

海航集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级:	AA ⁺ 级
08 海航债信用等级:	AA ⁺ 级
09 海航债信用等级:	AA ⁺ 级
13 海航债信用等级:	AA ⁺ 级
评级时间:	2014 年 6 月 27 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

海航集团有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2014]100279】

存续期间 2008年公司债券:6年期15亿元人民币,2008年12月25日-2014年12月24日
2009年公司债券:10年期13亿元人民币,2009年12月24日-2019年12月23日
2013年公司债券:7年期11.5亿元人民币,2013年4月15日-2020年4月15日

	本次		前次		首次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
09 海航债:	AA+/稳定/AA	2014年6月	AA+/稳定/AA	2013年6月	AA/稳定/AA	2009年7月
08 海航债:	AA/稳定/AA+	2014年6月	AA/稳定/AA+	2013年6月	AA/稳定/AA	2008年8月
13 海航债:	AA+/稳定/AA+	2014年6月	AA+/稳定/AA+	2013年6月	AA+/稳定/AA+	2012年7月

主要财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
金额单位:人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	1731.05	2124.42	2661.84
总负债	1378.15	1673.86	2091.54
刚性债务	1151.10	1408.21	1798.32
其中:应付债券	28.00	88.78	160.53
所有者权益	352.90	450.56	570.30
营业收入	321.01	456.77	544.17
净利润	9.38	11.11	15.52
经营性现金净流量	74.38	145.88	92.06
EBITDA	76.31	106.95	127.92
资产负债率[%]	79.61	78.79	78.57
权益资本与刚性债务比率[%]	30.66	32.00	31.71
流动比率[%]	112.47	102.09	114.27
现金比率[%]	60.18	47.05	46.23
利息保障倍数[倍]	1.36	1.40	1.44
净资产收益率[%]	3.15	2.76	3.04
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	6.62	9.56	4.89
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-26.60	-11.39	-11.91
EBITDA/利息支出[倍]	1.84	2.15	1.91
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.08

注:根据海航集团经审计的2011~2013年财务数据整理、计算。

跟踪评级观点

2013年海航集团业务仍保持较快增长,资产和收入规模明显上升,但业务毛利率下滑,主业盈利能力进一步弱化,依靠大幅增长的投资收益和营业外收入等实现利润的增长。尽管公司经营性现金净流入有所减少,但总体看经营性现金流对短期债务的保障程度仍较高,现金偿付能力依然较强。

- 2013年海航集团继续通过较大力度的投资实现业务规模的较快增长,资产规模及收入水平均有明显上升。
- 2013年尽管海航集团经营环节现金净流入有所减少,但规模仍较大,且货币资金存量较充足,能够为债务偿付提供必要保障。
- 海航集团主业盈利能力欠佳,2013年多个主业板块毛利率出现明显下滑,盈利能力进一步弱化。利润实现和增长对投资收益的依赖加大,公司经营业绩易受宏观经济变动及资本市场波动影响。
- 尽管2013年海航集团资产负债率略有下降,但目前负债经营程度依然较高,且银行借款等刚性债务负担较重。
- 海航集团的持续大规模并购使其面临较大的整合压力。
- 海航集团关联企业众多,关联资金往来较复杂。

分析师

李兰希 张悦

上海市汉口路398号华盛大厦14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照海航集团有限公司(以下简称“海航集团”、该公司或公司)2008年、2009年及2013年公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据海航集团提供的经审计的2013年财务报表及相关经营数据,对海航集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2008年12月,国家发展和改革委员会发改财金[2008]3290号文《国家发展改革委关于海航集团有限公司发行2008年公司债券核准的批复》,同意该公司发行6年期15亿元人民币债券。公司于2008年12月发行了待偿还余额为15亿元人民币的2008年公司债券(简称“08海航债”),期限为6年,即将于2014年12月到期。

2009年12月,国家发展和改革委员会发改财金[2009]3093号文《国家发展改革委关于海航集团有限公司发行2009年公司债券核准的批复》,同意该公司发行10年期13亿元人民币债券。公司于2009年12月发行了待偿还余额为13亿元人民币的2009年公司债券(简称“09海航债”),期限为10年,目前尚未到期。

2013年4月,国家发展和改革委员会发改财金[2013]703号文《国家发展改革委关于海航集团有限公司发行2013年公司债券核准的批复》,同意该公司发行7年期不超过11.5亿元人民币债券。公司于2013年4月发行了待偿还余额为11.5亿元人民币的2013年公司债券(简称“13海航债”),期限为7年,目前尚未到期。

此外,该公司多家下属子公司也发行了债务融资工具。截至2014年5月末,公司及合并范围内子公司公开发行的待偿还债券本金余额为173.8亿元人民币。

图表 1. 公司公开发行的待偿还债券情况

	发债企业	债券简称	发行 额度 (亿 元)	发行 期限 (年)	发行 利率	发行日期
短期 融资 券	天津航空有限责任公司	14 津航空 CP001	5	1	6.40%	2014 年 2 月
	天津航空有限责任公司	14 津航空 CP002	4	1	6.10%	2014 年 2 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	14 凤凰 CP001	5	1	7.00%	2014 年 3 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	14 凤凰 CP002	5	1	6.80%	2014 年 4 月
	小计		19			
中 期 票 据	海航商业控股有限公司	12 海航商 MINI	9	3	7.80%	2012 年 3 月
	海航机场控股(集团)有限公司	12 海机股 MINI	6	5	6.80%	2012 年 4 月
	海航机场控股(集团)有限公司	12 海机股 MIN2	6	5	7.00%	2012 年 10 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	12 凤凰 MINI	7	5	5.07%	2012 年 11 月
	小计		28			
企 业 债 券	海航集团有限公司	08 海航债	15	6	7.28%	2008 年 12 月
	海航集团有限公司	09 海航债	13	10	7.60%	2009 年 12 月
	海航资本控股有限公司	12 海资债	15	7	8.51%	2012 年 5 月
	海航集团有限公司	13 海航债	11.5	7	6.60%	2013 年 4 月
	海航旅业控股(集团)有限公司	13 旅业债	10	5	7.31%	2013 年 12 月
	海航酒店控股集团有限公司	14 海航酒店债	6	5+2	8.60%	2014 年 3 月
	海航资本控股有限公司	14 海资债	8	5+2	8.00%	2014 年 4 月
	小计		78.5			
公 司 债 券	亿城股份集团有限公司	09 亿城债	7.3	5	8.50%	2009 年 11 月
	西安民生集团股份有限公司	12 民生债	6	3	5.70%	2013 年 3 月
	渤海租赁股份有限公司	13 渤租债	35	3+2	6.00%	2013 年 8 月
	小计		48.3			
合计			173.8			

资料来源：海航集团（截至 2014 年 5 月末）

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，“海航集团—产业集团—成员企业”的三级管理架构也无重大调整。

2013 年，该公司因投资新设及股权收购等原因新增合并子公司 16 家，因股权转让及关闭等原因不再纳入合并范围的子公司 9 家，年末纳入合并报表范围的子公司为 416 家。

(二) 业务运营

2013年，全球宏观经济环境仍较为复杂，我国的经济增速回落中趋稳，产业结构性风险有所上升，区域结构性风险仍存在。同年，在经济增速下降以及政府限制三公经费的影响下，国内公商务需求减少，加上高铁对短途航空运输客源的分流作用，航空运输行业经营压力有所加大。但2013年我国航空运输业整体仍保持了平稳增长的发展态势，随着民航运力的提高，当年航空客货运量均实现了增长。2013年10月，中国民航局和国家发改委联合下发《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》，加大了航空公司票价自主权，未来国内民用航空运输业的市场化竞争将加剧。在旅游业方面，2013年我国旅游业总体保持较快发展，国内旅游市场和出境旅游市场增长较快，但入境旅游市场有小幅下降。旅游业的繁荣带动了酒店行业的发展，但餐饮业受政府消费减少影响仍较低迷。在商业零售行业方面，居民收入水平的提高及消费升级继续推动了行业发展，但国内消费增速放缓、零售业变革加快、电商对实体零售的冲击以及政府限制三公消费使得商业零售行业经营压力有所加大。在房地产方面，2013年以来，政府对房地产市场的调控未出现显著放松，但政策实施趋势有所放缓，新颁布的“新国五条”并未对行业整体的调控带来进一步的影响，加上刚性需求释放因素，房地产经营压力有所下降，然而，经过连续多年的宏观调控，目前房地产企业仍面临较大的存货去化压力，整体去杠杆效果欠佳，负债率水平仍较高，其对自身债务的保障能力尚未得到有效改善。

2013年该公司实现营业总收入560.08亿元，同比增长19.53%，主要为营业收入，另外金融业务实现了一定的利息收入、手续费及佣金收入。2013年公司营业收入为544.17亿元，同比增长19.13%。其中，航空运输、商业零售、旅游服务、物流运输、金融服务、房地产业、酒店餐饮和机场服务分别实现营业收入161.07亿元、121.21亿元、81.59亿元、63.52亿元、38.54亿元、32.47亿元、19.82亿元和12.70亿元；此外，其他收入13.26亿元，主要来自文化产业、网络信息等业务。除房地产业务收入有较大幅减少外，其他业务板块收入均呈不同程度增长，其中，物流运输业务收入增幅达63.10%，航空运输和旅游服务收入增幅也达30%以上。但是，房地产、物流运输及金融服务等业务毛利率均有明显下滑，导致公司2013年整体营业毛利略有减少，综合毛利率较上年降低5.02个百分点至24.03%

(如图表 2 所示)。

图表 2. 2013 年公司主业经营情况

业务板块	收入 (亿元)	收入增幅 (%)	毛利 (亿元)	毛利增幅 (%)	毛利率 (%)	毛利率增加 (百分点)
机场服务	12.70	19.34	6.03	18.08	47.48	-0.51
航空运输	161.07	32.54	26.61	9.70	16.52	-3.44
房地产业	32.47	-41.07	10.45	-57.46	32.18	-12.39
酒店餐饮	19.82	13.95	11.06	-3.07	55.84	-9.80
旅游服务	81.59	48.99	13.47	165.59	16.51	7.25
商业零售	121.21	11.33	27.72	20.96	22.87	1.82
物流运输	63.52	63.10	16.06	12.70	25.28	-11.31
金融服务	38.54	3.59	15.50	-29.38	40.23	-18.78
其他	13.26	7.57	3.86	21.72	29.14	3.39
营业收入	544.17	19.13	130.78	-1.45	24.03	-5.02

注：根据海航集团提供的数据整理、绘制

在航空运输业务方面，截至 2013 年末，该公司下属的航空企业包括北京首都航空有限公司（简称“首都航空”）和天津航空有限责任公司。其中，首都航空下属金鹿航空有限公司仍是亚太地区最大的公务机公司。2013 年末，公司共拥有飞机¹139 架、航线 413 条；当年共完成运输总周转量 22.88 亿吨公里，其中客运周转量 244.32 亿人公里、货邮周转量 12830.6 万吨公里。当年航空运输收入的大幅增长主要得益于机队规模的扩大及航线的丰富。

在机场服务业务方面，2013 年该公司旗下机场无变化，年末仍控股 11 家机场，包括三亚凤凰国际机场、宜昌三峡机场、兰州中川机场、敦煌莫高机场、满洲里西效机场等。2013 年公司控股机场完成机场起降 26.57 万架次，同比增长 11.59%；旅客吞吐量和货邮吞吐量分别达 3287.07 万人次和 43.19 万吨，同比分别增长 13.97% 和 13.57%。

在旅游服务业务方面，截至 2013 年末该公司共拥有大新华运通国际旅行社有限公司、北京凯撒国际旅行社有限责任公司、香港康泰旅行社有限公司及 aberdeen tours 等 31 家全资及控股旅行社。随着我国旅游业整顿的推进，行业运行更为规范，加上居民消费升级

¹ 为公司列入固定资产的飞机数据，非运营飞机数据。由于本年度航空运输业务数据统计口径有所调整，导致部分数据与以前年度评级报告数据差异较大。

及人民币升值等因素带动了国民旅游热情，2013 年我国旅游业发展较快。当年公司接待旅游总人数为 197.61 万人次，同比约增长 23%；并且旅游产品定价也有一定上升，毛利率有所提高，当年旅游服务业务收入同比增幅达 48.99%。

在酒店餐饮业务方面，2013 年该公司加大了酒店业务投资力度，截至 2013 年末公司纳入合并范围自营酒店共 21 家，较上年末增加 4 家；其中，五星级酒店 7 家，四星级酒店 4 家。公司自营酒店共拥有客房 5291 间，全年总接待人数 191.84 万人次，分别较上年增长 40.68% 及 33.84%；当年酒店平均入住率为 58.95%，由于部分酒店运营时间较短，尚不成熟，当年酒店入住率有所下滑。此外，2013 年 4 月，公司以 2.34 亿欧元获得西班牙 NH 酒店 20% 的股份，成为其第二大股东，未来公司还将与其合作在大中华区成立合资酒店。在餐饮业务方面，2013 年我国餐饮业仍较低迷，公司餐饮收入下滑 13.38% 至 5.09 亿元，且人均消费的大幅下降也拉低了业务毛利率水平。2013 年公司酒店餐饮业务收入增长 13.95%，相对于 2012 年收入下滑 16.18% 的业绩水平有了显著提升，但受部分新运营酒店仍未实现盈利及餐饮业务继续下滑影响，公司酒店餐饮业务板块毛利有小幅下降。

在房地产业务方面，2013 年该公司完成了海口望海国际广场、三亚海阔天空·学苑一期、第一物流生活服务区、天津大集-慈航康乐园等 7 个房地产开发项目，全年房地产销售面积为 49 万平方米，约较上年增长 49%；年末公司预收款项达 65.67 亿元，较 2012 年末增长 47.29%，主要即为预收房款；但当年结转收入较少。2013 年末还在开发或即将启动的房产项目包括海口海航城一期、海航国际广场、海南大厦、海航豪庭、三亚海航城二期、儋州迎宾馆、深圳海航城一期、上海海航大厦、北京国兴城、大连 YOHO 湾等共计 35 个项目，其中海南省海口地区项目 12 个、海南省除海口地区外项目 13 个、省外项目 10 个。公司中短期内房地产开发项目较多，存在一定资金压力。公司土地资源储备较丰富，其中大部分位于海南省内，海南省经济发展和国际旅游岛建设规划的实施为该项业务提供了较大的发展空间，但也使得公司房地产业务易受到海南省经济发展及区域房地产市场波动的影响。2013 年公司在海南省内东方市和陵水县分别购置了 100 亩商业服务业用地和 76.24 亩商业设施用地，此外还在天津购置了 295 亩商业住宅用地，土地储备进一

步增加。

在商业零售业务方面，2013 年该公司对一些经营不善的门店进行关闭或转让，并对现有门店进行停业装修改造，截至 2013 年末，公司全资或控股的商业公司共 16 家，商业营业面积为 126.31 万平方米，较上年末有所减少；同时，公司调整经营策略，缩小自营、合营面积，增加出租面积，以提高收益水平，年末自营面积 54.66 万平方米，合营面积 26.54 万平方米，出租面积 45.10 万平方米。2013 年电子商务对实体商业冲击继续加大，但公司通过多种措施提高单位面积营收，在实现业务收入规模增长的同时，还提高了业务毛利率，当年该业务板块毛利增幅达 20.96%。

在金融服务业务方面，目前该公司金融业务主要包括租赁及信托两大业务，其中租赁业务主要包括飞机租赁和基础设施项目租赁等。在租赁业务方面，公司的飞机租赁业务主要由长江租赁、扬子江租赁、海航香港²等子公司具体经营，截至 2013 年末，公司在手合同机队规模 182 架，已交付 168 架，已起租资产 302.83 亿元。公司基础设施项目租赁业务主要有渤海租赁开展，截至 2013 年末，渤海租赁已起租资产达 505.51 亿元，应收融资租赁款总额为 250.71 亿元，2013 年渤海租赁实现营业收入 63.76 亿元、营业利润 14.52 亿元，分别同比大幅增长 55.86% 和 92.57%。在信托业务方面，业务经营主体为渤海信托，截至 2013 年末，信托资产规模达 1881.79 亿元，当年实现营业收入 10.06 亿元、营业利润 6.67 亿元，分别同比增长 43.10% 和 29.26%，资本利润率 17.16%，加权年化信托报酬率 0.60%。

在物流运输业务方面，该公司下属的集装箱租赁业务经营主体为 Seaco，Seaco 是全球领先的集装箱公司之一，拥有近百万 TEU 的标准集装箱，2013 年 Seaco 实现营业收入 30.89 亿元，净利润 6.16 亿元，出租资产规模达 148.46 亿元，近三年集装箱平均出租率达 96.27%。另外，2013 年公司将海航物流有限公司纳入合并，其主营业务为物流代理业务，当年并表收入约 24 亿元，使公司物流运输业务收入大幅增长。

为了支持航空运输和机场业的发展，国家和地方出台了多项政

² 本段涉及的业务主体长江租赁、扬子江租赁、海航香港、渤海租赁、Seaco、渤海信托，全称分别为长江租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司、海航集团（香港）有限公司、渤海租赁股份有限公司（股票代码：000415）、Seaco、渤海国际信托有限公司。

策，给予航空及机场企业一定的财政补贴及税收优惠。该公司积极与地方政府建立合作关系，区域总部管理模式建立后，公司与地方政府的合作得到进一步加强。2013 年公司合计获得了 8.32 亿元的补贴收入，较上年增长 52.69%，其中航空航线各类补贴 4.15 亿元、机场各类项目补贴 0.20 亿元、行业扶持补贴 0.30 亿元、地方政府补贴 1.45 亿元、税费返还 0.85 亿元、经营亏损补贴 0.45 亿元。

（三）财务质量

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2013 年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。公司执行《企业会计准则（2006 版）》。

随着业务规模的扩张以及合并范围的扩大，2013 年末该公司资产总额及负债总额分别增至 2661.84 亿元和 2091.54 亿元，分别较上年末增长 25.30% 和 24.95%，年末资产负债率为 78.57%，较上年略有降低，但负债经营程度依然偏高。

在债务结构方面，2013 年末该公司流动负债为 832.87 亿元，占负债总额的 39.82%，主要由短期银行借款（含一年内到期的长期借款）、其他应付款、预收款项、应付账款和应付票据构成，占比分别为 63.32%、9.14%、7.89%、7.31% 和 6.62%。在这些流动负债中，除其他应付款略有减少外，其余均有所增长。其中，预收款项增幅最大，达到 47.29%，主要是预售房款的增加；短期银行借款为 527.41 亿元，增幅也较大，达到 26.37%；而应付账款和应付票据仅小幅增长。2013 年末公司非流动负债为 1258.67 亿元，占负债总额的 60.18%，主要包括长期借款、应付债券和长期应付款等，占比分别为 78.80%、12.75% 和 4.15%。其中，2013 年应付债券大幅增长 80.82% 至 160.53 亿元，主要系公司及多家子公司发行公司债券及中期票据等中长期债券导致；长期应付款主要为因融资租入飞机等资产而形成的融资租赁款，2013 年末较上年大幅增长 76.65% 至 52.24 亿元。2013 年末公司刚性债务为 1798.32 亿元，较上年末增长 27.70%，占负债总额的 85.98%，面临较大的偿债压力。

该公司资产仍以非流动资产为主，2013 年末非流动资产为 1710.13 亿元，占资产总额的 64.25%，主要由固定资产、投资性房地产、长期股权投资、长期应收款和在建工程构成，占比分别为

46.19%、14.44%、11.53%、11.18%和 6.28%。其中，固定资产较上年末增长 33.27%至 789.87 亿元，主要为下属航空公司飞机等航材及金融板块飞机、发动机及船舶等租赁资产的增加；在建工程较上年末增长 41.31%至 107.39 亿元，主要为在安装设备等投入增多所致。其他主要非流动资产科目也均有所增长，但增幅相对较小。2013 年末公司流动资产为 951.72 亿元，占资产总额的 35.75%，其中存货、货币资金、预付款项、一年内到期的非流动资产、其他应收款和应收账款占比分别为 38.02%、37.49%、5.50%、5.42%、5.27%和 4.67%。其中，存货大幅增长 56.77%至 361.82 亿元，主要系在建房产项目成本增加导致，其中公司当年并入的房地产开发企业亿城投资集团股份有限公司（上市公司，简称“亿城投资”，000616）年末存货余额约 74 亿元；货币资金增长也较明显，年末达 356.81 亿元；此外，当年新增的 51.61 亿元一年内到期的非流动资产主要是金融租赁业务形成的即将到期的融资租赁款由长期应收款转入。随着这些资产的较快增长，2013 年公司流动资产增幅较大，年末流动比率和速动比率分别为 114.27%和 64.54%，分别较上年末提高 12.18 个百分点和 3.62 个百分点，现金比率略有下降至 46.23%，现金资产对短期债务的覆盖程度依然较高。

2013 年，除房地产业务外，其他各主业板块收入规模均实现增长，当年该公司营业收入同比增长 19.13%至 544.17 亿元（加上利息、手续费及佣金收入的营业总收入同比增长 19.53%至 560.08 亿元）。但公司综合毛利率有所下降，至 24.03%，主业中金融服务、物流运输、房地产及酒店餐饮等业务的毛利率均有较明显下滑。因期间费用率较高，2013 年达 26.24%，公司主业盈利能力弱。在其他经营收益方面，2013 年公司公允价值变动收益为 6.76 亿元，主要来自投资性房地产；投资收益为 20.75 亿元，其中长期股权投资处置收益 10.04 亿元，长期股权投资持有收益 6.08 亿元，各类金融资产处置收益 2.88 亿元，均较上年有明显增长；此外，公司还实现了少量汇兑净收益。得益于较大规模的其他经营收益，2013 年公司实现营业利润 15.32 亿元，基本较上年持平；营业利润率为 2.82%，较上年下降了 0.49 个百分点。此外，2013 年公司获得营业外收入 14.14 亿元，大幅增长 109.86%，主要包括政府补贴、合并利得及资产处置利得。在此影响下，当年公司实现净利润 15.52 亿元，同比增长 39.75%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.71%

和 3.04%，均有一定提高。总体上看，2013 年公司主业盈利能力进一步弱化，公司依靠大幅增长的投资收益、营业外收入及公允价值变动收益实现了利润的增长。

2013 年该公司营业收入现金率上升至 104.49%，但房地产项目开发投入较大，且其他与经营活动有关的现金收支由前两年的净流入转为净流出，加上公司金融业务的客户贷款支出较大，使得当年经营活动产生的现金净流量同比减少 36.90% 至 92.06 亿元。总体看，公司经营环节现金净流入规模依然较大，对即期债务的保障水平仍较高。同期，尽管公司股权处置收回了较多资金，但因固定资产投资及股权投资力度仍较大，当年投资活动现金净流出基本保持在上年水平，为 316.23 亿元。在经营活动现金净回笼难以覆盖投资活动资金缺口的情况下，公司及下属企业主要通过银行借款、发行债券及吸收战略投资等方式弥补，当年公司筹资活动现金净流入 317.01 亿元，大幅增长 90.87%。

在或有负债方面，截至 2013 年末，该公司对外担保余额为 255.46 亿元，担保比率为 44.79%。公司对外担保的对象主要是关联企业，如海南航空股份有限公司等关联航空公司，目前被担保企业经营情况正常。

该公司与多家银行建立了良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通。2013 年公司获得的银行授信规模继续扩大，截至 2013 年末，公司拥有银行综合授信 4002.86 亿元，其中尚未使用授信额度 1881.85 亿元。

综上所述，2013 年度该公司资产及业务规模保持较快增长，资产负债率略有下降。随着业务毛利率的下滑，公司主业盈利能力进一步弱化，当年依靠大幅增长的投资收益、营业外收入等实现利润增长。2013 年公司经营环节现金净流入有所减少，但总体仍较充裕，存量货币资金对即期债务的保障水平较高，现金偿付能力较强。

本评级机构将持续关注：（1）该公司各项主营业务的经营及成长情况；（2）公司未来重大投资计划及资金保障情况；（3）债务持续增长对公司整体及特定债务偿债能力的影响；（4）资本市场价格波动对公司经营业绩的影响；（5）投资收益获取情况。

附录一：

海航集团主要财务数据及指标表

主要财务指标	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额[亿元]	1,731.05	2,124.42	2,661.84
货币资金[亿元]	288.61	292.23	356.81
刚性债务[亿元]	1,151.10	1,408.21	1,798.32
所有者权益[亿元]	352.90	450.56	570.30
营业收入[亿元]	321.01	456.77	544.17
净利润[亿元]	9.38	11.11	15.52
EBITDA[亿元]	76.31	106.95	127.92
经营性现金净流入量[亿元]	74.38	145.88	92.06
投资性现金净流入量[亿元]	-373.19	-319.66	-316.23
资产负债率[%]	79.61	78.79	78.57
长期资本固定化比率[%]	94.26	98.97	93.50
权益资本与刚性债务比率[%]	30.66	32.00	31.71
流动比率[%]	112.47	102.09	114.27
速动比率[%]	78.63	60.92	64.54
现金比率[%]	60.18	47.05	46.23
利息保障倍数[倍]	1.36	1.40	1.33
有形净值债务率[%]	608.42	495.07	484.70
营运资金与非流动负债比率[%]	8.18	1.51	9.44
担保比率[%]	45.44	37.27	44.79
应收账款周转速度[次]	16.87	12.80	12.66
存货周转速度[次]	2.08	1.73	1.40
固定资产周转速度[次]	0.89	0.85	0.79
总资产周转速度[次]	0.23	0.24	0.23
毛利率[%]	29.20	29.05	24.03
营业利润率[%]	4.16	3.31	2.82
总资产报酬率[%]	3.96	3.61	3.71
净资产收益率[%]	3.15	2.76	3.04
净资产收益率*[%]	2.97	2.56	2.90
营业收入现金率[%]	101.19	88.47	104.49
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.07	23.37	11.99
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.62	9.56	4.89
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-56.53	-27.83	-29.19
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.60	-11.39	-11.91
EBITDA/利息支出[倍]	1.84	2.15	1.91
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.08

注：表中数据依据海航集团经审计的 2011~2013 年财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	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。
投机级	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。