

# 机场企业信用评级方法 (2015 年修订版)



东方金诚国际信用评估有限公司  
Golden Credit Rating International Co.,LTD.

## 目录

一、机场企业信用评级定义 .....	1
二、机场企业信用等级符号划分及含义 .....	1
三、机场企业的风险特征 .....	2
四、机场企业评级思路 .....	3
五、机场企业分析要素 .....	4

## 一、机场企业信用评级定义

### 1. 机场行业范围

本评级方法适用于主营业务为航空业务（飞机起降服务），并持有政府有关部门的特许经营协议的机场运营企业。

根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011)，机场企业属于 G5631-航空运输业-航空运输辅助活动-机场。该评级方法不适用于主营业务为公共航空客货运输的民航企业（G561-航空运输业-航空客货运输）与其他通用航空企业（G562-航空运输业-通用航空服务）。

### 2. 机场企业信用评级定义

机场企业信用评级是对机场企业主体及相关债项进行的评级，其中主体信用评级是对机场企业未来 3-5 年内一般无担保债务<sup>1</sup>违约风险的分析判断；债项信用评级则是在主体信用分析基础上，结合债项偿付保障措施，分析判断特定债项的违约风险。

## 二、机场企业信用等级符号划分及含义

机场企业主体信用等级符号适用《东方金诚企业主体长期信用等级符号及定义》，信用等级符号划分成九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。主体信用等级符号释义如下表所示：

表 1：企业主体长期信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	债务还本付息的能力最强；
AA	债务还本付息的能力很强，基本无风险；
A	债务还本付息能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低；
BBB	债务还本付息能力一般，内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级；
BB	债务还本付息能力较弱，受不利内外部环境和经济条件影响较大，存在较大的违约风险；
B	债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险较高；
CCC	债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CC	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
C	还本付息的能力极弱。

<sup>1</sup> 一般无担保债务是指只以主体信用为偿付基础、相关债务契约中无优先或次级等特别偿付顺序条款的债务。

注：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。

机场企业债项信用等级符号适用东方金诚各类债项评级的信用等级符号及定义技术文件。

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果可以是“正面”、“稳定”和“负面”。

东方金诚将跟踪评级结果分为：级别不变、升级、降级、评级观察和撤销评级。列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单并不一定意味着信用等级的变化，列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内。

### 三、机场企业的风险特征

机场企业运营中面临相似的行业风险，包括：

#### 1. 机场行业受宏观经济和航空运输业影响较大

机场是综合交通运输体系的重要组成部分，其需求主要派生于商务和私人出行、货物周转等活动，对宏观经济环境具有较强的依赖性，行业经营状况易受宏观经济环境波动的影响。同时，机场企业的业务规模在很大程度上取决于航空公司的航线网络构建和航班运力投入，受航空运输业的影响很大。

#### 2. 机场行业具有专营性

航路、净空条件、建设用地等资源的稀缺性，导致机场存在天然的地域垄断特征。由于机场建设所需资金规模庞大，一定空间范围内一般不会重复建设，因此机场企业一般具有专营性，而其地理位置很大程度上就决定了其面临的竞争态势。同时，每个机场都有一定的辐射半径，机场间的竞争关系往往存在于交叉覆盖的区域内。

#### 3. 机场行业经营受到严格的行政管控

机场作为特殊的交通运输基础设施，其建设、运营涉及空管、安保等多方面因素，同时对汇集周边优势资源、带动区域经济发展也具有重大意义，因此受到民航总局等政府部门的严格管理。机场建设方面，民航总局采用项目法人制度进行管理。民航机场的布点、选址、设计和建设均需要符合民航总局的机场总体规划。民航总局于 2008 年出台了《民用机场收费改革方案》，根据机场业务量对全国机场进行了划分，并将机场收费项目规范为航空性业务收费、非航空性业务重要收费和非航空性业务其他收费三项，采取不同的收费定价规则。

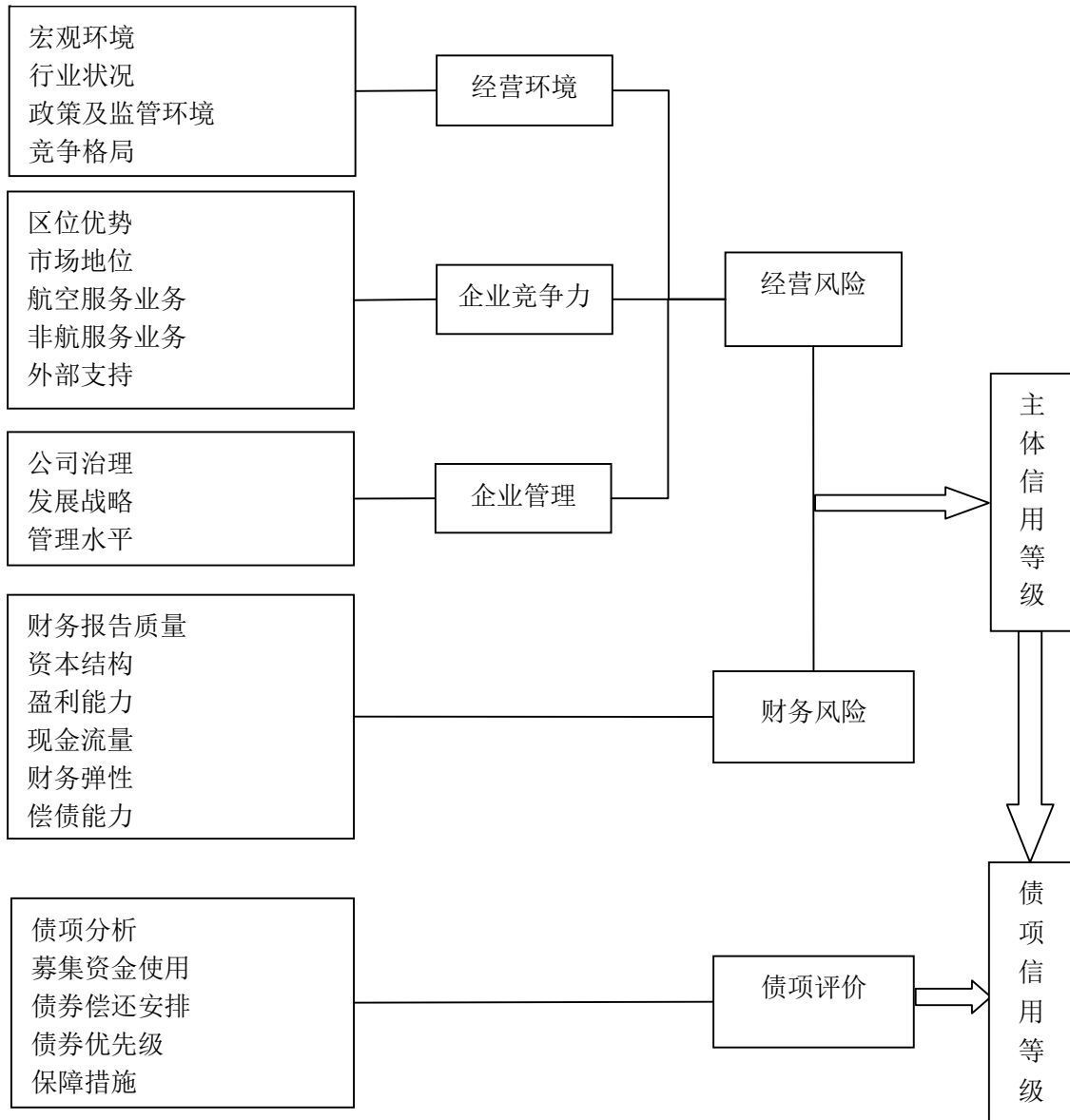
因此，信用分析中应重点考察：区域经济状况及发展前景、区位优势、当地政府及控股股东提供外部支持的意愿与能力等。

## 四、机场企业评级思路

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个分析维度考察机场企业的主体信用风险。其中，主体经营风险由经营环境、企业竞争力、业务运营和企业管理等共同决定；财务风险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力等共同决定。在主体评级的基础上，结合债权保护因素对违约概率或违约损失率的影响，确定机场企业发行的相关债项的信用等级。

机场企业评级框架如下图所示。

图 1：东方金诚机场企业评级框架



## 五、机场企业分析要素

### (一) 经营风险

东方金诚对机场企业经营风险的分析要素包括行业因素、企业竞争力、业务运营和企业管理等四个方面。

#### 1、经营环境

东方评级对受评主体的信用分析首先从评估其所处的经营环境开始。为了确定受评主体在所处行业所面临的经营风险，东方评级会对该行业进行动态分析，分析主要集中在对行业成长、稳定或衰落的前景的判断，以及影响行业竞争性的因素。

评级分析涉及的因素很多，包括机场行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、行业在产业价值链中的地位、技术因素、人口因素、行业供需等因素。此外，行业竞争程度加剧也是风险增加的重要因素。

#### 2、企业竞争力

##### (1) 区位条件

图 2：全国民用机场分布规划图（2020 年）



资料来源：中国民用航空局，东方金诚整理

东方金诚对机场企业区位条件的分析主要考察受评机场是否具备旅游、商务、出入境、转运等地理优势，附近是否面临同等或更高等级的机场竞争等因素。规模较大、硬件设施条件较好，且位于国际门户城市、区域交通枢纽、经济、政治中心以及旅游城市的机场，通常拥有较强的竞争优势，信用等级较高。

## (2) 市场地位

根据中国民用航空局和国家发展和改革委员会 2007 年发布的《关于印发民用机场收费改革方案的通知》(民航发[2007]158 号)，按照各机场在其区域内的重要性，中国民航机场可分为三类 4 级，其中一等 1 级最高，三等最低。

**表 1：中国民航机场分类**

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东共 2 个机场
一类 2 级	广州白云、上海虹桥、深圳宝安、成都双流、昆明长水共 5 个机场
二类	杭州萧山、西安咸阳、重庆江北、厦门高崎、青岛流亭、海口美兰、长沙黄花、大连周水子、南京禄口、武汉天河、沈阳桃仙、乌鲁木齐地窝堡、桂林两江、三亚凤凰、郑州新郑、福州长乐、贵阳龙洞堡、济南遥墙、哈尔滨太平共 19 个机场
三类	其余全部民用机场

资料来源：中国民用航空局，东方金诚整理

目前中国大部分机场企业的收入仍以航空服务收入为主。这部分收入的增加，主要来源于机场旅客、货邮吞吐量与航班起降架次的增加。市场地位优势明显的机场，其巨大的客货流还为机场非航空业务的发展提供了客源基础。因此，本项目主要考察受评机场所属等级，以及旅客吞吐量、货邮吞吐量与航班起降架次三项基本业务量指标，上述三项指标排名靠前的机场，一般来说信用等级较高。

此外，航空公司也会选择具有较强综合实力与重要枢纽地位的机场作为基地机场。受评机场基地航空公司的数量越多、实力越强，其吞吐量与抗风险能力也越有保障，因此也具备越强的信用水平。

## (3) 航空服务业务

机场运营收入可分为两大类：航空服务收入与非航服务收入。航空服务收入指与飞机起降相关的业务收入，如飞机起降费、旅客服务费、客桥费等；非航服务收入则包括航空业务带来的相关衍生收入，如商业餐饮租赁收入、广告收入、地面服务收入等。

航空服务业务收入主要来自提供保障飞机起降与客货进出港等服务。中国机场收费项目分为航空性业务收费、非航空性业务重要收费、非航空性业务其他收费三类，如下表所示。

**表 2：中国民航机场收费分类标准**

分类	项目	收费标准
航空性业务收费	起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费	政府指导价
非航空性业务重要收费项目	头等舱、公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台出租、值机柜台出租、地面服务收费	政府指导价
非航空性业务其他收费	上述以外的其他收费项目	原则上以市场调节价为主

资料来源：中国民用航空局，东方金诚整理

其中，航空性业务收费标准实行政府指导价，受评企业几乎没有自主定价权。因此，航空服务业务的收入增长主要来自业务规模的扩大。

除前文已分析过的区位、干支线地位等因素外，机场业务规模还受其基础设施建设水平的限制。机场拥有的飞行区等级决定了其能保障起降的机种范围，跑道数量、助航灯光系统以及航路、时刻等空管资源则限制了机场拥有的起降空间。

#### **(4) 非航服务业务**

不同于航空服务业务，非航服务中，除地面服务收费与休息室、办公室及柜台出租执行政府指导价外，其他非航业务收费均由市场调节。因此，近年来枢纽与干线机场利用客货流量庞大的便利条件，发展机场商业等非航业务，其收入已逐步成为航空服务收入的重要补充。

非航业务收入中，零售餐饮等机场商业与机场广告位租赁一般占比较高。企业一般采取整体承包加营业额提成的模式，承包合同价格则受机场能吸引的客流量等因素影响。枢纽、干线机场接待的旅客中，高净值的商务旅客较多，因此机场企业谈判承包合同时的议价能力也更强。此外，国际出港占比较高的机场还拥有机场免税店这一特殊业态，对机场企业的盈利也构成正面影响。

#### **(5) 外部支持**

东方金诚对机场企业外部支持的分析主要考察受评主体受到控股股东的支持力度，以及控股股东综合实力的强弱。考察重点在于控股股东的实力强弱，尤其是其自身的信用水平。在此基础上，考察受评企业在控股股东业务板块布局中的地位，以及控股股东对受评企业提供的支持内容，尤其是资金支持。

同时，民航运输能够对所在地区的经济发展产生巨大的拉动作用，因此各级地方政府往往给予机场运营企业一些优惠。此种优惠可分为两类：一种是对机场企业给予的直接优惠，包括税收优惠、设备改造和更新经费补贴等；另一种则是对执飞本机场航线的航空公司给予补贴，增强本机场对航空公司的吸引力，从而达到提升机场业务量、拉动地区经济的目标。本环节主要考察地方政府给予优惠的性质、力度，重点是资金补贴与税收优惠。

### **3、企业管理**

#### **(1) 公司治理**



完善治理结构的意义在于在公司的各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。如果权力过于集中于相关利益人中的任何一方，那么都存在产生损害企业利益的可能。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察以下几方面：

股权结构。主要分析企业所有权结构和控制权结构的透明性以及公司对大股东的依赖程度。股份过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构；

董事会的独立性和运作情况，监事会的监督和公司的外部监督；

管理层及员工激励、约束机制的安排。

## **(2) 发展战略**

机场行业属于资本密集的弱周期性行业，集中建设期资金需求较大，投资回收期较长。企业决策层需要认知宏观经济基本变化趋势，及时发现并采用新的战略来面对新的挑战，寻求新的机遇。清晰的战略规划和可靠的执行控制能力有助于辨识企业未来经营结构，对资本支出进行预测。

## **(3) 管理水平**

主要考察管理层是否普遍具备丰富的机场行业经验，能否高效处理机场运营、管理中发生的常见问题。

由于机场企业资本具备密集的特性，企业投融资管理能力反应了其核心管理水平。集中考察管理层能否合理规划先期的产能投放，有效安排在建、拟建项目，统筹融资活动，从而规避集中偿付风险及流动性风险。

## **(二) 财务风险**

东方金诚对机场企业财务风险的分析要素包括财务报告质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等 5 个方面。

### **1、财务报告质量**

财务报表质量直接影响对企业实际经营成果的反映以及企业间财务数据的比较。评级过程中我们将关注审计师有无保留意见，并尽可能对财务数据进行调整，使受评主体的真实经营成果得以体现，且企业在同一口径下得以分析和比较。

### **2、资本结构**

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在宏观经济环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。资产负债率体现了企业的整体负债水平。全部债务资本化比率剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。因此，我们采用这两个指标来考察受评主体的资本结构。

### 3、盈利能力

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

从财务指标角度来看，重点分析“营业利润率”、“总资本收益率”和“净资产收益率”。对于处于扩张周期中的机场企业，分析过程需重点关注其的财务费用。能否有效控制财务费用，应对流动性风险，将直接影响企业的持续经营和盈利能力。

总资本收益率主要衡量企业资产获利能力，该指标反映了企业运用全部资产产生利润的效率。在衡量企业资产获利能力的时候，我们会考虑非经常性损益对于企业信用质量的实际影响，以使评级结果尽量反映其一般情况下的获利能力。

### 4、现金流量充足性

现金流量分析结果，必须结合前面的业务风险分析，评级是对业务风险和财务风险二大方面不同优势和劣势的平衡。

现金流包括经营活动、投资活动和筹资活动三个方面。这里重点分析现金流量同投资性支出和负债的关系，用以说明企业用现金流量维持或扩大再生产以及偿还债务的能力。主要考察以下几方面：目前现金流入的主要来源，及未来可能的变动；经营性现金流入在不同时期的均衡度，及其与债务期限结构的对称性；经营性现金流对流动负债和利息支出的保障程度；未来预期资本性支出对现金流的压力。

### 5、财务弹性

财务弹性首先在于企业的融资能力，即其能在多大范围内和多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。容易变现的资产也是财务弹性的反映。在企业扩张期，良好的财务弹性有利于平衡巨大资本性支出对财务状况的不利影响。

评价企业的财务弹性需要结合经营性现金流状况、债务组合与期限结构、流动性等因素进行分析，主要考察点有：现金储备；银行综合授信额度，可能的融资便利；融资渠道的多样性；融资渠道包括直接融资、银行借款、商业信用融资；资本市场融资历史和信用状况，再融资条件；抵押资产数量，及其对再融资的影响；资产质量及变现能力；控股股东或政府可能的资金和信用支持等。

### 6、偿债能力

东方金诚使用速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流动负债比率来考察受评主体的短期债务偿还能力。由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流动负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。

使用这一财务比率时，需要考虑未来一个会计年度影响经营活动的现金流量变动的因素。

由于机场企业普遍拥有巨额折旧，因此东方金诚使用 EBITDA 指标平滑这部分影响，并通过全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量受评主体的长期偿债能力。其中，EBITDA 利息倍数用于考察企业支付债务利息能力，全部债务/EBITDA 则用于考察受评主体经营所得对于全部债务的覆盖程度。