

信用评级公告

联合〔2023〕2931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”“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：[Signature]

二〇二三年五月二十五日

杭州萧山国际机场有限公司

2023 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
杭州萧山国际机场有限公司	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	4.8995 亿元	2023/11/15
19 杭机 01	13.00 亿元	9.80 亿元	2024/04/23

注：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：2023 年 5 月 25 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	V4.0.202208
机场运营企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素			--	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素			+6	
评级结果			AAA	

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”）运营的杭州萧山国际机场（以下简称“杭州萧山机场”）作为重要的干线机场，吞吐量位居全国机场前列，市场竞争力强，公司外部发展环境良好。公司作为华东地区重要的枢纽机场运营企业，获得的外部支持力度大。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营亏损较大和债务快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着杭州市区域经济持续发展，民航业外部需求复苏，且杭州萧山机场新航站楼 T4 投入运营，杭州萧山机场的通达性和吞吐量有望继续提升，公司业务有望稳定发展。

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”“19 杭机 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**杭州市地理位置优越明显，航空运输发展条件良好。2022 年，杭州市以 1.88 万亿元的地区生产总值规模位居全国城市第 9 位。近年来，杭州市经济和财政水平持续增长，为公司的发展提供了良好的外部发展环境。
- 市场竞争力强。**公司运营的杭州萧山机场为重要的干线机场，通达性良好，2022 年，杭州萧山机场的旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次分别位居全国机场第 5 位、第 5 位和第 6 位，市场竞争力强。
- 外部支持力度大。**作为华东地区重要的枢纽机场运营企业，公司获得中国民用航空局、地方政府和公司股东给予的大力支持。

关注

- 经营亏损较大。**受行业需求阶段性萎缩冲击叠加 T4 航站楼投入运营开始计提折旧的影响，公司业务经营亏损较大，2022 年利润总额为-11.30 亿元。
- 债务快速增长。**随着机场三期工程项目的持续投入，公司全部债务快速增长，截至 2023 年 3 月末，公司全部债务增至 149.46 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别增至 64.93%和 56.47%。

分析师:

杨世龙 登记编号 (R0040215110003)

徐汇丰 登记编号 (R0040218010006)

 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:

公司合并				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	13.27	9.33	13.25	7.89
资产总额 (亿元)	247.85	309.94	333.18	328.49
所有者权益 (亿元)	128.90	129.41	117.88	115.22
短期债务 (亿元)	11.00	22.62	20.69	19.93
长期债务 (亿元)	52.24	89.57	121.41	129.53
全部债务 (亿元)	63.24	112.19	142.10	149.46
营业总收入 (亿元)	24.14	24.90	20.46	7.23
利润总额 (亿元)	-1.02	-1.86	-11.30	-2.63
EBITDA (亿元)	4.74	4.49	-1.54	--
经营性净现金流 (亿元)	3.88	11.13	4.05	-1.21
营业利润率 (%)	0.12	0.04	-43.40	-12.67
净资产收益率 (%)	-0.86	-1.43	-9.75	--
资产负债率 (%)	47.99	58.25	64.62	64.93
全部债务资本化比率 (%)	32.91	46.44	54.66	56.47
流动比率 (%)	52.59	32.64	44.93	46.83
经营现金流动负债比 (%)	5.84	12.28	4.32	--
现金短期债务比 (倍)	1.21	0.41	0.64	0.40
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.59	1.47	-0.35	--
全部债务/EBITDA (倍)	13.35	24.98	-92.03	--
公司本部				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	248.51	310.26	333.80	330.87
所有者权益 (亿元)	128.09	128.55	118.51	115.93
全部债务 (亿元)	63.24	112.18	142.10	149.47
营业总收入 (亿元)	19.90	21.36	17.77	6.42
利润总额 (亿元)	-0.52	-1.60	-9.93	-2.58
资产负债率 (%)	48.46	58.56	64.50	64.96
全部债务资本化比率 (%)	33.05	46.60	54.53	56.32
流动比率 (%)	50.63	31.87	44.85	47.85
经营现金流动负债比 (%)	4.51	12.06	2.46	--

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; 2. 公司 2020 年末现金类资产含其他流动资产中现金类资产; 3. 本报告将公司其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务核算; 4. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

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	2022/06/01	高朝群 张雪	机场运营企业信用评级方法 (V3.1.202205) 机场运营企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	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; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受杭州萧山国际机场有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2023 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

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 56.86 亿元，股东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”），上述 4 家股东持股比例分别为 44.526%、35.00%、10.237%和 10.237%，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”）持有公司控股股东浙江机场集团 51.771%的股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围无变化，仍是华东地区重要的枢纽机场运营企业，负责杭州萧山机场运营相关工作，已形成了机场服务、货站操作、客货运代理、租赁和广告等多产业发展格局。

截至 2023 年 3 月末，公司本部设财务管理部、市场拓展部和企划发展部等职能部门；公司合并范围内拥有 6 家一级子公司。

截至 2022 年末，公司资产总额 333.18 亿元，所有者权益 117.88 亿元（少数股东权益-0.01 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 20.46 亿元，利润总额-11.30 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 328.49 亿元，所有者权益 115.22 亿元（少数股东权益-0.02 亿元）。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.23 亿元，利润总额-2.63 亿元。

公司注册地址：杭州萧山国际机场内；法定代表人：詹敏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券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 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 杭机 01	5.00	4.8995	2018/11/15	3+2 年
19 杭机 01	13.00	9.80	2019/04/23	3+2 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场

稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 机场行业

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。2022 年，机场行业运营指标较上年下滑明显，机场行业的旅客及货邮吞吐量区域分布情况较稳定，旅客主要集中在北上广等腹地经济发达地区，货邮在华东及中南地区占比高。2022 年 2 月，发改委等 14 部门发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，加大对民航基础设施建设资金力度、鼓励金融机构对航司和机场信贷支持等。2022 年 7 月，民航局协调通过落实应急贷款、注资、预拨中央补贴等方式助企纾困。各项纾困扶持政策的实施有助于机场企业缓解现金压力、降低经营压力。根据《新时代民航强国建设行动纲要》和《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》要求，2035 年运输机场数量达到 450 个左右，机场行业未来发展空间大，专项政策的实施有助于缓解时刻资源紧张局面，但重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担。区域分隔叠加功能定位使得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。详见《[2023 年机场行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

杭州市地理位置优越明显，航空运输发展条件良好。2022 年，杭州以 1.88 万亿元的地区生产总值（GDP）位居全国城市第 9 位。近年

来，杭州市经济和财政水平均持续增长，财政自给率较高。

（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。

杭州市交通运输条件发达，铁路方面，杭州市已打造由 6 条高铁（沪杭、杭甬、杭长、宁杭、杭黄、湖杭）、3 条普铁（沪昆、宣杭、萧甬）和 11 座客站（杭州东站、杭州西站、杭州站、杭州南站及临平南站、富阳站、富阳西站、桐庐站、桐庐东站、建德站、千岛湖站）组成的大型铁路网络，总里程 576 公里，其中高铁里程 376 公里，基本实现了与全国、省内主要城市的快速通达。轨道交通方面，杭州地铁已形成了 12 条线路 516 公里的网络，实现了十城区全覆盖。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。机场方面，杭州萧山机场位于杭州市东部，为 4F 级民用运输机场，是中国十二大干线机场之一。2022 年 9 月，萧山国际机场三期一阶段建成投用，新建 T4 航站楼 72 万平方米，新建陆侧交通中心及地上开发 64 万平方米，包含萧山机场高铁站及地铁 1 号线、7 号线、机场轨道快线车站等。

（2）区域经济

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2020—2022 年，杭州市分别实现 GDP 1.61 万亿元、1.81 万亿元和 1.88 万亿元，同比增长分别为 3.9%、8.5%和 1.5%。2022 年，杭州 GDP 位居全国城市第 9 位，按常住人口计算，杭州市人均 GDP 为 15.26 万元。分产业看，2022 年杭州市第一、二、三产业增加值分别为 346 亿元、5620 亿元和 12787 亿元，分别较上年增长 1.8%、0.4%和 2.0%；三次产业增加值结构为 1.8:30.0:68.2。

固定资产投资方面，2020—2022 年，杭州市固定资产投资持续增长，同比增速分别为

6.8%、9.0%和 6.0%。

人均可支配收入方面，2020—2022 年，杭州市居民人均可支配收入分别为 6.19 万元、6.78 万元和 7.03 万元，同比增速分别为 4.4%、9.4% 和 3.8%，扣除价格因素实际增长率分别为 2.3%、8.0%和 1.4%。

交通运输方面，2022 年，杭州市全年货运量 4.32 亿吨，同比下降 8.2%，以公路运输为主，公路运输量为 3.51 亿吨。同期，杭州市客运量 0.98 亿人次，同比下降 28.9%，以铁路和公路为主，铁路和公路客运量分别为 0.45 亿人次和 0.41 亿人次。

根据《关于杭州市及市本级预算执行情况和预算草案的报告》，2020—2022 年，杭州市一般公共预算收入分别为 2093.39 亿元、2386.59 亿元和 2450.61 亿元，持续增长。其中，税收收入分别为 1978.6 亿元、2233.60 亿元和 2169.85 亿元。同期，杭州市一般公共预算支出分别为 2069.66 亿元、2392.56 亿元和 2542.09 亿元，财政自给率¹分别为 101.15%、99.75%和 96.40%，水平较高。

2020—2022 年，杭州市政府性基金收入分别为 3690.45 亿元、2460.61 亿元和 3202.24 亿元，政府性基金收入是杭州市综合财力的重要组成部分。

根据《2023 年一季度杭州经济运行情况》，2023 年一季度，杭州市 GDP 为 4723 亿元，同比增长 4.6%。同期，杭州市一般公共预算收入为 945 亿元，同比增长 7.5%，其中税收收入为 809 亿元，同比增长 1.4%；一般公共预算支出 602 亿元，同比增长 2.8%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 56.86 亿元，浙江机场集团为公司控股股东，浙江省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，杭州萧山机场仍为重要的干线机场，通达性良好，吞吐量位居全国机场前列，市场竞争力强。

杭州萧山机场于 2000 年通航，是我国重要的干线机场、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，飞行区等级为 4F 级。杭州萧山机场原有 T1、T2 和 T3 三栋航站楼，于 2022 年 9 月正式启用新建的 T4 航站楼，新增设计旅客吞吐量 2000 万人次。截至 2023 年 3 月末，杭州萧山机场航站楼面积合计 99 万平方米，停机位共计 219 个，站坪面积 186.3 万平方米，设计容量 5284 万人次，拥有一条 3600 米×45 米的 4E 级跑道、一条 3400 米×60 米的 4F 级跑道和相应联络道、一条 3600 米×23 米的滑行道和一条 3400 米×25 米的滑行道，能够满足空客 A380 飞机的满载起降。杭州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 2023 年 3 月末，杭州萧山机场的基地航空公司有中国国际航空股份有限公司（以下简称“中国国航”）、厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）和浙江长龙航空有限公司，货运基地有杭州圆通货运航空有限公司，杭州萧山机场航班时刻容量为 54 架次/小时，停车场过夜飞机架数 150 架。

通达性方面，截至 2023 年 3 月末，杭州萧山机场通达 179 个城市，其中 142 个国内城市、35 个国际城市和 2 个地区城市。根据中国民用航空局（以下简称“民航局”）统计数据，2020 年，杭州萧山机场的旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次排名分别位居全国第 10 位、第 5 位和第 9 位；2021 年，杭州萧山机场上述指标排名不变；2022 年，杭州萧山机场上述指标排名分别位居全国第 5 位、第 5 位和第 6 位。整体看，杭州萧山机场市场竞争力强。

3. 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：91330000720082710W），截至 2023

¹ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

年5月11日，公司本部无关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录。

截至2023年5月25日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长变更，主要管理制度连续，管理运作正常。

2022年1月，王敏不再担任公司董事长、董事职务，詹敏先生任公司董事、董事长。上述变更系公司正常人事变动，对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

詹敏先生，1968年4月生，1988年6月加入中国共产党，大学学历；历任杭州市政府副秘书长、办公厅党组成员，杭州市委党校副校长，杭州行政学院副院长，杭州市社会主义学院副院长，杭州市滨江区代区长、区长、区委书记，浙江省能源集团有限公司董事、党委副书记、副总经理、总经理等职务；现任浙江机场集团董

事、董事长，自2022年1月起任公司董事、董事长。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

受行业需求阶段性萎缩冲击影响，公司业务经营承压，2022年各项收入规模均有所下降；叠加T4航站楼投入运营开始计提折旧的影响，公司2022年毛利率大幅下降。2023年一季度，杭州萧山机场收入规模明显恢复。

2020—2022年，公司营业总收入波动下降。2021年，公司营业总收入小幅增长，其中货邮需求增长致公司货运收入同比增加，租赁收入同比增加主要系上年免收部分租金所致，其他延伸服务业务收入同比明显下降主要系顺丰速运有限公司的安检转为自营，使得原应收货物安检收入下降所致。2022年，受行业需求阶段性萎缩冲击影响，杭州萧山机场多个月份旅客数量不及预期，航班量大幅下降，公司业务经营承压，各项收入规模均有所下降。

表2 公司营业总收入及毛利率情况

项目	2020年			2021年			2022年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
机场服务类业务	15.21	62.99	-4.81	15.37	61.74	-1.18	13.34	65.22	-37.10
机场服务	12.65	52.40	-9.24	11.91	47.81	-6.19	10.72	52.39	-41.98
配餐	0.99	4.09	-2.72	1.11	4.47	-11.91	0.71	3.49	-52.03
贵宾服务	0.78	3.21	42.65	0.12	0.47	0.60	0.09	0.42	-30.48
货运	0.79	3.28	16.78	2.24	8.98	30.75	1.83	8.92	-2.94
非机场服务类业务	8.90	36.88	10.66	9.53	38.26	6.81	7.11	34.78	-42.39
租赁	3.56	14.75	-4.83	4.62	18.55	2.39	3.26	15.91	-34.25
交通服务	0.43	1.80	-44.24	0.64	2.56	-0.41	0.55	2.68	-9.19
广告	1.55	6.40	15.50	1.70	6.84	17.09	1.26	6.16	-38.39
停车费	0.68	2.80	0.98	0.60	2.41	-11.01	0.46	2.24	-38.39
其他延伸服务	2.69	11.12	39.75	1.97	7.90	16.09	1.59	7.79	-74.72
其他业务收入	0.03	0.14	-38.05	--	--	--	--	--	--
合计	24.14	100.00	0.85	24.90	100.00	1.88	20.46	100.00	-38.94

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

毛利率方面，2020—2022年，公司综合毛

利率波动下降。2021年，公司综合毛利率上升

主要得益于以下原因：一是公司加强成本控制；二是海南航空控股股份有限公司及其关联航司坏账风险降低，公司冲回原计提的部分坏账准备；三是货运量增长，尤其是毛利率较高的国际货运吞吐量明显提升。2022 年，公司业务经营承压的同时 T4 航站楼投入运营开始计提折旧，毛利率大幅下降。

随着行业需求复苏，2023 年 1—3 月，杭州萧山机场经营明显恢复，公司实现营业总收入 7.23 亿元，同比增长 55.56%，综合毛利率为 -6.21%。

2. 机场服务类业务

受行业需求阶段性萎缩冲击影响，公司业务经营持续承压，杭州萧山机场旅客吞吐量持续下降。2020—2021 年外部因素催生货邮需求上升，2022 年，国际贸易摩擦影响货邮需求下降，杭州萧山机场的货邮吞吐量整体呈现先增长后下降的趋势。随着行业需求复苏，2023 年一季度，杭州萧山机场经营明显恢复。

公司机场服务类业务主要包括机场向航空

公司提供航班起降所需的跑道、停机坪、候机大楼以及机务、装卸，同时为旅客提供候机、安检、登机等各种服务，公司提供服务并收取一定的服务费用。货运方面，作为杭州萧山机场最大的进出港货物集散中心，杭州萧山机场货站负责除中国国航以外的所有进出港航班货物的运输保障工作。

客运方面，受行业需求阶段性萎缩冲击影响，2020—2022 年，杭州萧山机场旅客吞吐量持续下降，其中 2022 年上半年杭州萧山机场承接上海两场的部分分流²，国际及地区旅客吞吐量有所增长。货邮方面，2020—2021 年，杭州萧山机场货邮吞吐量持续增长，主要系公司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综合所致；2022 年，受国际贸易摩擦影响，杭州萧山机场货邮吞吐量有所下降。

2023 年一季度，行业需求复苏，杭州萧山机场旅客吞吐量同比明显增长，货邮吞吐量同比有所增长。

表 3 公司机场业务主要运营情况

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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）	2822.43	-29.63	2816.38	-0.20	2003.81	-28.9	866.14	101.3
其中：国内航线	2782.97	-23.39	2791.26	0.29	1971.59	-29.2	836.15	99.2
国际及地区	39.46	-89.57	25.12	-36.34	32.22	23.3	29.99	455.7
货邮吞吐量（万吨）	80.20	16.19	91.41	14.00	82.98	-9.2	19.42	5.0
其中：国内航线	69.66	11.29	73.53	5.55	69.39	-6.6	16.31	6.0
国际及地区	10.55	63.84	17.88	69.47	13.59	-20.7	3.11	0.1
运输起降架次（万架次）	23.74	-18.41	23.83	0.40	19.04	-20.1	6.72	52.2
其中：国内航线	22.73	-13.51	22.90	7.40	18.43	-20.5	6.56	53.6
国际及地区	1.00	-73.05	0.92	-8.00	0.61	-19.8	0.16	7.7

资料来源：公司提供

根据民航局出台的《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》《民用机场收费标准调整方案》等文件，杭州萧山机场为二类机场，公司航空服务业务收费标准执行二类机场标准。

根据民航局下发的《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），杭州萧山机场自 2017 年 4 月起开始实施新的收费标准。

² 为缓解上海市暂时性压力，自 2022 年 3 月 21 日至 5 月 1 日，民航局调整部分上海入境国际客运航班的入境点至国内其他 12

个口岸机场，其中杭州萧山机场为其中之一。

表 4 杭州萧山机场通航城市

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年一季度
通航城市 (个)	192	169	170	179
国内城市	134	138	136	142
国际城市	52	29	32	35
地区城市	6	2	2	2

注：1. 因涉及中转航班，航线条数不做统计；2. 不含公司承接的上海入境航班通航城市
资料来源：公司提供

航线资源是机场企业的核心价值所在，公司通过与航司合作布局通航城市和航线结构。2020—2022 年，在杭州萧山机场运营的航空公司（含运营定期包机航班）数量有所增加，且在 2023 年一季度继续增加。从结构上看，国内航司占比由近五成上升至七成左右。

表 5 杭州萧山机场运营的航司数量（单位：个）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年一季度
总数	72	72	79	82
国内	35	55	54	55
地区	7	3	3	4
国际	30	14	22	23

资料来源：公司提供

从主要航空公司业务占比来看，2020—2022 年，公司前五大客户主要为中国国航、中国南方航空股份有限公司、厦门航空、中国东方航空股份有限公司和长龙航空。公司的旅客吞吐量集中度偏高，货邮吞吐量集中度一般，收入集中度下降明显。

表 6 近年来公司前五大客户的业务情况

年份	旅客吞吐量占比 (%)	货邮吞吐量占比 (%)	起降架次占比 (%)	收入占比 (%)
2020 年	63.20	28.30	56.80	47.10
2021 年	56.93	20.20	49.99	34.56
2022 年	63.37	18.36	55.06	27.07
2023 年一季度	70.70	22.40	65.40	27.23

资料来源：公司提供

3. 非机场服务类业务

受机场服务类业务承压的影响，公司各项非机场服务类业务收入规模波动下降，其中租

赁业务收入规模占比较高。

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，租赁资产主要为航站楼商业和场区等。

表 7 截至 2023 年 3 月末公司持有物业及出租情况

项目	商业			场区物业	
	航站楼商业	航站楼两舱	办公仓库	经营性物业	生产性物业
总面积（万平方米）	3.99	0.39	1.81	4.52	19.02
出租率 (%)	37.73	87.19	48.22	91.16	77.3

资料来源：公司提供

广告业务方面，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，公司将机场广告资源外包给文投传媒，原租赁合同已于 2022 年到期，双方续签合同，新经营期限为 2022 年 5 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，公司收取基本经营费和分成收益。

受 2022 年内多个月份旅客数量不及预期，航班量大幅下降的影响，公司 2022 年各项非机场服务类业务收入规模亦有所下降。

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。随着机场三期工程陆续建成投运，杭州萧山机场吞吐量有望增长。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 285.75 亿元，已完成投资 207.41 亿元。其中，机场三期工程主要是为提升杭州亚运会的机场保障能力而建，该项目采取分期建设，2022 年 9 月，项目中的 T4 航站楼已经建成投运。机场三期工程项目计划总投资为 270.74 亿元，资金来源中自有资金 85.66 亿元（占 31.64%）、银行贷款 185.08 亿元（占 68.36%），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，截至 2023 年 3 月末，公司已提款合计 94.52 亿元。整体看，公司在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

表 8 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目及投资计划（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
杭州萧山国际机场三期项目新建航站楼及陆侧交通中心工程（机场三期工程）	270.74	195.89
杭州萧山国际机场东区国际货站及机坪工程	9.20	7.85
杭州萧山国际机场东北空侧隧道工程	3.25	1.67
杭州萧山国际机场 5 号坪扩建与 B 滑东延伸工程	2.56	2.00
总计	285.75	207.41

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司对机场服务类业务和非机场服务类业务方面均制定了相应规划，一是发展机场服务类主业，提高旅客吞吐量规模；二是重点开辟国际航线，提升国际化水平，推动发展服务品质。随着 T4 航站楼投入运营及第 19 届杭州亚洲运动会的举办，杭州萧山机场吞吐量有望进一步扩大。

提升国际通达性方面，公司将重点开发北美航线，巩固日韩、东南亚传统优势市场，与航空公司开发南亚新兴市场和中高端海岛旅游热点市场。增强货运竞争实力。公司利用现有的政策及资质引入国际知名货代商，开通国际全货机航线，提高国际货运规模和质量。同时，公司加强与快件运营商的合作，完善国内全货机快件航线网络。

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年度合并财务报表经普华永道中

天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2021 和 2022 年度合并财务报表经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2023 年一季度财务报表未经审计。

公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《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。会计政策和会计估计变更对整体财务报表影响不大。本报告均采用期末数。

从合并范围看，2020 年，公司向浙江机场集团转让 1 家全资子公司 100.00% 股权，不再将其纳入并表范围。2021 年、2022 年及 2023 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2023 年 3 月末，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

随着机场三期工程持续投入，公司资产规模持续增长，固定资产占比较高，资产构成符合行业经营特点，资产质量较高。

表 9 公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	34.99	14.12	29.58	9.54	42.04	12.62	39.06	11.89
货币资金	2.43	0.98	5.45	1.76	13.19	3.96	7.77	2.37
其他应收款	15.92	6.42	15.43	4.98	24.83	7.45	24.35	7.41
非流动资产	212.86	85.88	280.36	90.46	291.14	87.38	289.43	88.11
固定资产	63.62	25.67	60.04	19.37	228.36	68.54	226.46	68.94
在建工程	98.34	39.68	169.39	54.65	12.31	3.69	12.84	3.91
无形资产	48.86	19.72	47.66	15.38	46.99	14.10	46.70	14.22
资产总额	247.85	100.00	309.94	100.00	333.18	100.00	328.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 15.94%，主要系非流动资产增长所致。截至 2022 年末，公司资产以非流动资产为主。

2020—2022 年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长 9.62%。

2020—2022 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 133.11%。截至 2022 年末，公司货币资金主要为银行存款（占 43.98%）和航线补助资金（占 56.02%，使用受限）。

2020—2022 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 24.90%。截至 2021 年末，公司其他应收款主要为三方股东应承担的萧山机场二期噪音处置费用、二期净空项目费用等。截至 2022 年末，公司其他应收款较上年末增长 60.89%，主要系新增对杭州机场高铁有限公司（以下简称“机场高铁公司”）的代垫款项 9.61 亿元所致。

表 10 公司其他应收款主要构成情况

债务人名称	账面金额 (亿元)	占比 (%)	坏账准备 (亿元)
浙江机场集团	13.39	53.89	--
二期噪音项目	8.91		
二期净空项目	4.07		
二期噪音、净空项目资金的利息支出	0.35		
其他	0.05		
机场高铁公司	9.61	38.71	0.05
萧山国资	0.63	2.53	--
杭金投	0.63	2.53	--
中国建筑第八工程局有限公司	0.24	0.97	0.001
合计	24.50	98.63	0.05

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.95%，主要系机场三期工程持续投入并部分转固所致。

2020—2022 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 89.46%，主要系机场三期工程部分转固所致。截至 2022 年末，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 88.85%）构成。公司固

定资产中有账面原值为 164.20 亿元的房产尚未取得所有权证，相关手续正在办理中。

2020—2022 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 64.63%，主要系机场三期工程持续投入后部分转固所致。

2020—2022 年末，公司无形资产持续下降，年均复合下降 1.93%，系土地资产摊销所致。截至 2022 年末，公司无形资产主要为土地使用权（占 99.43%）。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额较上年末下降 1.41%，资产结构仍以非流动资产为主。其中，流动资产较上年末下降 7.09%，主要系货币资金减少所致；非流动资产较上年末变动不大。

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产 4.12 亿元，均为航线补贴专户资金。公司资产受限比例为 1.25%，受限比例低。

3. 资本结构

受亏损导致未分配利润下降的影响，公司所有者权益规模有所下降，构成上以实收资本和资本公积为主，稳定性较高。

2020—2022 年末，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 4.37%，主要系 2022 年亏损导致未分配利润下降所致。截至 2022 年末，公司所有者权益为 117.88 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 48.24%、38.93% 和 8.04%。

2020—2022 年末，公司实收资本未发生变化，均为 56.86 亿元。同期，公司资本公积变动不大，年均复合增长 2.08%；截至 2022 年末，公司资本公积为 45.89 亿元，主要为公司收到的民航发展基金。

2020—2022 年末，公司未分配利润持续下降，年均复合下降 34.59%，主要系经营持续亏损所致。

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构均较上年末变化不大，其中未分配利润较上年末下降 28.07%至 6.81 亿元，主要系经营亏损所致。

随着机场三期工程项目的持续投入，公司融资规模大幅提升，带动债务规模快速增长，债务负担加重，债务结构以长期债务为主。

2020—2022 年末，公司负债总额持续大幅增长，年均复合增长 34.54%，主要系融资大幅增加所致。负债结构较均衡。

表 11 公司负债主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	66.53	55.93	90.64	50.21	93.58	43.46	83.41	39.11
应付账款	33.51	28.17	44.26	24.52	42.23	19.62	35.24	16.52
预收款项	13.40	11.27	13.66	7.57	13.24	6.15	12.77	5.99
其他应付款	5.55	4.67	6.94	3.84	13.12	6.09	12.62	5.92
一年内到期的非流动负债	5.00	4.20	13.55	7.51	5.60	2.60	4.93	2.31
其他流动负债	0.00	0.00	9.07	5.02	15.11	7.02	15.00	7.03
非流动负债	52.41	44.07	89.89	49.79	121.73	56.54	129.86	60.89
长期借款	39.25	33.00	84.50	46.81	86.41	40.13	94.52	44.32
应付债券	12.99	10.92	4.90	2.71	34.80	16.16	34.80	16.32
负债总额	118.94	100.00	180.53	100.00	215.30	100.00	213.27	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 18.60%，主要系应付工程款持续增加、应支付的航线补助培育支出持续增加和新增超短期融资券所致。

2020—2022 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 12.27%，系机场三期工程款建设推进，公司应付的工程款持续增加所致。

2020—2022 年末，公司预收款项变化不大。截至 2022 年末，公司预售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雷迪森酒店有限公司未来年度特许经营费 1.06 亿元。

2020—2022 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 53.74%。截至 2021 年末，公司其他应付款主要为押金及保证金、航线补助培育支出，金额较上年末增长 24.95%，主要系应支付的航线补助培育支出增长所致。截至 2022 年末，公司其他应付款较上年末增长 89.17%，主要系应支付的航线补助培育支出增长所致。

2020—2022 年末，公司一年内到期的非流

动负债波动增长，年均复合增长 5.85%，主要系长期债务将于一年内到期转入流动负债所致。

公司其他流动负债主要为发行的超短期融资券，本报告已将其其他流动负债中计息部分调整至短期债务核算。

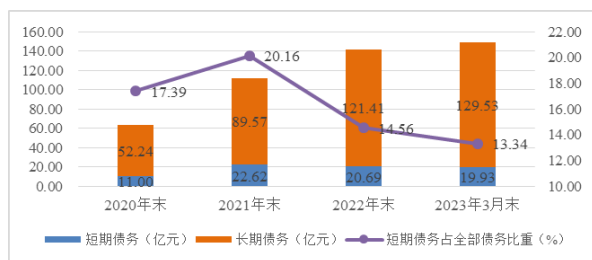
2020—2022 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 52.40%，主要系新增借款和发行债券所致。

2020—2022 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 48.37%，主要系随着机场三期工程的持续投入，公司长期借款融资持续增加所致。2019 年 6 月，公司就机场三期工程向国家开发银行等银团申请信用贷款，为 30 年期；2022 年，公司长期借款平均加权年利率为 4.255%。

2020—2022 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 63.68%，主要系新发债券所致。

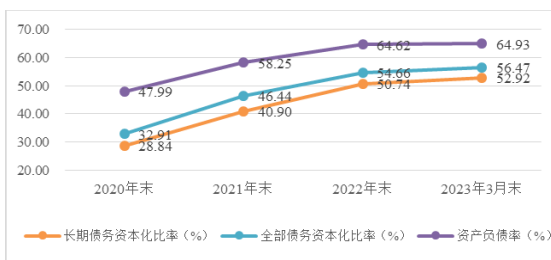
有息债务方面，2020—2022 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 49.90%。公司债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，2020—2022 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续增长。

图 1 公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年 3 月末，公司负债规模和构成较上年末变动不大，其中流动负债较上年末下降 10.86%，主要系支付工程款所致；非流动负债较上年末增长 6.68%，主要系长期借款增长所致。

截至 2023 年 3 月末，公司全部债务较上年末增长 5.18%，仍以长期债务为主，主要为银行借款和存续债券。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较上年末均有所上升，公司债务负担加重。

从债务到期看，截至 2023 年 3 月末，公司银行借款主要为 30 年期的银团贷款；公司债券将于 2023 年 4—12 月、2024 年和 2025 年到期的本金金额分别为 19.90 亿元、9.80 亿元和 25.00 亿元；整体看，公司债务期限结构较为分散。

4. 盈利能力

公司营业总收入波动下降，自 2020 年开始经营转亏，2022 年公司 T4 航站楼投入运营开始计提折旧，亏损幅度较大。2023 年一季度，行业需求复苏，公司收入明显恢复。

受行业需求阶段性萎缩冲击影响，2020—2022 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 7.95%；受 T4 航站楼投入运营开始计提折旧影响，公司营业成本增长，年均复合增长 8.97%。同期，公司营业利润率持续下降。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 6.06%，以管理费用为主，财务费用占比有所提升。2020—2022 年，公司费用总额占营业总收入的比重分别为 11.32%、12.21%和 15.03%。

2020—2022 年，公司其他收益主要为财政相关补贴，公司投资收益主要来自金融资产，其

中 2020 年投资收益中有 1.22 亿元来自处置子公司股权所得。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	24.14	24.90	20.46	7.23
营业成本	23.94	24.43	28.42	7.68
费用总额	2.73	3.04	3.07	1.74
销售费用	0.86	0.77	-0.66	0.01
管理费用	1.64	1.82	2.06	0.48
财务费用	0.23	0.45	1.67	1.25
其他收益	0.12	0.20	0.38	0.01
投资收益	2.03	0.51	0.16	0.004
利润总额	-1.02	-1.86	-11.30	-2.63
营业利润率（%）	0.12	0.04	-43.40	-12.67
总资本收益率（%）	-0.47	-0.38	-3.58	--
净资产收益率（%）	-0.86	-1.43	-9.75	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2020—2022 年，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率持续下降，均持续为负。与同行业相比，公司亏损幅度适中。

表 13 2022 年同行业盈利指标情况

公司名称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
重庆机场集团有限公司	-69.01	-4.34	-14.96
厦门翔业集团有限公司	2.83	2.11	1.90
公司	-38.94	-2.74	-9.75

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

2023 年 1—3 月，行业需求复苏，公司营业总收入同比增长 55.56%，受 T4 航站楼计提折旧影响，利润总额亏损扩大至 2.63 亿元。

5. 现金流分析

公司收入实现质量高，经营活动现金持续净流入。受机场三期工程持续投入影响，公司投资活动现金持续净流出。随着项目建设的持续推进和有息债务逐步到期，公司仍有较大融资需求。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	25.98	30.28	27.69	6.67
经营活动现金流出小计	22.10	19.15	23.65	7.88
经营活动现金流量净额	3.88	11.13	4.05	-1.21
投资活动现金流入小计	3.98	8.47	8.49	0.06
投资活动现金流出小计	35.86	63.03	38.25	8.90
投资活动现金流量净额	-31.88	-54.56	-29.76	-8.83
筹资活动现金流入小计	30.76	62.10	78.70	23.02
筹资活动现金流出小计	2.80	15.40	52.23	15.12
筹资活动现金流量净额	27.96	46.70	26.46	7.90
现金收入比（%）	103.87	116.96	102.13	79.08

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入波动增长，以业务回款为主。同期，公司经营活动现金流出波动增长，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—2022 年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量高。

从投资活动看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入持续增长，以赎回理财产品及处置子公司股权收回的现金为主。同期，公司投资活动现金流出波动增长，以机场三期工程投入为主，且规模较大。2020—2022 年，公司投资活动现金流持续净流出。

从筹资活动看，2020—2022 年，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债务还本付息为主。2020—2022 年，公司筹资活动现金流持续净流入。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流转为小幅净流出，投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金流持续净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱。公司间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	52.59	32.64	44.93	46.83
	速动比率（%）	52.57	32.62	44.91	46.81
	现金短期债务比（倍）	1.21	0.41	0.64	0.40
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	4.74	4.49	-1.54	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.35	24.98	-92.03	--
	EBITDA/利息支出（倍）	3.59	1.47	-0.35	--

资料来源：联合资信根据财务数据整理

从短期偿债指标看，2020—2022 年末，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均波动下降。截至 2023 年 3 月末，公司流动比率和速动比率较上年末小幅增长，现金短期债务比较上年末有所下降，剔除受限货币后的现金短期债务比为 0.19 倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2022 年，公司利润总额下降，EBITDA、全部债务/EBITDA 和

EBITDA/利息支出均转为负数。整体看，公司长期偿债指标表现弱。

截至 2023 年 3 月末，公司获得银行授信合计 390.23 亿元，尚未使用额度为 265.21 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2023 年 3 月末，公司本部涉及诉讼主要为旅客之间的民事纠纷引起的连带赔偿责任，

案件仍在审理过程中，涉诉金额不大，公司或有负债风险可控。

7. 公司本部财务分析

公司资产和业务主要集中在公司本部。

公司业务主要集中在公司本部，截至 2022 年末，公司本部资产占合并口径的 100.18%，负债占合并口径的 99.99%，全部债务占合并口径的 100.00%，所有者权益占合并口径的 100.54%。2022 年，公司本部营业总收入占合并口径的 86.85%，利润总额占合并口径的 87.92%。

截至 2023 年一季度末，公司本部财务规模和构成较上年末变动不大。

十、外部支持

1. 支持能力

2020—2022 年，杭州市经济持续发展，一般公共预算收入持续增长。截至 2022 年末，杭州市政府债务余额 3682.44 亿元，政府债务率约为 52.64%。杭州市政府支持能力非常强。

2. 支持可能性

公司是华东地区重要的枢纽机场运营企业，负责杭州萧山机场的运营相关工作，已形成了机场服务、货站操作、客货运代理、租赁和广告等多产业发展格局，浙江省国资委为公司实际控制人。公司获得民航局、股东和地方政府在贷款贴息、民航发展基金和政府补助等方面给予的大力支持，政府支持可能性非常大。

民航基建贷款贴息方面，2020—2022 年，公司获得民航局拨付的民航基建贷款贴息金额分别为 0.06 亿元、0.40 亿元和 0.80 亿元。

民航发展基金方面，2020—2021 年，公司收到的投资补贴性质的民航发展基金分别为 2.51 亿元和 1.85 亿元，计入资本公积。截至 2022 年末，公司收到且无需退还的民航发展基金补助³共 46.12 亿元，计入资本公积。

政府补助方面，2020—2022 年及 2023 年一季度，公司获得房产税返还、出租车服务区补贴款、杭州市交通运输局亏损补助等财政补贴分别为 0.12 亿元、0.20 亿元、0.38 亿元和 0.01 亿元，计入其他收益。2022 年，根据浙江省人民政府办公厅（2022）2 号文件相关指示，豁免公司 2022 年及以前年度航线培育支出应付款 1.40 亿元，公司冲减 2022 年销售费用。

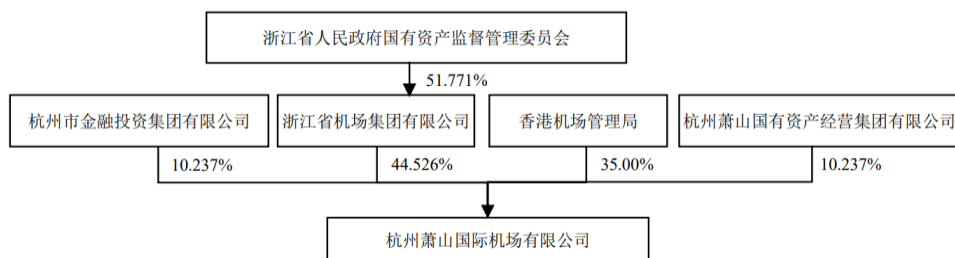
十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，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。

³ 2022 年，公司收到的投资补贴性质的民航发展基金 3.20 亿元，计入资本公积。2022 年 11 月和 2023 年 1 月，浙江省财政厅及浙江省交通运输厅下达关于调减 2022 年民航发展基金的通知，合计调减公司 2022 年民航发展基金 3.20 亿元。公司于 2022 年退还投

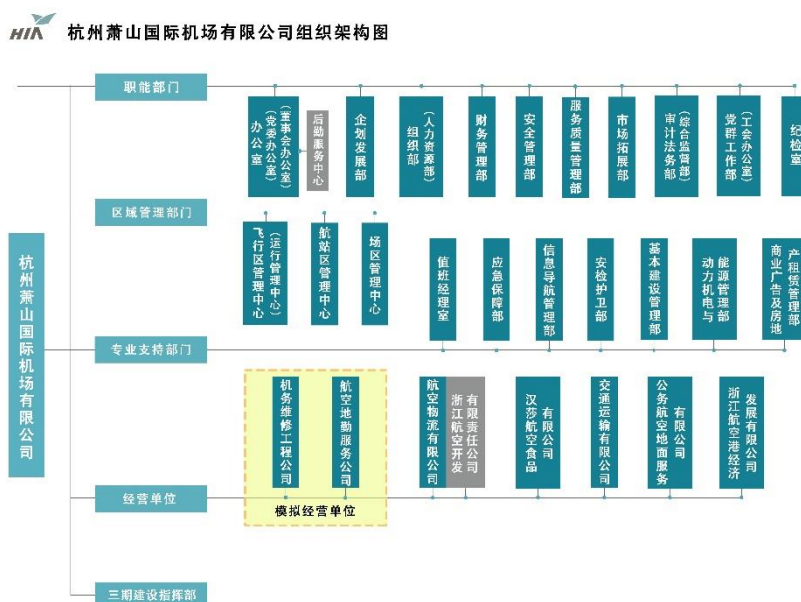
资补贴性质的民航发展基金 2.58 亿元，剩余待退还民航发展基金 0.62 亿元列示于其他应付款。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月末公司一级子公司情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)
1	杭州萧山国际机场航空物流有限公司	浙江省杭州市	航空货运、地面代理、仓储装卸等	100.00
2	浙江航空开发有限责任公司	浙江省杭州市	航空客货运等	100.00
3	浙江航空港经济发展有限公司	浙江省杭州市	园林绿化、广告代理、仓储物流等	100.00
4	杭州萧山国际机场交通运输有限公司	浙江省杭州市	客运服务等	100.00
5	杭州萧山国际机场汉莎航空食品有限公司	浙江省杭州市	加工销售、航空食品等	75.00
6	杭州萧山国际机场公务航空地面服务有限公司	浙江省杭州市	公务机地面保障服务及代理服务	51.00

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.27	9.33	13.25	7.89
资产总额（亿元）	247.85	309.94	333.18	328.49
所有者权益（亿元）	128.90	129.41	117.88	115.22
短期债务（亿元）	11.00	22.62	20.69	19.93
长期债务（亿元）	52.24	89.57	121.41	129.53
全部债务（亿元）	63.24	112.19	142.10	149.46
营业总收入（亿元）	24.14	24.90	20.46	7.23
利润总额（亿元）	-1.02	-1.86	-11.30	-2.63
EBITDA（亿元）	4.74	4.49	-1.54	--
经营性净现金流（亿元）	3.88	11.13	4.05	-1.21
财务指标				
现金收入比（%）	103.87	116.96	102.13	79.08
营业利润率（%）	0.12	0.04	-43.40	-12.67
总资本收益率（%）	-0.47	-0.38	-3.58	--
净资产收益率（%）	-0.86	-1.43	-9.75	--
长期债务资本化比率（%）	28.84	40.90	50.74	52.92
全部债务资本化比率（%）	32.91	46.44	54.66	56.47
资产负债率（%）	47.99	58.25	64.62	64.93
流动比率（%）	52.59	32.64	44.93	46.83
速动比率（%）	52.57	32.62	44.91	46.81
经营现金流动负债比（%）	5.84	12.28	4.32	--
现金短期债务比（倍）	1.21	0.41	0.64	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	1.47	-0.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.35	24.98	-92.03	--

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；2. 公司 2020 年末现金类资产含其他流动资产中现金类资产；3. 本报告将公司其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务核算；4. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.99	9.02	12.94	6.75
资产总额（亿元）	248.51	310.26	333.80	330.87
所有者权益（亿元）	128.09	128.55	118.51	115.93
短期债务（亿元）	11.00	22.62	20.69	19.90
长期债务（亿元）	52.24	89.57	121.41	129.57
全部债务（亿元）	63.24	112.18	142.10	149.47
营业总收入（亿元）	19.90	21.36	17.77	6.42
利润总额（亿元）	-0.52	-1.60	-9.93	-2.58
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.07	11.09	2.30	-4.41
财务指标				
现金收入比（%）	101.33	116.57	101.01	74.01
营业利润率（%）	-4.90	-1.99	-48.20	-15.99
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-0.31	-1.08	-8.48	--
长期债务资本化比率（%）	28.97	41.06	50.60	52.78
全部债务资本化比率（%）	33.05	46.60	54.53	56.32
资产负债率（%）	48.46	58.56	64.50	64.96
流动比率（%）	50.63	31.87	44.85	47.85
速动比率（%）	50.63	31.87	44.85	47.85
经营现金流动负债比（%）	4.51	12.06	2.46	--
现金短期债务比（倍）	1.18	0.40	0.63	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 未获取公司本部利息资本化等相关数据，部分指标无法计算，用“/”表示；2. 公司本部 2020 年末现金类资产含其他流动资产中现金类资产；3. 本报告将公司本部其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务核算；4. 公司本部 2023 年一季度财务数据未经审计
 资料来源：联合资信根据公司本部财务数据整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持