

信用等级公告

联合[2019]474 号

杭州萧山国际机场有限公司：

联合信用评级有限公司通过对杭州萧山国际机场有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

杭州萧山国际机场有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

杭州萧山国际机场有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年四月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

杭州萧山国际机场有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 18 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 4 月 4 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	165.95	161.22	173.61
所有者权益（亿元）	97.94	106.65	114.66
长期债务（亿元）	19.68	12.90	5.86
全部债务（亿元）	31.29	23.90	24.85
营业收入（亿元）	26.49	30.92	35.87
净利润（亿元）	2.01	4.99	6.33
EBITDA（亿元）	9.09	13.12	14.43
经营性净现金流（亿元）	6.47	8.55	14.66
营业利润率（%）	19.24	24.86	29.09
净资产收益率（%）	4.10	4.88	5.72
资产负债率（%）	40.98	33.85	33.95
全部债务资本化比率（%）	24.21	18.31	17.81
流动比率（倍）	0.70	0.83	0.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.55	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	7.69	29.33	49.51
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.51	0.73	0.80

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告将公司 2016 年末其他流动负债中的短期融资券纳入短期债务核算。

评级观点

杭州萧山国际机场有限公司（以下简称“公司”或“萧山机场公司”）所运营的萧山机场是华东地区重要交通枢纽节点之一。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了近年来受益于国内航空运输业的良好发展、萧山机场二期工程和顺丰基地产能的持续释放，公司机场运营能力显著增强，运营指标均保持较快增长，且获得了持续有力的外部支持。同时，联合评级也关注到近年来高铁竞争对机场行业形成一定经营压力、公司二期净空及噪音垫付款对资金形成占用、三期工程面临一定资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着顺丰基地对货运业务量的提升效应充分显现、萧山机场二期工程吞吐量的继续释放，公司收入及盈利水平有望进一步提高。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极小。

优势

1. 近年来，机场行业规模不断扩大，国家在政策上给予民航发展重大帮助，在民航机场建设方面提供财政支持，未来随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好。

2. 浙江省地理位置优越，腹地经济发达，为公司机场客货吞吐量的增长提供了有力保障。

3. 萧山机场是浙江省规模最大的机场，在机场运营及贷款贴息等方面获得了股东、地方政府及民航局的持续有力支持。

4. 近年来，二期工程产能持续释放带动萧山机场运营能力提升，同时顺丰基地产能的逐渐释放也推动公司货运业务发展，公司营业收入保持稳定增长态势。

5. 公司债务负担较轻，财务弹性较好。
公司利润逐年增长，业务获现能力强，经营性净现金流规模大，对债务的保障能力强。

关注

1. 近年来，国家重点扶持高速铁路发展，随着高铁网路的搭建，价格和成本相对低廉的高速铁路运输对公司的航空运输业务形成了一定的替代效应，对机场运营造成一定外部压力。

2. 随着萧山机场客、货吞吐量的快速增长，空域资源将相对紧张，从而制约机场业务的发展。

3. 公司垫付的二期工程净空及噪音处置支出规模较大，对资金形成一定占用。

4. 公司在建的三期工程总投资规模大，且资金来源主要为自筹，存在一定资本支出压力。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

杭州萧山国际机场有限公司（以下简称“公司”或“萧山机场公司”）前身是中国民航浙江省管理局，创建于 2000 年 3 月，由中国民用航空华东管理局和浙江省航空发展有限公司共同投资设立。2003 年，萧山机场实施了属地化管理改革，其后，浙江省人民政府将民航总局移交的股权转由浙江省机场管理公司持有。2005 年 4 月，根据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”）《关于同意杭州萧山国际机场有限公司变更股东和注册资本的批复》，公司股东变更为浙江省机场管理公司、杭州市金融投资集团有限公司和杭州市萧山区国有资产经营总公司，三家股东持股比例分别为 68.50%、15.75%和 15.75%。2006 年 9 月，根据三家股东与香港机场管理局四方签订的《合资经营杭州市萧山国际机场有限公司合同》，香港机场管理局出资 19.90 亿元认购股份，公司注册资本变更为 56.86 亿元，增资额已于 2006 年全部到位。2010 年，浙江省政府同意浙江省机场管理公司不再由浙江省国资委监管，不再履行公司和浙江机场投资有限公司省属国有资产的出资人职责。2011 年，浙江省机场管理公司正式更名为浙江省机场管理局，同时批准设立浙江省机场集团有限公司（以下简称“浙江省机场集团”），接管原由浙江省机场管理公司持有的股权，浙江省机场集团于 2013 年 4 月正式成立。截至 2018 年末，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、香港机场管理局、杭州市金融投资集团有限公司和杭州市萧山区国有资产经营总公司，四家股东持股比例分别为 44.526%、35.00%、10.237%和 10.237%（见附件 1）。公司实际控制人为浙江省国资委。

公司经营范围为：航空运输地面服务及相关的延伸服务、机场配套服务（包括货运、接送旅客班车、停车场、宾馆、餐饮等服务）（凭许可证经营），候机楼内商品零售（免税品除外）、办公场所出租，物业管理，信息咨询服务，设计、制作、发布、代理各类广告业务，对外投资机场相关业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年末，公司本部设有办公室、规划部、企划发展部、人力资源部、财务部、安全质量部、市场拓展部、党群工作部、纪检监察审计部及工会办公室 10 个职能部门（见附件 2）；纳入合并报表范围一级子公司 6 家，二级子公司 2 家；公司合并口径拥有在职员工 4,506 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 173.61 亿元，负债合计 58.95 亿元，所有者权益 114.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 114.40 亿元。2018 年，公司实现营业收入 35.87 亿元，净利润 6.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.78 亿元。

公司注册地址：杭州萧山国际机场内；公司法定代表人：王敏。

二、债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可[2018]293 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 30 亿元（含）的公司债券，其中首期已于 2018 年 11 月 15 日发行，发行规模为 5 亿元。本期债券名称为“杭州萧山国际机场有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”，实则为上述核准额度内的第二期。本期债券发行规模为不超过 18 亿元（含），公司和主承销商将根据网下申购情况，决定最终发行规模。期限为不超过 5 年（含 5 年），第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行方式为拟面向合格投资者公开发行。本期债券面值 100 元，按面值平价

发行。本期债券为固定利率，本期债券票面利率由公司与主承销商根据市场情况确定。本期债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，公司可选择上调票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券前 3 年票面利率加上公司上调的基点，在存续期后 2 年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集的资金拟用于偿还公司到期债务和补充流动资金。

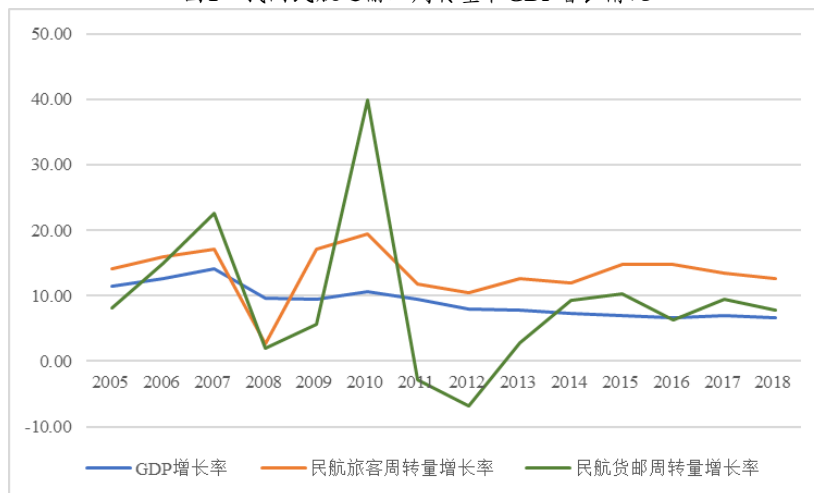
三、行业及区域分析

公司经营机场及相关保障业务，此部分将围绕机场行业进行分析。同时，机场企业具有区域经营特点，因此公司的业务发展受浙江省及周边区域经济发展影响较大。

1. 行业概况

机场行业与航空运输业的关联度较高，易受宏观经济波动影响，具有一定周期性特征。我国民航旅客周转量和货邮吞吐量增速整体高于同期 GDP 的增速，航空运输总周转量与 GDP 之间形成强烈正相关性，从 2005 至 2018 年，我国 GDP 平均增速为 9.11%，民航旅客周转量和货邮周转量平均增长率分别达到了 13.48%和 9.26%，分别为 GDP 的 1.48 倍与 1.02 倍。

图1 我国民航运输业周转量和GDP增长情况



资料来源：wind，联合评级整理

我国宏观经济的持续稳定发展，为航空运输业提供了良好的经济基础。据中国民航局统计的全局机场生产统计公报显示，2016~2018 年，我国机场起降架次由 923.83 万架次增至 1,108.80 万架次；旅客吞吐量由 10.16 亿人次增至 12.65 亿人次；货邮吞吐量由 1,510.41 万吨增至 1,674.00 万吨；机场数量则由 218 个增至 235 个（不含香港、澳门和台湾，下同）。

表 1 2016~2018 年我国机场行业发展状况（单位：%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率
起降架次（万架次）	923.83	7.85	1,024.90	10.90	1,108.80	8.19
旅客吞吐量（亿人次）	10.16	11.04	11.48	12.90	12.65	10.19
货邮吞吐量（万吨）	1,510.41	7.17	1,617.70	7.10	1,674.00	3.48
机场数量（个）	218	3.81	229	5.05	235	2.62

数据来源：中国民用航空局，联合评级整理

从民航机场主要生产指标看，2018 年我国境内机场吞吐量各项指标保持平稳较快增长势头。全年旅客吞吐量完成 126,468.9 万人次，比上年增长 10.2%；全年完成飞机起降 1,108.8 万架次，比上年增长 8.2%；完成货邮吞吐量 1,674.0 万吨，比上年增长 3.5%。

从旅客吞吐量分布看，2018 年旅客吞吐量 200~1,000 万人次机场有 29 个，较上年净增 3 个，完成旅客吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的 9.6%；年旅客吞吐量 1,000 万人次以上的 37 个，较上年增长 5 个，完成旅客吞吐量占全部旅客吞吐量的 83.6%；北京、上海和广州三大城市机场旅客吞吐量占全部旅客吞吐量的 23.3%。

从货邮吞吐量分布看，2018 年货邮吞吐量 10,000 吨以上的机场有 53 个，较上年净增加 1 个，完成货邮吞吐量占全部境内机场货邮吞吐量的 98.4%，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吞吐量的 48.8%。2018 年货邮吞吐量 10,000 吨以下的机场有 182 个，较上年净增加 5 个，完成货邮吞吐量占全部境内机场货邮吞吐量的 1.6%。

从区域分布看，民航旅客、货邮吞吐量与当地经济发展紧密相关，其中华东地区（上海市、江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省）和中南地区（河南省、湖北省、湖南省、广东省、海南省、广西壮族自治区）是机场业务比较发达的区域。

从具体各城市机场运营数据上看，我国民航机场体系已初步形成了以北京、上海、广州等枢纽机场为中心，以成都、昆明、重庆、西安、乌鲁木齐、武汉、沈阳、深圳、杭州、海口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。

总体看，机场行业与航空运输业的关联度较高，易受宏观经济波动影响，具有一定周期性特征。随着我国经济的发展和居民消费结构的提升，近年来机场行业总体呈快速上升趋势，发展状况良好。

2. 行业竞争

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，因而机场在一定地理范围内具有自然垄断性和不可替代性，机场行业进入壁垒较大。同时，每个机场都有一定的服务辐射区域，在交叉区域内，不同机场又存在一定的竞争。

截至 2018 年末，我国境内民用航空（颁证）机场共 235 个（不含香港、澳门和台湾，下同），其中定期航班机场 233 个，定期航班通航城市 230 个。从行业集中度来看，2018 年，我国旅客吞吐量排名前五位的民航机场合计完成旅客吞吐量 347,00.95 万人次，占全部旅客吞吐量的 27.44%，较上年下降 1.05 个百分点；货邮吞吐量排名前五位的民航机场合计完成货邮吞吐量 961.68 万吨，占全部货邮吞吐量的 57.45%，较上年下降 0.88 个百分点；起降架次排名前五位的民航机场合计完成飞机起降架次 231.29 架次，占全部飞机起降架次的 20.86%，较上年下降 1.09 个百分点。

表 2 2018 年全国民航机场运输业务量排序（单位：万人次、万吨、万架次、%）

项目	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
机场	名次	2018 年	增减	名次	2018 年	增减	名次	2018 年	增减
全国合计	-	126,468.87	10.2	--	1,674.02	3.5	--	1,108.83	8.2
北京/首都	1	10,098.33	5.4	2	207.40	2.2	1	61.40	2.8
上海/浦东	2	7,400.63	5.7	1	376.86	-1.5	2	50.48	1.6
广州/白云	3	6,972.04	5.9	3	189.06	6.2	3	47.74	2.6
成都/双流	4	5,295.05	6.3	5	66.51	3.5	6	35.21	4.5
深圳/宝安	5	4,934.90	8.2	4	121.85	5.1	5	35.59	4.6
昆明/长水	6	4,708.81	5.3	8	42.83	2.5	4	36.08	3.0
西安/咸阳	7	4,465.33	6.7	13	31.26	20.3	7	33.05	3.6
上海/虹桥	8	4,362.80	4.2	9	40.72	-0.1	10	26.68	1.2
重庆/江北	9	4,159.59	7.4	10	38.22	4.3	8	30.07	4.2
杭州/萧山	10	3,824.16	7.5	6	64.09	8.7	9	28.49	5.1
南京/禄口	11	2,858.15	10.7	11	36.51	-2.4	11	22.08	5.5
郑州/新郑	12	2,733.47	12.5	7	51.49	2.4	12	20.96	7.1
厦门/高崎	13	2,655.34	8.4	12	34.55	2.0	13	19.34	3.7
长沙/黄花	14	2,526.63	6.3	21	15.55	12.1	15	18.68	4.0
青岛/流亭	15	2,453.57	5.7	15	22.45	-3.2	16	18.26	1.7
武汉/天河	16	2,450.04	5.9	16	22.16	19.8	14	18.77	2.1
海口/美兰	17	2,412.36	6.8	17	16.86	9.1	21	16.52	4.9
天津/滨海	19	2,359.14	12.3	14	25.87	-3.6	18	17.94	5.8
乌鲁木齐/地窝堡	18	2,302.78	7.1	20	15.77	0.6	20	17.63	5.1
哈尔滨/太平	20	2,043.14	8.6	23	12.50	3.2	24	14.64	7.0

资料来源：中国民用航空局，联合评级整理

总体看来，机场行业具有区域垄断性，进入壁垒较大；我国民航机场业务中货邮吞吐量集中度较高，旅客吞吐量和飞机起降架次集中度尚可，我国民航机场业务集中度呈小幅下降趋势。

3. 行业政策

（1）民用机场收费政策改革

2008 年 3 月，民航总局颁布了《民用机场收费改革方案》，按照各机场在其区域内的重要性以及民用机场的业务量，将中国民航机场分为三类：一类机场，是指单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量的 4%及以上的机场，其中，国际及港澳航线换算旅客吞吐量占其机场全部换算旅客吞吐量的 25%及以上的机场为一类 1 级机场，其他为一类 2 级机场；二类机场，是指单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量的 1%至 4%的机场；三类机场，是指单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量的 1%以下的机场。

2017 年 1 月 24 日，中国民用航空总局（以下简称“民航总局”）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》（以下简称“《调整方案》”）调整了机场分类名录，其中，广州由一类 2 级机场升为一类 1 级机场，昆明由一类 2 级机场降为二类机场，天津和南宁升为二类机场，济南和桂林由二类机场移至三类机场（见下表）。

表 3 机场分类目录

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：民航总局《民用机场收费改革方案》

民航机场作为重要的交通基础设施，其建设和运营对于地方经济发展发挥着重要作用，属于准公共物品，其收费政策严格按照民航局与国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）联合发布的《关于印发民用机场收费改革方案的通知》（民航发[2007]158 号）、《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》（民航发[2007]159 号）、《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》（民航发[2013]3 号）有关规定执行。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当今民航市场，2017 年的《调整方案》调整了内航内线的航空性业务收费标准，起降费和地面服务费收费标准可在规定的基准价上浮不超过 10%，赋予机场更多非航空性业务自主定价权，使航空运输行业更趋市场化，该政策有助于提升民航机场的盈利能力，有利于民用航空业的长期发展。《调整方案》的实施对内航内线占比较高的机场影响较大，此外，非航空性业务市场化的放开，有利于客流量大、商业模式丰富、旅客结构优质的大型机场利润增厚。

（2）其他相关政策

2015 年 3 月 28 日，为推进实施“一带一路”重大倡议，国家发展和改革委员会、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》（以下简称“《愿景与行动》”）。《愿景与行动》中明确提出，基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域，抓住交通基础设施的关键通道、关键节点和重点工程，优先打通缺失路段，畅通瓶颈路段，配套完善道路安全防护设施和交通管理设施设备，提升道路通达水平。拓展建立民航全面合作的平台和机制，加快提升航空基础设施水平。预计未来，政府会继续加大机场交通枢纽体系的建设力度，为带动机场发展起到积极作用。

2016 年 10 月，民航局印发《关于鼓励社会资本投资建设运营民用机场的意见》，全面放开民用机场建设和运营市场，把符合全国民用运输机场布局规划、国家批准的专项规划和区域规划以及行业发展规划的运输机场项目全部向社会资本开放；减少国有或国有控股的运输机场数量；进一步放开运输机场对公共航空运输企业和服务保障企业的投资限制；全面放开通用机场建设，对投资主体不作限制，并全面放开通用机场和其他市场主体之间的投资限制；放开民航中介服务市场，符合相应资质要求的国有、民营、外商投资、混合所有制企业以及其他投资经营主体，可单独或组成项目联合体全面参与民用机场咨询、设计、建设、运营、维护等业务。

2017 年 9 月，国家民航总局发布《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》，提出从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整，旨在进一步提升民航航班正点率。2018 年夏秋航季计划时刻总量增速出现显著下滑。

2018 年 1 月，交通部出台《国内投资民用航空业规定》（交通部【2017】34 号），放宽了主要机场的国有股比要求，纳入民航发展规划的国际枢纽、区域枢纽、具有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与社会资本合作等方式参与民用机场的建设和运营等。

2018年3月，中国民用航空局发布《关于进一步提升民航服务质量的指导意见》，明确提出到2020年全行业航班正点率达到80%以上，机场始发航班正常率达到85%。

总体看，国家在政策上给予民航发展重大帮助，在民航机场建设方面提供财政支持；民用机场行业收费标准的调整将有利于提升机场行业盈利能力；控运行总量及调整航班结构政策的出台将有利于提高航班正点率，但同时或将导致机场各项运营指标增速放缓；未来随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好。

4. 行业关注

（1）高速铁路运输的竞争

相对于航空业而言，高速铁路在准时性、方便性、经济性和适应恶劣天气方面有优势，从目前整个出行时间来看，与高速铁路相比，航空运输在 800 公里以内的距离中已不占竞争优势。近年来，国家斥巨资改善铁路和公路网络，可能进一步加剧航空运输与公路和铁路运输之间的业务竞争。随着铁路系统未来建设规划的出台，客运专线和高速铁路等项目的全面建设和陆续投入运营，高速铁路势必成为航空运输未来最强大的竞争对手，相应机场行业也会受到一定的冲击。

（2）行业亏损严重，中小机场补贴较低

目前中国机场跑道、停机坪、候机楼等民航基础设施，主要由各地机场建设公司负责建设，全国机场四分之三处于亏损状态，主要系中小机场旅客吞吐量增速不够，以及集聚作用不明显。中小机场的航空主业、辅业均不如大机场，受制于客流量不足等因素影响，中小机场的超市、娱乐等商业运营也并不理想。国内目前只是经济发达地区建有大机场，并未形成完善的航空运输体系，2018年11月，中国民用航空局对外公布“2019年民航中小机场补贴预算方案”，列出了168个获得补贴的机场，补贴总额15.18亿元，但与大机场相比，中小机场能够获得的政府补贴并不多。

5. 未来发展

《全国民用机场布局规划》指出，至2020年，布局规划民用机场总数达244个，其中新增机场97个。重点培育国际枢纽、区域中心和门户机场，完善干线机场功能，适度增长支线机场布点，构筑规模适当、结构合理、功能完善的北方、华东、中南、西南、西北五大区域机场群。通过新增布点机场的分期建设和既有机场的改扩建，以及各区域内航空资源的有效整合，机场群整体功能实现枢纽、干线和支线有机衔接，客、货航空运输全面协调，大、中、小规模合理的发展格局，并与铁路、公路、水运以及相关城市交通相衔接，搞好集疏运，共同构成现代综合交通运输体系。到2020年，全国80%以上的县级行政单元能够在地面交通100公里或1.5小时车程内享受到航空服务，所服务区域的人口数量占全国总人口的82%、国内生产总值（GDP）占全国总量的96%。

总体看，《全国民用机场布局规划》的出台，将推动我国机场建设力度，为机场发展带来积极作用。

6. 区域环境

浙江省作为我国经济最具活力的地区之一，全省GDP多年位居我国各省市自治区GDP前五，GDP增长速度多年高于全国平均水平。杭州市是浙江省省会、副省级市，位于中国东南沿海、浙江省北部、钱塘江下游、京杭大运河南端，是浙江省的政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，长江三角洲城市群中心城市之一、长三角宁杭生态经济带节点城市、中国重要的电子商务中心之一，新一线城市。

根据《2018 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，全市实现生产总值 13,509 亿元，较上年增长 6.7%，增速高于全国 0.1 个百分点，低于全省 0.4 个百分点；常住人口人均生产总值 140,180 元，增长 4.14%；实现货物进出口总额 5,245 亿元，增长 3.1%，其中，出口总额 3,417 亿元，下降 1.0%，进口总额 1,828 亿元，增长 11.8%。全年服务贸易进出口总额 358.9 亿美元，增长 132.6%，其中出口 71.7 亿美元，增长 21.7%；进口 287.2 亿美元，增长 201%。跨境电商进出口总额 113.7 亿美元，增长 14.4%，其中出口 80.2 亿美元，进口 33.5 亿美元，分别增长 14.2%和 14.9%。杭州贸易经济较发达。

2018 年，杭州市全社会货物运输总量 3.5 亿吨，增长 1.1%，旅客运输量 2.0 亿人次，下降 9.7%。截至 2018 年末，萧山国际机场已开通航线 292 条，其中国际航线 51 条，港澳台航线 7 条。航空客运吞吐量达 3,824 万人次，货物吞吐量 64.1 万吨，分别增长 7.5%和 8.7%。全年境内公路总里程达到 16,520 公里，其中高速公路 632 公里。

2016 年，杭州入选纽约时报“全球最值得去的 52 个目的地”之一，成为 2016 年“十一黄金周”国内旅游人气第一目的地，G20 杭州峰会带给杭州的旅游红利得到释放。杭州航空口岸获批实施 144 小时过境免签政策。2018 年，杭州市全年旅游总收入达到 3,589.1 亿元，增长 18.0%，其中旅游外汇收入 38.3 亿美元，增长 8.1%。旅游总人数 18,403.4 万人，增长 13.0%。接待入境旅游者 420.5 万人次，增长 4.5%。年末各类旅行社 848 家，增长 11.0%；星级宾馆 145 家，其中五星级 23 家；A 级景区 109 个，其中 5A 级 3 个。

总体看，杭州市作为浙江省省会城市，经济发达且呈快速增长态势，较为发达的外贸业及旅游业促成发达的交通运输网络及较大客流规模，为机场吞吐形成有力支撑。作为长三角南翼主要干线机场的杭州萧山机场未来客、货运潜力较大。

7. 区域竞争

目前浙江省有杭州、温州、宁波、义乌、舟山、台州及衢州 7 个运输机场各自独立运行，省内已经形成以萧山机场为核心，宁波、温州机场为两翼的空港发展现状。相较于萧山机场，目前浙江省内其他机场经营规模相对较小，区域地位及航线网络等方面均有差距，对萧山机场的竞争影响较小。

图 2 杭州萧山机场与周边机场地理位置图



资料来源：联合评级整理

目前，萧山机场面临的竞争主要来源于上海虹桥机场和浦东机场，其距离萧山机场分别约为 140 公里和 160 公里，辐射范围有所重合，同时其航线网络及空域资源竞争优势显著，对萧山机场分流影响较大。

表 4 2018 年杭州萧山机场及周边机场数据统计（单位：万人次、万吨、万架次）

机场	旅客吞吐量	货邮吞吐量	飞机起降架次
上海/浦东	7,400.63	376.86	50.48
上海/虹桥	4,362.80	40.72	26.68
杭州/萧山	3,824.16	64.09	28.49
南京/禄口	2,858.15	36.51	22.08
温州/龙湾	1,121.87	8.02	8.64
宁波/栎社	1,171.84	10.57	8.54
义乌机场	163.57	0.88	1.26
舟山机场	120.97	0.01	2.45

资料来源：中国民用航空局

为应对周边机场密集带来的分流影响，萧山机场不断完善地面运输网络。截至 2018 年末，萧山机场地面巴士通达杭州、绍兴、义乌、丽水、湖州、嘉兴、台州、温州等地区。与此同时，萧山机场城市航站楼位于杭州火车东站枢纽东广场，距萧山机场仅需 40 分钟车程，可为旅客提供航班咨询、航空售票、乘机手续、行李托运、机场巴士等服务。依托火车东站枢纽汇集多种交通方式及配套服务设施于一体的优势，城市航站楼实现了铁路和航空枢纽的功能互补，进一步提升了萧山机场的地面交通便利性以及有利于加强对腹地客源的核心控制力。

依据 2017 年 7 月由杭州市发改委、杭州市交通局共同编制的《杭州市综合交通发展“十三五”规划》，未来萧山机场将引进三条高铁线，分别为杭绍台二期、杭黄和沪乍杭高铁。“高铁进机场”战略的实施，将有利于杭州“全国性综合交通枢纽之一和长三角南翼最大综合交通枢纽”目标的实现，为未来萧山机场旅客吞吐量的提升创造了有力条件。

总体看，萧山机场周边的上海虹桥、浦东机场对公司业务运营形成较大的分流影响。但近年来，公司采取了一系列措施来提升萧山机场的通达性以及对外地客源的控制力，未来“高铁进机场”战略的顺利实施，将使高铁与航空形成补充，从而为萧山机场未来旅客吞吐量的提升创造有利条件。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要运营杭州萧山机场。萧山机场位于钱塘江南岸，萧山市新街镇以东，距萧山市区（城厢镇）约 15km；距杭州市中心（六公园）约 27km；距绍兴市中心约 30km，是目前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，是浙江省地理位置最重要、规模最大、设备最齐全、生产最繁忙的国际航空港。

萧山机场一期工程于 2000 年建成通航，二期工程于 2012 年末正式启用，拟建三期扩建工程。萧山机场目前共有 3 座航站楼，2 条跑道（4E 和 4F 各一条），总占地面积 10 平方公里，航站楼面积达 37 万平方米，停机坪面积达到 200 万平方米，175 个停机位；现有厂址可满足旅客吞吐量 3,300 万人次、货邮吞吐量 80 万吨的保障需求。目前公司正在开展新一轮总体规划修编工作，未来场址将进一步拓展，可满足旅客吞吐量 1 亿人次以上、货邮吞吐量 300 余万吨。

依托浙江省及周边地区客货资源和航空市场需求，萧山机场自通航以来，运输生产指标快速增长。2018 年，萧山机场完成旅客吞吐量 3,824.16 万人次、货邮吞吐量 64.09 万吨和飞机起降架次 28.49 万架次，分别较上年增长 7.51%、8.72%和 5.09%。从民航机场排名上看，2018 年萧山机场旅客吞吐量维持第 10 位，货邮吞吐量维持第 6 位，飞机起降架次维持第 9 位。

安全运营方面，2018 年，萧山机场责任原因不安全事件万架次率为 0.07，实现连续第 18 个安全年。在华东民航系统 2018 年度安全绩效考核中，考核等次为优秀。

总体看，公司运营的萧山机场所处地理位置优越，行业地位突出，规模优势明显，具备很强的竞争力。

2. 人员素质

公司现有董事 9 名，尚有 2 名未由浙江省国资委委派；非董事高级管理人员 8 名。

董事长王敏先生，1962 年 3 月出生，省委党校研究生学历。历任温州冶金机械厂党委副书记，金温铁路公司人事部经理、客运分公司经理、温州火车站站长，金温铁路公司常务副总经理等职务，省铁路投资集团董事、副总经理、党委委员，省铁路投资集团总经理等职务。现任公司董事长，同时担任浙江省机场集团董事长、党委书记。

董事兼总经理郑向平先生，1962 年 4 月出生，研究生学历。历任民航浙江省管理局现场指挥处处长、萧山机场安全管理中心主任、现场管理中心主任、总经理助理，公司董事。现任公司总经理。同时担任浙江省机场集团副总经理、党委委员职务。

截至 2018 年末，公司拥有在职员工 4,506 名。按照教育程度划分，本科及本科以上学历占 43.92%，大专学历占 33.93%，中专及其他学历占 22.15%；按照岗位构成划分，管理人员占 7.17%，非管理人员占 92.83%；按照年龄构成划分，30 岁以下的占 32.31%，30~50 岁的占 60.43%，50 岁以上的占 7.26%。

总体看，公司管理层从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况熟悉，具有丰富的管理经验；公司员工构成情况能满足公司发展需要。

3. 外部支持

萧山机场是浙江省枢纽机场，若有新建项目，每年出港旅客机场建设费的 50%将返还给公司，同时项目建设期及竣工后三年内可获得一定贷款利息贴息补助。2015 年和 2016 年，萧山机场获得民航局拨付的民航基建贷款贴息分别为 0.80 亿元、0.81 亿元，投运后的贴息直接冲减财务费用。

2016~2018 年，根据《浙江省财政厅、浙江省交通运输厅关于下达民航发展基金用于地方机场建设项目补助资金的通知》，公司收到投资补助性质的民航发展基金分别为 5.68 亿元、3.45 亿元和 2.77 亿元，均计入当期资本公积。

依据《中国民用航空法》、《关于保护机场净空的规定》、《民用机场管理条例》以及浙江省人民政府专题会议纪要（[2013]20 号文件）等法律法规，机场第二跑道周边一定区域内需要对超高物进行净空拆降处置以及二期噪音处理，总投资预计 30 亿元。其中，净空支出总投资 10 亿元，噪音处置费用 20 亿元，原则上资金来源按照中方股东各自股权比例承担，港方股东的 35%由省级财政通过补助解决。

总体看，公司作为华东地区重点枢纽机场运营企业，获得了股东、地方政府及民航局的持续有力支持。

五、公司治理

1. 公司治理

为了规范公司内部的组织和行为，保护公司股东和债权人的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》，建立了如下法人治理结构：

根据《公司法》、《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》和公司章程的规定，公司不设股东会。

公司经营决策体系由董事会和高管层组成。董事会是公司最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，由11名董事组成，其中，浙江省机场集团委派5名，杭州市金融投资集团有限公司委派1名，杭州市萧山区国有资产经营总公司委派1名，香港机场管理局委派4名。董事会设董事长一名，副董事长两名。董事长由浙江省机场集团委派，第一副董事长由香港机场管理局委派，另一名副董事长由浙江省机场集团委派。董事及董事长的任期为三年，经委派方继续委派可以连任。公司设总经理一名，在董事会领导下处理日常管理事务，并直接对董事会负责。

《公司法》因对外商投资企业未作明确规定说明应设监事会或监事，公司的组织机构仍沿用了中外合资经营企业法关于组织机构的规定，合资合同及章程仅约定了董事会和经营管理机构，未设监事会。

总体看，公司法人治理结构符合相关法律法规要求，能够满足公司日常管理的需要。

2. 管理体制

公司内设办公室、规划部、企划发展部、人力资源部、财务部、安全质量部、市场拓展部、党群工作室部、纪检监察审计部、工会办公室共 10 个职能部门，部门设置能够满足日常管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范，制定了较为完备的内部控制制度，包括财务管理、安全管理、投融资管理制度、对外担保管理等制度。

财务管理方面，公司财务部本部下设财务共享中心（非职能部门）、预算管理科、资金管理科、资产管理科、税务管理科五个科室分别从财务管理、预算管理、会计核算、资金筹集和调度及对外投资的账务处理等方面规范了公司的财务管理体系。

安全管理方面，公司设立安全质量部统筹管理公司安全事宜，主要负责机场的航空运输安全、空防安全、航空地面安全及机场服务质量的监察和管理，同时负责公司内部治安保卫和国防动员工作。另外安全质量部作为机场安全管理委员会、机场航空安全保卫委员会及机场服务质量促进委员会办公室，负责处理三个委员会的日常性工作。

投融资管理制度方面，公司建立了严格对外投资的审批制度。对外投资须由相关部门进行充分的市场调查和分析，提出可行性报告，经公司分管副总经理审核，总经理会议研究，报董事长批准；其中重大投资项目及相应的融资方案，须提交公司董事会决策。

对外担保方面，公司制定了《杭州萧山国际机场有限公司对外担保制度》，对外担保由公司统一管理，未经公司批准，所属控股子公司不得相互提供担保、对外提供担保，也不得请外单位为其提供担保。公司对外提供担保，必须按浙江省国资委《关于进一步加强省属企业对外担保管理的通知》（浙国资财评[2010]5号）相关要求执行。

总体看，公司内部管理制度相对健全，可满足公司日常经营和管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营机场及相关保障业务。2016~2018 年，公司营业收入分别为 26.49 亿元、30.92 亿元和 35.87 亿元，呈逐年增长趋势，主要系受益于国内航空运输业的良好发展、萧山机场二期工程产能的持续释放和顺丰基地的投入运营综合所致。2016~2018 年，公司主营业务收入（机场及相关保障业务）占比均在 95.00%以上，主业突出。

从收入构成来看，公司经营的主要业务为航空运输业务及非航空运输业务两大板块。受益于萧山机场飞机起降架次、旅客和货邮吞吐量的持续快速上升，公司航空运输业务和非航空业务均呈快速发展态势，其中 2018 年公司航空运输业务收入增长 12.31%至 21.81 亿元，占主营业务收入的 60.87%；非航空运输业务增长 32.77%至 14.02 亿元，占主营业务收入的 39.13%。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务-机场及相关保障业务	25.66	100.00	21.84	29.98	100.00	26.79	35.83	100.00	31.74
其中：航空运输业务	17.48	68.12	9.40	19.42	64.77	13.22	21.81	60.87	20.48
非航空运输业务	8.18	31.88	48.42	10.56	35.23	51.73	14.02	39.13	49.26

资料来源：公司提供

从毛利率情况看，2016~2018 年，公司主营业务毛利率持续上升，主要系萧山机场在周转量快速增长及民航收费标准调整带来航空性收入及非航空收入大幅增长的同时，有效控制成本综合所致。

总体看，近年来，受益于旅客及货邮吞吐量的快速提升，公司航空业务和非航空业务均呈快速发展态势，公司业务经营能力持续增强。

2. 航空运输业务

航空运输业务是公司的核心业务，主要包括机场服务、航空配餐、货站操作及客货运代理。目前，公司航空性业务定价实行政府指导价为主的模式，收入受到机场客运吞吐量、飞机起降架次等业务指标的影响。受益于国内航空运输业的稳步发展、杭州区域经济及旅游业的快速发展和萧山机场二期工程运力的持续释放，2016~2018年，公司航空运输业务收入呈持续增长态势，从下表可以看出，机场服务是公司航空主业收入核心来源，2018年，机场服务收入占航空运输业务收入的比重为77.44%。

表 6 2016~2018 年公司航空运输业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
机场服务（航空性业务）	13.25	6.03	14.79	10.77	16.89	18.58
航空配餐	1.80	22.89	2.08	23.03	2.21	27.65
货站操作	1.25	26.04	1.36	27.86	1.47	33.50
客货运代理	1.18	9.16	1.19	9.88	1.24	18.12
合计	17.48	9.40	19.42	13.22	21.81	20.48

资料来源：公司提供

(1) 萧山机场运行情况

2016~2018年，萧山机场各项生产运营指标呈稳定增长态势。其中，旅客吞吐量年均复合增长10.02%，增速较快；货邮吞吐量年均复合增长14.60%，2017年增幅明显提升主要系与萧山机场合作的各货运公司业务全面开展、货量大幅提升所致；运输起降架次年均复合增长6.54%，主要系航空业良好的发展态势以及时刻资源增长（民航总局批复给萧山机场的航班时刻资源为45架次/小时，公司目前已实现44架次/小时）综合所致。从运营指标增幅来看，2018年萧山机场旅客吞吐量增幅、货邮吞吐量增幅和运输起降架次增幅分别为7.51%、8.72%和5.09%，受全球经济发展不确定性上升，国内经济下行压力加大，民航局“控总量、调结构”政策效应显现等综合影响，上述各指标增速均有所放缓。其中货邮吞吐量增幅远高于3.50%的行业平均值，萧山机场货运优势明显。从民航机场排名上看，2018年萧山机场旅客吞吐量、货邮吞吐量分别和飞机起降架次分别维持第10位、第6位和第9位。

表 7 2016~2018 年公司航空性业务运营情况（单位：%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
旅客吞吐量（万人次）	3,159.50	11.43	3,557.04	12.58	3,824.16	7.51
其中：国内航线	2,741.44	10.98	3,104.13	13.23	3,306.37	6.52
国际及地区	418.06	14.50	452.91	8.34	517.79	14.33
货邮吞吐量（万吨）	48.80	14.85	58.95	20.80	64.09	8.72
其中：国内航线	43.94	16.06	52.41	19.28	56.49	7.78
国际及地区	4.86	4.97	6.53	34.36	7.60	16.39
运输起降架次（万架次）	25.10	8.14	27.11	8.01	28.49	5.09
其中：国内航线	22.00	7.42	23.79	8.14	24.89	4.62
国际及地区	3.10	13.55	3.32	7.10	3.60	8.43

资料来源：公司提供

(2) 收费定价机制

机场服务收入主要为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、登机等各种服务所收取的服务费用，包括飞机起降费、旅客服务费、安检费等。上述费用按照民航总局制定的价格标准收取，因而该业务毛利率不高；费用收取方式以通过民航局清算中心收取为主，清算中心一般会延迟三个月将相关款项划入公司指定的账户中。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），自2017年4月1日开始实施新的收费标准，新收费标准的实施，将带动公司营业收入的增长。

航空配餐业务经营主体为子公司杭州萧山机场汉莎航空食品有限公司，目前萧山机场70%左右航班餐食由该子公司负责；货站操作业务主要由子公司杭州萧山国际机场航空物流有限公司运营，负责货物交接、仓储、排运、分发、查询等业务，为航空货运代理人提供货物仓储、装卸、场内货物打板、航空信息咨询、查询、提货、货物保税业务等服务；客货运代理业务由子公司浙江航空开发有限责任公司和杭州萧山国际机场易行商务有限公司运营，主要为客票代理销售及货运代理。上述业务收入规模不大，对公司收入贡献有限，本报告不作具体分析。

(3) 枢纽建设及航线布局

航线资源是机场企业的核心价值所在，公司通过与航空公司合作布局通航城市和航线结构。截至2018年末，萧山机场通航城市共177个，较上年新增15个城市。2018年，萧山机场共新开里加、

莫斯科、纽约、列日、仰光等5个国际定期航点。

表 8 2016~2018 年萧山机场通航城市（单位：个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
通航城市	138	162	177
其中：国内城市	98	113	125
国际城市	35	43	46
地区城市	5	6	6

资料来源：公司提供

注：因涉及中转航班，航线条数不做统计。

截至 2018 年末，在萧山机场运营的各类航空公司共 66 家（含运营定期包机航班），其中国内 32 家，地区 7 家，国际 27 家。其中，2018 年新增的航空公司主要有西部航空、乌鲁木齐航空、香港货运航空、柬埔寨 JC 航空、比利时 ASL 航空、俄罗斯依可亚航空等。基地航空公司方面，截至 2018 年末，萧山机场共有 3 家主基地航空公司，分别为中国国航、厦门航空、长龙航空。截至 2018 年末，在萧山机场停场过夜飞机 107 余架。

从主要航空公司业务占比¹来看，中国国航、南方航空、厦门航空、东方航空以及海南航空为公司前五大客户，其中 2018 年旅客吞吐量、货邮吞吐量、飞机起落架次和收入合计占比分别为 56.77%、30.40%、55.77%和 29.36%，集中度较高。

表 9 2018 年公司主要航空公司客户业务量（单位：%）

公司	2018 年			
	旅客吞吐量占比	货邮吞吐量占比	起落架次占比	收入占比
中国国航	14.46	8.40	14.15	5.81
南方航空	11.91	6.62	11.85	6.11
厦门航空	14.10	6.37	12.60	6.35
东方航空	9.10	4.09	9.95	6.05
海南航空	7.20	4.92	7.22	5.04
合计	56.77	30.40	55.77	29.36

资料来源：公司提供

货运方面，杭州萧山机场目前与 6 家货运公司达成合作，分别为顺丰速运、联邦快递、圆通速递、邮政航空（国内和国际）、香港航空（全货机）、阿特拉斯航空（全货机），其中吞吐量较大的公司为顺丰速运。

2015 年 3 月，杭州市成为全国首个跨境电子商务综合试验区，吸引众多知名电商企业相继入驻。依托良好的外部发展环境，萧山机场定位于华东地区重要的快件聚集和转运中心，货品中快件比重高达 70%以上。近年来，公司不断深化与顺丰、邮政等快递航企的合作，推动全货机业务，以促进货邮业务发展。

2011 年 5 月，公司与顺丰速运签订枢纽合作协议，顺丰速运全国快件运输枢纽基地项目正式落户萧山机场。根据协议约定，枢纽基地由萧山机场出资建设，顺丰速运租赁使用。该项目总建筑面积 8.78 万平方米，主要建设内容为快件分拣中心、配套办公用房及生活楼等附属设施及 18 个配套停机位，是目前全亚洲规模最大、设施设备最先进的航空快件运输枢纽基地。项目总投资 13.8

¹ 以旅客吞吐量规模作为排序依据。

亿元，其中公司建设已投资 6.1 亿元，顺丰速运设备已投入 7.70 亿元，该枢纽于 2015 年 7 月投入使用。

项目投用后，萧山机场与北京、深圳一并成为顺丰速运全国航空件中心枢纽，国内大部分区域的航空货邮时效性提高半天以上，有利于促进杭州空港经济的快速发展，同时进一步巩固萧山机场作为长三角南翼航空货运中心的地位和优势，对于杭州市乃至浙江省的产业结构优化升级和现代高端服务业的发展也产生重要的推动作用。2016~2018 年，顺丰速运在萧山机场的货邮吞吐量分别为 17.10 万吨、23.58 万吨和 27.30 万吨，主要受益于顺丰基地产能充分释放。未来，随着顺丰速运快件运输枢纽基地投运对货运业务量的提升效应逐步显现以及跨境电子商务综合实验区的实施建设，萧山机场货邮吞吐量有望持续增长。

总体看，近年来萧山机场生产运营指标保持稳定快速增长，枢纽建设及通达性进一步提升，其中货运方面，顺丰基地产能的充分释放以及各合作货运公司的全面发展带动萧山机场货邮吞吐量快速增长。但受全球经济发展不确定性上升，国内经济下行压力加大，民航局“控总量、调结构”政策效应显现等综合影响，萧山机场各生产运营指标增速有所放缓。但考虑到华东地区良好的区域环境、经济基础及居民消费升级对出境游和境外商品的旺盛需求，预计未来萧山机场业务仍将继续保持较快增长。

3. 非航空性业务

公司非航空运输业务主要围绕航空地面服务业务发生，包括地面运输服务、候机楼场地租赁服务、广告业务等。其中，候机楼场地租赁收入是公司非航空运输业务收入的主要来源，地面运输服务收入、广告业务收入、贵宾服务及其他收入，对主营业务收入贡献小。2016~2018 年，公司非航空运输业务收入分别为 8.18 亿元、10.56 亿元和 14.02 亿元，呈快速增长态势。

候机楼场地出租收入主要为将候机楼内及场区内可租赁场地租赁给航空公司、商家用做办公、仓储、商业运营等收取的租金及管理费等候机楼等。2010 年以后，公司对候机楼租赁实现保底与营业额提成孰高原则收取租金，并设置租金递增机制（保底租金根据萧山机场本年旅客吞吐量同比增幅进行调整），近三年经营较为稳健，收入呈稳定增长态势。2018 年，公司实现场地租赁业务收入 6.63 亿元，较上年增长 35.03%，主要系萧山机场客流量增长拉动整体消费；毛利率为 61.38%，较上年下降 10.43 个百分点，2017 年 12 月，T1/T2 航站楼部分商铺重新招租，合同期限为自场地移交之日起计算至萧山机场 T4 航站楼启用之日前一日为止，项目合同期限为 4 年+（X），经营费用较前合同期有所增长。

广告业务收入为销售机场内可供广告发布的区域，收取的广告发布费及广告经营费用。自 2015 年 3 月起，萧山机场广告业务以三年固定收益 4.24 亿元外包给上海雅仕维广告有限公司，广告面积包括三个航站楼和机场一号路两侧。2018 年 1 月，公司广告业务重新招标，与北京文投航美传媒有限公司签订《杭州萧山国际机场广告媒体经营合同》（以下简称“《经营合同》”），经营期限自 2018 年 3 月 1 日至萧山 T4 航站楼正式启用之日（计划于 2022 年投运，具体以公司书面通知为准）。

《经营合同》显示，公司在经营期限内应享有的经营费包括基本经营费和分成收益两部分，基本经营费不因广告资源使用量、杭州萧山国际机场客流量以及杭州人均收入等因素的影响而调整，其中第一年度的基本经营费为 2.43 亿元，后续年度按 11.00% 年增长率增长，分成收益以各年度北京文投航美传媒有限公司向公司缴纳的基本经营费为基数，由北京文投航美传媒有限公司根据《经营合同》项下广告资源所产生的营收超过基数部分，向公司按照分成收益比例分段累进计算和支付，未达到各年度基本经营费收入的，北京文投航美传媒有限公司不支付分成收益。2018 年，公司广告业务收

入2.22亿元，较上年增长58.57%，重新招标后，公司广告业务收入大幅增长。

其他业务主要包括停车场和绿化工程业务收入，2018年，其他业务收入较上年增长33.33%至3.52亿元，主要系停车费等延伸服务收入增加所致。

表 10 2016~2018 年公司非航空运输业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
场地租赁	3.96	72.77	4.91	71.81	6.63	61.38
地面运输	0.77	12.69	0.78	13.52	0.76	11.99
广告业务	1.20	37.21	1.40	39.12	2.22	43.76
贵宾服务	0.89	33.02	0.83	35.29	0.89	61.28
其他	1.36	17.65	2.64	37.53	3.52	34.91
合计	8.18	48.41	10.56	51.73	14.02	49.26

资料来源：公司提供

总体看，随着航空业务的稳步发展以及公司自身运营能力的不断提升，公司非航空业务收入快速增长。2017 年末，公司场地租赁业务以及广告业务签订新轮合同，带动公司未来相关业务收入增长。

4. 机场基础设施建设项目

自 2012 年二期完工投用后，到 2017 年末公司工程建设任务较少，主要为配套零星工程，2018 年开始启动机场三期工程。2016 年，公司已完工三项工程，分别为机场二期配套工程、快件运输枢纽和峰会工程，总投资额为 15.40 亿元，其中 2016 年投资 5.54 亿元。2017 年，公司已完工两项工程，分别为桥载设备替代 APU 项目和 I、II 运行项目，总投资额为 1.58 亿元，其中 2017 年完成投资 1.72 亿元。2018 年，公司已完工五项工程，分别为 T2 到达层改造、T1 改造工程、B 滑东段贯通工程、一期飞行区围界报警系统二阶段、301、302、303 近机位改造，总投资额为 2.22 亿元。

依据《中国民用航空法》、《关于保护机场净空的规定》、《民用机场管理条例》以及浙江省人民政府专题会议纪要（[2013]20 号文件）等法律法规，机场第二跑道周边一定区域内需要对超高物进行净空拆降处置以及二期噪音处理，总投资 30.02 亿元。

二期净空处置工程预计总投资 10.02 亿元，公司已于 2014 年 7 月向浙江省国资委提交《关于杭州萧山国际机场二期净空处置资金承担方案的请示》，提出二期净空处置资金由三家国有股东按出资比例分别承担的建议方案（港方不承担），截至 2018 年末尚未有明确结论。截至 2018 年末，二期净空处置项目已完工并决算，决算金额为 9.15 亿元，均计入预付账款科目核算；将累计收到的二期净空处置资金 7.88 亿元暂在其他应付款中核算，包括代中方股东浙江省机场集团筹措的二期净空处置资金 4.06 亿元，从浙江省财政厅收到的二期净空处置资金 3.51 亿元，扣除 2018 年退还给浙江省机场集团的二期净空处置结余资金 0.30 亿元，以及除浙江机场集团外的中方股东将累计分红 0.61 亿元转为净空处置资金。

二期噪音处置工程总投资为 20.00 亿元，根据省发改委《关于印发杭州萧山国际机场二期噪声处置协调会议纪要的通知》（浙发改基综[2014]669 号）以及省人民政府《专题会议纪要》（[2015]8 号），二期噪声处置资金按照各投资方在萧山机场投资中的各自股权比例承担，其中港方股东的 35%由省级财政通过补助解决。该项目已于 2016 年完成并决算。截至 2018 年末，公司累计收到省财政、中方股东杭州市金融投资集团有限公司和中方股东杭州市萧山区国有资产经营总公司二期噪

音处置资金 11.09 亿元，代浙江省机场集团筹措的二期噪音处置资金 8.91 亿元，累计收到资金 20.00 亿元。截至 2018 年末，公司累计已支付噪音处置 20.00 亿元，已完成全部投资。总体看，机场二期工程净空支出及噪音处理投资规模较大，对公司资金形成一定占用，且资金承担方案协商时间较长，联合评级将持续关注相关支出承担方案的落实情况。

截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目为机场三期工程，主要是为提升 2022 年杭州亚运会的机场保障能力。机场三期工程中新建航站楼及陆侧交通中心工程投资规模较大，工程总投资为 270.74 亿元，其中使用公司自有资金 85.66 亿元（占总投资的 31.46%），银行贷款 185.08 亿元，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股份有限公司浙江省分行联合牵头组成的银行贷款银团招标已完成，目前正在合同签订中，该项目预计一期投资 238.01 亿元。建设内容包括新建 T4 航站楼约 69 万平方米、新建交通中心约 53 万平方米、旅客过夜用房及配套业务用房 17 万平方米、能源中心、机场消防救援设施等。建设工期为 2018~2025 年，其中新建 T4 航站楼指廊部分将根据航空业务量的增长分三阶段（2018~2022 年、2022 年~2024 年、2024~2025 年）建成，其余建设内容均于 2022 年亚运会前建成。截至 2018 年末，三期工程中新建航站楼及陆侧交通中心已投资 10.78 亿元，食品厂房改迁建已投资 0.15 亿元，5、6 号宿舍楼已投资 0.92 亿元，未来尚需投资规模合计为 261.97 亿元，公司对外融资需求较大，存在较大资本支出压力。

表 11 截至 2018 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目工期	总投资	已投资	拟投资		
				2019 年	2020 年	2021 年
新建航站楼及陆侧交通中心	2018.1~2025.12	270.74	10.78	40.00	61.00	93.00
食品厂房改迁建	2018.12~2020.1	1.94	0.15	1.10	0.69	
5、6 号宿舍	2018.1~2019.5	1.14	0.92	0.22	--	--
合计		273.82	11.85	41.32	61.69	93.00

资料来源：公司提供

总体看，自 2012 年二期工程完工投用后，公司近年来工程建设项目较少，但在建的机场三期工程新建航站楼及陆侧交通中心项目资金需求量较大，且未来三年公司投资计划加快，届时将存在较大资本支出压力。

总体看，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

（1）浙江省机场整合

为加强浙江省航空产业发展和民航强省战略的实施，浙江省省委、省政府已作出整合全省机场资源、搭建航空大平台的重大决策部署。按照省委省政府的部署，浙江省机场集团将成为省民航基础设施、机场运营管理和航空产业发展的省级平台。萧山机场作为华东地区重要的枢纽机场之一，机场的整合对公司在同行合作、资源聚集、定位的凸显等方面均有较大帮助。

（2）公司预期运营指标和发展目标

由浙江省政府颁布的《民航强省行动计划》提出，将杭州萧山机场建设成为长三角世界级机场群核心机场，立足华东、辐射全国、通达全球的国际门户枢纽机场和全国航空快件中心。计划到 2025 年，完成旅客吞吐量 6,750 万人次，货邮吞吐量达到 125 万吨；计划到 2030 年，完成旅客吞吐量 9,000 万人次，货邮吞吐量 175 万吨。

总体看，浙江省内机场的整合对公司在同行合作、资源聚集、定位的凸显等方面均有较大帮助。同时，公司发展目标较为明确，随着浙江省和杭州市区域经济的稳定发展，大型国际赛事和会议的举办对萧山机场的软硬件发展起到了积极作用，公司未来将面临新的发展契机。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 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）审计并出具标准无保留意见。公司经审计的财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则等规定进行编制。

会计政策变更方面，财政部于2017年颁布了《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、修订后的《企业会计准则第16号——政府补助》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号）。财政部于2018年颁布了《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）。公司已采用上述准则和通知编制2017年度和2018年度财务报表，采用上述准则未对公司财务状况和经营成果未产生重大影响。

从合并范围看，2016~2017 年公司合并范围无变化，2018 年，公司减少子公司 1 家，为杭州萧山机场绿化工程有限公司。公司合并范围变化不大，财务数据的可比性较强。

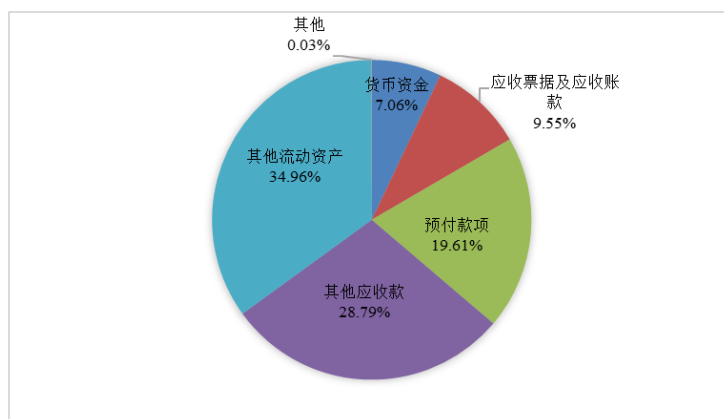
2. 资产质量

2016~2018年，公司合并资产总额波动增长，年均复合增长2.28%。截至2018年末，公司合并资产总额173.61亿元，较年初增长7.68%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占27.02%，非流动资产占72.98%。公司资产以非流动资产为主，符合机场行业特征。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 22.71%。截至 2018 年末，公司流动资产 46.91 亿元，较年初增长 35.64%，主要系其他应收款和其他流动资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款和其他流动资产构成。

图 3 截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 34.03%。截至 2018 年末，公司货币资金 3.31 亿元，较年初下降 58.93%，主要系经董事会批准，公司利用闲置资金购买国债逆回购 5.01 亿元和银行理财产品 11.22 亿元所致。

公司应收账款主要为应收机场服务收入及租赁收入等。2016~2018 年，公司应收账款净额呈增长态势，年均复合增长 13.67%。截至 2018 年末，公司应收账款净额 4.48 亿元，较年初变化不大。公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款余额 0.44 亿元，全部系应收海南航空股份有限公司及其关联公司款项，账龄均在 1 年以内，合计计提坏账准备 435.78 万元，计提比例为 10.00%；公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 4.11 亿元，从账龄看，1 年以内的占 99.28%，账龄较短，该组合计提坏账准备 250.64 万元。公司应收前五名单位期末余额合计 1.83 亿元，占应收账款期末余额合计数的 40.07%，集中度不高。公司应收账款累计计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 2.18%。

表12 截至2018年末公司应收账款余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	占比	坏账准备
海南航空股份有限公司	4,569.90	9.98	207.27
厦门航空有限公司	4,095.97	8.95	20.53
北京首都航空有限公司	3,880.47	8.48	251.50
中国国际航空股份有限公司	3,196.13	6.98	16.35
中国南方航空股份有限公司	2,602.10	5.68	25.36
合计	18,344.56	40.07	521.00

资料来源：公司审计报告

注：上述应收海南航空股份有限公司款项主要为起降费 and 配餐费等，其中起降费账龄在 1 年以内按照 0.5%计提坏账准备，配餐费按照 10%计提坏账准备。

2016~2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 3.78%，主要为预付净空支出以及预付机场扩建工程款、设备款等。截至 2018 年末，公司预付款项 9.20 亿元，较年初下降 12.55%，主要系预付的扩建工程款及设备款有所减少所致。公司预付款项主要系预付二期净空处理单位 9.15 亿元，从账龄看，1 年以内（含 1 年）的占 0.41%，1~2 年的占 10.84%，2~3 年的占 24.02%，3 年以上的占 64.73%。

2016~2018 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 8.48%。截至 2018 年末，公司其他应收款净额 13.50 亿元，较年初增长 17.36%，主要系代中方股东浙江省机场集团筹措二期噪音及净空处置资金产生的利息增加所致。公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款余额为 13.31 亿元，占其他应收款余额的 98.45%，全部系应收浙江省机场集团的款项，公司代中方股东浙江省机场集团筹措二期噪音及净空处置资金，其中包括代筹的二期噪音项目 8.91 亿元，代筹的二期净空项目 4.06 亿元，此专项贷款本息由浙江省机场集团承担，代支付的二期噪音、净空项目资金的利息支出 0.34 亿元。账龄在 1 年以上的占 84.90%，公司未对浙江省机场集团的应收款项计提坏账准备。公司其他应收款前五名单位期末余额合计 13.37 亿元，占其他应收款期末余额合计数的 98.81%，集中度很高。公司其他应收款累计计提坏账准备 8.28 万元，计提规模较小。总体看，公司代股东垫付的机场二期净空和二期噪音项目规模较大，且账龄在一年以上，对公司资金形成一定占用。

表13 截至2018年末公司其他应收款余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	占比	坏账准备
浙江省机场集团	133,144.29	98.45	--
厦门航空有限公司杭州分公司	163.67	0.12	0.82
中航鑫港担保有限公司	144.00	0.11	--
中国移动通信集团浙江有限公司杭州分公司	124.22	0.09	6.93
浙江长龙航空有限公司	105.21	0.08	0.53
合计	133,681.39	98.81	8.28

资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司其他流动资产呈大幅增长态势。截至2018年末，公司其他流动资产16.40亿元，较年初增加16.29亿元，主要系公司利用闲置资金购买国债逆回购和银行理财产品所致。

非流动资产

2016~2018年，公司非流动资产波动减少，年均复合下降3.05%。截至2018年末，公司非流动资产126.70亿元，较年初变化不大。公司非流动资产主要由固定资产（占54.63%）和无形资产（占41.01%）构成。

公司固定资产主要为公司航站楼、跑道等资产。2016~2018年，公司固定持续下降，年均复合增长5.18%。截至2018年末，公司固定资产净额69.22亿元，较年初下降3.42%，主要系计提固定资产折旧所致。公司固定资产原值103.60亿元，主要为房屋及建筑物（占80.04%）和机器设备（14.93%）构成；累计计提折旧34.41亿元，计提比例为33.21%，固定资产成新率为68.50%。截至2018年末，受机场二期资产暂未办理相关手续影响，公司尚有账面原值为35.28亿元（占34.05%），房产未取得所有权证。

2016~2018年，公司无形资产逐年减少，年均复合下降3.40%。截至2018年末，公司无形资产净额51.96亿元，较年初下降2.34%，主要系土地使用权累计摊销增加所致。公司无形资产原值63.83亿元，主要为土地使用权（占98.58%）和软件（占1.42%）；累计摊销11.87亿元，摊销比例为18.60%。

受限资产方面，截至2018年末，公司所有权受限制的资产账面价值合计为0.12亿元，受限规模较小。公司受限资产全部系航线补助专户资金中的货币资金。

总体看，近年来公司资产规模波动增长，以非流动资产为主，符合机场行业特征。公司流动资产中，其他应收款和预付款项规模较大，对公司资产形成一定占用；非流动资产中主要为机场跑道等固定资产和土地使用权。公司资产中除少量货币资金受限外，其余资产均未设置抵质押。公司未取得产权的资产规模较大，或将对后续融资产生一定影响。

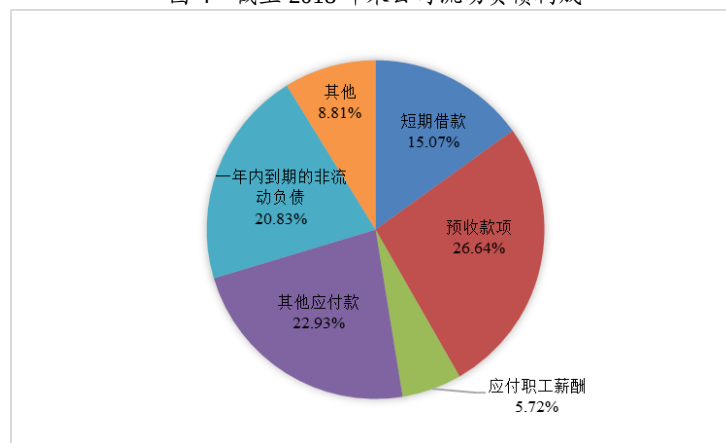
3. 负债及所有者权益

2016~2018年，公司负债呈波动减少态势，年均复合下降6.90%。截至2018年末，公司负债合计58.95亿元，较年初增长8.01%，主要系流动负债有所增加所致。从负债构成看，流动负债和非流动负债分别占89.74%和33.95%，流动负债占比较年初增加13.85个百分点。

流动负债

2016~2018年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长9.04%。截至2018年末，公司流动负债为52.90亿元，较年初增长27.72%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债主要由短期借款、预收款项、应付职工薪酬、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 4 截至 2018 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2016年，公司无短期借款。截至2018年末，公司短期借款7.97亿元，较年初增长32.83%，主要系公司日常经营借入流动资金贷款所致。公司短期借款全部为信用借款，2018年度短期借款加权平均年利率为3.86%。

2016~2018年，公司预收款项波动减少，年均复合下降7.26%。截至2018年末，公司预收款项14.09亿元，较年初变化不大。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，预收杭州萧山国际机场旅游大酒店有限公司未来年度特许经营费1.26亿元。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》，由浙江机场投资有限责任公司先将12.00亿元机场二期土地征迁资金以预付款形式支付给公司，再由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浙江机场投资有限责任公司。目前公司已取得全部二期土地使用权证，但尚未确定相应归属浙江机场投资有限责任公司部分12.00亿元所对应的土地权证，故目前暂挂该科目。

2016~2018年，公司应付职工薪酬呈增长态势，年均复合增长13.26%。截至2018年末，公司应付职工薪酬3.03亿元，较年初增长36.15%。公司应付职工薪酬包括短期薪酬（占95.38%）和离职后福利设定提存计划。

2016~2018年，公司其他应付款呈增长态势，年均复合增长23.21%。截至2018年末，公司其他应付款12.13亿元，较年初增长17.99%，主要系新增收到二期净空资金2.17亿元所致。公司其他应付款包括二期净空项目7.88亿元，保证金及押金2.79亿元，其他项0.80亿元，航线补助0.19亿元。净空支出的承担问题暂无明确结论，公司垫付的拆降资金共计9.15亿元，公司将累计收到的二期净空处置资金7.88亿元暂在其他应付款中核算，包括代中方股东浙江省机场集团筹措的二期净空处置资金4.06亿元，从浙江省财政厅收到的二期净空处置资金3.51亿元。

2016~2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长40.12%。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债11.02亿元，较年初增长120.40%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。其中一年内到期的应付债券10亿元，一年内到期的长期借款1.02亿元。

非流动负债

2016~2018年，公司非流动负债呈逐年减少态势，年均复合下降49.29%。截至2018年末，公司非流动负债合计6.05亿元，较年初下降54.04%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券结转至一年内到期的非流动负债核算所致。公司非流动负债主要由长期借款（占14.39%）和应付债券（占82.58%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款逐年减少，年均复合下降 57.04%。截至 2018 年末，公司长期借款为 0.87 亿元，较年初下降 70.09%，主要系归还部分机场二期工程项目贷款，以及 1.02 亿元长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2016~2018 年，公司应付债券规模呈逐年减少态势，年均复合下降 42.25%。截至 2018 年末，公司应付债券余额 4.99 亿元，较上年下降 50.02%，主要系“16 萧山机场 PPN001”和“16 萧山机场 PPN002”将于 2019 年到期，均转入一年内到期的非流动负债核算所致。截至 2018 年末，公司尚在存续期内的债券如下表所示，主要集中于 2019 年到期。

表 14 截至 2018 年末公司存续期内债券明细（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行规模	期限	到期日	票面利率
16 萧山机场 PPN001	5.00	3	2019-01-08	3.69
16 萧山机场 PPN002	5.00	3	2019-05-20	3.60
18 杭机 01	5.00	3	2023-11-15	4.08
合计	15.00	--	--	--

资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司全部债务规模呈波动下降态势，年均复合下降 10.88%。截至 2018 年末，公司全部债务为 24.85 亿元，较年初增长 4.00%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务占 76.41%，长期债务占 23.59%，公司债务以短期债务为主。从债务指标看，2016~2018 年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈逐年下降态势，截至 2018 年末，上述指标分别为 33.95%、17.81%和 4.86%，较年初分别上升 0.10 个百分点，下降 0.49 个百分点，下降 5.92 个百分点。

表 15 截至 2018 年末公司债务到期期限分布情况（单位：亿元）

年份	短期债务	长期借款	应付债券	合计
2019 年	18.99	--	--	18.99
2020 年	--	0.87	--	0.87
2021 年	--	--	--	--
2022 年	--	--	--	--
2023 年及以后	--	--	5.00	5.00
合计	18.99	0.87	5.00	24.85

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：上表中长期债务中应付债券按面值计算，未考虑利息摊销。

总体看，近年来公司负债规模呈波动减少态势，债务负担较轻，财务弹性较好。债务结构方面，受应付债券集中到期影响，公司债务结构由以长期债务为主转为以短期债务为主。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益年均复合增长 8.20%。截至 2018 年末，公司所有者权益 114.66 亿元，较年初增长 7.51%，主要系公司资本公积和未分配利润增加所致。截至 2018 年末，归属于母公司所有者权益合计 114.40 亿元（占 99.77%），其中实收资本占 49.70%、资本公积占 30.73%、盈余公积占 4.11%、未分配利润占 15.46%。截至 2018 年末，公司资本公积 35.15 亿元，较年初增长 8.60%，主要系 2018 年度公司收到投资性质的民航发展基金 2.78 亿元所致；公司未分配利润 17.68 亿元，较年初大幅增长 33.20%，主要系净利润转入所致。公司所有者权益以实收资本和资本

公积为主，公司所有者权益结构的稳定性强。

总体看，近年来公司所有者权益规模小幅增长，以实收资本和资本公积为主，所有者权益结构的稳定性强。

4. 盈利能力

伴随国内航空运输业的良好发展、萧山机场二期工程产能的持续释放和顺丰基地的投入运营，2016~2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长16.36%。2018年，公司实现营业收入35.87亿元，较上年增长15.99%，主要系机场服务、租赁业务、商品销售等各项主营业务收入均有所增加所致。2016~2018年，公司营业成本呈逐年增长态势，年均复合增长8.80%。2018年，公司营业成本24.51亿元，较上年增长7.72%。2016~2018年，公司净利润大幅增长，年均复合增长77.46%，2018年公司净利润6.33亿元，较上年增长26.83%，其中归属于母公司所有者的净利润为6.22亿元。

期间费用方面，2016~2018年，公司期间费用波动减少，年均复合下降6.72%，主要系债务规模下降带来的财务费用的减少和会计处理的变更带来的部分原在“管理费用”项目中核算的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等调整至“税金及附加”项目中核算综合所致。2018年，公司费用总额为2.61亿元，从期间费用构成看，销售费用占1.29%，管理费用占84.22%，财务费用占14.49%。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，其中管理费用规模较大，以职工薪酬为主；财务费用较上年下降15.40%，主要系公司在2018年上半年债务规模较上年有所下降使得全年综合利息费用减少所致。2016~2018年，公司费用收入比分别为11.33%、7.81%和7.28%，公司期间费用控制能力较强。

利润构成方面，2016~2018年，公司资产处置收益分别为-247.97万元、1.60亿元和-7.19万元，其中2017年资产处置收益主要系结转商务楼资产转让获得收益1.49亿元，结转转让厦航土地一期A地块损益0.11亿元。2016~2018年，公司投资收益波动增长，年均复合增长204.17%。2018年，公司实现投资收益0.43亿元，较上年增长7.71倍，主要来源于对联营公司的投资及可供出售金融资产取得的投资收益。2016~2018年，公司营业外收入年均复合下降71.12%。2018年公司实现营业外收入405.29万元，较上年下降31.46%，主要系公司本年度无以前年度帐外资金的收回所致。2018年公司实现其他收益0.19亿元，较上年增加4.13倍，全部由政府补助构成。公司营业外收入及获得的其他收益规模较小，利润总额对营业外收入和其他收益依赖程度较弱。

从盈利指标来看，公司各项主营业务快速发展，盈利能力稳步提升，2016~2018年，公司营业利润率分别为19.24%、24.86%和29.09%。2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.90%、5.23%和5.72%，较年初分别上升0.72个百分点、0.74个百分点和0.84个百分点。从指标上看，公司目前发展稳定，盈利能力不断增强。

总体看，公司发展较为稳定，收入规模逐年增长，费用控制能力较强，盈利能力不断增强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2016~2018年，公司收到的经营活动现金流入分别为29.43亿元、32.63亿元和39.79亿元，持续增长，主要系受杭州举办G20峰会和整体经济稳步上涨的影响，公司的航空运输服务以及机场相关服务收入稳定增长。公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金、支付的各项税费和机场二期噪音处理支付的现金构成，2016~2018年，公司经营活动现金流出分别为22.96亿元、24.08亿元和25.14亿元。2016~2017年，公司二期噪音及净空支付的现金分别为2.22亿元和0.13亿元，2018年无二期噪音

及净空支出。2016~2018 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.47 亿元、8.55 亿元和 14.66 亿元。从收入实现来看，2016~2018 年，公司现金收入比分别为 106.43%、98.13%和 105.43%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2016~2018年，公司投资活动现金流入分别为0.85亿元、2.94亿元和4.82亿元。2018年公司投资活动现金流入大幅增长64.12%，主要系收回投资收到现金增加所致。2016~2018年，公司投资活动现金流出分别为9.44亿元、5.92亿元和23.20亿元，其中2018年公司投资活动现金流出较上年大幅增加17.28亿元，主要系购买国债逆回购以及理财产品支付现金16.23亿元所致。2016~2018年公司投资活动现金流量净额分别为-8.59亿元、-2.99亿元和-18.38亿元，呈持续净流出状态。

从筹资活动情况来看，2016~2018年，公司筹资活动现金流入分别为23.64亿元、9.45亿元和15.77亿元，呈波动减少态势。2018年，公司筹资活动现金流入较上年增加15.77亿元，主要系取得借款收到的现金大幅增加所致。2016~2018年，公司筹资活动现金流出分别为25.16亿元、16.03亿元和13.82亿元，年均复合下降25.89%。2018年，公司筹资活动现金流出较上年下降13.78%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2016~2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.52亿元、-6.58亿元和1.95亿元。2018年，筹资活动由上年净流出转为净流入状态。

总体看，公司经营活动现金流较为充裕，二期项目完工后，公司在建项目较少，资本支出规模不大。但随着机场三期工程建设的推进，公司将面临较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，流动比率、速动比率两项指标因受公司资产负债结构特点影响，指标值偏低。2016~2018 年，公司流动比率分别为 0.70 倍、0.83 倍和 0.89 倍；速动比率分别为 0.70 倍、0.83 倍和 0.89 倍，基本保持稳定。2016~2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.66 倍、0.73 倍和 0.17 倍，现金对短期债务的保障能力一般。考虑到公司其他流动资产中理财产品流动性较好，流动负债中无需实际偿还的预收款项占比较高，公司短期偿债压力不大。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 9.09 亿元、13.12 亿元和 14.43 亿元；2018 年，公司 EBITDA 构成中，利润总额占 58.59%，计入财务费用的利息支出占 2.02%，摊销占 9.22%，折旧占 30.16%。2016~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.29 倍、0.55 倍和 0.58 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高；公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.69 倍、29.33 倍和 49.51 倍，公司对利息保障能力很强。整体看，随公司债务规模下降，公司长期偿债能力逐年增强。

截至 2018 年末，公司获各家银行授信额度总额 53.00 亿元，尚未使用额度为 42.12 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至2018年末，公司对外担保余额800万元，为对中航鑫港担保有限公司提供的担保，中航鑫港担保有限公司为国有企业，目前经营状况良好，公司对该担保事项设置了反担保条款，代偿风险小。

截至2018年末，公司无对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁情况。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10330109004473206），截至2019年1月9日，公司不存在未结清不良信贷信息记录，过往的债务履约情况。

总体看，公司目前负债负担较轻，主营业务获现能力强，经营活动现金流入规模较大，同时考虑到公司作为浙江省规模最大的机场，在机场运营及贷款贴息等方面获得了股东、地方政府及民航

局的持续有力支持，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年末，公司全部债务为 24.85 亿元，本期债券拟发行规模为不超过 18 亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券发行规模较大。

以 2018 年末财务数据为基础，假设募集资金净额为 18.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 33.95%、17.81%和 4.86%上升至 40.16%、27.21%和 17.23%，公司的债务负担有所加重。但考虑到公司募集资金部分用于偿还公司债务，公司实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年末的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 14.43 亿元，为本期公司债券发行额度（18.00 亿元）的 0.80 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金流入 39.79 亿元，为本期公司债券发行额度（18.00 亿元）的 2.21 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好；2018 年公司经营活动产生的现金流量净额 14.66 亿元，为本期债券发行额度（18.00 亿元）的 0.81 倍，公司经营活动产生的现金流量净额对本期债券的保障能力强。

考虑到受益于航空业良好发展和公司二期运力充分释放，公司收入规模稳定增长，融资渠道畅通，负债水平较低等因素，联合评级认为，公司对本期公司债券的偿还能力极强。

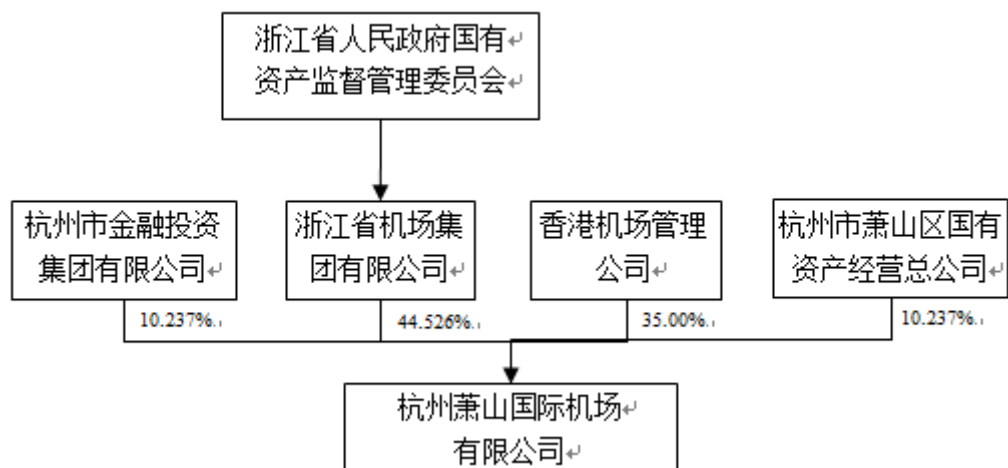
九、综合评价

公司所运营的萧山机场是华东地区重要交通枢纽节点之一。联合评级对公司的评级反映了近年来受益于国内航空运输业的良好发展、萧山机场二期工程、顺丰基地产能的持续释放，公司机场运营能力显著增强，运营指标均保持较快增长，且获得了持续有力的外部支持。同时，联合评级也关注到近年来高铁竞争对机场行业形成一定经营压力、公司二期净空及噪音垫付款对资金形成占用、三期工程面临一定资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

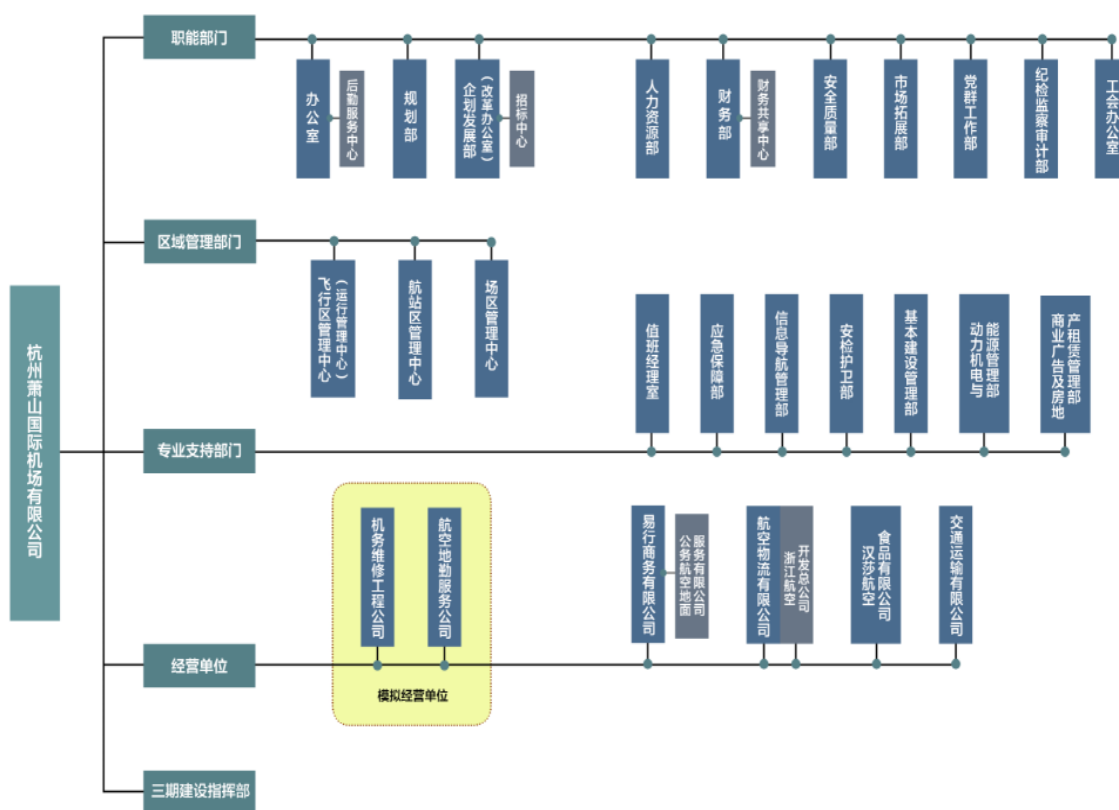
未来随着顺丰基地对货运业务量的提升效应充分显现、二期工程吞吐量的继续释放，公司收入及盈利水平有望进一步提高。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极小。

附件 1 杭州萧山国际机场有限公司 股权结构图



附件 2 杭州萧山国际机场有限公司 组织架构图



附件 3 杭州萧山国际机场有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	165.95	161.22	173.61
所有者权益（亿元）	97.94	106.65	114.66
短期债务（亿元）	11.61	11.00	18.99
长期债务（亿元）	19.68	12.90	5.86
全部债务（亿元）	31.29	23.90	24.85
营业收入（亿元）	26.49	30.92	35.87
净利润（亿元）	2.01	4.99	6.33
EBITDA（亿元）	9.09	13.12	14.43
经营性净现金流（亿元）	6.47	8.55	14.66
应收账款周转次数（次）	7.75	7.82	8.11
存货周转次数（次）	1,693.48	1,764.17	1,986.07
总资产周转次数（次）	0.16	0.19	0.21
现金收入比率（%）	106.43	98.13	105.43
总资本收益率（%）	2.44	4.19	4.90
总资产报酬率（%）	2.23	4.49	5.23
净资产收益率（%）	2.12	4.88	5.72
营业利润率（%）	19.24	24.86	29.09
费用收入比（%）	11.33	7.81	7.28
资产负债率（%）	40.98	33.85	33.95
全部债务资本化比率（%）	24.21	18.31	17.81
长期债务资本化比率（%）	16.73	10.79	4.86
EBITDA 利息倍数（倍）	7.69	29.33	49.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.55	0.58
流动比率（倍）	0.70	0.83	0.89
速动比率（倍）	0.70	0.83	0.89
现金短期债务比（倍）	0.66	0.73	0.17
经营现金流动负债比率（%）	14.53	20.63	27.70
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.51	0.73	0.80

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告将公司 2016 年末其他流动负债中的短期融资票据纳入短期债务核算。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业总成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业总收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业总成本 - 营业税金及附加) / 营业总收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业总收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负
 债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 杭州萧山国际机场有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年杭州萧山国际机场有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一个会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

杭州萧山国际机场有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。杭州萧山国际机场有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注杭州萧山国际机场有限公司的相关状况，如发现杭州萧山国际机场有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如杭州萧山国际机场有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至杭州萧山国际机场有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送杭州萧山国际机场有限公司、监管部门等。

