期看，我国人均收入水平仍处在不断提高的过程中，是民航业需求持续提高的重要基础。

我国机场行业政策发展环境良好，且人均乘机次数远低于发达国家水平，未来需求提升空间大，机场行业长期积极发展趋势将保持不变。整体看，机场行业整体风险为低，行业展望为稳定。

2. 区域经济环境

杭州市地理位置优势明显，2020 年杭州市经济保持增长，航空运输发展条件良好，外部发展环境良好。

（1）区域概况

杭州市地处中国华东地区、钱塘江下游、东南沿海、浙江北部、京杭大运河南端，是浙江省省会、副省级市、杭州都市圈核心城市、环杭州湾大湾区核心城市、沪嘉杭 G60 科创走廊中心城市、国际重要的电子商务中心。2021 年 3 月，浙江省人民政府发布《关于调整杭州市部分行政区划的通知》，撤销杭州市上城区、下城区、拱墅区、江干区、余杭区，设立新的杭州市上城区、拱墅区、余杭区、临平区、钱塘区。

杭州市交通运输条件发达，铁路已形成沪昆线、杭甬铁路、宣杭线、沪杭客运专线、宁杭客运专线、杭甬客运专线、杭长客运专线等路网。轨道交通方面，杭州地铁运营线路达 7 条，共设车站 188 座，运营里程达 310.33 千米。高速公路方面，杭州市范围内有杭徽高速、杭新景高速、练杭高速、杭金衢高速、绕城高速、杭长高速、沪杭甬高速、杭宁高速等高速公路，其中沪杭甬高速、绕城高速、杭宁高速出入口日均车流量较大。机场方面，萧山机场位于杭州市东部，为 4F 级民用运输机场，是浙江省第一空中门户、中国重要的干线机场、国际定期航班机场、对外开放的一类航空口岸和国际航班备降机场，是中国十二大干线机场之一。

（2）区域经济

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2018－2020 年，杭州市分别实现地区生产总值（GDP）1.35 万亿元、1.54 万亿元和 1.61 万亿元，持续增长。分产业看，第一产业增加值 326 亿元，下降 1.1%；第二产业增加值 4821 亿元，增长 2.3%；第三产业增加值 10959 亿元，增长 5.0%。三次产业结构为 2.0:29.9:68.1。

固定资产投资方面，2018－2020 年，杭州市固定资产投资持续增长，同比增速分别为 10.8%、11.6%和 6.8%。2020 年，杭州市累计完成综合交通建设投资 1307.7 亿元，同比增长 50.5%。其中，机场项目完成投资 70.9 亿元，同比增长 75.8%，增幅最大。

财政方面，2018－2020 年，杭州市一般公共预算收入分别为 1825.06 亿元、1965.97 亿元和 2093.39 亿元，持续增长。其中，税收收入分别为 1651.21 亿元、1791.17 亿元和 1978.6 亿元。同期，杭州市一般公共预算支出分别为 1717.08 亿元、1952.85 亿元和 2069.66 亿元，财政自给率处于较高水平。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。浙江机场集团为公司控股股东，持有公司 44.526%股权，公司实际控制人为浙江省国资委。

2. 企业规模及竞争力

萧山机场为中国重要的干线机场，通达性良好，公司市场竞争力强。

萧山机场为中国重要的干线机场、国际定期航班机场、对外开放的一类航空口岸和国际航班备降机场，萧山机场飞行区等级为4F级。截至2021年3月底，萧山机场航站楼面积合计37万平方米，停机位共计175个，站坪面积90.7万平方米，设计容量3300万人次，拥有一条3600米×45米的4E级跑道、3400米×60米的4F级跑道和相应联络道以及一条3600米×23米的滑行道，能够满足空客A380飞机的满载起降。萧山机场拥有货站区占地面积16.16万平方米，设计容量为80万吨。

截至2021年3月底，萧山机场航班时刻容量为45架次/小时，停场过夜飞机架数118架。截至2021年3月底，萧山机场通达124个城市，其中123个国内城市及1个地区城市，受国外疫情尚未得到有效控制的影响，萧山机场国际通航城市全部暂停，具体开通时间尚未确定。根据民航局统计数据，2020年，在全国机场中，萧山机场的旅客吞吐量排名第10位，货邮吞吐量排名第5位，飞机起降架次排名第9位，规模优势明显，市场竞争力强。

3. 外部支持

2020 年，公司在民航发展基金方面获得外部支持。

2020年，公司获得民航发展基金自主部分2.51亿元，同时获批民航发展基金集中部分14.80亿元。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330000720082171OW），截至2021 年 5 月 7 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 5 月 30 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司组织架构及管理制度未发生变化，公司董事发生变更，具体情况如下。

2020 年 3 月，原董事罗志聪不再担任公司董事、董事会财务委员会委员，周昭亮担任公司董事、董事会财务委员会委员。2020 年 11 月，周昭亮不再担任公司董事、董事会财务委员会委员，李沛铿担任公司董事、董事会财务委员会委员。

2020 年 8 月，原董事虞利明不再担任公司董事，张志文担任公司董事。

李沛铿先生，美国麻省理工学院化学工程理学士学位；曾任职于渣打银行（香港）有限公司、美林（亚太）有限公司（高级管理人员）、光大新鸿基有限公司（董事总经理）及香港机场管理局等；2020 年 7 月任香港机场管理局财务执行总监；自 2020 年 11 月起任公司董事、董事会财务委员会委员。

张志文先生，大学学历；曾任职于中国工商银行股份有限公司杭州市分行、杭州市审计局、杭州市市属国有企业外派监事会，2018 年 12 月加入杭金投；自 2020 年 8 月起任公司董事。

八、经营分析

1. 经营概况

受疫情影响，2020 年，公司各业务收入出现不同程度的下滑，主营业务毛利率大幅下降。2021 年一季度，受益于国内新冠肺炎疫情得到控制，公司收入及毛利率同比有所增长。

2020 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.86%，公司主营业务仍突出。受疫情影响，公司进出港航班及旅客数量大幅下降，同时公司执行疫情支持政策，使得收费标准有所下降。2020 年，公司各业务板块收入出现不同程度的下滑。

毛利率方面，受疫情影响，公司各业务收入呈不同程度的下滑，但公司维持刚性支出并增加疫情防控支出等，使得公司主营业务毛利率较上年大幅下降。其中，机场服务业务、配餐业务、租赁和交通服务业务出现亏损。

表 7　2018－2020 年及 2021 年 1－3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机场服务类业务	**22.70**	**63.36**	**26.27**	**22.93**	**60.98**	**25.67**	**15.21**	**63.07**	**-4.81**	**3.32**	**55.89**	**10.15**
机场服务	18.47	51.54	24.40	19.06	50.67	23.84	12.65	52.47	-9.24	2.83	47.64	-10.56
配餐	2.21	6.16	27.65	2.05	5.44	29.16	0.99	4.10	-2.72	0.27	4.55	-35.72

贵宾服务	0.89	2.49	61.28	1.00	2.66	61.28	0.78	3.22	42.65	0.00	0.00	0.00
货运	1.13	3.16	26.47	0.83	2.21	16.13	0.79	3.28	16.78	0.22	3.70	0.34
非机场服务类业务	**13.13**	**36.64**	**41.21**	**14.67**	**39.02**	**41.64**	**8.90**	**36.93**	**10.66**	**2.62**	**44.11**	**15.20**
租赁	6.63	18.50	48.11	7.49	19.91	47.18	3.56	14.77	-4.83	0.84	14.14	-3.20
交通服务	0.76	2.12	2.75	0.74	1.97	0.86	0.43	1.80	-44.24	0.05	0.84	-62.25
广告	2.22	6.18	43.76	2.66	7.08	48.07	1.55	6.41	15.50	0.45	7.58	16.81
停车费	1.09	3.04	26.53	0.92	2.44	24.89	0.68	2.81	0.98	0.15	2.53	99.11
其他延伸服务	2.44	6.80	38.66	2.86	7.62	37.08	2.69	11.14	39.75	1.13	19.02	40.23
合计	**35.83**	**100.00**	**31.74**	**37.61**	**100.00**	**31.90**	**24.11**	**100.00**	**0.90**	**5.94**	**100.00**	**3.78**

注：部分数据相加与合计数存在尾数差异，系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供材料整理

2021 年 1－3 月，受益于国内新冠肺炎疫情得到控制，公司营业收入为 5.94 亿元，较上年同期增长 22.18%；主营业务毛利率为 3.78%，较 2020 年有所增长。

2. 机场服务类业务

新冠肺炎疫情对公司业务发展冲击较大，2020 年，萧山机场旅客吞吐量及运输起降架次同比大幅下降。萧山机场积极应对使得货邮吞吐量同比增长。2021 年一季度，随着国内新冠肺炎疫情控制得当，公司经营情况有所好转。

受疫情影响，2020 年，萧山机场旅客吞吐量和运输起降架次出现负增长，但货邮吞吐量同比增长 16.19%，主要系萧山机场为应对疫情，稳定物资流通供应链，在保证好各国临时货运包机、临时“客改货”航班的同时，积极拓展常规全货机业务等举措影响所致。

2021 年一季度，随着国内疫情逐步得以控制及消费需求的增加，除国际及地区旅客吞吐量持续负增长外，萧山机场其他各项运营指标同比均大幅增长。

表 8　公司机场业务主要运营情况

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年一季度	
	数值	增速（%）	数值	增速（%）	数值	增速（%）	数值	增速（%）
旅客吞吐量（万人次）	**3824.16**	**7.51**	**4010.84**	**4.90**	**2822.43**	**-29.63**	**659.24**	**49.58**
其中：国内航线	3306.37	6.52	3462.68	4.70	2782.97	-23.39	656.65	61.33
国际及地区	517.79	14.33	548.16	5.87	39.46	-89.57	2.59	-92.31
货邮吞吐量（万吨）	**64.09**	**8.72**	**69.03**	**7.70**	**80.20**	**16.19**	**21.53**	**35.52**
其中：国内航线	56.49	7.78	59.54	5.40	69.66	11.29	17.80	23.30
国际及地区	7.60	16.39	9.49	24.75	10.55	63.84	3.73	157.37
运输起降架次（万架次）	**28.49**	**5.09**	**29.09**	**2.10**	**23.74**	**-18.41**	**5.91**	**35.36**
其中：国内航线	24.89	4.62	25.38	1.97	22.73	-13.51	5.69	41.96
国际及地区	3.60	8.43	3.71	3.06	1.00	-73.05	0.22	38.88

注：部分数据相加与合计数存在尾数差异，系四舍五入所致
资料来源：公司提供

货运方面，萧山机场货邮吞吐量持续增长。作为萧山机场最大的进出港货物集散中心，萧山机场货站负责除中国国际航空股份有限公司以外的所有进出港航班货物的运输保障工作。近年来，萧山机场货站一方面不断深化与顺丰速运有限公司（以下简称“顺丰速运”）、中国邮政航空有限责任公司、杭州圆通货运航空有限公司等快递公司的合作，推进全货机业务的发展，另一方面积极拓展延伸业务，为航空公司推出定制化服务，萧山机场货邮吞吐量保持较快增长。具体看，2020 年，萧山机场货运吞吐量大幅增长，主要来自顺丰速运等快递公司的运输量增长。但公司 2020 年实现的货运收入同比下降 4.84%，主要系公司自营部分吞吐量有所下降所致。

跟踪期内，公司航空服务业务收费仍执行二类机场标准。但疫情影响对公司业务发展冲击较大，随着公司执行“五个一”政策和疫情

支持政策等，2020 年，公司收入和盈利能力均呈现不同程度的下滑。

表 9　萧山机场通航城市（单位：个）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
通航城市	**177**	**190**	**192**	**124**
国内城市	125	128	134	123
国际城市	46	56	52	0
地区城市	6	6	6	1

注：因涉及中转航班，航线条数不做统计
资料来源：公司提供

航线资源方面，公司通过与航空公司合作布局通航城市和航线结构，2018－2020 年底，萧山机场通航城市不断增加。因“外防输入”疫情工作的需要，2021 年 3 月底，萧山机场未开通国际通行航线。

表 10　萧山机场运营的航司数量（单位：个）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
总数	**66**	**71**	**72**
国内	32	32	35
地区	7	7	7
国际	27	32	30

资料来源：公司提供

随着通航城市和航线结构的调整，2018－2020 年，在萧山机场运营的航空公司（含运营定期包机航班）数量持续增加。

3. 非机场服务类业务

受疫情影响，公司各项非机场服务类业务收入规模同比均有所下滑，其中租赁业务及广告业务收入占比仍较高。

租赁业务方面，租赁收入是公司非机场服务类业务的重要收入来源，租赁资产主要为候机楼场地。截至 2021 年 3 月底，公司可出租物业面积共计 13.29 万平方米，其中商业租金水平为 12.00 元/平方米•天，办公区域租金水平为 4.00 元/平方米•天，出租率（95.00%）处于较高水平。2020 年，公司免除承租人租金合计 1.19 亿元，公司将上述租金减免金额冲减当年租金收入，使得租赁收入较上年下降 52.45%。

广告业务方面，公司将机场内可供广告发布的区域进行出租或外包以收取费用。根据公司与北京文投航美传媒有限公司（以下简称“文投传媒”）签订的经营合同，公司将萧山机场的广告资源外包给文投传媒，经营期限为 2018 年 3 月 1 日至萧山机场 T4 航站楼正式启用之日（计划于 2022 年投运，具体以书面通知为准），公司收取基本经营费和分成收益。2020 年，公司实现广告收入 1.55 亿元，受疫情影响，较上年同期有所下降。

4. 机场基础设施建设项目

公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。随着项目建设完成并投入运营，萧山机场吞吐量有望增长，公司运营能力和盈利能力有望增强。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建项目共有 5 个，项目总投资 303.43 亿元，已投资 139.28 亿元，尚需投资规模较大，且 2021 年 4－12 月和 2022 年计划投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。其中，新建航站楼及陆侧交通中心即机场三期工程主要是为了提升 2022 年杭州亚运会的机场保障能力而建，该项目采取分期建设，工程总投资为 270.74 亿元，资金来源中自有资金 85.66 亿元（占总投资的 31.64%）、银行贷款 185.08 亿元，银行贷款由中国工商银行股份有限公司浙江省分行及国家开发银行浙江省分行联合牵头组成，合同已签署完毕。

随着货邮量的增长，为进一步提高货运保障能力，并根据相关文件，浙江杭州临空经济开发有限公司（以下简称“临空公司”，浙江机场集团、萧山国资分别持有 51.00%和 49.00%的股权）和公司负责东区国际货站配套机坪项目建设。具体看，东区国际货站配套机坪项目建设工期为 24 个月，项目概算 24.09 亿元，其中国际货站工程由临空公司投资 14.89 亿元，机坪工程由公司投资 9.20 亿元。截至 2021 年 3 月底，该项目已投资 9.67 亿元。

表 11　截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目及投资计划（单位：亿元）

项目名称	项目工期	总投资	已投资	投资计划			
				2021 年 4－12 月	2022 年	2023 年	2024 年
新建航站楼及陆侧交通中心	2018.01－2025.12	270.74	129.16	51.66	20.33	22.71	22.17
东区国际货站配套机坪	2019.12－2021.12	24.09	9.67	3.64	9.48	--	--
5 号坪扩建与 B 滑行道东延伸工程	2021.03－2022.03	2.56	0.04	1.50	1.02	--	--
东北空侧隧道工程	2021.04－2023.12	3.25	0.08	0.97	0.20	2.00	--
东三垂直联络滑行道（L 滑）工程	2021.02－2022.06	2.79	0.33	0.70	1.76	--	--
合计	--	**303.43**	**139.28**	**58.47**	**32.79**	**24.71**	**22.17**

注：东区国际货站配套机坪为公司参与投资项目
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司主要拟建项目为东区国内货站工程，项目总投资 9.52 亿元，2021 年 4－12 月和 2022 年计划分别投资 0.25 亿元和 2.00 亿元。整体看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

5. 未来发展

公司未来将持续发展机场服务类主业，争取旅客吞吐量规模的增长。随着机场三期工程的完工投入运营，及 2022 年杭州亚运会的举办，萧山机场吞吐量有望进一步扩大。

从近期目标看，公司将立足双循环，全力恢复客运业务。一是用足现有时刻资源，做好增计划时刻量、增季中加班量、提计划执行率、提外航闲置时刻转化率工作；二是发展精品快线网络；三是逐步恢复国际客运航线网络，萧山机场将重点恢复洲际、日韩航线，争取政府对国际航线恢复的支持。

未来公司将推进四型机场建设，将萧山机场发展成为四型机场全球标杆。加快补齐多式联运，将萧山机场建成“空公铁”多式联运综合交通枢纽，并提升航空枢纽质量。

货运方面，公司重点推进货运业务增量拓源，补齐国家航空货运短板，最终实现覆盖亚洲、通达全球的货运航线网络。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度审计报告由普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

公司经审计的财务报表按照财政部于2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。会计政策变更方面，公司重要会计政策的变更主要涉及相关报表项目汇总或分类列报，对会计核算科目的核算内容、核算方法及核算结果无影响。

从合并范围看，2020 年，公司向浙江机场集团转让全资子公司杭州萧山国际机场易行商务有限公司（现更名为浙江省空港贵宾服务有限公司）100.00%股权，公司不再将其纳入并表范围。2021 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并报表范围的一级子公司 6 家。总体看，公司财务数据的可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主，非流动资产中主要为机场跑道等固定资产、机场三期工程等在建工程及土地使用权等，资产受限比例很低，现金类资产充裕，资产整体质量较高。

截至2020年底，公司资产总额较上年底增长19.81%，主要系非流动资产增长所致。公司资产以非流动资产为主，2020年底非流动资产占比提升至85.88%，符合行业发展特征。

表 12　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**46.91**	**27.02**	**43.57**	**21.06**	**34.99**	**14.12**	**34.99**	**13.38**
货币资金	3.31	1.91	2.29	1.11	2.43	0.98	5.99	2.29
预付款项	9.20	5.30	9.21	4.45	0.03	0.01	1.80	0.69
其他应收款	13.50	7.78	13.60	6.57	15.92	6.42	15.81	6.05
其他流动资产	16.40	9.44	14.07	6.80	12.14	4.90	7.62	2.92
非流动资产	**126.70**	**72.98**	**163.29**	**78.94**	**212.86**	**85.88**	**226.45**	**86.62**
固定资产	69.22	39.87	65.92	31.87	63.62	25.67	62.75	24.00
在建工程	4.16	2.40	45.37	21.93	98.34	39.68	113.12	43.27
无形资产	51.96	29.93	50.12	24.23	48.86	19.72	48.54	18.57
资产总额	**173.61**	**100.00**	**206.86**	**100.00**	**247.85**	**100.00**	**261.44**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至2020年底，公司流动资产较上年底下降19.70%，主要系预付款项下降所致。

截至2020年底，公司货币资金较上年底增长5.91%，其中银行存款为1.78亿元，其他为航线补助专户资金，受限比例为26.72%。

截至 2020 年底，公司预付款项较上年底下降 99.64%，主要系公司收到的二期净空处置资金 7.88 亿元（计入“其他应付款”）与垫付的净空资金抵消所致。

截至2020年底，公司其他应收款较上年底增长17.06%。公司其他应收款主要为萧山机场二期噪音处置费用、押金及保证金、国际航线培育支出与航线补助等。从集中度看，公司其他应收款中应收前五大欠款方账面金额为15.52亿元，占其他应收款的98.43%，集中度很高。

表 13　公司其他应收款前五大欠款方情况

（单位：亿元、%）

公司名称	账面金额	占比
浙江机场集团	14.17	89.84
杭金投	0.63	3.99
萧山国资	0.63	3.99
国家税务总局杭州市萧山区税务局	0.58	0.37
中铁二局第六工程有限公司	0.38	0.24
合计	**15.52**	**98.43**

资料来源：公司审计报告

公司其他流动资产主要为公司购买的一年以内的银行理财产品，报告将其他流动资产中的可供出售金融资产计入现金类资产核算。截至2020年底，公司其他流动资产较上年底下降13.73%，主要系赎回到期金融理财产品所致。截至2020年底，公司现金类资产为13.27亿元，现金类资产充裕。

截至2020年底，公司非流动资产较上年底增长30.35%，主要系萧山机场三期工程投入使得在建工程增长所致。

截至2020年底，公司固定资产主要为房屋及建筑物（56.82亿元）、机器设备（5.22亿元）和运输设备（1.35亿元）。公司固定资产中有账面原值为34.98亿元的房产尚未取得所有权证。

截至2020年底，公司在建工程较上年底大幅增长116.74%，主要系萧山机场三期工程等投入所致。

截至2020年底，公司无形资产较上年底下降2.50%，主要系土地资产摊销所致。

截至2021年3月底，公司合并资产总额较上年底增长5.48%，主要系融资增加使得货币资金增加及萧山机场三期工程投入使得在建工程增加所致。公司资产结构较上年底变化不大，其中，货币资金较上年底增长147.02%；其他流动资产较上年底下降37.18%，主要系赎回理财产品所致；在建工程较上年底增长15.03%。

截至2021年3月底，公司受限资金共计0.12亿元，均为货币资金。公司资产受限比例为0.05%，受限比例很低。

3. 资本结构

公司所有者权益金额变动不大，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较高。

截至2020年底，公司所有者权益为128.90亿元，较上年底变动不大，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占44.11%、34.16%和17.18%。

截至2020年底，公司资本公积为44.04亿元，较上年底增长6.05%，主要系公司收到的民航发展基金所致。

截至2021年3月底，公司所有者权益较上年底下降0.57%至128.17亿元，主要系经营亏损使得未分配利润下降所致。公司所有者权益构成较上年底变化不大，公司所有者权益稳定性较高。

随着萧山机场三期工程的持续投入及疫情防控需要，公司融资规模明显增加，带动全部债务规模快速增长。整体看，公司债务结构合理，债务负担一般。

表 14　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**52.90**	**89.74**	**44.16**	**55.67**	**66.53**	**55.93**	**70.52**	**52.92**
短期借款	7.97	13.52	0.00	0.00	6.00	5.04	6.00	4.50
应付账款	2.18	3.69	13.23	16.67	33.51	28.17	37.46	28.11
预收款项	14.09	23.91	13.56	17.09	13.40	11.27	13.87	10.41
其他应付款	12.13	20.58	12.63	15.93	5.55	4.67	6.40	4.80
一年内到期的非流动负债	11.02	18.69	0.87	1.10	5.00	4.20	5.00	3.75
非流动负债	**6.05**	**10.26**	**35.17**	**44.33**	**52.41**	**44.07**	**62.75**	**47.08**
长期借款	0.87	1.48	17.00	21.43	39.25	33.00	49.35	37.03
应付债券	4.99	8.47	17.98	22.66	12.99	10.92	12.99	9.75
负债总额	**58.95**	**100.00**	**79.33**	**100.00**	**118.94**	**100.00**	**133.27**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至2020年底，公司负债总额较上年底增长49.93%，流动负债和非流动负债均有所增长。公司负债结构较为均衡。

截至2020年底，公司流动负债较上年底增长50.65%，主要系新增短期借款及应付工程款增加所致。

截至2020年底，公司新增短期借款6.00亿元，主要系公司申请的抗疫流动资金贷款所致。

截至2020年底，公司应付账款较上年底增长153.31%，主要系应付萧山机场三期工程款增加所致。

截至2020年底，公司预收款项较上年底下降1.18%。公司预收款项主要为预收机场二期项目的土地征迁款12.00亿元和预收杭州萧山国际机场蝶来大酒店有限公司未来年度特许经营费1.16亿元。根据浙江省人民政府〔2008〕3号专题会议纪要以及公司与浙江机场投资有限责任公司（以下简称“机场投资公司”）签订的《关于杭州萧山国际机场二期土地征迁资金的支付协议》，由机场投资公司先将机场二期土地征迁资金合计12.00亿元以预付款形式支付给公司。公司在取得全部二期土地的土地使用权证书后，将上述12.00亿元相应的土地权证过户给机场投资公司。目前公司已取得全部二期土地使用权证，但未确定具体应归属机场投资公司的土地权证部分，故截至2020年底暂挂该科目。

截至2020年底，公司其他应付款较上年底下降56.07%，主要系公司收到二期净空处置资金与预付账款垫付的净空资金抵消所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长474.71%，主要系“18杭机01”将于一年内回售，重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年底，公司非流动负债较上年底增长49.03%，主要系长期借款增长所致。

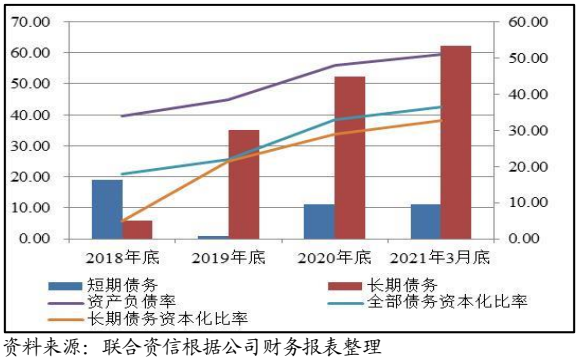
截至2020年底，公司长期借款较上年底大幅增长130.88%，主要系融资规模增加所致。公司长期借款均为信用借款，30年期，贷款利率期间为4.21%~4.41%。

截至 2020 年底，公司应付债券较上年底下降 27.74%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 12.05%，主要系非流动负债增长所致。其中，应付账款较上年底增长 11.81%，主要系应付工程款增长所致；长期借款较上年底增长 25.73%。

截至2020年底，公司全部债务较上年底增长76.42%至63.24亿元，其中短期债务较上年底增加10.13亿元，长期债务较上年底增长49.36%。公司长期债务占82.61%，公司债务结构合理。截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.99%、32.91%和28.84%，分别较上年底增加9.64个百分点、10.97个百分点和7.32个百分点。

图 1　公司全部债务及债务负担情况(单位:亿元、%)



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 15.97%至 73.34 亿元，系长期借款增加带动长期债务增长所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别提升至 50.98%、36.40%和 32.72%，公司债务负担一般。

4. 盈利能力

受疫情影响，2020 年，公司营业收入同比大幅下降，经营亏损，投资收益对利润的贡献度有所提升。2021 年一季度，公司持续亏损。

表 15　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	35.87	37.64	24.14	5.96
营业成本	24.51	25.66	23.94	5.86
费用总额	2.61	2.80	2.73	0.76
其中：销售费用	0.03	0.70	0.86	0.24
管理费用	2.20	1.87	1.64	0.43
财务费用	0.38	0.24	0.23	0.09
投资收益	0.43	0.46	2.03	0.06
利润总额	8.46	8.65	-1.02	-0.69
营业利润率	29.09	29.96	0.12	-0.87
总资本收益率	4.75	4.16	-0.47	--
净资产收益率	5.52	5.17	-0.86	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2020 年，公司实现的营业收入同比下降 35.87%，主要系受疫情影响使得公司进出港航班数量及旅客数量大幅下降，同时公司执行疫情支持政策，使得收费标准有所下降，以及减免部分租金综合所致。同期，公司营业成本同比下降 6.71%，幅度小于营业收入，主要系公司维持刚性支出并增加疫情防控支出等所致。受此影响，2020 年，公司经营亏损。

2020年，公司期间费用同比下降2.36%，主要系管理费用下降所致。公司期间费用以管理费用和销售费用为主。2020年，公司期间费用占营业收入的比重为11.32%，公司费用控制能力尚可。

2020年，公司投资收益为2.03亿元，其中1.22亿元来自处置子公司股权取得。公司投资收益对利润的贡献度有所提升。

2020年，公司经营亏损，公司总资本收益率和净资产收益率为负。与同行业相比，公司亏损幅度较小。

表 16　2020 年同行业盈利指标情况（单位：%）

公司名称	销售净利率	净资产收益率	总资产报酬率
重庆机场集团有限公司	-68.53	-13.23	-2.89
东部机场集团有限公司	-27.04	-2.23	-1.27
厦门翔业集团有限公司	9.76	1.09	2.12
公司	**0.85**	**-0.83**	**-0.35**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司对比，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.96 亿元，利润总额-0.69 亿元。

5. 现金流分析

公司收入实现质量高，受疫情影响，公司进出港航班数量及旅客数量大幅下降，使得经营活动现金净流入大幅下降，考虑到项目建设投入规模较大，公司投资活动现金流持续净流出，且规模持续增加。公司资金缺口持续扩大，使得筹资活动现金净流入规模持续大幅增长。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	39.79	40.58	25.98	8.19
经营活动现金流出小计	25.14	27.30	22.10	8.03
经营活动现金流量净额	**14.66**	**13.28**	**3.88**	**0.16**
投资活动现金流入小计	4.82	6.24	3.98	13.79
投资活动现金流出小计	23.20	37.16	35.86	20.16
投资活动现金流量净额	**-18.38**	**-30.92**	**-31.88**	**-6.36**
筹资活动前现金流量净额	**-3.73**	**-17.65**	**-27.99**	**-6.20**
筹资活动现金流入小计	15.77	36.37	30.76	16.10
筹资活动现金流出小计	13.82	20.10	2.80	6.03
筹资活动现金流量净额	**1.95**	**16.27**	**27.96**	**10.07**
现金收入比	105.43	105.59	103.87	118.69

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动来看，公司经营活动现金流入同比下降35.96%，主要系疫情影响使得公司进出港航班数量及旅客数量大幅下降所致，以主业回款为主。公司经营活动现金流出以保障机场正常运营支出、人工薪酬及福利和各项税费为主。2020年，公司经营活动现金净流入规模大幅下降。公司现金收入比为103.87%，收入实现质量高。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入以赎回理财及处置子公司股权收回的现金为主，但规模不大；投资活动现金流出以萧山机场三期工程投入为主。公司投资活动现金流持续大幅净流出。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以银行借款及发行债券为主；筹资活动现金流出以偿债付息为主。公司筹资活动现金净流入规模大幅增加，公司对外部融资依赖性增强。

2021 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.16 亿元；投资活动产生的现金流量净额-6.36 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 10.07 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力强。考虑到公司作为华东地区重要的枢纽机场运营企业，在民航发展基金方面获得外部支持，公司整体偿债能力极强。

表 18 公司偿债指标情况

项目	2018 年（底）	2019 年（底）	2020 年（底）	2021 年 3 月（底）
短期偿债能力指标				
流动比率（%）	88.67	98.66	52.59	49.61
速动比率（%）	88.64	98.62	52.57	49.60
现金短期债务比（倍）	1.03	18.04	1.21	1.13
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数（倍）	49.51	34.84	3.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.72	2.35	13.35	--

资料来源：联合资信根据财务报表整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底均大幅下降。截至 2021 年 3 月底，上述指标较上年底进一步下降。整体看，公司短期债务能力强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA同比下降68.98%至4.74亿元，主要来自折旧和摊销。2020年，公司EBITDA利息倍数同比大幅下降，全部债务/EBITDA同比大幅增长。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2021年3月底，公司获得银行授信合计345.20亿元，尚未使用额度为288.98亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司业务主要集中在母公司，母公司收入同比大幅下降，债务负担一般。

公司业务主要集中在母公司，截至2020年底，母公司资产总额为248.51亿元，为合并口径总资产的100.27%。其中，母公司货币资金为2.15亿元。

截至2020年底，母公司负债120.42亿元，全部债务为63.24亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为48.46%和33.05%，母公司债务负担一般。

2020年，母公司实现营业收入19.90亿元，同比下降37.22%，投资收益3.08亿元，利润总额-0.52亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额258.68亿元，全部债务资本化比率为36.54%。2021年一季度，母公司实现营业收入5.02亿元，利润总额为-0.75亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，从资产情况看，公司现金类资产为12.39亿元，为“18杭机01”和“19杭机01”待偿本金余额（18.00亿元）的0.69倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可。

从盈利情况看，2020年，公司EBITDA为4.74亿元，为待偿本金余额的0.26倍，公司EBITDA对待偿本金余额的覆盖程度一般。

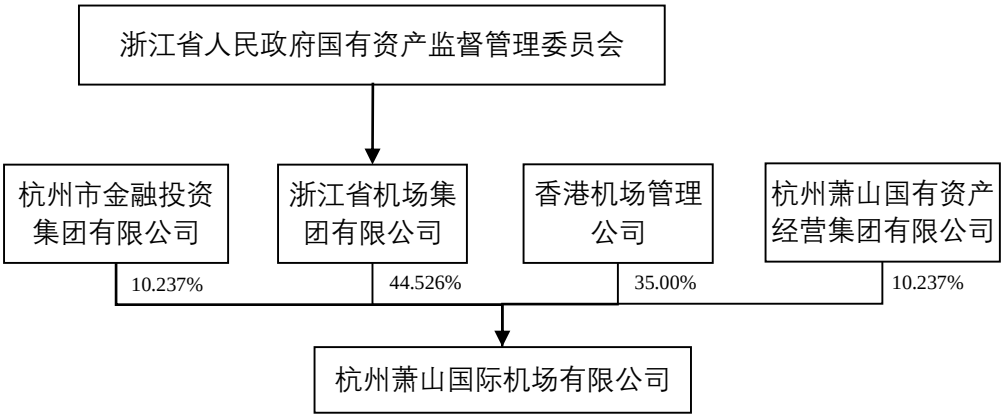
从现金流情况看，公司2020年经营活动产生的现金流入25.98亿元，为待偿债券本金余额的1.44倍，保障能力强；公司2020年经营活动产生的现金流量净额为3.88亿元，为待偿债券本金余额的0.22倍，保障能力一般。

综合以上分析，考虑到公司作为华东地区重要的枢纽机场运营企业，在民航发展基金方面获得外部支持，间接融资渠道畅通，联合资信认为，公司对“18杭机01”和“19杭机01”待偿本金的偿还能力极强。

十一、 结论

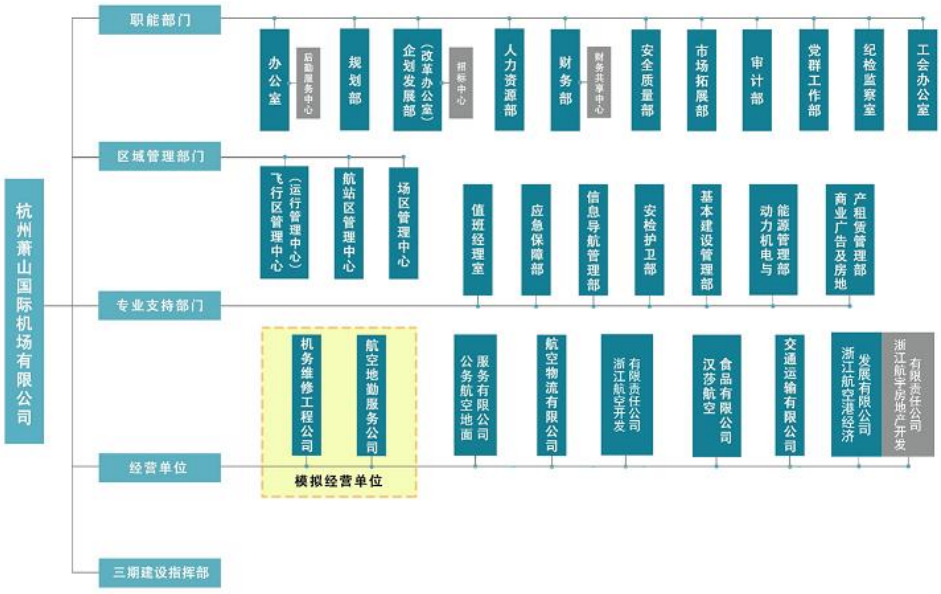
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18杭机01”和“19杭机01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有的表决权（%）	与公司关系
杭州萧山国际机场航空物流有限公司	航空货运、地面代理、仓储装卸等	3500.00	100.00	100.00	一级子公司
浙江航空开发责任有限公司	航空客货运等	1000.00	100.00	100.00	一级子公司
浙江航空港经济发展有限公司	园林绿化、广告代理、仓储物流等	4900.00	100.00	100.00	一级子公司
杭州萧山国际机场交通运输有限公司	客运服务等	5000.00	100.00	100.00	一级子公司
杭州萧山国际机场汉莎航空食品有限公司	加工销售航空食品等	2000.00	75.00	75.00	一级子公司
杭州萧山国际机场公务航空地面服务有限公司	公务机地面保障服务及代理服务等	500.00	51.00	51.00	一级子公司
浙江航宇房地产开发有限责任公司	房地产开发和经营等	2000.00	100.00	100.00	二级子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.54	15.69	13.27	12.39
资产总额（亿元）	173.61	206.86	247.85	261.44
所有者权益（亿元）	114.66	127.53	128.90	128.17
短期债务（亿元）	18.99	0.87	11.00	11.00
长期债务（亿元）	5.86	34.98	52.24	62.34
全部债务（亿元）	24.85	35.85	63.24	73.34
营业收入（亿元）	35.87	37.64	24.14	5.96
利润总额（亿元）	8.46	8.65	-1.02	-0.69
EBITDA（亿元）	14.43	15.27	4.74	--
经营性净现金流（亿元）	14.66	13.28	3.88	0.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	16.41	17.18	5.46	--
存货周转次数（次）	1986.07	1783.03	1779.56	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.20	0.11	--
现金收入比（%）	105.43	105.59	103.87	118.69
营业利润率（%）	29.09	29.96	0.12	-0.87
总资本收益率（%）	4.75	4.16	-0.47	--
净资产收益率（%）	5.52	5.17	-0.86	--
长期债务资本化比率（%）	4.86	21.52	28.84	32.72
全部债务资本化比率（%）	17.81	21.94	32.91	36.40
资产负债率（%）	33.95	38.35	47.99	50.98
流动比率（%）	88.67	98.66	52.59	49.61
速动比率（%）	88.64	98.62	52.57	49.60
经营现金流动负债比（%）	27.70	30.07	5.84	--
现金短期债务比（倍）	1.03	18.04	1.21	1.13
EBITDA 利息倍数（倍）	49.51	34.84	3.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.72	2.35	13.35	--

注：1. 部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司现金类资产含其他流动资产中可供出售金融资产；3. 公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.08	2.02	2.15	9.94
资产总额（亿元）	173.40	207.18	248.51	258.68
所有者权益（亿元）	113.18	125.98	128.09	127.34
短期债务（亿元）	18.99	0.87	11.00	11.00
长期债务（亿元）	5.86	34.98	52.24	62.34
全部债务（亿元）	24.85	35.85	63.24	73.34
营业收入（亿元）	29.87	31.70	19.90	5.02
利润总额（亿元）	7.90	8.10	-0.52	-0.75
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	13.66	11.51	3.07	0.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	18.49	18.49	5.35	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.17	0.09	--
现金收入比（%）	104.76	104.27	101.33	121.59
营业利润率（%）	28.59	29.57	-4.90	-4.74
总资本收益率（%）	4.43	3.97	-0.20	--
净资产收益率（%）	5.40	5.09	-0.31	--
长期债务资本化比率（%）	4.92	21.73	28.97	32.86
全部债务资本化比率（%）	18.00	22.15	33.05	36.54
资产负债率（%）	34.73	39.20	48.46	50.77
流动比率（%）	83.67	92.50	50.63	45.26
速动比率（%）	83.67	92.50	50.63	45.26
经营现金流动负债比（%）	25.22	25.01	4.51	--
现金短期债务比（倍）	0.16	2.32	0.20	0.90
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 未获取母公司折旧等相关数据，部分指标无法计算，用/表示；2. 母公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 因母公司无存货，存货周转次数无法计算，用*表示
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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

权利与免责声明

1．本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2．联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3．联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4．联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5．任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。