

海南省发展控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；

维持“13海控债/13海发控”、“14海控债01/14海控01”和“14海控债02/14海控02”的信用等级为AA⁺。

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

二零一八年十月二十六日

海南省发展控股有限公司 2018 年度跟踪评级报告

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	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
13 海控债/13 海发控	25	2013.01.24~2020.01.24	AA ⁺	AA ⁺
14 海控债 01/14 海控 01	12	2014.05.16~2021.05.16	AA ⁺	AA ⁺
14 海控债 02/14 海控 02	12	2014.12.04~2021.12.04	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

海南发控（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	556.24	594.02	607.24
所有者权益合计（亿元）	373.68	391.71	384.27
总负债（亿元）	182.56	202.30	222.97
总债务（亿元）	130.88	133.89	149.14
营业总收入（亿元）	5.47	9.95	9.13
净利润（亿元）	0.99	0.19	2.71
EBIT（亿元）	8.79	4.66	7.18
EBITDA（亿元）	11.22	7.35	9.53
经营活动净现金流（亿元）	-2.66	7.12	-4.17
营业毛利率(%)	39.63	31.73	35.86
总资产收益率(%)	1.64	0.81	1.21
资产负债率(%)	32.82	34.06	36.72
总资本化比率(%)	25.94	25.47	27.96
总债务/EBITDA(X)	11.67	18.23	15.65
EBITDA 利息倍数(X)	1.69	1.84	2.70

注：1、公司各期财务报表均根据新会计准则编制；2、中诚信债务统计口径包括长期应付款中有息债务部分。

分析师

项目负责人：尹梦芳 mfyin@ccxi.com.cn

项目组成员：王冲 chwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 10 月 26 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“13 海控债/13 海发控”、“14 海控债 01/14 海控 01”和“14 海控债 02/14 海控 02”债项信用等级为 **AA⁺**。

2017 年以来，海南省经济保持稳定增长，且于 2018 年获批为自由贸易试验区，战略地位有所提升、公司持续获得股东支持、投资收益大幅增长。但中诚信国际也关注到公司土地出让进度缓慢，房地产业务受完工进度影响有所波动、资产划转及海钢集团土地价值下降、经营活动净现金流弱化等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- **2017 年，海南省经济保持稳定增长；且于 2018 年获批为自由贸易试验区，战略地位有所提升。**2017 年，海南省实现地区生产总值 4,462.54 亿元，同比增长 7.0%；2018 年，海南省获批为自由贸易试验区，预计战略地位和营商环境将有大幅改善，或将为公司发展提供良好外部环境支持。
- **持续获得股东支持。**公司 2017 年获得政府补助 2.47 亿元，2018 年获得政府债务置换 13.00 亿元，且公司在海南省经济发展中承担较多建设任务，股东支持具有一定可持续性。
- **投资收益大幅增长。**公司 2017 年实现投资收益 3.96 亿元，较 2016 年大幅增加 3.41 亿元，主要为对海南矿业股份有限公司（以下简称“海南矿业”）、海口美兰国际机场有限责任公司（以下简称“美兰机场”）、海口农村商业银行等参股企业获得的投资收益和银行理财产品收益，投资收益成为公司当期利润总额最主要的来源。

关注

- **土地出让进度缓慢，房地产业务受完工进度影响有所波动。**公司 2017 年仅实现土地转让收入 0.17 亿元，较 2016 年大幅下降，土地出让进度缓慢。受完工房产较少等因素影响，公司 2017 年实现房产销售收入 3.26 亿元，较 2016 年有所下降；且近年来房产销售收入呈波动状态，业务稳定性有待观察。
- **资产划转及海钢集团土地价值下降。**2017 年，16 市县水务公司不再纳入公司合并报表。受评估方式改变影响，公司子公司海南海钢集团有限公司（以下简称

“海钢集团”) 20 宗划拨土地账面价值下降 10.89 亿元。

- **经营活动净现金流弱化。**2017 年, 受当期房地产开发支出增加等因素影响, 公司经营活动净现金流为 -4.17 亿元, 呈现金净流出状态。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“13 海控债/13 海发控”、“14 海控债 01/14 海控 01”和“14 海控债 02/14 海控 02”发行规模分别为 25 亿元、12 亿元和 12 亿元，原计划全部用于西环铁路项目建设。截至 2017 年末，“13 海控债/13 海发控”及“14 海控债 01/14 海控 01”募集资金已全部按照原发债用途使用完毕；“14 海控债 02/14 海控 02”募集资金中 1.65 亿元已用于西环铁路项目资本金出资，西环铁路项目已于 2015 年 12 月 30 日建成投入运营，故公司改变剩余募集资金用途。

2016 年 10 月 18 日，公司发布《海南省发展控股有限公司关于变更“14 海控债 02”募集资金用途的公告》，募集资金（剔除发行费用 0.066 亿元）中除 1.65 亿元按原计划用于西环铁路项目建设，剩余 10.284 亿元募集资金将改变用途，拟将 1.50 亿元用于投资东环铁路项目；0.97 亿元用于投资建设分布式屋顶光伏发电项目；3.20 亿元用于海南博鳌乐城馨苑康养中心项目；4.61 亿元用于补充公司营运资金。

截至 2017 年末，“14 海控债 02/14 海控 02”募集资金共使用 8.89 亿元，均按照计划使用，剩余 3.11 亿元尚未使用，剩余部分均为计划投向海南博鳌乐城馨苑康养中心项目资金。

表 1：截至 2017 年末公司各债项募集资金使用情况（亿元）

债项名称	募投项目	募集资金	已使用
13 海控债/ 13 海发控	西环铁路项目建设	25.00	25.00
14 海控债 01/ 14 海控 01	西环铁路项目建设	12.00	12.00
14 海控债 02/ 14 海控 02	东环铁路项目；分布式屋顶光伏发电项目；海南博鳌乐城馨苑康养中心项目；补充营运资金	12.00	8.89
合计	--	49.00	45.89

资料来源：公司提供

基本分析

海南省经济保持稳定增长，但 2017 年增速略有放缓；2018 年，海南省升级为自由贸易试验区，战略地位的提升和营商环境的改善将为公司发展提供良好外部环境

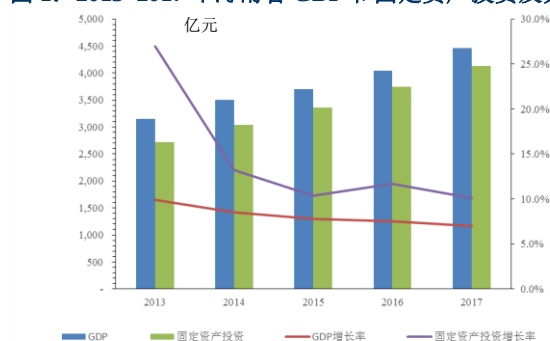
海南省的行政区域包括海南岛、西沙群岛、南沙群岛、南沙群岛的岛礁及其海域，是全国面积最大的省。全省陆地总面积 3.54 万平方公里，海域面积约 200 万平方公里。全省下辖 4 个地级市，5 个县级市。截至 2017 年末，海南省常住人口 925.76 万人，城镇人口比重为 58.04%。

2017 年，海南省实现地区生产总值 (GDP)4,462.54 亿元，比上年增长 7.0%，增速较 2016 年下降 0.5 个百分点，有所放缓。其中，第一产业增加值 979.33 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 997.14 亿元，增长 2.7%；第三产业增加值 2,486.07 亿元，增长 10.2%；三次产业增加值占 GDP 的比重由 2016 年的 24.0:22.3:53.7 调整为 2017 年的 22.0:22.3:55.7，第三产业占比有所提高。2017 年，海南省人均 GDP 为 48,430 元，比上年增长 6.1%。

固定资产投资方面，海南省 2017 年固定资产投资（不含农户）完成 4,125.40 亿元，比上年增长 10.1%，增速较 2016 年有所放缓。工业方面，2017 年，海南省完成工业增加值 528.28 亿元，按可比价格计算，比上年增长 0.6%。其中，规模以上工业增加值 487.08 亿元，增长 0.5%。按轻重工业分，轻工业增加值 161.15 亿元，增长 7.9%；重工业增加值 325.93 亿元，下降 2.3%。按经济类型分，国有企业增加值增长 4.3%，股份制企业增长 3.9%，外商及港澳台投资企业下降 5.4%，其他经济类型增长 14.2%。建筑业方面，2017 年，海南省建筑业完成增加值 470.01 亿元，比上年增长 5.2%，资质内建筑企业实现利润总额 10.28 亿元，下降 6.5%；上缴税金 17.3 亿元，下降 16.4%。房地产方面，2017 年，海南省房地产业完成增加值 437.54 亿元，比上年增长 20.1%。2017 年房地产项目房屋施工面积 9,567.39 万平方米，增长 7.1%；竣工面积 1,267.16 万平方米，下降 24.3%；销售面积 2,292.61 万平方米，增长 52.0%；销售额 2,713.72 亿元，增长 82.1%。

旅游业方面，2017 年，海南省旅游业完成增加值 347.74 亿元，比上年增长 10.0%。接待国内外游客总人数 6,745.01 万人次，比上年增长 12.0%；其中接待旅游过夜人数 5,591.43 万人次，增长 12.3%。旅游总收入 811.99 亿元，增长 20.8%。截至 2017 年末，全省共有挂牌星级宾馆 133 家，其中五星级宾馆 26 家，四星级宾馆 41 家，三星级宾馆 58 家。

图 1：2013~2017 年海南省 GDP 和固定资产投资及其增速



资料来源：根据海南省统计公报整理

2018 年 4 月 13 日，党中央决定支持海南全岛建设自由贸易试验区。2018 年 6 月 3 日，经海南省委、省政府深入调研、统筹规划，决定设立海口江东新区，将其作为建设中国(海南)自由贸易试验区的重点先行区域。海南自由贸易试验区的实施范围是海南全岛，战略定位是“全面深化改革开放试验区”、“国家生态文明试验区”、“国际旅游消费中心”和“国家重大战略服务保障区”。海南自由贸易试验区将从建设现代化经济体系、实现高水平对外开放、提升旅游消费水平、服务国家重大战略、加强社会治理、打造一流生态环境、完善人才发展制度等方面开展试点。

总体来看，2017 年以来，海南省经济保持稳定增长，但增速略有放缓，房地产业和旅游业完成增加值涨幅较大，对经济增长贡献力度较大。此外，2018 年以来，海南省升级为自由贸易试验区，战略地位的提升将促进海南省营商环境的改善，将为公司发展提供良好外部环境。

公司土地储备充足，但近年来土地出让进度缓慢；该业务带有公益性，对公司营业总收入贡献有限；且土地出让面临一定不确定性

土地一级开发是公司主要业务之一，主要由子

公司海南省地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”¹）运营。截至 2017 年末，地产集团已累计完成土地收储 14,058 亩，累计投资 32.87 亿元（包含财政出资合计 20.37 亿元），累计完成土地出让 5,055 亩。2017 年，地产集团新增文昌滨海、乐东滨海储备土地，新增储备土地面积为 1,450 亩，收储总成本 8.10 亿元。截至 2017 年末，公司拥有储备土地 9,003 亩，部分已达到出让条件。

表 2：截至 2017 年末公司完成收储土地情况

地块	已投资 (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	25,050	1,214
东环文昌	12,214	584
东环琼海	10,766	595
东环万宁	14,652	858
文昌滨海	182,835	6,624
屯昌城北	27,635	501
乐东滨海	33,609	1,613
三亚棠海湾	4,087	69
合计	328,681	14,058

注：文昌滨海地块由海南省中心财政资金支付 174,724 万元，财政合计出资 20.37 亿元。

资料来源：公司提供

未来土地收储方面，地产集团依托海南省土地储备中心，与海南省下属各市县展开土地一级开发合作。地产集团拟在未来十年内陆续完成乐东滨海、屯昌城北、文昌滨海约 7 万亩土地的收储工作，其中，截至 2017 年末，乐东滨海、屯昌城北和文昌滨海地块分别完成收储面积 1,613 亩、501 亩和 6,624 亩。2018 年，地产集团计划完成 2,000 亩土地的征收工作，预计收储成本 7.60 亿元，资金来源主要为土地出让收益。

表 3：截至 2017 年末公司土地收储计划

土地项目	土地面积 (亩)	2018 年预计 收储成本 (亿元)	2018 年计 划收储 (亩)
乐东滨海	5,000	2.20	500
屯昌城北	6,000	1.40	500
文昌滨海	60,000	4.00	1,000
合计	71,000	7.60	2,000

¹ 地产集团为公司四级子公司，公司间接控股 66.67%。截至 2017 年末，地产集团总资产 8.90 亿元，总负债 2.71 亿元，所有者权益合计 6.19 亿元。2017 年实现营业总收入 0.17 亿元，净利润 0.10 亿元，经营活动净现金流 0.21 亿元。

资料来源：公司提供

土地出让方面，截至 2017 年末，公司累计出让土地 5,055 亩，该部分地块累计获得收益²18.38 亿元；其中，2017 年土地出让面积为 595 亩，规模较小，全部来源于东环琼海地块，获得土地出让金 2.55 亿元，公司据此确认转让收入 0.17 亿元（为去除收储成本后的净收益），较 2016 年减少 0.30 亿元，主要系东环琼海地块为政府回购，价格低于市场价格所致。

表 4：截至 2017 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)	累计获得收益 (亿元)
东环三亚	1,000	0.81	3.19	3.13
东环海口	1,000	0.97	2.44	1.30
东环文昌	319	1.06	5.90	3.45
东环陵水	1,214	1.24	11.44	6.90
三亚海棠湾	69	0.41	4.50	2.04
东环万宁	858	1.46	2.74	0.78
东环琼海	595	1.08	2.55	0.78
合计	5,055	7.03	32.76	18.38

注：东环三亚、东环海口、东环万宁、东环琼海为政府回购项目。

资料来源：公司提供

地产集团未来三年预计出让土地 1,686 亩，获得土地出让金 28.78 亿元。其中，2018 年计划出让土地 500 亩，预计可获得土地出让金 10.00 亿元。

表 5：2018~2020 年公司土地出让计划

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
乐东滨海	500	2.50	10.00	2018.12
屯昌城北	48	0.09	0.48	2019.12
东环文昌	38	0.25	0.30	2019.12
乐东滨海	300	1.50	6.00	2019.12
文昌滨海	800	2.40	12.00	2020.12
合计	1,686	6.74	28.78	-

注：由于地块所出地理位置不同，预计出让价有所差异。

资料来源：公司提供

总体来看，公司土地储备充足，但 2017 年以来土地出让进度缓慢，且该业务带有公益性，对公司营业总收入贡献有限。此外，中诚信国际也注意到，土地出让面临一定不确定性。

公司房地产项目主要为定向开发限价商品房，盈利空间较小；近年来房地产业务收入呈波动状态，在建和拟建项目投资规模较大，仍有一定资金支出压力

公司房地产开发业务主要由子公司海南控股开发建设有限公司（以下简称“海控开发”）运营，截至 2017 年末，海控开发总资产为 19.12 亿元，总负债为 16.41 亿元，所有者权益合计为 2.70 亿元；2017 年实现营业收入 3.28 亿元，净利润 0.26 亿元，经营活动净现金流-8.32 亿元。公司该板块的运营模式主要分为代管项目和综合开发项目。

代管项目运营主体主要为海控开发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”），运营模式主要为受各单位委托进行房屋定向开发，资金来源为公司自筹，建设完成后向有购房资格的群体直接销售进行回款，同时向委托方收取 1.9%~2% 的项目管理费用。截至 2017 年末，公司已完工定向开发项目 6 个，性质均为限价商品房，项目总投资 30.54 亿元，大部分已完成预售，并合计实现预收款 29.24 亿元，2017 年，公司实现房产销售收入 3.26 亿元，较 2016 年有所下降，主要系受完工房产较少等因素影响所致，且公司近年来房地产业务收入呈波动状态。

未来公司房地产开发业务仍以建设保障性住房为主要方向，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相对较小。截至 2017 年末，公司有 3 个在建项目，为和风家园一期 E4002 地块、椰东江岸和乐城·馨苑康养中心，预计完工时间为 2019 年底至 2020 年 6 月，项目总投资 23.72 亿元，截至 2017 年末已投资 5.49 亿元，公司未来存在一定资本支出压力。

表 6：截至 2017 末公司在建地产项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
和风家园一期(E4002 地块)	4.72	2.56	2019.12
椰东江岸	5.00	0.79	2021.04
乐城·馨苑康养中心	14.00	2.14	2020.06
小计	23.72	5.49	--

资料来源：公司提供

拟建房产方面，截至 2017 年末，公司拟建房

² 收益 = 出让金额 - 收储成本

产主要包括和风家园项目（E4502 地块）、和风家园项目（E4302 地块）、经纬江畔和工商职苑 4 个项目，总投资 29.46 亿元。其中，和风家园项目（E4302 和 E4502 地块）位于海口市江东组团白驹大道南侧，项目定位是省公务员住宅二期，向公务员定向销售，由省机关事务管理局统筹分配房源。E4302 地块占地面积 3.24 万平方米，建筑面积 11.96 万平方米；E4502 地块占地面积 13.26 万平方米，建筑面积 44.19 万平方米，资金平衡模式为以项目开发总成本确定项目销售价格。经纬江畔项目位于海口市白驹大道北侧 E2505 地块，总投资 1.56 亿元，建设周期预计为 3 年。

表 7：截至 2017 年末公司主要拟建地产项目

项目名称	总投资 (亿元)	建设周期	性质
工商职苑	1.59	2018~2021	定向开发
经纬江畔	1.56	2018~2021	定向开发
和风家园项目 (E4302 地块)	5.83	2018~2021	定向开发
和风家园项目 (E4502 地块)	20.48	3 年，具体 时间未定	定向开发
合计	29.46	--	--

注：截至 2017 年末，和风家园项目（E4302 地块）和风家园项目（E4502 地块）已经完成土地招拍挂，体现在审计报告“存货-在建开发产品”科目中。

资料来源：公司提供

综合开发项目方面，公司主要通过和央企及民营房地产企业组建项目公司进行合作开发模式，处于探索运营初期阶段。截至 2017 年末，公司主要有三亚综合物流园和熊猫主题乐园 2 个拟建综合开发项目。三亚综合物流园项目位于三亚凤凰机场以北，园区规划面积约 2,670 亩，被列为省级重点物流产业园区，总投资约 38 亿元，公司拟以货币出资方式入股，与三亚城市投资建设有限公司合作成立合资公司进行运营，截至目前，合作双方正就合作事项进行洽谈沟通。熊猫主题乐园项目位于海口市秀英区石山镇，占地面积约 200 亩，拟打造集大熊猫饲养、繁育、科研、观赏与熊猫文化主题相关的科普教育、文化创意、旅游休闲为一体的文化旅游项目，投资约 3 亿元，合作方为海南大禾置业有限公司和中国通用咨询投资有限公司，截至 2018 年 8 月，项目公司已成立，公司持股比例为 40%，预计 2018 年下半年动工建设，建设周期为 18 个月。

土地储备方面，公司拥有莺歌海盐场 5 万亩土地储备，大部分是盐场生产用地及小部分生活、办公等用地，除保留部分生产用地及必须的办公、生活等所需用地外，该宗土地剩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。截至 2017 年末，公司正委托设计机构编制项目具体规划方案，同时筹划开发方案，先期启动的 680 亩起步区已经在进行 850 套棚户区改造和区间道路建设。

总体看来，公司房地产项目主要为定向开发的限价商品房项目，盈利能力较弱；且近年来收入呈波动状态，业务稳定性有待观察。此外，公司目前在建及拟建项目投资规模较大，仍有一定的资金支出压力；综合开发项目处于探索运营初期，中诚信国际将关注该模式未来的运营和盈利情况。

公司承担一批海南省重点基础设施建设任务，资金来源主要为财政出资，公司自身筹资压力尚可；但基础设施建设带有一定公益性，且部分项目投入运营后也较难实现盈利，对公司营业收入贡献有限

公司作为海南省综合性投资控股公司，承担着省内重大基础设施项目的投资建设任务，资金来源主要依赖财政支持。西环铁路、东环铁路和粤海铁路是公司主要参与的基础设施项目。其中，东环铁路、西环铁路分别通过合资组建的海南高速铁路有限公司（以下简称“海南高铁公司”）进行管理运营；粤海铁路通过粤海铁路有限责任公司（以下简称“粤海铁路公司”）进行管理运营。东环铁路、西环铁路分别于 2010 年 12 月和 2015 年 12 月正式投入运营。

2017 年，海南高铁公司、粤海铁路公司和海南铁路经济技术开发有限公司 3 家公司完成吸收合并工作，资产全部由海南铁路有限公司进行吸收，并于 2017 年 12 月 19 日完成工商变更。截至 2017 年末，公司持有海南铁路有限公司 30.94% 的股权，并有进一步减持股权计划。2018 年上半年，海南铁路混改完成了混改方案制定、审计评估、PPP 项目入库及落实 2,000 亩土地选址等多项工作。2018 年 5 月 25 日，海南铁路混改项目在上海联合产权交易

所正式挂牌（简称一次挂牌，7月20日截止），挂牌时间为40个工作日，鉴于项目投资规模大，未给予投资人充足项目考察时间，截至一次挂牌期止，未有投资人摘牌。经海南铁路项目工作组与铁路方商讨，决定从7月23日起项目再次挂牌40个工作日（简称二次挂牌，9月14日截止），由于项目目标的规模较大，潜在投资人提出与铁路方商讨方案调整后先行启动交易程序，目前双方尚在对接中。

在建项目方面，截至2017年末，公司在建项目主要包括海南西环铁路项目（由于该项目未完成竣工决算，仍列于基础设施建设项目）和海南省红岭灌区工程等4个项目，计划总投资368.27亿元，截至2017年末已投资342.73亿元。其中，公司控股子公司海南海控水利建设有限公司为海南省红岭灌区工程项目业主，该项目总投资为68.09亿元（中央预算内投资26.55亿元、省财政投资16.63

亿元、市县配套资金5.74亿元），资金来源主要为财政资金，截至2017年末，累计完成投资48.26亿元。红岭水利枢纽工程位于万泉河上游，海南琼中县境内，是以灌溉、供水为主，兼顾防洪和发电等综合利用的大（II）型水利枢纽工程，由国电万泉河红岭水利枢纽有限公司负责建设。该项目总投资26.71亿元，截至2017年末已投资24.32亿元。项目资金主要来源于财政资金，公司承担部分融资任务，建设完成后移交或运营模式暂未决定。大广坝水利水电二期工程位于海南省西部，辐射土地总面积205.38万亩，工程主要任务是改善海南省西部地区灌溉条件和生态环境，并向城镇和工矿企业供水和发电，工程建设主体为海南省水利电力集团有限公司，总投资为18.57亿元，其中中央财政出资7.05亿元，海南省财政出资11.42亿元，剩余资金由灌区管理局负责融资。

表8：截至2017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 (%)
		工程部分	移民部分	
海南西环铁路项目	254.90	252.00	--	98.90
海南省红岭灌区	68.09	24.85	23.41	70.88
红岭水利枢纽工程	26.71	12.49	11.83	91.05
大广坝水利水电二期	18.57	13.39	4.76	98.48
合计	368.27	302.73	40.00	--

注：海南西环铁路项目由于未完成竣工决算，仍列于基础设施建设项目。
资料来源：公司提供

未来3年，公司还将承建迈湾水利枢纽工程和天角潭水利枢纽工程，上述两个项目均享受西部大开发投资政策。迈湾水利枢纽工程计划总投资96.00亿元，中央财政出资暂估为50.50亿元，项目计划工期为46个月；天角潭水利枢纽工程总投资43.33亿元，中央资金暂估为22.00亿元，工期40个月。

此外，公司子公司海南省机场投资管理有限公司主要负责为民航建设提供资金支持，目前主要支持海南省美兰机场扩建工作的资金需求工作。美兰机场二期扩建工程总投资约148.30亿元，公司在美兰机场扩建项目中仅代表政府出资，并持有美兰机场一定比例的股权，截至2017年末，公司累计代表政府完成投资23.84亿元；对美兰机场持股比例

为15.37%。

总体来看，公司承担了一批海南省重点基础设施建设任务，但资金来源主要为财政出资，公司自身筹资压力尚可；同时，中诚信国际也关注到，基础设施建设带有一定公益性，且部分项目投入运营后也较难实现盈利，对公司营业收入贡献有限。

天汇能源光伏项目进展顺利，公司拟建及拟投资项目规模较大；天然气业务参股公司持续盈利，但盈利规模较小

公司能源化工板块涉及行业众多，子公司海南天汇能源股份有限公司（以下简称“天汇能源”，新三板股票代码833042.OC）主要从事电力、天然

气等能源业务，主要以参股形式参与运营。2017 年，天汇能源实现营业总收入 3.26 亿元，净利润 0.31 亿元。

截至 2017 年末，天汇能源水电装机容量达到 12.88 万千瓦、风电装机 0.60 万千瓦、光伏发电装机 18.91 万千瓦，发电总装机规模为 32.39 万千瓦，在海南省新能源领域处于领先地位。2017 年，天汇能源合计售电 68,104 万千瓦时，其中，水电销售电量 51,211 万千瓦时，光伏（含风电）销售电量 16,893 万千瓦时。天汇能源水力发电对水资源依赖较大，易受季节和气候变化影响，为优化电源结构，公司光伏等新能源发电比重将不断上升。

天汇能源光伏发电业务主要由天汇能源全资子公司海南天能电力有限公司（以下简称“天能电力”）负责经营。近年来，天能电力获批多项光伏发电项目，2017 年，天能电力投资新建分布式屋顶光伏项目共 77.39MW，总投资 4.31 亿元，2017 年新增产能共计完成发电量 3,453 万 KWh。截至 2017 年末，天能电力在建光伏电站项目计划总投资 5.16 亿元，已投资 4.45 亿元，资金来源为公司自筹，项目建成投产后对天汇能源收入和利润或将提供一定贡献。同时，天能电力岛外光伏项目不断推进，其中，江西南昌 5MW 装机容量 5.178MW，总投资 0.33 亿，2017 年累计发电 496.35 万度，实现收入 415.75 万元。

拟建及拟投资项目方面，2018 年，天汇能源计划投资 7 个项目，其中，固定资产投资项目 5 个，股权投资项目 2 个，计划总投资 7.79 亿元（固定资产 3.54 亿元，股权投资 4.25 亿元）。天汇能源股权投资项目为中国大唐集团公司云南宾川 60MW 光伏电站并购项目，预计 2018 年底完成股转工作。

公司天然气业务由中海石油管道输气有限公司（以下简称“中海管道公司”，公司持股比例为 45%）负责经营管理。中海管道公司为海南省唯一的专业天然气长输管道建设和运营公司，拥有海南省天然气管网的专营权，同时中海管道公司将择机申请上市，并约定将根据相关法律法规和运营实际情况，每年将不低于当年净利润的 50%按照股东持股比例进行分红。截至 2017 年末，中海管道公司

总资产 10.49 亿元，净资产 6.82 亿元；2017 年，中海管道公司实现营业总收入 3.66 亿元，净利润 0.49 亿元。2017 年，公司按照持股比例确认投资收益 2,189.68 万元，收到现金分红 1,956.88 万元，与 2016 年基本持平。

总体看来，公司能源板块稳健发展，天汇能源光伏项目进展顺利，公司拟建及拟投资项目规模较大，有一定的资金压力；天然气业务参股公司持续盈利，但盈利规模较小。

海钢集团 2017 年扭亏为盈，其参股的海南矿业亦扭亏为盈，对公司投资收益贡献有所提高；公司参股的海南省水务集团运营呈亏损状态，未能贡献投资收益

公司矿石业务运营主体主要为子公司海钢集团，海钢集团主要从事铁矿贫矿的销售、白云岩矿的开采与销售等业务。2012 年 7 月，海钢集团与海南矿业³（主板上市公司，股票代码 601969）签订了贫矿销售协议书，将 848.3 万吨（后经审定数量为 858 万吨）贫矿全部销售给海南矿业，销售价格为 8.57 亿元，2012 年及以后公司均可向海南矿业销售一定数量贫矿并确认收入，2017 年公司销售 71.22 万吨贫矿，较 2016 年增加 37.54 万吨，确认销售收入 0.61 亿元，较 2016 年增加 0.59 亿元，涨幅较大。截至 2017 年末，海钢集团尚未销售遗留贫矿剩余 283 万吨，价值 2.39 亿元；同时尚有历年遗留下的约 700 多万吨尾矿，按照改制前（2010 年）结算价 40 元/吨计算，价值 2.80 亿元。随着相关矿产品市场行情的回暖，2017 年，海南矿业经营业绩较 2016 年有所好转，对公司投资收益贡献为 0.36 亿元。截至 2017 年末，海钢集团总资产为 76.39 亿元，净资产为 74.40 亿元；2017 年，海钢集团实现营业总收入 1.25 亿元，投资收益 1.09 亿元，净利润 0.22 亿元，扭转了 2016 年的亏损局面。

截至 2017 年末，海南省国资委和公司对海南省水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）持股比例分别为 53.70%和 46.30%。海南省国资委委托公司负责水务集团的经营管理，水务集团主要业务

³ 截至 2017 年末，海钢集团对海南矿业持股比例为 33.42%。

包括城乡生活、工业供水和工业废水、生活污水处理等。截至 2017 年末，水务集团总资产为 25.75 亿元，净资产为 20.14 亿元；2017 年，水务集团实现营业收入 0.78 亿元，净利润-0.20 亿元，由于业务带有一定公益性，经营出现亏损情况。2017 年，公司按照股比确认投资收益-438.43 万元。中诚信国际将对公司对水务集团的投资收益情况保持关注。

总体来看，2017 年以来，海钢集团参股的海南矿业扭亏为盈，为公司贡献一定的投资收益；但公司参股的水务集团呈亏损状态，未能贡献投资收益。

海南金控旗下股交中心交易规模稳步增长；公司酒店业务盈利能力不断提升；近年来，公司对航空、港口等行业参股获得较为稳定投资收益

公司子公司海南金融控股股份有限公司（以下简称“海南金控”）通过新设、受托管理等方式获得海南大唐发控股权投资基金管理有限公司（以下简称“大唐发控”）、海南股权交易中心有限公司（以下简称“股交中心”）等 6 家子公司。截至 2017 年末，公司持有海南金控 63.83% 股权。2017 年，海南金控实现营业收入 0.30 亿元，净利润 0.18 亿元，净利润较 2016 年末增长 367%。海南金控在已有的基金、股交中心等方面不断整合存量资源。截至 2017 年末，股交中心注册会员达 153 家，总挂牌企业达 1,409 家，累计实现金融资产交易 424 亿元，较 2016 年有一定规模的增长。2017 年，小贷公司不良贷款率为 2.22%，为海南省小额贷款公司中的优秀标杆企业。

公司酒店业务主要由海南鹿回头旅业投资有限公司（以下简称“鹿回头旅业”）负责运营。鹿回头旅业下属酒店资产主要包括鹿回头国宾馆和三亚湾迎宾馆，上述 2 家酒店 2017 年分别实现营业收入 4,443.41 万元和 6,094.71 万元，分别实现净利润 839.28 万元和 1,854.30 万元，均较 2016 年有所增长。

航空行业投资方面，公司参股大新华航空有限公司（以下简称“大新华航空”）和美兰机场。截至 2017 年末，公司对大新华航空直接持股 24.97%，

对美兰机场直接持股 15.37%。

表 9：截至 2017 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	15.00	24.97%
海口美兰国际机场有限公司	13.97	15.37%

资料来源：公司提供

近年来，航空、港口等企业参股贡献了较多投资收益，2017 年，公司共收到大新华航空等部分参股公司投资收益 0.77 亿元，较 2016 年有小幅下降，但总体较为稳定。

表 10：2016~2017 年公司部分参股公司投资收益（亿元）

公司名称	2016	2017
大新华航空	0.32	0.25
美兰机场	0.24	0.23
八所港	0.15	0.07
中海管道	0.20	0.22
合计	0.91	0.77

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

总体来看，海南金控旗下股交中心交易规模稳步增长，基金和小贷业务稳步推进；公司酒店业务盈利能力不断提升；公司对航空、港口等行业参股获得较为稳定投资收益。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际采用各期审计报告期末数进行财务分析。

截至 2017 年末，公司原持有的 16 市县水务公司和海南国际商品交易中心有限公司不再纳入合并报表范围内，其中，16 市县水务公司账面价值 8.90 亿元。同时，公司合并范围内新增 5 家主体。截至 2017 年末，公司纳入合并范围内一级子公司共计 16 家。

盈利能力

公司主要业务包括发电、房产销售、酒店业和土地转让等。2017 年，公司实现营业收入 9.13

亿元，较 2016 年略有下滑，主要系土地转让和房产销售等收入下滑所致。公司 2017 年实现土地转让收入 0.17 亿元，较 2016 年末减少 0.30 亿元，主要系 2017 年土地转让形式为政府回购，价格低于市场价格所致。2017 年，公司实现房产销售收入 3.26 亿元，较 2016 年末减少 0.94 亿元，主要系当期完工项目较少，导致可售房源减少所致。同期，公司盐业收入较 2016 年大幅下降，主要系当期气候多雨，致使 2017 年盐的产量和销售均大幅减少所致。随着公司酒店运营效率的大幅提升，公司 2017 年实现酒店业收入 1.44 亿元，较 2016 年增加 0.27 亿元。2017 年，公司发电收入较 2016 年增加 0.61 亿元，主要系当期降水充沛，来水量较 2016 年增加，且公司新建光伏发电项目陆续投产，导致水电、光伏营业收入较上年度均有所增长所致。2017 年，公司水务业务收入较 2016 年下降主要系

水务集团成立后逐步接管公司原先的供水等业务所致。

从毛利率情况来看，公司 2017 年营业毛利率为 35.86%，较 2016 年有所增长，主要系收入占比较高的房产销售和发电等板块毛利率均有所增长所致。具体来看，2017 年，随着铁矿石行情回暖，矿石业务毛利率涨幅较大；酒店业毛利率较 2016 年有所下滑，主要系海钢集团旗下的酒店员工工资从费用调整到成本科目造成营业成本上升所致（海钢集团旗下包括少量酒店资产）；2017 年，公司盐业毛利率为-190.62%，主要系当期气候多雨导致的成本上升所致。此外，2017 年租金毛利率下滑主要系相关物业的土地使用税转入成本所致。2017 年水务收入毛利率较 2016 年增长主要系水务集团成立后将原公司持有的管网资产划出造成管网折旧费用大幅下降所致。

表 11：2015~2017 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目名称	2015		2016		2017	
	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	0.18	100.00	0.47	99.43	0.17	98.16
矿石	0.18	21.05	0.02	-195.20	0.01	73.09
盐业	0.15	-10.22	0.14	-32.80	0.04	-190.62
酒店业	0.86	84.57	1.17	85.10	1.44	64.00
租金	0.38	18.07	0.26	22.22	0.19	-5.58
房产销售	0.61	43.59	4.20	18.82	3.26	22.92
发电	2.24	27.37	2.62	27.33	3.23	34.14
水务	0.59	1.75	0.65	-12.95	0.38	27.53
其他	0.28	17.48	0.42	70.48	0.41	76.27
合计/综合	5.47	39.63	9.95	31.73	9.13	35.86

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，受财政贴息影响，公司 2017 年利息支出较 2016 年进一步减少，财务费用持续降低；此外，公司当期缩减销售人员工资及差旅费等，改用更有效的销售代理模式，致使公司当期销售费用较 2016 年减少 0.23 亿元；管理费用略有增加至 3.53 亿元。当期公司三费合计 6.69 亿元，较 2016 年减少 0.84 亿元。同时，2017 年公司营业总收入较 2016 年小幅下降，三费收入占比为 73.30%，较 2016 年亦呈小幅下降趋势，但比重仍处于较高水平，对公司经营性业务利润侵蚀较为严重，公司仍需进一步控制三费支出规模。

表 12：2015~2017 年公司期间费用变化

项目名称	2015	2016	2017
销售费用(亿元)	0.69	0.77	0.50
管理费用(亿元)	3.77	3.46	3.53
财务费用(亿元)	6.11	3.31	2.67
三费合计(亿元)	10.57	7.53	6.69
营业总收入(亿元)	5.47	9.95	9.13
三费收入占比(%)	193.04	75.74	73.30

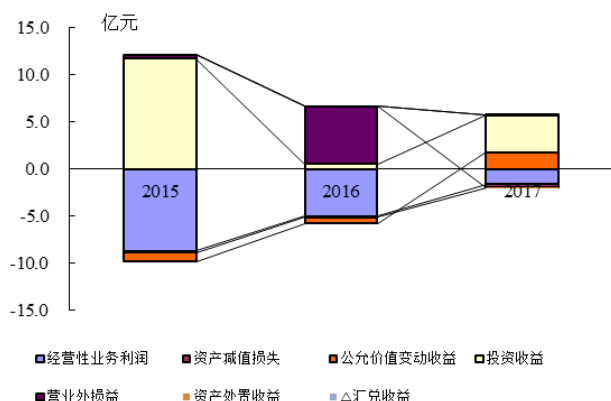
资料来源：公司审计报告

利润总额方面，2017 年，公司实现利润总额 3.76 亿元，较 2016 年大幅增加 2.84 亿元，主要系经营性业务利润亏损减少和投资收益大幅增长所

致。从构成来看，2016 年公司利润总额主要来自于营业外损益，主要为当期的政府补助 5.22 亿元；2017 年，由于会计准则变更，将与公司日常经营活动有关的政府补助计入其他收益科目，公司将当期收到的 2.47 亿元的政府补助计入其他收益，故当期经营性业务利润亏损程度大幅减少，2017 年，公司经营性业务利润为-1.62 亿元，较 2016 年的-5.00 亿元呈现较大幅度提升，但剔除其他收益中政府补助，2017 年公司经营性业务利润为-4.09 亿元，仍呈亏损状态。公司在海南省经济的发展及整体城市化进程的持续推进中将承担较多的项目建设任务，预计未来政府补助具有一定可持续性。

2017 年，公司实现投资收益 3.96 亿元，较 2016 年大幅增加 3.41 亿元，成为当期公司利润总额最主要的来源，主要系公司当期对海南矿业、美兰机场、海南银行股份有限公司和中海管道公司等权益法核算的投资收益大幅增长所致；此外，公司当期将对海口农村商业银行股份有限公司的投资从可供出售金融资产科目调整至长期股权投资科目，截至 2017 年末账面价值 4.71 亿元，并于当期获得投资收益 0.76 亿元；同时，公司持有的银行理财产品收益 2017 年均呈现大幅增长，也贡献较大规模的投资收益。2017 年，公司获得公允价值变动收益 1.78 亿元，主要系莺歌海盐场地块公允价值上升所致。

图 2：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，由于房地产销售收入和土地转让收入的下滑使得公司 2017 年营业总收入出现小幅下降，且公司三费收入占比较高，对公司经营性业务利润形成较大规模的侵蚀，剔除政府补助的经营性

业务利润后仍亏损严重。公司 2017 年投资收益大幅增长使得利润总额大幅增长，投资收益成为公司利润总额最主要的来源，但投资收益稳定性尚待观察，中诚信国际将对公司投资收益的稳定性保持关注。

偿债能力

截至 2017 年末，公司总资产为 607.24 亿元，较 2016 年末小幅增加，其中：货币资金 49.92 亿元，较 2016 年末增加 13.61 亿元，主要系收到海南省红岭灌区工程财政资金等所致；存货 16.26 亿元，较上年同期末呈大幅增长趋势，主要系对和风家园（E4502）、和风家园（E4302）以及和风家园（E4002）等项目新增投资所致⁴；长期股权投资 75.62 亿元，较 2016 年末增加 17.88 亿元，主要系对水务集团、海南矿业、海口农村商业银行股份有限公司等单位的投资增加所致。截至 2017 年末，公司其他非流动资产由 2016 年末的 15.84 亿元大幅下降至 0.20 亿元，主要系公司原持有的 16 市县水务公司下属的污水处理厂划转以及西环铁路工程款重新分类⁵所致。截至 2017 年末，公司无形资产为 41.16 亿元，较 2016 年末下降 11.39 亿元，主要系海钢集团土地重新评估造成的价值下降所致。

截至 2017 年末，公司总负债 222.97 亿元，较 2016 年末增加 20.67 亿元，主要系短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款等科目增长所致。截至 2017 年末，公司短期借款、长期借款和一年内到期的非流动负债分别为 5.94 亿元、41.64 亿元和 21.32 亿元，较 2016 年末均有大幅增长，主要系公司当期建设及股权投资等运营资金需求而增加融资规模所致。截至 2017 年末，公司其他应付款为 11.13 亿元，较 2016 年末增加 5.40 亿元，主要系新增保证金、备用金等其他款项所致。

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 384.27 亿元，较 2016 年末下降 7.44 亿元，主要系资本公积下降所致；同期末，公司资本公积较 2016 年末下降 7.61 亿元，主要系海钢集团土地重新评估造成的账面价值下降 10.89 亿元等因素所致。

⁴ 新增部分主要为土地招拍挂成本投入。

⁵ 西环铁路工程款重新分类到可供出售金融资产科目。

2017 年，公司经营活动净现金流为-4.17 亿元，由正转负，一方面系当期公司收到政府补助及其他相关款项较 2016 年大幅下降，另一方面，海控开发建设开发成本上升致使购买商品、接受劳务支付的现金较 2016 年大幅增加；投资活动方面，2017 年，公司投资活动净现金流为-8.78 亿元，缺口有所缩小，主要系当期投资规模较 2016 年有所减少所致；筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动净现金流为 26.54 亿元，与 2016 年基本持平。

从偿债能力指标来看，由于 2017 年公司净利润大幅增长，导致当期 EBITDA 大幅增长至 9.53 亿元，总债务/EBITDA 下降至 15.65 倍，EBITDA 对总债务覆盖能力较 2016 年有所提升。2017 年，利息支出整体减少，公司 EBITDA 利息保障系数增加至 2.70 倍，EBITDA 对利息支出覆盖能力进一步增强。2017 年，公司经营活动净现金流由正转负，经营活动净现金流对总债务和利息支出覆盖能力较弱。

表 13：2015~2017 年公司偿债能力分析

项目名称	2015	2016	2017
长期债务(亿元)	128.56	131.70	121.87
总债务(亿元)	130.88	133.89	149.14
EBITDA(亿元)	11.22	7.35	9.53
经营活动净现金流(亿元)	-2.66	7.12	-4.17
总债务/EBITDA(X)	11.67	18.23	15.65
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.02	0.05	-0.03
EBITDA 利息保障系数(X)	1.69	1.84	2.70
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-0.40	1.78	-1.18

资料来源：公司财务报告

债务到期分布来看，公司短期偿债压力较大，2018 年需偿还 27.26 亿元，此外，2020~2021 年公司偿债压力较大，分别需要偿还债务 33.70 亿元和 39.84 亿元。中诚信国际将持续关注公司偿债资金到位情况。

表 14：截至 2017 年末公司债务到期情况(亿元)

项目名称	2018	2019	2020	2021	2022 年及以后
到期金额	27.26	6.32	33.70	39.84	41.91

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担

保余额为 35.86 亿元，占同期末净资产比重为 9.33%，担保对象主要为海南铁路有限公司。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产账面价值合计 82.92 亿元，占同期末总资产的比重为 13.66%，主要为货币资金、固定资产、无形资产和可供出售金融资产。

银行授信方面，截至 2017 年末，公司共获得银行授信 103.60 亿元，其中未使用授信额度为 23.91 亿元。

债务置换方面，截至 2017 年末，公司被纳入地方性政府债务金额为 103.43 亿元，其中一类债务 31.00 亿元，二类和三类债务合计 72.43 亿元。公司 2017 年末实现债务置换，并于 2018 年置换 13 亿元债务，截至目前已经置换完毕。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行出具的《企业征信报告》，公司本部和主要一级子公司近 5 年来还贷信息良好，未结清和已结清信贷信息中均无不良和关注类信息。

评级展望

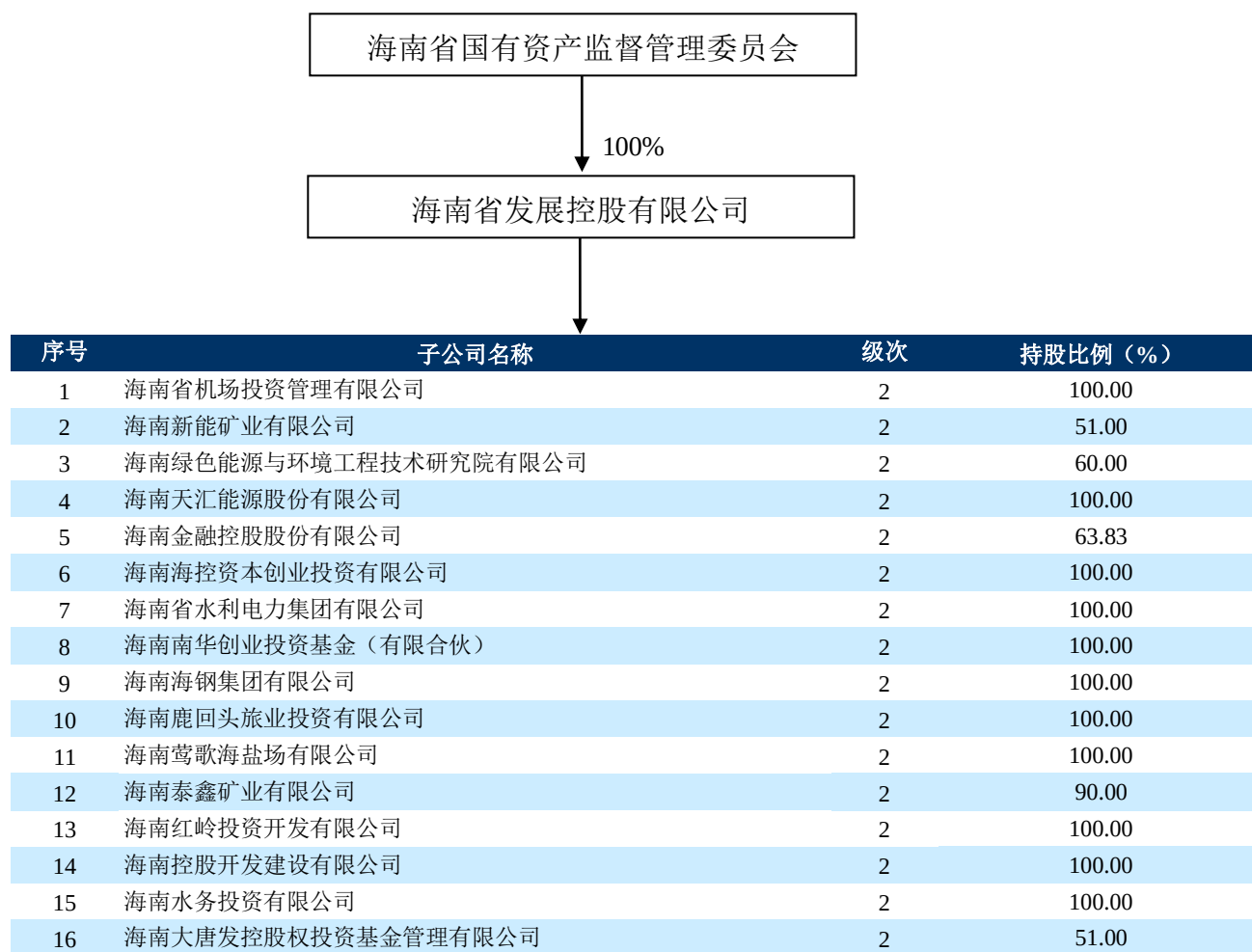
2017 年以来，海南省经济保持稳定增长，且于 2018 年获批为自由贸易试验区，战略地位有所提升、公司持续获得股东支持、投资收益大幅增长。但中诚信国际也关注到公司土地出让进度缓慢，房地产业务受完工进度影响有所波动、资产划转及海钢集团土地价值下降、经营活动净现金流弱化等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

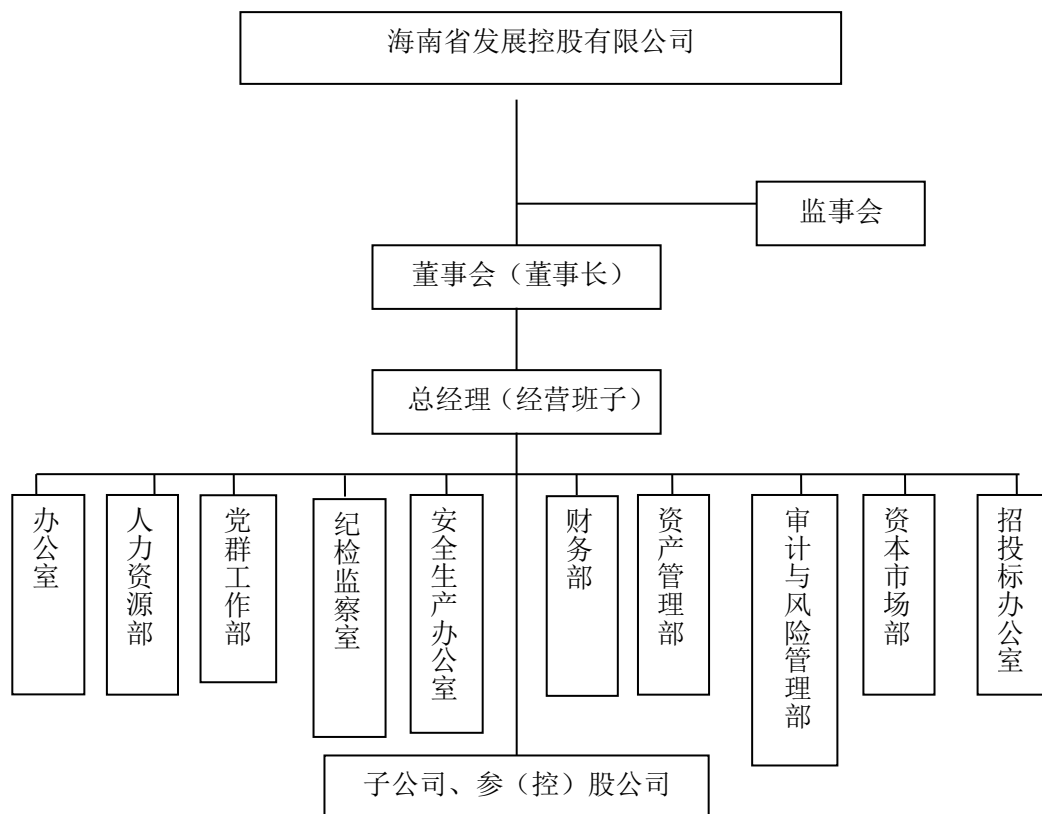
综上，中诚信国际维持海南省发展控股有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“13 海控债/13 海发控”、“14 海控债 01/14 海控 01”和“14 海控债 02/14 海控 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：海南省发展控股有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：海南省发展控股有限公司组织结构图（截至 2017 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)	2015	2016	2017
货币资金	200,962.34	363,141.06	499,191.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	21,798.53	18,703.65	17,760.93
应收账款净额	41,740.04	50,397.26	34,812.20
其他应收款	120,910.43	130,200.34	113,028.87
存货净额	70,149.77	77,215.76	162,601.51
可供出售金融资产	1,693,828.51	1,790,766.57	1,776,628.55
长期股权投资	576,542.57	577,405.65	756,222.99
固定资产	385,781.45	385,250.76	379,216.23
在建工程	358,707.16	543,278.99	533,770.85
无形资产	508,164.75	525,534.77	411,557.18
总资产	5,562,357.63	5,940,157.91	6,072,406.92
其他应付款	59,479.16	57,346.89	111,255.54
短期债务	23,154.50	21,874.53	272,648.85
长期债务	1,285,608.53	1,317,015.66	1,218,712.87
总债务	1,308,763.03	1,338,890.19	1,491,361.72
净债务	1,107,800.70	975,749.13	992,170.10
总负债	1,825,598.25	2,023,009.36	2,229,738.82
费用化利息支出	64,310.48	37,363.08	34,236.79
资本化利息支出	2,161.98	2,638.46	986.00
实收资本	1,266,703.81	1,284,366.81	1,284,366.81
少数股东权益	84,061.71	67,319.92	45,508.60
所有者权益合计	3,736,759.38	3,917,148.55	3,842,668.10
营业总收入	54,730.23	99,456.88	91,263.37
三费前利润	18,690.39	25,341.65	25,981.77
营业利润	19,420.25	-52,187.26	37,498.61
投资收益	117,506.93	5,454.97	39,597.62
营业外收入	4,814.26	63,166.56	774.34
净利润	9,931.17	1,897.15	27,141.70
EBIT	87,882.34	46,578.10	71,821.56
EBITDA	112,157.89	73,458.75	95,274.25
销售商品、提供劳务收到的现金	63,049.95	87,219.75	87,933.64
收到其他与经营活动有关的现金	39,800.83	155,828.78	83,313.62
购买商品、接受劳务支付的现金	57,287.15	39,067.40	131,678.91
支付其他与经营活动有关的现金	31,110.67	80,706.47	29,074.66
吸收投资收到的现金	32,798.47	30,147.22	52,299.20
资本支出	170,792.49	226,660.08	59,676.87
经营活动产生现金净流量	-26,647.24	71,214.27	-41,719.73
投资活动产生现金净流量	-4,633.35	-169,832.90	-87,792.68
筹资活动产生现金净流量	47,438.60	259,070.65	265,420.98
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率(%)	39.63	31.73	35.86
三费收入比(%)	193.04	75.74	73.30
总资产收益率(%)	1.64	0.81	1.21
流动比率(X)	2.32	2.24	1.59
速动比率(X)	2.13	2.05	1.37
资产负债率(%)	32.82	34.06	36.72
总资本化比率(%)	25.94	25.47	27.96
长短期债务比(X)	0.02	0.02	0.22
经营活动净现金/总债务(X)	-0.02	0.05	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.15	3.26	-0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.40	1.78	-1.18
总债务/EBITDA(X)	11.67	18.23	15.65
EBITDA/短期债务(X)	4.84	3.36	0.35
货币资金/短期债务(X)	8.68	16.60	1.83
EBITDA 利息倍数(X)	1.69	1.84	2.70

注：1、公司各期财务报表均根据新会计准则编制；2、中诚信债务统计口径包括长期应付款中有息债务部分。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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

三费前利润=营业总收入-营业成本合计-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=（营业总收入-营业成本合计）/ 营业总收入

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

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+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （费用化利息支出+资本化利息支出）

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。

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。