

信用等级通知书

信评委函字 [2013]跟踪319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2012年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司2011年15亿元公司债券、2013年25亿元公司债券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⁺的主体信用等级和AA⁺的债项信用等级，评级展望为稳定。

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

二零一三年六月二十八日

海南省发展控股有限公司 2013 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 ⁺

概况数据

海南控股	2010	2011	2012	2013.3
总资产 (亿元)	284.13	335.16	336.47	362.64
所有者权益 (含少数股东权益) (亿元)	182.14	212.36	217.76	219.53
总负债 (亿元)	101.98	122.81	118.71	143.11
总债务 (亿元)	75.36	85.70	82.12	106.32
营业总收入 (亿元)	8.09	6.19	21.93	0.54
EBIT (亿元)	11.74	12.39	11.77	-
EBITDA (亿元)	13.05	13.19	12.79	-
经营活动净现金流 (亿元)	0.19	1.67	5.39	0.15
营业毛利率 (%)	48.99	49.40	37.41	69.74
EBITDA/营业总收入 (%)	161.28	213.17	58.32	-
总资产收益率 (%)	4.93	4.00	3.50	1.40*
资产负债率 (%)	35.89	36.64	35.28	39.46
总资本化比率 (%)	29.26	28.75	27.38	32.63
总债务/EBITDA (X)	5.77	6.50	6.42	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.04	4.21	3.64	-

注：公司各年财务报告根据新会计准则编制，2013 年一季度财务报告未经审计；带星号的指标经过年化处理

分析师

项目负责人：关 飞 fguan@ccxi.com.cn

项目组成员：刘礼彬 lbliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 6 月 28 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“海南控股”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”的债项信用等级为 **AA⁺**；维持“13 海控债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际肯定了公司良好的经营环境、海南省政府对公司有力的支持以及公司优质的股权资产和土地储备等对公司未来发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到公司资本支出压力大、盈利能力偏弱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。2012 年海南省实现地区生产总值 2,855.26 亿元，同比增长 9.1%；完成固定资产投资 2,145.38 亿元，同比增长 33.1%。2012 年海南省实现地方公共财政收入 409.44 亿元，同比增长 20.4%。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，未来基础设施建设工程的建设量存在一定的不确定性，资本支出压力仍然较大。
- **公司盈利能力较弱。**公司作为海南省大型基础设施建设工程的投资主体，承担了大量政策性投资项目投资，盈利能力偏低，公司盈利主要来自投资收益。

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或不定期跟踪评级。

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。

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。

截至 2013 年 3 月末，西环铁路项目累计投资 26,320 万元。项目新建“三亚站—凤凰机场段”中铁七局项目部站前 1 标段，其中累计完成涵洞折合成涵 413.37 延米；新凤凰 2 号隧道采用 CRD 工法累计完成 40 米，路基土石方开累完成 43.1 万立方米，占标段总量的 58.51%；桥梁基础 52 个，完成隧道开挖 CRD 法第二步累计 40 米，下端面右下角 17 米，左下角 17 米；围岩为五级弱风化花岗岩；仰拱 6 米，明洞开挖累计 115 米，累计折合成洞 114 米，占标段总量的 8.2%。此外，“凤凰机场—海口段”初步设计已获部省联合批复，目前正式进入施工图设计阶段，预计 2013 年 9 月开工。

近期关注

海南省经济保持稳定较快增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的经营环境

2012 年，海南省实现地区生产总值 2,855.26 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.1%。分产业看，第一产业增加值 711.47 亿元，增长 6.3%；第二产业增加值 803.67 亿元，增长 10.9%；第三产业增加值 1,340.12 亿元，增长 9.4%。2012 年，海南省人均地区生产总值 32,374 元，按当年年平均汇率折算为 5,147 美元，标志着海南省经济发展进入了一个新的阶段。

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。2012 年海南省完成固定资产投资 2,145.38 亿元，比上年增长 33.1%。分产业看，第一产业投资 30.03 亿元，增长 1.6 倍；第二产业投资 394.36 亿元，增长 29.4%；第三产业投资 1720.98 亿元，增长 32.9%。2012 年海南省 265 个重点项目完成投资 1,370 元亿元，比上年增长 77.9%，完成年度计划投资的 117.8%。

随着经济的稳步发展，海南省财政实力也不断增强。2012 年海南省地方公共财政收入较好完成年度预期目标，各项重点支出得到较好保障。全年全口径公共财政收入 770.87 亿元，比上年增长 11.7%。其中，地方公共财政收入 409.44 亿元，同比增长 20.4%。财政支出结构继续向保重点、保民生、保稳定方向倾斜。全年地方公共财政支出 918.58 亿元，比上年增长 17.9%。其中，教育支出 157.89 亿元，增长 27.3%；住房保障支出 44.16 亿元，增长 25.5%；城乡社区事务支出 53.99 亿元，增长 26.7%；医疗卫生支出 59.86 亿元，增长 20.9%；农林水事务支出 123.42 亿元，增长 18.4%；社会保障和就业支出 106.00 亿元，增长 11.3%；文化体育与传媒支出 19.86 亿元，增长 15.3%；交通运输支出 67.66 亿元，增长 26.8%。

总体来看，2012 年海南省经济保持稳定较快增长，财政实力不断增强。但受全国经济增速放缓以及房地产市场调控继续从紧影响，海南省经济增速不如预期，产业基础薄弱仍然是海南省经济的主要问题。

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。

截至 2013 年 3 月末，公司已完成土地收储 5,971 亩，累计支付价款总额为 7.58 亿元。未来土地收储方面，西环铁路项目配套土地大约 5,000 亩，同时，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 2013 年计划完成 1,473 亩土地的征收工作。

表 1：截至 2013 年 3 月末公司土地收储计划

土地项目	面积（亩）	预计成本（亿元）	2013 年计划收储（亩）
东环万宁	1,261	11.45	403
乐东滨海	5,000	25.21	1,070
屯昌城北	6,000	20.66	-
合计	12,261	57.32	1,473

资料来源：公司提供

土地出让方面，截至 2013 年 3 月末，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 2,838 亩，出让金额 17.42 亿元，其中公司已获得收益 6.58 亿元。土地出让计划方面，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，截至目前尚未完成出让，预计出让时间分别推迟至 2013 年 9 月和 12 月。

表 2：截至 2013 年 3 月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	695	1.2	8	2013.09
东环万宁	332	0.83	4.98	2013.12
合计	1,027	2.03	12.98	

资料来源：公司提供

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。

表 3：截至 2013 年 3 月公司房地产项目概况

项目名称	项目总投资（亿）	预计完工日期	预售款（亿元）	累计完成投资比例	性质
和风鑫苑项目	4.27	2013.12	2.6	63.34%	商品房
莺歌海盐场棚户区改造项目	1.16	2014.12	0.4	44.54%	非主业 职工安居工程
合计	5.43		3.0		

资料来源：公司提供

商业地产方面，公司全资子公司海南鹿回头国宾馆有限公司于 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。截止目前，项目已办理工程竣工验收工作，已通过质监站验收，正在办理工程资料的整理、归档及后期手续，并开展竣工决算等收尾工作。

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 2013 年 5 月 31 日，已累计投资 2.75 亿元。项目建设资金由海南省财政和三亚海控建投各承担 50%。海南省财政已陆续拨付项目建设资金 2.85 亿元。截至 2013 年 3 月末，项目五栋主体建筑全面封顶。根据进度计划安排，项目将于 2013 年底完工，2014 年春节前对外营业。

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，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%。2012 年粤海铁路公司实现营业收入 17.71 亿元，增长 11.59%；旅客发送量 1,189.66 万人，增长 8%；实现净利润 216.91 万元。2013 年一季度粤海铁路公司实现营业收入 5.04 亿元，同比增长 19.9%；旅客发送量 381 万人，同比增长 19%；实现净利润 1,972 万元。受春运高峰的影响，2013 年一季度粤海铁路公司实现净利润较高。

在建项目方面，公司未来几年重点建设项目为西环铁路项目。截至 2013 年 3 月末，西环铁路项目累计投资 26,320 万元。2011 年，公司成立全资子公司海南海控水利建设有限公司承担红岭灌区工程的建设。2012 年，红岭灌区项目前期工程继续开展。《工程项目建议书》于 2012 年 6 月 29 日获国家发改委正式批复。目前，红岭灌区工程初步设计及施工图设计招标各项工作已同步启动。

合作开发建设项目方面，2011 年公司与中国国电集团公司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。公司将持有的红岭水利工程建设有限公司 100%的股权（包含红岭水利枢纽工程项目）注入新能源公司。公司持股新能源公司 45%的股权，故红岭水利枢纽工程项目不再纳入公司在建项目。

此外，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。

总体来看，公司基础设施建设项目继续按计划开展，未来投资压力较大。公司土地运营与重大基础设施联动，未来的土地出让收益一定程度上支撑了基础设施的投资建设。

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

公司能源化工板块的业务以参股为主，业务类

型主要包括天然气、LNG 和太阳能。

天然气业务方面，公司持有中海石油管道输气有限公司（以下简称“中海管道公司”）45%的股权。中海管道公司是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。截至 2012 年末，中海管道公司总资产 10.49 亿元，净资产 6.74 亿元；2012 年中海管道公司实现利润总额 1.49 亿元，净利润 1.05 亿元。2012 年公司按照股比确认投资收益 4,732.63 万元，收到现金分红 5,253 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（以下简称“中海天然气”）负责海南液化天然气（LNG）站线项目（以下简称“海南 LNG 项目”）。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新能源公司。截至 2013 年 3 月 28 日，项目投资额累计完成 48.21%。

太阳能光伏方面，子公司海南天能电力有限公司（以下简称“天能电力”）于 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。天能电力还申请获批了一批光伏发电项目，主要包括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、屯昌农光互补项目、三沙独立光伏项目和临高风光互补项目等。项目内容为利用建筑的屋顶建设太阳能电站，总投资共计 6.98 亿元，其中可获得财政部金太阳补助资金 4.19 亿元，公司的投资压力不大，项目发展前景良好。

此外，由于其他股东增资，公司对海南英利新能源有限公司（以下简称“英利新能源”）的持股比例由 10.99%下降为 6.82%。2012 年英利新能源实现营业收入 27.56 亿元，净利润-0.60 亿元。由于公司持股比例较低，因此对英利新能源的长期股权投资按成本法核算，2012 年公司未确认英利新能源投资收益。

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下降

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。

截至 2012 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，剩余货款将在三年内结清。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。截至 2012 年末，海钢集团总资产为 68.32 亿元，净资产为 64.03 亿元。公司同时持有海南矿业股份有限公司 40% 的股权。2012 年，公司实现相关投资收益 2.82 亿元，较上年有所下降。

小额贷款业务顺利开展，盈利高于预期；创业投资基金已逐步开始运作

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，2012 年海南航空股份有限公司（以下简称“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% 变为 4.89%。2012 年公司实现海南航空投资收益 1 亿元，收到现金分红 3,571 万元。

金融业务方面，海南海控小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”）于 2011 年 10 月开始正式营业，2012 年小贷公司实现利润 3,101.87 万元，高于 2011 年预期水平。2013 年一季度，小贷公司实现利润 1,201.17 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 3 个项目的投资，投资总额 7,931.42 万元。

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 2012 年财务报告，以及 2013 年一季度未经审计的

财务报告。

表 4：2012 年公司合并范围变动情况

子公司名称	持股比例（%）	新增/减少
海南海控水利建设有限公司	100	新增
海南德明房地产开发有限公司	100	新增
三亚海控接待中心建设投资有限公司	100	新增
海南南华创业投资基金（有限合伙）	100	新增
海南新能矿业有限公司	51	新增
海南省红岭水利工程建设有限公司	100	减少

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

注：公司原持有海南新能矿业有限公司 49% 股份，2012 年 5 月公司与枣庄矿业（集团）有限责任公司签订股权转让协议，以 490.00 万元转让 49% 股权；2012 年 7 月公司与抚顺矿业集团有限责任公司签订股权转让协议，以 510.00 万元取得海南新能矿业有限公司 51% 股权，截至审计报告出具日，相关工商变更登记尚未完成。

除上述新增或减少的子公司外，公司对海南天能电力有限公司的持股比例由 50% 增加为 63.37%。

资本结构

2012 年，公司总资产为 336.47 亿元，比 2011 年略有增加。公司总资产仍以非流动资产为主，截至 2012 年末，公司非流动资产在总资产中占比为 86.75%，非流动资产在总资产中占比有所增加。非流动资产中主要为长期股权投资、无形资产和其他非流动资产。

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 2012 年末，公司长期股权投资账面价值为 184.05 亿元，较 2011 年增加 7.59%。公司的无形资产主要包括土地使用权、软件和探矿权。2012 年公司无形资产较上年有所减少，根据海南省国资委“琼国资函[2011]461”《关于省莺歌海盐场 6000 亩土地无偿划转事宜的批复》，子公司海南省莺歌海盐场将价值 5.16 亿元的土地无偿划转给海南省交通投资控股有限公司，是导致无形资产减少的主要原因。

截至 2013 年 3 月末，公司总资产为 362.64 亿元，其中非流动资产占比为 82.57%，非流动资产中长期股权投资余额为 189.66 亿元。

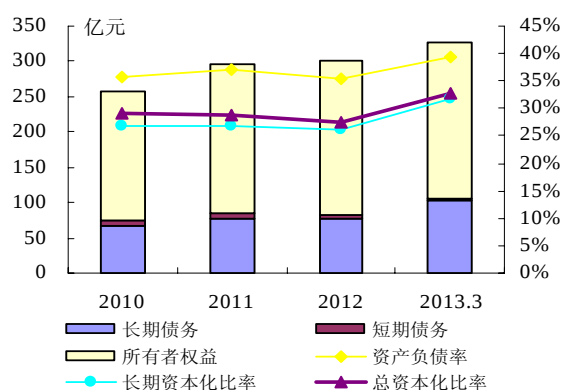
负债方面，截至 2012 年末，公司总负债为

118.71 亿元，资产负债率为 35.28%，略有下降。总负债中非流动负债占比为 70.57%，非流动负债中主要是长期借款和应付债券。截至 2012 年末，公司长期借款余额为 62.37 亿元，主要是东环、西环铁路以及鹿回头宾馆改扩建等项目贷款。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”。

截至 2013 年 3 月末，公司总负债为 143.11 亿元，较 2012 年末明显增加。公司于 2013 年 1 月发行规模为 25 亿元的“13 海控债”，是负债增加的主要原因。

截至 2012 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 217.76 亿元，比上年略有增加。截至 2013 年 3 月末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 219.53 亿元。

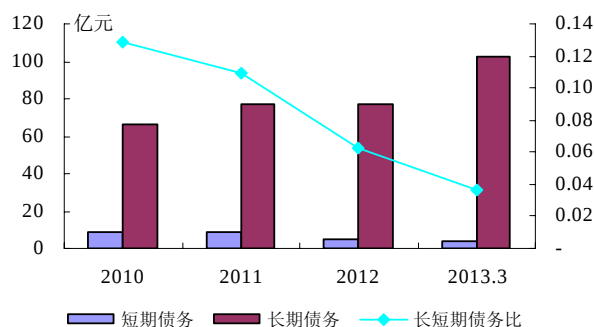
图 1：2010~2012 年及 2013 年一季度公司资本结构



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

截至 2012 年末，公司总债务为 82.12 亿元，比上年有所下降。公司在 2013 年 1 月份发行规模 25 亿元的公司债券，导致公司债务规模明显上升。截至 2013 年 3 月末，公司总债务为 106.32 亿元。债务结构方面，受应付债券增加的影响，2011 年以来公司长期债务在总债务中占比逐年上升。2012 年末和 2013 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.06 和 0.04。

图 2：2010~2012 年及 2013 年一季度公司债务结构



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

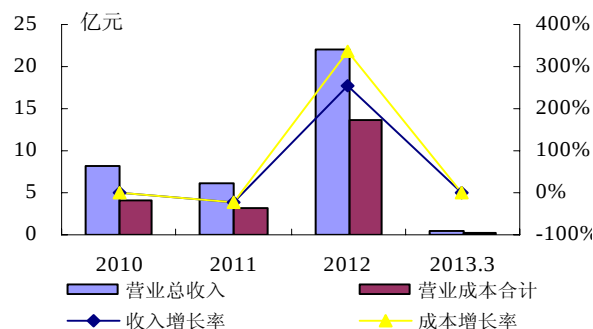
总体来看，和上年相比，2012 年公司资本结构相对稳定。受 2013 年 1 月发行规模为 25 亿元的公司债券影响，公司在 2013 年的债务规模明显增大。随着西环铁路等大型基础设施项目的推进，公司负债水平面临进一步上升的压力。

盈利能力

2012 年公司实现营业总收入 21.93 亿元，其中主营业务收入 21.85 亿元，较上年大幅增加。分业务板块来看，矿石及房地产销售收入的增加是主营业务收入增加的主要来源。2012 年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；和风·江岸项目已完工，2012 年及 2013 年一季度共实现销售收入 8.62 亿元。除盐业和租金收入外，其他业务板块收入也均有不同程度增加。

毛利率方面，2012 年公司营业毛利率为 37.41%，较上年有所下降。在主营业务中占比最大的房地产销售业务毛利率由上年的 7.87% 下降至 7.4%；盐业的经营性利润为负，毛利率为 -25.99%。上述两个业务板块毛利率的下降是导致公司营业毛利率下降的原因。

图 3：2010~2012 年及 2013 年一季度公司盈利能力

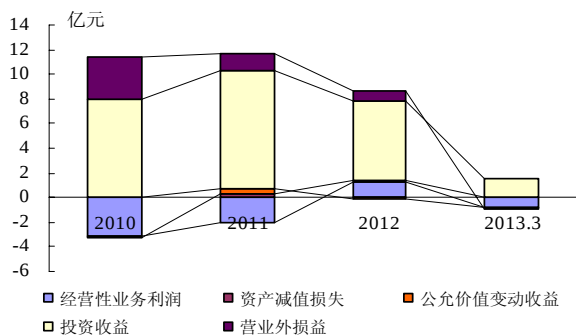


资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

期间费用方面，2012 年公司期间费用共计 5.37 亿元，比上年有所增加。由于公司 2012 年营业收入大幅增加，导致三费收入占比由 2011 年的 75.30% 大幅下降至 24.48%。需要关注的是，本期营业收入的增加来源于贫矿的销售及和风·江岸项目的预售款，未来不可持续。从可持续的收入来源方面看，公司的期间费用仍然处在一个较高的水平。

利润构成方面，受营业收入大幅增加影响，公司 2012 年经营性业务利润由负转正。但总体来看，公司利润总额仍然依赖投资收益。2012 年，公司实现利润总额 8.45 亿元，其中投资收益 6.49 亿元。

图 4：2010~2012 年及 2013 年一季度公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看，公司 2012 年营业收入明显增加，但期间费用仍处在一个较高的水平。公司经营性利润有负转正，但盈利仍较依赖投资收益。

现金流及偿债能力

2012 年公司经营活动净现金流为 5.39 亿元。和风·江岸项目在 2012 年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。

投资活动现金流方面，2012 年公司投资活动净现金流为-3.96 亿元，相比 2011 年整体投资规模有所减小。2012 年公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.93 亿元，较上年下降 37.92%。

筹资活动现金流方面，由于公司在 2011 年发行了规模为 15 亿元的公司债券，因此 2011 年公司筹资活动现金流入金额较大。受筹资活动现金流入大幅下降影响，2012 年公司筹资活动净现金流由正

转负，为-3.28 亿元。

随着经营活动净现金流的显著增加，经营活动净现金流对总债务及利息支出的覆盖能力有所增强。2012 年，公司总债务/经营活动净现金流为 15.24 倍，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力仍然不足；经营活动净现金流利息保障系数为 1.53 倍，经营活动净现金流对利息支出能够覆盖。

2012 年公司 EBITDA 为 12.79 亿元，较上年略有下降。2012 年公司总债务/EBITDA 为 6.42 倍，EBITDA 对总债务的覆盖能力相对稳定；同期 EBITDA 利息保障系数为 3.64 倍，对利息支出的覆盖能力良好。

表 5：2010~2012 年及 2013 年一季度公司偿债能力分析

	2010	2011	2012	2013.3
长期债务（亿元）	66.79	77.30	77.29	102.61
总债务（亿元）	75.36	85.75	82.12	106.32
EBITDA（亿元）	13.05	13.24	12.79	-
资产负债率（%）	35.85	37.08	35.28	39.46
总资本化比率（%）	29.26	28.90	27.38	32.63
经营活动净现金流利息保障系数（X）	0.05	0.53	1.53	-
EBITDA 利息保障系数（X）	3.04	4.22	3.64	-
总债务/EBITDA（X）	5.77	6.48	6.42	-

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

或有负债方面，截至 2013 年 3 月末，公司对外担保余额为 45,157 万元。

表 6：截止 2013 年 3 月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	2006.7.11~2024.4.11	40,737	
海南英利新能源有限公司	2010.5.26~2016.5.26	1,120	公司按股比提供担保
海南英利新能源有限公司	2010.6.28~2.16.6.28	3,300	公司按股比提供担保

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2013 年 3 月末，公司共通过抵押或质押账面价值 88.74 亿元的资产累计获得各类金融机构贷款共计 64.43 亿元。

银行授信方面，截至 2013 年 3 月末，公司银行授信额度总计 168.10 亿元，其中未使用授信额度为 104.76 亿元。

结 论

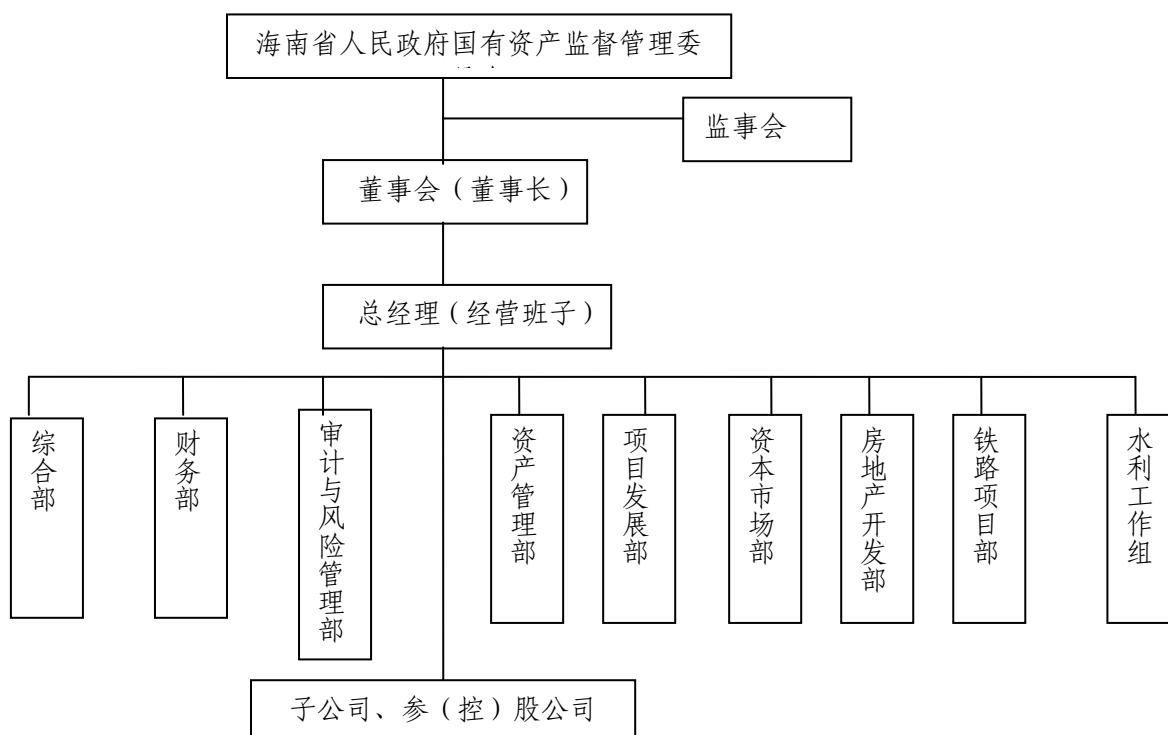
综上，中诚信国际维持公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“11 海控债”的债项信用等级为 **AA⁺**；维持“13 海控债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：海南省发展控股有限公司股权结构图（截至 2013 年 3 月末）



¹ 表中列示为 2012 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 3 月末）



附三：海南省发展控股有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	206,590.24	251,079.08	207,026.36	391,457.79
短期投资(交易性金融资产)	6,252.27	16,320.17	14,630.79	14,610.88
应收账款净额	5,829.67	2,299.43	18,352.02	9,858.98
存货净额	60,558.42	172,808.12	53,198.59	55,122.76
其他应收款	110,179.67	62,148.41	126,724.93	156,816.80
长期投资	1,563,572.08	1,710,595.15	1,840,497.43	1,896,566.89
固定资产(合计)	108,443.28	229,579.00	220,397.18	240,421.88
总资产	2,841,287.06	3,351,637.25	3,364,728.29	3,626,364.83
其他应付款	92,968.52	122,497.77	68,200.08	80,430.56
短期债务	85,700.00	84,036.00	48,294.00	37,100.00
长期债务	667,850.00	773,000.27	772,897.14	1,026,072.60
总债务	753,550.00	857,036.27	821,191.14	1,063,172.60
净债务	546,959.76	605,957.19	614,164.78	671,714.82
总负债	1,019,842.28	1,228,050.72	1,187,135.90	1,431,103.52
财务性利息支出	36,828.84	27,685.59	33,165.31	-
资本化利息支出	6,084.08	3,678.81	1,936.26	-
所有者权益(含少数股东权益)	1,821,444.78	2,123,586.52	2,177,592.39	2,195,261.30
营业总收入	80,942.45	61,897.07	219,335.37	5,443.33
三费前利润	19,822.74	25,851.94	66,026.39	3,373.78
投资收益	78,794.86	96,036.79	64,939.09	15,380.90
EBIT	117,394.95	123,878.85	117,679.55	-
EBITDA	130,543.04	131,945.12	127,907.18	-
经营活动产生现金净流量	1,934.57	16,672.01	53,870.90	1,508.31
投资活动产生现金净流量	-31,279.70	-163,727.60	-39,557.09	-60,455.09
筹资活动产生现金净流量	988.84	165,944.43	-32,766.53	243,378.21
现金及现金等价物净增加额	-28,356.30	18,888.84	-18,452.72	184,431.43
资本支出	21,239.34	111,611.36	69,292.82	18,550.90
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	48.99	49.40	37.41	69.74
三费收入比(%)	63.68	75.21	24.48	208.36
EBITDA/营业总收入(%)	161.28	213.17	58.32	-
总资产收益率(%)	4.93	4.00	3.50	1.40*
流动比率(X)	1.49	1.28	1.28	1.86
速动比率(X)	1.29	0.86	1.12	1.70
存货周转率(X)	1.05	0.27	1.21	0.12*
应收账款周转率(X)	18.27	15.23	21.24	1.54*
资产负债率(%)	35.89	36.64	35.28	39.46
总资本化比率(%)	29.26	28.75	27.38	32.63
短期债务/总债务(%)	11.37	9.81	5.88	3.49
经营活动净现金/总债务(X)	0.00	0.02	0.07	0.01*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.20	1.12	0.16*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.05	0.53	1.53	-
总债务/EBITDA(X)	5.77	6.50	6.42	-
EBITDA/短期债务(X)	1.52	1.57	2.65	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.04	4.21	3.64	-

注 1：公司各年财务报告根据新会计准则编制，2013 年一季度财务报告未经审计；带星号的指标经过年化处理

注 2：公司未提供 2013 年一季度财务性利息支出和资本化利息支出

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。