

机场行业发债企业信用分析

2023 年 9 月 12 日

要点

- 我们认为，得益于机场行业对经济的促进作用、业务的垄断性以及可获得较强的政府支持，我们样本中的机场企业的潜在主体信用质量整体较优，在工商企业各行业里位居前列，其中首都机场集团、北京首都机场股份、上海机场集团、白云机场股份、深圳机场集团、浙江机场集团、东部机场集团、四川机场集团、厦门翔业集团、萧山机场的潜在主体信用质量较好。
- 我们认为，机场企业的业务状况主要由其所服务区域的经济发达程度、不可替代性和自身业务规模及效益等因素决定，不同地区的机场企业的业务状况表现差异显著。
- 机场企业的财务风险存在一定的分化，位于经济发达地区且基础设施成熟的机场企业的债务负担较轻，产生现金流能力较强，而位于偏远地区或者基础设施仍有待持续完善的机场企业的资本开支压力较大，债务负担较重，并较为依赖政府补贴。
- 我们预计，随着全国经济的持续复苏，2023 年国内和国际的客运需求将较 2022 年有明显改善，旅客吞吐量将恢复至 2019 年水平，机场企业的收入和利润将显著改善。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

wang.lei@spgchinaratings.cn

陈伟

北京

+86-10 6516 6070

wei.chen@spgchinaratings.cn

概述

本文旨在通过对机场企业业务状况、财务风险、可能获得的外部支持的分析和梳理，展示标普信评对机场企业的一般分析思路和方法，揭示标普信评视角下机场企业信用质量的主要驱动因素。

我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对 16 家样本机场企业进行案头分析，得出了我们对样本企业信用质量相对高低的初步观点，也就是我们所称的“潜在主体信用质量”。其中，腹地经济较好、地方政府潜在支持能力较强地区的机场企业的潜在主体信用质量较好，如首都机场集团、上海机场集团、白云机场股份、深圳机场集团、浙江机场集团、东部机场集团、四川机场集团、厦门翔业集团等。16 家样本企业名称及简称请参阅文末附录。

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出企业的主体信用等级（ICR）。

```
graph LR; IR[行业风险] --> BS[业务状况]; CD[竞争地位] --> BS; CL[现金流/财务杠杆] --> FR[财务风险]; BS --> RB[评级基准]; FR --> RB; RB --> F1[多元化程度]; RB --> F2[资本结构]; RB --> F3[财务政策]; RB --> F4[流动性]; RB --> F5[管理与治理]; RB --> F6[补充调整]; F1 --> IS[个体信用状况]; F2 --> IS; F3 --> IS; F4 --> IS; F5 --> IS; F6 --> IS; IS -->|集团或政府支持因素| SR[主体信用评级];
```

版权 © 2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

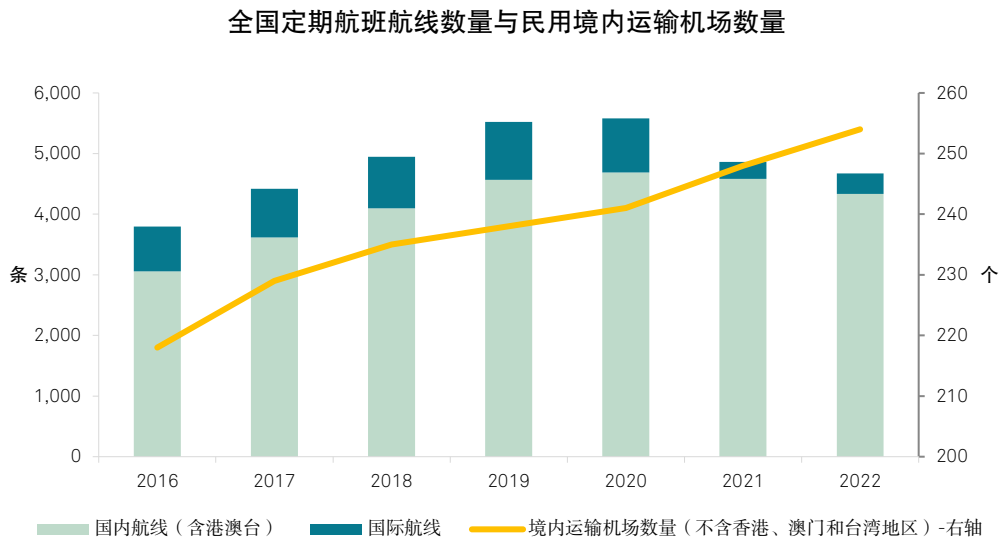
一般情况下，我们通过综合分析行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

行业风险

我们认为机场行业所属的交通基础设施行业风险处于低水平（行业风险评估得分为 2），在我们的六档行业打分中位居较好位置。一般情况下，我们从行业竞争风险与经营环境和行业周期性两个维度评判行业风险高低。中国机场行业竞争格局稳定，未来发展前景稳定，具有周期性弱的特征，因此我们对其行业风险评估为低水平。

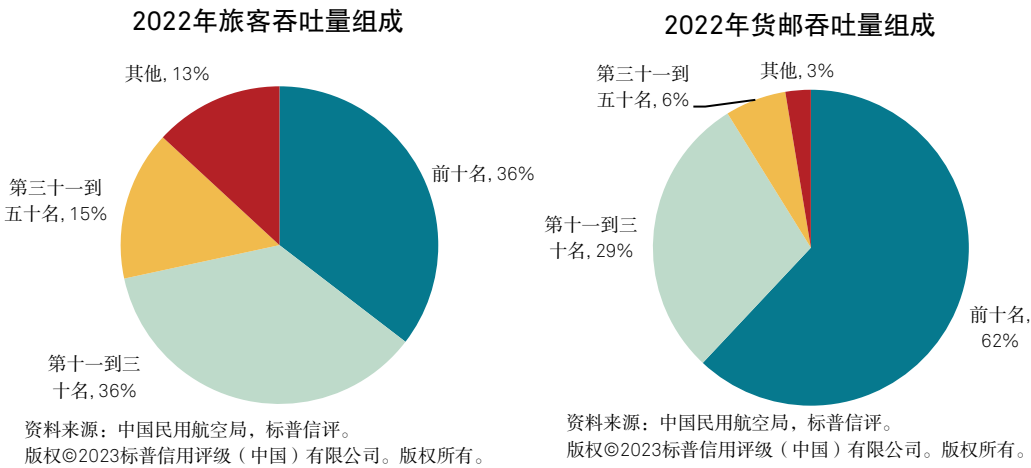
机场行业是我国的战略性行业，在满足民众出行需求的同时，也促进其他行业的发展。我国的机场行业的投资建设以及收费标准均受到中国民用航空局（民航局）等政府部门的监管，机场行业具有一定的公益性和较高的准入壁垒。近年来，境内运输机场数量和定期航班航线数量一直保持增长，但增长速率明显下降，主要是因为建设新机场选址时会考虑其服务的地域以及机场的定位，以避免机场的重复建设和机场间的恶性竞争。随着机场密度的不断上升，新建机场增速逐渐放缓，国内大部分城市仅建设一个机场，因此我们认为机场行业竞争格局稳定。

图2



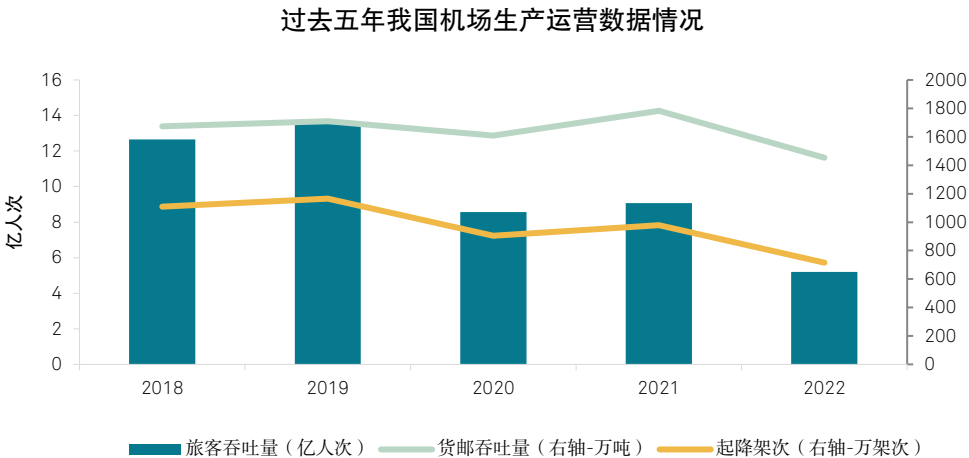
根据机场行业的旅客吞吐量和货邮吞吐量的排名情况，我们发现无论是旅客吞吐量还是货邮吞吐量，机场行业都表现出很高的行业集中度，主要是因为机场行业进入壁垒高，业务具有垄断性，并且不同机场的腹地经济发达程度差异较大。2022 年，在全国 254 个民用运输机场中，旅客吞吐量排名前三十的机场旅客吞吐量总和占全国机场旅客吞吐量的 72%；货邮吞吐量排名前三十的机场货邮吞吐量总和占全国机场货邮吞吐量的 91%，行业集中度更高。

图3



2020 年至 2022 年，受到公共卫生事件的影响，居民出行显著减少，机场的三大生产运营指标旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次均有所下滑。其中，旅客吞吐量受到的影响最大，由 2019 年 13.5 亿人次下降到 2022 年 5.2 亿人次，下降幅度约 61%；货邮吞吐量受到的影响较小，由 2019 年 1701 万吨下降到 2022 年 1453 万吨，下降幅度约 15%。2023 年上半年，全国旅客吞吐量已经恢复至 2019 年同期的 88%水平，其中国内旅客吞吐量基本恢复至 2019 年同期水平，为 2019 年同期的 96%，国际航线旅客吞吐量仅恢复至 2019 年同期的 23%水平，未来仍有较大的上升空间。长期来看，随着我国经济增长和居民消费能力提升，我国机场生产运营指标将持续增长，行业整体将继续稳步发展。

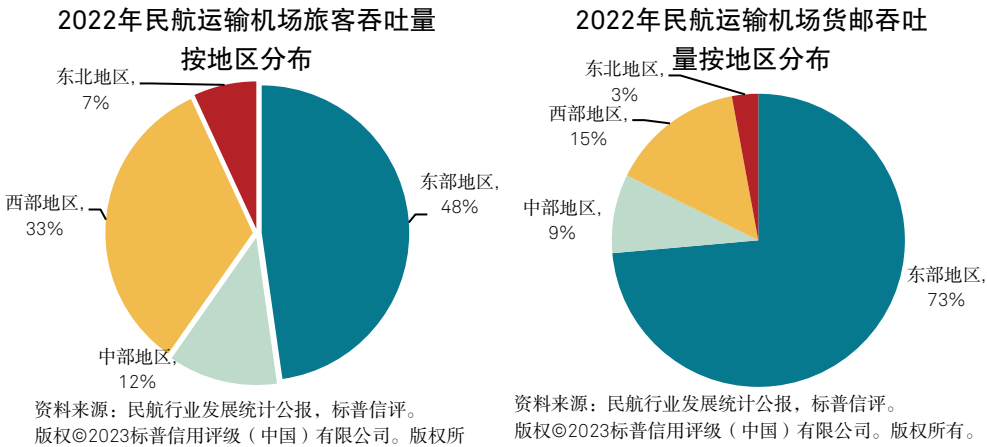
图4



资料来源：民航行业发展统计公报，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

机场行业作为一个和经济、民生息息相关的行业，其所服务的腹地经济水平直接决定了机场企业的业务量。根据下图，我们可以看出经济实力强劲的东部地区的旅客吞吐量和货邮吞吐量明显高于其他地区，而近年来经济低迷的东北地区的旅客吞吐量和货邮吞吐量则明显低于其他地区。

图5



竞争地位

我们一般从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在其所处行业中的竞争地位。对于机场企业，由于地域的垄断性削弱了市场竞争的压力，但同时其具有一定的公益性属性且主营业务收费模式主要由政府定价，因此我们通常更关注竞争优势以及规模、范围和多样性两个维度。整体来说，腹地经济发达、旅客和货邮吞吐量大的区域的机场企业，在行业内的竞争地位排名靠前，如首都机场集团、上海机场集团、白云机场股份、浙江机场集团、东部机场集团、四川机场集团、深圳机场集团等。

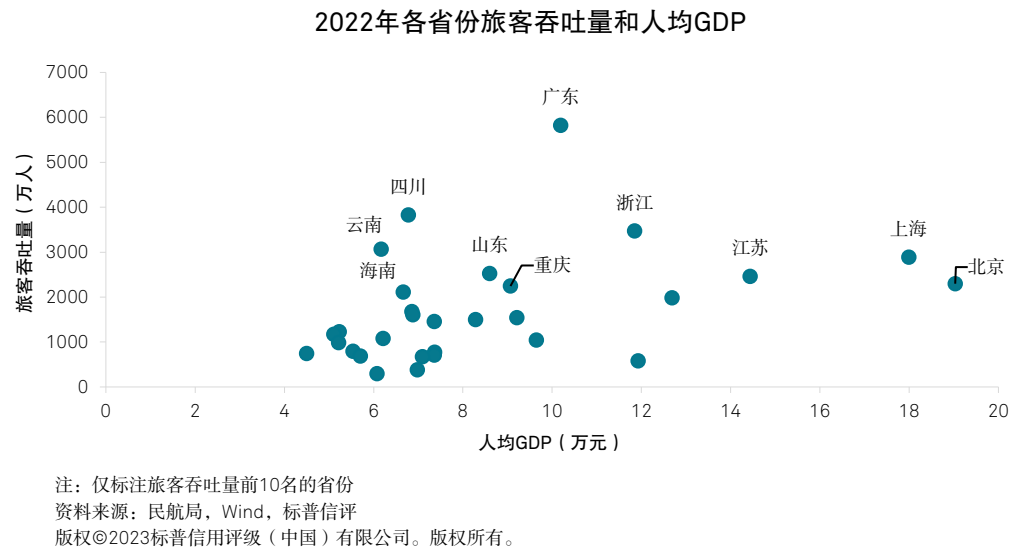
竞争优势

标普信评认为，机场企业的竞争优势主要体现在企业所在腹地的经济发达程度和机场所拥有的基础设施的完善程度等几个方面。具备较强竞争优势的机场企业往往包含以下几个特点：服务于经济实力强

劲的地区，拥有稳定且庞大的客流量；拥有完善的机场基础设施，可以承载大量的旅客和货邮运输任务，是当地区域重要的交通枢纽；来自于周边机场的的竞争有限，当地机场竞争格局稳定。

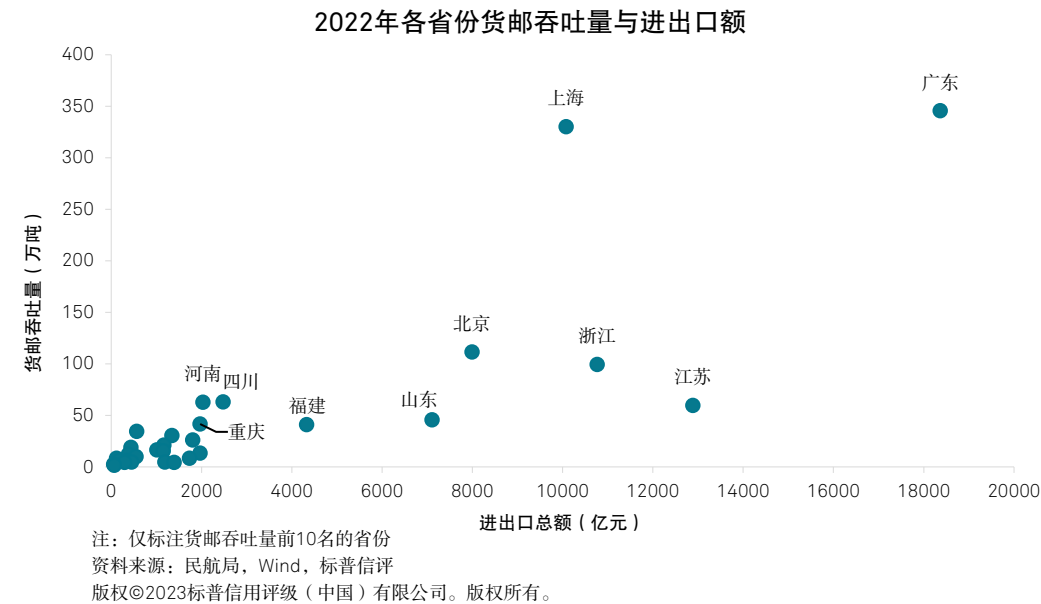
我们认为，机场企业的经营状况通常与当地经济发展密切相关。机场企业所服务区域的经济环境，很大程度上影响机场企业的效益和未来可持续发展的空间，因为腹地经济的发达程度决定了当地旅客运输和货邮运输需求。经济发达的区域往往拥有较多的人口，同时较为频繁的经济、休闲活动提升了当地居民的出行需求并且吸引更多的外地旅客，从而为机场企业带来更多的旅客吞吐量。从下图可以看出，人均 GDP 越高的省（市），例如上海、北京、广东、江苏和浙江等，当地机场企业的旅客吞吐量则越高。有些省份虽然人均 GDP 处于一般水平，例如云南、四川和海南，但是航空是当地主要的交通出行方式，加上丰富的旅游资源，当地机场企业的旅客吞吐量也较大。

图6



机场企业的货运业务也是机场企业收入的重要来源之一。机场企业的货邮吞吐量和机场所在区域的经济结构有着直接的关系，进出口额较高的地区的机场对应的货邮吞吐量也会较高，例如上海和广东。

图7



此外，我们还会考虑机场的基础设施的完善程度。我们认为机场的基础设施直接影响到机场的旅客吞吐量和货邮吞吐量的承受能力，决定了机场吞吐量的上限。同时，基础设施等级的高低也是机场定位的侧面反映，比如上海机场（集团）有限公司下辖的浦东机场定位为国际航空枢纽，其所对应的机场类型（一类 1 级）和飞行区等级（4F）最高，可用机位和跑道数均处于机场行业前列。而苏南机场集团由于临近国家枢纽机场，定位为区域干线机场，因此吞吐量需求不大，基础设施规模相对较小。

图8

样本机场企业概况

样本企业	下辖主要机场	机场类型	飞行区等级
上海机场(集团)有限公司	上海/浦东	一类1级	4F
	上海/虹桥	一类2级	4E
首都机场集团有限公司	北京/首都	一类1级	4F
	北京/大兴		4F
	天津/滨海	二类	4E
	哈尔滨/太平	二类	4E
四川省机场集团有限公司	成都/双流	一类2级	4F
浙江省机场集团有限公司	杭州/萧山	二类	4F
重庆机场集团有限公司	重庆/江北	二类	4F
山东省机场管理集团有限公司	济南/遥墙	三类	4E
东部机场集团有限公司	南京/禄口	二类	4F
厦门翔业集团有限公司	厦门/高崎	二类	4E
	福州/长乐	二类	4E
深圳市机场(集团)有限公司	深圳/宝安	一类2级	4F
广州白云国际机场股份有限公司	广州/白云	一类1级	4F
无锡苏南国际机场集团有限公司	无锡/硕放	三类	4E
广西机场管理集团有限责任公司	南宁/吴圩	二类	4E
	桂林/两江	三类	4E
云南机场集团有限责任公司	昆明/长水	二类	4F
甘肃省民航机场集团有限公司	兰州/中川	三类	4E

注：仅列出出集团公司下辖的核心机场。此处不展示与集团公司重复的股份公司。

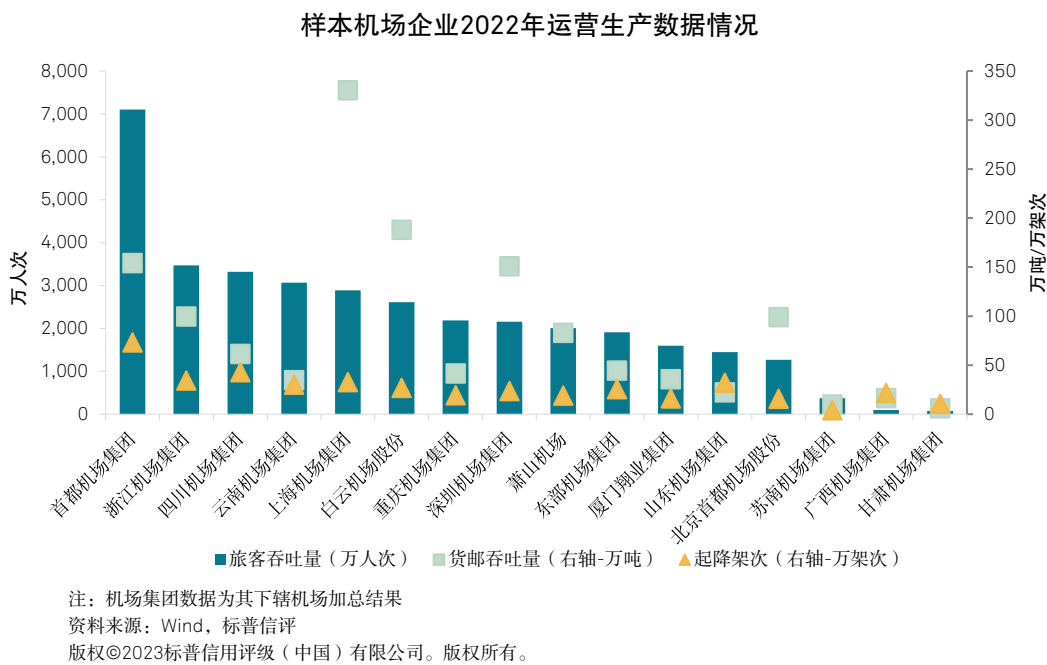
资料来源：公开资料，标普信评整理

规模、范围和多样性

我们在分析机场企业的规模、范围和多样性时，通常会关注机场企业的三大运营指标、营业收入以及开通的航线数量和通航城市数量。

我们认为规模、范围及多样性高于行业平均水平的机场企业往往包含以下几个特征：机场运营指标良好；营业收入较高且稳定；航线密集，国内外通航城市众多。一般而言，机场企业的三大生产运营指标可以直接反映机场的航空性业务收入水平。从下图可以看出，首都机场集团 2022 年实现旅客吞吐量全国第一，主要是因为该公司是全国最大的机场集团，所属的成员机场有 54 家，包括北京、天津、哈尔滨等干线机场。上海机场集团则在 2022 年完成最多的货邮吞吐量，主要是由于其下辖的浦东机场是长三角地区国际航空货运枢纽群核心成员，也是华东区域第一大枢纽机场。

图9



通过比较 2019 年和 2022 年的运营指标，我们可以发现，受到公共卫生事件的影响，民众的出行受到限制，出行意愿下降，2022 年机场企业的平均旅客吞吐量相较于 2019 年大幅下降，平均货邮吞吐量相较于 2019 年小幅下降。从下图还可以看出，2022 年北京首都机场股份和上海机场集团的旅客吞吐量下降幅度最大，超过 50%，主要是因为国际航空业务占比较高，受到出入境政策限制的影响较大。

图10

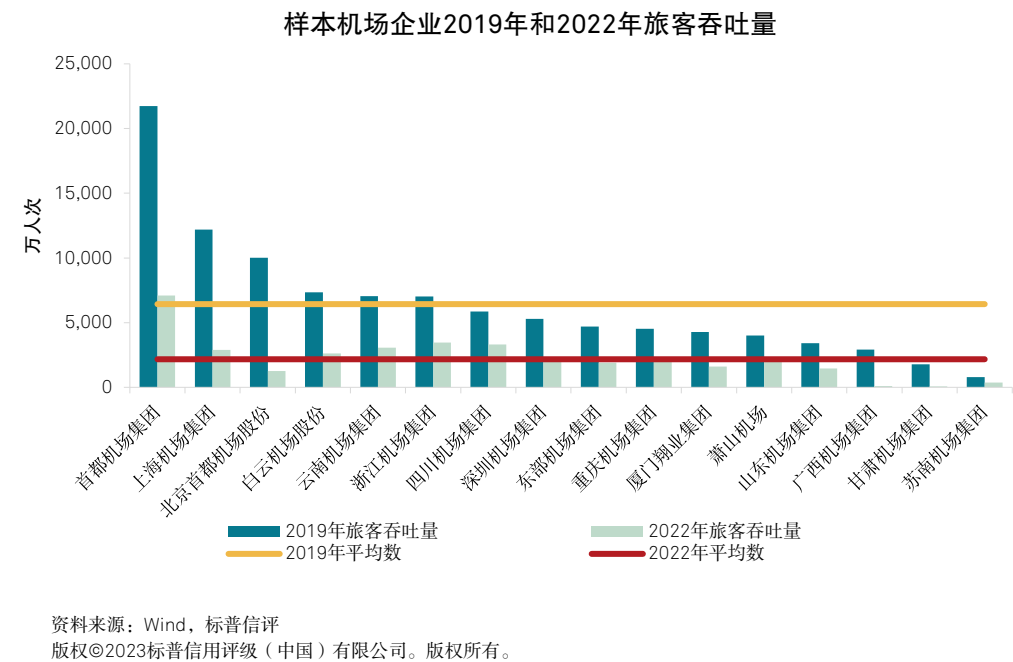
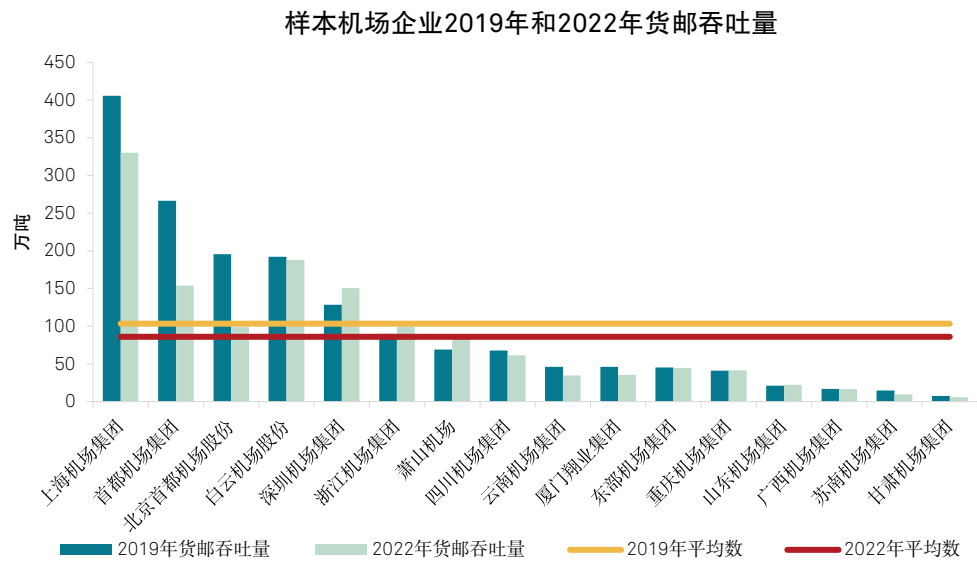


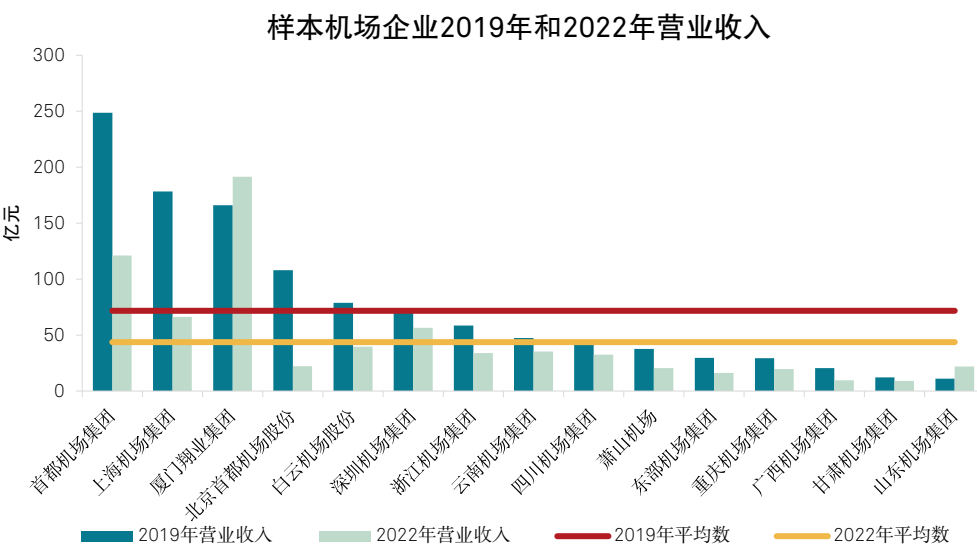
图11



资料来源：Wind，标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们还关注机场企业的营业收入规模。机场企业的营业收入主要由航空性收入和非航空性收入组成。航空性业务收入主要包括起降费、停场费、客桥费以及旅客服务费等，收费标准是由民航局和国家发改委共同制定，市场化程度低。航空性业务中的国内业务收费基准价依据机场类型的不同而不同（国际航空性业务收费标准全部统一），机场类别越高，起降费、旅客服务费和安检费基准价越低，而停场费和客桥费则是按统一标准收费。其中，飞机起降架次影响起降费和停场费，旅客/货邮吞吐量影响安检费和旅客服务费等，而且飞机起降架次与旅客/货邮吞吐量也有较强的正相关关系。整体来看，旅客/货邮吞吐量较大以及飞机起降架次较多的机场企业往往拥有较大规模的航空性业务收入。另外，部分机场企业除了航空性业务收入外，还有来自其他业务的非航空性收入，例如机场相关保障业务、物业租赁、房地产开发、工程建设服务、旅游酒店以及金融服务业务等，一定程度上提升了收入规模和丰富了收入来源。

图12



资料来源：Wind，标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

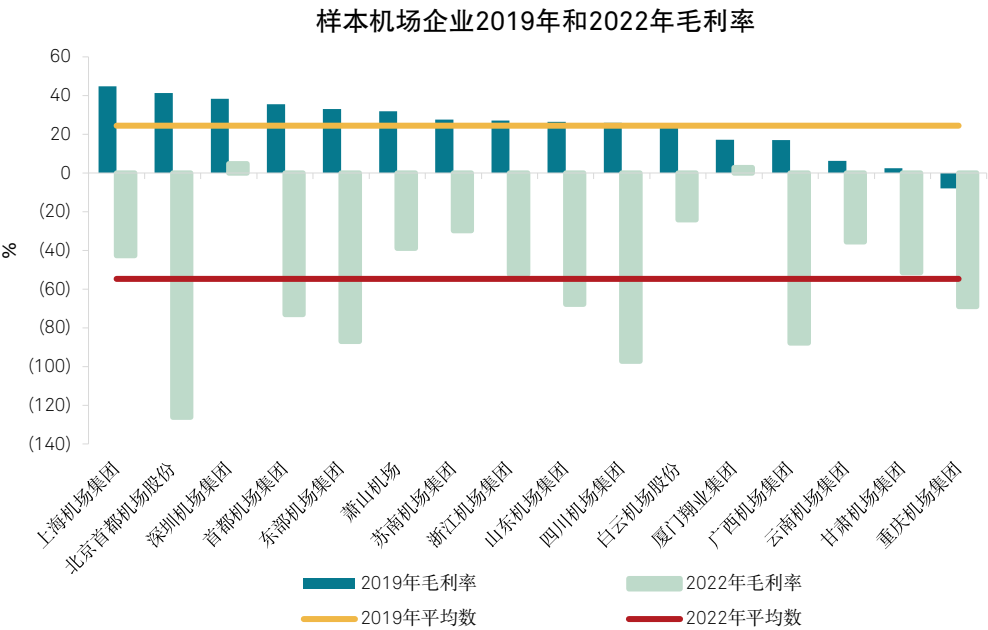
除此以外，我们还会考虑机场开通的航线数量以及通航城市的数量。服务于经济发达地区的机场企业，由于旅客出行和货运需要，会与更多的城市通航，也会拥有更多的航线数量。我们认为这样的机场企业业务更稳定，抗风险能力更强。

经营效率

标普信评主要从毛利率和管理费用率等指标观察和分析机场企业的经营效率。

我们认为，机场企业毛利率的高低可以反映机场企业的成本控制能力，进而反映机场企业的经营效率。机场企业的运营成本主要包括人工费用、设备设施的维护费用以及固定资产折旧费用。如下图所示，样本机场企业 2022 年收入大幅下降，而机场的运营成本相对固定，约一半的机场企业的收入无法覆盖成本，因此样本机场企业的平均毛利率由正常年份 2019 年的 24%显著下降至 2022 年的平均毛利率-55%。其中毛利率变化较大的是北京首都机场股份，主要是因为其下辖的北京首都机场是国际枢纽机场，出入境的限制导致航空性收入和非航收入均大幅减少，受到的影响最为明显。我们预计，随着全国经济持续复苏，国内外客流量将显著恢复，机场行业的整体平均毛利率会持续改善。

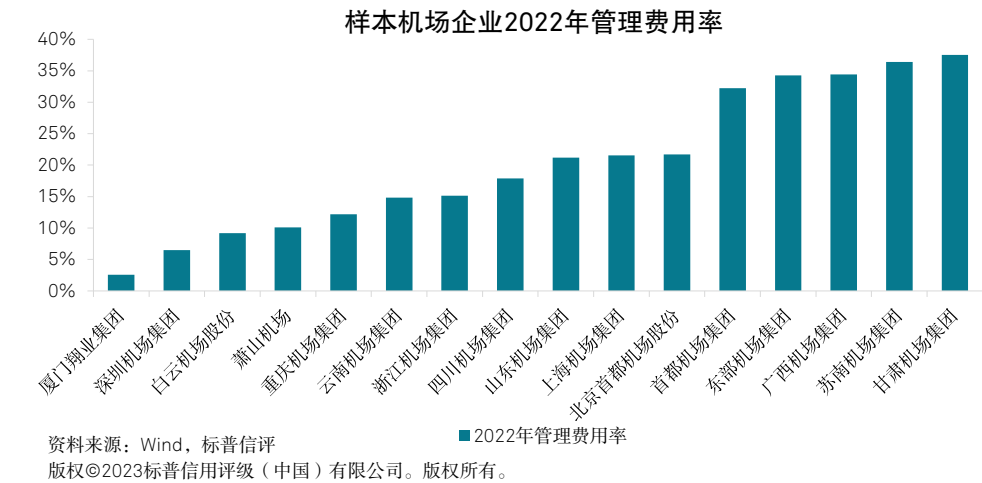
图13



资料来源：Wind，标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于机场业务不需要大量的营销活动，销售费用普遍较少，同时机场设施规模较大，具有较高的维护费用，且需要较多的管理人员，因此管理费用在期间费用中的占比较高，机场企业可以通过控制管理费用来提升净利润水平。我们认为管理费用率较低的机场企业具有较好的经营效率，例如上海机场集团。管理费用率较高的企业，如甘肃机场集团、苏南机场集团和广西机场集团，其管理费用以职工薪酬、折旧摊销费用为主，管理能力有待提升。首都机场集团和东部机场集团则是因为下辖多家机场，其中部分机场管理费用较高，而导致整体管理费用率较高。

图14

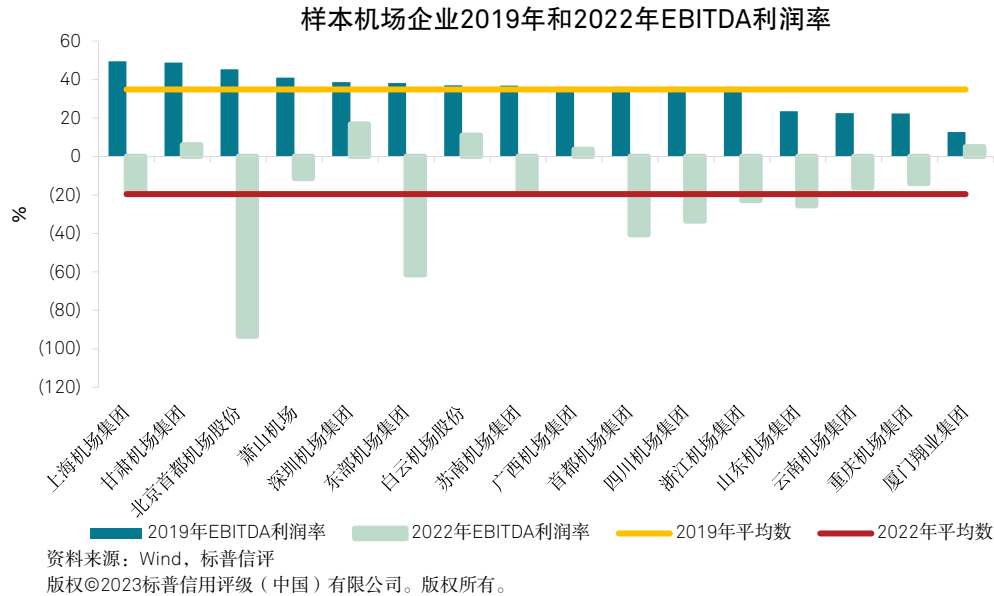


盈利能力

标普信评认为盈利能力是企业竞争力、规模范围和多样性以及经营效率的综合体现。在这方面，我们通常会考虑企业的 EBITDA 利润率、资本回报率（ROC）等指标。EBITDA 利润率能够在剔除折旧摊销以及不同税负和融资成本的影响后，对企业的定价能力、成本费用控制水平等进行反映；ROC 则能够综合反映运营效率和管理水平，进而衡量企业利用债务和权益资本产生回报的能力。

16 家样本机场企业的 EBITDA 利润率表现如下图。通常情况下机场行业的整体盈利能力较强，但受到公共卫生事件的影响，2022 年机场企业的平均 EBITDA 利润率出现了大幅的下降，由 2019 年约 35%下降到 2022 年约-20%。其中，正常情况下上海机场集团、北京首都机场股份/首都机场集团因为吞吐量的显著优势 EBITDA 利润率较高，但国际航空客流量的大幅缩水显著影响了他们的表现，不过我们预计随着全国经济复苏，他们的恢复能力仍较强；厦门空港、深圳机场由于成本控制能力较强盈利水平也处于较好水平。另外，由于机场行业具有一定公益性属性，政府通常会给与企业一定的补贴，特别是针对盈利能力较弱的企业通过补贴来保障企业的正常运营，例如苏南机场集团、甘肃机场集团。

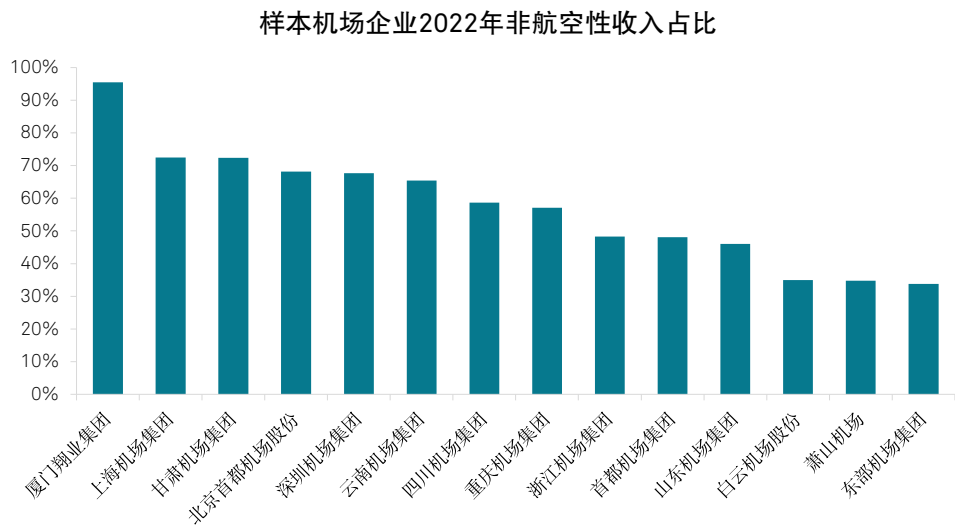
图15



我们认为机场企业的非航空性收入的占比越高，一定程度上也表明其拥有更强的盈利能力和更稳定的现金流获取能力。机场企业的非航空性业务包括商铺租赁、广告、地面服务、餐饮和免税零售等，企业可以自主定价，有一定的盈利空间且现金流相对稳定。从下图可以看出，腹地经济发达的机场企业的非航空性收入占比相对较高，例如上海机场集团、北京首都机场股份。这一方面是因为发达的地域经济可以带来更多的旅客吞吐量，是机场企业获得稳定的非航空性业务收入的保障，另一方面是因为经济发达地区的人均收入和消费能力较高，使得商铺租赁、广告、餐饮和免税零售等业务具有较高的盈利水平，从而保证了非航空性业务的盈利空间和现金流的稳定。

除此以外，机场企业也可以通过开展其他业务，如房地产、酒店、旅游等，来提升非航空性收入占比，从而达到增厚利润和抵抗风险的作用。由于各机场企业的非航空性业务收入统计口径不一，我们将其他业务收入也纳入非航空性业务收入，也就是营业收入中只要不属于航空性业务收入的部分都计入非航空性业务收入。值得注意的是，并不是所有的非航空性业务都可以提升公司的盈利能力，例如厦门翔业集团的营业收入中包含商品销售业务和汽车销售及维修业务产生的收入，总共约占总收入的70%，但是商品销售业务属于贸易行业，整体毛利率较低，反而拉低了公司的整体 EBITDA 利润率。因此我们会综合分析 EBITDA 利润率和非航空性业务占比等多个指标，来判断机场行业的盈利能力。

图16



注：由于公司披露口径不同，此处非航空性收入包括其他业务收入
资料来源：各公司年报，标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

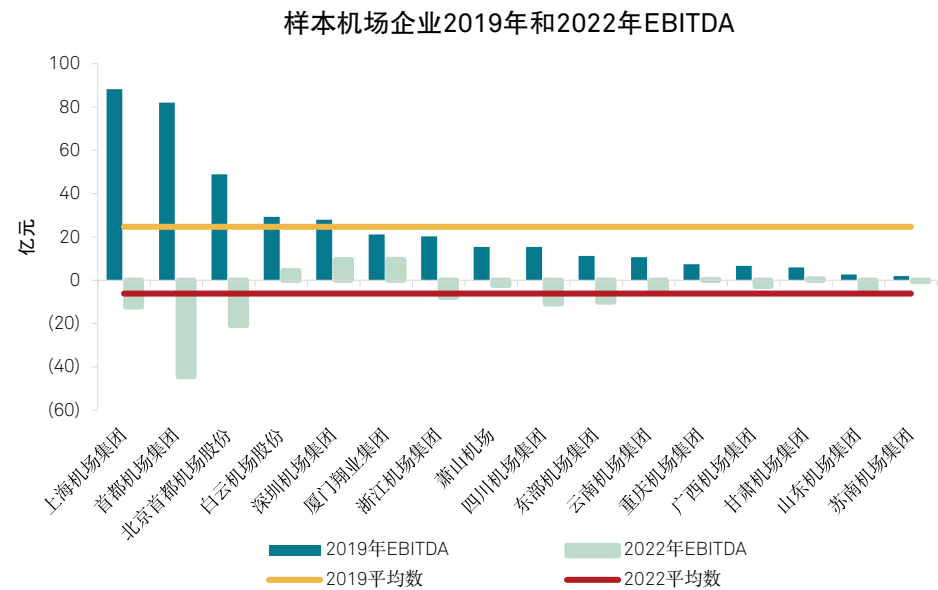
财务风险

标普信评对财务风险的分析主要关注现金流对债务的覆盖情况。考虑到机场行业属于国家重点支持行业，具有一定的公益属性，同时行业内大部分企业为省级国有企业，再融资渠道较为顺畅，因此在分析该行业的财务风险时，我们也会重点关注现金流对利息的覆盖能力。

我们通过分析机场行业的两个核心指标 EBITDA 利息覆盖倍数和净债务/EBITDA，发现机场行业的财务风险呈现较大分化。位于经济发达地区的机场企业普遍财务风险较小，一方面是因为发达的区域经济为机场企业的客流量提供了保障，从而为其带来了稳定的收入和充裕的现金流，另一方面是因为这些机场企业的设施设备相对完善，大规模的举债建设已经完成，净债务相对较少。而位于经济欠发达地区的机场则面临着相对较高的财务风险，并且较为依赖当地政府的补贴，主要是因为部分机场还有改扩建的需求，未来仍有一定的资本开支压力，同时也因为客流量较少和成本居高不下导致 EBITDA 对债务和利息的覆盖能力不够。

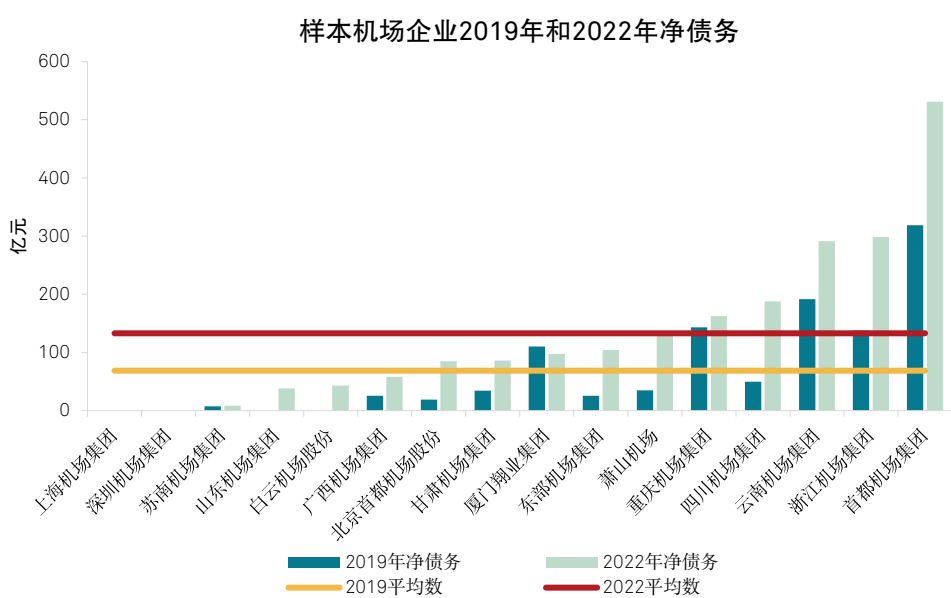
2020 年至 2022 年，样本机场企业的 EBITDA 较 2019 年大幅下降，平均净债务上升。其中，上海机场集团、首都机场集团和首都机场股份由于国际航班数量的显著减少，EBITDA 下降明显。我们预计，随着国内经济复苏和国际航线逐步恢复，大部分机场企业的 EBITDA 在 2023 年恢复到正常水平的可能性较大。部分机场受公共卫生事件影响工程延后或新的机场改扩建计划，未来的资本开支逐渐加大，杠杆率有可能进一步上升，例如浙江机场集团、首都机场集团。

图17



资料来源：Wind，标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图18

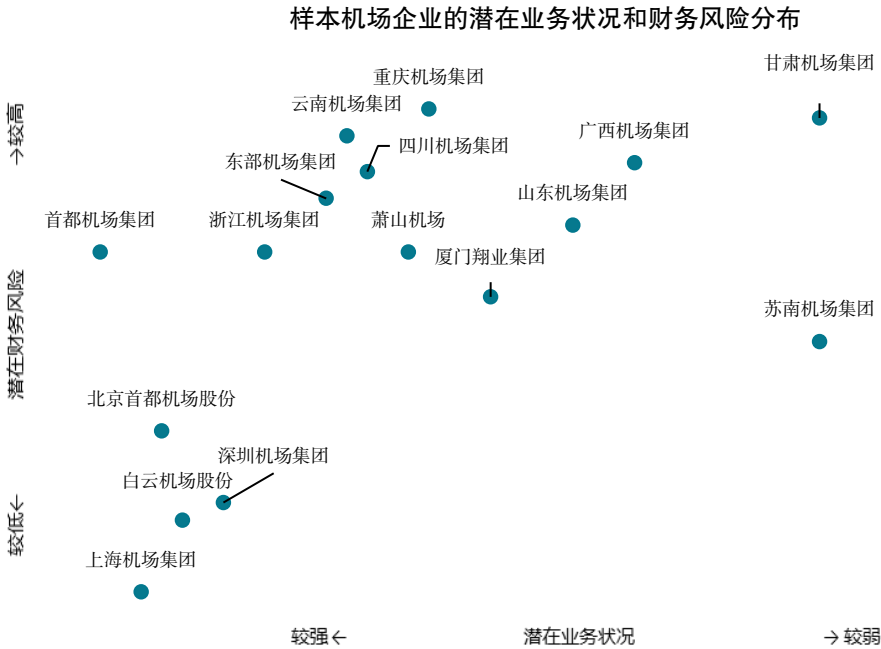


资料来源：Wind，标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了对于 16 家样本企业潜在业务状况和财务风险的评估，具体分布如下图。通常情况下，把企业业务状况评估和财务风险评估综合起来，便会形成我们评估企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出企业的个体信用状况。特别指出的是，下图中的分布结果我们是考量了企业未来的营业收入变动和资本开支水平而得出的。位于左下角的机场企业，其潜在信用质量的基准较高，如上海机场集团、北京首都机场股份、深圳机场集团和白云机场股份。

图19



资料来源：标普信评
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外部支持

在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。国内的机场企业均为国资背景，通常情况下，我们认为机场企业对于当地政府具有很高的重要性，这主要是由于机场往往是地方经济发展的重要交通基础设施，同时一个地区一般只有一家机场企业。

对于样本机场企业，我们通常认为它们能够获得极高水平的地方政府支持。政府支持反映了政府支持能力和政府支持意愿两个方面。我们认为，由于各地经济、财政、债务等因素的不同，地方政府的潜在支持能力存在一定差异，构成了影响样本企业潜在主体信用质量的重要因素。我们认为，北京、上海、广东、浙江、江苏、山东等地方政府的潜在支持能力较强。另一方面，由于地方国有机场企业在交通基础设施领域的重要地位，我们认为地方政府对于机场企业的支持意愿差异不大且较强。

附录

样本企业名单

序号	企业名称	企业简称
1	上海机场(集团)有限公司	上海机场集团
2	北京首都国际机场股份有限公司	北京首都机场股份
3	首都机场集团有限公司	首都机场集团
4	四川省机场集团有限公司	四川机场集团
5	深圳市机场(集团)有限公司	深圳机场集团
6	杭州萧山国际机场有限公司	萧山机场
7	浙江省机场集团有限公司	浙江机场集团
8	广州白云国际机场股份有限公司	白云机场股份
9	重庆机场集团有限公司	重庆机场集团
10	山东省机场管理集团有限公司	山东机场集团
11	无锡苏南国际机场集团有限公司	苏南机场集团
12	东部机场集团有限公司	东部机场集团
13	云南机场集团有限责任公司	云南机场集团
14	厦门翔业集团有限公司	厦门翔业集团
15	广西机场管理集团有限责任公司	广西机场集团
16	甘肃省民航机场集团有限公司	甘肃机场集团

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。