

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贵公司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

二零一九年六月二十七日

海南省发展控股有限公司 2019 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）	2016	2017	2018
总资产（亿元）	594.02	607.24	627.11
所有者权益合计（亿元）	391.71	384.27	418.80
总负债（亿元）	202.30	222.97	208.31
总债务（亿元）	133.89	149.14	125.97
营业总收入（亿元）	9.95	9.13	7.23
净利润（亿元）	0.19	2.71	0.43
EBIT（亿元）	4.66	7.18	2.77
EBITDA（亿元）	7.35	9.53	5.37
经营活动净现金流（亿元）	7.12	-4.17	4.17
营业毛利率(%)	31.73	35.86	37.38
总资产收益率(%)	0.81	1.21	0.45
资产负债率(%)	34.06	36.72	33.22
总资本化比率(%)	25.47	27.96	23.12
总债务/EBITDA(X)	18.23	15.65	23.46
EBITDA 利息倍数(X)	1.84	2.70	3.89

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：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn
 项目组成员：杨羽明 ymyang@ccxi.com.cn
 王冲 chwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 27 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+**。

2018 年以来，海南省全岛获批为自由贸易试验区，战略地位大幅提升；公司地位重要，持续获得股东支持；债务规模下降，资产负债率维持在低位。但中诚信国际也关注到公司 2018 年未实现土地出让收入，未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式及公司净利润有所下降等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- **2018 年海南省全岛获批为自由贸易试验区，战略地位大幅提升。**2018 年，海南省实现地区生产总值 4,832.05 亿元，同比增长 5.8%；2018 年，海南省全岛获批为自由贸易试验区，战略地位提升将为海南省带来新的发展机遇，或将为公司发展提供良好外部环境支持。
- **公司地位重要，持续获得股东支持。**公司在海南省经济发展中承担较多重大项目建设任务，资金主要来源于中央及省政财政资金，资金保障充足。2018 年，公司陆续获得海南省国有资产监督管理委员会财政拨款、中央基建拨款及地方配套资金投入拨款，所有者权益大幅增加。此外，公司 2018 年获得政府补助 0.51 亿元。
- **债务规模下降，资产负债率维持在低位。**2018 年，公司获得政府债务置换 13.07 亿元，使得公司债务规模有所下降。2018 年末，公司资产负债率为 33.22%，资产负债率维持在低位。

关注

- **2018 年未实现土地出让收入，未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式。**2018 年，受海南省政府土地政策调控影响，公司未实现土地出让。未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式，中诚信国际将对该情况进展持续关注。
- **净利润有所下降。**2018 年公司矿业板块亏损较多，使得投资收益大幅下降，同年公司三费收入占比仍维持在较高水平，使得公司净利润有所下降。

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 2018 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 2018 年末，“14 海控债 02/14 海控 02”募集资金共使用 9.92 亿元，均按照计划使用。

表 1：截至 2018 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	25.00	25.00
14 海控债 01/ 14 海控 01	西环铁路项目	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	9.92
合计	--	49.00	46.92

资料来源：公司提供

基本分析

海南省经济保持稳定增长，但固定资产投资增速有所下降；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、中沙群岛、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，15 个省直辖县级行政单位（含 4 个县、6 个自治县、5 个县级市），8 个市辖区。截至 2018 年末，海南省常住人口 934.32 万人，城镇人口比重为 59.06%。

2018 年，海南省实现地区生产总值 4,832.05 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.8%。其中，第一产业增加值 1,000.11 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 1,095.79 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 2,736.15 亿元，增长 6.8%。三次产业增加值占 GDP 的比重由 2017 年的 22.0:22.3:55.7 调整为 20.7:22.7:56.6，总体保持稳定。2018 年，海南省人均 GDP 为 51,955 元，比上年增长 4.8%。

固定资产投资方面，2018 年海南省固定资产投资（不含农户）比上年下降 12.5%。其中，房地产开发投资下降 16.5%。按产业分，第一产业下降 22.0%；第二产业投资增长 15.8%；第三产业投资下降 14.4%。按地区分，海澄文一体化综合经济圈投资下降 11.6%，大三亚旅游经济圈下降 15.5%，东部地区下降 10.8%，中部地区下降 6.4%，西部地区下降 19.8%。2018 年海南省在建投资项目 3,866 个，比上年增加 296 个，增长 8.3%；其中，2018 年新开工项目 1,192 个，下降 0.7%。

旅游业方面，2018 年海南省旅游业完成增加值 392.82 亿元，比上年增长 8.5%。接待游客总人数 7,627.39 万人次，比上年增长 11.8%；其中接待旅游过夜游客 6,329.66 万人次，增长 11.7%。旅游总收入 950.16 亿元，增长 14.5%。2018 年末全省共有挂牌星级宾馆酒店 124 家，其中五星级 26 家、四星级 38 家、三星级 54 家。

图 1：2014~2018 年海南省 GDP 和固定资产投资及其增速


注：2018 年海南省统计公报未披露固定资产投资数据

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。根据国务院于 2018 年 9 月印发的《中国(海南)自由贸易试验区总体方案》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，2018 年海南省经济增长有所放缓，固定资产大幅下降；但 2018 年海南省全岛升级为自由贸易试验区，战略地位的提升将为海南省发展带来新的机遇，并为公司发展提供良好外部环境。

受省政府土地调控加强影响，2018 年未实现土地出让，未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式

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”)运营。

截至 2018 年末，地产集团已累计完成土地收储 15,509 亩，累计投资 36.58 亿元(包含财政出资合计 23.70 亿元)，累计完成土地出让 5,055 亩。截至 2018 年末，公司完成收储土地 10,454 亩，部分已达到出让条件。

表 2：截至 2018 年末公司完成收储土地情况

地块	已投资 (亿元)	土地面积 (亩)
东环海口	0.97	1,000
东环三亚	0.81	1,000
东环陵水	2.51	1,214
东环文昌	1.22	584
东环琼海	1.08	595
东环万宁	1.47	858
文昌滨海	21.36	7,682
屯昌城北	2.96	894
乐东滨海	3.79	1,613
三亚棠海湾	0.41	69
合计	36.58	15,509

注：文昌滨海地块由海南省中心财政资金支付 20.26 亿元，财政合计出资 23.70 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 2018 年末，乐东滨海、屯昌城北和文昌滨海地块分别完成开发面积 1,613 亩、894 亩和 7,682 亩。2019 年，地产集团计划完成 1,000 亩土地的收储工作，预计收储成本 3.20 亿元，资金来源主要为地债资金。

表 3：截至 2018 年末公司土地收储计划

土地项目	土地面积 (亩)	已收储面积 (亩)	2019 年预计收储成本 (亿元)	2019 年计划收储 (亩)
乐东滨海	5,000	1,613	1.35	300
屯昌城北	6,000	894	0.85	200
文昌滨海	60,000	7,682	1.00	500
合计	71,000	10,189	3.20	1,000

资料来源：公司提供

土地出让方面，截至 2018 年末，公司累计出让土地 5,055 亩，该部分地块累计获得收益 18.38 亿元，已全部完成回款。2018 年受省政府土地调控加强影响，公司未实现土地出让。未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式。截至报告出具日，上述模式具体细则尚在商谈中。

表 4: 截至 2018 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: 1、东环三亚、东环海口、东环万宁、东环琼海为政府回购项目; 2、因统计口径不同, 东环三亚累计获得收益中含收储成本; 3、东环陵水收储成本为实际支出额, 不包含财政资金。

资料来源: 公司提供

总体来看, 受省政府加强土地调控影响, 2018 年末实现土地出让; 未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式, 中诚信国际将持续关注该情况进展。

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, 2018 年因仅余尾盘销售, 营业收入下降明显; 公司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海控美丽乡村建设有限公司 (以下简称“海控乡建”, 原名“海南控股开发建设有限公司”) 运营, 截至 2018 年末, 海控乡建总资产为 28.33 亿元, 总负债为 19.81 亿元, 所有者权益合计为 8.52 亿元; 2018 年实现营业收入 0.97 亿元, 净利润 0.16 亿元, 经营活动净现金流 2.13 亿元。公司该板块的运营模式主要分为代建项目和综合开发项目。

代建项目运营主体主要为海控乡建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, 该管理费计入购房款中一并收取, 不再另外与委托方结算。截至 2018 年末, 公司已完工定向开发项目 7 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 30.70 亿元, 2018 年, 公

司实现房产销售收入 0.95 亿元, 较 2017 年降幅明显, 主要系公司受开发进度影响 2018 年仅余少量尾盘销售所致。

未来公司房地产开发业务仍以房地产项目定向开发、土地及基础设施等重大项目综合开发为主要方向, 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 2018 年末, 公司有 5 个在建项目, 为和风家园项目 E4002 地块、和风家园项目 E4302 地块、经纬江畔、椰东江岸和工商职苑, 项目总投资 18.70 亿元, 截至 2018 年末已投资 8.73 亿元, 公司未来存在一定资本支出压力。

表 5: 截至 2018 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
和风家园项目 (E4002 地块)	4.72	4.58	2019
和风家园项目 (E4302 地块)	5.83	2.61	2021
经纬江畔	1.56	0.35	2021
椰东江岸	5.00	0.83	2021
工商职苑	1.59	0.36	2021
小计	18.70	8.73	--

资料来源: 公司提供

拟建房产方面, 截至 2018 年末, 公司拟建房产为和风家园项目 (E4502 地块), 总投资 20.48 亿元。和风家园项目 (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。E4502 地块占地面积 13.26 万平方米, 建筑面积 44.19 万平方米, 未来通过定向销售实现资金回流; 定价方面, 以项目开发总成本为基础确定项目销售价格。

表 6: 截至 2018 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
和风家园项目 (E4502 地块)	20.48	2019~2021	定向开发
合计	20.48	--	--

注: 截至 2018 年末, 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, 目前处于探索运营初期阶段。截至 2018 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 2018 年末，合作双方正就合作项目进行规划，计划将于 2019 年 9 月完成土地征迁，2020 年开工建设，项目周期为 2 年，建设施工与招商同步进行。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 年末，项目公司已成立，公司持股比例为 40%，预计 2019 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 2018 年末，公司先行启动莺歌海盐场场部盐文化风情小镇建设，委托中国通用咨询投资有限公司完成小镇策划；通过公开招商与中交海洋投资控股有限公司签订合作意向，共同成立项目组推进项目。截至 2018 年末，区间道路已开工建设，完成盐场保障房 200 套建设并交付使用，盐场保障房 164 套动工建设。

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 2018 年可销售房源不足使得营业收入大幅下降。公司目前在建及拟建项目投资规模较大，未来业务可持续性较好，但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项目未来的建设过渡和运营情况。

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；海南铁路混改项目暂未有投资人摘牌

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（以下简称“海南铁路公司”）进行吸收，并于 2017 年 12 月 19 日完成工商变更。截至 2018 年末，公司持有海南铁路有限公司 30.94% 的股权。

此外，海南铁路正在推动混改工作。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。自 2018 年 5 月起，海南铁路混改项目在上海联合产权交易所先后两次挂牌，截至报告出具日，暂未有投资人摘牌。

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目主要包括海南省红岭灌区工程等 3 个项目，计划总投资 113.37 亿元，截至 2018 年末已投资 103.16 亿元。其中，公司控股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，资金来源为中央资金和省财政配套资金，截至 2018 年末，累计完成投资 58.62 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 2018 年末已投资 25.84 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，剩余资金全部由海南省财政出资。截至 2018 年末，大广坝水利水电二期已投资 18.70 亿元，超

出计划总投资额，主要系工期延长、设计方案调整、材料价格上涨及国家政策变化所致。

表 7：截至 2018 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)	已投资 (亿元)	工程进度 (%)
海南省红岭灌区	68.09	58.62	86.10
红岭水利枢纽工程	26.71	25.84	97.00
大广坝水利水电二期	18.57	18.70	--
合计	113.37	103.16	--

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。目前上述项目处于前期审批阶段。

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，截至 2018 年末，累计完成投资 74.8 亿元，项目进度达 50.44%。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 2018 年末，公司累计代表政府完成投资 25.68 亿元；对美兰机场持股比例为 24.15%。

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，但相关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。海南铁路混改项目目前暂未有投资人摘牌，中诚信国际将持续关注混改工作进展。

能源板块方面，天汇能源经营稳定，光伏发电业务稳步发展；天然气业务具有垄断性，但规模较小

公司发电业务主要由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）负责运营。2018 年，天汇能源实现营业收入总收入 3.40 亿元，净利润 0.35 亿元，较 2017

年总体保持稳定。

截至 2018 年末，天汇能源水电装机容量达到 12.90 万千瓦、风电装机 0.60 万千瓦、光伏发电装机 23.30 万千瓦，发电总装机规模为 36.80 万千瓦，在海南省新能源领域处于领先地位。2018 年，天汇能源合计售电 6.05 亿千瓦时，其中，水电销售电量 3.96 亿千瓦时，光伏（含风电）销售电量 2.09 亿千瓦时。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。

截至 2018 年末，天汇能源在建发电项目计划总投资 3.30 亿元，已投资 1.60 亿元，资金来源为公司自筹，项目建成投产后预计新增产能 5.00 万千瓦。

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 2018 年末，中海管道公司总资产 13.59 亿元，净资产 6.23 亿元；2018 年，中海管道公司实现营业总收入 3.65 亿元，净利润-1.02 亿元。

总体看来，公司能源板块稳健发展，天汇能源经营稳定，光伏发电项目稳步发展；天然气业务具有垄断性，但规模较小。

酒店业务经营情况较为稳定；矿业板块 2018 年发生亏损；公司参股的水务板块盈利由负转正，但贡献投资收益较小

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、三亚湾迎宾馆和三亚兴华园（鹿颐酒店），其中三亚兴华园（鹿颐酒店）2018 年 4 月运营模式由出租转为自营。2018 年，公司酒店业务实现收入 1.32 亿元，较 2017 年有所下降，但总体保持稳定。

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¹（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；2015 年签订补充协议，贫矿调整为 802.3 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。2018 年公司销售 143.27 万吨贫矿，较 2017 年大幅增加，收到销售回款 1.23 亿元。截至 2018 年末，海钢集团尚未销售的遗留贫矿为 197 万吨，价值 1.99 亿元；同时尚有历年遗留的约 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。截至 2018 年末，海钢集团总资产为 58.60 亿元，净资产为 54.66 亿元；2018 年，海钢集团实现营业总收入 0.94 亿元²，净利润-2.73 亿元。2018 年，海南矿业亏损较多，对公司投资收益贡献为-2.15 亿元。

截至 2018 年末，海南省国资委和公司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，水务集团主要业务包括城乡生活、工业供水和工业废水、生活污水处理等。2018 年，水务集团实现营业总收入 0.96 亿元，净利润 0.07 亿元，较 2017 年由负转正。2018 年，公司按照股比确认投资收益 100.38 万元，规模较小。中诚信国际将持续关注水务集团的经营情

况。

总体来看，2018 年公司酒店业务总体保持稳定，但矿业板块呈亏损态势。公司参股的水务集团盈利由负转正，但对公司投资收益贡献较小。

海南金控下属金融板块业务经营稳定，但对公司利润贡献较小

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”）及海南海控小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”）等 9 家子公司。截至 2018 年末，公司持有海南金控 64.37% 股权。2018 年，海南金控实现营业总收入 0.45 亿元，净利润 0.20 亿元。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 2018 年末，股交中心注册会员达 136 家，总挂牌企业达 1,511 家。2018 年公司注册会员数量有所下降，主要系股交中心对部分是省外企业的会员以及近 2 年内不开展业务的会员进行了清理所致。2018 年，小贷公司累计发放贷款 105 笔，放款金额 1.46 亿元，不良贷款率为 2%，为海南省小额贷款公司中的优秀标杆企业。

总体来看，海南金控下属金融板块经营稳定，基金和小贷业务稳步推进，未来存在较大的发展空间，但目前对公司利润贡献仍较小。

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 2016~2018 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 2018 年末，公司纳入合并范围内一级子公司共计 14 家。

盈利能力

公司主要业务包括发电、房产销售、酒店业等。2018 年，公司实现营业总收入 7.23 亿元，较 2017 年有所下降，主要系当年未实现土地转让且房产销

¹ 截至 2018 年末，海钢集团对海南矿业持股比例为 33.42%。

² 海钢集团与海南矿业签订的贫矿销售于 2012 年确认了全部收入，故贫矿回款未体现在当年收入中。

售下降所致。同期，公司实现发电收入 3.35 亿元，持续上升，主要系莺歌海盐场 30MW 光伏项目 2018 年投入运营，光伏售电量增加所致。2018 年，公司实现酒店收入 1.32 亿元，总体保持稳定。公司还经营有矿石、盐业、租赁、水务等业务，但收入规模较小，对公司营业总收入贡献有限。

从毛利率情况来看，公司 2018 年营业毛利率为 37.38%，近几年持续增长。具体来看，2018 年

公司房产销售板块毛利率为 43.06%，逐年上升，主要系公司存量房产销售接近尾声，相应结转成本较少所致。同年，公司发电业务毛利率为 31.20%，总体保持稳定。2018 年，公司酒店业毛利率为 30.07%，较 2017 年大幅下降，主要系酒店收入下降，但成本维持在较高水平所致；盐业、租金和水务毛利率均较 2017 年大幅提升。

表 8：2016~2018 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目名称	2016		2017		2018	
	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	0.47	99.43	0.17	98.16	0	0
矿石	0.02	-195.20	0.01	73.09	0.01	-747.36
盐业	0.14	-32.80	0.04	-190.62	0.17	52.47
酒店业	1.17	85.10	1.44	64.00	1.32	30.07
租金	0.26	22.22	0.19	-5.58	0.34	64.40
房产销售	4.20	18.82	3.26	22.92	1.13	43.06
发电	2.62	27.33	3.23	34.14	3.35	31.20
水务	0.65	-12.95	0.38	27.53	0.37	78.38
其他	0.42	70.48	0.41	76.27	0.53	51.76
合计/综合	9.95	31.73	9.13	35.86	7.23	37.38

资料来源：公司审计报告

2018 年，公司三费合计为 4.51 亿元，较 2017 年大幅下降，主要系财务费用大幅下降所致。受财政贴息影响，公司 2018 年利息支出较 2017 年进一步减少，财务费用持续降低；2018 年，公司销售费用和管理费用分别为 0.63 亿元和 3.39 亿元，总体保持稳定。2018 年，公司三费收入占比为 62.40%，受利息支出下降影响，较 2017 年有所下降，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 9：2016~2018 年公司期间费用情况分析

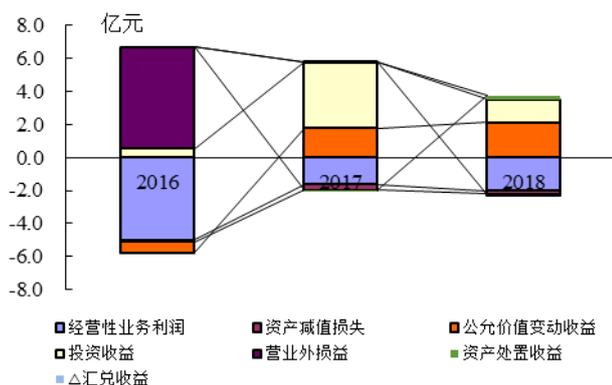
项目名称	2016	2017	2018
销售费用(亿元)	0.77	0.50	0.63
管理费用(亿元)	3.46	3.53	3.39
财务费用(亿元)	3.31	2.67	0.49
三费合计(亿元)	7.53	6.69	4.51
营业总收入(亿元)	9.95	9.13	7.23
三费收入占比(%)	75.74	73.30	62.40

资料来源：公司审计报告

利润总额方面，2018 年，公司实现利润总额 1.50 亿元，较 2017 年大幅下降，主要系经营性业

务利润亏损较多和投资收益大幅下降所致。2018 年，公司经营性业务利润为-2.01 亿元，较 2017 年有所下降，主要系 2018 年公司未实现土地转让收入且房产销售收入大幅下降使得营业总收入下降所致。同年，公司实现投资收益 1.37 亿元，较 2017 年大幅下降，主要系公司 2018 年权益法核算的长期股权投资收益大幅减少所致。近年来，公司对航空、矿业、能源、金融、港口及水务等行业以参股形式进行投资，2018 年参股公司海南矿业亏损较多。2018 年，公司公允价值变动收益为 2.13 亿元，较 2017 年有所上升，主要系以公允价值计量的投资性房地产增加所致。2018 年，公司共获得政府补助 0.51 亿元。

图 2：2016-2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司 2018 年末实现土地转让，且房产销售收入大幅下降使得营业总收入有所下降；财政贴息增加使得财务费用大幅下降，但三费收入占比仍较大；受参股公司亏损较多影响，2018 年公司投资收益大幅下降，中诚信国际将对公司盈利情况保持关注。

偿债能力

截至 2018 年末，公司总资产为 627.11 亿元，较 2017 年末小幅增加。其中，预付款项 17.63 亿元，同比增长 171.49%，主要系新增预付琼海市土地储备整理交易中心款所致；其他流动资产大幅下降，主要系理财产品赎回所致；长期股权投资 83.33 亿元，较 2017 年末有所增加，主要系对水务集团、海口美兰国际机场有限责任公司（以下简称“美兰有限”）、海口农村商业银行股份有限公司等单位的投资增加所致；在建工程 68.94 亿元，较 2017 年末增加主要系海南省红岭灌区等项目的持续投入及 2018 年新建项目较多所致。截至 2018 年末，公司无形资产为 33.08 亿元，较 2017 年末下降主要系海钢集团土地重新评估造成的价值下降及泰鑫矿业有限公司采矿权注销所致。

截至 2018 年末，公司总负债 208.31 亿元，较 2017 年末有所下降，主要系 2018 年末短期借款及一年内到期的非流动负债下降所致。截至 2018 年末，公司短期借款和一年内到期的非流动负债分别为 0.35 亿元和 6.63 亿元。2018 年末，公司长期借款 31.12 亿元，较 2017 年末下降主要系质押借款减少所致；应付债券 44.61 亿元，较 2017 年末下降主

要系 13 海控债/13 海发控部分资金到期偿还所致；长期应付款 55.59 亿元，较 2017 年末大幅增加主要系新增 13.07 亿元海南省财政厅置换债券和 2.49 亿元华福一天汇能源电力上网收费权资产支持专项计划所致。

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 418.80 亿元，较 2017 年末有所上升，主要系实收资本和资本公积上升所致。2018 年，海南省国有资产监督管理委员会对公司注资 6.00 亿元，其中 3 亿元计入实收资本，3 亿元注入资本公积，实收资本增加至 131.44 亿元。2018 年末，公司资本公积 231.47 亿元，较 2017 年末增加主要系注资、资本溢价，此外，污水处理项目中央和省级投资形成的权益注入、其他中央基建拨款及地方配套资金投入拨款、权益法核算的被投资单位其他权益变动增加资本公积 29.97 亿元。

2018 年，公司经营活动净现金流为 4.17 亿元，由负转正，主要系公司现金支付项目投入大幅下降所致。2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金由 2017 年的 13.17 亿元下降至 3.28 亿元；投资活动方面，2018 年公司投资活动净现金流为 -2.02 亿元，缺口有所缩小，主要系收回投资收到的现金和赎回理财产品较多所致。2018 年公司收回投资收到的现金 25.13 亿元；筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动净现金流为 -5.10 亿元，2018 年公司融资力度有所下降，但股东注资增加以及受到筹资款大幅上升使得筹资活动现金流入较 2017 年小幅上升，但 2018 年公司偿还债务较多及支付专项资金增加等因素使得筹资活动现金流出大幅增加。

从偿债能力指标来看，受当年营业总收入下降及参股公司亏损影响，2018 年公司 EBITDA 下降为 5.37 亿元。2018 年，公司总债务/EBITDA 为 23.46 倍，经营活动净现金流/总债务为 0.03 倍，对债务覆盖能力较弱，但财政贴息增加使得 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力均有所上升。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 3.89 倍，经营活动净现金流利息保障倍数为 3.02 倍，均可以有效覆盖利息支出。

表 10: 2016~2018 年公司偿债能力分析

项目名称	2016	2017	2018
长期债务(亿元)	131.70	121.87	118.24
总债务(亿元)	133.89	149.14	125.97
EBITDA(亿元)	7.35	9.53	5.37
经营活动净现金流(亿元)	7.12	-4.17	4.17
总债务/EBITDA(X)	18.23	15.65	23.46
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	-0.03	0.03
EBITDA 利息保障系数(X)	1.84	2.70	3.89
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.78	-1.18	3.02

资料来源：公司财务报告

债务到期分布来看，公司偿债高峰期为 2020 年和 2021 年，分别需偿还 33.78 亿元和 26.12 亿元。中诚信国际将持续关注公司偿债资金到位情况。

表 11: 截至 2018 年末公司债务到期情况(亿元)

项目名称	2019	2020	2021	2022	2023 年及以后
到期金额	7.73	33.78	26.12	0	57.87

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 39.57 亿元，占同期末净资产比重为 9.45%，担保对象主要为海南铁路有限公司。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 33.88 亿元，占同期末总资产的比重为 5.40%。

银行授信方面，截至 2018 年末，公司共获得银行授信 119.10 亿元，其中未使用授信额度为 26.91 亿元。

此外，根据公司与国开基金、海航机场集团有限公司（以下简称“海航机场集团”）和美兰有限公司签订的投资合同及其变更协议约定，国开基金有权要求公司回购其投资于美兰有限的两笔共计 12.84 亿元人民币增资款；同时公司承诺：国开基金每一年度自美兰有限获取的现金收益低于协议约定的部分，由公司按协议约定的支付时间支付，以确保实现其预期的投资收益率目标。根据公司与国开基金、海南海控水利建设有限公司签订的投资合同及其变更协议约定，国开基金有权要求公司回购其投资于海南海控水利建设有限公司的两笔共计 8.81 亿元人民币增资款；同时公司承诺：国开基金每一

年度自海南海控水利建设有限公司获取的现金收益低于协议约定的部分，由本公司按协议约定的支付时间支付，以确保实现其预期的投资收益率目标。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行 2019 年 3 月 19 日出具的《企业征信报告》，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

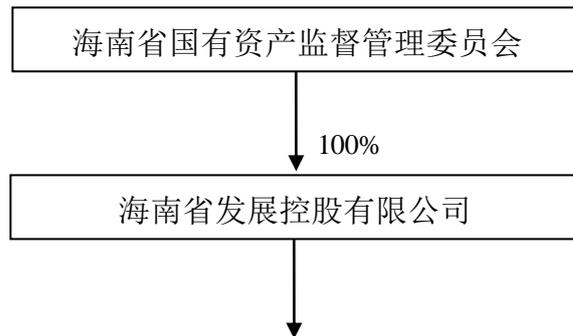
2018 年以来，海南省全岛获批为自由贸易试验区，战略地位大幅提升；公司地位重要，持续获得股东支持；债务规模下降，资产负债率维持在低位。但中诚信国际也关注到公司 2018 年未实现土地出让收入，未来海南省土地储备中心或更改与公司收益结算模式；公司净利润有所下降等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

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⁺**。

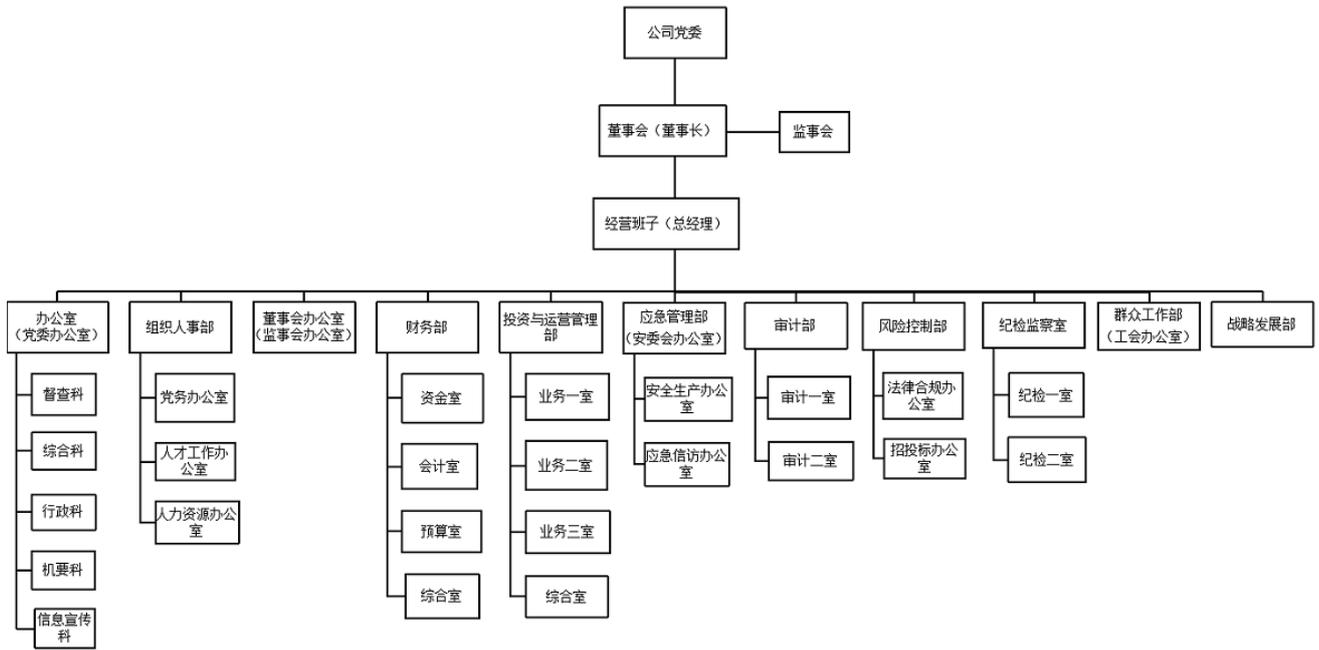
附一：海南省发展控股有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	海南省机场投资管理有限公司	100.00
2	海南金控医药股份股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00
3	海南绿色能源与环境工程技术研究院有限公司	60.00
4	海南天汇能源股份有限公司	100.00
5	海南金融控股股份有限公司	64.37
6	海南新创工业信息产业投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00
7	海南省水利电力集团有限公司	100.00
8	海南南华创业投资基金（有限合伙）	100.00
9	海南海钢集团有限公司	100.00
10	海南鹿回头旅业投资有限公司	100.00
11	海南莺歌海盐场有限公司	100.00
12	海南泰鑫矿业有限公司	90.00
13	海南水务投资有限公司	100.00
14	海南海控美丽乡村建设有限公司	100.00

注：仅列示一级子公司。
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 2018 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)	2016	2017	2018
货币资金	363,141.06	499,191.62	511,482.10
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	18,703.65	17,760.93	5,447.47
应收账款净额	50,397.26	34,812.20	29,389.28
其他应收款	130,200.34	113,028.87	104,094.48
存货净额	77,215.76	162,601.51	168,175.76
可供出售金融资产	1,790,766.57	1,776,628.55	1,786,888.86
长期股权投资	577,405.65	756,222.99	833,126.67
固定资产	385,250.76	379,216.23	412,908.75
在建工程	543,278.99	533,770.85	689,355.77
无形资产	525,534.77	411,557.18	330,835.00
总资产	5,940,157.91	6,072,406.92	6,271,149.29
其他应付款	57,346.89	111,255.54	121,747.86
短期债务	21,874.53	272,648.85	77,277.02
长期债务	1,317,015.66	1,218,712.87	1,182,421.31
总债务	1,338,890.19	1,491,361.72	1,259,698.33
净债务	975,749.13	992,170.10	748,216.23
总负债	2,023,009.36	2,229,738.82	2,083,135.48
费用化利息支出	37,363.08	34,236.79	12,617.60
资本化利息支出	2,638.46	986.00	1,173.67
实收资本	1,284,366.81	1,284,366.81	1,314,366.81
少数股东权益	67,319.92	45,508.60	55,983.15
所有者权益合计	3,917,148.55	3,842,668.10	4,188,013.80
营业总收入	99,456.88	91,263.37	72,302.70
三费前利润	25,341.65	25,981.77	19,855.42
营业利润	-52,187.26	37,498.61	15,579.56
投资收益	5,454.97	39,597.62	13,700.80
营业外收入	63,166.56	774.34	1,801.43
净利润	1,897.15	27,141.70	4,344.14
EBIT	46,578.10	71,821.56	27,660.32
EBITDA	73,458.75	95,274.25	53,700.47
销售商品、提供劳务收到的现金	87,219.75	87,933.64	79,471.43
收到其他与经营活动有关的现金	155,828.78	83,313.62	77,469.41
购买商品、接受劳务支付的现金	39,067.40	131,678.91	32,759.18
支付其他与经营活动有关的现金	80,706.47	29,074.66	34,011.89
吸收投资收到的现金	30,147.22	52,299.20	71,066.00
资本支出	226,660.08	59,676.87	203,239.98
经营活动产生现金净流量	71,214.27	-41,719.73	41,716.68
投资活动产生现金净流量	-169,832.90	-87,792.68	-20,240.42
筹资活动产生现金净流量	259,070.65	265,420.98	-50,979.75
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率(%)	31.73	35.86	37.38
三费收入比(%)	75.74	73.30	62.40
总资产收益率(%)	0.81	1.21	0.45
流动比率(X)	2.24	1.59	2.07
速动比率(X)	2.05	1.37	1.76
资产负债率(%)	34.06	36.72	33.22
总资本化比率(%)	25.47	27.96	23.12
长短期债务比(X)	0.02	0.22	0.07
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	-0.03	0.03
经营活动净现金流/短期债务(X)	3.26	-0.15	0.54
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.78	-1.18	3.02
总债务/EBITDA(X)	18.23	15.65	23.46
EBITDA/短期债务(X)	3.36	0.35	0.69
货币资金/短期债务(X)	16.60	1.83	6.62
EBITDA 利息倍数(X)	1.84	2.70	3.89

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。