

海南省发展控股有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2021]101433】

评级对象： 海南省发展控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AAA	稳定	AAA	2021 年 12 月 10 日
首次评级：	AAA	稳定	AAA	2021 年 2 月 3 日

主要财务数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	35.20	22.35	16.04	47.56
刚性债务	104.50	120.33	152.74	160.73
所有者权益	217.39	209.54	172.20	246.61
经营性现金净流入量	2.14	-0.18	-0.40	-2.13
发行人合并数据及指标：				
总资产	621.81	664.25	893.03	1040.40
总负债	217.72	258.28	514.34	559.88
刚性债务	130.40	155.05	327.53	359.18
所有者权益	404.08	405.97	378.69	480.52
营业收入	7.23	13.94	49.50	44.06
净利润	0.33	0.39	3.05	-0.18
经营性现金净流入量	4.17	-4.69	11.56	-13.45
EBITDA	6.71	10.54	16.55	-
资产负债率[%]	35.01	38.88	57.60	53.81
长短期债务比[%]	299.61	170.96	165.14	190.67
营业利润率[%]	25.41	18.48	12.22	4.21
短期刚性债务现金覆盖	425.45	103.90	106.07	249.87
营业收入现金率[%]	109.91	112.46	90.44	140.66
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.48	-30.91	-47.68	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.75	1.81	1.57	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.07	0.07	-

注：发行人数据根据海南控股经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。2018 年数据为追溯调整后的 2019 年审计报告年初数。

分析师

郭羽佳 wyj@shxsj.com
周晓庆 zxq@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对海南省发展控股有限公司（简称“海南控股”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 21 海控 01 的跟踪评级反映了 2020 年以来海南控股在区域环境、政府支持、经营业绩及资本实力等方面保持优势，同时也反映了公司在盈利能力、项目投融资、债务负担、子公司管控以及对外投资等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区域环境好。**依托独特的资源禀赋、区位优势和政策支持，2020 年海南省经济保持发展；同时随着自由贸易港建设的全面推进，海南省战略地位进一步提升，为海南控股开展业务提供了较好的外部环境。
- **政府支持力度大。**海南控股是海南省核心的省级国有资本投资运营公司，承担着海南省重点项目投资和建设任务。跟踪期内，公司持续获得股东增资，同时在项目获取、资产划拨以及资金拨付等方面持续获得省政府的支持。
- **经营业绩有所提升。**2020 年，得益于吸收合并海南发展，海南控股业务范围得以拓展，营业收入大幅增长，经营业绩得以提升；同时，经营性业务依然保持良好的运营态势，现金回笼情况较好。
- **资本实力较强。**2020 年以来，海南控股获股东货币增资，资本实力进一步提升；同时期末在货币资金充裕，短期偿债能力较强。

主要风险：

- **盈利对非经常性损益依赖大。**海南控股主业盈利能力一般，期间费用高企，利润实现依赖于非经常性损益以及投资收益，稳定性欠佳。
- **投融资压力不断上升。**海南控股已积聚了较大规模的刚性债务，且后续在房地产开发及对外

投资等方面的资金需求仍较大，投融资压力或将进一步上升。

- **债务规模明显上升。**2020 年以来海南控股股权收购事项占用较大规模资金，公司债务规模快速上升，债务负担加重。
- **子公司管控压力。**海南控股子公司较多，且子公司行业跨度大，本部持续面临着子公司管控压力。

评级关注：

- 海南控股拟战略投资海航集团机场板块，若投资完成，公司可能成为海航集团机场板块的控股股东。2021 年 10 月 31 日，机场板块重整计划已经海南高院裁定批准。本次战略投资事项尚未完成，本评级机构将持续关注上述事项进展以及对公司经营状况和财务表现等方面的影响。

➤ 未来展望

通过对海南控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



海南省发展控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照海南省发展控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“21 海控 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海南控股提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第三季度财务报表及相关经营数据，对海南控股的财务状况、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，进行了定期跟踪评级。

2021 年 10 月，该公司发行了规模为 9 亿元的 21 海控 01，票面利率 3.7%，期限为 5 年，同时设第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，所募资金拟全部用于公司及子公司偿还有息债务。截至 2021 年 11 月末，21 海控 01 募集资金已使用 8.86 亿元。

截至 2021 年 12 月 7 日，该公司待偿还债券本金余额为 101.70 亿元，存续期内债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	本息兑付情况
海人才 1A	7.83	18.0137	4.50	2019-03-26	正常
海人才 1B	0.87	18.0137	--	2019-03-26	正常
19 海控债 01	13.00	3+2	3.90	2019-07-19	正常
19 海控 02	10.00	3+2	3.69	2019-11-25	正常
20 海控债 01	7.00	3+2	3.50	2020-01-14	正常
20 海控 02	22.00	3+2	4.00	2020-01-14	正常
20 海控 03	15.00	3+2	2.88	2020-04-28	正常
20 海控 04	4.00	5+2	3.29	2020-04-28	正常
21 海南发展 MTN001	13.00	3+2	3.80	2021-04-29	正常，尚未进入付息期
21 海控 01	9.00	3+2	3.70	2021-10-14	正常，尚未进入付息期

资料来源：Wind（截至 2021 年 12 月 7 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021 年第三季度以来，全球经济持续恢复且表现分化，通胀风险依然高企；部分新兴经济体加息节奏加快，美联储亦即将启动缩减购债规模，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。短期内，我国经济恢复趋弱的态势或将延续，而在宏观政策跨周期调控支持下，经济增速仍有望保持在合理区间，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年第三季度以来，新冠疫情传播反复，全球经济持续恢复的同时，发达与新兴经济体修复节奏仍在分化，供需不平衡以及大规模的流动性投放导致的通胀风险依然高企。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的环境下持续加息且节奏有所加快，欧洲央行已宣布放缓紧急购债计划的购债速度，美联储亦即将启动缩减购债规模，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

房地产调控、地方政府隐性债务监管、“缺芯”、“限产”以及疫情散发等因素叠加交织，我国经济恢复进程趋弱。消费者物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。工业各行业中高技术制造业及采掘业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但行业间不均衡，中下游制造业及小微企业面临的成本和营运资金压力较大。国内疫情散发导致消费恢复不稳；固定资产投资中房地产投资和基建投资增长放缓，制造业投资稳步恢复；新出口订单指数持续走低，出口贸易延续强势的同时波动性加大。人民币汇率平稳波动，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性稳定性、增强有效性，通过政策联动为实体经济提供支持。我国财政政策保持积极，地方政府专项债发行节奏和资金使用进度持续加快，财政支出效能不断提高，保就业、保民生、保市场主体的同时带动有效投资；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行实行灵活精准的稳健货币政策，加强跨周期调节，保持流动性合理充裕，通过降准、新增支小再贷款、续作直达实体经济货币政策工具等措施，引导金融资源服务实体和支持绿色发展；防风险与保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速经历明显回落有望企稳。资管新规过渡期即将

结束，我国金融监管持续强化，深化金融机构改革、从严打击证券违法活动、推动债券市场高质量发展和双向开放，为金融市场健康发展夯实基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、世界经济修复分化与高通胀、美联储宽松政策退出、地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力加大，经济恢复趋弱的态势或将延续，而在宏观政策跨周期调控支持下，经济增速仍有望保持在合理区间：预计消费恢复仍需要较长时间，固定资产投资中制造业投资持续恢复、房地产开发投资增速放缓、基建投资表现平稳，出口贸易的强势表现或不具可持续性。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模

也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），进一步明确提出要对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020 年 12 月，中央经济工作会议指出 2021 年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021 年 3 月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021 年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

(3) 区域经济环境

2020 年海南省经济保持发展，但受年初疫情影响，增速有所下滑。2021 年以来，海南省政府出台《海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021—2023 年）》，海南省全岛自由贸易港实施逐步落实，预计将进一步推动全省经济发展。

海南省位于我国最南端，北以琼州海峡与广东省划界，西临北部湾与广西壮族自治区和越南相对，东濒南海与台湾省对望，东南和南边在南海中与菲律宾、文莱和马来西亚为邻。海南省建省较晚，于 1988 年从广东省划出独立建省，行政区域包括海南岛和西沙群岛、南沙群岛、中沙群岛的岛礁及其海域，下辖 4 个地级市、5 个县级市、4 个县、6 个民族自治县，省会为海口市。海南省全省陆地总面积 3.54 万平方公里，海域面积约 200 万平方公里，是我国海域面积最大、陆地面积最小的省级行政区。根据海南省第七次人口普查，全省常住人口 1008.12 万人，城镇人口比重为 60.27%。

自 2018 年 4 月中共中央国务院出台了《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》以来，海南省全面加快建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港。2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》（简称“总体方案”），标志着这一重大战略进入全面实施阶段。总体方案发展目标为到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟；到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港；同时总体方案中明确，海南省全岛为自由贸易港。2021 年，海南省政府印发《海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021—2023 年）》，进一步推动贯彻落实总体方案。随着海南省战略地位的进一步提升，或将为全省经济发展带来新的机遇。

2020 年，受年初疫情影响，海南省经济保持低速发展。全年全省实现地区生产总值 5532.39 亿元，按可比价格计算，较上年增长 3.5%，增速下滑 2.3 个百分点。从三次产业结构情况来看，全年全省实现第一产业增加值 1135.98 亿元，同比增长 2.0%；实现第二产业增加值 1055.26 亿元，同比下降 1.2%；实现第三产业增加值 3341.15 亿元，同比增长 5.7%。三次产业结构进一步调整为 20.5:19.1:60.4，三产比重进一步提高 1.4 个百分点，第三产业支柱地位突出。2021 年以来，随着疫情防控持续推进，服务业持续复苏，全省经济持续回暖。2021 年 1-9 月，全省实现地区生产总值 4508.06 亿元，按可比价格计算，同比增长 12.8%，受上年基数较低影响，增幅较大；同时，当期固定资产投资、社会消费品零售总额与进出口总额分别同比增长 13.7%、31.9%和 60.4%。

图表 2. 近年来海南省主要经济指标及增速

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年前三季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	4832.05	5.8	5308.94	5.8	5532.39	3.5	4508.06	12.8
人均生产总值 (万元)	5.20	4.8	5.65	4.7	--	--	--	--
工业增加值 (亿元)	-	5.9	588.72	4.0	536.29	-5.4	--	10.8
全社会固定资产投资 (亿元)	-	-12.5	--	-9.2	--	8.0	--	13.7
社会消费品零售总额 (亿元)	1717.08	6.8	1808.31	5.3	1974.63	1.2	1764.63	31.9
进出口总额 (亿元)	848.96	20.8	905.87	6.8	933.00	3.0	1013.55	60.4

资料来源：海南省人民政府网

第三产业是海南省经济增长的主要力量，海南省一直将旅游业作为发展重心，省内丰富的旅游资源和日益完善的配套设施推动全省旅游业快速发展，并以此带动房地产、餐饮住宿和批发零售等服务业发展。2020 年受疫情影响，全省旅游人次为 6455.09 万人次，较上年下降 22.3%；共实现旅游总收入 872.86 亿元，同比下降 17.5%；接待过夜游客 5457.42 万人次，同比下降 20.0%。受海南省全域限购政策影响，2020 年全省房屋销售面积和销售额持续下降，全年全省房屋销售面积 751.54 万平方米，同比下降 9.4%；销售额 1232.08 亿元，同比下降 3.4%。

投资和消费一直是拉动海南省经济增长的主要动力。2020 年全省房地产开发投资有所回升，当年房地产开发投资增长 0.4%，非房地产开发投资增长 13.4%；受此影响，当年全省固定资产投资额较上年增长 8.0%。全年投资项目 5061 个，较上年增加 488 个，其中本年新开工项目 1633 个，较上年增加 13 个；百万吨乙烯、昌江核电二期等大项目开工，迈湾、天角潭水利枢纽工程开工建设；美兰机场二期建成并即将运营；完成港口资源整合，港口综合通过能力增长 54.6%。

2020 年海南省在消费和进出口方面依然保持增长。全年全省实现社会消费品零售总额 1974.63 亿元，增长 1.2%；其中商品零售额为 1771.88 亿元，同比增长 5.0%。从主要限额以上消费品类别看，当年粮油食品、服装鞋帽针纺织品、化妆品、金银珠宝、日用品类、通讯器材类和汽车类消费呈增长趋势，而家用电器和音像器材、石油及制品和汽车类消费增速仍呈现下滑趋势。同时随着“一带一路”倡议及自由贸易区（港）建设的推进，海南省对外贸易对经济增长的贡献有所加强。全年全省进出口总额为 933.00 亿元，同比增长 3.0%，其中出口总额同比下降 19.6%至 276.40 亿元，进口总额同比增长 16.8%至 656.60 亿元。

2020 年，随着全省加快建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港，主要受土地供应计划影响，全省土地放量成交，成交总量和成交总价均有明显增长。具体来看，全年全省土地成交总面积为 1281.49 万平方米，同比增长 59.86%；成交总价为 387.71 亿元，同比增长 23.15%；成交土地均价为 3025.74 元/平方米，同比下降 22.96%。2021 年前三季度，全省共成交土地 195 宗，成交面积 609.88 万平方米，成交总价为 134.01 亿元，分别较上年同期下降 6.25%、10.37%和 46.22%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是海南省核心的省级国有资本投资运营公司，亦承担着全省重大项目的出资任务。2020 年，公司收购海南发展，新增建筑建材板块业务，业务板块呈现多元化发展，营业收入得以明显提升。同时，公司还于年内陆续收购了包括金海湾公司、国善实业、国旭实业等在内的多家企业，资金占用量大。公司持续在房地产开发及对外投资方面有较强的资金需求，且 2021 年以来公司拟战略投资海航集团机场板块，公司将持续面临一定的投融资压力。

跟踪期内，该公司仍是海南省核心的省级国有资本投资运营公司，承担着全省重大基础设施项目投资任务，业务板块主要包括经营性业务和区域综合开发，并在能源和金融等行业进行对外投资，其中经营性业务涉及电力、房地产、酒店经营、贸易、建筑建材等板块，仍是公司营收的主要来源。2020 年，因收购了上市公司海控南海发展股份

有限公司（简称“海南发展”，代码 SZ002163，原名“中航三鑫股份有限公司”），公司新增幕墙工程和玻璃及深加工制造等建筑建材类业务，营收规模大幅提升，成为公司全年营业收入的主要来源之一。2020 年，公司营业收入较上年大幅增长 255.09%至 49.50 亿元，其中建筑建材类业务收入占比为 51.43%；受收入结构变动影响，全年综合毛利率较上年下滑 3.41 个百分点至 15.75%。

2021 年前三季度，由于获得离岛免税牌照，该公司新增免税销售收入，实现营业收入 44.06 亿元，主要来源于建筑建材类业务、工程项目及免税销售业务；同期综合毛利率为 13.31%。

图表 3. 近两年公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元，%）

业务种类	2019 年			2020 年			2021 年前三季度		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
电力	2.81	20.12	34.00	3.15	6.36	38.33	1.98	4.48	47.05
酒店业	1.29	9.26	32.22	0.44	0.89	45.33	0.09	0.20	80.72
房地产	0.19	1.41	41.32	3.24	6.54	27.42	1.04	2.37	3.64
贸易业务	5.96	42.72	0.06	9.91	20.02	0.36	0.68	1.55	4.20
免税销售	--	--	--	--	--	--	8.61	19.54	7.98
建筑建材类业务	--	--	--	25.46	51.43	14.89	25.09	56.95	13.22
工程项目	--	--	--	2.75	5.56	12.78	5.66	12.84	8.11
其他	3.69	26.49	32.92	4.55	9.20	29.10	0.91	2.06	36.97
合计	13.94	100.00	19.16	49.50	100.00	15.75	44.06	100.00	13.31

资料来源：海南控股

（1）经营性业务

2020 年 6 月，该公司收购海南发展 27.12%股权将其纳入合并范围，公司新增建筑建材类业务板块，经营性业务收入大幅提升。海南发展重点发展幕墙与内装工程、光伏玻璃、矿业与特种玻璃深加工三大产业，是国内知名的幕墙企业，在国内行业综合实力排名前列。2020 年末，海南发展资产总额为 58.21 亿元，净资产为 10.40 亿元，2020 年实现营业收入 44.21 亿元，净利润为 1.70 亿元。

2020 年该公司经营性业务板块表现出不同的发展态势，由于新增幕墙工程和玻璃及深加工制造业等业务，建筑建材类收入成为公司营业收入的主要来源。2020 年，建筑建材类业务实现收入 25.46 亿元，占当期营业收入的 51.43%，毛利率为 14.89%。公司贸易业务仍以铁矿、钢铁及有色金属等大宗商品为主，全年实现贸易业务收入 9.91 亿元，较上年增长 66.58%；但盈利能力弱，毛利率为 0.36%，较上年提升 0.3 个百分点。公司电力板块收入仍主要来源于生产电力产品和提供电力工程劳务，2020 年主要因售电量增加及电力工程业务量增长，电力板块收入有所增长，业务毛利率有所提升；全年电力板块实现收入 3.15 亿元，同比增长 12.10%，毛利率为 38.33%，同比提升 4.33 个百分点。因三亚湾迎宾馆、鹿回头国宾馆、海南博鳌国宾馆无偿划出，2020 年酒店业务收入仅来源于三亚兴华园（鹿颐酒店）、瑶城美丽乡村民宿等旗下酒店的客房收入及其他餐饮收入等，酒店业务收入较上年下降 65.89%至 0.44 亿元，毛利率较上年提升 13.11 个百分点至 45.33%。2020 年，公司结转房地产业务收入 3.24 亿元，毛利率为 27.42%，受定向商品房集中确认收入影响，收入较上年大幅提升 16.05 倍，但毛利率下滑 13.9 个百分点。2020

年公司新增工程业务，主要包括工程施工、建筑智能化及网络信息软件运维等，全年实现工程业务收入 2.75 亿元，毛利率为 12.78%。

2021 年前三季度，该公司实现建筑建材类业务收入 25.09 亿元，占当期营业收入的 56.95%，仍是公司第一大收入来源，业务毛利率为 13.22%。因获得免税牌照，公司新开展免税销售业务，前三季度实现营业收入 8.61 亿元，占公司营业收入的比重为 19.54%；当期业务毛利率为 4.20%。工程业务收入持续增长，前三季度实现营业收入 5.66 亿元，当期毛利率为 8.11%。其他各类经营性业务前三季度收入规模相对较小，在经营性业务中总体占比不高。

（2）基础设施建设

该公司作为海南省省级国有资本投资运营公司，承担着省内重大基础设施项目的投资任务，资金来源主要依赖财政支持。跟踪期内，公司仍主要通过参股及控股的形式，对省内大型交通及水利项目进行投资建设。

该公司以参股形式出资的项目主要包括东环铁路、西环铁路和美兰机场二期改扩建项目。其中美兰机场二期改扩建工程计划总投资为 165.11 亿元，公司代表省政府完成投资 31.68 亿元，持有海口美兰国际机场有限责任公司（简称“美兰机场公司”）29.98% 股权。2020 年 12 月，根据海南省国资委要求，公司已将所持美兰机场公司全部股权无偿划转至海南省国资委。截至 2021 年 6 月末，公司参股投建项目实际出资额为 91.15 亿元，东环铁路和西环铁路已正式通车运营，由海南铁路有限公司（简称“琼铁公司”）负责建设和运营管理，公司持有琼铁公司 30.97% 股权¹。

图表 4. 截至 2021 年 6 月末公司重要参股形式投建项目（单位：亿元，%）

项目名称	项目总投资	其中公司出资额	实际已出资	完工进度	项目进度
海南东环铁路	205.29	49.50	49.50	100.00	已完工
海南西环铁路	254.90	41.65	41.65	100.00	已完工
合计	460.19	91.15	91.15	--	--

资料来源：海南控股

除参股项目外，该公司的子公司作为业主方亦承担了省内大型水利水电项目建设任务。目前公司在建项目主要包括红岭灌区工程、大广坝水利水电二期（灌溉）工程、水电红岭灌区田间工程和水电南渡江迈湾水利枢纽工程等。截至 2021 年 6 月末，公司投建的水利项目计划总投资额 280.58 亿元，实际已出资 167.35 亿元，已收到中央补助资金和省财政厅项目建设资金合计 167.35 亿元。

图表 5. 截至 2021 年 6 月末公司主要控股形式投建项目（亿元，%）

项目名称	项目总投资	实际已投资	财政出资	实施主体
红岭灌区工程	61.96	62.16	62.16	海南海控水利建设有限公司
大广坝水利水电二期（灌溉）工程	20.11	20.11	20.11	海南省水利电力集团有限公司
水电红岭灌区田间工程	25.16	24.94	24.94	海南省水利电力集团有限公司
水电除险加固工程	2.98	2.98	2.98	海南省水利电力集团有限公司
水电南渡江迈湾水利枢纽	73.64	28.17	28.17	海南省水利电力集团有限公司
水电春江补水工程	1.35	1.35	1.35	海南省水利电力集团有限公司
北门江天角潭水利枢纽工程	43.39	19.04	19.04	海南省水利电力集团有限公司

¹ 该公司对琼铁公司直接持股比例为 30.94% 股权，同时通过海南海控资产管理有限公司间接持股 0.03%。

项目名称	项目总投资	实际已投资	财政出资	实施主体
南繁基地（乐东、三亚片）水利设施工程	8.44	6.67	6.67	海南省水利电力集团有限公司
海南省琼西北供水工程	43.56	1.94	1.94	海南省水利电力集团有限公司
合计	280.58	167.35	167.35	--

资料来源：海南控股

（3）房地产开发

该公司房地产业务仍主要由子公司海南发展控股置业集团有限公司（简称“海控置业”，具有房地产开发壹级资质）开展。海控置业主要受各省属单位委托，通过自筹资金定向进行房屋开发，建成后对符合条件的群体定向销售回款，同时向委托方收取一定比例的项目管理费，该管理费计入购房款中一并收取，不再另外结算。此外，公司还有部分商品房项目，主要依靠市场化销售实现资金回笼。

目前该公司已建成房产项目包括和风·江岸项目、和风·鑫苑项目、省政协小区、万宁翠岭山庄、美庄美苑、澜江花园一期及和风家园（E4002 地块）等，其中澜江花园一期为市场化销售的商品房项目，其他均为定向开发商品房项目。截至 2021 年 6 月末，公司已完工房产项目总投资额为 35.26 亿元，已回笼资金 35.33 亿元。

该公司现阶段在开发房产项目主要包括和风家园、经纬江畔、椰东江岸和工商职苑项目等，均为定向开发商品房项目，计划总投资额为 53.62 亿元，截至 2021 年 6 月末已完成投资 33.48 亿元。公司在建房产项目投资规模较大，将持续面临一定的资金压力。

图表 6. 截至 2021 年 6 月末公司在开发房地产项目（单位：万平方米，亿元）

项目名称	开发主体	项目类型	建设周期（年）	总投资额	已投资额
和风家园（E4302 地块）	海控置业	定向开发商品房	2018-2021	5.83	5.23
和风家园（E4502 地块）	海控置业	定向开发商品房	2019-2021	20.48	19.27
经纬江畔	海控置业	定向开发商品房	2018-2021	1.60	0.37
椰东江岸	海控置业	定向开发商品房	2018-2021	5.52	1.78
工商职苑	海控置业	定向开发商品房	2018-2021	1.50	0.36
和风家园（E5102 地块）	海控置业	定向开发商品房	2020-2025	18.69	6.47
合计	--	--	--	53.62	33.48

资料来源：海南控股

土地储备方面，该公司通过收购股权形式取得土地约 3354 亩，主要为南海明珠岛及国兴大道沿线的土地，均为商服用地，规划用于开发商业、办公及酒店等物业，预计后续将持续进行开发建设或转让。此外，公司还拥有莺歌海盐场 5 万余亩土地储备，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。公司还定向开发盐场保障房项目，计划总投资额为 1.71 亿元，截至 2021 年 6 月末，累计已投资 1.56 亿元，已实现回款 1.56 亿元，已交付使用盐场保障房 686 套，已完工待验收盐场保障房 164 套。此外，公司还利用符合规划的闲置厂房打造党建文旅教育基地，目前该项目已竣工运营，公司累计完成投资 3600 万元。

(4) 土地开发业务

该公司土地开发业务主要由子公司海南省地产(集团)有限公司(简称“地产集团”)运营。地产集团主要在海南省土地储备整理交易中心(简称“省土储中心”)的统筹下负责相应范围的土地开发,待开发完成的土地实现出让后,由省土储中心返还公司相关地块的收益分成。2019年起地产集团不再垫付资金,土地开发过程中涉及的费用均由政府承担。同时,自2019年起地产集团已完成收储但尚未出让的土地增值收益部分,地产集团均不参与分配。截至2021年6月末,地产集团为前期收储工作垫付的资金尚有5.37亿元未收回。

2021年2月,根据《海南省人民政府关于印发海南省省级土地储备运作机制的通知》(琼府[2021]7号)(简称“通知”),明确了省土储中心承担省级土地储备的组织实施工作,并通过政府采购方式选取市场主体承担土地征储服务性事务工作。自通知生效日起,地产集团承接土地开发业务亦需通过市场竞标获得。但现有在收储的乐东、木兰湾、屯昌3个项目仍由地产集团承接收储业务,并按照投资额计算管理费。

(5) 对外投资

该公司对外投资领域主要涉及航空、矿业、能源类、金融类及水务等板块。2020年,公司实现投资收益2.77亿元,投资净收益主要来源于权益法核算的长期股权投资及理财产品收益。2020年,公司将所持美兰机场公司及海钢集团股权全部划转至海南省国资委,划转子公司持有的海口农村商业银行股份有限公司和海南矿业股份有限公司等股份一并减少。

图表 7. 公司 2020 年末主要对外投资情况 (单位: 万元)

行业	公司	核算方法	年末余额	当年实现投资收益
港口类	海南八所港务有限公司	权益法	22161.71	1435.04
	海南银行股份有限公司	权益法	88497.79	6627.82
金融类	国寿海控(海南)健康投资有限公司	权益法	9268.99	-191.86
	海南海控小额贷款有限公司	权益法	7113.98	670.60
	海南信息产业创业投资基金(有限合伙)	权益法	3925.37	274.15
	国投融资租赁(海南)有限公司	权益法	3111.17	125.86
	海南股权交易中心有限责任公司	权益法	2376.78	2.90
	海南省登记结算有限责任公司	权益法	1379.05	-44.74
	海南海控长输天然气管网有限公司	权益法	39881.16	1811.58
能源类	国家能源集团海控新能源有限公司	权益法	36621.39	-8581.52
	中石油海南销售有限公司	权益法	20010.86	4137.14
	中海石油管道输气有限公司	权益法	8525.03	609.02
区域开发	招商三亚深海科技城开发有限公司	权益法	20748.29	606.76
	海南博鳌国际医疗旅游先行区开发建设有限公司	权益法	14888.65	164.80
水务类	海南省水务集团有限公司	权益法	133142.24	-1478.32
装修工程及玻璃制造	海南中航特玻材料有限公司	权益法	12798.32	0.00
	中航百慕新材料技术工程股份有限公司	权益法	5830.45	-1295.42

行业	公司	核算方法	年末余额	当年实现投资收益
	宝利鑫新能源开发有限公司	权益法	3235.42	420.72
其他	海南南海网传媒股份有限公司	权益法	7700.00	200.13
	海南国贸有限公司	权益法	2062.68	56.33
	中盐南海盐业有限公司	权益法	1604.78	-13.25
合 计		--	444884.11	5537.74

资料来源：海南控股

（6）重大事项

2020 年以来，该公司股权收购及划转事项较多，对公司经营状况和财务表现影响较大。

2020 年 5 月，该公司以 101.32 亿元收购海南金海湾投资开发有限公司（简称“金海湾公司”）100.00%股权，并代其承接不超过 39.65 亿元的债务，合计总金额为 140.97 亿元；截至 2021 年 11 月末，公司已支付 96.85 亿元。2020 年 6 月，公司通过非公开协议转让方式以 12.81 亿元收购海南发展 27.12%的股份，成为海南发展第一大股东。2020 年 9 月，公司以合计 29.44 亿元收购海南国善实业有限公司（简称“国善实业”）、海南国旭实业有限公司（简称“国旭实业”）和海南航鹏实业有限公司（简称“航鹏实业”）三家企业 100%股权；截至 2021 年 11 月末，公司已支付 28.93 亿元。

2020 年 6 月，该公司通过公开摘牌方式收购海南三亚国宾馆有限责任公司（简称“三亚国宾馆”）100%股权及相关债权，交易价格为 17.28 亿元（含股权转让期间相关借款利息）；截至 2020 年 8 月末，交易价款已全部支付完毕，并于 9 月完成工商变更。此后，公司将三亚国宾馆全部股权转让给海南省旅游投资发展有限公司（简称“海南省旅投”），转让价款暂计为 17.58 亿元，工商变更已于同年 11 月完成。截至 2020 年末，17.28 亿元已全部支付完毕；截至 2021 年 11 月末，公司已收到海南省旅投支付的全部股权收购价款 18.18 亿元。

2020 年 11 月，根据股东海南省国资委批复，该公司将所持的参股公司美兰机场公司 29.98%股权和子公司海南海钢集团有限公司（简称“海钢集团”）、海南省机场投资管理有限公司（简称“机场管理公司”）100.00%股权无偿划转至海南省国资委，将三亚海控接待中心建设投资有限公司（简称“三亚海控接待中心”）100.00%股权无偿划转至海南旅投酒店集团有限公司。截至 2020 年末，上述股权划转事宜工商、产权变更登记已完成。

2021 年 11 月 2 日，该公司披露《关于海南省发展控股有限公司重大资产重组进展的公告》，为支持海南省自贸港的全面建设，进一步拓宽公司经营业务范畴，提升综合实力，公司拟战略投资海航集团机场板块。根据《海航集团机场板块战略投资者招募公告》及《关于海航集团机场板块战略投资者招募进展的公告》，海航集团机场板块管理人已经确定公司为海航集团机场板块的战略投资者。

该公司将以现金方式取得海航基础设施投资集团股份有限公司（股票代码：600515，简称“海航基础”）以资本公积转增的部分 A 股股票，最终取得海航基础控制权；并通过增资方式取得三亚翊航实业有限公司（简称“翊航实业”）部分股权。本次重整投资

标的主体范围共 125 家，其中：上市板块共 115 家，包括海航基础及并表范围内的 114 家公司；非上市板块主体共 10 家，包括翊航实业及权益调整后的子公司。若上述投资完成，公司可能成为海航集团机场板块的控股股东。

海航基础为专注于基础设施投资建设运营的大型企业集团，业务范围包括地产、机场、物业、免税、酒店、工程管理等。截至 2020 年末，海航基础总资产 574.34 亿元，所有者权益 81.54 亿元，2020 年实现营业收入 63.15 亿元，净利润-96.50 亿元；截至 2021 年 9 月末，海航基础总资产 594.59 亿元，所有者权益 90.91 亿元，2021 年 1-9 月实现营业收入 36.71 亿元，净利润 4.55 亿元。

翊航实业以地产投资开发为主营业务，业务主要包括商业街开发、酒店项目开发、投资性房地产的出租与管理，主要资产包括三亚望海青年酒店项目、三亚风情商业街项目。重整完成后的翊航实业将作为业务控股平台，管理主要从事客运、货运为主的境内外机场以及由机场业务延伸发展出的仓储物流等临空产业园区开发建设业务的企业，包括 321 家重整公司中的 3 家企业及其子公司，主要为翊航实业、美兰机场公司、海南博鳌机场管理有限公司等企业。截至 2020 年末，翊航实业总资产 45,965.07 万元，总负债 45,426.86 万元，2020 年实现营业收入 321.43 万元，净利润-209.56 万元；截至 2020 年末，美兰机场公司总资产 202.62 亿元，总负债 409.49 亿元，2020 年实现营业收入 30.56 亿元，净利润-213.96 亿元。

该公司本次投资对价为人民币 110.00 亿元，包括：投资海航基础支付现金 85.50 亿元、投资翊航实业支付现金 22.50 亿元，剩余款项在充分满足海南控股资金支付合规性要求的前提下，提供管理人专项解决重整相关问题。

上述机场板块战略投资事项已于近期经海南控股董事会审议并取得海南省国资委批复。2021 年 10 月 31 日，机场板块重整计划已经海南高院裁定批准。截至本评级报告出具日，本次战略投资事项尚在进行中。本评级机构将持续关注上述事项进展以及对公司经营状况和财务表现等方面的影响。

管理

跟踪期内，该公司股东海南省国资委将公司 10%股权无偿划转至海南省财政厅，但公司实际控制人仍为海南省国资委。随后，公司重新制定或修订了《公司章程》等管理文件中股东相关内容，组织架构及管理制度未有重大变动。

2020 年 9 月，海南省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“海南省国资委”）将该公司 10%股权划转至海南省财政厅，于 2021 年 1 月完成工商变更。2020 年，公司获股东增资 4.60 亿元；2021 年前三季度，公司获股东增资 55.96 亿元。截至 2021 年 9 月末，公司实收资本为 191.80 亿元，因暂未进行工商变更，注册资本为 135.84 亿元，海南省国资委和海南省财政厅分别持有公司 90%和 10%股权，海南省国资委为公司控股股东。随后，公司重新制定或修订了《公司章程》等管理文件中股东相关内容，组织架构及管理制度未有重大变动。

2021 年 11 月，因工作需要，顾刚同志不再担任公司党委书记、党委委员、董事长职务，李晓刚同志不再担任公司党委副书记、党委委员、总经理职务。根据海南省省委决定，马咏华同志兼任公司党委书记职务，提名为董事长人选，任清华同志担任公司总经理职务。此次高管变动为正常人事变动，未对公司经营形成重大不良影响。

根据该公司本部提供的 2021 年 11 月 26 日《企业信用报告》，公司本部无重大异常情况。根据 2021 年 11 月 21 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，公司本部不存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司营业毛利仍无法覆盖期间费用，利润主要依赖于公允价值变动损益和投资收益。2020 年以来，在对外投资规模持续扩大、建设项目推进以及股权收购事项增多等因素影响下，公司债务负担加重，短期支付压力有所增大；但公司主业现金回笼情况较好，资金储备较充裕，且融资渠道通畅，短期债务偿付能力较强。

1. 公司财务质量

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 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 2021 年前三季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2020 年，该公司根据财政部企业会计准则修订文件进行了会计政策变更。公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则和新收入准则，其中执行新金融工具准则对公司的变化和影响为：2020 年 1 月 1 日及以后公司将持有的部分非交易性股权投资指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，列报为其他权益工具投资；执行新收入准则的主要变化和影响为：公司将已向客户转让商品或提供服务而有权收取对价的权利（且该权利取决于时间流逝之外的其他因素）从“存货”、“应收账款”、“其他应收款”项目变更为“合同资产”或“其他非流动资产”，公司将已收或应收客户对价而应向客户转让商品或提供服务的义务从“预收款项”项目变更为“合同负债”、“其他流动负债”或“其他非流动负债”项目列报。

2020 年，该公司通过收购金海湾公司（及其 18 家全资子公司）、国善实业、国旭实业和航鹏实业四家企业 100.00% 股权，收购海南发展 27.12% 股份，将上述 5 家公司纳入合并范围，同时新设立 16 家子公司，并对 2019 年设立的海南海控环保科技有限公司履行出资职责将其纳入合并范围；同年公司减少 3 家子公司，其中机场管理公司、海钢集团及三亚海控接待中心因无偿划出而不再纳入合并范围。截至 2020 年末，公司合并范围内一级子公司 16 家；2021 年前三季度，公司合并范围新增全球消费精品（香港）投资有限公司、海南海拉商业管理有限公司、海南海购科技有限公司，并注销海南儋州发展控股有限公司。

上述子公司中，金海湾公司和海南发展的纳入对该公司的经营及财务表现影响较大，其余子公司因资产、收入和净利润规模有限，对公司的影响相对有限。

图表 8. 截至 2020 年末新纳入主要子公司合并口径经营及财务情况（单位：亿元）

名称	主营业务	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润
海南金海湾投资开发有限公司	海口南海明珠生态岛项目实施主体	89.72	43.53	46.19	--	-0.33
海控南海发展股份有限公司	玻璃深加工产品技术开发、生产销售建筑安装玻璃、光学玻璃、光控玻璃、电子平板玻璃和建筑幕墙等	58.21	47.81	10.40	44.21	1.70

资料来源：海南控股

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，主要受收购多家企业股权等因素影响，该公司负债规模快速增长，负债经营程度明显上升。2020 年末负债总额较上年末增长 99.14%至 514.34 亿元，资产负债率较上年末上升 18.72 个百分点至 57.60%。从债务期限结构看，年末公司长短期债务比为 165.14%，较上年末下降 5.82 个百分点，债务期限结构仍偏长期。

2020 年，该公司通过获取银行借款以及公开市场发行债券等方式加大对外融资力度，年末刚性债务较上年末大幅增长 111.25%至 327.53 亿元，占负债总额的 63.68%。年末刚性债务主要包括银行借款 157.94 亿元、应付债券 94.39 亿元及国开行债权置换（计入“长期应付款”）26.00 亿元、国开行明股实债投入 7.61 亿元、私募股权投资基金 7.81 亿元、应付票据 9.35 亿元、应付利息 6.00 亿元（计入“短期借款”、“长期借款”、“应付债券”和“长期应付款”）以及融资租赁款 18.42 亿元。在银行借款中，贷款主体主要为公司本部和子公司海控置业、海南海控能源股份有限公司（简称“海控能源”），借款利率主要分布在 3.95%-5.10%区间。公司应付债券主要为公司债和企业债，大部分系本部 2019 年以来发行，发行利率主要在 2.88%-4.50%区间。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布于应付账款、其他应付款、专项应付款和递延所得税负债，分别占 2020 年末负债总额的 15.12%、5.19%、5.16%和 3.06%。其中应付账款主要因新增股权收购转让价款，较上年末增长 699.04%至 77.75 亿元，主要系收购金海湾公司及国善实业、国旭实业和航鹏实业的股权款，年末包括应付海航基础产业集团有限公司 20.24 亿元、海航机场集团有限公司 10.97 亿元、海航地产控股（集团）有限公司 8.43 亿元、海南海岛临空产业集团有限公司 4.54 亿元和天津市市政工程设计研究院 2.31 亿元等。由于往来款项增加，年末其他应付款较上年末增长 67.26%至 26.72 亿元，年末主要包括应付中共海南省委党校 4.26 亿元、海南省中医院 3.43 亿元、海南大学 2.13 亿元、中国葛洲坝集团第一工程有限公司 1.80 亿元和海南省疾病预防控制中心 1.64 亿元等。由于将原预收省财政厅款项按资金用途调整至专项应付款，年末专项应付款较上年末增长 28.16%至 26.51 亿元，预收账款较上年末下降 72.85%至 6.88 亿元。主要由于投资性房地产公允价值变动，年末递延所得税负债较上年末增长 65.18%至 15.76 亿元。此外，其他流动负债主要因将借款、债券等利息分别计入相应借款科目，较上年末下降 87.33%至 0.30 亿元；预计负债因新纳入的子公司海南发展计提反担保责任负债²，较上年末大幅增至 8.50 亿元。

²海南发展原控股股东中航通用飞机有限责任公司（简称“通飞”）承接了海南发展对下属子公司的担保责任，海南发展及其子公司为该笔债务提供反担保，担保金额 7.98 亿元。

2021 年 9 月末，该公司负债总额较上年末增长 8.85%至 559.88 亿元。主要因持续通过银行借款融入资金及发行 21 海南发展 MTN001，期末刚性债务余额较上年末增长 9.67%至 359.18 亿元；因支付工程款，应付账款较上年末下降 7.56%至 71.87 亿元；因预收工程及房款等增长，合同负债由上年末的 4.78 亿元增至 22.11 亿元，期末主要包括预收房款及车位款 11.53 亿元、预收工程款 9.97 亿元；其他负债科目较上年末变动不大。

跟踪期内，该公司仍主要为国有企业以及参股企业提供担保。截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额为 51.07 亿元，担保比率为 10.63%，担保对象主要包括琼铁公司 39.04 亿元、中航通用飞机有限责任公司 8.50 亿元、海口空港飞机维修工程有限公司 1.89 亿元、海南国贸有限公司 0.95 亿元和国电万泉河红岭水利枢纽有限公司 0.69 亿元。其中琼铁公司系海南省环岛铁路的建设运营方，因铁路项目投资规模大，投资回报期长，因此近年来琼铁公司一直未有利润产生；但琼铁公司系公司代表省政府与中国铁路总公司合作的企业，对外担保风险较为可控。

未决重大诉讼方面（1000 万元以上），截至 2021 年 9 月末，该公司下属子公司存在三笔合计 3291.10 万元的涉诉事项，主要由于合同纠纷等民事纠纷而被提起诉讼，现阶段仍处于诉讼审理阶段。

（2）现金流分析

该公司经营性现金流主要反映了经营性业务、房地产业务和往来款收支情况。2020 年，依托收入规模提升带动，销售商品提供劳务收到的现金较上年增长 185.46%至 44.77 亿元；营业收入现金率虽较上年下降 22.02 个百分点至 90.44%，但依然处于较好水平。公司主业收支呈现净流入，加之往来款收支呈大额净流入状态，经营性现金流净额转为净流入 11.56 亿元。2020 年，主要由于并购企业资金支出规模大，公司投资性活动现金流净流出 126.61 亿元，较上年扩大 221.11%。同期公司非筹资性资金缺口主要通过并购贷款、发行债券等方式弥补，加之收到股东注资及财政拨款，公司筹资性现金净流入较上年增长 292.15%至 141.39 亿元。

2021 年前三季度，该公司营业收入现金率较上年同期提升 19.69 个百分点至 140.66%，依然保持在较好水平。主要受往来款净流出影响，当期经营性现金净流出 13.45 亿元。此外，主要受水利项目投入以及投资产品申购及赎回的影响，投资性现金净流出 38.78 亿元。2021 年前三季度，股东增资款到位，同时公司持续获得银行借款以及发行中期票据等，当期筹资性现金净流入 101.80 亿元。

（3）资产质量分析

2020 年末，该公司所有者权益较上年末下降 6.72%至 378.69 亿元，其中实收资本、资本公积、未分配利润、少数股东权益和其他综合收益占比分别为 35.78%、47.57%、6.56%、5.38%和 4.23%。由于股东注资，年末实收资本较上年末增长 2.72%至 135.84 亿元。主要因无偿划转美兰机场公司、海钢集团、三亚海控接待中心及对联营企业的其他权益变动合计减少资本公积 89.59 亿元，因获得财政拨付水利电力建设工程财政专项资金增加资本公积 40.14 亿元，综合影响下，2020 年末资本公积较上年末下降 21.54%至 180.13 亿元。因上缴国有资本收益，未分配利润较上年末下降 16.84%至 24.83 亿元。主要因并购上市公司海南发展，以及子公司海控置业和海控能源少数股东增资影响，少数

股东权益较上年末增长 235.79%至 20.38 亿元。主要因投资性房地产公允价值变动，年末其他综合收益较上年末增长 145.33%至 15.98 亿元。2021 年 9 月末，主要因股东增资，公司实收资本较上年末增长 41.20%至 191.80 亿元，同收到财政拨付项目建设资金，资本公积较上年末增长 24.41%至 224.10 亿元，由此带动期末所有者权益较上年末增长 26.89%至 480.52 亿元；同期末资产负债率较 2020 年末下降 3.79 个百分点至 53.81%。

2020 年末，该公司资产总额较上年末大幅增长 34.44%至 893.03 亿元，主要受合并范围增加影响。其中货币资金较上年末增长 61.30%至 68.56 亿元，可动用余额为 64.77 亿元。交易性金融资产主要因购买理财产品，由上年末的 1.05 亿元增至 12.03 亿元。主要因海南发展纳入合并范围，应收账款较由上年末的 3.53 亿元增至 13.88 亿元。主要因部分预付款项收回以及重分类调整至其他科目，预付款项由上年末的 13.08 亿元下降至 1.48 亿元。主要因新增应收海南省旅投股权转让款，其他应收款较上年末增长 130.77%至 20.38 亿元。因金海湾公司、航鹏实业、国旭实业纳入合并范围，新增金海湾公司持有的南海明珠岛项目土地、海域使用权，以及航鹏实业及国旭实业持有的三宗土地使用权等合计 167.67 亿元，存货由上年末的 30.85 亿元增至 213.60 亿元。主要因无偿划转美兰机场公司和海钢集团，长期股权投资较上年末下降 45.58%至 43.71 亿元。主要因大型水利项目推进，在建工程较上年末增长 14.07%至 100.88 元。主要因划转海钢集团及三亚海控接待中心，固定资产较上年末下降 12.94%至 33.07 亿元，无形资产较上年末下降 51.00%至 14.17 亿元。因并购海南发展，商誉较上年末大幅增至 9.69 元。主要因部分科目重分类调整计入以及水利完工项目转入，其他非流动资产较上年末大幅增至 50.56 亿元。此外，主要因理财产品重分类计入其他科目，其他流动资产较上年末下降 63.45%至 4.08 亿元；主要受土地资产公允价值变动增值影响，投资性房地产较上年末增长 5.07%至 137.22 亿元；因会计政策变更，可供出售金融资产调整至其他权益工具投资和其他非流动金融资产科目，年末余额降至 0。

2021 年 9 月末，该公司资产总额较上年末增长 16.50%至 1040.40 亿元，其中货币资金较上年末增长 71.59%至 117.63 亿元，可动用余额为 114.27 亿元；交易性金融资产主要因购买理财产品，由上年末的 12.03 亿元增至 42.19 亿元；存货较上年末下降 59.41%至 86.71 亿元，主要因将原在存货科目核算的南海明珠岛项目成本转为计入以公允价值计量的投资性房地产科目，同时 9 月末投资性房地产由上年末的 137.22 亿元增至 292.06 亿元；在建工程主要因水利项目的持续建设投入，较上年末增长 31.12%至 132.27 亿元；其余资产科目较上年末变化不大。

（4）流动性/短期因素

该公司资产主要集中于非流动资产，而负债也以非流动负债为主，资产、负债在期限结构上匹配。公司流动性指标尚可，2021 年 9 月末流动比率、现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 152.15%、82.97%和 249.87%。期末公司在持货币资金尚属充裕，可为即期债务偿付提供一定支持。

图表 9. 公司流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
流动比率（%）	200.28	117.00	177.53	152.15
现金比率（%）	94.94	46.01	41.55	82.97

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	425.45	103.90	106.07	249.87

资料来源：海南控股

受限资产方面，2021 年 9 月末该公司合并口径内受限资产合计 251.16 亿元，其中货币资金受限 3.36 亿元，主要因作为保证金和诉讼冻结而受限；由于大量外部借款通过项目贷款形式获取，使得部分建设用地、海域使用权、光伏项目及在建工程因抵押而受限，主要包括存货 46.34 亿元、投资性房地产 145.98 亿元、固定资产 5.88 亿元、在建工程 32.06 亿元等。公司使用权或所有权受到限制的资产占资产总额的比例为 24.14%。

图表 10. 截至 2021 年 9 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	3.36	2.86	保证金、诉讼冻结
应收账款	4.51	31.88	质押
应收款项融资	0.35	47.93	质押
应收票据	0.11	19.06	质押
存货	46.34	53.44	抵押
投资性房地产	145.98	49.98	抵押
固定资产	5.88	17.37	抵押
无形资产	0.61	4.29	抵押
在建工程	32.06	24.24	抵押
其他非流动资产	11.96	23.53	担保

资料来源：海南控股

3. 公司盈利能力

该公司盈利仍主要来源于营业毛利、投资净收益、公允价值变动净收益和财政补贴为主的其他收益。跟踪期内，受并购子公司影响，公司营业收入及营业毛利主要来源于新增的幕墙工程和玻璃及深加工制造等建筑建材类业务。2020 年公司营业毛利较上年大幅增长 191.87%至 7.80 亿元。2020 年，期间费用同比增长 33.98%至 11.50 亿元，主要由于合并范围增加，带动管理费用增长 52.93%所致。

图表 11. 2019 和 2020 年及 2021 年前三季度公司营业毛利构成情况（单位：万元，%）

业务种类	2019 年		2020 年		2021 年前三季度	
	营业毛利	占比	营业毛利	占比	营业毛利	占比
电力	9540.65	35.71	12057.98	15.46	9292.36	15.84
酒店业	4162.31	15.58	1995.39	2.56	712.62	1.21
房地产	813.30	3.04	8879.98	11.39	380.08	0.65
贸易业务	38.05	0.14	357.21	0.46	287.72	0.49
免税业务	-	-	-	-	6874.27	11.72
建筑建材业务	-	-	37910.83	48.62	33168.85	56.55
工程项目	-	-	3513.64	4.51	4586.92	7.82
其它业务	11441.1	42.83	13256.52	17.00	3353.12	5.72

业务种类	2019 年		2020 年		2021 年前三季度	
	营业毛利	占比	营业毛利	占比	营业毛利	占比
合计	26714.84	100.00	77971.55	100.00	58655.93	100.00

资料来源：海南控股

2020 年，由于按照公允价值计量的投资性房地产公允价值增加，以及以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产公允价值增加，该公司公允价值变动收益 6.47 亿元；同期公司实现投资净收益 2.77 亿元，主要来源于权益法核算的长期股权投资及理财产品收益。2020 年公司实现净利润 3.05 亿元，较上年大幅增长 675.52%。

2021 年前三季度，该公司实现营业毛利 5.87 亿元，期间费用为 11.54 亿元，占营业收入的比重为 26.20%。2021 年前三季度，公司实现公允价值变动净收益 5.18 亿元；投资净收益仍主要来源于权益法核算的长期股权投资，为 1.76 亿元；当期净亏损 0.18 亿元，亏损规模较上年同期有所收窄。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是海南省核心的省级国有资本投资运营公司，承担着全省重大基础设施项目出资任务，公司参股项目多为代表省政府与国家部委或中央企业的合作项目，在全省经济发展中具有重要的战略地位。2020 年，在新增建筑建材类业务带动下，公司营业收入规模快速增长；全年营业收入较上年增长 254.97%至 49.50 亿元。同时公司持续获得股东资本注入以及省财政厅项目资金拨付，自有资本实力不断增强；2020 年及 2021 年前三季度，公司共获股东货币增资 59.56 亿元，2021 年 9 月末实收资本增至 191.80 亿元，所有者权益增至 480.52 亿元。

2. 外部支持因素

该公司已与国内多家大型金融机构建立了良好的合作关系，融资渠道较为畅通。截至 2021 年 9 月末，公司合并口径已获得授信额度 614.91 亿元，其中已使用授信额度 289.17 亿元，尚未使用的授信额度为 325.74 亿元。

图表 12. 来自大型国有金融机构的信贷支持（单位：亿元）

机构类别	综合授信	已使用授信	剩余授信
其中：国家政策性金融机构	244.00	202.15	41.85
工农中建交五大商业银行	190.70	52.26	138.44
其他金融机构	180.21	34.76	145.45
合 计	614.91	289.17	325.74

资料来源：海南控股（截至 2021 年 9 月末）

跟踪评级结论

2020 年海南省经济保持发展，但受年初疫情影响，增速有所下滑。2021 年以来，海南省政府出台《海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021—2023 年）》，海南省全岛自由贸易港实施逐步落实，预计将进一步推动全省经济发展。

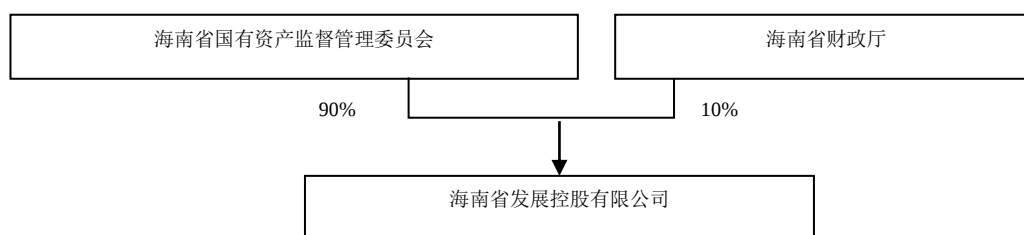
跟踪期内，该公司仍是海南省核心的省级国有资本投资运营公司，亦承担着全省重大项目的出资任务。2020 年，公司收购海南发展，新增建筑建材板块业务，业务板块呈现多元化发展，营业收入得以明显提升。同时，公司还于年内陆续收购了包括金海湾公司、国善实业、国旭实业等在内的多家企业，资金占用量大。公司持续在房地产开发及对外投资方面有较强的资金需求，且 2021 年以来公司拟战略投资海航集团机场板块，公司将持续面临一定的投融资压力。

跟踪期内，该公司营业毛利仍无法覆盖期间费用，利润主要依赖于公允价值变动损益和投资收益。2020 年以来，在对外投资规模持续扩大、建设项目推进以及股权收购事项增多等因素影响下，公司债务负担加重，短期支付压力有所增大；但公司主业现金回笼情况较好，资金储备较充裕，且融资渠道通畅，短期债务偿付能力较强。

同时，我们仍将关注：（1）海南省经济发展状况；（2）区域房地产市场及土地市场对该公司土地资产以及房产价值的影响；（3）疫情对地区经济及公司经营的影响；（4）公司投建项目进度及投融资压力；（5）债务偿付压力；（6）新版块的业务整合压力；（7）公司拟战略投资海航集团机场板块的实施情况。

附录一：

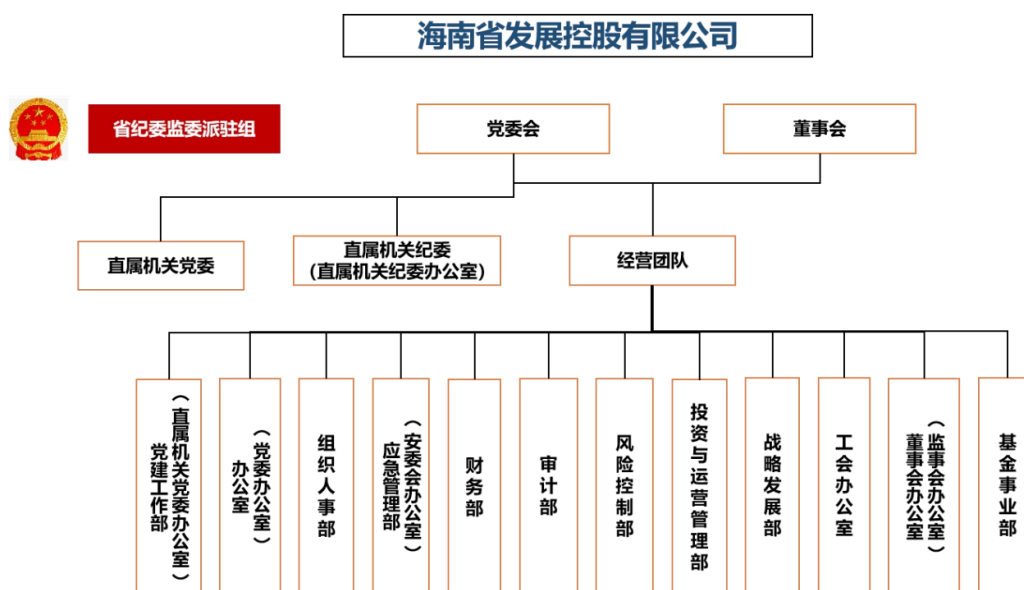
公司股权结构图



注：根据海南控股提供的资料绘制（截至 2021 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海南控股提供的资料绘制（截至 2021 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
海南省发展控股有限公司	海南控股	--	资本运作及投融资	152.74	172.20	0.03	-4.19	-0.40	本部
海南海控能源股份有限公司	海控能源	72.45	电力生产	4.87	9.37	3.22	0.23	0.73	--
海南发展控股置业集团有限公司	海控置业	100.00	城市土地综合开发经营；房地产 开发经营；商品房销售等	123.61	43.61	3.53	0.44	1.52	--
海南鹿回头旅业投资有限公司	鹿回头旅业	100.00	宾馆餐饮业	15.84	22.95	0.63	0.49	-0.85	--
海南莺歌海盐场有限公司	莺歌海盐场 公司	100.00	海盐加工与销售	7.05	107.25	0.25	2.73	0.36	--
海南金融控股股份有限公司	海南金控	60.83	投融资、资本运作等金融业务	0.64	7.61	1.57	0.29	0.20	--
海南省水利电力集团有限公司	海南水电集 团	100.00	水利电力生产	18.30	134.45	9.91	-0.06	-19.15	--
海南泰鑫矿业有限公司	泰鑫矿业	55.00	矿产资源加工相关业务	2.16	0.10	--	-0.03	0.0003	--
海控南海发展股份有限公司	海南发展	27.12	玻璃深加工、建筑幕墙设计施工 等	74.46	15.51	26.09	1.29	3.24	--

注：根据海南控股提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
资产总额 [亿元]	621.81	664.25	893.03	1040.40
货币资金 [亿元]	51.15	42.50	68.56	117.63
刚性债务[亿元]	130.40	155.05	327.53	359.18
所有者权益 [亿元]	404.08	405.97	378.69	480.52
营业收入[亿元]	7.23	13.94	49.50	44.06
净利润 [亿元]	0.33	0.39	3.05	-0.18
EBITDA[亿元]	6.71	10.54	16.55	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.17	-4.69	11.56	-13.45
投资性现金净流入量[亿元]	-2.02	-39.43	-126.61	-38.78
资产负债率[%]	35.01	38.88	57.60	53.81
长短期债务比[%]	299.61	170.96	165.14	190.67
权益资本与刚性债务比率[%]	309.88	261.83	115.62	133.78
流动比率[%]	200.28	117.00	177.53	152.15
速动比率[%]	138.79	70.92	66.66	104.87
现金比率[%]	94.94	46.01	41.55	82.97
短期刚性债务现金覆盖率[%]	425.45	103.90	106.07	249.87
利息保障倍数[倍]	1.68	1.30	1.20	—
有形净值债务率[%]	58.13	68.79	145.19	123.16
担保比率[%]	9.79	10.00	13.59	10.63
毛利率[%]	37.38	19.16	15.75	13.31
营业利润率[%]	25.41	18.48	12.22	4.21
总资产报酬率[%]	0.67	1.18	1.63	—
净资产收益率[%]	0.08	0.10	0.78	—
净资产收益率*[%]	0.06	0.07	0.50	—
营业收入现金率[%]	109.91	112.46	90.44	140.66
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.56	-6.26	7.99	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.87	-3.29	4.79	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.38	-58.90	-79.54	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.48	-30.91	-47.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.75	1.81	1.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.07	0.07	—

注：表中数据依据海南控股经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	1
		盈利能力	5
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		2
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AAA

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019年5月17日	AAA/稳定	郭羽佳、周晓庆	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AAA/稳定	郭羽佳、徐 丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年12月10日	AAA/稳定	郭羽佳、周晓庆	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (21海控01)	历史首次评级	2021年2月3日	AAA	郭羽佳、徐 丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年12月10日	AAA	郭羽佳、周晓庆	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：
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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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+应付利息+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

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义
A 等	A-1
	A-2
	A-3
B 等	B
C 等	C
D 等	D

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。