



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪082号

## 深圳市机场股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市机场股份有限公司2012年公司债券（第一期）跟踪评级报告”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一四年五月十四日

## 深圳市机场股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2014）

发行主体	深圳市机场股份有限公司		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期间	2012/10/8~2015/10/8		
担保主体	深圳市机场（集团）有限公司		
上次评级时间	2013/5/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	

### 概况数据

深圳机场股份	2011	2012	2013	2014.3
所有者权益（亿元）	68.61	73.49	78.13	78.78
总资产（亿元）	91.64	104.03	118.61	124.45
总债务（亿元）	16.94	24.69	23.35	28.53
营业总收入（亿元）	23.33	24.73	25.46	6.89
营业毛利率（%）	41.11	41.05	34.04	22.97
EBITDA（亿元）	10.72	9.88	9.58	1.38
所有者权益收益率（%）	9.73	7.98	6.52	3.32
资产负债率（%）	25.13	29.35	34.13	36.70
总债务/EBITDA（X）	1.58	2.50	2.44	4.26
EBITDA 利息倍数（X）	25.68	9.89	7.49	6.66

深圳机场集团	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	117.56	125.07	140.71
总资产（亿元）	163.39	219.52	263.85
总债务（亿元）	32.89	72.62	67.59
营业总收入（亿元）	26.83	28.25	49.14
营业毛利率（%）	41.18	40.36	44.14
EBITDA（亿元）	17.15	17.15	17.43
所有者权益收益率（%）	8.94	3.76	6.30
资产负债率（%）	28.05	42.82	46.67
总债务/EBITDA（X）	1.98	4.35	3.88
EBITDA 利息倍数（X）	13.5	13.05	14.84

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2014 年 1 季度深圳机场所有者权益收益率经年化处理。

### 基本观点

2013 年深圳市机场股份有限公司（以下简称“深圳机场股份”或“公司”）主要运营指标增速明显回升，营业收入实现小幅上升；未来其完善的航线资源、T3 航站楼的产能逐渐释放及北行离场分流航线落实将为公司业务规模及营收水平的增长提供良好支撑。同时，适中的负债水平、合理的债务期限结构以及较强的获现能力仍可对公司偿债能力形成有力保障。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）亦关注到公司人员工资及折旧成本上升对其盈利水平造成的不利影响，以及运营成本和资本支出为公司带来的资金压力。

综上，中诚信证评维持发行主体深圳机场股份信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；“深圳市机场股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，该债券级别同时考虑了深圳市机场（集团）有限公司（以下简称“深圳机场集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 航线数量继续增加，客货运规模保持前列。2013 年公司新开通航线 20 条，航线总数达 151 条，其中国内航线 105 条，国际航线 7 条，港澳地区航线 3 条，全货运航线 36 条，航线网络覆盖较广。2013 年深圳机场货邮吞吐量国内排名蝉联第 4 名，旅客吞吐量国内排名第 6 名，客货运规模位列国内机场前列。
- T3 航站楼和北行离场分流航线的正式运行有效提升了公司地面及空域吞吐能力。随着 2013 年末 T3 航站楼的产能释放和 2014 年初新辟北行离场分流航线的正式运行，深圳机场地面和空域容量均得到提升，2014 年一季度公司主要经营指标同比增长明显。
- 公司杠杆比例适中，获现能力对债务利息保障充分。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负

债率和总资本化比率分别为 34.13% 和 23.01%，仍处于较低水平；同时公司经营活动净现金流表现持续向好，对债务及利息支出具有充分保障。

## 关 注

- 短期内公司盈利空间仍将受到一定挤压。随着 T3 航站楼投入运营，转场初期固定资产折旧、人员工资等运营成本的大幅上升仍将使公司盈利能力受到一定的压制。
- 公司仍存在一定资金压力。人员工资及停机坪等部分资产的租赁成本的上升加大了公司对运营资金的需求，同时 T3 航站楼后续投入亦使公司面临一定资本支出压力。

## 分 析 师

罗欣 [luo@ccxr.com.cn](mailto:luo@ccxr.com.cn)  
姜天璇 [txgong@ccxr.com.cn](mailto:txgong@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2014年5月14日

## 基本分析

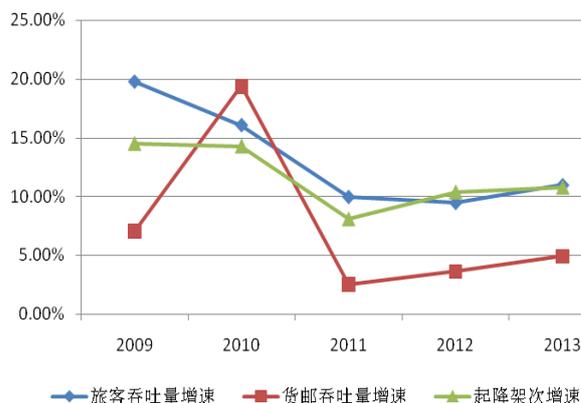
2013 年在国内经济持续增长和消费升级的带动下，我国民航运输业继续呈现一定复苏迹象，同时机场运营指标增速亦有所回升，机场业仍具有良好的发展趋势

机场作为航空运输的重要基础设施，与民航运输业形成相互依托、共同发展的紧密关系。民航运输业属于周期性行业，其增长趋势与 GDP 增长趋势呈强正相关性。2013 年在国内经济持续增长和消费升级的带动下，我国民航运输业继续呈现一定复苏迹象，当年我国民航完成运输总周转量 673 亿吨公里，同比增长 10%，增速较上年上升 3.9 个百分点。具体来看，2013 年我国民航完成旅客运输量 3.54 亿人次，同比增长 11.0%，增速较上年上升 1.8 个百分点；受货运行业整体不景气的影响，民航货邮运输量上涨幅度较小，当年实现民航货邮运输量为 557 万吨，同比增长 2.0%，增速较上年上升 4 个百分点。

2014 年一季度，我国民航运输总周转量、旅客运输总量、货邮运输量分别为 174.46 亿吨公里、9,267.1 万人、132.74 万吨，同比分别增长 12.4%、12.6%、5.6%。分航线来看，2014 年 1-3 月，国内航线和国际航线分别完成运输周转总量 122.54 亿吨公里和 51.92 亿吨公里，同比分别增长 12.7% 和 11.8%，民航运输行业延续了小幅回暖的趋势。

作为民航运输业的辅助行业，机场行业依托于民航运输业，同民航运输业一样，对宏观经济的变动较为敏感。2013 年我国机场主要运营指标保持平稳增长，具体从三大指标来看，2013 年中国各机场飞机起降架次为 731.5 万架次，同比增长 10.8%，增速较上年增长 0.4 个百分点；全年共完成旅客吞吐量 76,430.9 万人次，比上年增长 11.0%，增速较上年增长 1.5 个百分点；当年完成货邮吞吐量 1,258.5 万吨，同比增长 4.9%，增速略有回升 1.3 个百分点。

图 1：2009~2013 年中国机场业三大指标增速



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

另外，行业政策方面，根据《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》，从 2013 年 4 月 1 日起，内地航空公司国际及港澳航班（含实际经营的与外国及港澳航空公司实行代号共享的航班），在内地出（入）境机场的航空性业务收费项目的收费标准基准价，按照外国及港澳航空公司航班收费标准基准价执行，内外航企的机场收费将实行并轨。机场收费并轨使机场内外航国际航线的收费趋于一致，收费标准的调整对国际和港澳航线占比较高的机场公司业绩将具有一定提升作用。

整体来看，2013 年受国内经济持续增长和消费升级等因素的影响，我国民航运输业继续呈现复苏迹象，机场行业主要运营指标均亦有所上升。同时，机场收费并轨政策亦有利于部分机场公司的经营业绩的增强。

**珠三角地区稳定的经济增长趋势保证了其航空运输市场的发展空间，随着主要机场扩建项目的进行，中远期区域内机场竞争压力将有所加剧**

珠三角地区是我国经济最发达的三大经济区之一，经济总量与人均经济实力已达到相当规模，GDP 水平多年处于全国领先地位。2013 年珠三角地区实现 GDP53,060.48 亿元，同比增长 9.4%，增速较上年上升了 1.3 个百分点。较大规模的经济总量、庞大的人口基数以及经济的稳步提升为珠三角地区航空运输市场的发展提供了较大的增长空间。珠三角地区拥有中国最大的航空运输市场，并随着地区经济的持续快速发展而保持了稳步增长。

区域竞争方面，目前珠三角区域内主要有广州、深圳、香港、澳门和珠海等五个民用机场，由于澳门和珠海机场业务规模相对较小，区域内机场的竞争主要是香港、广州、深圳三个机场在部分交叉业务上的竞争。凭借在区域内突出的枢纽地位，目前香港机场在业务规模和运行管理效率方面仍处于领先，但受到产能饱和的限制，加上广州白云机场近年来较快速度的发展，香港机场的领先优势逐渐收窄。此外，近年来广州白云机场和香港机场产能趋于饱和，外溢效应加上深圳机场自身航线布局的丰富使其主要运营指标增速明显提升。

表 1：2013 年珠三角主要机场业务量及增速情况

单位：万人、万吨、万次、%

	旅客 吞吐量	增速	货邮 吞吐量	增速	起降 架次	增速
香港 机场	5,991	6.1	412	2.4	37.20	5.8
广州 机场	5,245	8.6	131	4.9	39.40	5.6
深圳 机场	3,227	9.1	91	6.9	25.75	7.2

资料来源：各公司公开披露资料，中诚信证评整理

为了满足珠三角地区日益增长的航空运输需求，近年来三大机场的扩建计划进度如下：其中，广州白云机场扩建工程包括第三跑道、滑行道系统及 2 号航站楼，该项目以 2020 年为目标年，设计旅客吞吐量 8,000 万人次。自 2012 年 8 月开工以来，白云机场改扩建工程的各项工作都在按计划稳步推进当中，预计第三跑道有望于 2014 年底建成启用，T2 航站楼有望于 2016 年底建成启用。另外，香港机场于 2011 年提出三跑道建设计划，该项目以 2030 年处理 62 万次飞机起降为建设目标，预计将于 2023 年投入运作。目前香港政府已基本同意修盖第三条跑道，但出于对如何平衡经济发展的需要与香港环保问题的考虑，香港政府就这一计划还有待评估，预计整个完全评估需要一年半的时间，现在处于完成评估的最后期。此外，2013 年 11 月 28 号深圳机场新航站楼 T3 正式启用，其设计保障目标年 2035 年、设计保障能力为年旅客吞吐量 4,500 万人次、货邮吞吐量 240 万吨、飞机起降 37.5 万架次。由于珠三角区域三大机场扩建项目规模及投入运营时间均存在一定差异，中诚信证评认为中长期区域内机场竞争压力将有所加剧且格局亦或

发生一定变化。

**在需求增速回暖及新开热门城市航线因素的推动下，深圳机场主要运营指标增速继续保持回升趋势，航空主业收入大幅上升，但非航空业务收入有所下降**

航线方面，2013 年公司新增拉萨等国内 15 个航点及新开普吉岛等热门城市航线，实现通航城市达 109 个，国际航线旅客吞吐量同比增长 26.5%。截至 2013 年末，深圳机场开通航线 151 条，其中国内航线 105 条，国际航线 7 条，港澳地区航线 3 条，全货运航线 36 条；目前共有 40 家国内外航空公司在深圳机场运作，其中国内航空公司 29 家，国际（地区）航空公司 11 家，全货机航空公司 7 家，基地航空公司 9 家。

在需求增速回暖及新开热门城市航线的带动下，2013 年深圳机场旅客吞吐量、货邮吞吐量、航班起降架次分别为 3,227 万人次、91 万吨、25.75 万架次，同比分别增长 9.10%、6.90%、7.20%，增速同比分别增加 4.41、3.70 和 0.19 个百分点。从业务量排名来看，深圳机场货邮运输仍具有较为明显的优势，2013 年其货邮吞吐量排名继续蝉联第 4 名，仅次于上海浦东机场、北京首都机场和广州白云机场，比第五、六名的货邮吞吐量仍超出将近一倍；当年深圳机场旅客吞吐量在境内 183 个民用航空机场中仍然位列第 6 名。

表 2：2013 年我国前十大机场业务量情况

单位：万人、万吨、万次、%

	旅客 吞吐量	同比 增长	货邮 吞吐量	同比 增长	起降 架次	同比 增长
北京/首都	8,371.24	2.20	184.37	2.4	56.76	1.90
广州/白云	5,245.03	8.60	130.97	4.9	39.43	5.60
上海/浦东	4,718.98	5.10	292.82	-0.3	37.19	2.60
上海/虹桥	3,559.96	5.20	43.51	1.2	24.39	3.80
成都/双流	3,344.46	5.90	50.14	-1.3	25.05	3.20
<b>深圳/宝安</b>	<b>3,226.85</b>	<b>9.10</b>	<b>91.34</b>	<b>6.9</b>	<b>25.75</b>	<b>7.20</b>
昆明/长水	2,968.83	23.80	29.36	12.00	25.55	26.90
西安/咸阳	2,604.47	11.20	17.89	2.30	22.60	10.60
重庆/江北	2,527.20	14.60	28.01	4.30	21.46	9.90
杭州/萧山	2,211.41	15.70	36.81	8.80	19.06	14.60
合计	3,5551.58	-0.88	905.22	2.59	297.23	7.02

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

受主要运营指标增速回升的影响,2013年深圳机场实现航空主业收入<sup>1</sup>14.34亿元,同比增长11.62%,增速较上年上升10.59个百分点,占主营业务收入的比重为58.32%。非航空业务方面,受国际货运业务不景气的影响,2013年公司实现航空物流业务收入6.18亿元,同比下降1.15%,占主营业务收入的比重为25.13%。与此同时,由于T3航站楼转场期间客户签约广告意愿不强,导致新合同以短期为主且较难推广,2013年公司实现航空广告业务收入1.87亿元,同比下降14.99%。另外,受到公务及商务出行活跃度下降的影响,2013年公司航空增值业务收入上涨幅度较小,当年公司实现航空增值业务收入2.2亿元,同比小幅增长1.29%,同时其占主营业务收入的比重亦下滑0.29个百分点至8.95%。整体而言,2013年公司实现主营业务收入24.59亿元,同比小幅增长4.77%。

**随着 T3 航站楼的产能释放和新辟北行离场分流航线的正式运行,深圳机场地面和空域容量均得到提升,2014 年一季度主要经营指标同比增长明显;但运营成本增加及资本支出需求带来的资金压力仍值得关注**

2013年11月28号深圳机场新航站楼T3正式启用,其设计保障能力为年旅客吞吐量4,500万人次、货邮吞吐量240万吨、飞机起降37.5万架次。截至2013年末,T3航站楼总投资为67.79亿元,目前已投入58.27亿元,预计2014年及以后需投入9.4亿元。同时,由于T3飞行区站坪、停机坪及一跑道滑行道系由深圳机场集团建造,且T3航站区、飞行区及东航站区相关土地亦为集团所有,目前公司向集团租用以上设施及土地,年租金约为1.6亿元。其中,T3飞行区站坪、停机坪及一跑道滑行道等设施的租赁期自2013年11月28日至2014年12月31日,协议到期后,公司将优先考虑以成本价14.8亿元购买深圳机场集团上述设施资产。

<sup>1</sup> 根据2008年1月公司与深圳机场集团签订的《发行股份购买资产协议》,航空主业收入在公司与深圳机场集团之间的分配比例为:1)第二条跑道投入使用(2011年)后第二个年度以前(含2012年)每年起降费公司占90%,深圳机场集团占10%;第二条跑道投入使用后第三个年度(2013年度)开始,公司的起降费分成在90%的基础上每年下降5%,直至降至60%为止。

随着T3航站楼的启用,深圳机场租赁等非航空业务收入将得到较大提升,预计2014年在近2.9万平方米的商业面积的启用下,公司商业租赁业务的增量将较为可观,此项租赁收入预计可达到37,280万元。不过,T3航站楼固定资产的结转将使公司每年负担新增折旧支出近3亿元,且短期内人工成本的增加亦将压缩公司的盈利空间。

为配合地面吞吐能力的增长,近年来深圳机场积极与行业主管部门协调航空时刻及空域容量。2013年夏秋航季起,公司每小时高峰容量从38架次提升至40架次。此外,自2014年1月起,公司新辟北行离场分流航线,将进出港航线由之前的“四进五出”增至“五进六出”,并促进双跑道混合运行的实现,2014年深圳机场高峰小时容量有望逐步提升至60架次以上。

在地面及空域吞吐能力同时提升的影响下,2014年一季度,深圳机场完成旅客吞吐量870.75万人次,同比增长11.4%;完成货邮吞吐量21.26万吨,同比增长5.0%;起降架次2.25万架次,同比增长9.2%;同期公司实现营业收入6.89亿元,同比增长16.57%,公司主要运营指标和营业收入增速明显提升。

整体来看,在需求增速回暖及新开热门城市航线等因素的推动下,2013年深圳机场主要运营指标增速回暖,公司航空主业收入大幅上升,但由于T3航站楼转场及货邮行业不景气的影响,公司非航空收入较上年有所下降。未来在地面及空域容量提升的拉动下,公司运营指标及营收水平有望呈现较快增长,但T3航站楼投入运营后带来的成本增加及后续资本支出压力仍需关注。

## 财务分析

以下分析主要基于经中审国际会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2011年度审计报告,经中瑞岳华会计师事务所(特殊普通合伙)<sup>2</sup>审计并出具标准无保留意见的2012年度审计报告,经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无

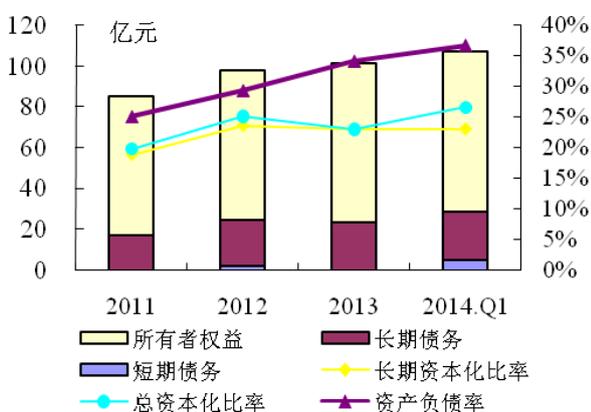
<sup>2</sup> 2012年,中审国际会计师事务所深圳分所与中瑞岳华会计师事务所实施吸收合并,合并后事务所名称为“中瑞岳华会计师事务所(特殊普通合伙)”。

保留意见的2013年度审计报告以及未经审计的2014年一季度合并财务报表，其中2011年数据为重述数，所有财务数据均为合并报表口径。

### 资本结构

随着 T3 航站楼建设工程的完工运营，公司资产和负债规模持续增长，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产和负债总额分别为 118.61 亿元和 40.48 亿元，同比分别增长 14.02% 和 32.60%。在负债规模较快增长的影响下，公司杠杆比率亦有所上升，截至 2013 年 12 月 31 日，公司资本负债率和总资产资本化比率分别为 34.13% 和 23.01%。为支付 T3 航站楼庞大的折旧、租赁费用及人工工资等运营成本，2014 年 2 月公司发行 5 亿元短期融资券致使负债规模进一步扩大，截至 2014 年 3 月 31 日，公司总资产和负债总额分别为 124.45 亿元和 45.67 亿元，资产负债率和总资产资本化比率分别上升至 36.70% 和 26.59%。

图 2：2011~2014.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 3：2013 年末机场行业上市公司资本结构比较

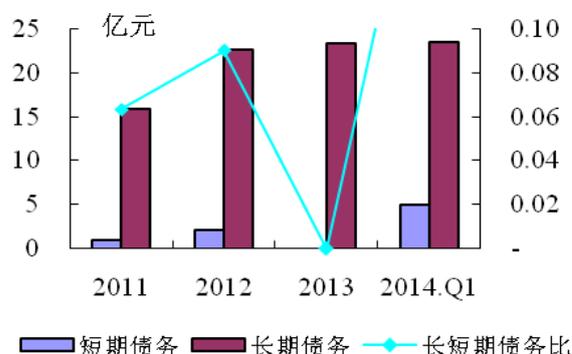
名称	总资产 (亿元)	资产负债率
白云机场	99.50	19.33%
上海机场	209.18	17.55%
<b>深圳机场</b>	<b>118.61</b>	<b>34.13%</b>

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务构成情况来看，由于偿还了 2012 年发行的 2 亿元短期融资券致使其总债务规模有所下降，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 23.35 亿元，同比减少 5.46%。债务结构方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务全部为长期债务。截至 2014 年一季度，公司短期债务为 4.99 亿元，长期债务为 23.54 亿元，长短期债务比仅为 0.21，目前公司以

长期债务为主的债务期限结构与公司的资金需求结构的匹配程度较高。

图 3：2011~2014.Q1 公司债务结构情况



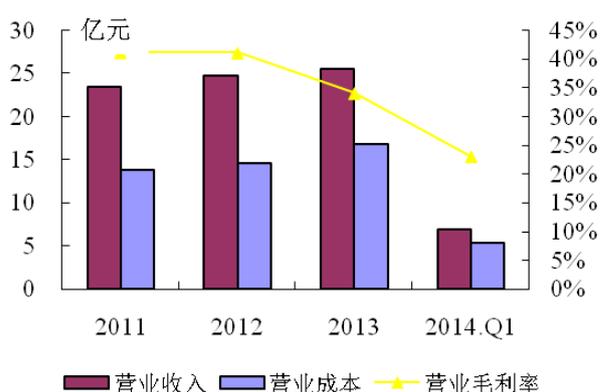
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着 T3 航站楼建设工程的运营，2013 年公司资产负债水平继续上升，短期内公司负债水平或将保持上升趋势。不过，目前公司杠杆水平整体仍处于较低水平，且债务结构亦较为合理。

### 盈利能力

受机场主要运营指标增速回升的影响，2013 年公司实现营业收入 25.46 亿元，同比小幅增长 2.96%，其中主营业务收入 24.59 亿元，同比增长 4.77%。得益于 T3 航站楼吞吐能力的释放及空域容量的增长，2014 年 1~3 月公司实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 16.57%。

图 4：2011~2014.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，在人员工资等其他运营成本持续上升的影响下，2013 年以来公司航空主业营业毛利率有所下降，并拖累了整体毛利率，当年公司营业毛利率为 34.04%。随着 T3 航站楼折旧费用的增加，2014 年 1~3 月，公司营业毛利率进一步下降

为 22.97%。

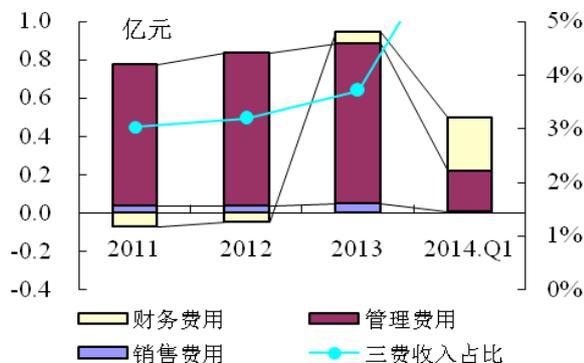
表 4：2012~2013 年公司营业收入构成及毛利情况

主要板块	2012		2013	
	收入	毛利率	收入	毛利率
航空主业	12.85	37.88	14.34	27.79
航空增值	2.17	38.06	2.20	40.55
航空物流	6.25	23.32	6.18	23.36
航空广告	2.21	89.30	1.87	88.18
其他业务	0.42		1.00	
合计	24.73		25.59	

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2013 年公司期间费用合计 0.94 亿元，三费收入占比为 3.71%，比去年增加 0.52 个百分点。目前公司期间费用仍主要由管理费用构成，2013 年公司管理费用为 0.84 亿元，同比增长 4.98%。由于新航站楼投入使用，利息费用停止资本化，2013 年公司财务费用大幅增加为 571 万元。总体来看，公司对期间费用的控制力度仍然较强，其期间费用占比处于较低水平。

图 5：2011~2014.Q1 公司三项费用情况

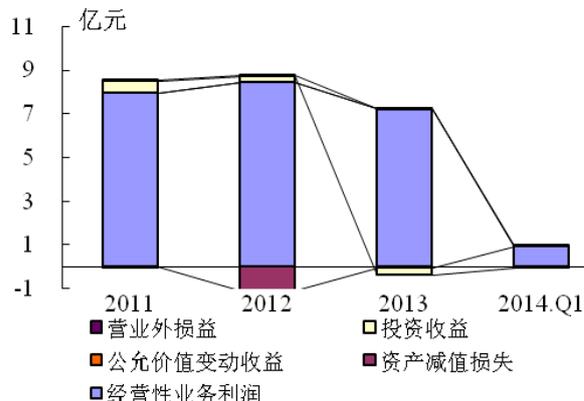


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，受经营性业务利润大幅减少及投资收益下滑的影响，2013 年公司实现利润总额 6.92 亿元，同比下降 10.12%。经营性业务利润方面，在初始获利空间下降的影响下，2013 年公司实现经营性业务利润 7.26 亿元，同比下降 13.91%；由于 2012 年已计提旧航站楼内相关资产的资产减值损失，2013 年资产减值损失大幅减少至 376 万元，比上年数减少 96.5%；同时，长期股权投资中成都双流国际机场股份有限公司（以下简称“双流机场”）和国际货运站的持续亏损致使公司投资亏损 0.32 亿元。2014 年一季度，在公司营业毛利率进一步下滑的影响下，当期公司实现利润总额 0.90 亿元，同

比下降 59.14%。

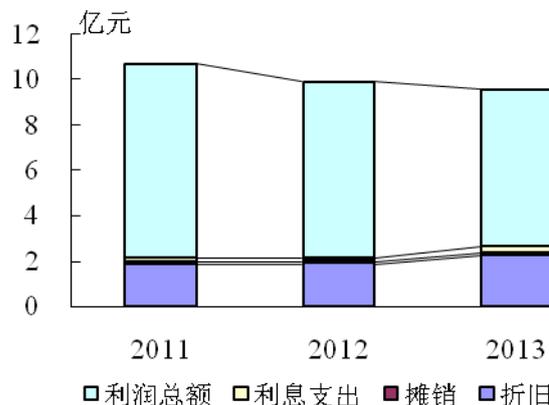
图 6：2011~2014.Q1 公司利润总额构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，在利润总额持续下滑的影响下，2013 年公司实现 EBITDA 9.58 亿元，同比减少 3.05%。不过，公司经营活动现金流表现持续向好，2013 年公司实现经营活动净现金流 9.27 亿元，同比增长 10.97%。

图 7：2011~2013 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，随着深圳机场主要运营指标的增速回升，2013 年公司营业收入小幅增长，经营活动净现金流表现持续向好，但由于人工工资等运营成本的增加，公司毛利率水平逐渐下降。随着 T3 航站楼产能释放，短期内公司营业收入增速或将有所回升，但在成本、费用大幅上升的影响下，公司盈利空间仍将受到一定挤压。

## 偿债能力

从偿债能力指标看，受 T3 航站楼建设工程完工的影响，公司债务规模逐渐扩大，利息支出水平亦继续上升，2013 年公司各项偿债指标有所弱化。当年公司经营活动净现金流/总债务为 0.4 倍，同比

上升 0.06 倍；总债务/EBITDA 为 2.44 倍，同比下降 0.06 倍。从利息支出保障能力来看，2013 年公司经营活动净现金/利息支出和 EBITDA 利息倍数分别为 7.25 倍和 7.49 倍，较上年仍有所下降，但其较强的获现能力仍为利息的偿付提供了有力的保障。

表 5：2011~2014.Q1 公司偿债能力指标

项目	2011	2012	2013	2014.Q1
长期债务(亿元)	15.93	22.65	23.35	23.54
总债务(亿元)	16.94	24.69	23.35	28.53
EBITDA(亿元)	10.72	9.88	9.58	2.38
资产负债率(%)	25.13	29.35	34.13	36.70
长期资本化率(%)	18.84	23.56	23.01	23.00
总资本化率(%)	19.80	25.15	23.01	26.59
总债务/EBITDA(X)	1.58	2.50	2.44	4.26
EBITDA 利息倍数(X)	25.68	9.89	7.49	6.66
经营活动净现金/ 总债务(X)	0.44	0.34	0.40	0.24
经营活动净现金/ 利息支出(X)	17.97	8.36	7.25	5.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：2014 年一季度经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司无对外担保，仅对控股子公司深圳市机场航空货运有限公司提供担保，担保余额 1,459 万元。银行授信方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司获得银行综合授信额度 8 亿元，其中已使用授信额度 1.8 亿元。

总体看，尽管公司盈利水平有所下滑，但考虑到其较为适中的杠杆比率、合理的债务期限结构及现金获取能力对债务及利息的充分保障，公司仍具有极强的偿债能力。

## 担保实力

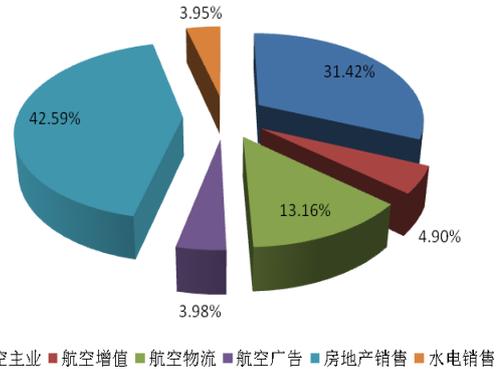
深圳机场集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

深圳机场集团是由深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“深圳建发”）控股的大型国有独资企业，最终控制人为深圳市国有资产管理局，成立于 1989 年 5 月。目前集团注册资本为 40 亿元，深圳建发持股比例为 100%。

深圳机场集团的主要业务为航空主业以及航空主业延伸出的非航空业务收入，其中，非航空业

务收入主要包括航空物流、航空增值以及航空广告业务。此外，深圳机场集团还拥有房地产开发、水电销售、物业经营等业务。2013 年集团实现主营业务收入 46.96 亿元，其中航空主业及非航空业务收入为 25.11 亿元，占主营业务收入的比重为 53.47%。

图 8：2013 年深圳机场集团主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

作为深圳机场集团的核心业务，航空主业以及非航空业务主要由控股上市公司深圳机场股份运营。从业务贡献来看，2013 年深圳机场股份主营业务收入占集团主营业务收入的比重为 52.36%。

房地产开发等其他业务方面，深圳机场综合开发公司（以下简称“开发公司”）为房地产开发业务的主要经营主体，目前在建项目包括领航里程和西区二期项目，二者均为高层住宅项目，建筑面积分别约为 20 万平方米和 16 万平方米，投资总额分别为 14.2 亿元和 8.8 亿元。截至 2013 年 12 月 31 日，两项目共结转收入 19.97 亿元，实现利润总额 4.66 亿元，此外集团预收账款 9.56 亿元，且全部来自于领航里程项目，预计 2014 年还将结转收入 3.346 亿元。物业经营和水电销售业务由深圳机场集团本部经营，目前出租物业包括 UPS 亚太转运中心、信息大厦等，2013 年集团共实现水电销售等物业服务收入 2.68 亿元，对其整体收入的贡献较为有限。

从财务表现来看，盈利能力方面，2013 年集团实现营业收入 49.14 亿元，同比增长 73.96%。由于房地产项目收入的结转，2013 年集团毛利率较上年上升 3.77 个百分点至 44.14%。另外，在经营性业务利润及营业外收益上升的影响下，当年集团实现利润总额 12.02 亿元，同比上升 82.67%；净利润 8.86 亿元，同比上涨 87.98%。

财务结构方面，随着 T3 航站楼建设工程的完

工运营，集团资产继续规模稳步增长，并同时推动负债水平的快速上升。截至 2013 年 12 月 31 日，集团总资产和总负债分别为 263.85 亿元和 123.15 亿元，同比增长 20.20% 和 31.01%，集团资产负债率和总资本化比率同分别为 46.67% 和 32.45%，整体较上年有所上升。从偿债能力看，2013 年集团经营活动净现金/利息支出和 EBITDA 利息倍数分别为 18.06 倍和 14.84 倍，集团对利息支出的保障程度较好。

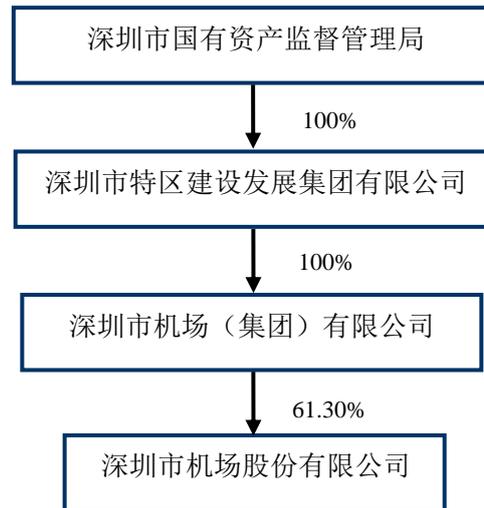
或有事项方面，截至 2013 年 12 月 31 日，集团无对外担保，尚未到期的履约保函余额为 2.25 亿元，占当年集团净资产的比例为 1.60%，或有风险极小。

中诚信证评认为，深圳机场集团综合实力雄厚，业务运营能力很强，具有极强的财务实力和抗风险能力，能够为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

## 结 论

综上，中诚信证评稳定“深圳市机场股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，维持公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：深圳市机场股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



**附二：深圳市机场股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	180,470.87	125,823.58	94,917.85	145,934.07
应收账款净额	23,833.82	29,128.86	33,740.01	49,311.38
存货净额	219.40	235.98	214.83	330.78
流动资产	209,374.49	157,403.92	135,271.59	205,389.69
长期投资	76,404.60	78,310.69	75,563.95	74,990.89
固定资产合计	592,580.60	764,864.03	936,122.28	925,238.76
总资产	916,406.01	1,040,252.70	1,186,131.97	1,244,545.30
短期债务	10,104.72	20,414.02	0.00	49,950.67
长期债务	159,308.31	226,528.08	233,451.44	235,359.02
总债务(短期债务+长期债务)	169,413.03	246,942.10	233,451.44	285,309.69
总负债	230,286.77	305,308.74	404,822.61	456,700.48
所有者权益(含少数股东权益)	686,119.24	734,943.96	781,309.36	787,844.82
营业总收入	233,334.22	247,330.06	254,643.22	68,879.16
三费前利润	86,720.07	92,155.11	81,994.81	14,556.37
投资收益	5,396.51	3,220.81	-3,201.36	-633.06
净利润	66,730.50	58,652.14	50,904.61	6,535.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	107,215.46	98,831.87	95,816.43	13,807.06
经营活动产生现金净流量	75,008.57	83,574.40	92,739.04	17,105.59
投资活动产生现金净流量	-210,158.75	-177,449.55	-85,356.33	-14,262.05
筹资活动产生现金净流量	199,546.28	59,728.54	-32,065.48	49,950.00
现金及现金等价物净增加额	64,367.19	-34,147.29	-24,682.31	52,792.80
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	41.11	41.05	34.04	22.97
所有者权益收益率(%)	9.73	7.98	6.52	3.32
EBITDA/营业总收入(%)	45.95	39.96	37.63	20.05
速动比率(X)	2.97	2.00	0.79	0.93
经营活动净现金/总债务(X)	0.44	0.34	0.40	0.24
经营活动净现金/短期债务(X)	7.42	4.09	-	1.37
经营活动净现金/利息支出(X)	17.97	8.36	7.25	8.25
EBITDA 利息倍数(X)	25.68	9.89	7.49	6.66
总债务/EBITDA(X)	1.58	2.50	2.44	4.26
资产负债率(%)	25.13	29.35	34.13	36.70
总债务/总资本(%)	19.80	25.15	23.01	26.59
长期资本化比率(%)	18.84	23.56	23.01	23.00

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2011年数据为重述数；

3、2013年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

**附三：深圳市机场（集团）有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	334,561.27	550,566.84	466,111.59
应收账款净额	25,139.44	31,785.05	35,092.53
存货净额	36,315.03	122,827.51	144,996.51
流动资产	409,095.30	720,704.51	692,371.01
长期投资	126,026.63	129,719.85	131,236.39
固定资产合计	961,274.40	1,241,887.05	1,719,324.89
总资产	1,633,945.67	2,195,189.53	2,638,534.73
短期债务	62,205.02	92,509.19	32,032.30
长期债务	276,790.17	654,093.45	643,841.00
总债务（短期债务+长期债务）	338,995.19	746,602.64	675,873.30
总负债	458,354.33	939,976.79	1,231,460.45
所有者权益（含少数股东权益）	1,175,591.34	1,255,212.74	1,407,074.28
营业总收入	268,272.05	282,467.52	491,384.15
三费前利润	98,827.25	102,390.78	169,316.81
投资收益	56,489.30	8,272.14	2,567.06
净利润	105,137.52	47,138.73	88,613.71
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	171,475.75	171,475.75	174,343.43
经营活动产生现金净流量	70,908.13	140,883.01	212,244.11
投资活动产生现金净流量	-248,575.30	-483,053.70	-198,213.75
筹资活动产生现金净流量	200,041.93	408,681.17	-73,107.50
现金及现金等价物净增加额	22,289.05	66,508.18	-59,080.43
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	41.18	40.36	44.14
所有者权益收益率（%）	8.94	3.76	6.30
EBITDA/营业总收入（%）	63.92	60.71	35.48
速动比率（X）	2.15	2.16	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.19	0.31
经营活动净现金/短期债务（X）	1.14	1.52	6.63
经营活动净现金/利息支出（X）	5.39	10.72	18.06
EBITDA 利息倍数（X）	13.05	13.05	14.84
总债务/EBITDA（X）	1.98	4.35	3.88
资产负债率（%）	28.05	42.82	46.67
总债务/总资本（%）	22.38	37.30	32.45
长期资本化比率（%）	19.06	34.26	31.39

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；  
2、2011年数据为重述数。

**附四：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 期末净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定