海航机场控股（集团）有限公司主体与2012年度第一、二期中期票据跟踪评级报告

大公报SD【2015】056号

主体信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：负面

中期票据信用

票据名称	发行规模	票据存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 海机股 MTN1	6亿元	2012.05.07-2017.05.07	AA	AA
12 海机股 MTN2	6亿元	2012.10.29-2017.10.29	AA	AA

主要财务数据和指标　　（人民币亿元）

项 目	2014	2013	2012
总资产	181.99	157.76	133.79
所有者权益	66.74	62.89	58.99
营业收入	11.81	12.52	9.95
利润总额	2.18	2.79	2.18
经营性净现金流	29.76	6.63	3.03
资产负债率（%）	63.33	60.13	55.91
债务资本比率（%）	60.32	57.67	53.33
毛利率（%）	52.51	49.48	52.53
总资产报酬率（%）	5.67	5.42	4.34
净资产收益率（%）	3.06	3.79	3.10
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	3.65	1.14	0.83
经营性净现金流/总负债（%）	28.33	7.82	5.07

评级小组负责人：王晓博
评级小组成员：滕　堃
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

海航机场控股（集团）有限公司（以下简称“海航机场控股”或“公司”）主要从事机场投资、改造以及机场管理和运营等业务。评级结果反映了机场行业发展前景良好，三亚市独特的旅游资源继续为机场客货运吞吐量增加提供有力保障，三亚凤凰国际机场（以下简称“凤凰机场”）吞吐量快速增长、航班发行正常率大幅提升，公司继续得到地方政府的大力支持，关联方应收款减少有利于运营系统性风险降低等有利因素；同时也反映了凤凰机场仍面临美兰机场的分流影响，公司营业收入及利润有所下降，有息负债规模持续增加且到期期限较为集中，期间费用影响公司盈利能力进一步提升等不利因素。

综合分析，大公对公司2012年度第一、二期中期票据信用等级维持AA，主体信用等级维持AA，评级展望调整为稳定。

有利因素

- 民航业发展上升为国家战略，随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好；
- 海南省整体经济发展良好，三亚市独特的旅游资源为机场客货运吞吐量的增加提供了有力保障；
- 凤凰机场作为国内干线机场，客货吞吐量及飞机起降架次保持较快增长，航班放行正常率大幅提升；
- 公司继续得到海南省及三亚市政府的大力支持；
- 公司与海航集团及海航集团下属子公司应收款减少有利于运营系统性风险的降低。

不利因素

- 凤凰机场仍面临来自美兰机场的分流影响，且客源来源单一、航班时刻容量仍较低；
- 2014年，受转让中川机场等4家成员机场影响，公司营业收入及利润有所下降；
- 公司有息负债规模增长较快，且到期期限较为集中，未来面临一定集中偿付压力；
- 期间费用占营业收入比重高，影响公司盈利能力的进一步提升。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年四月八日

大公保留对本期票据信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据海航机场控股 2012 年度第一、二期中期票据信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

海航机场控股于 2003 年 10 月 31 日由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）与长江租赁有限公司共同出资设立，初始注册资本 6 亿元人民币。2007 年 11 月 27 日，公司以增资扩股方式引进外资，注册资本变更为 40,820 万美元。2012 年 1 月 18 日，根据中华人民共和国商务部商资批【2012】44 号《商务部关于同意海航机场控股（集团）有限公司股权变更的批复》批准，公司股东海航集团将其持有公司 0.8%的股权转让给 Worldwide United Limited。公司于 2012 年 10 月 30 日办理完毕工商变更手续。截至 2014 年末，公司注册资本为 40,820 万美元，股东及出资情况如表 1 所示。2014 年 12 月 31 日，公司股东海航集团与海航机场集团有限公司（以下简称“海航机场集团”）签订《股权转让协议》，海航集团将公司 50.20%股权全部转让给海航机场集团，截至本报告出具日，工商变更登记手续尚在办理中。

表 1　截至 2014 年末公司股东及出资情况（单位：万美元、%）

股东名称	出资额	持股比例
海航集团有限公司	20,493.00	50.20
海南美兰国际机场股份有限公司	10,000.00	24.50
Worldwide United Limited	5,327.00	13.05
亚洲开发银行	5,000.00	12.25
合计	**40,820.00**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主营范围包括机场运营管理和国内外航空运输有关的地面服务；机场投资、机场改造；仓储（非危险品）、国内外航空运输业务的技术合作、咨询、服务，国家允许的行业、产业的投资经营。

2014 年 9 月 1 日，鉴于宏观环境变化以及甘肃省政府对航空运输发展的战略安排，公司将持有的兰州中川机场管理有限公司（以下简称“中川机场”）、嘉峪关机场管理有限公司、敦煌莫高机场管理有限公司以及庆阳西峰机场管理有限公司 100%股份转让给甘肃机场集团有限公司（以下简称“甘肃机场集团”）。截至 2014 年末，公司共下辖 3 家成员机场，分别为凤凰机场、宜昌三峡机场（以下简称“宜昌机场”）以及满洲里西郊机场。

宏观经济和政策环境

2014 年四季度我国经济继续保持平稳发展，经济增长进入“新常态”；未来短期内我国经济有望继续保持稳中有进的趋势，长期来看经济运行仍面临一定的挑战

2014 年四季度，我国经济继续保持平稳发展，GDP 同比增速为 7.3%。初步核算，2014 年，我国实现 GDP63.65 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%，同期，规模以上工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额等经济指标增速均有不同程度的下降但仍处于合理区间，经济增长进入“新常态”。同期，我国公共财政收入为 14.04 万亿元，同比增长 8.6%；政府性基金收入同比增长 3.5%。2014 年，我国实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并针对国内经济下行、财政增收困难、产业结构性矛盾突出等现象多次进行定向调整。同时，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，提升区域经济发展质量及城镇化水平。预计未来短期内我国经济将继续保持平稳运行，长期来看，产业结构调整、转型提质将继续开展，新常态下我国经济仍面临部分重点产业产能过剩、房地产持续调整及外部环境变化等不确定因素。

行业及区域经济环境

我国民航运输业快速发展带动了机场行业规模不断扩大，机场行业保持较快发展

机场行业是航空运输业重要的辅助行业，其发展与航空运输业的关联度较高，易受宏观经济波动影响，表现出一定的周期性。在运输行业中，航空运输业在我国的发展较晚，目前尚处于成长期，总体规模在交通综合运输体系中占比很小。

2014 年，我国机场主要生产指标保持平稳增长，旅客吞吐量完成 83,153.3 万人次，同比增长 10.2%。其中，国内航线完成 76,063.8 万人次，同比增长 10.1%；国际航线完成 7,089.5 万人次，同比增长 11.7%。完成货邮吞吐量 1,356.1 万吨，同比增长 7.8%。其中，国内航线完成 885.5 万吨，同比增长 6.7%；国际航线完成 470.6 万吨，同比增长 9.8%。飞机起降 793.3 万架次，同比增长 8.4%。其中：运输架次 682.4 万架次，同比增长 8.7%。

截至 2014 年末，我国共有颁证运输机场 202 个，较 2013 年末增加 9 个。其中，年旅客吞吐量在 1,000 万人次以上的机场为 24 个，较 2013 年末持平，完成旅客吞吐量占全部机场旅客吞吐量的 76.2%；北京、上海和广州三大城市机场旅客吞吐量占全部机场旅客吞吐量的 28.3%。全国各地区旅客吞吐量的分布情况是：华北地区占 16.2%，东北地区占 6.1%，华东地区占 28.9%，中南地区占 24.3%，西南地区占

16.2%，西北地区占5.7%，新疆地区占2.6%，与2013年分布情况基本保持一致。

表2　2012～2014年我国机场行业运营情况（单位：%）

指标	2014年		2013年		2012年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
旅客吞吐量（万人次）	83,153.3	10.2	75,430.9	11.0	67,977.2	9.5
其中：国内航线	76,063.8	10.1	69,085.7	10.8	62,378.8	9.2
国际航线	7,089.5	11.7	6,345.2	13.3	5,598.4	13.4
货邮吞吐量（万吨）	1,356.1	7.8	1,258.5	4.9	1,199.4	3.6
飞机起降架次（万架次）	793.3	8.4	731.5	10.8	660.3	10.4
机场数量（个）	202	-	193	-	183	-
基本建设及技术改造投资（亿元）	-	-	716.6	0.6	712.2	3.6

数据来源：2012～2014年全国机场生产统计公报

综合来看，我国民航运输业快速发展继续带动了机场行业规模不断扩大，机场行业保持较快发展。

国务院将民航业定位为战略型产业，统筹规划机场资源和建设交通一体化枢纽，未来随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好

2012年，国务院发布第一步全面指导民航业发展的文件《关于促进民航业发展的若干意见》，明确将民航业定位为战略型产业，并提出加强机场规划和建设的任务。2013年，国务院办公厅印发《促进民航业发展重点工作分工方案》，将《国务院关于促进民航业发展的若干意见》各项目标进行分解：着力把北京、上海、广州机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽，培育昆明、乌鲁木齐等门户机场，增强沈阳、杭州、郑州、武汉、长沙、成都、重庆、西安等大型机场的区域性枢纽功能；新建支线机场，统筹考虑国防建设和发展通用航空的需要，同时结合实际加快提升既有机场容量；整合机场资源，加强珠三角、长三角和京津冀等都市密集地区机场功能互补；注重机场配套设施规划与建设，配套完善旅客服务、航空货运集散、油料供应等基础设施，大型机场规划建设一体化综合交通枢纽。

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》”)。“一带一路”建设是一项系统工程，要坚持共商、共建、共享原则，积极推进沿线国家发展战略的相互对接。《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。推进建立统一的全程运输协调机制，促进国际通关、换装、多式联运有机衔接，逐步形成兼容规范的运输规则，实现国际运输便利化。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。

综合来看，国务院将民航业定位为战略型产业，统筹规划机场资源和建设交通一体化枢纽，未来随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好。

2014 年，海南省整体经济发展良好，海南岛特殊的地理位置、三亚市独特的旅游资源为机场客货运吞吐量的增加提供了有力保障

2014 年，海南省整体经济发展良好，全年实现地区生产总值 3,500.7 亿元，同比增长 8.5%。其中，第一产业增加值 809.6 亿元，同比增长 4.8%；第二产业增加值 874.4 亿元，同比增长 11.0%；第三产业增加值 1,816.7 亿元，同比增长 8.7%。三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为 23.1:25.0:51.9。

海南岛是我国第二大岛，面积为 3.39 万平方公里，占海南省陆地面积的 95.76%。作为海南省的主岛，海南岛四面环海，旅客运输以民航运输为主。海南省拥有独特的热带海岛风光以及丰厚的本土文化底蕴，温泉、热带雨林、沙滩等旅游资源丰富，旅游业是海南省最具特色和竞争力的优势产业。2014 年，海南省接待旅游过夜人数 4,789.1 万人次，同比增长 10.6%，实现旅游总收入 506.5 亿元，同比增长 13.2%。2014 年，海南省旅客周转量为 566.08 亿人公里，其中民航旅客周转量为 441.17 亿人公里，占比为 77.93%。

三亚市处于海南岛的最南端，旅游资源丰富，是海南省最重要的旅游区域。海南省以及三亚市旅客数量的稳步提高保证了当地航空运输需求的不断增长，为区域内机场的快速发展提供了有力保障。2014 年，三亚市旅游接待过夜游客 1,352.76 万人次，同比增长 10.1%。其中，国内游客 1,313.90 万人次，同比增长 11.3%；受全球经济下行压力加大影响，入境游客 38.86 万人次，同比下降 19.3%。据海口海关统计，2011 年 4 月 20 日至 2014 年 12 月 31 日，海口海关共监管三亚、海口两家免税店销售离岛免税品 1,477 万件，销售金额约 109.8 亿元，购买人数 400 万人次。2014 年 9 月，全球最大单体免税店——三亚海棠湾免税购物中心开业运营，首批进驻 267 个国际知名品牌，免税购物游成为海南旅游市场新的增长点。

预计未来 1～2 年，海南岛特殊的地理位置、三亚市独特的旅游资源，仍将为区域内机场客货运吞吐量的增加提供有力的保障。

经营与竞争

2014 年，受转让中川机场等 4 家成员机场影响，公司营业收入有所下降，但毛利率水平上升；航空及地面服务仍然是公司营业收入及毛利润的主要来源，业务结构保持稳定

2014 年，受转让中川机场等 4 家成员机场影响，公司各业务板块营业收入均出现下降，全年实现营业收入 11.81 亿元，航空及地面服务业务仍然是公司营业收入及毛利润的主要来源，业务结构保持稳定。

表 3　2012～2014 年公司营业收入及利润情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**11.81**	**100.00**	**12.52**	**100.00**	**9.95**	**100.00**
航空及地面服务	10.42	88.23	11.03	88.10	8.21	82.51
货运业务	0.82	6.94	0.86	6.87	0.97	9.75
其他	0.57	4.83	0.63	5.03	0.77	7.74
毛利润	**6.20**	**100.00**	**6.20**	**100.00**	**5.23**	**100.00**
航空及地面服务	5.23	84.35	5.12	82.58	4.16	79.54
货运业务	0.73	11.77	0.52	8.39	0.48	9.18
其他	0.24	3.88	0.56	9.03	0.59	11.28
毛利率	**52.51**		**49.48**		**52.53**	
航空及地面服务	50.19		46.42		50.67	
货运业务	89.02		60.47		49.48	
其他	42.11		88.89		76.62	

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年，公司营业收入仍主要来自凤凰机场和中川机场，两者合计营业收入占收入总额的 89.24%，随着中川机场等 4 家成员机场的转出，营业收入将主要来自凤凰机场。2014 年，随着旅客吞吐量和航班起降架次的持续上升，凤凰机场实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 6.71%。

毛利率方面，2014 年，公司毛利率为 52.51%，较 2013 年增加 3.03 个百分点。公司下辖的凤凰机场经营状况明显优于其他成员机场，中川机场等 4 家成员机场的转让使航空及地面服务业务以及货运业务毛利率水平有所提高。公司其他业务主要包括酒店、加油站等服务业务，收入规模较小，毛利率波动仍然较大。

表 4　2012～2014 年公司主要机场营业收入及占比（单位：亿元、%）

机场	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
凤凰机场	8.59	72.73	8.05	64.30	6.37	64.02
中川机场	1.95	16.51	2.52	20.13	2.03	20.40
其他	1.27	10.75	1.95	15.58	1.55	15.58
合计	11.81	100.00	12.52	100.00	9.95	100.00

注：2014 年中川机场收入为 1～8 月份营业收入。其他为宜昌机场、满洲里西郊机场 2014 年营业收入以及甘肃其他 3 家被转让机场 1～8 月份营业收入之和。
数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1～2 年，随着凤凰机场客货吞吐量的不断提高，公司营业收入将主要来源于凤凰机场，业务结构保持稳定，毛利率保持在较高水平。

2014 年，公司下辖凤凰机场作为国内干线机场，吞吐量和飞机起降架次保持较快增长；随着新航路开辟试运营，凤凰机场航班放行正常率大幅提升

2014 年，公司下辖的凤凰机场、宜昌机场以及满洲里西郊机场 3 家成员机场合计完成旅客吞吐量 1,647.51 万人次、飞机起降架次 11.54 万架次。其中，凤凰机场是国内干线机场，占地面积 463.32 公顷，跑道长 3,400 米，宽 60 米，飞行区面积 9.68 万平方米，飞行区等级为 4E 级标准。2014 年，凤凰机场完成旅客吞吐量 1,494.23 万人次，同比增长 16.1%，在我国通航机场中旅客吞吐量排名第 18 位，较 2013 年上升一个位次。

2014 年以前，由于规划原因以及周边环境的影响，凤凰机场只有 1 个主降落方向，使机场的运行能力受限制；此外，单边盲降、空军活动也对机场的空域资源产生较大制约。2014 年 1 月，海南空域优化调整方案实施，海南岛西侧和东南方向新开辟了两条民用航线，有利于减少航班延误。自 2014 年 1 月 29 日进入试运行期以来，截至 2014 年末，新航路共分流航班 1.20 万架次，使用率为 13.25%，凤凰机场航班放行正常率大幅提升，随着后续新航线使用的深化及完善，凤凰机场的航班放行率将会稳固并保持在一个良好水平。

表 5　2012～2014 年凤凰机场运营指标情况（单位：%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	数值	增长	数值	增长	数值	增长
旅客吞吐量（万人次）	1,494.23	16.1	1,286.69	13.4	1,134.34	9.5
货邮吞吐量（万吨）	7.56	20.2	6.29	19.7	5.26	8.9
起降架次（万架次）	10.21	12.6	9.07	11.4	8.15	9.5
航班放行正常率		79.53		42.07		65.73

数据来源：根据公司提供资料整理

从业务量增长情况来看，凤凰机场对公司业务量增长贡献较大，2014 年，凤凰机场旅客吞吐量、货邮吞吐量、飞机起降架次均占海航机场控股业务量的 90%以上，同比有所提高。其他小型机场旅客吞吐量增速较快，但业务规模仍然较小。

综合来看，凤凰机场作为国内干线机场，2014 年客货吞吐量及起降架次均保持快速增长，且增速进一步提高。预计未来 1～2 年，随着新航路的开辟试运营，凤凰机场业务量将继续保持较快增长。

随着主要成员机场改扩建工程的不断进行并陆续投入使用，公司未来客货运承载能力将进一步提升

2014 年，公司主要建设项目集中在凤凰机场三期改扩建工程，其中公务机停机坪西扩工程项目已基本完成施工，正在进行收尾工作，新增 9 个停机位，包括 7 个 C 类机位和 2 个 E 类机位，扩建站坪面积 4.99 万平方米。截至 2014 年末，凤凰机场主要在建项目包括光头岭一阶段搬迁工程、国际航站楼登机廊桥及配套工程、机场西区扩建工程以及国内航站楼东扩工程等，总投资额为 15.80 亿元，已完成投资额 2.25 亿元，2015～2017 年，预计投资分别为 4.00 亿元、3.00 亿元和 3.00 亿元。随着硬件设施的投入使用，凤凰机场的接待能力将逐年提高。此外，宜昌机场加大设施设备更新、节能改造力度，完成候机楼环境提升、助航灯光监控系统等 8 个项目的改造升级，使机场运行品质得到进一步提升。

预计未来 1～2 年，主要成员机场改扩建项目完成后，业务规模将进一步扩大，有利于提升公司客货运承载能力。

凤凰机场仍面临来自美兰机场分流影响，且客源来源单一、航班时刻容量仍较低

凤凰机场旅客运输仍以游客为主，客源较为单一，机场运营受当地旅游业的发展影响较大。高峰时段日均吞吐量仍超过设计能力，接待压力较大。由于目前凤凰机场航班时刻容量仅为 20 架次/时，在全国协调时机场中处于最低位置，在一定程度上仍限制了机场总体吞吐量的提升。

美兰国际机场是省会机场且距离凤凰机场较近，在旅客运输方面对凤凰机场产生一定的分流作用，在货邮吞吐量和飞机起降架次方面仍强于凤凰机场。2014 年，美兰机场实现旅客吞吐量 1,385.39 万人次，货邮吞吐量 12.11 万吨，飞机起降架次 10.59 万架，同比增速分别为 16.1%、8.3%和 12.1%，除旅客吞吐量外均比凤凰机场同期指标水平高。

2014 年，公司发展仍然享有航线补贴和税费减半等各项优惠政策的支持

从 2004 年开始，海南省政府和三亚市政府每年对营运抵离或经停海南的国际航班的国内外航空公司和包机旅行社，都给予一定的航班财政补贴。2012 年，三亚市政府继续加大航空补贴力度，在原有进出

港航空期间费补贴的基础上继续提高补贴标准，国内外航空公司及旅游包机公司执飞的港澳台地区和亚洲国家航班每起降一次补贴2万元，国内外航空公司及旅游包机公司执飞的机型为 200 座以下的洲际航班每起降一次补贴 3 万元，机型为 200 座以上的洲际航班每起降一次补贴 5 万元。夏秋航季期间，国内航空公司同比增量航班，在新增航班补贴的基础上，每起降一次增加补贴 1 万元。对在三亚基地新注册、并长期在三亚结算纳税且座位在 150 个以上的大型飞机给予每架 300 万元的财政补贴。安排航线航班扶持专项资金 1,000 万元，由凤凰机场根据航空公司具体执飞三亚航线航班营运情况和淡季对需要扶持的航线航班发放补贴。此外，还对 2013 年开通的东南亚航班给予第一年额外补贴每起降一次 4.8 万元、第二年额外补贴 2.8 万元的政策。安排机场及航管等部门起降改造和设备更新经费 1,000 万元，用于改善和扩大机场进出瓶颈。一系列政策使得凤凰机场对航空公司的吸引力提高，增加了凤凰机场航线数量，有利于凤凰机场吞吐量的提升。2014 年，公司共收到补贴资金 2.37 亿元，较 2013 年基本持平。其中机场建设费 1.58 亿元，其中凤凰机场收到 1.49 亿元；税费返还 1,115.21 万云，包机补贴 1,407.00 万元，其他各项补贴 5,342.50 万元。

总体而言，海南省政府及三亚市政府的大力支持继续为公司的发展提供了良好的政策环境。

公司治理与管理

公司设立了董事会和监事会，形成了规范的经营决策和制约机制，内部运作较为规范。公司建立并完善内部控制制度，制定了各部门职责等各项基本管理制度，完善了公司各项工作流程、业务流程，保障了公司业务运作高效、规范。由于公司原法定代表人董桂国出任海南海岛建设股份有限公司公司总裁，不再担任公司董事长，2015 年 1 月 7 日，经海南省工商行政管理局核准，公司法定代表人变更为梁军。

2014 年 9 月，公司将中川机场的等 4 家成员机场 100%股份转让给甘肃机场集团，股权转让合计价格为 7.13 亿元人民币。公司 2013 年末合并总资产为 157.76 亿元，净资产为 62.89 亿元。此次转让导致公司总资产减少 9.45 亿元,但由于转让价格以 4 家机场的净资产为基础，因此转让未对公司净资产规模产生较大影响。2014 年末，公司合并总资产为 181.9 亿元，净资产为 66.63 亿元。同时，由于本次资产转让完成后，4 家成员机场的负债相应交由甘肃机场集团承接，在一定程度上减轻了公司整体负债规模。

公司未来发展仍是以机场为主业，通过凤凰机场三期扩建项目和宜昌机场改扩建等项目的实施，逐步扩大机场规模。凤凰机场三期扩建及配套工程项目总投资计划为 60～70 亿元人民币，“十二五”期间计划投入近 20 亿元。预计建成后，凤凰机场候机楼总面积可达 9.2 万平方米，设计旅客吞吐量 2,000 万人次，将大大提高凤凰机场整体接

待能力。

公司管理方式将从管理型向投资管理型过渡，其投资并购方式将从控股为主，向控股、参股和业务托管等多方式并举转变。公司计划并购国内大中型机场，介入临空产业园区规划建设，争取周边土地增值收益，塑造航空城集成服务供应商形象；同时，投资收购国内有良好发展潜力和盈利前景的小型机场，实现对枢纽机场的分流和生产业务量快速增长；公司将积极收购有国际投资资本参股的国内优质机场资产，重点并购东南亚和欧洲地区的国外机场，积极进行国际拓展。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2014 年度财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

2014 年以来，公司资产规模保持增长，其中流动资产占比下降较大；与海航集团及海航集团下属子公司应收款的减少有利于公司系统性风险的降低

截至 2014 年末，公司资产规模保持增长，总资产为 181.99 亿元，较 2013 年末增加 24.23 亿元；资产中流动资产占比为 32.37%，较 2013 年末大幅下降 23.33 个百分点，主要是公司应收海航集团及海航集团下属子公司的其他应收款减少所致。

表 6　2012～2014 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.27	5.09	12.27	7.78	13.24	9.89
应收利息	5.11	2.81	2.38	1.51	1.76	1.32
预付款项	0.60	0.33	9.24	5.86	0.08	0.06
其他应收款	36.76	20.20	51.69	32.77	36.49	27.28
一年内到期的非流动资产	4.14	2.27	8.50	5.39	10.50	7.85
流动资产合计	**58.91**	**32.37**	**87.88**	**55.70**	**64.90**	**48.51**
固定资产	22.90	12.58	27.13	17.20	27.19	20.33
长期股权投资	71.46	39.26	24.37	15.45	13.66	10.21
无形资产	12.28	6.75	12.53	7.94	12.75	9.53
非流动资产合计	**123.08**	**67.63**	**69.89**	**44.30**	**68.89**	**51.49**
资产合计	**181.99**	**100.00**	**157.76**	**100.00**	**133.79**	**100.00**

公司流动资产以货币资金、应收利息、其他应收款和一年内到期的非流动资产为主。2014 年末，货币资金为 9.27 亿元，同比有所减少；

应收利息为 5.11 亿元，其中与关联方签订资金拆借协议而产生的应收未收利息 5.05 亿元。2013 年，凤凰机场预付 8.50 亿元收购海航集团财务有限公司（以下简称“海航财务”）23.53%股权，上述事项于 2014 年获得中国银行业监督管理委员会审批，并办理完毕工商变更登记手续，公司将 8.50 亿元预付款项转入长期股权投资核算，导致预付款项大幅减少。2014 年末，公司其他应收款为 36.76 亿元，较 2013 年末大幅减少，主要是由于公司应收海航集团及海航集团子公司账款回款情况较好，有利于公司运营系统性风险的降低。公司一年内到期的非流动资产为 4.14 亿元，主要是凤凰机场发放的委托贷款。截至 2014 年末，公司委托贷款余额 10.50 亿元，其中 4.00 亿元计入一年内到期的非流动资产，6.50 亿元委托金融机构向关联方发放的委托贷款计入持有至到期投资。

表 7　截至 2014 年末其他应收款前 5 名应收金额及账龄情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	其他应收款占比
海航集团有限公司	11.43	5 年以内	31.09
海航机场集团有限公司	11.28	3 年以内	30.69
海航实业集团有限公司	4.04	1 年以内	10.99
海航基础产业集团有限公司	3.62	2 年以内	9.85
新华空港机场服务有限公司三亚分公司	1.80	3 年以内	4.90
合计	**32.17**	**36.76**	**87.51**

公司非流动资产主要仍由固定资产、长期股权投资和无形资产构成。2014 年末，固定资产较 2013 年末减少 4.23 亿元，主要是公司转让持有的甘肃省 4 个机场子公司股权所致；长期股权投资为 71.46 亿元，同比大幅增加 47.09 亿元，主要是对海航财务投资 8.50 亿元以及对海航国际旅游岛开发建设（集团）有限公司（以下简称“海航旅游”）投资 40.00 亿元；无形资产为 12.28 亿元，主要仍为土地使用权，其中有账面价值 2.06 亿元的土地使用权被作为公司短期、长期借款的抵押物。

总体来看，公司资产规模保持稳定增长，与海航集团及海航集团下属子公司应收款的减少有利于公司系统性风险的降低。预计未来 1～2 年，随着业务的不断发展以及机场改扩建项目的实施，公司资产规模将继续增加。

资本结构

2014 年以来，公司负债规模增长较快，有息债务在负债总额中占比仍然保持较高水平，且未来到期期限较为集中

2014 年末，公司负债规模增长较快，为 115.25 亿元，同比增长 21.48%，仍以非流动负债为主，资产负债率为 63.33%，较 2013 年增加 3.20 个百分点。

公司流动负债主要以短期借款、应付短期融资券和一年内到期的非流动负债构成。2014 年末，短期借款为 10.52 亿元，较 2013 年末大幅减少 20.59 亿元；应付短期融资券为凤凰机场分别于 2014 年 3 月及 4 月发行的 5 亿元短期融资券；一年内到期的非流动负债为 13.62 亿元，其中 13.59 亿元为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要以长期借款和应付债券构成。2014 年末，长期借款规模有所减少，主要是由于 13.59 亿元长期借款转入一年内到期非流动负债；应付债券为 45.57 亿元，较 2013 年增加 24.74 亿元，主要是公司于 2014 年 3 月发行了 3 年期 5 亿元非公开定向债务融资工具、于 2014 年 12 月发行了 3 年期 5 亿元中小企业私募债券；同时，子公司凤凰机场于 2014 年 6 月发行了 3 年期 10 亿元非公开定向债务融资工具、于 2014 年 12 月发行了 5 年期 6 亿元中期票据。目前，公司一直在制定切实可行的高成本融资项目置换方案，包括直接融资及项目贷款等方式置换高成本的信托项目，进一步降低融资成本。

表 8　2012～2014 年末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	47.34	41.08	42.47	44.77	45.31	60.57
非流动负债	67.91	58.92	52.40	55.23	29.49	39.43
负债总额	**115.25**	**100.00**	**94.87**	**100.00**	**74.80**	**100.00**
有息负债合计	**101.47**	**88.04**	**85.69**	**90.31**	**67.41**	**90.13**
其中：短期借款	10.52	9.13	31.11	32.79	24.70	33.02
应付票据	1.22	1.06	-	-	-	-
应付短期融资券	10.00	8.68	-	-	9.96	13.32
一年内到期的非流动负债	13.62	11.82	3.94	4.15	5.01	6.69
长期借款	20.54	17.82	29.80	31.41	7.90	10.56
应付债券	45.57	39.54	20.83	21.96	19.85	26.53
资产负债率		**63.33**		**60.13**		**55.91**

2014 年，公司有息负债规模继续上升，在负债总额中占比仍保持较高水平。截至 2014 年末，公司有息负债为 101.47 亿元，同比增长 18.42%，有息负债占负债总额的 88.04%。根据有息债务期限结构，公司有息债务到期期限较为集中，面临一定集中偿付压力。

表 9　截至 2014 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1，2]年	(2，3]年	(3，4]年	(4，5]年	＞5 年	合计
金额	36.33	5.74	43.42	8.90	6.58	0.50	**101.47**
占比	35.80	5.66	42.79	8.77	6.48	0.49	**100.00**

2014 年末，公司所有者权益为 667.37 亿元，同比有小幅增加。截

至2014年末，公司对外担保余额为6.83亿元，对外担保比率为10.23%，主要为公司为西安曲江华平置业有限公司、海航旅游集团有限公司、上海家得利超市有限公司、海航机场集团等被担保企业提供贷款担保。

表10　截至2014年末公司对外担保情况[1]（单位：亿元）

被担保企业	担保品种	担保期限	担保总额
西安曲江华平置业有限公司	贷款	2014.11.12～2015.11.12	2.00
兰州中川机场管理有限公司	贷款	2014.03.08～2015.03.08	0.68
海航旅游集团有限公司	贷款	2014.05.21～2015.05.21	1.00
上海家得利超市有限公司	贷款	2014.12.05～2016.12.05	1.35
宜昌三峡机场有限责任公司	贷款	2013.05.13～2015.05.12	0.50
海航机场集团有限公司	贷款	2013.06.27～2016.06.27	1.30
合计	-	-	6.83

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，2014年，公司负债继续增加，发行债券规模增长较快，融资渠道多样性加大，负债规模继续增长；有息负债规模仍然较大，且未来到期期限较为集中。

盈利能力

2014年，公司营业收入有所下降，毛利率仍处于较高水平；较高的期间费用影响公司盈利能力的进一步提升，利润总额对投资收益的依赖程度仍然较大

受2014年9月转让中川机场等4家成员机场影响，公司营业收入有所下降，但毛利率同比有所上升，公司主要成员机场凤凰机场客货吞吐量稳步提升，整体经营状况保持稳定。

2014年，公司期间费用为6.06亿元，同比增长20.96%，其中财务费用增加较多，利息支出同比大幅增加，主要是公司及凤凰机场发行债券规模同比大幅增加所致。期间费用占营业收入比重为51.31%，较2013年增长11.29个百分点，较高的期间费用影响公司盈利能力的进一步提升。2014年，随着公司加大对外投资力度，投资收益同比有所增加，利润总额对投资收益依赖较强，其稳定程度仍具有一定的不确定性。公司营业外收入仍主要为政府补贴收入，2014年，公司获得中小机场补贴、民航基建贷款贴息资金等政府补助0.70亿元，是利润总额的有益补充。

[1] 截至本报告出具日，公司为兰州中川机场管理有限公司担保的0.68亿元贷款已到期，担保关系已解除。

表 11　2012～2014 年公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	11.81	12.52	9.95
营业成本	5.61	6.33	4.72
毛利率	52.51	49.48	52.53
期间费用	6.06	5.01	3.88
其中：管理费用	1.91	1.82	1.83
财务费用	3.58	2.84	1.78
投资收益	1.79	1.11	0.90
营业利润	1.55	1.77	1.72
营业外收入	0.87	1.09	0.55
利润总额	2.18	2.79	2.18
净利润	2.04	2.38	1.83
总资产报酬率	5.67	5.42	4.34
净资产收益率	3.06	3.79	3.10

预计未来 1～2 年，随着成员机场改扩建项目逐步达成，公司下属机场接待能力将逐步增强，公司盈利水平将有所提高。

现金流

公司经营性净现金流大幅度增长，对债务的保障能力有较大提升；投资性现金流出规模大幅增加，对经营性净现金流及筹资性净现金流依赖程度仍然较高

2014 年，公司经营性净现金流为 29.76 亿元，同比大幅增加，主要是由于公司转让中川机场等 4 家成员机场以及与海航集团及海航集团下属子公司之间非经营性资金往来回款较好。由于经营性净现金流大幅增加，经营性净现金流对债务的保障能力有较大程度的提升。2014 年，公司经营性净现金流/流动负债为 66.28%，经营性净现金流/总负债为 28.33%，经营性净现金流利息保障倍数为 3.65 倍。

表 12　2012～2014 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	29.76	6.63	3.03
投资性净现金流	-43.24	-19.16	-26.31
筹资性净现金流	13.87	10.07	30.42
经营性净现金流/流动负债	66.28	15.11	7.84
经营性净现金流/总负债	28.33	7.82	5.07
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	3.65	1.14	0.83

2014 年，公司机场改扩建工程进展顺利，同时对海航旅游新增投资 40.00 亿元，导致投资性现金流出规模大幅增加，投资性净现金流主要仍依靠经营性净现金流及筹资性净现金流。2014 年，投资性净现

金流和筹资性净现金流分别为-43.24 亿元和 13.87 亿元。

预计未来 1～2 年，随着在建拟建工程的不断推进，公司投资性现金流出仍将保持较大规模，其对经营性净现金流及筹资性净现金流的依赖程度仍将较高。

偿债能力

2014 年以来，由于公司加大机场改扩建工程规模，公司债务规模持续上升，有息债务规模仍然较大，应付短期融资券及应付债券规模增长较快，且有息债务未来到期期限较为集中，面临一定集中偿付压力。公司营业收入有所下降但毛利率水平有一定提高，较高期间费用水平影响了公司盈利能力的进一步提升。利润总额对投资收益依赖较强，其稳定程度仍具有一定的不确定性。政府补贴收入仍然是利润总额的有益补充。

随着我国经济平稳发展，民航运输的需求将不断增加，机场行业规模将不断扩大；国家将民航业定位为战略型产业，海南省国际旅游岛建设的推进也将继续为公司的发展提供良好的机遇和条件。随着机场改扩建工程的完工，公司成员机场承载能力将有所提升，在一定程度上有利于公司偿债能力的提升。

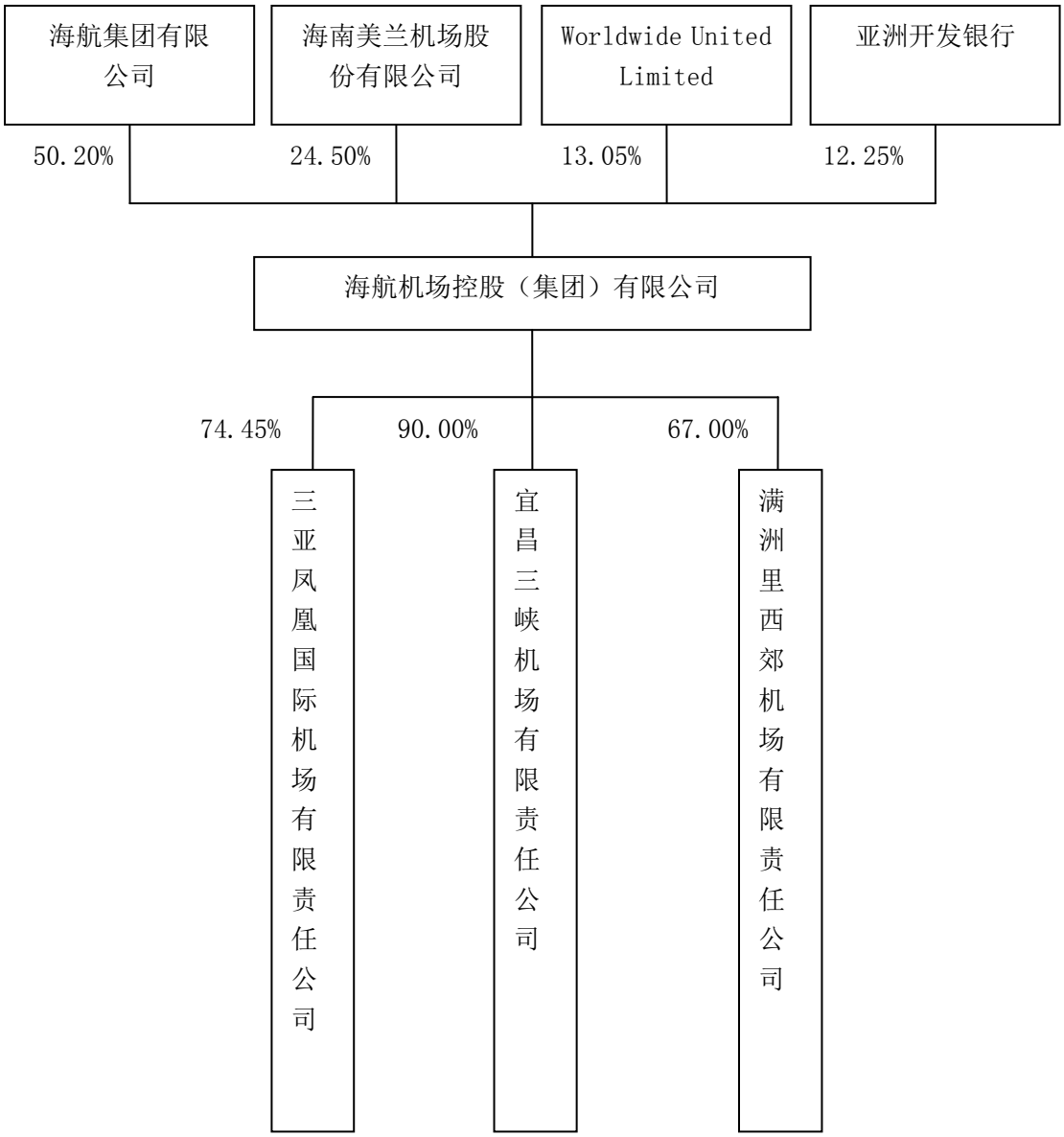
债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2015 年 1 月 7 日，公司本部无不良信贷记录。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的债务融资工具均按时还本付息。

结论

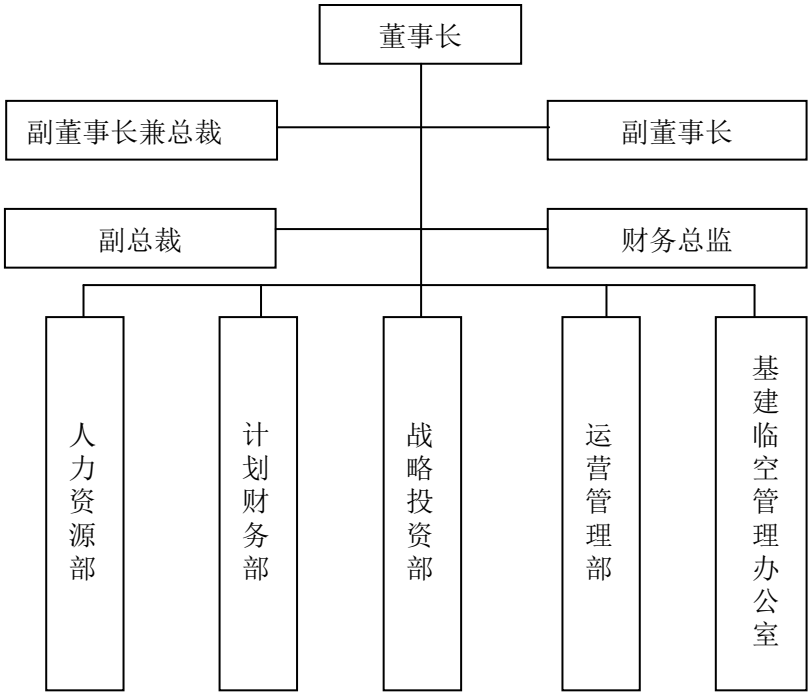
随着我国经济平稳发展，民航运输需求将不断增加，机场行业规模将不断扩大；国家将民航业定位为战略型产业，随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好；海南省国际旅游岛建设稳步推进，三亚市独特的旅游资源为机场客货运吞吐量的增加提供了有力保障；凤凰机场作为国内干线机场，客货吞吐量及飞机起降架次保持较快增长，随着新航路的开辟试运营，航班放行正常率大幅提升。同时，凤凰机场仍面临来自美兰机场竞争、客源来源单一、航班时刻容量较低，受转让 4 家成员机场影响，公司营业收入及利润有所下降。此外，公司债务规模持续增长较快，有息债务在负债总额中占比较高，未来面临一定集中偿付压力；期间费用占营业收入比较高，影响公司盈利能力的进一步提升。2014 年，公司与海航集团及海航集团下属子公司的应收款规模减小，有利于公司运营系统性风险的降低。预计未来 1～2 年，公司主要成员机场发展前景良好，业务结构不会发生较大变化，大公对海航机场控股评级展望调整为稳定。

附件 1　截至 2014 年末海航机场控股（集团）有限公司股权结构图[1]



[1] 海航集团将公司 50.20%股权全部转让给海航机场集团，截至本报告出具日，工商变更登记手续尚在办理中。

附件 2　截至 2014 年末海航机场控股（集团）有限公司组织结构图



附件 3　　海航机场控股（集团）有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2014 年	2013 年	2012 年
资产类			
货币资金	92,710	122,733	132,365
应收账款	30,026	37,542	27,977
其他应收款	367,594	516,944	364,928
预付账款	5,980	92,391	766
流动资产合计	589,077	878,759	648,963
长期股权投资	714,566	243,670	136,593
固定资产净额	228,996	271,340	271,934
在建工程	42,534	29,699	24,900
无形资产	122,820	125,290	127,474
长期待摊费用	6,537	8,190	7,317
非流动资产合计	1,230,817	698,885	688,903
总资产	1,819,894	1,577,643	1,337,866
占资产总额比（%）			
货币资金	5.09	7.78	9.89
应收账款	1.65	2.38	2.09
其他应收款	20.20	32.77	27.28
预付账款	0.33	5.86	0.06
流动资产合计	32.37	55.70	48.51
长期股权投资	39.26	15.45	10.21
固定资产净额	12.58	17.20	20.33
在建工程	2.34	1.88	1.86
无形资产	6.75	7.94	9.53
非流动资产合计	67.63	44.30	51.49
负债类			
短期借款	105,150	311,132	246,970
应付账款	1,076	6,023	593
应付职工薪酬	3,936	4,485	3,605
其他应付款	89,779	47,818	41,014
流动负债合计	473,445	424,661	453,071
长期借款	205,386	298,001	79,000
应付债券	455,728	208,341	198,452
非流动负债合计	679,079	524,048	294,918
负债合计	1,152,523	948,710	747,989

附件 3　海航机场控股（集团）有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比（%）			
短期借款	9.12	32.80	33.02
应付账款	0.09	0.63	0.08
其他应付款	7.79	5.04	5.48
流动负债合计	41.08	44.76	60.57
长期借款	17.82	31.41	10.56
应付债券	39.54	21.96	26.53
非流动负债合计	58.92	55.24	39.43
权益类			
少数股东权益	259,027	221,599	194,377
实收资本（股本）	302,015	302,015	302,015
资本公积	7,572	20,252	20,252
未分配利润	98,756	85,068	73,233
所有者权益合计	667,370	628,934	589,877
损益类			
营业收入	118,080	125,224	99,530
营业成本	56,074	63,257	47,250
销售费用	5,645	3,433	2,663
管理费用	19,117	18,236	18,325
财务费用	35,841	28,398	17,786
营业利润	15,479	17,659	17,209
投资收益	17,888	11,087	8,984
营业外收支净额	6,297	10,289	4,632
利润总额	21,775	27,948	21,841
所得税	1,338	4,104	3,559
净利润	20,437	23,844	18,282
归属于母公司所有者的净利润	13,688	11,835	13,997
占营业收入比（%）			
营业成本	47.49	50.52	47.47
营业费用	4.78	2.74	2.68
管理费用	16.19	14.56	18.41
财务费用	30.35	22.68	17.87
营业利润	13.11	14.10	17.29
投资收益	15.15	8.85	9.03
营业外收支净额	5.33	8.22	4.65

附件 3　海航机场控股（集团）有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2014 年	2013 年	2012 年
利润总额	18.44	22.32	21.94
净利润	17.31	19.04	18.37
归属于母公司所有者的净利润	11.59	9.45	14.06
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	297,635	66,299	30,326
投资活动产生的现金流量净额	-432,352	-191,554	-263,072
筹资活动产生的现金流量净额	138,692	100,716	304,248
财务指标			
EBIT	103,146	85,542	58,031
EBITDA	116,679	101,150	73,317
总有息负债	1,014,664	856,908	674,142
毛利率（%）	52.51	49.48	52.53
营业利润率（%）	13.11	14.10	17.29
总资产报酬率（%）	5.67	5.42	4.34
净资产收益率（%）	3.06	3.79	3.10
资产负债率（%）	63.33	60.13	55.91
债务资本比率（%）	60.32	57.67	53.33
长期资产适合率（%）	109.39	164.97	128.44
流动比率（倍）	1.24	2.07	1.43
速动比率（倍）	1.24	2.07	1.43
保守速动比率（倍）	0.20	0.29	0.29
存货周转天数（天）	1.77	1.75	1.86
应收账款周转天数（天）	103.00	94.18	95.44
经营性现金净流/流动负债（%）	66.28	15.11	7.84
经营性现金净流/总负债（%）	28.33	7.82	5.07
经营现金流利息保障倍数（倍）	3.65	1.14	0.83
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.26	1.48	1.58
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.43	1.74	2.00
现金比率（%）	19.58	28.90	29.21
现金回笼率（%）	79.29	93.35	93.47
担保比率（%）	10.23	2.07	13.55

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产–存货）/ 流动负债
16. 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
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 5　　中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。