信用等级公告

联合[2018] 2093 号

联合资信评估有限公司通过对厦门航空有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门航空有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 厦门航空 MTN001”、“16 厦门航空 MTN002”、“16 厦门航空 MTN003”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

厦门航空有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 厦门航空 MTN001	13.00 亿元	2019/08/17	AAA	AAA
16 厦门航空 MTN002	16.00 亿元	2021/10/21	AAA	AAA
16 厦门航空 MTN003	18.00 亿元	2019/11/22	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 27 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.49	5.04	2.40	4.68
资产总额(亿元)	356.80	416.24	398.65	414.01
所有者权益(亿元)	119.36	140.08	163.26	174.70
短期债务（亿元）	77.05	89.11	41.88	32.89
长期债务(亿元)	99.67	125.80	127.28	139.24
全部债务(亿元)	176.72	214.91	169.19	172.13
营业收入(亿元)	199.64	218.85	261.21	72.34
利润总额(亿元)	16.69	21.13	27.82	6.47
EBITDA(亿元)	46.14	49.17	58.33	--
经营性净现金流(亿元)	46.47	45.10	36.96	9.39
营业利润率(%)	18.17	16.76	12.51	11.88
净资产收益率(%)	10.16	10.95	13.04	--
资产负债率(%)	66.55	66.36	59.05	57.80
全部债务资本化比率(%)	59.69	60.54	50.89	49.63
流动比率(%)	21.82	17.40	25.10	29.31
经营现金流动负债比(%)	35.32	31.63	36.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.83	4.37	2.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.87	7.74	8.94	--

注：其他流动负债和长期应付款中有息部分已调入全部债务；2015 年财务数据为追溯调整后数据；2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

文 中　历 剑

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

厦门航空有限公司（以下简称“公司”）作为中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）下属的重要航空运输企业，在航线资源、运营能力及外部支持等方面具备显著优势。跟踪期内，公司运力持续增长，航线网络进一步完善，营业收入快速增长。同时，联合资信也关注到，跟踪期内国际油价持续上涨，公司存在一定集中兑付压力且有息债务中美元债务受汇率波动影响较大，未来资本支出压力较大等因素可能对公司带来的不利影响。

跟踪期内，国民经济发展和居民收入增加，国家各项政策性补贴等专项支持，为中国民航运输业发展提供了有力保障。民航局放开部分航线自主定价权，燃油附加费重新收取，市场化改革利好政策为公司发展提供了良好的外部环境。随着运力投放、航线网络的拓展，公司有望逐步提升其在民航系统的竞争实力。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，“16 厦门航空 MTN001”、“16厦门航空MTN002”、“16厦门航空MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，民航局放开部分航线自主定价权，燃油附加费重新收取，市场化改革利好政策为公司发展提供了良好外部环境。
2. 跟踪期内，公司航空运输主业发展态势良好，运营指标持续增长，收入增长较快。
3. 跟踪期内，公司权益规模有所增长，债务负担有所下降。

关注

1. 受油价上涨等因素影响，公司营业利润率有所下降。
2. 跟踪期内，公司短期债务规模仍较大，存

在一定集中兑付压力；未来投资规模大，
存在较大外部融资需求。

声　明

一、本报告引用的资料主要由厦门航空有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门航空有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门航空有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围均未发生变化，截至 2018 年 3 月底公司注册资本和实收资本均为 80.00 亿元，中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）为公司实际控制人。

截至 2018 年 3 月底，公司本部内设飞行部、飞机维修工程部、客运营销委员会、运行指挥部、空中乘务部、配餐部、货运部等 20 个职能部门；下辖福州、杭州、北京、天津、湖南、泉州六个分公司，并表子公司共 8 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 398.65 亿元，所有者权益 163.26 亿元（含少数股东权益 7.67 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 261.21 亿元，利润总额 27.82 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 414.01 亿元，所有者权益 174.70 亿元（含少数股东权益 7.51 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 72.34 亿元，利润总额 6.47 亿元。

公司注册地址：厦门市湖里区埭辽路 22 号；法定代表人：车尚轮。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评公司存续期内债券包括“16厦门航空MTN001”“16厦门航空MTN002”“16厦门航空MTN003”，债券余额合计47.00亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
16 厦门航空 MTN001	13.00	2016/08/17	3 年
16 厦门航空 MTN002	16.00	2016/10/21	5 年
16 厦门航空 MTN003	18.00	2016/11/22	3 年

资料来源：联合资信整理

上述债券募集资金均用于补充公司营运资金，均已于2016年按指定用途全部使用完毕；跟踪期内，公司已按时足额支付利息。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行

为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进

供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 民航运输行业

根据中国民用航空局发布的《2017 年民航行业发展统计公报》显示，2017 年民航行业完成旅客周转量 9513.04 亿人公里，同比增长 13.5%，增速较上年下降 1.5 个百分点。其中国内航线完成旅客周转量 7036.53 亿人公里，同比增长 13.2%，增速较上年提升 1.5 个百分点；国际航线完成旅客周转量 2476.51 亿人公里，同比增长 14.6 %，增速较上年下降 11.2 个百分点，国际航线运量在经历连续三年的高速增长后，增速明显放缓。

航线网络方面，截至 2017 年底，我国共有定期航班航线 4418 条，较上年增加 624 条，按重复距离计算的航线里程为 1082.9 万公里，同比增长 17.80%；按不重复距离计算的航线里程为 748.3 万公里，同比增长 17.88%。飞机引进方面，截至 2017 年底，民航全行业运输飞机在册架数 3296 架，比上年底增加 346 架。

2017 年，中国南方航空股份有限公司、中国国际航空股份有限公司、中国东方航空股份有限公司可用座公里（ASK）合计同比增长 8.51%，低于收入客公里（RPK）9.47%的增速。2017 年，上述三家航空公司正班客座率 81.50%，较上年提升 0.71 个百分点；全行业正班客座率为 83.2%，同比提高 0.5 个百分点。2017 年，国内航线供需关系较为合理，票价指数保持在较高水平；国际航线运力投放过快情况有所改观，票价指数止跌企稳。

自 2017 年 4 月，中国民用航空局（以下简称“民航局”）《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航 2017 年 18 号文）正式实施。其中国内航线起降费整体提高 10%左右、安检费提高 40%至 50%、停场费提高 5%至 10%、客桥费提高 100%，出租类业务定价市场化、一类机场地服收费市场化、二类机场地服基础服务收费标准提高 20%左右。起降及停机费用占航空公司航空业务成本的 15%左右，收费标准上调后，航空公司成本有所提升，对其盈利能力有一定影响，但影响整体可控。

2017 年 12 月、2018 年 1 月，民航局、国家发改委下发《民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》（民航发【2017】145 号、146 号），进一步放开航空公司对部分航线经济舱的自主定价权。民航局价改频率加快，未来市场化趋势明显。对行业整体而言，在全行业运力持续上升以及需求旺盛的背景下，机票价格上限的逐步放开将更加有利于全行业收入规模的提升，基于四大航航线资源的比较优势，其运营效率有望提升。

2015 年国家发改委联合民航局下发的《关于调整民航国内航线旅客运输燃油附加与航

空煤油价格联动机制基础油价的通知》提出，将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格，由之前每吨 4140 元提高到每吨 5000 元。由于油价下跌，燃油附加费于 2015 年 2 月停收。2017 年以来油价快速上涨，2018 年 6 月多家航空公司恢复燃油附加费的收取。

总体看，跟踪期内民航业市场化改革政策频出，主要运营指标持续增长，行业发展良好。

2. 区域经济环境

公司总部基地位于厦门市、并在福州市设有分公司，运营航线中厦门及福州始发或转机的航空客货运输占比较高，福建省经济的发展水平对公司业务有一定影响。福建省地处东海之滨，面对台湾、毗邻港澳，地处长江三角洲和珠江三角洲之间，周边发达地区的强势经济促进福建经济快速发展。

根据《2017年福建省国民经济和社会发展统计公报》，2017年，福建省全年实现地区生产总值32298.28亿元，比上年增长8.1%；三次产业结构进一步优化为7.6：48.8：43.6。全年人均地区生产总值82976元，比上年增长7.1%。全年进出口总额11590.78亿元，比上年增长12.0%。其中，出口7114.08亿元，增长4.1%；进口4476.70亿元，增长27.5%。进出口顺差2637.38亿元。新设外商直接投资企业2041家，比上年下降13.3%。实际利用外商直接投资573.17亿元（折85.77亿美元），增长8.2%。

2017年，福建省全年接待入境游客775.41万人次，比上年增长13.9%。其中，接待外国人292.87万人次，增长15.3%；台湾同胞313.27万人次，增长17.2%；港澳同胞169.26万人次，增长6.1%。在入境旅游者中，过夜游客691.74万人次，增长13.1%。国际旅游外汇收入75.88亿美元，增长14.5%。全年接待国内旅游人数37534.06万人次，增长21.6%；国内旅游收入4570.77亿元，增长30.8%。旅游总收入5083.10亿元，增长29.2%。

截至2017年底，福建省公路通车里程108011.61公里，比上年增长1.2%；其中海西高速公路网通车里程5227.75公里，增长4.1%。铁路营业里程3187.1公里，下降0.3%。全省共有颁证民用航空机场6个，与上年持平。福建省全年货物周转量为6785.16亿吨公里、旅客周转量1086.22亿人公里，同比分别增长11.7%和10.0%；其中民航货物、旅客周转量增幅最大，较上年分别增长27.2%、22.3%。

2017年，福建省一般公共预算收入4603.85亿元，比上年增长7.2%，其中，地方一般公共预算收入2808.70亿元，增长8.7%；一般公共预算支出4719.29亿元，增长9.9%。全省国税总收入（含海关代征）2942.2亿元，增长19.1%；地税系统组织各项收入2429.19亿元，剔除营改增因素可比增长13.3%。

总体看，跟踪期内，福建省经济持续较快发展，交通基础设施不断完善，民航货物、旅客总周转量增幅较大，公司外部发展环境好。

六、基础素质分析

作为南航股份重要的子公司，公司在飞行员培训、业务拓展等方面获得母公司大力支持，南航股份派出机长直接参与公司运行，并接收公司副驾驶到南航股份积累飞行经验，帮助公司有效缓解飞行驾驶人员紧张的局面。

公司长期获得国家及地方政府的财政补助，主要包括支线航空补贴、国际航空补贴、节能减排补贴、客货运航线新开补贴、安全建设补贴等。2017 年公司获得政府补助财政拨款 8.47 亿元，其中航线补贴 7.88 亿元，其他补贴 0.59 亿元，均计入“其他收益”科目。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G1035020600024830A），截至 2018 年 5 月 24 日，公司无关注类、不良/违约类信贷信息；存在 3 笔已结清欠息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍为航空客货运输，其中航空客运业务收入占主营业务收入的90%以上，其余主要为货运货邮及相关收入。

2017 年，公司实现营业收入 261.21 亿元，同比增长 19.36%；其中航空客运收入 230.60 亿元，同比增长 19.72%，主要受益于运力投放及商旅客运输量增长共同所致。2017 年公司货运货邮及其他主营业务相关（主要是燃油附加）收入同比均有所增长，分别实现收入 5.87 亿元和 17.42 亿元；同期其他业务收入 7.32 亿元，主要包括酒店、旅游等相关衍生业务。公司营业成本主要由人力成本、燃油成本及起降费成本构成，2017 年分别为 37.62 亿元、55.13 亿元和 28.36 亿元，同比均有所增长，其中燃油成本增速较大系当期油价上涨所致。2017 年公司主营业务毛利率同比下降 3.25 个百分点至 13.97%，主要系油价上行、当期新开通航线致使相关人力成本及部分机场起降费调增所致。2017 年，公司综合毛利率同比下降 2.50 个百分点至 14.55%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 72.34 亿元，占 2017 年全年收入 27.69%，其中航空客运业务实现收入 63.27 亿元；受其他业务毛利率较低影响，当期综合毛利率为 12.02%。

总体看，跟踪期内公司主营业务稳定向好，受益于运力投放及商旅客运量增加影响，收入持续增长；毛利率受油价、人工及起降费增加影响有所下降。

表 2　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	**212.11**	**96.83**	**17.22**	**253.89**	**97.20**	**13.97**	**70.41**	**97.33**	**13.76**
航空客运	192.61	87.93	--	230.60	88.28	--	63.27	87.46	--
货运货邮	4.63	2.11	--	5.87	2.25	--	1.45	2.00	--
其他	14.87	6.79	--	17.42	6.67	--	5.69	7.87	--
其他业务收入	**6.95**	**3.17**	**11.37**	**7.32**	**2.80**	**28.22**	**1.93**	**2.67**	**9.35**
合 计	**219.06**	**100.00**	**17.04**	**261.21**	**100.00**	**14.55**	**72.34**	**100.00**	**12.02**

资料来源：公司提供

注：公司无单独经营的货运飞机，无法明确区分航空客运及货运货邮业务的成本及毛利率。

2. 业务经营分析

航空业务

跟踪期内，受益于公司航线布局的日趋完善、运力持续稳定提升以及旅游及商旅等需求增加影响，2017 年公司可用座公里 554.86 亿座公里，同比增长 15.06%；2017 年公司运输总周转量为 49.88 亿吨公里，同比增长 24.30%（同期行业运输总周转量同比增长 12.60%）；其中旅客和货物周转量分别为 502.46 亿人公里和 5.56 亿吨公里，同比分别增长 23.87%和 28.11%。同期，公司旅客和货邮运输量分别为 3176.40 万人和 25.82 万吨，同比分别增长 17.84%和 7.67%。

从运营效率指标看，2017 年公司日均飞行小时 9.15 小时/日、正班客座率 79.90%、正班运载率 67.50%，同比均有所增长，但均低于全行业平均水平（同期全行业上述指标均值分别为 9.49 小时/日、83.20%和 73.50%），系公司定位中高端旅客，未低价追求高客座率所致。

2018 年 1~3 月，公司运营保持增长态势，完成运输总周转量 13.76 亿吨公里，占 2017 全年运输总量的 27.59%；旅客运输量和货邮运

输量分别为 837.30 万人和 6.53 万吨，同比分别增长 12.87%和 6.35%；可用座公里 151.31 亿座公里。运营指标方面，与 2017 年相比，公司当期正班客座率无变化，飞机日均飞行小时有所增长，正班运载率略有下降，运行效率仍弱于行业平均水平。

表 3　公司主营业务运营情况（合并口径）

运营指标	单位	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
可用座公里/ASK	亿座公里	478.12	554.86	151.31
运输总周转量	亿吨公里	40.13	49.88	13.76
旅客周转量	亿人公里	405.63	502.46	139.62
旅客运输量	万人	2695.60	3176.4	837.3
货邮周转量	亿吨公里	4.34	5.56	1.52
货邮运输量	万吨	23.98	25.82	6.53
日均飞行小时	小时/日	8.96	9.15	9.27
正班客座率	%	76.32	79.90	79.90
正班运载率	%	65.12	67.50	66.10

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新开通的航线包括厦门-墨尔本、厦门-温哥华、厦门-胡志明、福州-沙巴、福州-纽约等；截至 2018 年 3 月底，公司已构建了以厦门、福州、杭州为核心，覆盖全国、辐射东南亚东北亚、连接港澳台地区、通达欧洲、大洋洲的航线网络，已开通航线 333 条，其中内地航线 261 条、国际及地区航线 72 条，每周执行航班 3280 班（按航班号计算）；累计安全飞行 453.66 万小时。

跟踪期内，公司引进飞机合计 31 架（其中经营租赁引进 4 架、融资租赁引进 27 架）；退出飞机 3 架；截至 2018 年 3 月底，公司拥有飞机 165 架（不包含河北航空 23 架、江西航空 7 架）。从机型看，B737-700 型 10 架、B737-800 型 139 架、B757-200 型 4 架、B787-8 型 6 架、B787-9 型 6 架；从取得方式看，自购飞机 58 架、融资租赁 25 架、经营租赁 82 架；公司飞机平均机龄 5.26 年，成新率较高，相对较低的维修保养支出有助于成本控制。

2018 年 4~12 月以及 2019 年，公司计划分别引进飞机 10 架和 12 架，合计支出（包括已签订订单的分期款、计划新增预付款）约 45.00 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目总投资 65.58 亿元，已完成投资 13.30 亿元，尚需投资 52.28 亿元；拟建项目总投资 77.89 亿元，已投资 0.80 亿元，尚需投资 77.09 亿元。其中投资规模较大项目主要包括翔安新机场基地、厦航总部大厦、福州林浦办公基地和厦门源泉飞行乘务出勤基地项目。2018 年 4~12 月、2019 年和 2020 年，公司拟分别投资 12.30 亿元、19.00 亿元和 24.77 亿元。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	截至 2018 年 3 月底工程进展情况	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	2018 年 4~12 月拟投资	2019 年拟投资	2020 年拟投资
厦门高崎生产基地扩建	幕墙施工	14.96	3.23	1.00	0.50	2.00
厦航总部大厦	主体施工	28.53	4.04	2.00	3.00	4.00
厦门源泉飞行乘务出勤基地	桩基施工	10.28	4.23	1.60	3.00	2.00
泉州基地扩建项目	桩基施工	2.58	0.18	0.70	0.60	0.60
福州长乐新住勤楼	主体施工	1.66	0.27	0.40	0.50	0.40
福州新货运中心	主体施工	1.8	0.55	0.30	0.50	0.40
福州长乐新配餐楼	主体施工	2.04	0.27	0.30	0.50	0.60
杭州基地 B 地块	土方施工	3.73	0.53	0.80	1.00	1.00
在建项目小计		**65.58**	**13.30**	**7.10**	**9.60**	**11.00**
翔安新机场基地	--	60.00	0.00	5.00	7.00	12.00
福州林浦办公基地	--	12.26	0.00	0.10	0.80	0.80
重庆基地	--	4.66	0.80	0.10	0.80	0.80

厦门翔安生活基地公建	--	0.97	0.00	0.00	0.80	0.17
拟建项目小计		**77.89**	**0.80**	**5.20**	**9.40**	**13.77**
合 计		**143.47**	**14.10**	**12.30**	**19.00**	**24.77**

资料来源：公司提供

其他业务

公司其他主营业务收入主要来源于燃油附加收入；2017 年及 2018 年一季度，公司其他主营业务收入分别为 17.42 亿元和 5.69 亿元，同比分别增长 17.15%和 37.44%，主要系公司新增开国际航线收取的客运及货运燃油附加费所致。2018 年 6 月 5 日起，公司调整国内航线旅客燃油附加费收取标准，成人每人每次收取 10 元，公司未来收入将有所增长。

公司其他业务收入主要是依托航空主业，大力发展富有航空特色的酒店、旅游及相关产业，主要由全资子公司厦门航空酒店管理有限公司、厦门航空文化传媒有限公司和控股子公司厦门航空假期有限公司、香港厦航假期有限公司和澳门厦航假期有限公司运营；2017 年及 2018 年一季度分别实现收入 7.32 亿元和 1.93 亿元，同比分别增长 8.61%和 29.53%。

总体看，跟踪期内，公司运力持续增加、航线布局进一步完善，主要运营指标整体向好；其他业务持续向好，是公司收益的有效补充；国内航线旅客燃油附加费的重新收取有望促进公司未来收入持续增长。未来飞机引进及在建拟建项目资金需求较大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月，公司合并范围子公司合计 8 家（附件 1-3）；跟踪期内新并表子公司 2 家，其资产及收入规模均较小，对公司财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

公司所属的航空运输业属于资本密集型行业，飞机是公司经营所需的主要设备，因此公司固定资产占资产总额的比重较大，资产结构总体呈现出非流动资产占比高的特点。2017 年底，公司资产总额 398.65 亿元，同比下降 4.23%，主要系在建工程降幅较大所致；构成仍以非流动资产为主，占比 93.65%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**24.81**	**5.96**	**25.31**	**6.35**	**26.92**	**6.50**
货币资金	5.04	1.21	2.40	0.60	4.62	1.12
应收账款	3.39	0.81	3.29	0.83	3.66	0.88
预付款项	5.07	1.22	5.34	1.34	6.21	1.50
其他应收款	6.17	1.48	4.43	1.11	3.38	0.82
存货	3.71	0.89	4.16	1.04	4.42	1.07
其他流动资产	1.11	0.27	5.68	1.42	4.57	1.10
非流动资产	**391.43**	**94.04**	**373.34**	**93.65**	**387.09**	**93.50**
可供出售金融资产	4.69	1.13	5.99	1.50	12.61	3.05
固定资产	235.00	56.46	249.97	62.70	265.18	64.05
在建工程	133.16	31.99	96.75	24.27	88.69	21.42
无形资产	10.63	2.55	10.94	2.74	10.85	2.62
资产总额	**416.24**	**100.00**	**398.65**	**100.00**	**414.01**	**100.00**

资料来源：审计报告及财务报表

2017 年底，公司流动资产 25.31 亿元，同比增长 2.02%。公司货币资金 2.40 亿元，同比下降 52.17%，系公司偿还银行借款、超短期融资券到期兑付所致；其中银行存款占比 99.99%。公司应收账款 3.29 亿元，同比下降 2.77%，主要为境内外航空公司及行业协会的应收款项；1 年以内款项占比 92.27%，账龄短。公司预付账款 5.34 亿元，同比增长 5.29%，主要为预付土地款、基建款、预付国际订座运营费。其他应收款 4.43 亿元（计提坏账准备 247.84 万元），同比下降 28.14%，主要系收到上年机位转让款所致。存货 4.16 亿元，同比增长 12.22%，系公司机队规模扩大导致航材消耗件增加所致。其他流动资产 5.68 亿元，同比增长 411.73%，主要系预交税款和待抵扣税项大幅增长所致。

2017 年底，公司非流动资产 373.34 亿元，同比下降 4.62%，系在建工程和投资性房地产下降所致；非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司可供出售金融资产 5.99 亿元，同比增长 27.77%，系公司所持中航信股权增值所致；投资性房地产 0.73 亿元，同比下降 70.40%，系公司将原租给子公司的房产调入固定资产所致。公司固定资产 249.97 亿元（包含尚未取得产权证明固定资产 13.25 亿元），同比增长 6.37%，构成以自有飞机、发动机和发动机替换件（占比 43.98%），融资租入飞机、发动机和发动机替换件（占比 41.70%）为主，其中 7 架自有飞机和发动机因抵押担保受到限制，占比 5.12%。公司在建工程 96.75 亿元，同比下降 27.34%，主要系购买飞机及发动机转入固定资产、飞机购买权转让所致；构成主要为波音公司未交付飞机、杭州基地、厦门基地扩建等。公司无形资产 10.94 亿元，同比增长 2.86%，主要为土地使用权（占 93.50%）。

2018 年 3 月底，公司资产总额 414.01 亿元，较上年底增长 3.85%，其中非流动资产占比 93.50%，构成较上年底变化不大；公司受限资产合计 12.72 亿元，占总资产比重 3.07%。

总体看，公司资产规模略有下降，构成仍以固定资产和在建工程为主，符合行业特点；公司受限资产规模小，整体资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 163.26 亿元，同比增长 16.55%，主要系盈余公积和未分配利润增加所致；构成以实收资本（占 51.42%）、未分配利润（占 22.73%）和盈余公积（占 15.49%）为主；所有者权益稳定性一般。2018 年 3 月底，公司所有者权益 174.70 亿元，较上年底增长 7.01%，系其他综合收益和未分配利润增长，结构与上年底基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，受收入增长影响，盈余公积和未分配利润的增加带动公司所有者权益有所增长，但权益稳定性一般。

负债

2017 年底，公司负债合计 235.39 亿元，同比下降 14.76%，主要系公司归还银行借款及兑付超短期融资券所致；受此影响，公司债务结构发生变化，流动负债占比下降至 42.84%，非流动负债占 57.16%。

2017 年底，公司流动负债 100.84 亿元，同比下降 29.26%，主要系公司兑付超短期融资券导致其他流动负债大幅下降。公司短期借款 22.54 亿元，同比大幅增长 282.11%，主要由银行信用借款（占比 96.05%）构成。应付账款 29.11 亿元，同比增长 12.73%，主要构成为飞机发动机的设备购置及修理款项、起降服务费、油料款、航材款、电脑订座费等；其中 1 年以内款项占比 84.50%，账龄短。其他应付款 11.15 亿元，同比增长 21.49%，主要系应付暂借款和代收民航基础设施建设基金增加所致。一年内到期的非流动负债 19.33 亿元，同比增长 0.54%，主要为一年内到期的长期借款和长期应付款；其他流动负债 12.27 亿元，同比下降 83.08%，系超短期融资券均到期兑付所致。

2017 年底，公司非流动负债 134.55 亿元，

同比增长 0.71%；长期借款 2.84 亿元，同比下降 54.88%，其中抵押贷款占比 93.31%；应付债券 46.96 亿元，系公司于 2016 年发行的“16 厦门航空 MTN001”、“16 厦门航空 MTN002”和“16 厦门航空 MTN003”。公司长期应付款 77.48 亿元，同比增长 6.71%，均为飞机融资租赁款，已调入长期债务核算。

2018 年 3 月底，公司负债合计 239.30 亿元，较 2017 年底增长 1.66%，主要系公司融资租赁引进两架飞机导致长期应付款增长所致。受此影响，公司非流动负债占比增至 61.63%。

表 6　公司债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	89.11	41.88	32.89
长期债务	125.80	127.28	139.24
全部债务	214.91	169.19	172.13
长期债务资本化比率	47.31	43.81	44.35
全部债务资本化比率	60.54	50.89	49.63
资产负债率	66.36	59.05	57.80

资料来源：审计报告及财务报表
注：其他流动负债和长期应付款中有息部分已调整入全部债务。

从有息债务看，2017 年底，公司全部债务 169.19 亿元，同比下降 21.29%，系超短期融资券全部到期兑付所致；短期债务和长期债务分别占比 24.77%和 75.23%，债务结构仍以长期债务为主。2018 年 3 月底，公司全部债务 172.13 亿元，较上年底增长 1.75%，系新增飞机融资租赁所致；债务结构变动很小。从有息债务到期分布看，2018 年 4~12 月、2019 年和 2020 年公司需分别偿还 28.23 亿元、46.92 亿元和 14.31 亿元，存在一定集中兑付压力。2018 年 3 月底，公司外币债务合计折人民币 38.77 亿元，均为美元债务，存在较大汇兑风险。

从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别下降至 59.05%、43.81%和 50.89%。2018 年 3 月底，公司长期债务资本化比率略有增长至 44.35%，资产负债率和全部债务资本化比率均分别下降至 57.80%和 49.63%。

总体看，跟踪期内，受超短期融资券到期兑付影响，公司债务负担有所下降，但存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 261.21 亿元，同比增长 19.36%；营业成本 228.03 亿元，受油价上涨等因素影响同比增长 25.61%；受此影响，当期营业利润率下降至 12.51%。

2017 年，公司期间费用 28.53 亿元，同比下降 6.19%，主要系汇率波动致使当期汇兑净损失由正转负所致；公司期间费用占营业收入比重为 10.25%，同比下降 2.78 个百分点。2017 年公司资产处置收益 11.65 亿元，主要是公司飞机购买权转让收益；其他收益 8.47 亿元，系原计入“营业外收入”的航线补贴调入所致；受此影响，当期营业外收入降至 1.59 亿元，主要是逾期票证、飞行员转会及罚没收入等。

表 7　公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年
营业收入	218.85	261.21
资产处置收益	3.84	11.65
其他收益	--	8.47
营业利润	7.61	26.27
营业外收入	13.76	1.59
利润总额	21.13	27.82
营业利润率	16.76	12.51
总资本收益率	5.46	7.64
净资产收益率	10.95	13.04

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

受当期净利润增长较快影响，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别增长 2.18 个和 2.09 个百分点至 7.64%和 13.04%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 72.34 亿元，资产处置收益和其他收益分别为 1.90 亿元和 1.54 亿元；实现利润总额 6.47 亿元，净利润 4.83 亿元；营业利润率 11.88%。

总体看，跟踪期内，公司经营发展良好，营业收入快速增长，但油价上涨等因素压缩了公司航空主业利润空间；同时汇兑损益、政府补贴以及资产处置收益等对利润形成较大补充；公司整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流主要是主营航空业务收支、政府补助以及相关政策性基金等各类代扣代缴收支。2017年，公司经营活动现金流入328.27亿元，同比增长20.52%，系主营航空业务发展良好，销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；经营活动现金流出291.31亿元，同比增长28.17%，系支付人工成本、起降费等购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。受经营活动现金流出增速较快影响，当期公司经营活动净现金流36.96亿元，同比下降18.04%；当期现金收入比111.42%，较上年略有下降。

表 8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	272.37	328.27
经营活动现金流出量	227.28	291.31
经营活动净现金流	45.10	36.96
现金收入比	112.03	111.42
投资活动净现金流	-77.76	36.67
筹资活动净现金流	27.64	-76.08

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017年，公司投资活动现金流入71.95亿元，同比增长161.86%，主要系飞机购买权转让等处置固定资产和其他长期资产收回的现金增长所致；投资活动现金流出35.28亿元，同比下降66.47%，主要是当期支付飞机发动机、基建代垫款等有所减少所致；投资活动净现金流36.67亿元，由负转正。

2017年公司筹资活动前现金流量净额72.63亿元，资金压力小；当期筹资活动现金流入61.47亿元，同比下降67.54%；当期偿还债务支付的现金106.83亿元，支付飞机融资租赁款及相关利息21.82亿元；筹资活动现金流出137.55亿元；筹资活动净现金流-76.08亿元。

2018年1~3月，公司经营活动净现金流9.39亿元，现金收入比108.12%，略有下降但仍维持较好水平；投资活动净现金流6.89亿元，筹资活动净现金流-14.14亿元，系当期偿还到期银行贷款支付融资租赁租金导致。

总体看，跟踪期内受油价上涨等因素影响，经营活动净现金流规模有所下降；飞机购买权的较大规模转让致使当期投资活动净现金流由负转正；筹资活动以偿还本息为主。

6. 偿债能力

2017年底，公司流动比率和速动比率分别增长至25.10%和20.97%，2018年3月底上述指标进一步增长至29.31%和24.50%；公司经营现金流动负债比增长至36.65%。2018年3月底，公司现金类资产4.68亿元，是同期短期债务的0.14倍；短期支付压力较大。考虑到公司航空运输业较强的经营获现能力，有助于缓解短期支付压力。

2017年，公司EBITDA增长至58.33亿元；受当期短期债务降幅较大影响，公司全部债务/EBITDA下降至2.90倍；EBITDA利息倍数增长至8.94倍。公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司银行授信额度合计 436.41 亿元，已使用 56.60 亿元，尚未使用额度 379.81 亿元；公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 0.31 亿元，担保比率 0.19%，为公司对其半自费飞行学员培训费助学贷款的担保，公司对外担保余额小，或有负债风险低。

十、存续债券偿债能力分析

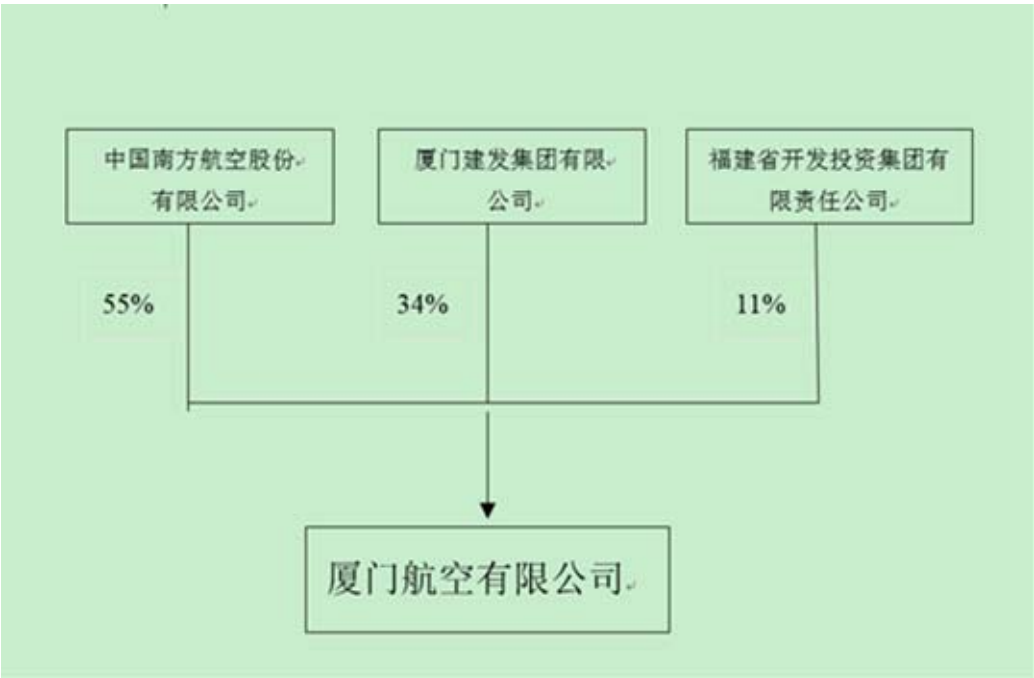
截至2018年3月底，联合资信所评公司存续期债券“16厦门航空MTN001”“16厦门航空MTN002”“16厦门航空MTN003”债券余额合计47.00亿元；其中“16厦门航空MTN001”和“16厦门航空MTN003”将于2019年到期，即公司单年最高偿还本金31.00亿元。2017年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对债券余额的覆盖倍数分别为1.24倍、6.98倍和0.86倍，对单年最高偿还金额的覆盖倍数分别为1.88倍、10.59倍、1.19倍；整体覆盖程度较高。未来随着公司航空业务客运量及货运量的持续增长，公司盈利能力及经营活动现金流入量规模将持续增长，对公司存续

期债券保障能力不断提升。整体看，上述存续期债券本息到期偿付安全性高。

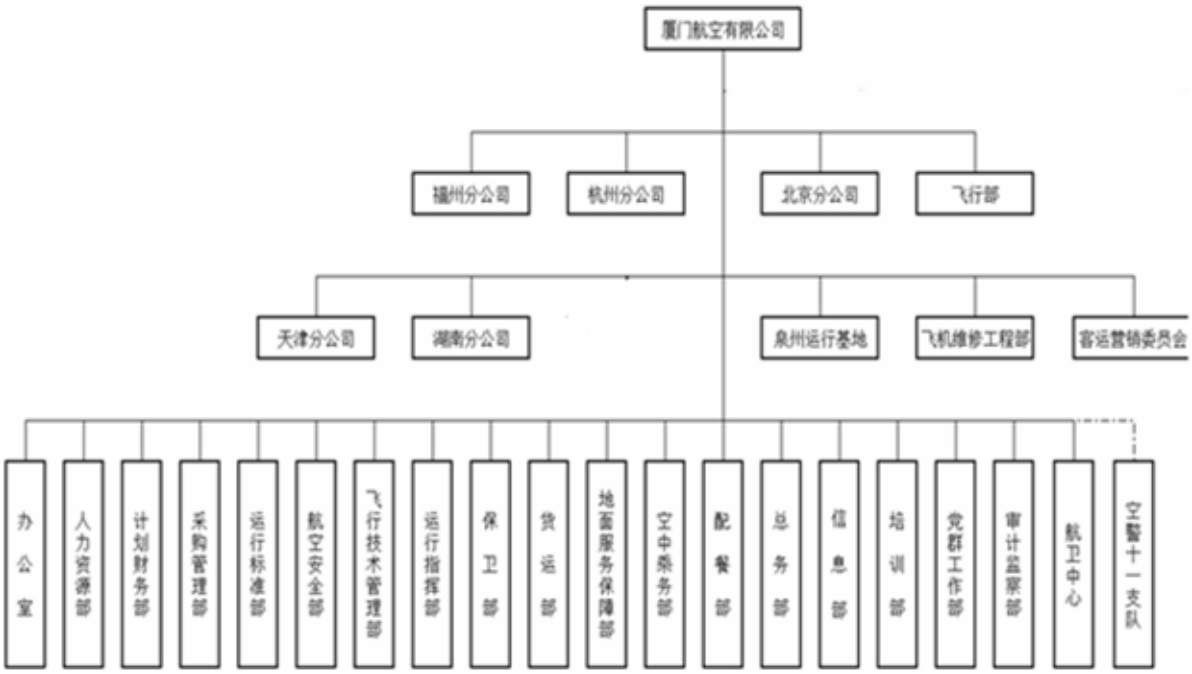
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“16厦门航空MTN001”、“16厦门航空MTN002”、“16厦门航空MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　2018 年 3 月底合并范围子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
厦门航空器材有限公司	厦门	贸易	854.00	100.00
厦门航空酒店管理有限公司	厦门	酒店管理	2100.00	100.00
厦门航空国际旅行社有限公司	厦门	旅游业	800.00	51.00
香港厦航假期有限公司	香港	旅游业	848.00 万港元	90.00
河北航空有限公司	石家庄	航空运输	260000.00	99.47
江西航空有限公司	南昌	航空运输	200000.00	60.00
澳门厦航假期有限公司	澳门	旅游服务	180.00 万澳门元	51.00
厦门航空文化传媒有限公司	厦门	文化、体育和娱乐业	500.00	100.00

资料来源：审计报告、公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.49	5.04	2.40	4.68
资产总额(亿元)	356.80	416.24	398.65	414.01
所有者权益(亿元)	119.36	140.08	163.26	174.70
短期债务(亿元)	77.05	89.11	41.88	32.89
长期债务(亿元)	99.67	125.80	127.28	139.24
全部债务(亿元)	176.72	214.91	169.19	172.13
营业收入(亿元)	199.64	218.85	261.21	72.34
利润总额(亿元)	16.69	21.13	27.82	6.47
EBITDA(亿元)	46.14	49.17	58.33	--
经营性净现金流(亿元)	46.47	45.10	36.96	9.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	57.53	66.50	78.18	--
存货周转次数(次)	49.06	50.75	57.96	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.57	0.64	--
现金收入比(%)	113.97	112.03	111.42	108.12
营业利润率(%)	18.17	16.76	12.51	11.88
总资本收益率(%)	5.60	5.46	7.64	--
净资产收益率(%)	10.16	10.95	13.04	--
长期债务资本化比率(%)	45.51	47.31	43.81	44.35
全部债务资本化比率(%)	59.69	60.54	50.89	49.63
资产负债率(%)	66.55	66.36	59.05	57.80
流动比率(%)	21.82	17.40	25.10	29.31
速动比率(%)	19.20	14.80	20.97	24.50
经营现金流动负债比(%)	35.32	31.63	36.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.83	4.37	2.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.87	7.74	8.94	--

注：其他流动负债和长期应付款中有息部分已调入全部债务；2015 年财务数据为追溯调整后数据；2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。