

信用评级公告

联合〔2023〕4447号

联合资信评估股份有限公司通过对海南省发展控股有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海南省发展控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 发控 02/23 发控债 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二三年六月二十六日

海南省发展控股有限公司

2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
海南省发展控股有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
23 发控 02/23 发控债 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
23 发控 02/23 发控债 02	10.00	10.00	2028/04/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚未处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价 内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营 风险	A	宏观和区 域风险	2		
		行业风险	3		
		基础素质	1		
		企业管理	2		
		经营分析	1		
财务 风险	F2	资产质量	3		
		盈利能力	4		
		现金流量	2		
		资本结构	2		
		偿债能力	2		
指示评级			aa+		
个体调整因素			--		
个体信用等级			aa+		
外部支持调整因素			+1		
评级结果			AAA		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

海南省发展控股有限公司（以下简称“公司”）是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，跟踪期内，公司外部发展环境良好，区域地位突出，并在政府补助方面继续获得政府的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模快速增长、面临一定资本支出压力、未来面临一定内部管理压力以及未决诉讼涉案金额较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着海南省经济发展和自由贸易港建设的持续推进，公司各板块业务有望持续发展，并有望持续得到政府的有力支持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“23 发控 02/23 发控债 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**随着海南省自由贸易港建设全面推进，海南省经济总量继续提升。2022 年，海南省实现地区生产总值 6818.22 亿元，同比增长 0.2%；完成地方一般公共预算收入 832.4 亿元。
- 公司区域地位突出，持续获得政府大力支持。**公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，代表省政府对重大项目进行出资，跟踪期内，继续在政府补助方面获得的大力支持。

关注

- 公司债务规模继续增长。**跟踪期内，公司债务规模继续增长。公司股权收购事项较多，占用公司较大规模资金，投资回收周期长。
- 公司面临一定资本支出压力。**公司房地产业务资金需求仍较大，未来面临一定资本支出压力。
- 公司面临一定内部管理压力。**公司参控股企业众多，涉及行业广泛且分散，对公司内部管理提出较高要求。
- 公司未决诉讼涉案金额较大，面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年底，公司涉案金额（单笔 5000 万元以上）合计为 12.93 亿元，主要由于子公司海南机场设施股份有限公司经营、融资等民事纠纷而涉及诉讼。根据海南省高级人民法院于 2021 年 10 月裁定批准的《海航基础设施投资集团股份有限公

分析师: 胡元杰 丁 晓

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中
国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

司及其二十家子公司重整计划》，涉诉相关破产债权均已预留了相应偿债资源。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	81.21	208.73	166.09	162.84
资产总额(亿元)	893.03	1710.47	1805.37	1809.02
所有者权益(亿元)	378.69	714.55	761.64	764.86
短期债务(亿元)	76.13	58.62	83.15	70.51
长期债务(亿元)	250.73	561.31	601.56	622.34
全部债务(亿元)	326.87	619.92	684.71	692.85
营业总收入(亿元)	49.50	94.92	184.23	63.28
利润总额(亿元)	5.90	4.17	3.61	0.20
EBITDA(亿元)	16.55	15.92	30.27	--
经营性净现金流(亿元)	11.56	-2.91	-52.30	-2.38
营业利润率(%)	13.98	10.35	8.16	9.65
净资产收益率(%)	0.81	0.18	0.36	--
资产负债率(%)	57.60	58.23	57.81	57.72
全部债务资本化比率(%)	46.33	46.45	47.34	47.53
流动比率(%)	177.53	205.72	242.29	261.70
经营现金流动负债比(%)	5.96	-0.87	-18.68	--
现金短期债务比(倍)	1.07	3.56	2.00	2.31
EBITDA 利息倍数(倍)	1.57	1.23	1.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.75	38.95	22.62	--
公司本部				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	403.25	563.39	744.53	752.39
所有者权益(亿元)	172.20	253.77	364.16	367.34
全部债务(亿元)	163.18	215.44	244.25	245.05
营业总收入(亿元)	0.03	0.03	0.09	0.00
利润总额(亿元)	-3.91	-3.64	-7.52	-1.69
资产负债率(%)	57.30	54.96	51.09	51.18
全部债务资本化比率(%)	48.65	45.92	40.15	40.02
流动比率(%)	88.19	82.22	77.12	81.71
经营现金流动负债比(%)	-0.49	-2.58	0.28	--

注: 1.2023 年一季度财务报告未经审计; 2.已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息部分纳入全部债务计算

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 发控 02/23 发控债 02	AAA	AAA	稳定	2023/03/31	胡元杰 丁晓	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权归联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受海南省发展控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

海南省发展控股有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于海南省发展控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、 企业基本情况

跟踪期内，公司主营业务、股权结构、注册资本和实收资本均无变化。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 135.84 亿元，实收资本 157.28 亿元，海南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）和海南省财政厅分别持有公司 91.36% 和 8.64% 股权（持股比例变化情况尚未完成工商变更），海南省国资委为公司实际控制人。

公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖区域综合开发、机场运营、清洁能源、水利水电、免税及旅游消费等方面。

截至报告出具日，公司本部内设财务部、风险控制部、投资与运营管理部等职能部门。截至 2023 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 26 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 1805.37 亿元，所有者权益 761.64 亿元（含少数股东权益 265.01 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 184.23 亿元，利润总额 3.61 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 1809.02 亿元，所有者权益 764.86 亿元（含少数股东权益 266.51 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 63.28 亿元，利润总额 0.20 亿元。

公司注册地址：海南省海口市国兴大道西路 9 号省政府办公区会展楼三层；法定代表人：周军平。

三、 债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的公开存续债券余额 10.00 亿元，详见表 1。跟踪期内，上述债券尚未到首次付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
23 发控 02/23 发控债 02	10.00	2023/04/20	3+2	3.20

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“23 发控 02/23 发控债 02”期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；截至 2023 年 4 月底，募集资金尚未使用。

四、 宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲

突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2. 房地产行业

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导

速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。完整版行业分析详见[《2023 年房地产行业分析》](#)。

3. 机场行业

机场是重要的交通基础设施，是我国综合交通运输体系的重要组成部分，是航空业稳定发展的基础。2022 年，机场行业运营指标较上年下滑明显，机场行业的旅客及货邮吞吐量区域分布情况较稳定，旅客主要集中在北上广等腹地经济发达地区，货邮在华东及中南地区占比高。2022 年 2 月，发改委等 14 部门发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，加大对民航基础设施建设资金力度、鼓励金融机构对航司和机场信贷支持等。2022 年 7 月，民航局协调通过落实应急贷款、注资、预拨中央补贴等方式助企纾困。各项纾困扶持政策的实施有助于机场企业缓解现金压力、降低经营压力。根据《新时代民航强国建设行动纲要》和《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》要求，2035 年运输机场数量达到 450 个左右，机场行业未来发展空间大，专项政策的实施有助于缓解时刻资源紧张局面，但重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担。区域分隔叠加功能定位使得机场行业呈现典型的区域垄断格局，但腹地经济、周边枢纽机场的运营及高铁分流均对机场企业运营造成较大影响。详见[《2023 年机场行业分析》](#)。

4. 区域经济环境

随着自由贸易港建设全面推进，海南省经济总量继续增长，公司发展的外部环境良好。

海南省位于中国最南端，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，是中国面积最大的省。海南省陆地（主要包括海南岛和西沙、中沙、南沙群岛）总面积 3.54 万平方公里，海域面积约 200 万平方公里。海南省下辖 4 个地级市、5 个县级市、4 个县、6 个民族自治县。根据《2022 年海南省国民经济和社会发展统计公报》，截至 2022 年底，海南

省常住人口 1027.02 万人，城镇化率为 61.49%。

海南省重点发展的产业包括旅游产业、热带特色高效农业、医疗健康产业、现代金融服务业、现代物流业等。根据《2022 年海南省国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，海南省地区生产总值为 6818.22 亿元，同比增长 0.2%。其中，第一产业增加值 1417.79 亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值 1310.94 亿元，同比下降 1.3%；第三产业增加值 4089.49 亿元，同比下降 0.2%；三次产业结构由 2021 年的 19.4：19.1：61.5 调整为 20.8：19.2：60.0；预计全年人均地区生产总值为 6.66 万元，同比增长 4.5%。

2022 年，海南省工业增加值 770.11 亿元，同比下降 0.5%。其中，规模以上工业增加值同比下降 0.4%，按轻重工业分，轻工业增加值同比增长 2.9%，重工业增加值同比下降 2.0%；按经济类型分，国有企业增加值同比增长 22.4%，股份制企业增加值同比下降 1.7%，外商及港澳台投资企业增加值同比下降 2.8%。主要行业方面，石油和天然气开采业增加值同比增长 248.8%，农副食品加工业同比增长 13.3%，造纸及纸制品业同比增长 6.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业同比下降 24.5%，化学原料和化学制品制造业同比下降 10.0%，医药制造业同比增长 1.2%，非金属矿物制品业同比下降 14.6%，汽车制造业同比增长 35.9%，电力、热力的生产和供应业同比增长 5.3%。

服务业方面，2022 年，海南省批发和零售业增加值 958.80 亿元，同比下降 1.5%；交通运输、仓储和邮政业增加值 371.93 亿元，同比下降 4.3%；住宿和餐饮业增加值 231.76 亿元，同比下降 11.3%；金融业增加值 438.71 亿元，同比增长 3.0%；房地产业增加值 570.98 亿元，同比下降 6.6%。2022 年，海南省货物运输量 3.00 亿吨，同比增长 7.1%；货物运输周转量 9976.36 亿吨公里，同比增长 13.5%，其中水运货物周转量 9911.18 亿吨公里，同比增长 13.8%；主要港口货物吞吐量 1.83 亿吨，同比下降 7.0%。

2022 年，海南省固定资产投资同比下降 4.2%。其中，非房地产开发投资同比增长 2.5%。按产业分，第一产业投资同比增长 12.9%，第二

产业投资同比增长 31.0%，第三产业投资同比下降 10.3%。按地区分，海口经济圈投资同比下降 6.9%，三亚经济圈投资同比下降 14.3%，儋洋经济圈投资同比增长 20.1%，滨海城市带投资同比下降 5.1%，中部生态保育区投资同比增长 5.8%。投资项目个数同比增长 5.4%，其中本年新开工项目同比增长 10.3%。2022 年，海南省房地产开发投资 1158.37 亿元，同比下降 16.0%。其中，住宅投资 793.05 亿元，同比下降 11.6%；办公楼投资 76.36 亿元，同比下降 14.3%；商业营业用房投资 119.03 亿元，同比下降 28.4%。

2022 年，海南省接待游客 6003.98 万人次，同比下降 25.9%。其中，接待过夜游客 4278.10 万人次，同比下降 26.0%；接待国内游客 5988.76 万人次，同比下降 25.9%；实现旅游总收入 1054.76 亿元，同比下降 23.8%。海南省旅游业受新冠疫情影响较大。

根据《海南省 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》，2022 年，海南省完成地方一般公共预算收入 832.4 亿元，同比下降 2.9%（剔除留抵退税因素）；完成税收收入 609.3 亿元，占一般公共预算收入的比重为 73.20%；地方一般公共预算支出 2095.5 亿元，财政自给率为 39.72%。同期，海南省地方政府性基金预算收入 468.9 亿元，同比增长 19.0%；获得中央补助资金（一般公共预算及政府性基金预算）1098.5 亿元。

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《海南自由贸易港建设总体方案》（以下简称《总体方案》），从总体要求、制度设计、分步骤分阶段安排和组织实施四方面对海南自由贸易港建设进行了详细阐述，并明确提出到 2025 年、2035 年以及本世纪中叶的阶段性发展目标。《总体方案》的主要内容可以概括为“6+1+4”。“6”就是贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利、数据安全有序流动；“1”是构建现代产业体系，特别强调突出

海南的优势和特色，大力发展战略性新兴产业和高新技术产业；“4”是要加强税收、社会治理、法治、风险防控等四方面制度建设。

2021年5月，海南省人民政府（以下简称“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，或将为海南省经济带来新的发展机遇。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2023年3月底，海南省国资委和海南省财政厅分别持有公司91.36%和8.64%股权（持股比例变化情况尚未完成工商变更），海南省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司作为海南省重要省级国有资本投资运营主体的地位未发生变化，业务范围涵盖区域综合开发、机场运营、清洁能源、水利水电、免税及旅游消费等方面，业务板块呈多元化发展态势，在海南省内具备很强的竞争优势。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：914600007674746907），截至2023年5月29日，公司本部无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本

部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、内部管理制度均无重大变化。截至跟踪评级日，公司总经理暂时空缺，尚待任命。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，随着海南机场纳入公司合并范围，公司营业总收入大幅增长。同期，公司综合毛利率基本保持稳定。

2022年，得益于海南机场设施股份有限公司（以下简称“海南机场”）纳入公司合并范围，公司营业总收入同比增长94.09%；公司营业总收入主要由幕墙工程及玻璃深加工、房地产业务、免税与商业、机场运营、工程施工和贸易业务收入构成，上述业务收入合计占营业总收入的89.42%。2022年，随着海南机场纳入公司合并范围，公司新增机场运营业务收入，且房地产销售同比增长60.32%；得益于当年结算工程量增加，公司工程施工收入同比增长131.84%；得益于免税营业面积扩大，免税商品种类及品牌增加，免税与商业收入同比增长132.63%；公司幕墙工程及玻璃深加工业务收入同比下降17.00%，主要系部分幕墙工程项目受市场环境影响实施进度出现阶段性滞后所致。公司其他业务板块主要包括盐业、酒店运营、房屋租赁、物业管理以及电力等业务，对营业总收入影响较小。

毛利率方面，2022年，公司综合毛利率同比基本保持稳定。其中，幕墙工程及玻璃深加工、工程施工、电力业务和贸易业务毛利率同比有所下降，房产销售和免税与商业毛利率同比有所提升。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
幕墙工程及玻璃深加工业务	41.54	43.77	11.32	34.48	18.71	7.06	7.34	11.59	3.83
机场运营业务	0.00	0.00	--	10.94	5.94	-2.37	5.32	8.42	50.72

房地产业务	18.19	19.17	14.87	29.17	15.83	24.68	2.99	4.73	21.68
免税与商业	17.11	18.02	6.76	39.79	21.60	15.73	13.77	21.77	9.84
工程施工业务	11.49	12.10	8.31	26.63	14.46	5.40	5.56	8.79	4.53
电力业务	3.58	3.77	33.72	5.31	2.88	29.00	0.90	1.42	25.92
贸易业务	1.06	1.11	3.63	23.72	12.88	0.09	22.40	35.41	-0.17
其他	1.95	2.06	21.36	14.19	7.70	20.14	4.99	7.88	39.20
合计	94.92	100.00	11.78	184.23	100.00	11.66	63.28	100.00	11.67

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2022 年全年水平的 34.35%，主要由幕墙工程及玻璃深加工、机场运营、免税与商业、工程施工和贸易业务收入构成。同期，公司综合毛利率较 2022 年全年基本保持稳定。

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司基础设施投资建设业务资金来源主要依赖财政支持，暂未产生收入。

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。公司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。

公司以参股形式出资的项目主要包括东环铁路和西环铁路项目。截至 2022 年底，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

(以下简称“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。

表 3 截至 2022 年底公司重要的参股形式投建项目

项目名称	项目总投资(亿元)	其中公司出资额(亿元)	实际已出资(亿元)	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：联合资信根据公司提供资料整理

除参股项目外，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，建设资金主要来自财政专项资金，其中建管一体化项目有部分资金需要由公司自主融资，运营主体主要包括海南海控水利建设有限公司和海南省水利电力集团有限公司。截至 2022 年底，公司投建的水利项目计划总投资 208.68 亿元，已投资 118.65 亿元，其中，财政资金 110.65 亿元，地方政府专项债券资金 8.00 亿元。

表 4 截至 2022 年底公司主要的控股形式投建项目 (单位：亿元)

项目名称	项目总投资	实际已投资	财政出资	实施主体
南渡江迈湾水利枢纽	73.64	54.24	50.24	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	37.23	33.23	海南省水利电力集团有限公司
南繁基地（乐东、三亚片）水利设施工程	8.44	7.64	7.64	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	13.51	13.51	海南省水利电力集团有限公司
海南省 2021 年病险水库除险加固工程	5.20	4.76	4.76	海南省水利电力集团有限公司
海南省牛路岭灌区工程	30.55	0.24	0.24	海南省水利电力集团有限公司
2021 年雨水情监测项目	0.50	0.45	0.45	海南省水利电力集团有限公司
2022 年病险水库除险加固	3.40	0.58	0.58	海南省水利电力集团有限公司
合计	208.68	118.65	110.65	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

¹ 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%。

(2) 机场运营

2022 年，公司新增机场运营业务，对营业收入形成一定补充。

2021年12月，公司通过参与海航集团有限公司机场板块重整投资取得海南机场及海南机场实业投资有限公司的控制权。2022年，公司新增机场运营业务。海南机场的机场经营业务主要分为航空性业务和非航空性业务，其中航空性业务包括起降、停场、客桥、旅客服务及安检等；非航空性业务包括延伸的地面服务、免税商业、有税商业、广告、货运、办公室租赁、值机柜台出租等。2022年，海南控股机场板块控股、参股或委托管理合计12家机场，包括：三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、潍坊南苑机场、营口兰旗机场、满洲里西郊机场、宜昌三峡机场、东营胜利机场、松原查干湖机场、三沙永兴机场、海口美兰机场。2022年，海南机场控股及管理输出的9家机场总体实现飞机起降架次9.4万架次，旅客吞吐量1098万人次，货邮吞吐量7.9万吨。同期，公司实现机场运营业

务收入10.94亿元；受外部环境影响，业务毛利率为-2.37%。

(3) 房地产开发

公司房地产开发项目资金需求量大，未来面临较大的资本支出压力。

公司房地产业务主要由子公司海南发展控股集团置业有限公司（以下简称“海控置业”）以及新并入的子公司海南机场开展，业务模式包括定向开发和市场化开发。

① 定向开发模式

公司定向开发房地产项目由海控置业负责运营。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。

截至2022年底，公司已建成在售的定向开发房地产项目已售面积为110.44万平方米，实现销售额59.37亿元，累计结转收入57.13亿元。

表 5 截至 2022 年底公司在售定向开发房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可售面积	已售面积	销售额	累计结转收入
和风江岸项目	54.46	53.52	20.46	20.49
和风鑫苑项目	10.75	10.72	4.10	4.09
美庄、美苑小区	5.02	4.99	2.54	2.47
和风家园 E4002 地块	7.45	6.83	4.66	4.42
和风家园 E4302 地块	10.75	8.09	6.43	5.99
和风家园 E4502 地块	41.41	26.29	21.18	19.67
合计	129.84	110.44	59.37	57.13

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至2022年底，公司在建的定向开发房地产项目计划总投资79.56亿元，已投资25.46亿元，后续投入规模较大，面临一定资本支出压力。

和风家园（A12 地块及 A14 地块）	2021—2024	35.87	12.66
和风家园（E5102 地块）	2021—2024	35.07	10.04
合计	--	79.56	25.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

表 6 截至 2022 年底公司在建定向开发房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年）	总投资额	已投资额
经纬江畔	2022—2024	1.60	0.37
椰东江岸	2022—2024	5.52	2.03
工商职苑	2022—2024	1.50	0.36

② 市场化开发模式

公司市场化开发房地产项目主要由子公司海南机场及海控置业运营。公司自筹资金进行房地产项目建设，建成后进行市场化公开销售，通过销售收入回笼建设资金并实现收益。

截至2022年底，公司主要在建的市场化开发房地产项目计划总投资175.04亿元，已投资37.50亿元，后续投入规模大，面临较大资本支出压力。

表 7 截至 2022 年底公司主要在建市场化开发房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
江东商业开发项目（发控产能 JDQB-B04-06~09）	5.46	1.92
江东商业开发项目（发控产投 JDQB-B04-10~13）	5.78	1.94
江东商业开发项目（发控商开 JDQB-A03-01~04）	6.38	2.04
海南中心	97.79	14.37
宜昌生态城	4.97	4.50
豪庭二期 C13 地块	18.89	8.13
海航中心 D10 地块	32.58	2.84
成都锦润青城 B02 区	3.19	1.76
合计	175.04	37.50

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

土地储备方面，截至2022年底，海控置业通过收购股权形式取得土地及海域约6433亩，主要为南海明珠岛及国兴大道沿线的土地，土地用途主要为商服用地，规划用于开发商业、办公及酒店等物业，计划于2022年底起陆续进行开发建设，其中优先开发国兴大道沿线的C10地块住宅项目。海南机场土地储备项目11个，面积约5400亩（其中非建设用地约3120亩）。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2022年底，累计已投资1.57亿元，已交付使用盐场保障房850套，已全部回款。

（4）土地开发业务

土地一级开发业务不再需要公司垫资，新增项目需通过市场竞争获得，收益主要为管理费。

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（以下简称“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（以下简称“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2022年底，地产集团为前期收储工作垫付的资金尚有5.83亿元未收回。

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）（以下简称“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，地产集团承接土地征储服务业务亦需通过市场竞标获得。现有在收储的乐东、木兰湾、屯昌3个项目继续保留开发建设职能，按规定负责承担土地征储事务性服务工作。

2021年以来，地产集团积极参与市场化土地收储业务。截至2022年底，地产集团已完成海南省琼西北供水工程、海南省南繁基地（乐东、三亚片）水利设施建设工程南滨泵站项目的收储服务工作，累计已确认收储服务费112.66万元。地产集团正在进行海南省南渡江水系廊道生态保护修复工程项目的收储服务工作，该项目实际征收土地约216.33亩，目前已完成征收土地约57.48亩，收储服务费合计40万元，公司目前已收到首期款项12万元。

（5）幕墙工程、玻璃及深加工制造业务

公司玻璃及深加工制造业务拥有完整的研发、采购、生产、销售、售后服务体系，采取“以销定产”的经营模式，幕墙工程主要通过公开招标或邀请招标方式承接项目，行业竞争激烈。

公司幕墙工程、玻璃及深加工制造由子公司海控南海发展股份有限公司（以下简称“海南发展”）开展。海南发展总部位于深圳，在安徽蚌埠、海南文昌、广东惠州、深圳、珠海、上海、北京等地建立了生产基地。海南发展专注于高端幕墙工程的设计、生产、施工、维护服务等，具

有建筑幕墙工程设计专项甲级、施工一级资质、建筑装修装饰工程专业承包一级资质、建筑工程施工总承包三级资质，拥有较强的上下游产业链配套实力。海南发展幕墙工程业务以深圳、北京、上海、珠海为核心区域，主要通过公开招标或邀请招标方式承接项目，项目类型以政府公建、高层建筑等为主。收入确认方面，幕墙工程按照履约进度在合同期内确认收入。

海南发展光伏玻璃、建筑玻璃及电子玻璃业务拥有完整的研发、采购、生产、销售、售后服务体系，主要采取“以销定产”的经营模式。公司具有光伏玻璃原片生产线和深加工生产线，光伏玻璃产品重点向双层镀、大尺寸、薄玻璃等高品质、高透玻璃产品延伸，同时，公司持续推进智能制造与生产线自动化改造，调整优化产品结构，实现了产品的系列化。

特种玻璃深加工产业主要包括石英砂矿开采、特种玻璃深加工、玻璃基板上制备各种光学及导电薄膜技术的研究开发与生产、视屏面板玻璃精细深加工、特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出，特种玻璃节能环保技术输出。

公司现拥有4家国家高新技术企业，2个省级特种玻璃研发平台，1个省级博士后工作站。公司致力于光伏玻璃深加工生产线的智能化、自动化、信息化，先后新建或改建多条自动化深加工线，荣获“安徽省智能化数字化车间”、“安徽省绿色工厂”称号。公司具备特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出能力，累计承担国家、省部级重大科研项目6项。

2022年，公司幕墙工程及玻璃深加工业务收入较上年下降17.00%至34.48亿元，主要系部分幕墙工程项目受市场环境影响实施进度出现阶段性滞后所致。其中，幕墙工程收入19.48亿元、玻璃及深加工业务收入14.99亿元；毛利率为7.06%。

（6）其他业务

公司其他业务主要包括免税店等商业经营、工程施工、电力等方面，对公司营业收入形成有益补充。

2020年8月，公司子公司全球消费精品（海

南）贸易有限公司（以下简称“全球精品”）获得免税牌照，可在海南省内开展免税品销售业务，公司自2021年起开展离岛免税品销售业务。2022年，随着免税营业面积扩大，免税商品种类及品牌增加，公司免税品销售收入同比大幅增加。海南机场自持商业项目6个，总可租面积约40.35万平方米。其中，海口日月广场有税业务可租面积约24.73万平方米、免税业务可租面积约5.70万平方米，综合出租率为75.9%。2022年，公司实现免税与商业收入39.79亿元，毛利率为15.73%。

公司电力板块收入主要来源于生产电力产品和提供电力工程劳务。公司采用的发电方式主要包括水力发电和光伏发电，发电产生的电能大部分输送电网，销售给海南电网有限责任公司，部分分布式光伏发电以“自发自用、余电上网”模式销售给用户，上网电力的销售价格由国家依据电力生产方式进行核定，部分光伏发电项目有电价补贴，直接销售给用户的电力价格由供需双方协商确定。公司电力工程业务主要承接海南电网有限责任公司主网建设、农网、城网及配网建设、改造、升级等工程施工，以及海南省水利水电工程施工及水电站、变电站的运行管理、维护检修业务，公司通过竞标方式获取工程项目、开拓业务，收入来源主要为施工服务收费。2022年，得益于售电量增加及电力工程业务量增长，公司电力板块收入增长48.32%至5.31亿元，毛利率小幅下降至29.00%。

公司工程项目收入主要来源于子公司海南海控中能建工程有限公司的工程施工业务。2022年，随着大部分项目进入施工高峰期，相应形成的施工产值同比大幅增加，工程施工业务收入同比增长131.84%至26.63亿元，但由于施工行业竞争激烈，毛利率下降至5.40%。

3. 未来发展

公司将继续立足“海南省委省政府重大战略投资平台”“海南省重大基础设施投资建设运营商”和“生力军”三大战略定位，构建“3+2+1”产业布局，高质量发展机场投资建设运营及临空

产业、区域综合开发运营、投资与资本运作等三大核心业务，着力培育包括免税消费、贸易等在内的商贸服务和清洁能源两大重点业务，做好水利基础设施建设和医院、盐场、美丽乡村运营管理等功能性业务板块运营管理，奋力进军中国企业500强。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年1—3月财务报表未经审计。

截至2023年3月底，公司拥有合并范围内

一级子公司26家。合并范围变化方面，2022年，公司投资设立2家一级子公司；2023年1—3月，公司新增5家一级子公司，其中4家系无偿划拨取得，1家系二级子公司调整级次所致。总体看，合并范围变动的一级子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；公司货币资金充裕，资产以房地产、基础设施建设等项目投入、权益投资以及投资性房地产为主，房地产项目收益受房地产市场因素影响较大，权益投资收益情况较差。

截至2022年底，公司资产总额较上年底增长5.55%，资产构成以非流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2021年底		2022年底		2023年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	690.91	40.39	678.23	37.57	673.94	37.25
货币资金	197.84	11.57	145.29	8.05	119.42	6.60
应收账款	28.44	1.66	35.46	1.96	34.21	1.89
其他应收款（合计）	30.09	1.76	32.59	1.81	28.00	1.55
存货	391.88	22.91	416.13	23.05	416.59	23.03
合同资产	11.70	0.68	12.98	0.72	14.02	0.77
非流动资产	1019.57	59.61	1127.14	62.43	1135.08	62.75
其他权益工具投资	161.32	9.43	318.02	17.62	317.34	17.54
长期股权投资	89.79	5.25	79.71	4.42	81.24	4.49
投资性房地产	282.38	16.51	292.88	16.22	285.56	15.79
固定资产	126.79	7.41	132.34	7.33	139.59	7.72
在建工程	158.62	9.27	107.48	5.95	114.31	6.32
无形资产	68.67	4.01	63.99	3.54	65.08	3.60
商誉	37.98	2.22	37.01	2.05	37.01	2.05
其他非流动资产	70.47	4.12	71.65	3.97	71.49	3.95
资产总额	1710.47	100.00	1805.37	100.00	1809.02	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至2022年底，公司货币资金较上年底下降26.56%，主要由银行存款（117.65亿元）和其他货币资金（27.63亿元）构成，其中，受限的货币资金14.69亿元，为保证金和监管账户中的房地产预售资金等。

截至2022年底，公司应收账款较上年底增长

24.68%，主要为应收经营性业务款项，账龄在1年以内的占65.96%，共计提坏账准备9.43亿元。

截至2022年底，公司其他应收款（合计）较上年底增长8.32%，主要包括代收代付及往来款（23.94亿元）、待收财政拨款（6.47亿元）、保证金及押金（5.27亿元）、补贴款（2.01亿元），前五

名其他应收款余额合计为20.20亿元，占其他应收款余额的50.92%。

截至2022年底，公司存货较上年底增长6.19%，主要包括开发产品97.38亿元、开发成本263.10亿元和储备土地37.95亿元，其中开发产品为已完工房地产项目，开发成本为在开发房地产项目以及南海明珠岛项目投资（152.08亿元）。

截至2022年底，公司合同资产较上年底增长10.94%，主要包括幕墙工程项目投入11.53亿元以及电力工程类业务投入1.15亿元。

截至2022年底，公司其他权益工具投资较上年底增长97.14%，主要系公司对中国南方电网有限责任公司的股权投资公允价值变动所致。截至2022年底，公司其他权益工具投资主要投资的企业包括海南铁路有限公司（100.53亿元）、中国南方电网有限责任公司（198.43亿元），当年累计利润0.49亿元。

截至2022年底，公司长期股权投资较上年底下降11.23%，主要包括对海南省水务集团有限公司（13.16亿元）、海口美兰国际机场有限责任公司（14.06亿元）、海南银行股份有限公司（10.08亿元）等企业的投资。

截至2022年底，公司投资性房地产292.88亿元，较上年底增长3.72%，主要为房屋、建筑物及土地使用权。

截至2022年底，公司固定资产较上年底增长4.38%，主要包括房屋及建筑物101.71亿元、机器设备24.61亿元、运输设备1.38亿元和其他设备4.64亿元。

截至2022年底，公司在建工程较上年底下降32.24%，主要系向政府相关部门移交水利设施建设项目所致；公司在建工程主要由水电南渡江迈湾水利枢纽（37.99亿元）、北门江天角潭水利枢纽工程（21.11亿元）等水利枢纽工程项目投入及其他自建基础设施项目投入构成。

截至2022年底，公司无形资产较上年底下降6.81%，主要由土地使用权（61.79亿元）构成。

截至2022年底，公司商誉较上年底变化不大，主要由公司收购海南发展、海南机场和机场实业股权形成。

截至2022年底，公司其他非流动资产较上年底变化不大，主要包括预付工程及设备款（33.70亿元）、石岩项目回迁物业（10.20亿元）、琼海博鳌乐城基础设施建设资金（5.00亿元）等。

截至2023年3月底，公司资产总额较上年底基本保持稳定；资产构成较上年底变化不大。

截至2023年3月底，公司受限资产合计579.30亿元，受限比例32.02%，受限原因主要为借款抵质押。

表9 截至2023年3月底公司资产受限明细

（单位：亿元、%）

受限科目	受限金额	占比	受限原因
货币资金	19.18	3.31	保证金、诉讼冻结等
应收账款	1.66	0.29	质押、保函保证
投资性房地产	135.98	23.47	抵押
存货	272.15	46.98	抵押
固定资产	60.98	10.53	抵押
无形资产	5.04	0.87	抵押
使用权资产	6.13	1.06	融资租赁、抵押
合同资产	2.11	0.36	保函保证
其他权益工具投资	2.54	0.44	质押
在建工程	18.58	3.21	抵押
长期股权投资	54.94	9.48	质押
合计	579.30	100.00	—

资料来源：公司提供

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模小幅增长，稳定性一般；公司债务规模继续增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

截至2022年底，公司所有者权益761.64亿元，较上年底增长6.59%，主要系其他综合收益增长所致。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和少数股东权益分别占20.65%、23.63%、17.71%和34.79%。

截至2022年底，公司实收资本较上年底保持稳定；资本公积179.94亿元，较上年底下降33.48%，主要系向政府相关部门移交部分水利设施所致；其他综合收益134.90亿元，较上年

底增加 118.85 亿元，主要系其他权益工具投资公允价值变动所致；少数股东权益 265.01 亿元，较上年底增长 9.65%。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 764.86

亿元，较上年底变动不大。

负债

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 4.80%，以非流动负债为主。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	335.85	33.72	279.92	26.82	257.52	24.66
应付账款	92.85	9.32	83.51	8.00	78.39	7.51
应交税费	55.26	5.55	31.73	3.04	28.03	2.68
其他应付款（合计）	75.64	7.59	36.54	3.50	33.45	3.20
一年内到期的非流动负债	34.88	3.50	51.16	4.90	40.08	3.84
合同负债	42.23	4.24	31.74	3.04	35.32	3.38
非流动负债	660.07	66.28	763.80	73.18	786.64	75.34
长期借款	423.75	42.55	452.71	43.37	459.12	43.97
应付债券	83.10	8.34	84.92	8.14	99.97	9.57
长期应付款（合计）	82.68	8.30	111.03	10.64	112.57	10.78
负债总额	995.92	100.00	1043.72	100.00	1044.16	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2022 年底，公司应付账款主要为应付的材料款、工程款和股权收购款；应交税费主要为合并范围内新增子公司未清缴的增值税、土地增值税和企业所得税。

截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）较上年底下降 51.69%，主要系土地出让金及基础设施配套费、滞纳金下降所致；公司其他应付款（合计）主要包括往来款 4.93 亿元、保证金和备用金等其他款项 19.05 亿元、土地出让金及基础设施配套费 4.95 亿元、滞纳金 0.83 亿元、航线补贴款 3.47 亿元等款项。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 46.67%，主要包括一年内到期的长期借款 10.26 亿元、一年内到期的应付债券 30.50 亿元、一年内到期的长期应付款 8.98 亿元、一年内到期的租赁负债 1.42 亿元。

截至 2022 年底，公司合同负债较上年底下降 24.84%，主要包括预收房款、车位款和工程款。

截至 2022 年底，公司长期借款较上年底增长 6.83%，主要包括（含一年内到期部分）质押

借款 65.96 亿元、抵押借款 154.81 亿元、抵押+质押+保证借款 146.50 亿元，质押物主要为持有的股份、股票等，抵押物包括土地使用权、房屋和建筑等不动产。

截至 2022 年底，公司应付债券较上年底变化不大，主要包括（含一年内到期部分）企业债券 19.99 亿元、公司债券 80.34 亿元、中期票据 12.99 亿元和债券利息 2.11 亿元。

截至 2022 年底，公司长期应付款（合计）较上年底增长 34.28%，主要包括国开行的债权置换款 15.56 亿元、海控水利股权回购款 5.95 亿元、海南省财政厅置换债券 13.07 亿元、私募股权投资基金 8.07 亿元、政府转贷债券资金 17.50 亿元、以项目建设资金为主的专项应付款 40.14 亿元等，本报告将其中有息部分纳入长期债务计算。

截至 2023 年 3 月底，公司负债规模及构成较 2022 年底变动不大。

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务同比增长 10.45%。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务较上年底变化不大，债务结构以长期

债务（占 89.82%）为主。

债务指标方面，2022 年底，公司资产负债率较 2021 年底小幅下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2021 年底小幅上升。截至 2023 年 3 月底，上述指标均较上年底变动不大。

表 11 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021年底	2022年底	2023年3月底
短期债务	58.62	83.15	70.51
长期债务	561.31	601.56	622.34
全部债务	619.92	684.71	692.85
资产负债率	58.23	57.81	57.72
全部债务资本化比率	46.45	47.34	47.53
长期债务资本化比率	43.99	44.13	44.86

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

以2023年3月底公司有息债务为基础，2023年4—12月、2024年和2025年，公司到期债务规模分别为44.45亿元、82.49亿元和112.19亿元，2024年和2025年公司到期债务规模相对集中。

4. 盈利指标

2022 年，公司营业总收入快速增长，利润对非经常性损益依赖性很强。

2022 年，公司营业总收入同比增长 94.09%，营业成本同比增长 94.35%；营业利润率同比下降 2.19 个百分点。

2022 年，公司费用总额主要以管理费用（占 41.42%）和财务费用（占 43.83%）为主，期间费用率为 19.12%，对利润形成一定侵蚀。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	94.92	184.23	63.28
营业成本	83.73	162.74	55.89
期间费用	15.55	35.22	8.05
公允价值变动收益	6.90	4.03	0.17
利润总额	4.17	3.61	0.20
营业利润率	10.35	8.16	9.65
总资本收益率	0.61	1.33	--
净资产收益率	0.18	0.36	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

非经常性损益方面，2022 年，公司公允价值变动收益相当于当期利润总额的 1.12 倍。同期，公司其他收益 2.15 亿元，相当于当期利润总额的 59.68%，主要为政府补助。2022 年，公司利润总额同比下降 13.42%。整体看，公司利润对非经常性损益依赖性很强。

盈利指标方面，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升。

2023 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2022 年全年水平的 34.35%，利润总额相当于 2022 年全年水平的 5.57%。

5. 现金流

2022 年，公司经营活动现金大幅净流出，收入实现质量较好；投资活动现金大幅净流出；未来随着项目的持续投入以及债务逐步到期，公司对外筹资需求较大。

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入量同比增长 54.58%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 176.92 亿元，同比增长 83.58%，主要为经营性业务收入带来的现金流入；收到的其他与经营活动有关的现金 14.37 亿元，主要为收到的银行存款利息、政府补助及其他经营相关款项。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 91.54%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 172.94 亿元，同比增长 116.18%，主要为房地产开发、购买免税品、工程施工等项目投入，支付其他与经营活动有关的现金 18.39 亿元，主要为购买定期存款及支付其他经营相关款项。2022 年，公司经营活动现金大幅净流出。同期，公司收入实现质量较好。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	126.41	195.41	78.74
经营活动现金流出小计	129.32	247.70	81.12
经营活动现金流量净额	-2.91	-52.30	-2.38
投资活动现金流入小计	269.34	192.79	29.72
投资活动现金流出小计	291.50	254.13	55.74
投资活动现金流量净额	-22.16	-61.33	-26.02

筹资活动现金流入小计	251.15	135.84	37.28
筹资活动现金流出小计	105.79	76.92	37.70
筹资活动现金流量净额	145.36	58.91	-0.42
现金收入比	101.53	96.03	113.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入量同比下降 28.42%，其中取得投资收益收到的现金 4.65 亿元，主要来自理财产品投资；收到其他与投资活动有关的现金 187.10 亿元，主要为赎回理财产品和收到水利项目建设资金的现金流入。2022 年，公司投资活动现金流出量同比下降 12.82%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 63.43 亿元，主要为水利项目建设支出；支付其他与投资活动有关的现金 190.35 亿元，主要为购买理财产品的现金流出。2022 年，公司投资活动现金大幅净流出。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 45.91%，主要为取得借款的现金流入。2022 年，公司筹资活动现金流出量同比下降 27.28%，主要为偿还债务本息以及上缴代收代付的现金流出。2022 年，公司筹资活动现金净流入规模有所收窄。

2023 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金均呈净流出状态。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力指标表现尚可，间接融资渠道畅通，对外担保风险可控；受子公司破严重整影响，公司未决诉讼涉案金额较大，面临较大的或有负债风险。

短期偿债指标方面，2022 年底，公司流动比率和速动比率较 2021 年底均有所上升，现金短期债务比有所下降；2023 年 3 月底，上述指标较 2022 年底均有所上升。整体看，公司短期偿债能力指标表现较强。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	205.72	242.29	261.70
速动比率	89.04	93.63	99.94
现金短期债务比	3.56	2.00	2.31
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	1.23	1.32	--
全部债务/EBITDA	38.95	22.62	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

长期偿债指标方面，2022 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力同比均有所提升，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2023 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度 1020.69 亿元，其中尚未使用额度 501.06 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 3 月底，公司对外担保余额 57.27 亿元，担保比率为 7.49%，担保情况详见附件。

未决诉讼方面，截至 2022 年底，涉案金额（单笔 5000 万元以上）合计为 12.93 亿元，主要为子公司海南机场由于经营、融资等民事纠纷而涉及诉讼。根据海南省高级人民法院于 2021 年 10 月裁定批准的《海航基础设施投资集团股份有限公司及其二十家子公司重整计划》，涉诉相关破产债权均已预留了相应偿债资源。

表 15 2022 年底公司重大诉讼或仲裁情况

涉案公司	案由	进展情况	涉案金额（万元）
海南博鳌机场管理有限公司、海南博鳌机场有限责任公司、海航机场集团有限公司	融资纠纷	一审中	30709.31
澄迈海岛临空投资有限公司	信托纠纷	二审中	30113.18
三亚临空基础建设有限公司	经营纠纷	强制执行	28548.88
三亚凤凰国际机场有限责任公司	建设用地使用权纠纷案	一审中	24529.08
海南机场设施股份有限公司	经营纠纷	二审已判决	9040.04

海南天羽飞行训练有限公司	经营纠纷	仲裁中	6337.13
合计	--	--	129277.62

资料来源：公开资料

7. 公司本部财务分析

公司主要业务由子公司开展，公司本部主要行使管理职能，公司本部权益结构稳定性较好，债务负担一般，短期偿债压力不大。

截至2022年底，公司本部资产总额744.53亿元，较上年底增长32.15%。其中，流动资产92.01亿元，非流动资产652.52亿元。

截至2022年底，公司本部所有者权益364.16亿元，较上年底增长43.50%。其中，实收资本占43.19%、资本公积占29.83%，权益结构稳定性较好。

截至2022年底，公司本部负债总额380.37亿元，较上年底增长22.85%。其中，流动负债119.31亿元，非流动负债261.06亿元。截至2022年底，公司本部全部债务244.25亿元。其中，短期债务占18.06%、长期债务占81.94%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.09%和40.15%，公司本部债务负担一般；现金短期债务比为0.69倍。

2022年，公司本部营业收入为0.09亿元，利润总额为-7.52亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为0.33亿元，投资活动现金流净额为-43.50亿元，筹资活动现金流净额为46.45亿元。

截至2023年3月底，公司本部资产总额752.39亿元，所有者权益为367.34亿元，资产负债率51.18%；全部债务245.05亿元，全部债务资本化比率40.02%，现金短期债务比为1.01倍。2023年1—3月，公司本部营业收入为0.00亿元，利润总额为-1.69亿元；经营活动现金流净额为-0.56亿元，投资活动现金流净额为-21.90亿元，筹资活动现金流净额为6.38亿元。

十、 外部支持

1. 支持能力

近年来，随着自由贸易港建设全面推进，海南省经济总量持续增长。截至2022年底，海南省政府债务余额为3486.6亿元，政府债务率为145.29%。整体看，海南省政府支持力度非常强。

2. 支持可能性

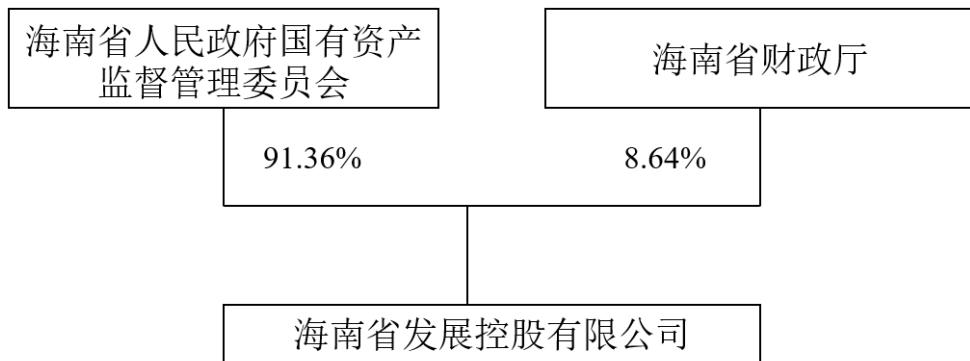
公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，跟踪期内，公司在财政补贴方面获得有力的外部支持。2022年，公司获得各类政府补贴2.05亿元。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司近年来持续获得了有力的外部支持。整体看，公司获得政府支持的可能性非常大。

十一、 结论

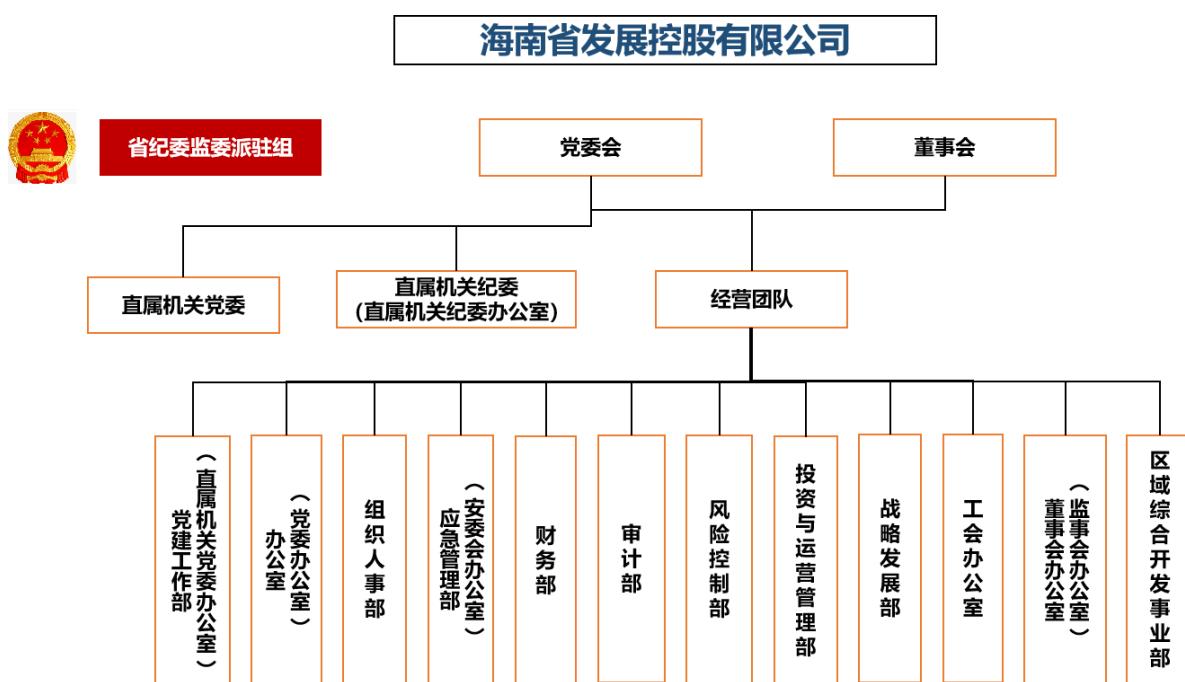
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“23发控02/23发控债02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 截至报告出具日公司组织结构图



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	单位名称	持股比例(%)		业务性质
		直接	间接	
1	海南机场设施股份有限公司	24.51	0.01	航空运输业
2	海控南海发展股份有限公司	30.69	0.00	制造业
3	海南发展控股置业集团有限公司	100.00	0.00	房地产开发
4	海南海控中能建工程有限公司	51.00	0.00	工程建设
5	全球消费精品（海南）贸易有限公司	100.00	0.00	商品销售
6	海南省水利电力集团有限公司	100.00	0.00	水利电力生产
7	海南机场实业投资有限公司	56.00	0.00	商务服务
8	海南海控能源股份有限公司	72.45	6.38	电力生产
9	海南海控国际贸易有限责任公司	100.00	0.00	贸易批发
10	海南南华创业投资基金（有限合伙）	99.00	1.00	股权投资
11	海南金控医药股权投资基金合伙企业（有限合伙）	75.00	25.00	股权投资
12	海南金融控股股份有限公司	66.33	0.00	金融服务
13	海南鹿回头旅业投资有限公司	100.00	0.00	旅游饭店
14	海南海控资产管理有限公司	100.00	0.00	项目投资
15	海南莺歌海盐场有限公司	100.00	0.00	海盐生产业
16	海南海控美丽乡村建设有限公司	100.00	0.00	房地产开发
17	海南泰鑫矿业有限公司	55.00	0.00	矿产开采
18	海南海控乐城投资开发有限公司	100.00	0.00	咨询服务
19	海南机场集团有限公司	100.00	0.00	商务服务
20	海南人才集团有限公司	51.00	0.00	商务服务
21	海南发控产业发展投资基金合伙企业（有限合伙）	99.90	0.10	资本市场服务
22	海南生态旅游文化示范区开发有限公司	80.00	0.00	公共设施管理业
23	海南松涛发电有限公司	100.00	0.00	水力发电业务
24	海南松涛水库综合开发有限公司	100.00	0.00	经营租赁业务
25	儋州市松涛水利工程物资有限公司	100.00	0.00	汽油、柴油销售等业务
26	海南省松涛建筑安装工程有限公司	100.00	0.00	水利水电工程建筑及安装

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 截至 2023 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保起始时间	担保截止时间	担保余额 (万元)
海南铁路有限公司	2013-7-22	2045-7-21	376531.35
海南铁路有限公司	2006-7-11	2026-4-11	6660.00
国电万泉河红岭水利枢纽有限公司	2018-7-6	2035-7-5	984.44
海口空港飞机维修工程有限公司	2021-1-20	2043-12-21	31723.70
海南省机场投资管理有限公司	2022-10-20	2038-10-18	90480.00
中航通用飞机有限责任公司	2018-3-28	2021-3-27	66317.43
合计	--		572696.90

注：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	81.21	208.73	166.09	162.84
资产总额（亿元）	893.03	1710.47	1805.37	1809.02
所有者权益（亿元）	378.69	714.55	761.64	764.86
短期债务（亿元）	76.13	58.62	83.15	70.51
长期债务（亿元）	250.73	561.31	601.56	622.34
全部债务（亿元）	326.87	619.92	684.71	692.85
营业总收入（亿元）	49.50	94.92	184.23	63.28
利润总额（亿元）	5.90	4.17	3.61	0.20
EBITDA（亿元）	16.55	15.92	30.27	--
经营性净现金流（亿元）	11.56	-2.91	-52.30	-2.38
财务指标				
现金收入比（%）	90.44	101.53	96.03	113.27
营业利润率（%）	13.98	10.35	8.16	9.65
总资本收益率（%）	1.40	0.61	1.33	--
净资产收益率（%）	0.81	0.18	0.36	--
长期债务资本化比率（%）	39.84	43.99	44.13	44.86
全部债务资本化比率（%）	46.33	46.45	47.34	47.53
资产负债率（%）	57.60	58.23	57.81	57.72
流动比率（%）	177.53	205.72	242.29	261.70
速动比率（%）	67.42	89.04	93.63	99.94
经营现金流动负债比（%）	5.96	-0.87	-18.68	--
现金短期债务比（倍）	1.07	3.56	2.00	2.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.57	1.23	1.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.75	38.95	22.62	--

注：2023 年一季度财务报告未经审计；已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.17	31.70	30.45	31.44
资产总额（亿元）	403.25	563.39	744.53	752.39
所有者权益（亿元）	172.20	253.77	364.16	367.34
短期债务（亿元）	40.42	28.40	44.11	31.00
长期债务（亿元）	122.75	187.04	200.14	214.05
全部债务（亿元）	163.18	215.44	244.25	245.05
营业总收入（亿元）	0.03	0.03	0.09	0.00
利润总额（亿元）	-3.91	-3.64	-7.52	-1.69
EBITDA（亿元）	1.65	2.36	1.24	--
经营性净现金流（亿元）	-0.40	-2.38	0.33	-0.56
财务指标				
现金收入比（%）	2.54	0.00	0.00	/
营业利润率（%）	-243.52	-187.15	-44.60	/
总资本收益率（%）	0.40	0.47	0.18	--
净资产收益率（%）	-2.43	-1.44	-2.06	--
长期债务资本化比率（%）	41.62	42.43	35.47	36.82
全部债务资本化比率（%）	48.65	45.92	40.15	40.02
资产负债率（%）	57.30	54.96	51.09	51.18
流动比率（%）	88.19	82.22	77.12	81.71
速动比率（%）	88.19	82.22	77.12	81.71
经营现金流动负债比（%）	-0.49	-2.58	0.28	--
现金短期债务比（倍）	0.55	1.12	0.69	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.40	0.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	98.61	91.40	196.95	--

注：2023 年一季度财务报告未经审计；已将公司本部长期应付款中有息部分计入全部债务核算；2023 年一季度公司本部未产生营业收入，相关指标无法计算，以“/”表示

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持