



云南机场集团有限责任公司 2023 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0384 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了可持续发展挂钩债评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 9 日

| | | |
|---------------------|--------------|--------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 云南机场集团有限责任公司 | AAA/稳定 |
|---------------------|--------------|--------|

| | | |
|--------------------|-------------------------|-----|
| 本次跟踪债项及评级结果 | “22 云南机场 MTN001(可持续挂钩)” | AAA |
|--------------------|-------------------------|-----|

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于云南机场集团有限责任公司（以下简称“云南机场”或“公司”）所处区位优势明显且旅游资源丰富，昆明机场枢纽地位高、获得有力的政府支持等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司经营业绩受需求波动影响大幅下滑，项目建设投资规模较大带来的资本支出压力，对云南省投资控股集团有限责任公司的 7 亿元债权投资暂未收回等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，云南机场集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司区位优势及地位重要性明显下降，致使外部支持意愿减弱；高铁冲击、邻近机场分流以及受行业变化或突发事件影响，公司经营业绩及流动性大幅下降且无法反弹等。

| 正面 |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 云南省区位优势明显且旅游资源丰富 ■ 昆明机场枢纽地位高，行业地位领先 ■ 公司地位突出，获得有力的政府支持 |
| 关注 |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 受行业需求阶段性萎缩影响，公司盈利能力大幅下滑且利润总额呈现较大亏损，后续需持续关注盈利能力的修复情况 ■ 在建及拟建项目投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力 ■ 对云南省投资控股集团有限责任公司的7亿元债权投资暂未收回，后续需关注其回收情况 |

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：何瑞婷 rthe@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

财务概况

| 云南机场（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|-------------------|---------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 566.10 | 582.50 | 680.60 | 692.13 |
| 所有者权益合计（亿元） | 431.42 | 430.87 | 413.23 | 416.74 |
| 负债合计（亿元） | 134.68 | 151.62 | 267.37 | 275.39 |
| 总债务（亿元） | 104.61 | 113.36 | 221.77 | 233.37 |
| 营业总收入（亿元） | 32.97 | 35.69 | 35.24 | 11.74 |
| 净利润（亿元） | -9.82 | -9.36 | -17.93 | 0.04 |
| EBIT（亿元） | -9.32 | -7.84 | -15.59 | -- |
| EBITDA（亿元） | -0.40 | 1.81 | -4.99 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 3.19 | 2.36 | 2.65 | 0.16 |
| 营业毛利率（%） | -14.44 | -15.10 | -35.58 | 0.32 |
| 总资产收益率（%） | -1.65 | -1.36 | -2.47 | -- |
| EBIT 利润率（%） | -28.28 | -21.96 | -44.23 | -- |
| 资产负债率（%） | 23.79 | 26.03 | 39.28 | 39.79 |
| 总资本化比率（%） | 19.52 | 20.83 | 34.92 | 35.90 |
| 总债务/EBITDA（X） | -258.68 | 62.73 | -44.42 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | -0.79 | 1.13 | -1.54 | -- |
| FFO/总债务（X） | -0.02 | -0.02 | -0.04 | -0.01 |

注：1、中诚信国际根据云南机场提供的其经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

评级历史关键信息

| 云南机场集团有限责任公司 | | | | | |
|--------------|------------------------------------|---------------------------|------------|--|--|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AAA/稳定 | 22 云南机场 MTN001(可持续 挂钩) (AAA) | 2022/09/21; 2022/09/21 | 钟婷、李转波、何瑞婷 | 中诚信国际民用机场行业评级方法与 模型 C170700_2022_04 | 阅读全文 ; 阅读全文 |

资料来源：中诚信国际整理

同行业比较（2021 年数据）

| 公司名称 | 旅客吞吐量 (万人次) | 货邮吞吐量 (万吨) | 飞机起降架次 (万架次) | 营业总收入 (亿元) | 总资本化比率 (%) | 总资产收益率 (%) | FFO/总债务 |
|------|----------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| 四川机场 | 4,795.43 | 65.72 | 49.93 | 37.52 | 32.29 | -2.47 | 0.00 |
| 浙江机场 | 5,182.79 | 112.60 | 45.45 | 43.85 | 51.80 | -0.47 | 0.02 |
| 云南机场 | 4,771.10 | 42.98 | 43.90 | 35.70 | 20.81 | -1.34 | -0.02 |

中诚信国际认为，与同行业相比，云南机场所处区域地理位置特殊、旅游资源丰富且拥有辐射南亚东南亚的优势，受高铁及周边机场分流影响小，公司旅客吞吐量虽不及浙江机场且略低于四川机场，但仍位于国内前列；公司各成员机场中昆明机场枢纽地位高，整体具备很强的运营能力及竞争实力。同时，受除昆明机场之外的中小机场表现一般影响，公司盈利能力不及浙江机场，但财务杠杆与四川机场和浙江机场相比均较低。

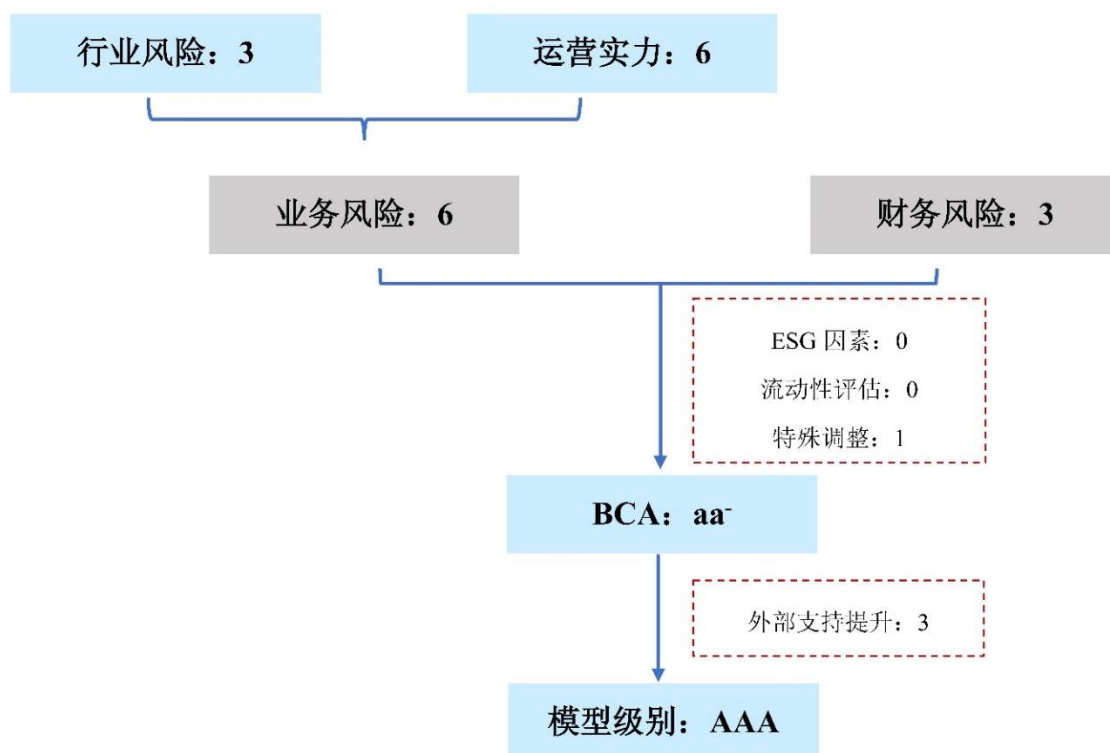
注：1、四川机场为“四川省机场集团有限公司”简称，浙江机场为“浙江省机场集团有限公司”简称；2、为使数据具有可比性，选用 2021 年口径。

本次跟踪债项情况

| 债项简称 | 本次债项 评级结果 | 上次债 项评级 结果 | 上次评级时间 | 发行金 额（亿 元） | 债项余 额（亿 元） | 存续期 | 特殊条款 |
|------------------------------|--------------|------------------|------------|------------------|------------------|---------------------------|----------------------|
| 22 云南机场 MTN001(可持 续挂钩) | AAA | AAA | 2022/09/21 | 5.00 | 5.00 | 2022/10/19~ 2025/10/19 | 票面利率与可持续发展 绩效目标挂钩 |

● 评级模型

云南机场集团有限责任公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际民用机场行业评级方法与模型 C170700_2022_04

■ 业务风险：

云南机场属于民用机场行业，中国民用机场行业风险评估为中等；云南机场区位优势明显、旅游资源丰富，各成员机场中昆明机场枢纽地位高，旅客吞吐量位于国内前列，整体运营能力及竞争实力较强，且公司多元化的非航空性业务对收入和利润贡献较大，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

云南机场财务杠杆水平较低且外部融资渠道及外部融资能力尚可，可实现到期债务续接；公司盈利能力受行业需求阶段性萎缩影响大幅下滑、利润总额呈现较大规模亏损，进而使得偿债能力有所弱化，财务风险映射含义为较高。但考虑到民航业 2023 年以来的恢复态势及其对机场行业的长期需求，公司整体财务风险可控。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，由于机场行业受调控政策影响较大，导致机场企业短期内财务表现与经营实力相背离，故将特殊调整调升 1 个子级，云南机场具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和映射含义为较高的财务风险。

■ 外部支持：

公司承担云南省内机场的建设、管理和运营，具有基础设施属性，地方政府支持意愿极强。云南省政府、各市州政府与民航局在资金方面给予公司有力支持，外部支持调升 3 个子级。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，近年来民用机场行业整体偿债指标表现弱化，政策放开后行业需求逐步释放、供给能力逐步提升、在国民经济中的重要地位等诸多因素将有助于民用机场行业整体经营状况逐步恢复并改善。

行业需求阶段性萎缩带来的客流量锐减是造成民用机场行业景气度下行的核心因素，同时叠加收费标准调整以及民航发展基金规模收缩，行业整体财务杠杆提升，偿债指标表现弱化，调控政策放开后行业需求逐步释放、供给能力逐步提升、在国民经济中的重要地位等诸多因素将有助于民用机场行业整体经营状况逐步恢复及改善。

详见《中国民用机场行业展望,2022 年 12 月》，报告链接：<https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9631?type=1>

中诚信国际认为，云南机场作为云南省机场的建设、管理及运营主体，具备独特的地理优势；其中昆明机场枢纽地位高、运营能力及竞争实力较强，基地航空公司数量与实力亦较为可观，跟踪期内受行业需求阶段性萎缩影响，公司航空性及非航空性业务表现均大幅下滑，后续仍需关注机场行业恢复情况对公司业务的影响，同时亦需关注项目投资规模较大给公司带来的资金压力。

云南省地形地貌复杂，辐射南亚东南亚的区位优势 and 得天独厚的旅游资源为公司业务发展奠定了坚实基础；公司各成员机场中昆明机场是中国八大区域枢纽机场之一，亦是国际航空枢纽，机场枢纽地位高且运营能力随着S1 卫星厅的投用得到提升。

区域优势方面，云南省位于中国西南地区，东部与贵州、广西为邻，北部与四川相连，西北部紧邻西藏，西部与缅甸接壤，南部和老挝、越南毗邻，是中国通向南亚、东南亚国家和地区的重要门户。国内临近机场中，成都双流机场、贵阳龙洞堡机场和南宁吴圩机场对昆明机场产生一定的竞争压力，但云南省辐射南亚东南亚的区位优势更为突出。

地形地貌方面，云南省属低纬度、高海拔地区，山地面积占全省国土面积的比例约 88.64%。云南省东部为滇东、滇中高原，平均海拔 2,000 米左右，多为各种类型的岩溶（喀斯特）地貌；西部山岭和峡谷相对高差超过 1,000 米，5,000 米以上的高山顶部常年积雪，形成山岳冰川地貌。因此，云南省铁路建设难度大、成本高且出行耗时较长，相较于中东部地区，云南省航空市场受高铁分流影响较小。

特殊的地理气候环境和复杂的地形地貌亦造就了云南省得天独厚的旅游资源。目前，云南省有国家级 A 级以上景区 134 个，其中列为国家级风景名胜区的有 12 处；有 6 座国家级历史文化名城、11 座省级历史文化名城和 8 座国家历史文化名镇/名村；丽江古城、红河哈尼梯田被列入世界文化遗产名录，三江并流、石林、澄江古生物化石地被列入世界自然遗产名录，丽江纳西东巴古籍文献被列入世界记忆遗产名录。

公司承担云南省内机场的建设、管理和运营。截至 2022 年末，公司下辖昆明机场和腾冲机场 2 个具备法人资格的民航机场，西双版纳机场、丽江机场、大理机场、德宏芒市机场、保山机场、昭通机场、思茅机场、迪庆香格里拉机场、临沧机场、文山机场、泸沽湖机场、沧源机场、澜沧机场共 13 个非法人资格的民航机场，以及陇川机场、弥勒机场、兰坪机场共 3 个通用机场；投资在建凤庆机场、元阳机场、怒江机场、楚雄机场、广南机场、蒙自机场和昭通迁建机场。

公司各成员机场中，昆明机场位于昆明市官渡区，距昆明市东北 24.5 公里，于 2012 年由巫家坝搬迁至现址，是中国八大区域枢纽机场之一，系中国面向东南亚、南亚和连接欧亚的国家门户枢纽机场；2021 年 2 月中共中央、国务院印发的《国家立体交通网纲要》亦提出，要巩固昆明的国际航空枢纽地位。丽江机场于 1995 年正式通航，距丽江市中心 28 公里，依托当地丰富的旅游资源，成为云南第二大航空港、云南区域性旅游枢纽机场。西双版纳是云南省面向泛东南亚桥头堡中心、水陆空国际黄金口岸；西双版纳机场于 1990 年通航，是国家一类口岸、云南省第二个国际机场。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司各成员机场概况

| 机场名称 | 机场 | 航站楼 | 飞行区 |
|------|----|-----|-----|
|------|----|-----|-----|

| 类型 | 面积 (万平方米) | 设计容量 (万人次) | 飞行区 等级 | 跑道数量 (条) | 跑道长度 (米) | 停机位 (个) |
|--------------|--------------|---------------|-----------|-------------|-------------|------------|
| 昆明/长水 民用机场 | 72.30 | 5,600 | 4F | 2 | 4,500/4,000 | 230 |
| 丽江/三义 民用机场 | 3.80 | 450 | 4D | 1 | 3,000 | 28 |
| 西双版纳/嘎洒 民用机场 | 4.34 | 350 | 4D | 1 | 2,400 | 18 |
| 德宏/芒市 民用机场 | 1.80 | 110 | 4C | 1 | 2,600 | 25 |
| 大理 民用机场 | 2.18 | 220 | 4C | 1 | 2,600 | 21 |
| 腾冲/驼峰 民用机场 | 2.95 | 230 | 4C | 1 | 2,350 | 12 |
| 保山/云瑞 民用机场 | 2.70 | 180 | 4C | 1 | 2,400 | 14 |
| 普洱/思茅 军民合用机场 | 0.54 | 30 | 4C | 1 | 2,500 | 6 |
| 迪庆/香格里拉 民用机场 | 1.78 | 120 | 4D | 1 | 3,600 | 10 |
| 临沧/博尚 民用机场 | 1.02 | 60 | 4C | 1 | 2,400 | 5 |
| 昭通 军民合用机场 | 0.31 | 33 | 4C | 1 | 2,600 | 4 |
| 澜沧/景迈 民用机场 | 0.30 | 25 | 4C | 1 | 2,600 | 4 |
| 沧源/佤山 民用机场 | 0.40 | 27 | 4C | 1 | 2,600 | 4 |
| 宁蒗/泸沽湖 民用机场 | 0.51 | 45 | 4C | 1 | 3,400 | 4 |
| 文山/砚山 民用机场 | 0.32 | 15 | 4C | 1 | 2,400 | 4 |

注：2022 年昆明机场投用 S1 卫星厅，S1 卫星厅建筑面积 12.77 万平方米，设计容量 1,800 万人次。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司各成员机场飞机起降架次受行业需求阶段性萎缩影响大幅下滑，但昆明机场高峰小时容量有所突破，运营能力得到提升，且各成员机场飞机起降架次已于 2023 年一季度迎来快速恢复。

2022 年，公司累计完成飞机起降 30.08 万架次，同比大幅下降，仅为 2019 年水平的 53.78%；2023 年一季度，公司飞机起降架次迅速恢复，同比大幅上升 43.80%。昆明机场自 2016 年机场容量调整为 57 架次/小时以来，通过增设卫星厅及配套基础设施等举措，使得机场综合保障能力得到持续优化，运行效率和航班正常性得到有效提升，中国民用航空局于 2022 年 8 月末同意将昆明机场的高峰小时容量标准调整为 61 架次/小时¹，由民航局在每个小时段决策把握 1 架次。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司飞机起降架次情况（万架次）

| 项目 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|---------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|----------|--------|
| | 架次 | 增长率 | 架次 | 增长率 | 架次 | 增长率 | 架次 | 增长率 |
| 飞机起降架次 | 44.59 | -20.3% | 44.96 | 0.8% | 30.08 | -33.1% | 12.19 | 43.8% |
| 其中：国内航线 | 43.73 | -14.9% | 43.32 | 1.3% | 28.10 | -35.1% | 11.90 | 49.3% |
| 国际及地区航线 | 4.52 | 9.4% | 0.59 | -30.4% | 0.68 | 15.3% | 0.16 | -16.2% |

注：飞机起降架次包括运输起降、训练、通航、公务等活动所产生的飞机起飞和降落的次数，而其中国内航线、国际及地区航线的口径为运输起降架次，故加总数与合计数不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：2020~2022 年公司成员机场飞机起降架次、高峰小时起降架次情况

| 机场名称 | 飞机起降架次（万次） | | | 高峰小时起降架次（次/小时） | | |
|---------|------------|-------|-------|----------------|------|------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 昆明/长水 | 27.44 | 27.95 | 19.38 | 66 | 65 | 62 |
| 西双版纳/嘎洒 | 3.52 | 3.67 | 2.11 | 15 | 16 | 15 |
| 丽江/三义 | 4.29 | 3.92 | 2.64 | 20 | 20 | 19 |
| 大理 | 1.37 | 1.60 | 1.16 | 10 | 11 | 11 |
| 德宏/芒市 | 1.83 | 1.26 | 1.02 | 11 | 10 | 8 |
| 保山/云瑞 | 1.04 | 1.17 | 0.61 | 9 | 8 | 6 |
| 腾冲/驼峰 | 0.84 | 0.80 | 0.52 | 9 | 8 | 7 |

¹ 61 架次/小时为民航局批复口径，表 3 中昆明机场高峰小时起降架次为历史峰值的统计数。

| | | | | | | |
|---------|------|------|------|----|----|-----|
| 普洱/思茅 | 0.74 | 0.83 | 0.18 | 13 | 48 | 12 |
| 昭通 | 0.50 | 0.60 | 0.37 | 5 | 6 | 4 |
| 澜沧/景迈 | 0.66 | 0.51 | 0.22 | 6 | 8 | 7 |
| 迪庆/香格里拉 | 0.47 | 0.53 | 0.24 | 7 | 6 | 5 |
| 临沧/博尚 | 0.50 | 0.41 | 0.16 | 6 | 6 | 4 |
| 文山/砚山 | 0.88 | 1.32 | 1.27 | 93 | 76 | 101 |
| 沧源/佤山 | 0.34 | 0.26 | 0.17 | 5 | 4 | 4 |
| 宁蒗/泸沽湖 | 0.16 | 0.14 | 0.04 | 6 | 4 | 2 |

注：文山/砚山高峰小时起降架次较高主要系该口径包含七彩云南通用航空有限责任公司的航校业务训练数据所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受行业需求阶段性萎缩影响，跟踪期内公司旅客吞吐量持续下降，但昆明机场业务量贡献突出，2022 年其旅客吞吐量居全国第 4 位；2023 年一季度，受益于政策全面放开，公司旅客吞吐量迅速恢复，后续仍需关注其经营恢复情况。

旅客吞吐量方面，2019 年公司各成员机场中昆明机场旅客吞吐量为 4,807.60 万人次，已远超其当期的年设计旅客吞吐量；其中昆明机场国际航线的旅客吞吐量占比为 11.32%，在当期前十大旅客吞吐量机场中比重较低。2022 年，受行业需求阶段性萎缩影响，旅客出行意愿锐减，公司旅客吞吐量进一步下降，但昆明机场贡献突出，其旅客吞吐量占公司旅客吞吐量在七成左右，居全国第 4 位；丽江机场和西双版纳机场旅客吞吐量尚可，对公司业务起到一定的支撑。2023 年一季度，受益于政策全面放开，公司旅客吞吐量迅速恢复，同比大幅上升 82.65%，其中州市机场总体恢复速度快于昆明机场，西双版纳机场和芒市机场的旅客吞吐量已超过 2019 年水平；同时，国内客运市场恢复情况好于国际客运市场。货邮吞吐量方面，近年来公司货邮吞吐量较为波动且尚未恢复至 2019 年及以前水平；2023 年一季度，国际货邮吞吐量同比下滑明显。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司吞吐量情况

| 项目 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|-------------------|-----------------|---------------|-----------------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|--------------|
| | 吞吐量 | 增长率 | 吞吐量 | 增长率 | 吞吐量 | 增长率 | 吞吐量 | 增长率 |
| 旅客吞吐量（万人次） | 4,983.72 | -29.3% | 4,771.10 | -4.3% | 3,066.39 | -35.7% | 1,512.37 | 82.6% |
| 其中：国内航线 | 4,932.56 | -25.8% | 4,765.20 | -3.4% | 3,057.77 | -35.8% | 1,502.26 | 81.8% |
| 国际及地区航线 | 51.15 | -87.4% | 5.90 | -88.5% | 8.62 | 46.10% | 9.74 | 1,094.5% |
| 货邮吞吐量（万吨） | 36.88 | -20.3% | 42.98 | 16.6% | 34.53 | -19.7% | 9.15 | -0.4% |
| 其中：国内航线 | 34.50 | -18.5% | 36.93 | 7.1% | 26.62 | -27.9% | 8.27 | 16.9% |
| 国际及地区航线 | 2.39 | -39.0% | 6.05 | 154.3% | 7.91 | 30.8% | 0.88 | -58.4% |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：2022 年公司成员机场业务量情况（万人次、万吨、%）

| 机场名称 | 旅客吞吐量 | | | 货邮吞吐量 | | |
|---------|----------|-------|-----|-------|-------|-----|
| | 完成数量 | 同比增速 | 名次 | 完成数量 | 同比增速 | 名次 |
| 昆明/长水 | 2,123.75 | -34.1 | 4 | 31.01 | -17.8 | 10 |
| 西双版纳/嘎洒 | 239.75 | -43.8 | 48 | 0.96 | -30.2 | 53 |
| 丽江/三义 | 287.88 | -31.8 | 45 | 0.99 | -30.7 | 52 |
| 大理 | 106.62 | -24.9 | 65 | 0.52 | -22.3 | 65 |
| 德宏/芒市 | 104.27 | -15.8 | 66 | 0.59 | -28.6 | 61 |
| 保山/云瑞 | 52.74 | -48.1 | 96 | 0.10 | -38.9 | 100 |
| 腾冲/驼峰 | 44.98 | -32.4 | 103 | 0.12 | -64.0 | 94 |
| 普洱/思茅 | 9.40 | -83.7 | 186 | 0.03 | -76.3 | 142 |
| 昭通 | 24.71 | -42.6 | 139 | 0.05 | 134.3 | 121 |
| 澜沧/景迈 | 17.71 | -57.8 | 156 | 0.02 | -15.0 | 147 |
| 迪庆/香格里拉 | 16.88 | -54.4 | 157 | 0.03 | -72.2 | 133 |
| 临沧/博尚 | 11.06 | -62.7 | 176 | 0.05 | -58.1 | 123 |
| 文山/砚山 | 11.60 | -56.8 | 173 | 0.02 | -16.7 | 150 |

| | | | | | | |
|--------|-------|-------|-----|------|-------|-----|
| 沧源/佤山 | 13.23 | -41.0 | 167 | 0.03 | 19.8 | 138 |
| 宁蒗/泸沽湖 | 1.81 | -75.6 | 235 | 0.00 | -48.5 | 184 |

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司与众多航空公司开展合作，且昆明机场基地航司数量可观，其中东方航空和南方航空业务量占比将近四成，昆明机场整体竞争实力强。

航空公司是机场发展最为重要的客户与合作伙伴。截至 2022 年末，共有 60 家航空公司在公司各成员机场中提供航空运输服务，其中包括 39 家国内航司、21 家国际航司。昆明机场拥有东方航空、南方航空、四川航空、祥鹏航空、昆明航空 5 个基地航司，2022 年前 5 大业务伙伴均为基地航司，客运业务占比合计达 69.90%，其中东方航空的业务量占比达 34.50%。未来，公司将结合自身的区位优势和发展规划，积极拓展与各航司的合作，随着各成员机场改扩建及机场软硬件保障环境的提升，基地航空公司规模将进一步扩大。

表 6：2022 年公司主要航空公司业务量占比统计(%)

| 航空公司 | 运输起落架次占比 | 旅客吞吐量占比 | 货邮吞吐量占比 |
|------|----------|---------|---------|
| 东方航空 | 34.19 | 30.80 | 22.20 |
| 祥鹏航空 | 9.64 | 10.70 | 6.70 |
| 南方航空 | 8.54 | 9.30 | 8.20 |
| 昆明航空 | 7.11 | 7.10 | 6.00 |
| 四川航空 | 6.24 | 6.70 | 5.70 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通航点方面，截至 2022 年末，公司各成员机场通航点共计 173 个，较 2019 年末减少 16 个。其中国内（含港澳台地区 1 个）通航点 142 个；国际通航点 31 个，已覆盖北美洲、欧洲、大洋洲和亚洲，其中南亚东南亚的通航城市为 16 个。航线方面，截至 2022 年末，公司各成员机场航线共计 531 条，较 2021 年末减少 55 条，包括客运航线 526 条，货运航线 25 条；省内环飞航线 10 条；同期末国际及地区航线共 34 条。

表 7：2022 年末公司通航点情况

| 机场 | 国内（不含港澳台地区） | 港澳台地区 | 国际 | 合计 |
|------------|-------------|-------|----|-----|
| 昆明 | 140 | 1 | 31 | 172 |
| 集团总计（剔除重复） | 141 | 1 | 31 | 173 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2022 年末公司航线情况

| 机场 | 客运航线（条） | | 货运航线（条） | | 总计（条） |
|------------|---------|----|---------|----|-------|
| | 国内 | 国际 | 国内 | 国际 | |
| 昆明 | 280 | 17 | 7 | 17 | 304 |
| 集团总计（剔除重复） | 509 | 17 | 8 | 17 | 531 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非航空性业务主要立足于机场旅客、航司服务以及旅游资源开发，与航空性业务关联较为紧密，对公司收入形成重要补充；跟踪期内受各成员机场旅客吞吐量下降影响，公司非航空性业务亦呈现亏损。

公司非航空性业务主要包括航空保障、航空延伸、航空物流、通用航空及其他板块。近年来，非航空性业务收入的占比均在 50%左右；2022 年比重提升至 65.64%，是公司营业总收入的重要来

源。

航空保障板块包括为航空公司提供代理服务及相关地面服务、贵宾服务、公务机业务、配餐业务、飞机维修等相关业务，其经营领域主要以机场为载体，开展与机场关联度高、联动性强的航空延伸类服务，肩负保障与效益双重属性。该板块是非航空性业务中体量最大、利润贡献最稳定的业务板块。2022 年受旅客吞吐量下降影响，该板块收入同比大幅下滑 27.13%。

航空延伸板块包括酒店和旅游两大业务，涵盖酒店运营及管理、景区以及旅行社等；其中旅游收入主要系公司拥有的腾冲火山热海所产生。2021 年，国内及缅甸均受需求波动影响，云南省跨省旅游出台熔断机制、旅游团队取消、人员密集区域关闭，旅游、酒店受较大影响，导致航空延伸板块收入同比下降 14.51%；2022 年同比小幅回升 4.39%。

航空物流板块包括代理公司货邮装卸、航空公司货邮、行李保障、收发货物、站坪操作、仓储等，主要由控股子公司云南空港物流股份有限公司（以下简称“云南空港物流”）经营。云南省 90% 以上的货邮吞吐量均集中在昆明机场，为航空物流业务提供了稳定的资源，且目前仅有云南空港物流和东航云南公司货运部在昆明机场经营航空物流业务，因此公司航空物流板块业务量与昆明机场运输业务量高度关联。近年来，由于货品结构较单一、货源局限性和货邮服务收费标准限制，导致公司航空物流板块发展受限。2022 年，国内国际货量均受宏观环境制约，导致航空物流板块收入同比下降 14.30%。

通用航空板块包括短途运输、包机、医疗救护业务、公务航空服务业务、航校逐渐与运营等，主要由控股子公司七彩云南通用航空有限责任公司经营。由于该板块现阶段尚处于发展扩张期，前期收入较少，人工、资产采购、物料消耗需求大，2022 年，受到宏观环境影响，通用航空板块收入有所下降。

非航空性主营业务其他板块包括临空开发业务、机场建设开发业务等，主要由控股子公司昆明航空城投资开发有限责任公司、云南机场建设发展有限公司（以下简称“建发公司”）等经营。其中建发公司于 2021 年引入中建三局集团有限公司（以下简称“中建三局”）作为战略投资者后，承接工程建设项目，工程建设收入大幅提升，2022 年扭亏为盈。

此外，子公司机场维护建设收入、特许经营权收入、停车场收入等其他收入也对公司收入形成良好补充，其中，租赁及特许经营权收入主要系公司通过对外承包、特许经营等方式，将机场候机楼内商铺等交由专业公司经营而获得租金、特许经营费等。

在建及拟建项目建成后 will 显著提升机场运营承载能力，扩大公司业务规模，但投资规模较大，未来公司资本支出将处于较高水平，面临较大的资金压力。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目为昆明机场改扩建工程、丽江机场三期改扩建工程、西双版纳机场四期改扩建工程等。主要在建项目总投资合计为 872.50 亿元，已完成投资 59.76 亿元，尚需投入 812.74 亿元；主要拟建项目总投资预计为 194.75 亿元，面临较大的投资压力。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

| 项目名称 | 资本金占比 | 总投资 | 已投资 | 建设周期 | 资金来源 |
|------|-------|-----|-----|------|------|
|------|-------|-----|-----|------|------|

| | | | | | |
|-----------------------------|-----------|---------------|--------------|-----------|---|
| 昆明机场改扩建工程 | 55% | 640.74 | 12.96 | 2019~2027 | 项目资本金比例为 55%，中央预算内投资 32 亿元、民航发展基金 80 亿元、云南省人民政府安排财政资金 112 亿元、昆明市政府安排财政资金 84 亿元，其余由云南机场自行筹措解决；资本金以外部分以银行贷款解决。 |
| 昆明长水综合交通枢纽-交通换乘中心（GTC）配套工程 | 30% | 22.96 | 0.45 | 2022~2025 | 项目资本金比例为 30%，除申请国家综合客运枢纽项目投资补助外，其余由云南机场自有资金解决；资本金以外由云南机场自行筹措解决。 |
| 昆明长水国际机场改扩建工程飞机维修基地一期工程建设项目 | 30% | 15.63 | 2.54 | 2022~2025 | 项目资本金比例为 30%，除申请民航发展基金外，其余由云南机场自有资金解决；资本金以外，以银行贷款解决。 |
| 昆明机场东飞行区下穿通道及综合管廊建设项目 | 55% | 5.52 | 4.08 | 2021~2024 | 项目资本金比例为 55%，资本金以外部分，由云南机场自行筹措解决。 |
| 丽江机场三期改扩建 | 40% | 72.94 | 22.11 | 2019~2025 | 除申请民航发展基金外，其余资金由地方政府安排财政性资金和云南机场自行筹措解决。 |
| 西双版纳机场四期改扩建 | 40% | 65.00 | 2.10 | 2016~2025 | 资本金除西双版纳人民政府安排政策资金 12 亿元用于征地拆迁外，其余由申请的民航发展基金补助和云南机场自行筹措解决；资本金以外由云南机场自行筹措解决。 |
| 腾冲机场跑道延长及附属设施扩建工程 | 55% | 17.00 | 7.11 | 2018~2024 | 项目资本金除腾冲市政府安排财政资金 3.64 亿元用于征地拆迁外，其余由申请的民航发展基金补助和云南机场自行筹措解决；资本金以外由云南机场自行筹措解决。 |
| 保山机场跑道延长及通用机坪建设项目 | 85% | 11.49 | 1.65 | 2021~2023 | 项目资本金除保山市政府安排财政资金 8.46 亿元用于征地拆迁外，其余由申请的民航发展基金补助和云南机场自行筹措解决；资本金以外投资由云南机场自行筹措解决。 |
| 昭通军民合用机场迁建项目 | 100% | 8.11 | 0.01 | 2023~2025 | 由国家发展改革委安排中央预算内投资、民航局安排一部分民航发展基金，其余投资由云南省人民政府安排财政资金解决。 |
| 新建蒙自机场项目（民航专用部分） | -- | 5.23 | 0.30 | 2019~2023 | 项目所需投资国家补助资金由国家发展和改革委员会安排中央预算内投资 2.99 亿元（其中，红河州政府承接补助资金 1.9 亿元，云南机场集团承接补助资金 1.09 亿元）；由民航局安排民航发展基金 4.14 亿元（其中，红河州政府承接补助资金 2.63 亿元，云南机场集团承接补助资金 1.51 亿元）；项目安排省级财政补助 1 亿元（其中，红河州人民政府承接补助资金 0.63 亿元，云南机场集团承接补助资金 0.37 亿元）。云南机场集团共承接补助资金 2.97 亿元，占比 51.28% |
| 凤庆通用机场建设项目 | 70% | 7.87 | 6.45 | 2019~2023 | 除申请国家及省级投资补助外，其余资金由云南机场自行筹措解决。 |
| 合计 | -- | 872.50 | 59.76 | -- | -- |

注：上表统计口径为总投资额度为 5.00 亿元以上；尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

| 项目 | 计划建设周期 | 总投资 | 资金来源 |
|--------------------|-----------|-------|---|
| 芒市机场 T2 航站楼及附属设施项目 | 2020~2024 | 41.08 | 拟申请国家发改委专项资金，中国民用航空局专项资金和云南省省级资金补助及自筹。根据建设单位意见，部分自筹融资。 |
| 大理机场三期改扩建 | 2020~2025 | 23.97 | 地方政府负责承担前期费用和征地拆迁费用，并申请民航发展基金和国家财政资金，其余由云南省机场承担，贷款比例 65%。 |
| 迪庆香格里拉机场五期改扩建工程 | 2021~2026 | 15.00 | 地方政府负责承担前期费用和征地拆迁费用，申请民航发展基金和国家财政资金，其余由云南省机场承担。 |

| | | | |
|------------|-----------|--------|--|
| 澜沧景迈机场改扩建 | 2018~2025 | 6.52 | 本项目建设资金拟 75% 采用银行贷款，其余 25% 采用资本金；并积极争取民航发展基金。 |
| 沧源佤山机场改扩建 | 2020~2025 | 5.55 | 除征地拆迁由地方政府负责外，其余资金由申请民航发展基金、省级补助资金和云南机场自行筹措解决。 |
| 文山机场改扩建工程 | 2016~2023 | 11.30 | 由地方政府解决征地相关费用（约 26.52 亿元），剩余部分投资的 40% 申请民航发展基金与地方财政资金，60% 由云南机场自行筹措。 |
| 怒江机场新建工程 | 2016~2029 | 33.76 | 预计由机场集团自行筹措。 |
| 新建元阳机场 | 2016~2025 | 23.22 | 由机场集团自行筹措及申请政府补贴解决。 |
| 楚雄民用机场新建工程 | 2016~2025 | 26.31 | 新建楚雄机场项目估算总投资 26.38 亿元。所需资金除申请国家安排中央投资外，云南省省级财政安排 1 亿元资金，其余由楚雄州人民政府安排财政资金解决。（集团公司与地方政府补充协议暂未签定，待签定后以协议约定为准。） |
| 永德通用机场新建工程 | 2018~2025 | 8.04 | 预计由机场集团自行筹措。 |
| 合计 | -- | 194.75 | -- |

注：1、上表统计口径为总投资额度为 5.00 亿元以上；2、尚未立项的项目，其总投资规模系前期预估投资规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，受需求波动影响，2022 年公司盈利水平保持低位且利润总额呈现较大规模亏损；考虑到公司财务杠杆虽上升但仍处于较低水平，且公司部分债务本息由昆明市人民政府承担，同时公司外部融资渠道及外部融资能力尚可，公司整体偿债风险可控。

受行业需求阶段性萎缩影响，2022 年公司营业总收入与 2019 年相比仍大幅下降，刚性成本犹存，政府补助对亏损弥补的作用亦有限，以经营性利润为主的利润总额有所减少且呈现较大规模亏损；随着政策全面放开，后续需持续关注公司盈利能力修复情况。

2022 年，公司航空性主营业务收入同比大幅减少 33.60%；但由于建发公司工程建设收入同比大幅增加并带动非航空性主营业务其他板块收入有所上升，当期公司营业总收入同比下降 1.29%。同期，由于存在较大的人工成本和折旧等刚性成本，营业成本仍维持在较高水平，导致公司毛利率进一步下降且持续为负。期间费用以由职工薪酬及资产折旧摊销组成的管理费用为主；2022 年，公司继续加大筹资力度，债务规模扩张使得财务费用有所增加，但整体期间费用规模上升幅度不大，由于营业总收入同比下降，期间费用率有所上升，费用控制能力有待加强。其他收益主要来自政府补助，对公司亏损形成部分弥补。资产减值、信用减值、投资收益及营业外损益等对公司利润影响总体可控。其中，投资收益主要系对云南空港雅仕维信息传媒有限公司、昆明新机场长水油料有限公司等联营公司的长期股权投资产生，2022 年同比小幅下降。整体来看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2022 年利润总额同比有所下降且呈现较大额亏损，相关盈利指标均下降且表现较弱。

2023 年以来随着政策的全面放开，民航业呈现回暖趋势，一季度公司营业收入同比大幅增长 56.53%，毛利率由负转正，后续需持续关注公司盈利能力修复情况。

表 11：近年公司营业收入和毛利率构成情况（亿元、%）

| 业务板块 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|---------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|----------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 航空性主营业务 | 17.14 | -18.15 | 16.76 | -21.16 | 11.13 | -70.30 | 5.21 | -7.75 |

| | | | | | | | | |
|----------|-------|---------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 非航空性主营业务 | 15.28 | -11.02 | 17.90 | -12.85 | 23.07 | -23.17 | 6.28 | 4.03 |
| 其中：航空保障 | 6.10 | 9.02 | 7.30 | 9.07 | 5.32 | -3.74 | 1.81 | 19.53 |
| 航空延伸 | 1.47 | 1.75 | 1.25 | -12.99 | 1.31 | -2.44 | 0.66 | 41.86 |
| 航空物流 | 1.66 | 13.07 | 1.92 | 12.73 | 1.65 | 7.37 | 0.40 | 9.84 |
| 通用航空 | 0.28 | -121.53 | 0.46 | -60.48 | 0.37 | -65.34 | 0.11 | -40.53 |
| 其他 | 5.78 | -37.05 | 6.97 | -39.67 | 14.43 | -34.62 | 3.30 | -11.25 |
| 其他业务 | 0.81 | 35.25 | 1.03 | 44.94 | 1.04 | 60.72 | 0.26 | 73.75 |
| 合计： | 33.22 | -13.57 | 35.70 | -15.08 | 35.24 | -35.58 | 11.74 | 0.32 |

注：表中数据均为期末数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|------------|-------|--------|--------|----------|
| 期间费用率 | 17.29 | 16.93 | 20.00 | 14.67 |
| 其他收益 | 2.56 | 2.72 | 3.23 | 2.10 |
| 经营性业务利润 | -9.04 | -10.12 | -17.82 | 0.05 |
| 资产减值损失 | 1.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 信用减值损失 | -- | -0.52 | 0.12 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.50 | 0.34 | 0.25 | 0.00 |
| EBITDA | -0.40 | 1.81 | -4.99 | -- |
| EBITDA 利润率 | -1.23 | 5.06 | -14.17 | -- |
| 总资产收益率 | -1.65 | -1.36 | -2.47 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

机场建设投资带动总资产增长，但受需求波动影响导致获现能力下降，公司主要采取债务融资方式以满足资金需求，从而使得有息债务增长较快，杠杆水平虽逐年上升但仍处于较低水平。

跟踪期内，机场建设投入的增加带动公司总资产规模稳步提升。由于机场行业特性，公司以固定资产、在建工程和无形资产为主的非流动资产占比很高且逐年上升。流动资产方面，2022 年末，由于获得政策性开发性金融工具支持，长期借款²和货币资金均同比大幅上升，公司货币资金受限比较低，流动性尚可。公司债权投资逐年增加主要系 2021 年和 2022 年上半年对云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云南省投集团”）的债权投资分别增加 3 亿元和 4 亿元；其中 2021 年 3 亿元的债权投资已于 2021 年 4 月 23 日到期，2022 年 4 亿元的债权投资期限已于 2022 年 12 月 31 日到期，截至 2023 年 5 月 20 日，云南省投集团暂未归还借款本金，公司目前正在定期催款中。

2022 年以来，随着资金需求增加及融资规模扩大，公司负债总额进一步增长。公司债务结构以由长期借款和长期应付款构成的长期债务为主，2022 年末长期债务占比在 90%以上，期限分布较为合理。随着机场建设投入的增加，公司应付账款及其他应付款呈增长态势，主要系应付设备及工程款、应付工程项目建设保证金等。

权益结构方面，受持续亏损导致未分配利润为负影响，2022 年末所有者权益进一步下降，且规模仍低于实收资本。同期末公司财务杠杆水平进一步上升，但仍处于较低水平。

表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

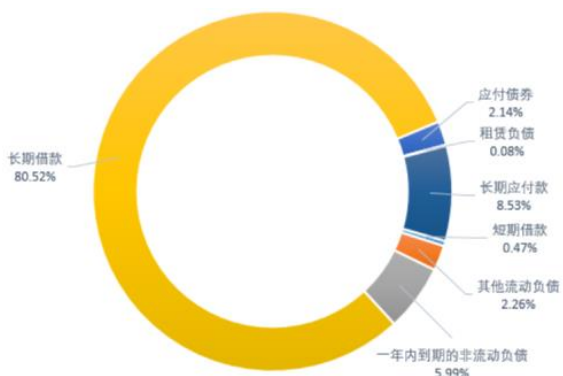
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 | 37.24 | 30.75 | 91.53 | 97.07 |

² 2022 年云南机场向中国进出口银行云南省分行申请政策性开发性金融工具，形成长期借款 80 亿元，期限为 20 年，利率 3.15%，该笔资金专项用于昆明长水机场改扩建工程项目。

| | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 其他应收款 | 0.52 | 0.95 | 0.73 | 0.90 |
| 固定资产 | 203.89 | 237.02 | 241.30 | 237.73 |
| 在建工程 | 40.93 | 27.95 | 50.05 | 54.06 |
| 无形资产 | 162.79 | 163.67 | 162.77 | 162.51 |
| 其他非流动资产 | 95.31 | 94.54 | 97.52 | 98.14 |
| 非流动资产占比 | 90.98 | 92.48 | 83.88 | 82.61 |
| 总债务 | 104.61 | 113.36 | 221.77 | 233.37 |
| 短期债务/总债务 | 13.61 | 9.30 | 9.26 | 8.73 |
| 总资本化比率 | 19.52 | 20.83 | 34.92 | 35.90 |

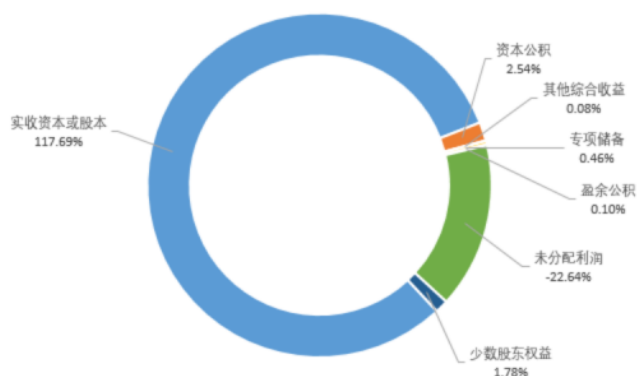
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，受行业需求阶段性萎缩影响，公司经营活动获现能力一般，而债务规模有所增长，整体偿债能力有所弱化；但公司财务杠杆水平较低，且债务中有部分债务本息由昆明市人民政府承担，同时公司外部融资渠道及外部融资能力尚可，可实现到期债务续接。

受行业需求阶段性萎缩影响，公司经营业绩承压，2022 年经营活动获现能力表现一般，但经营活动现金流尚呈净流入状态。投资活动方面，以各成员机场项目投资建设产生的现金支出为主，呈净流出状态。公司主要通过资本金注入、新增银行借款及部分债券，以偿还到期债务并补充项目投资所需资金。

2022 年经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力进一步减弱；同期 EBITDA 对利息支出无法形成覆盖。此外，公司总债务虽有所上升，但昆明机场建设形成的债务本息均由昆明市人民政府承担，且短期债务规模不大，货币资金储备可较好覆盖短期债务，公司整体偿债能力尚可。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
|-------------------|---------|-------|--------|-----------------|
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 6.21 | 1.47 | 0.82 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | -0.79 | 1.13 | -1.54 | -- |
| FFO/总债务(X) | -0.02 | -0.02 | -0.04 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | -258.68 | 62.73 | -44.42 | -- |
| 非受限货币资金/短期债务(X) | 2.59 | 2.88 | 4.29 | 4.77 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 121.02 亿元，占当期末总资产的 17.49%。受限资产主要包括 3.65 亿元的定期存款和保函保证金，因借款抵押受限的土地使用权 48.47 亿元，因借款质

押受限的收费权 38.00 亿元，因融资租赁受限的固定资产和股权共 30.90 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司共有未决诉讼 2 则：

1) 公司于 2022 年 1 月 14 日收到昆明隆瑞飞机维修服务有限公司（以下简称“隆瑞公司”）向昆明市中级人民法院提交的民事诉讼状，隆瑞公司主张机场集团实施了滥用市场支配地位的行为，主张损害赔偿 3,399.98 万元。

2) 公司子公司腾冲驼峰机场开发管理有限公司（以下简称“腾冲机场”）于 2022 年 1 月 14 日收到隆瑞公司向昆明市中级人民法院提交的民事起诉状，隆瑞公司主张腾冲机场实施了滥用市场支配地位的行为，主张损害赔偿 694.97 万元。

上述两案已于 2022 年 4 月 14 日和 5 月 5 日通过网络方式开庭，6 月 6 日一审判决云南机场及子公司胜诉。隆瑞公司向法院提交了上诉状进入二审阶段，公司已于 7 月 14 日收到上诉状，2022 年 11 月 23 日最高人民法院已立案，目前尚未开庭。

截至 2023 年 3 月末，公司对吴哥国际机场投资（柬埔寨）有限公司担保余额为 2,006.00 万美元，对外担保余额较小，或有风险可控。

此外，公司于 2021 年 10 月 18 日签署承诺函，为云南省康旅控股集团有限公司（以下简称“云南康旅”）2021 年第一期债权融资计划 20 亿元的发行额度提供差额补足，该笔债权融资计划于 2021 年 10 月 22 日通过北京金融资产交易所有限公司发行，期限为 2 年。云南康旅已提前兑付 6 亿元本金，剩余 14 亿元债权融资计划期限在原计划上顺延 5 年。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2023 年 4 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

——2023 年，受益于政策全面放开，公司旅客吞吐量将明显回升，亏损程度将大幅改善。

——2023 年，公司固定资产投资总规模为 50~65 亿元，股权投资总规模为 1~3 亿元。

预测

表 15：预测情况表

| 重要指标 | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 预测 |
|---------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率（%） | 20.83 | 34.92 | 38.00~42.00 |
| 总债务/EBITDA（X） | 62.73 | -44.42 | 30.00~35.00 |

资料来源：2021~2022 年数据基于云南机场 2022 年审计报告数据计算

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，云南机场的流动性尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

2022 年公司经营活动获现能力表现一般；同时，截至 2022 年末，公司账面货币资金为 91.53 亿元，其中受限占比 3.91%，相对于债务规模，资金储备一般。但公司未使用授信充足，截至 2023 年 3 月末，共获得银行授信额度 1,214.94 亿元，其中尚未使用额度为 1,055.18 亿元，对债务覆盖程度高。同时，公司作为具有基础设施属性的机场行业，每年均可获得一定政府补助，财务弹性有所保障。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及机场建设投资，资金平衡状况尚可。2019~2021 年公司资本开支维持在 25 亿元左右，2022 年资本支出接近 45 亿元，随着在建和拟建项目的逐步投产，资金需求规模较大，根据规划，投资支出将集中于 2023 年及以后。此外，考虑到公司 2019~2021 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出在 3 亿元左右，2022 年超过 4.5 亿元，规模不大，且公司债务集中到期压力较为可控。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 16：截至 2023 年 3 月末公司合并口径债务到期分布情况（亿元）

| | 2023.4-12 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 及以后 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 银行融资 | 14.00 | 26.00 | 25.00 | 23.00 | 114.00 |
| 公开债务 | 5.00 | 0.00 | 5.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1.08 | 1.36 | 1.36 | 1.36 | 14.75 |
| 总计： | 20.08 | 27.36 | 31.36 | 24.36 | 128.75 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为地方国企的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为机场企业，公司面临着生产经营中资源能耗过大和碳排放过多而污染环境的问题。对此，公司高度重视环保生产，于 2021 年 12 月 20 日制定《云南机场集团有限责任公司节能减排管理办法（试行）》，积极响应低碳可持续发展倡议，贯彻落实节能环保理念。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东会议由股东按照实缴出资比例行使表决权。公司设党委和纪委，公司重大经营管理事项必须经党委研究讨论后再由董事会或经理层作出决定；公司党委由党员大会或者党员代表大会选举产生，党委班子成员 5~7 人，最多不超过 9 人，设党委书记 1 人、党委副书记 1~2 人；党委常委 5~7 人，最多不超过 9 人，党委委员 15~21 人。公司设董事会，董事 9 人（截至 2023 年 5 月 17 日，尚缺 1 人），正逐步建立外部董事占多数的董事会，并实行国有控股公司外部董事派出制度，各股东按持股比例推荐人选，

经股东会选举产生；董事会设董事长⁴1 人，由出资最多的股东派出的董事担任；设副董事长 2 人，分别由第一大股东和第二大股东派员出任；设职工董事 1 人。公司设监事会，成员 5~7 人，设主席 1 人，职工代表比例不得低于三分之一，公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。此外，公司设总裁 1 人，副总裁 6 人，设总会计师 1 人，对董事会负责。公司内设办公室、组织人力资源部、财务部、资本运营部、战略发展部等部门，各部门职责范围覆盖公司生产经营的各个环节，分工明确。内控方面，公司于 2014 年开始搭建内部控制体系，严格遵照国务院五部委《企业内部控制基本规范》及相关配套指引要求，于 2015 年完成建设并正式颁布实施，建立了一套完善的内部控制体系。同时每年定期开展评价工作，并结合内外部监管要求，及时总结经验，实现体系的动态管理，有效帮助公司持续稳定发展，保证公司的资金安全和财务报告完整性，确保机场集团经营管理符合法律法规要求，提升经营效率。2022 年公司根据国资委 101 号文“强内控、防风险、促合规”的指导要求，完成了体系升级工作，将原内部控制体系升级为“三位一体”的内控合规管理体系。资金管理方面，公司采用“收支两条线”的模式，即各机场收入和资金流入统一归集至集团本部，集团本部按照预算和月度资金计划向各机场拨付日常运营支出。战略方面，公司将通过聚焦构建“两网络双枢纽”、实施“强基拓线”工程，实现补齐补强基础设施短板，畅通客货航线网络布局；通过强化管理机制协同，深化“四型机场”建设，实现安全管理、绿色管理、市场营销、运行管理、综合交通、商业管理等六个方面的一体化管理更上新台阶，打造行业内标杆，创建“云南品牌”；通过强化“开源节流、降本增效”的经营理念和实施全员参与的“严、精、细、实”管理措施，实现经营管理提质增效和云南机场集团的高质量发展，将机场集团打造成为具有国际影响力的一流机场管理集团和国内领先的机场集群。

特殊调整

由于机场行业受调控政策影响较大，导致机场企业短期内财务表现与经营实力相背离，故将特殊调整调升 1 个子级。

外部支持

公司承担云南省内机场的建设、管理和运营，地方政府支持意愿极强，在资金方面获得有力支持。

公司位于云南省，最终控制人为云南国资委。云南省具备辐射南亚东南亚的区位优势和得天独厚的旅游资源，公司是云南省打造航空生态圈的重要动力内核，对地方经济发展具有重大意义，地方政府支持意愿极强。

公司新建和改扩建项目，可获得云南省政府、各州市政府和民航发展基金的资本金注入，作为各机场建设项目资本金的重要组成部分。云南省和省内各地市政府给予公司各种财政补助，包括项目资本金、贷款贴息和中小机场补贴。其中中小机场补贴直接对公司经营资金进行补充，对净利润产生一定影响，2020~2022 年，公司获得的中小机场补贴分别为 1.41 亿元、2.10 亿元和 2.42 亿元。

⁴ 公司于 2023 年 5 月 17 日发布公告：根据 2023 年 4 月 13 日云国资任字【2023】3 号文件，李刚同志自 2023 年 3 月 16 日起，不再担任云南机场董事职务；根据云政任【2023】24 号，免去云南机场董事长职务；根据云政任【2023】29 号，任命赵家云同志为云南机场董事长，免去其公司总裁职务，任命姜文忠同志为云南机场总裁。

同行业比较

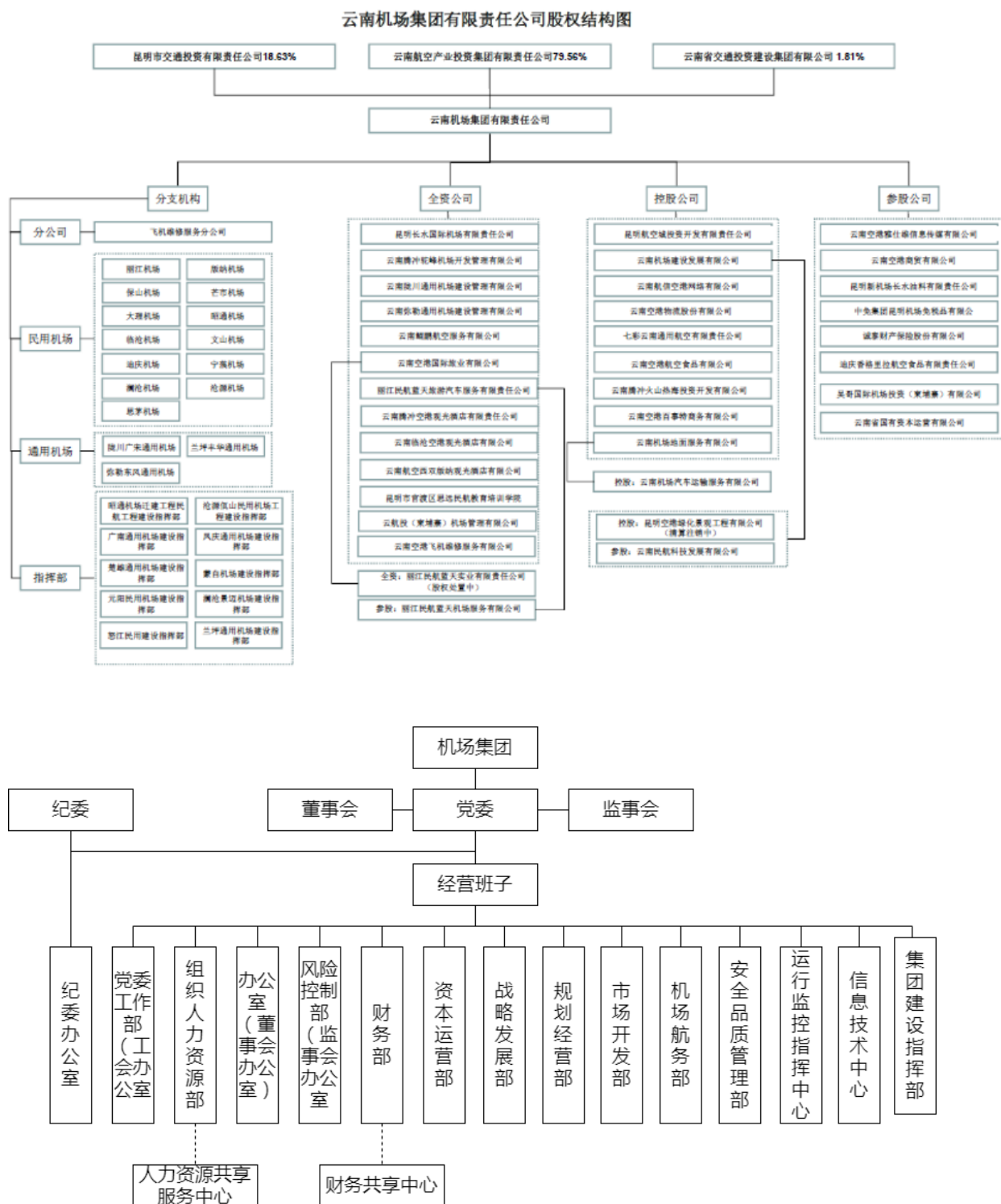
中诚信国际选取了四川省机场集团有限公司（以下简称“四川机场”）和浙江省机场集团有限公司（以下简称“浙江机场”）作为云南机场的可比公司，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，运营规模方面，云南机场旅客吞吐量虽不及浙江机场且略低于四川机场，但凭借特殊的地理位置、丰富的旅游资源及辐射南亚东南亚的优势，其旅客吞吐量在国内同行业中仍位于前列。运营能力及枢纽地位方面，公司各成员机场中昆明机场高峰小时容量架次高，运营能力较强；且昆明机场作为国际航空枢纽及中国八大区域枢纽机场之一，枢纽地位高于浙江机场下辖的杭州机场。竞争实力方面，公司各成员机场中昆明机场的主基地航空公司数量可观，东航及南航业务占比尚可。业务拓展与多元化方面，公司航空增值收入占比低于四川机场、与浙江机场相当，但均位于较高水平。由于公司成员机场中除昆明机场之外的中小机场业务表现不及浙江机场下辖的宁波机场、温州机场，公司盈利能力弱于浙江机场；公司财务杠杆水平与四川机场及浙江机场相比均较低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云南机场集团有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 云南机场 MTN001(可持续挂钩)”的信用等级为 **AAA**。

附一：云南机场集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：云南机场集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据(单位:万元) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 372,375.14 | 307,535.93 | 915,312.68 | 970,740.54 |
| 应收账款 | 84,116.33 | 61,806.70 | 99,998.73 | 123,214.74 |
| 其他应收款 | 5,217.89 | 9,478.66 | 7,274.68 | 9,024.46 |
| 存货 | 6,479.82 | 10,621.81 | 8,752.40 | 8,788.92 |
| 长期投资 | 100,409.89 | 133,087.20 | 171,813.05 | 171,813.05 |
| 固定资产 | 2,038,945.11 | 2,370,244.13 | 2,413,041.74 | 2,377,318.52 |
| 在建工程 | 409,252.53 | 279,463.36 | 500,475.15 | 540,628.14 |
| 无形资产 | 1,627,913.13 | 1,636,734.13 | 1,627,748.30 | 1,625,102.77 |
| 资产总计 | 5,661,031.54 | 5,824,958.48 | 6,806,016.30 | 6,921,318.12 |
| 其他应付款 | 73,048.73 | 87,054.27 | 86,663.05 | 95,553.36 |
| 短期债务 | 142,353.82 | 105,480.50 | 205,255.28 | 203,629.69 |
| 长期债务 | 903,771.86 | 1,028,144.47 | 2,012,432.09 | 2,130,049.21 |
| 总债务 | 1,046,125.68 | 1,133,624.97 | 2,217,687.37 | 2,333,678.90 |
| 净债务 | 677,297.20 | 829,759.85 | 1,338,156.69 | 1,362,938.36 |
| 负债合计 | 1,346,798.97 | 1,516,213.64 | 2,673,668.85 | 2,753,924.54 |
| 所有者权益合计 | 4,314,232.57 | 4,308,744.85 | 4,132,347.45 | 4,167,393.59 |
| 利息支出 | 5,133.67 | 16,055.94 | 32,391.14 | -- |
| 营业总收入 | 329,710.85 | 356,914.92 | 352,374.79 | 117,429.06 |
| 经营性业务利润 | -90,354.44 | -101,202.80 | -178,177.18 | 510.85 |
| 投资收益 | 4,993.43 | 3,410.67 | 2,463.83 | 0.00 |
| 净利润 | -98,215.25 | -93,609.31 | -179,276.16 | 410.69 |
| EBIT | -93,244.96 | -78,369.60 | -155,869.65 | -- |
| EBITDA | -4,044.12 | 18,070.47 | -49,929.54 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 31,898.40 | 23,614.54 | 26,503.07 | 1,622.38 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -250,864.89 | -218,727.73 | -492,239.97 | -98,700.42 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 214,174.79 | 130,149.77 | 1,041,406.66 | 151,761.50 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
| 营业毛利率(%) | -14.44 | -15.10 | -35.58 | 0.32 |
| 期间费用率(%) | 17.29 | 16.93 | 20.00 | 14.67 |
| EBIT 利润率(%) | -28.28 | -21.96 | -44.23 | -- |
| 总资产收益率(%) | -1.65 | -1.36 | -2.47 | -- |
| 流动比率(X) | 1.28 | 0.99 | 1.77 | 2.07 |
| 速动比率(X) | 1.27 | 0.96 | 1.76 | 2.05 |
| 存货周转率(X) | 58.23 | 48.04 | 49.32 | 53.38* |
| 应收账款周转率(X) | 3.92 | 4.89 | 4.36 | 4.21* |
| 资产负债率(%) | 23.79 | 26.03 | 39.28 | 39.79 |
| 总资本化比率(%) | 19.52 | 20.83 | 34.92 | 35.90 |
| 短期债务/总债务(%) | 13.61 | 9.30 | 9.26 | 8.73 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X) | 0.00 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X) | -0.01 | -0.09 | -0.09 | -0.07 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 6.21 | 1.47 | 0.82 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | -258.68 | 62.73 | -44.42 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | -0.03 | 0.17 | -0.24 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | -0.79 | 1.13 | -1.54 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | -18.16 | -4.88 | -4.81 | -- |
| FFO/总债务(X) | -0.02 | -0.02 | -0.04 | -0.01 |

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款中的应付利息、计入其他流动负债科目的短期应付债券和长期借款利息调整至短期债务；将公司计入长期应付款中的应付融资租赁公司的款项调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| | | 计算公式 |
|------|---------------------|--|
| 资本结构 | 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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 经调整的所有者权益 | =所有者权益合计-混合型证券调整 |
| | 资产负债率 | =负债总额/资产总额 |
| | 总资本化比率 | =总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| | 非受限货币资金 | =货币资金-受限货币资金 |
| | 利息支出 | =资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| | 长期投资 | =债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| 经营效率 | 应收账款周转率 | =营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 现金周转天数 | =(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =(营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用合计 | =销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | =期间费用合计/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
| | EBIT (息税前盈余) | =利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| 现金流 | EBIT 利润率 | =EBIT/营业收入 |
| | 收现比 | =销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | =经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| 偿债能力 | FFO | =经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| | EBIT 利息覆盖倍数 | =EBIT/利息支出 |
| | EBITDA 利息覆盖倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数 | =经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|----------------------|---|
| aaa | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| cc | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债项等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。 |
| C | 还本付息能力极低，违约风险极高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn