

信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪243号

海南省发展控股有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我对贵公司“11海控债”、“13海控债”和“14海控债01”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA⁺的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券AA⁺的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年六月二十五日

海南省发展控股有限公司 2014 年跟踪评级报告

发行主体 海南省发展控股有限公司

本次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项信用等级	本次债项信用等级
11 海控债	15	2011.01.20~2018.01.20	AA ⁺	AA ⁺
13 海控债	25	2013.01.24~2020.01.24	AA ⁺	AA ⁺
14 海控债 01	12	2014.05.16~2021.05.16	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

海南发控	2011	2012	2013
总资产(亿元)	335.16	336.47	376.60
所有者权益(亿元)	212.36	217.76	231.36
总负债(亿元)	122.81	118.71	145.24
总债务(亿元)	85.70	82.12	103.69
营业总收入(亿元)	6.19	21.93	4.36
EBIT(亿元)	12.39	11.77	7.79
EBITDA(亿元)	13.19	12.79	9.21
经营活动净现金流(亿元)	1.67	5.39	1.55
营业毛利率(%)	49.40	37.41	33.97
EBITDA/营业总收入(%)	213.17	58.32	211.37
总资产收益率(%)	4.00	3.50	2.18
资产负债率(%)	36.64	35.28	38.57
总资本化比率(%)	28.75	27.38	30.95
总债务/EBITDA(X)	6.50	6.42	11.26
EBITDA 利息倍数(X)	4.33	3.58	3.36

注：公司各年财务报告根据新会计准则编制。

分析师

项目负责人：侯燕杰 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：刘伟 wliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 6 月 25 日

基本观点

中诚信国际维持海南省发展控股有限公司（以下简称“海南发控”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“11 海控债”、“13 海控债”和“14 海控债 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际肯定了在建设海南国际旅游岛国家战略实施的背景下，海南省经济社会发展为公司提供的良好经营环境；公司作为海南省属最大的综合性投资控股公司，获得了海南省政府在政策、资金和资产划拨等方面的大力支持；同时公司拥有的优质股权资产和土地储备能够为公司偿债和业务发展提供保障。另外，中诚信国际也关注到公司在建项目较多，未来存在一定的资本支出压力；公司承担了部分政策性投资项目，盈利能力偏低，利润主要来源于投资收益等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **良好的经营环境。**海南省经济保持稳定较快增长，财政实力不断增强。2013 年海南省实现地区生产总值 3,146.46 亿元，同比增长 9.90%；海南省本级实现公共财政总收入 782.90 亿元（包含转移支付收入），同比增长 16.26%。海南省稳定发展的区域经济和不断增强的财政实力为公司未来发展提供了良好的经营环境。
- **有力的政府支持。**公司是海南省下属最大的综合性投资控股公司，担负着西环铁路等海南省重点项目投资和建设的任务。公司享有海南省政府的政策、资金、信用、优质资产划拨等方面的支持。
- **优质的股权资产和土地储备。**海南省政府根据承建基础设施项目资金需求为公司配置土地资源，用以平衡建设资金。公司拥有大量优质股权资产，每年为公司带来可观的投资收益。公司的土地储备和优质股权资产为公司未来发展提供了保障。

关注

- **资本支出压力较大。**西环铁路项目的建设使公司面临较大的资金需求。同时公司作为海南省重大项目投资主体，未来基础设施项目的建设量存在一定的不确定性，资本支出压力较大。
- **公司主业盈利能力较弱。**公司作为海南省大型基础设施建设项目的投资主体，承担了大量政策性项目投资，盈利能力偏低，公司利润主要来自投资收益。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“11 海控债”募集资金 15 亿元，其中 12 亿元用于海南省东环铁路建设项目（以下简称“东环铁路”）。目前，东环铁路项目已完工，募集资金全部按计划投入使用。

“13 海控债”募集资金 25 亿元，全部用于海南省西环铁路建设项目（以下简称“西环铁路”）。目前，募集资金正在按计划投入使用。

“14 海控债 01”募集资金 12 亿元，全部用于西环铁路项目建设。债券发行时间较短，募集资金尚未投入使用。

西环铁路是经国家发改委发改基础[2011]1408 号文批准，由铁道部与海南省政府合资建设的海南省铁路网的重要组成部分。西环铁路北起海口市，南至三亚市，途径澄迈、临高、儋州、板桥、乐东、凤凰机场、三亚等 13 个车站，线路全长 351.97 公里，其中正线长 343.95 公里，货车外绕线长 8.02 公里。根据国家发改委的可研批复，项目总投资 271 亿元，其中工程投资 255.4 亿元，机车车辆购置费 15.6 亿元。

海南西环铁路项目已于 2013 年 9 月底全面开工建设。截至 2014 年 5 月末，项目累计完成投资 76.34 亿元。

截至 2014 年 5 月末，海南西环铁路项目进展顺利，基本符合计划要求。红线内征地完成 95.44%。临时用地设计交地 8,540.20 亩，累计完成 7,554.41 亩，完成工程量的 88.46%。建筑物拆迁累计完成 209,329.35 m²，完成 81.16%。三电迁改累计完成 2,399 处，完成 79.66%。主体工程完成路基土石方 2,665.59 万断面方，占工程总量的 72.53%；桥梁基础 11,196 个、墩（台）969 个，折合成桥 37,085.38m；涵洞完成折合成涵累计 13,472.37 延米；隧道累计完成折合成洞 4,331.8m，占总量的 19.7%。

近期关注

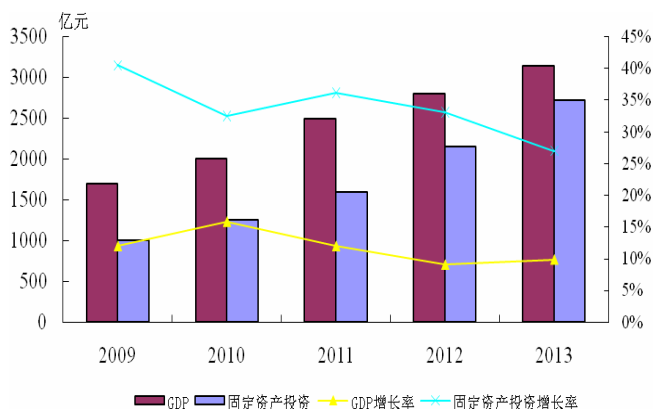
海南省经济保持稳定增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的经营环境

近年，在国内外经济形势急剧变化的情况下，海南省经济保持稳定增长。2013 年，海南省实现地区生产总值 3,146.46 亿元，比上年增长 9.90%，在上年快速增长的基础上仍保持较快增长。其中，第一产业增加值 756.47 亿元，增长 6.30%；第二产业增加值 871.29 亿元，增长 9.20%；第三产业增加值 1,518.70 亿元，增长 12.10%。三次产业比重由 2012 年的 24.9: 28.2: 46.9 调整为 2013 年的 24.0: 27.7: 48.3，产业结构呈现三、二、一格局，第三产业比重进一步增加。

在经济总量快速增长的同时，中诚信国际也注意到，由于海南省经济基础较弱，发展较晚，与其他省市相比经济实力偏弱。2011 年，海南省人均地区生产总值突破四千美元大关，跨入了世界中上等收入地区的行列。2013 年，海南省人均地区生产总值 35,317 元，按当年年平均汇率折算为 5,703 美元，增长 10.80%，标志着海南省经济发展进入了一个新的阶段。从发达国家的经验和国际经济发展轨迹来看，海南经济社会将逐渐由生存型社会进入发展型社会的新阶段。

在经济稳定增长的同时，海南省固定资产投资也保持快速增长。2013 年海南省全年固定资产投资 2,725.40 亿元，比上年增长 27.00%。其中，房地产开发完成投资 1,196.76 亿元，比上年增长 35.00%，占固定资产投资额的 43.91%。全年施工项目个数为 2,699 个，同比增长 8.60%，包括新开工的项目 1,079 个，增长 8.60%。分产业看，第一产业投资 29.79 亿元，下降 0.80%；第二产业投资 464.54 亿元，增长 17.80%；第三产业投资 2,230.69 亿元，增长 29.60%。

图 1: 2009~2013 年海南省主要经济指标分析



资料来源：海南省国民经济和社会发展统计公报

总体来看，近年来海南省经济发展较快，经济实力不断增强。同时，中诚信国际注意到，受制于基础薄弱、人口稀少等因素，海南省整体经济实力在全国各省中仍然较弱。

2013 年海南省本级实现公共财政总收入 782.90 亿元，同比增长 16.26%。从收入结构上看，转移性收入是海南省本级公共财政总收入的主要构成，其中，海南省收到中央补助收入 464.80 亿元，增长 4.68%；2013 年海南省本级地方公共财政收入 158.20 亿元，同比增长 18.30%。此外，2013 年海南省本级实现基金收入 101.90 亿元，同比增长 39.65%。

财政支出方面，2013 年海南省本级公共财政支出 269.80 亿元，较 2012 年增长 6.39%；转移性支出 475.90 亿元，较 2012 年增长 13.35%，包括补助市县支出 395.40 亿元；2013 年，海南省本级基金性支出上升至 57.70 亿元。从支出结构上看，财政支出继续向保重点、保民生、保稳定方向倾斜。2013 年，医疗卫生支出 69.19 亿元，增长 15.6%；社会保障和就业支出 116.00 亿元，增长 9.4%；教育支出 172.10 亿元，增长 9.0%；城乡社区事务支出 61.25 亿元，增长 13.7%；农林水事务支出 138.15 亿元，增长 11.6%；文化体育与传媒支出 21.90 亿元，增长 10.2%。

从收支平衡来看，海南省 2011~2013 年的财政平衡率（省本级地方公共财政收入/省本级公共财政支出）分别为 0.47、0.53 和 0.59，加上上级补助收入、上年结转结余收入，地方财政总收入基本可以

满足财政总支出的需求，并且海南省本级政府的财政收入能力提升很快，为省政府加快区域内社会建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了较好的基础。

表 1: 2011~2013 年海南省省本级财政情况（亿元）

省本级口径	2011	2012	2013
省本级地方公共财政收入	113.00	133.73	158.20
转移性收入	482.20	539.69	624.70
其中：中央补助收入	406.60	444.04	464.80
地方政府债券	29.00	40.00	60.00
省本级公共财政总收入	595.20	673.42	782.90
省本级基金性收入	99.30	72.97	101.90
省本级财政总收入	694.50	746.39	884.80
省本级地方公共财政支出	238.90	253.59	269.80
转移性支出	356.30	419.84	475.90
其中：上解中央支出	1.00	1.26	1.46
补助市县支出	315.80	348.76	395.40
地方政府债券转贷支出	14.00	13.68	36.00
省本级公共财政总支出	595.20	673.43	745.70
省本级基金性支出	99.30	33.10	57.70
省本级财政总支出	694.50	706.53	803.40

资料来源：公司提供

随着海南国际旅游岛的国家战略的深入，海南省政府主持兴建了数个以政府为主导的重大项目。政府投资集中于基础设施、基础产业、公共产品和公益性项目等民间资本较少参与、市场机制难以发挥作用的领域。尽管海南省公共财政预算收入较低，但稳定增长的地方财政收入将为海南省政府主导项目提供一定的资金保障并提升项目偿债能力。

公司土地收储和出让进度有所放缓，房地产及商业地产项目进展顺利

土地一级开发是公司近年的核心业务之一，主要由下属子公司海南省地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）运营。

地产集团成立以来运作项目主要是海南省政府为公司配套东环铁路项目的 4,800 亩土地和文昌滨海地块。截至 2013 年末，公司已完成土地收储 5,971 亩，其中完成出让 3,533 亩，累计支付价款总额为 7.87 亿元，剩余储备 2,438 亩，储备中部分已经达到出让条件。

表 2：截至 2013 年末公司完成收储土地情况

地块	已支付价款总额 (万元)	土地面积 (亩)
东环海口	9,716	1,000
东环三亚	8,117	1,000
东环陵水	12,351	1,214
东环文昌	12,068	584
东环琼海	9,118	595
东环万宁	14,522	858
文昌滨海	12,847	720
合计	78,739	5,971

注：表中东环铁路项目配套土地收储面积大于 4,800 亩，主要由于在实际收储过程中面积有所调整。

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

未来土地收储方面，地产集团依托省土储中心股东背景与海南省下属各市县展开土地以及开发合作。公司拟在未来几年陆续收储 1.23 万亩土地，其中 2014 年计划完成 1,070 亩土地的征收工作。

表 3：截至 2013 年末公司土地收储计划

土地项目	土地面积 (亩)	预计成本 (亿元)	2014 年计划收储 (亩)
乐东滨海	5,000	25.21	1,070
屯昌城北	6,000	20.66	-
合计	11,000	47.87	1,070

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

土地出让方面，2010 年地产集团首次实现土地出让，2010 年完成东环配套项目海口、三亚、文昌三块土地出让，合计 2,319 亩，实现净收益 6.58 亿元。其中三亚 1,000 亩土地回购收益 3.13 亿元，其中 15,376 万元以资本金方式注入公司，1,886 万元列入主营业务收入土地转让板块，824 万元列入营业外收入；海口 1,000 亩土地回购收益 2.44 亿元、文昌 319 亩土地出让净收益 3.45 亿元。2012 年公司成功出让东环陵水 519 亩，成交价为 5.88 亿元。2013 年公司成功出让东环陵水 695 亩，成交价 5.56 亿元。

2010~2013 年，地产集团已出让包括东环三亚、东环海口、东环文昌和东环陵水等地块土地共计 3,533 亩，出让金额 22.98 亿元，其中公司已获得收益 10.08 亿元，此部分收益主要以资本金方式注入。

表 4：截至 2013 年末公司土地出让情况

土地地块	出让面积 (亩)	收储成本 (亿元)	出让金额 (亿元)	公司已获 得收益(亿 元)	待分配 收益
东环三亚	1,000	0.81	3.19	3.13	0.00
东环海口	1,000	0.97	2.44	0.00	1.30
东环文昌	319	1.06	5.90	3.45	0.00
东环陵水	1,214	1.24	11.44	3.50	3.40
合计	3,533	4.08	22.97	10.08	4.70

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

公司原计划于 2012 年底出让东环陵水和东环万宁地块土地 1,027 亩，截至 2013 年末已完成东环陵水 695 亩省级储备土地出让，东环万宁 332 亩省级储备土地预计出让时间推迟至 2014 年 12 月。公司收储土地收益有利于提升公司盈利能力和资本实力，为公司未来土地收储和其他业务发展提供资金支持。

表 5：截至 2013 年末公司土地出让计划

地块名称	出让面 积(亩)	收储成本 (亿元)	预计出让 价(亿元)	预计出 让时间
东环陵水	400	1.30	5.40	2014.12
东环万宁	332	0.83	4.98	2014.12
合计	732	2.13	10.38	

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

总体来看，公司的省级土地储备地出让为东环铁路、西环铁路等基础设施建设项目筹集了部分资金，在一定程度上缓解了海南省主要基础设施建设的资金压力。未来，随着文昌、乐东等大型开发项目和海南国际旅游岛建设推进，公司土地出让收益规模将逐年增加，有利于提升公司的盈利能力。同时，我们也注意到，土地一级开发业务资金占用较多且土地出让周期具有一定不确定性，这些可能对公司流动性造成一定压力。

房地产开发业务方面，公司房地产开发业务主要由全资子公司海南发展控股置业集团有限公司（以下简称“海控置业”）运营。截至 2013 年 3 月末，和风·江岸项目已建设完成，项目总投资 18.88 亿元，已实现销售款 17.23 亿元。和风·鑫苑项目和莺歌海盐场棚户区改造项目仍在建设中，已分别实现预售款 2.6 亿元和 0.4 亿元。

房地产开发业务方面，公司房地产开发业务主要由全资子公司海南发展控股置业集团有限公司

（以下简称“海控置业”）运营。目前，该子公司主要负责接受委托定向开发省直机关职工住宅项目，同时向委托方收取 2% 的项目管理费用。截至 2013 年末，和风·江岸、和风·鑫苑和万宁翠岭山庄三个项目已分别实现预售款 17.23 亿元、3.34 亿元和 0.29 亿元，有效缓解了前期建设资金投入压力。除上述三个项目外，公司目前拥有莺歌海盐场 5 万亩土地储备，包括盐场生产、办公、仓储、生活住宅用地，除保留必须的盐场生产用地外，该宗土地其余面积计划用于旅游产业开发，公司将与海南省政府和其他投资者合作开发，目前项目尚在规划中。未来公司房地产二级开发仍以建设保障性住房、小城镇改造、商业地产开发为主要方向，虽然进行保障性住房开发获利较少，但在国家进行房地产调控的背景下面临的政策风险较小。

表 6：截至 2013 末公司房地产项目建设情况

项目名称	项目总投资（亿元）	预计完工日期	预售款（亿元）	累计完成投资比例	性质
和风·江岸项目	19.13	已完工	17.23	100%	限价商品房
和风·鑫苑项目	4.09	2014.07	3.34	90.50%	商品房
万宁翠岭山庄	0.99	2014.12	0.29	38.00%	商品房
省政协小区	1.42	2015.10	0.00	10.35%	商品房
澜江花园一期	0.79	2014.06	0.00	40.36%	商品房

注：澜江花园项目已取得 324 亩土地使用权，其中一期用地 60 亩，项目二、三期项目用地 264 亩，目前项目二、三期正在进行项目前期开发工作。

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

商业地产方面，公司全资子公司海南鹿回头旅游投资有限公司于 2011 年承接了三亚鹿回头国宾馆二次改扩建项目。项目用地约 92 亩，建筑面积约 1.3 万平方米，总投资估算 1.78 亿元。项目于 2012 年 3 月 29 日正式动工，2012 年 12 月底竣工并投入运营。

此外，公司于 2012 年 3 月承接三亚接待中心项目建设任务。项目占地 62.42 亩，包括原三亚金

银岛酒店所占土地 19.24 亩及其东侧土地 43.18 亩。项目总建筑面积为 6.57 万平方米，分为接待公寓和配套商业酒店两部分，其中接待公寓计划建设 80 套，酒店建设标准间 290 套、豪华套房 11 套、国宾套房 4 套。三亚接待中心项目于 2012 年 6 月正式启动，公司成立三亚海控接待中心建设投资有限公司（以下简称“三亚海控建投”）为项目实施主体，全面负责项目的投资和建设。项目总投资预算为 8.54 亿元（不含土地成本和资金成本），截至 2014 年 4 月末，除剩余 4 个国宾套房尚未竣工外项目其余部分已竣工验收，累计投资金额 85,308 万元。2014 年 4 月 28 日，三亚接待中心除国宾套房外全部实现对外营业。

总体来看，公司土地收储及出让进度有所放缓，房地产和商业地产项目进展顺利。

基础设施建设项目按计划开展，未来投资压力较大

项目运营方面，东环铁路和粤海铁路是目前已经投入运营的公司参股的主要基础设施项目。公司持有东环铁路公司 43.75% 的股权，东环铁路项目是海南省有史以来最大的基础设施建设项目，公司作为海南省出资代表采用市场化运作方式与铁道部合作进行东环铁路项目建设。公司对粤海铁路有限责任公司（以下简称“粤海铁路公司”）持股比例下降至 16.58%。2013 年粤海铁路公司实现营业收入 21.39 亿元，增长 20.78%；旅客发送量 1,422.27 万人，增长 19.55%；实现净利润 6,706.17 万元。未来，随着海南国际旅游岛建设推进，海南省旅游经济得到快速发展，将极大提升铁路特别是东环铁路客流量，公司盈利也将得到提升。

在建项目方面，2010 年海南省国资委将红岭水利工程建设有限公司 100% 国有权益无偿划转给公司，包含了红岭水利枢纽工程项目，目前项目建设稳步推进，项目总投资 25.09 亿元，截至 2013 年末累计完成投资 18.31 亿元。该项目装机容量 6.24 万千瓦，年发电约 1 亿千瓦时，被列为国家重点項目，已获得中央 10.80 亿元专项补贴额度，实际到账 9.96 亿元。为缓解项目投资压力，2011 年公司与中电投集团公司（以下简称“中电投集团”）合资

设立国电海控新能源开发有限公司（以下简称“新能源公司”）作为海南新能源发展平台，共同建设红岭水利枢纽工程。国电集团将持有的国电海南大广坝发电有限公司 66.1% 股权以及不低于 8 亿元现金注入新能源公司；海南发控以持有的中海石油海南天然气有限公司 35% 的股权和海南省投入的红岭水利枢纽工程项目 100% 股权以及经省政府同意征用的 2,500 亩土地作价入股。最终国电集团与海南发控股权比将达到 55: 45。截至 2013 年末，已经完成海南省红岭水利工程建设有限公司及中海石油海南天然气有限公司的工商变更过户工作，2,500 亩红岭土地使用权正在办理变更手续。公司利用上述创新融资模式与国电集团合作开发红岭水利枢纽工程，将有效减轻公司资金投入压力。

文昌市两桥一路项目分为三大部分：一是位于清澜港至东郊镇码头之间，全长 1,828 米的文昌清澜跨海大桥；二是位于文昌市铺前镇和海口演丰镇之间，主桥长约 3,666 米的文昌铺前跨海大桥；三是北起文昌市铺前镇木兰港，东至东郊椰林，再通过清澜跨海大桥经过清澜港连接文清大道的文昌滨海旅游快速干道，道路全长约 99.43 公里。该项目建设需要公司投入较多资金，同时，该项目属于文昌 6 万亩土地一级开发项目的一部分，公司项目建设投入资金将通过土地开发转让获得补偿。受项目合作开发合同补充协议签署影响，该项目近年建设进度较慢，截至 2013 年末累计完成投资 1.28 亿元。

公司未来几年重点建设项目是与铁道部合作的西环铁路项目，该项目需要公司投入资本金约

40.65 亿元。该项目分三亚站至凤凰机场站、凤凰机场站至海口站两个建设阶段，已顺利通过国务院安全评估工作，目前项目进展顺利，截至 2013 年末公司累计投入资本金 21.50 亿元。

2011 年，公司成立全资子公司海南海控水利建设有限公司作为红岭灌区工程项目业主，负责红岭灌区工程等省内大型水利项目的融资、建设和运营。目前红岭灌区工程项目建议书已通过专家组评估，并进行了建设工作，截至 2013 年末累计完成投资 0.40 亿元。预计 2014 年全年将完成项目投资 1.49 亿元。

另外，海南省机场投资管理有限公司于 2010 年 10 月成立，公司持有 100% 的股权。该公司的成立主要目的是推进民航建设资金承接工作，加快海南省美兰机场（公司持股 25.49%）和凤凰机场的扩建工作。目前美兰机场的扩建工作也在逐步推进，根据可行性研究报告，美兰机场二期扩建工程总投资约 148.48 亿元，其中机场工程 141.10 亿元，空管工程 5.59 亿元，供油工程 1.30 亿元。该可行性研究报告已于 2013 年 4 月 18 日通过评估。2013 年 9 月项目可行性研究报告报送至国家民航总局机场司审查；2013 年 10 月项目可行性研究报告报上国家发改委，待取得民航总局行业意见后国家发改委将进行可研批复。截至 2013 年底，根据海口市政府和美兰区土地收储的要求，美兰机场二期扩建征地工作已经开展，先期征收 3,882.89 亩土地，美兰机场已将 3,882.89 亩征地工作启动经费拨付到美兰区政府账户。

表 7：截至 2013 年末公司基础设施建设项目情况

项目名称	项目总投资（亿元）	累计完成投资（亿元）	工程进度	出资比例	工程建设期
文昌两桥一路建设	40.00	1.28	3.20%	66.67%	2010~2017
红岭水利枢纽工程项目	25.09	18.31	72.98%	100%	2011~2014
西环铁路	271.00	34.00	12.54%	30%	2013~2015
红岭灌区工程	49.08	0.40	0.81%	100%	2013~2017

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

在建项目方面，主要有莺歌海盐场保障性住房一期二批、临高风电 6MW 项目及屯昌 20MW 项目、海口海关万宁项目和省政协建设项目，四个项目总

投资 4.90 亿元，规模不大。

总体来看，基础设施建设资金需求大、周期长，且投入运营后也较难实现盈利，单一依靠财政补贴

难以形成长期有效支撑。公司组建了省级土地储备运作平台，形成土地运营与重大基础设施联动的体制，拟运用未来的土地出让收益支撑省重大基础设施的投资建设，但仍有较大资金压力。

能源化工板块以参股为主，受光伏产业不景气影响，公司相关投资收益有所下降；天能电力申请获批了一批光伏发电项目，发展前景良好

该业务板块涉及行业众多，公司主要以参股为主，业务类型主要以天然气、LNG、太阳能为主。

天然气业务，原主要由公司全资子公司海南海控燃料化学有限公司（以下简称“燃化公司”）运营。主要向海洋石油富岛有限公司、华能南山电厂等几家大型工业企业供应天然气，业务规模较小。2010年末，中海石油管道输气有限公司（以下简称“中海管道公司”）吸收合并了燃化公司。公司持有重组后的中海管道公司 45% 的股权。重组后中海管道公司将成为海南省唯一的天然气长输管道建设和运营的专业公司，具有海南省天然气管网的专营权，并最终实现海南省环岛天然气管道“一张网”的建设目标，截至 2013 年末重组后的中海管道公司拥有天然气管线 567 公里。中海管道公司将择机申请上市，同时约定将根据相关法律法规和运营实际情况，每年对不低于当年净利润的 50% 按照股东持股比例进行分红。2011 年开始天然气业务业绩贡献由营业收入转为投资收益，由专业管道公司运营后，天然气业务业绩贡献有所提升。截至 2013 年末，中海管道公司总资产 10.49 亿元，净资产 6.69 亿元；2013 年中海管道公司实现利润总额 1.32 亿元，净利润 0.94 亿元。2013 年公司按照股比确认投资收益 4,244.93 万元，收到现金分红 4,259.37 万元。

液化天然气（LNG）方面，公司持股 35% 的中海石油海南天然气有限公司主要负责海南液化天然气（LNG）站线项目（以下简称“海南 LNG 项目”）的工程建设和运营管理。海南 LNG 项目是海南省规划的重点能源项目，建设内容包括 LNG 接收站、LNG 码头和输气干线三部分，按分期建设方式实施。工程总投资预计为 65 亿元，项目一期工程规

模为引进 LNG200 万吨/年，计划 2014 年 8 月建成投产，2016 年达产；二期建设规模扩展到 300 万吨/年，计划 2016 年建成投产。2011 年 7 月，LNG 项目获得国家发改委正式批复，并于 8 月初正式开工建设。2012 年，公司将持有的 35% 的中海天然气的股权作为出资转让给国电海控新能源开发有限公司。截至 2014 年 4 月底，项目累计完成投资 478,154 万元，累计完成建设投资进度 83.11%。2014 年度计划投资 191,000 万元，2014 年 1 至 4 月累计投资 93,943 万元，完成年度建设投资 49.18%。预计 2014 年 8 月建成投产具备 300 万吨/年的气化能力。

在太阳能光伏方面，公司 2009 年与英利集团、海口创投成立海南英利新能源有限公司，目前公司持股降低至 5.50%。英利新能源公司目前已经形成 300 兆瓦/年的多晶硅太阳能电池完整产业链。2010 年 7 月该公司一期 100 兆瓦/年多晶硅太阳能电池完整产业链项目正式投产。从投产至 2010 年末，实现太阳能电池组件产量 60.84 兆瓦，实现销售收入约 6.79 亿元，利润总额约 1.61 亿元。为进一步满足市场需求，二期 400 兆瓦/年多晶硅太阳能电池扩建项目于 2010 年 8 月 19 日正式启动，项目总投资 30.67 亿元，先期 200 兆瓦已于 2011 年 11 月建成投产，2012 年后期 200 兆瓦也已投产。太阳能电池项目建成投产有效增大了公司投资收益规模，2010 年和 2011 年公司分别确认海南英利新能源有限公司投资收益 2,398 万元和 1,541 万元。2012 年英利新能源实现营业收入 27.56 亿元，净利润-0.60 亿元。由于公司持股比例降低，对英利新能源的长期股权投资按成本法核算，2012~2013 年公司未确认英利新能源投资收益。2013 年英利新能源实现营业收入 31 亿元，净利润 1.64 亿元。

在太阳能电池产业链建成的同时，其下游光伏并网发电项目也由海南发控子公司海南天能电力有限公司（以下简称“天能电力”）顺利推进。目前，天能电力主要投资建设临高县 20 兆瓦光伏并网发电工程，该项目总投资约 40,618 万元。该项目被列入国家金太阳示范工程项目目录并获财政部补贴 21,180 万元（实际到账 15,400 万元），项目于 2011 年 5 月 25 日开工，2011 年 10 月实现并网发电。天

能电力 2012 年完成了 25MW 金太阳和 2.85MW 光电建筑一体化项目的工程建设。25MW 项目总投资 38,680 万元,获财政补助 20,000 万元(已到账 15,750 万元); 2.85MW 项目总投资 4,111.22 万元,获财政补助资金 2,855 万元(已到账 2,195 万元)。天能电力 2013 年完成了洋浦金海浆纸业光伏发电项目、海口经济学院光伏发电项目、海口金盛达光伏发电项目、老城开发区光伏发电项目、三沙独立光伏项目,项目内容主要为利用建筑的屋顶建设太阳能电站,洋浦金海浆纸业光伏发电项目总投资 17,689.97 万元,其中获财政补助 11,000 万元(已到账 8,000 万元);海口经济学院光伏发电项目总投资 2,795.34 万元,其中获财政补助资金 2,100 万元(已到账 1,470 万元);海口金盛达光伏发电项目、老城开发区光伏发电项目总投资 15,720.91 万元,其中获财政补助资金 10,076 万元(已到账 9,250 万元);三沙独立光伏项目总投资 1,797.44 万元,其中获财政补助资金 1,086 万元(已到账 375 万元)。公司的投资压力不大,项目发展前景良好。

总体来看,公司能源化工板块以参股为主,受到光伏行业整体不景气的影响,公司相关投资收益有所下降。

海钢集团遗留贫矿已销售完成,尚遗留尾矿 700 余万吨,公司参股海南矿业所得投资收益有所上升;泰鑫矿业拥有的钛、锆金属资源具有较好的开发前景

公司目前所拥有的矿产资源主要分布于海南海钢集团有限公司(以下简称“海钢集团”)和泰鑫矿业有限公司(以下简称“泰鑫矿业”)两家子公司。海钢集团为公司全资子公司,而泰鑫矿业由海南发控、海钢集团、海南省地质综合勘察院分别持股 55%、35%和 10%。

海钢集团目前主要从事铁矿贫矿的销售、白云岩矿的开采与销售等业务。截至 2013 年末,海钢集团遗留的约 858 万吨贫矿已销售完成,销售收入为 8.57 亿元,2012 年公司确认相关销售收入 4.28 亿元,剩余货款将在 2015 年 7 月前结清。目前海钢集团尚遗留尾矿 700 余万吨,按 2010 年综合尾矿结算价 40 元/吨计算,尾矿市值约 2.8 亿元。同

时其持股 40%的海南矿业股份有限公司(以下简称“海南矿业”),旗下拥有昌江县石碌钴铜矿等矿山资源,海南矿业良好的经营业绩为公司贡献了大量的投资收益。截至 2013 年末,海钢集团总资产为 72.00 亿元,净资产为 67.42 亿元。公司同时持有海南矿业股份有限公司 40%的股权。2013 年度对海南矿业公司实现投资收益 4.92 亿元,实际收到现金红利 2.62 亿元,较上年有所上升。

表 8: 截至 2013 年底海钢集团部分参控股矿产资源

矿名	类型	储量(万吨)	产能(万吨/年)	2013 年开采量(万吨)	可采年限	所属公司
昌江县石碌钴铜矿	多金属	233.98	16.50	0.41	14 年	海南矿业
昌江石碌白云岩矿	白云岩	16,413(保有量)	50.00	24.12	8 年	海钢集团
铁矿	尾矿	1,230(贫矿); 792(尾矿)	460.00	260.39	10 年	海钢集团

资料来源:公司提供、中诚信国际整理

泰鑫矿业在海南锆钛砂矿资源的探矿、采矿、选矿、深加工、废弃物综合利用等方面取得了阶段性的实质进展。泰鑫矿业拥有中国第一个大型海底锆钛砂矿采矿权,矿区面积为 38.51 平方公里,目前可采储量 277 万吨(金属含量)。2011 年 1 月公司取得采矿权证,并于 2011 年取得临时用海许可,2011 年 12 月正式开始海上采选实验(即万宁保定海锆钛砂矿项目——钛精矿 8.51 万吨/年、锆精矿 2 万吨/年)。2011 年以来钛精矿和锆精矿价格出现了快速上涨,以当前价格计算,公司拥有的钛、锆金属市值超过 58.43 亿元人民币(尚不包括附带陆域开发及尾砂的综合利用),为锆钛深加工产业提供了有力的资源保证。

表 9: 截至 2013 年底泰鑫矿业所拥有的矿产资源

矿名	类型	可采储量	生产能力	服务年限
50%钛铁矿	砂矿	224 万吨	8.51 万吨/年	17 年
锆英石	砂矿	53 万吨	2 万吨/年	17 年

资料来源:公司提供、中诚信国际整理

泰鑫矿业计划从高端入手,将资源就地就近综合利用,将探矿、采矿、选矿、深加工四大环节有

机融为一体，组成一个链带式综合利用产业集群，成为海南省循环经济的典范。项目的环保设计按照国家的最高标准，以满足海南国际旅游岛建设对环境的特殊要求。公司与上海复星产业投资有限公司合作成立海南复达钛白有限公司建设 5 万吨高档金红石钛白粉项目，总投资 5.5 亿元，占地 353.82 亩，截至目前，项目已完成可行性研究、立项、环评、节能减排评估、安评、地灾评估、征地及清表、土地权证办理、地质详勘、施工图设计、建设工程规划报建，三通一平、部分设备预订等工作，并获得 3.5 亿元银行贷款信用额度，现已具备项目全面建设条件。预计项目大规模投产后年产值约 10 亿元。

总体上看，海钢集团及其子公司海南矿业的矿石开采销售是公司较为稳定的收入和利润来源，同时，泰鑫矿业拥有的钛、锆金属资源具有很好的开发前景，2011 年以来小金属价格的上涨加大了盈利预期。但同时，中诚信国际认为，公司的海洋锆钛资源开采属国际首例，将面临技术和环保方面的挑战。

参股公司投资收益较为稳定，小额贷款、创业投资基金等金融业务稳步推进

除土地开发、能源化工、矿业板块外，公司还对航空、金融、港口管理等行业进行股权投资。

航空方面，公司参股大新华航空有限公司（以下简称“大新华航空”）和海口美兰国际机场有限公司（以下简称“美兰机场”）。

2010 年 2 月，公司参与海南航空股份有限公司（以下简称“海南航空”）定向增发，以 15 亿元认购 29,761.9 万股股权，持股比例 7.21%。同时，2010~2012 年海南省财政厅每年将向公司注入购买海南航空定向增发股份资金的财政贴息 4,050 万元，充实公司资本。2012 年海南航空非公开发行股票 196,560.00 万股，发行后公司持有海南航空的比例由 7.21%降低至 4.89%。2013 年公司通过海南航空实现投资收益 1 亿元。

表 10：截至 2013 年末公司航空板块资产分布

参股单位	账面价值 (亿元)	直接持股比例
大新华航空有限公司	14.35	24.97%

海南航空股份有限公司	20.55	4.89%
海口美兰国际机场有限公司	10.22	25.49%

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

公司 2009 年以 6,034.97 万元购买海南天然橡胶产业集团股份有限公司（以下简称“海南橡胶”）1,947.62 万股，购入成本为 3.098 元/股，2011 年 1 月 7 日该公司成功上市，受 A 股市场低迷影响，目前股价在 6~8 元/股间波动。公司对海南航空和海南橡胶两个上市公司的投资增强了资产流动性。

同时，中诚信国际注意到，近年航空、港口等参股子公司贡献了较多投资收益，尤其 2010 年对海南航空的参股更是大幅提升了投资收益水平。

表 11：近年公司部分参股公司投资收益情况（万元）

公司名称	2011	2012	2013
大新华航空	10,056.48	10,751.25	9,866.6
八所港	863.02	1,054.13	972.92
海南橡胶	110.00	95.00	97.61
美兰机场	4,271.18	5,718.51	5,114.07
海南航空	19,863.06	10,025.56	10,291.35

注：海南八所港务有限公司简称为“八所港”，公司持股 26.89%；

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

金融业务方面，截至目前，公司拥有的海南南华创业投资基金（全资持股）资产规模较小、盈利能力较弱。

2011 年以来，公司不断加强资本运作，灵活运用多种金融工具，逐步探索建立更加稳健和具有发展潜力的金融板块体系。一是与海南高速共同发起，并联合民间资本成立海南海控小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”），于 2011 年 10 月 17 日正式营业，这是目前海南省最大的国有小额贷款试点企业。小贷公司通过市场化运营，从完善区域金融体系，释放海南农业等产业价值出发，重点面向海南省三农、中小企业和个人提供小额信用贷款、担保贷款、抵押贷款等金融服务。二是和大唐电信科技产业集团、海口高新区开发建设有限公司等共同出资发起设立海南信息产业创业投资基金，2011 年完成基金及管理公司的工商注册设立工作，借助于海南省国际旅游岛建设契机，公司计划将金融服务业务建设成为公司的核心业务板块之一。小贷公司自营业以来运营良好，2013 年小贷公司实现净利润 3,960.18 万元。

公司于 2011 年 11 月成立海南信息产业创业投资基金（以下简称“海南信产基金”），基金总规模 2.5 亿元。截至目前，海南信产基金共完成 4 个项目的投资，投资总额 1.09 亿元。

总体看，股权投资是公司利润来源主体，未来，随着公司股权投资业务规模的扩大和参股子公司运营的持续向好，公司盈利将持续增长。同时，中诚信国际注意到，公司对金融服务行业的投资将面临缺少专业知识和人才等方面的考验。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审财务报告。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

表 12：2010~2013 年公司合并范围变动情况

子公司名称	子公司级次	持股比例 (%)	变动情况	变动年份
海南省红岭水利工程建设有限公司	2	100	增加	2010
海南省红岭水利工程建设有限公司	2	100	减少	2012
海南省机场建设投资管理有限公司	2	100	增加	2010
海南海控艾西益商务咨询有限公司	2	50	增加	2010
海南海控资产管理有限公司	2	100	增加	2011
海南海控资本创业投资有限公司	2	100	增加	2011
东方滨海开发建设有限公司	3	80	增加	2011
海南海控燃料化学股份有限公司	2	100	减少	2011
海南海控房地产开发有限公司	2	60	减少	2011
海南海控水利建设有限公司	2	100	增加	2012
海南德明房地产开发有限公司	2	100	增加	2012
海南南华创业投资基金（有限合伙）	2	100	增加	2012
海南新能矿业有限公司	2	51	增加	2012
海南红岭投资开发有限公司	2	100	增加	2013
东方滨海开发建设有限公司	2	80	减少	2013

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

资本结构

近年来，随着海南省政府对公司的多次注资以及公司投资规模不断扩大，公司总资产不断增长。2011~2013 年末，公司总资产分别为 335.16 亿元、336.47 亿元和 376.60 亿元，复合增长率为 6.00%。

从资产结构来看，截至 2013 年末，公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 13.34% 和 86.66%。其中，货币资金 27.98 亿元，占全部流动资产 55.70%；其他应收款 12.73 亿元，主要为海南省土地储备整理交易中心的土地出让金。作为投资控股类公司，长期股权投资是公司最主要的资产，截至 2013 年末，公司长期股权投资账面价值 208.78 亿元，占资产总额的 55.44%。此外，截至 2013 年末，公司拥有无形资产 80.64 亿元，较 2012 年末增加 2.83%，公司无形资产主要为莺歌海盐场 5 万亩的土地使用权。2013 年，根据琼国资函 [2013]256 号，海南省政府国有资产监督管理委员会将三亚海坡原金银岛酒店东侧 43 亩土地（以评估价值作价 28,335.54 万元）注入公司，导致无形资产有所增加。随着西环铁路和莺歌海盐场的动工建设，公司在建项目有所增加，截至 2013 年末，公司在建工程为 11.86 亿元。

表 13：2013 年末公司主要长期股权投资明细

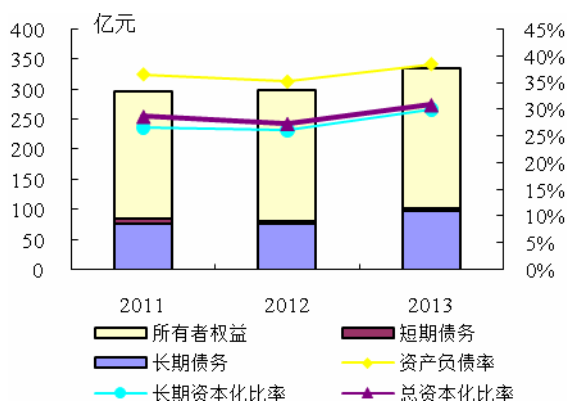
被投资单位	持股比例 (%)	金额 (亿元)
海南东环铁路有限公司	43.75	67.64
中国南方电网有限责任公司	3.20	44.42
海南航空股份有限公司	4.89	20.55
大新华航空有限公司	24.97	14.35
海南矿业股份有限公司	40.00	11.83
国电海控新能源有限公司	34.57	8.41
海南洋浦发展有限公司	65.39	7.16
粤海铁路有限责任公司	16.58	6.65
海口农村商业银行股份有限公司	9.83	5.00
中海石油管道输气有限公司	45.00	3.01
海南八所港务有限公司	26.89	1.88
海南英利新能源有限公司	6.82	1.40
海南海控小额贷款有限公司	35.00	1.03

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

从负债水平来看，2011~2013 年末，公司负债总额分别为 122.81 亿元、118.71 亿元和 145.24 亿

元，复合增长率为 8.75%，与资产的增速基本持平。2013 年公司发行一期 25 亿元公司债券为西环铁路募集资金，致使 2013 年负债增长较快。截至 2013 年末，公司的资产负债率和总资本化率分别为 38.57% 和 30.95%。未来两年，西环铁路等建设项目资金需求将进一步增大公司财务杠杆比率。

图 2：2011~2013 年公司资本结构分析



资料来源：公司提供、中诚信国际整理

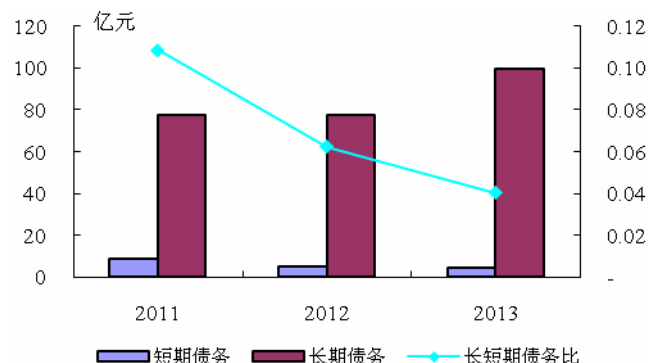
公司负债以非流动负债为主，截至 2013 年末，公司拥有非流动负债 108.54 亿元，占总负债的比例为 74.73%，其中，长期借款余额为 59.86 亿元，主要是东环、西环铁路以及新华航空项目等项目贷款；应付债券为公司于 2011 年 1 月发行规模为 15 亿元的“11 海控债”和 2013 年 1 月发行规模为 25 亿元的“13 海控债”。

从债务结构来看，近年来长期债务快速增长，而短期债务规模有所下降，2011~2013 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.11、0.06 和 0.04，公司以长期债务为主的债务结构不断增强。截至 2013 年末，公司长期债务余额为 99.67 亿元，主要由东环铁路项目国家开发银行 40 亿元贷款、入股大新华航空国家开发银行 12.40 亿元贷款和两期共 40 亿元公司债券构成。以长期债务为主的债务结构主要是由公司业务和经营定位决定，符合运营资金需求。

净资产方面，自公司成立以来，海南省国资委以拨付项目资本金、财政贴息、划拨土地等方式多次向公司增资，2011~2013 年末，公司实收资本分

别为 19.34 亿元、26.19 亿元和 37.06 亿元。资本公积则由政府划转资产、股权投资权益和转增国有资本金等构成，2011~2013 年末，公司资本公积分别为 164.02 亿元、157.15 亿元和 156.58 亿元。此外，公司未分配利润逐年增加，截至 2013 年末，公司未分配利润为 32.99 亿元，较 2012 年末增长 9.09%。

图 3：2011~2013 年公司债务期限结构分析



资料来源：公司提供、中诚信国际整理

总体看，未来随着公司承担省政府大型建设项目的增多和土地一级开发项目实现转让，政府资本金注入和土地收益返还的增加将进一步提升公司资本实力，但西环铁路等大型项目的建设也将进一步加大公司融资压力，负债水平可能有所上升。

盈利能力

2011~2013 年，公司分别实现营业总收入 6.19 亿元、21.93 亿元和 4.36 亿元。2012 年，受益于矿石及房地产销售收入的增加，公司营业总收入增长较大。海南发控子公司海钢集团向海南矿业股份有限公司出售历年遗留的贫矿，总售价 8.57 亿元，当期确认收入 4.28 亿元。此外，和风·江岸等项目已完工促使公司 2012 年实现房地产销售收入 14.00 亿元。2013 年，公司业务盈利能力有所下降，主要是和风·江岸项目销售收入不具有可持续性，未来随着太阳能电池、钨钛资源开发和莺歌海盐场等项目的建成投产，公司收入规模将有所上升。

表 14：2011~2013 年公司营业收入分板块分析

项目	2011		2012		2013	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
土地转让	0.28	100.00	0.81	100.00	0.48	98.97
矿石	2.08	89.44	6.00	97.66	0.15	-3.18
盐业	0.39	39.07	0.18	-25.99	0.20	45.57
酒店业	0.46	85.73	0.53	86.06	0.59	87.12
租金	0.28	45.28	0.19	47.17	0.24	34.04
房产销售	2.59	7.87	14.00	7.40	2.20	7.51
发电	0.01	-2.05	0.11	-47.91	0.23	-21.55
其他	0.11	45.35	0.11	47.22	0.27	77.74
合 计	6.19	49.40	21.93	37.41	4.36	33.97

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

从营业毛利率看，2011~2013 年，公司营业毛利率分别为 49.40%、37.41%和 33.97%。2012 年，公司房地产销售收入占比从 41.89%上升至 63.84%，导致公司营业毛利率大幅下降至 37.41%。2013 年，公司房地产占营业收入的 50.46%，公司营业毛利率较上年有所下降。

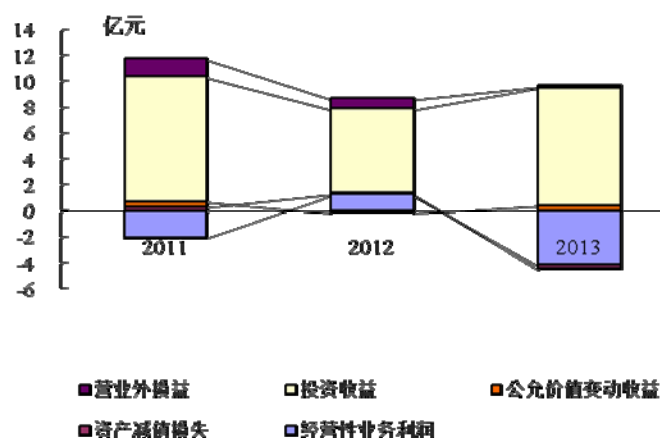
表 15：2011~2013 年公司期间费用变化

	2011	2012	2013
销售费用(亿元)	0.36	0.42	0.45
管理费用(亿元)	1.74	1.80	2.14
财务费用(亿元)	2.56	3.15	2.53
三费合计(亿元)	4.66	5.37	5.12
营业总收入(亿元)	6.19	21.93	4.36
三费收入占比(%)	75.21	24.48	117.51

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

期间费用方面，2011~2013 年，公司期间费用呈先升后降的趋势，主要受财务费用波动影响。财务费用在三费中占比最大，主要由于公司业务整体盈利能力较弱，大量的基建项目和股权投资资金多来源于外部融资。2012 年，受益于营业收入的大幅提升，三费收入占比从 75.21%下降至 24.48%。2013 年公司三费收入有所下降但由于公司营业收入大幅下降，三费占比维持在较高水平。

图 4：2011~2013 年公司利润总额构成图



资料来源：公司提供、中诚信国际整理

利润总额方面，2011~2013 年，海南发控分别实现利润总额 9.62 亿元、8.45 亿元和 5.10 亿元，其中经营性业务利润分别为-2.07 亿元、1.23 亿元和 -4.20 亿元，呈波动变化。公司作为投资控股型企业，投资收益和政府补贴等营业外收入是利润总额的主要来源。2011~2013 年，海南发控分别实现投资收益 9.60 亿元、6.49 亿元和 9.03 亿元，主要来源于参股子公司海南矿业、海南航空和大新华航空等；分别收到政府补贴 1.36 亿元、0.77 亿元和 0.33 亿元，呈下降趋势，主要为鹿回头国宾馆转让投资性房地产相关税费返还等。

表 16：2011~2013 年公司投资收益明细（亿元）

	2011	2012	2013
成本法核算的长期股权投资收益	1.01	1.08	1.09
其中：大新华航空	1.01	1.08	0.99
权益法核算的长期股权投资收益	8.00	5.06	7.27
其中：海南矿业	4.89	2.82	4.92
海南航空	1.99	1.00	1.03
美兰机场	0.43	0.57	0.51
中海管道公司	0.43	0.47	0.42
理财产品收益	0.60	0.34	0.65
处置长期股权投资产生的投资收益	-0.02	0.00	0.02
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	0.02	0.02	0.01
合 计	9.60	6.49	9.03

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

总体来看，公司投资收益和政府补贴提升了公司的整体盈利。未来，泰鑫矿业钛矿的开发将增大公司收入规模，现有参股公司业绩持续向好和水电项目建成投产以及公司金融板块的发展将有望提升公司的投资收益水平，公司整体盈利能力将呈现增长态势。

现金流

2011~2013 年，公司经营活动净现金流分别为 1.67 亿元、5.39 亿元和 1.55 亿元。2012 年，和凤、江岸等项目相继建设完成并实现销售，使得库存商品余额大幅下降，同时项目的开发成本也从存货中结转，导致了经营活动净现金流的明显改善。

公司投资活动净现金流一直为负，2013 年公司实现投资活动净现金流-20.31 亿元，相比 2012 年整体投资规模有所增加。2013 年公司投资所支付的现金为 20.80 亿元，较上年增长 15.27 亿元。

筹资活动现金流方面，由于公司在 2013 年发行了规模为 25 亿元的公司债券，因此 2013 年公司筹资活动现金流入金额较大。

表 17：2011~2013 年公司现金流结构分析（亿元）

	2011	2012	2013
经营活动产生现金流入	14.13	15.92	9.73
经营活动产生现金流出	12.46	10.53	8.18
经营活动净现金流	1.67	5.39	1.55
投资活动产生现金流入	7.02	11.28	9.76

投资活动产生现金流出	23.39	15.23	30.07
投资活动净现金流	-16.37	-3.96	-20.31
筹资活动产生现金流入	27.61	11.14	39.56
其中：吸收投资所收到的现金	6.22	5.17	10.54
借款所收到的现金	0.13	3.72	1.33
筹资活动产生现金流出	11.02	14.41	13.52
其中：偿还债务所支付的现金	6.61	7.43	4.66
筹资活动净现金流	16.59	-3.28	26.03
现金及现金等价物净增加额	1.89	-1.85	7.28

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

偿债能力

从偿债能力指标来看，2013 年，25 亿元公司债券的发行降低了 EBITDA 对债务的覆盖能力。2013 年，公司 EBITDA 为 9.21 亿元，较上年略有下降，另外受债务规模上升影响，公司总债务/EBITDA 上升至 11.26 倍，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所下降；同期 EBITDA 利息保障系数为 3.36 倍。由于 2011~2013 年海南省政府对公司项目贷款和企业债券进行持续贴息，公司利息支出规模较小，使得公司偿债能力财务指标表现相对较好。

表 18：公司 2011~2013 年偿债能力分析

	2011	2012	2013
长期债务(亿元)	77.30	77.29	99.67
总债务(亿元)	85.70	82.12	103.69
EBITDA(亿元)	13.19	12.79	9.21
经营活动净现金流(亿元)	1.67	5.39	1.55
总债务/EBITDA(X)	6.50	6.42	11.26
经营净现金流/总债务(X)	0.02	0.07	0.01
EBITDA 利息保障系数	4.33	3.58	3.36
经营活动净现金流利息保障系数	0.55	1.51	0.57

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

根据公司长期债务还款计划来看，2012~2016 年公司的偿债压力较小，但“11 海控债”15 亿元公司债券、“13 海控债”25 亿元公司债券和本期 12 亿元公司债券到期时间较为集中，公司将存在一定偿还压力。未来，项目投入带来的债务规模扩张也将对公司的偿债能力提出一定挑战。

或有负债方面，截至 2013 年底，公司提供对外担保 7.47 亿元，整体来看，被担保企业运营良好，公司或有风险较小。

表 19：截至 2013 年末公司对外担保情况

被担保人	起止时间	担保金额 (万元)	反担保 措施
粤海铁路 有限责任 公司	1999.4.12~2024.4.11	38,628	--
海南东环 铁路有限 公司	--	19,028	公司按股 比提供担 保
海南省地 产(集团) 有限公司	--	17,000	--
合计	--	74,656	--

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2013 年末，公司通过抵押和质押资产累计获得各类金融机构贷款 67.34 亿元，抵押和质押资产的账面价值为 72.41 亿元。

银行授信方面，截至 2013 年末，公司银行授信额度总计 239.45 亿元，其中未使用授信额度为 172.11 亿元。

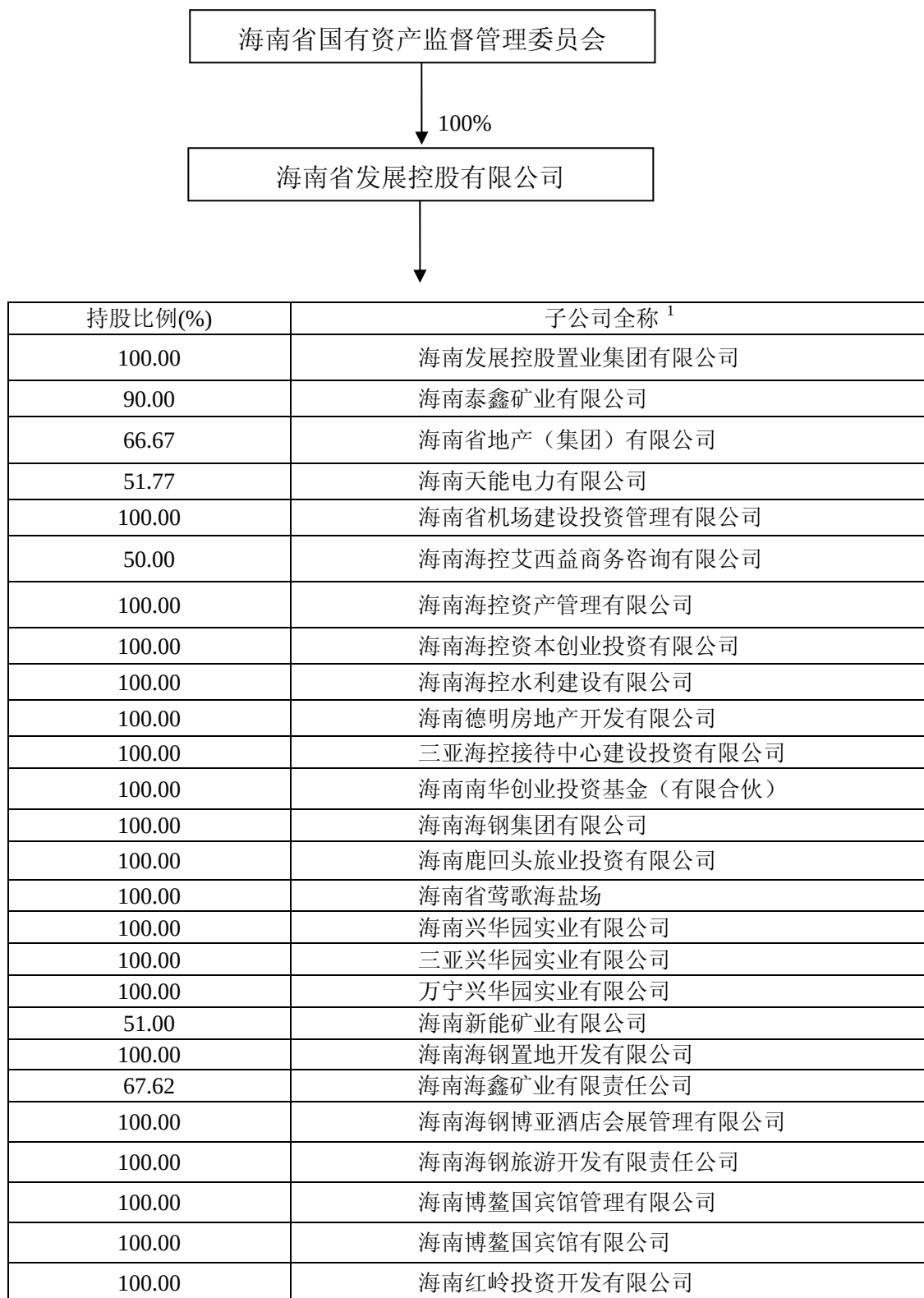
评级展望

中诚信国际肯定了在建设海南国际旅游岛国家战略实施的背景下，海南经济社会发展为公司提供的良好的经营环境；公司作为海南省属最大的综合性投资控股公司，获得了海南省政府在政策、资金、资产划拨等方面的大力支持；同时公司拥有的优质股权资产和土地储备能够为公司偿债和业务发展提供保障。另外，中诚信国际也关注到公司在建项目较多，未来存在一定的资本支出压力；公司承担了部分政策性投资项目，未来的投资回报存在不确定性等因素对公司发展的影响。总体上，中诚信国际认为公司在未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

结 论

综上，中诚信国际维持公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“11 海控债”、“13 海控债”和“14 海控债 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

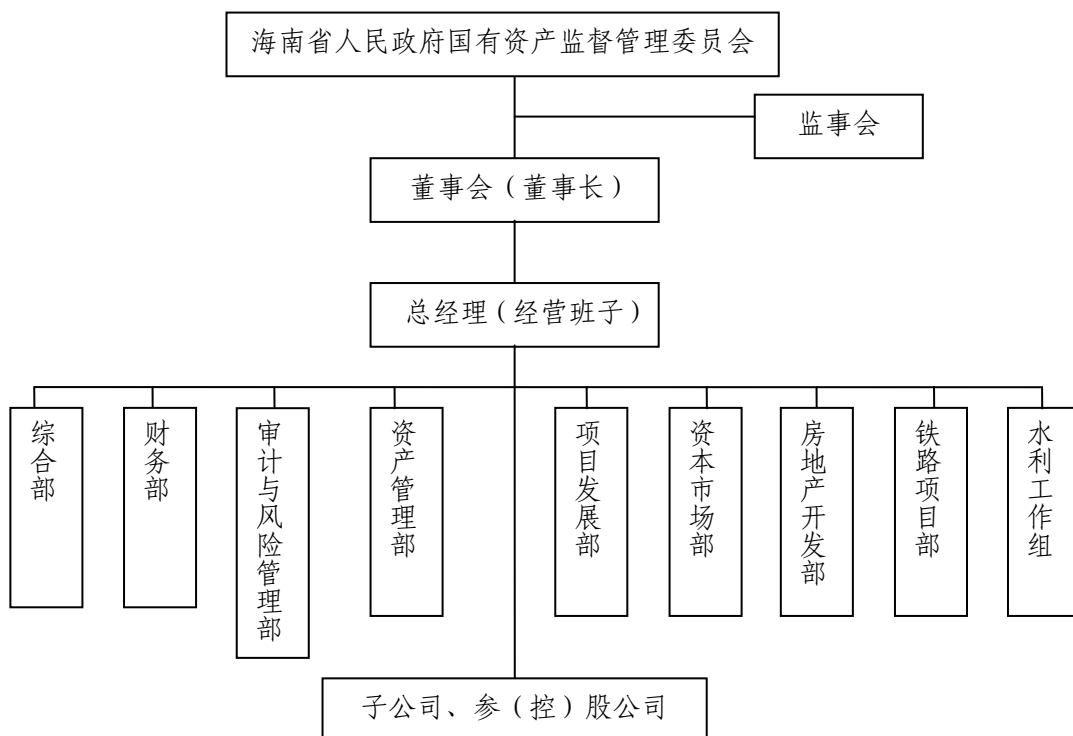
附一：海南省发展控股有限公司股权结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

¹ 表中列示为 2013 年公司合并报表子公司

附二：海南省发展控股有限公司组织结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

附三：海南省发展控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	251,079.08	207,026.36	279,810.57
短期投资(交易性金融资产)	16,320.17	14,630.79	18,433.24
应收账款净额	2,299.43	18,352.02	5,133.90
存货净额	172,808.12	53,198.59	55,540.77
其他应收款	62,148.41	126,724.93	127,266.39
长期投资	1,710,595.15	1,840,497.43	2,087,846.96
固定资产(合计)	229,579.00	220,397.18	297,427.50
总资产	3,351,637.25	3,364,728.29	3,765,994.22
其他应付款	122,497.77	68,200.08	80,063.27
短期债务	84,036.00	48,294.00	40,212.60
长期债务	773,000.27	772,897.14	996,658.85
总债务	857,036.27	821,191.14	1,036,871.45
净债务	605,957.19	614,164.78	757,060.87
总负债	1,228,050.72	1,187,135.90	1,452,443.73
财务性利息支出	27,685.59	33,165.31	26,815.59
资本化利息支出	2,756.51	2,569.26	592.86
所有者权益(含少数股东权益)	2,123,586.52	2,177,592.39	2,313,550.49
营业总收入	61,897.07	219,335.37	43,561.54
三费前利润	25,851.94	66,026.39	9,220.66
投资收益	96,036.79	64,939.09	90,346.97
EBIT	123,878.85	117,679.55	77,860.88
EBITDA	131,945.12	127,907.18	92,077.88
经营活动产生现金净流量	16,672.01	53,870.90	15,541.39
投资活动产生现金净流量	-163,727.60	-39,557.09	-203,104.15
筹资活动产生现金净流量	165,944.43	-32,766.53	260,346.98
现金及现金等价物净增加额	18,888.84	-18,452.72	72,784.21
资本支出	111,611.36	69,292.82	88,565.58
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	49.40	37.41	33.97
三费收入比(%)	75.21	24.48	117.51
EBITDA/营业总收入(%)	213.17	58.32	211.37
总资产收益率(%)	4.00	3.50	2.18
流动比率(X)	1.28	1.28	1.37
速动比率(X)	0.86	1.12	1.22
存货周转率(X)	0.27	1.21	0.53
应收账款周转率(X)	15.23	21.24	3.71
资产负债率(%)	36.64	35.28	38.57
总资本化比率(%)	28.75	27.38	30.95
短期债务/总债务(%)	9.81	5.88	3.88
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.07	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.20	1.12	0.39
经营活动净现金/利息支出(X)	0.55	1.51	0.57
总债务/EBITDA(X)	6.50	6.42	11.26
EBITDA/短期债务(X)	1.57	2.65	2.29
EBITDA 利息倍数(X)	4.33	3.58	3.36

注：公司各年财务报告根据新会计准则编制。2011~2013 年利息支出规模较小的原因主要为海南省政府对公司项目贷款和企业债券进行贴息，公司 2013 年共收到贴息资金 34,163.75 万元，其中东环铁路项目贷款贴息资金 11,953.75 万元、西环提速改造项目贴息 1,500 万元、“11 海控债”贴息 6,960 万元、“13 海控债”贴息 13,750 万元。

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 营业成本合计/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额/ 应收账款平均净额

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+所有者权益（含少数股东权益））

附五：主体信用等级的符号及定义

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	受评对象不能偿还债务。

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。

附六：债券信用等级的符号及定义

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，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。