

海南省发展控股有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4182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主体及其相关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 发控债 02/23 发控 02”和“24 海南发展 MTN001”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

评级总监：

二〇二五年六月二十日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、本报告版权为联合资信所有，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。

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

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	评级时间
海南省发展控股有限公司			
23 发控债 02/23 发控 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/20
24 海南发展 MTN001			

评级观点

跟踪期内，公司作为海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖机场运营、清洁能源、供应链运营、免税及旅游消费、设备租赁、沥青生产等方面，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。2024 年，公司控股、参股、委托管理机场的主要客运指标同比有所下降，主要货运指标有所增长；公司在建房地产开发项目资金需求量大，且未来面临跌价风险和去化压力；公司玻璃及深加工制造业务行业竞争激烈，毛利率水平较低；公司通过股权并购新增设备经营租赁及服务业务，对利润贡献较大。公司债务负担适中，短期偿债压力不大，长期偿债能力指标表现尚可，备用流动性较为充足，存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。

评级展望

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

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司核心资产被划出，政府支持程度减弱；融资环境恶化；持续发生严重亏损。

优势

■**外部发展环境良好。**2024 年，随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量稳步增长，中央转移支付支持力度较大。2024 年，海南省 GDP 和一般公共预算收入分别为 7935.69 亿元和 890.46 亿元，获得一般公共预算中央转移支付资金规模 1288.23 亿元。

■**区域地位突出。**公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，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。

■**有力的外部支持。**2024 年，公司在资金注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。

关注

■**房地产业务面临较大资本支出压力，销售及去化情况有待关注。**公司房地产业务资金需求大，未来面临较大资本支出压力，存货中已完工房地产项目和在开发房地产项目投入规模大，未来销售及去化情况有待关注。

■**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。

■本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法（V4.0.202505）

评级模型 多元产业投资控股企业信用评级模型（打分表）（V4.0.202505）

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均无变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

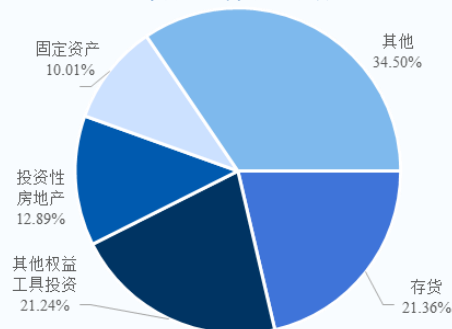
项目	合并口径		
	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	159.31	156.21	135.41
资产总额（亿元）	1872.96	2137.20	2145.25
所有者权益（亿元）	782.59	868.55	874.72
短期债务（亿元）	131.12	230.31	232.67
长期债务（亿元）	569.08	671.97	690.84
全部债务（亿元）	700.20	902.28	923.51
营业总收入（亿元）	338.75	536.01	178.18
利润总额（亿元）	3.91	0.59	0.90
EBITDA（亿元）	32.00	41.50	--
经营性净现金流（亿元）	10.86	1.12	-28.23
营业利润率（%）	9.03	7.01	6.59
净资产收益率（%）	-0.22	-0.39	--
资产负债率（%）	58.22	59.36	59.23
全部债务资本化比率（%）	47.22	50.95	51.36
流动比率（%）	201.01	166.59	176.49
经营现金流动负债比（%）	3.14	0.23	--
现金短期债务比（倍）	1.21	0.68	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.35	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.88	21.74	--

项目	公司本部口径		
	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	782.14	879.42	871.02
所有者权益（亿元）	388.56	486.72	490.57
全部债务（亿元）	250.80	260.91	265.40
营业总收入（亿元）	0.04	0.08	0.02
利润总额（亿元）	-2.71	0.08	-1.16
资产负债率（%）	50.32	44.65	43.68
全部债务资本化比率（%）	39.23	34.90	35.11
流动比率（%）	132.84	162.20	187.98
经营现金流动负债比（%）	-0.72	-0.75	--

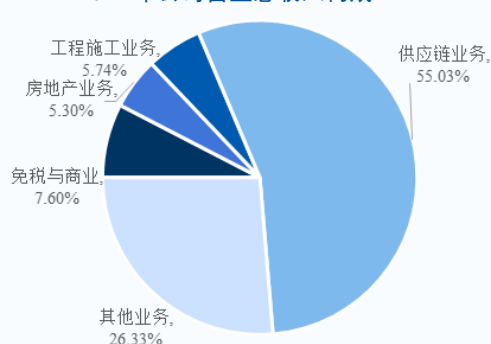
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息债务调整至短期债务计算，将长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

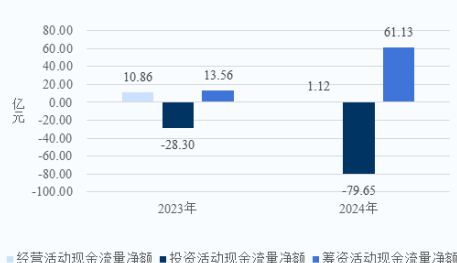
2024年底公司资产构成



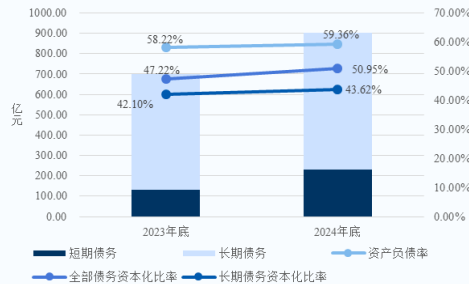
2024年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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	特殊条款
23 发控债 02/23 发控 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/04/20	调整票面利率，回售选择权
24 海南发展 MTN001	1.80 亿元	1.80 亿元	2027/07/24	调整票面利率，续期选择权，递延支付利息选择权，赎回选择权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 海南发展 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26	胡元杰、张 昶	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
23 发控债 02/ 23 发控 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/19	胡元杰、张 昶	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
	AAA/稳定	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：胡元杰 huyj@lhratings.com

项目组成员：张 昶 zhangchang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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

公司由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”）于 2005 年 1 月出资成立，初始注册资本为 5.00 亿元。跟踪期内，公司注册资本由 135.84 亿元增至 157.28 亿元，股权结构变化完成工商变更。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 157.28 亿元，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，海南省国资委为公司实际控制人。

公司作为海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖机场运营、清洁能源、供应链运营、免税及旅游消费、设备租赁、沥青生产等方面，业务板块呈多元化发展态势。

截至 2025 年 3 月底，公司本部内设财务部、审计部、风险控制部等职能部门；公司合并范围内拥有一级子公司 23 家。

截至 2024 年底，公司资产总额 2137.20 亿元，所有者权益 868.55 亿元（含少数股东权益 334.57 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 536.01 亿元，利润总额 0.59 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 2145.25 亿元，所有者权益 874.72 亿元（含少数股东权益 338.23 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 178.18 亿元，利润总额 0.90 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 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的公开市场存续债券详见图表 1。跟踪期内，“23 发控债 02/23 发控 02”按时付息，“24 海南发展 MTN001”尚未到首次付息日。“23 发控债 02/23 发控 02”附设第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权，行权日详见图表 1。“24 海南发展 MTN001”为永续中期票据，具有公司赎回选择权、票面利率重置及利息递延支付等特点。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续公开公司债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	行权日	期限（年）
23 发控债 02/23 发控 02	10.00	10.00	2023/04/20	2026/04/20	3+2
24 海南发展 MTN001	1.80	1.80	2024/07/24	2027/07/24	3+N（3）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）机场行业

机场是中国综合交通运输体系的重要组成部分，与国内外宏观经济的发展、居民收入水平等密切相关，且受民航业的影响很大。2024 年，随着全球经济的有序恢复，我国机场行业各项运营指标稳健复苏，旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次均超过 2019 年同期水平，但国际客运仍未恢复至 2019 年水平。机场行业未来增长空间较大，固定资产投资的持续推进、航班时刻容量提升以及空域自主协调权扩大有助于打开机场产能上限、缓解时刻资源紧张局面，进一步释放民航需求。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、高铁分流均对机场企业运营造成较大影响。详见 [《2025 年机场运营行业分析》](#)。

（2）房地产行业

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。详见 [《2025 年房地产行业分析》](#)。

（3）建筑行业

2024 年，在狭义基建投资增速回落和房地产开发投资继续下降背景下，建筑行业需求增速继续放缓，新签合同继续下降，国内建筑行业景气度仍处下行阶段，头部建筑企业出海发展力度加大，国企特别是央企市占率进一步提高，民营企业继续出清。展望 2025 年，预计地产开发投资降幅会收窄，狭义基建投资增速同比或将小幅回升，预计建筑行业基本面变化不大，央企在市场份额上将进一步与地方国企和民营企业拉开差距；建筑行业在新基建和海外等领域仍有较大发展空间。详见 [《2025 年建筑行业分析》](#)。

（4）零售行业

2024 年，社零增速放缓，在储蓄意愿增强以及外部宏观环境影响下，零售市场消费需求不足，消费信心仍有待提振。其中，网络零售仍为消费增长的主要驱动力，但增速有所放缓；百货业态增长乏力，提升改造与投入产出匹配存在难度；连锁业态展现出一定发展韧性，但回暖趋势不明显，行业内资本事件重启，整合后规模效应和协同效应有待进一步观察。展望 2025 年，全球经济格局深度调整，地缘政治局势复杂多变，国内对外贸易正面临着前所未有的挑战，不确定性显著加大，扩大内需成为稳定经济增长的“压舱石”。预计，2025 年政府针对消费领域的政策支持将延续并有望加大力度，但政策落地效果取决于居民消费能力和消费意愿的提升；网络零售仍将是消费增长的主要驱动力，实体零售企业经营持续承压，具备贴近消费者需求的经营策略、全渠道服务能力与良好经营效率的企业有望实现结构性增长。详见 [《2025 年零售行业分析》](#)。

2 区域环境分析

2024 年，随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量稳健增长，但海南省财政自给能力较弱，中央转移支付支持力度较大。整体看，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。截至 2024 年底，海南省常住人口 1048 万人，常住人口城镇化率为 63.08%。

交通方面，海南省拥有民用运输机场 4 座（海口美兰、三亚凤凰、琼海博鳌、三沙永兴），其中包括 4F 级和 4E 级机场各 1 座；拥有 5 座对外开放港口（海口港、三亚港、洋浦港、八所港、清澜港），其中海口港是中国 25 个沿海主枢纽港之一，三亚港以国际客运为主，洋浦港是区域国际航运枢纽和物流中心，八所港是海南省重要的工业港，清澜港是海南省东部地区重要的支线补充港和国家航天发射基地的主要海运枢纽。

产业方面，海南省“4+3”立体化产业格局正在形成，其中，“4”指旅游业、现代服务业、高新技术产业和热带特色高效农业等四大主导产业，2023年四大主导产业对海南省经济增长的贡献超过六成；“3”指南繁种业、深海科技、商业航天等三大未来产业，是海南省打造新质生产力的重要实践地。海南省上市公司超过30家，知名企业包括海南航空控股股份有限公司、海南机场设施股份有限公司（以下简称“海南机场”）等。

图表 2· 海南省主要经济指标

项目	2023年	2024年
GDP（亿元）	7551.18	7935.69
GDP 增速（%）	9.2	3.7
固定资产投资增速（%）	1.1	7.1
三产结构	20.0:19.2:60.9	20.5:18.9:60.6
人均 GDP（万元）	7.30	7.59

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024年，海南省经济总量稳健增长，产业结构仍以第三产业为主。同期，海南省规模以上工业增加值同比增长7.4%，在八大工业支柱行业增加值中，农副食品加工业同比增长22.5%，造纸及纸制品业同比下降2.0%，石油加工业同比下降3.9%，化学原料和化学制品制造业同比增长29.7%，医药制造业同比下降1.6%，非金属矿物制品业同比下降7.2%，汽车制造业同比下降44.2%，电力、热力的生产和供应业同比增长3.3%。2024年，海南省交通运输、仓储和邮政业增加值330.39亿元，同比增长17.4%；住宿和餐饮业增加值196.07亿元，同比下降0.8%；货物运输周转量13813.66亿吨公里，同比增长17.7%，其中水运周转量13728.00亿吨公里；主要港口货物吞吐量2.17亿吨，同比增长8.2%。2024年，海南省固定资产投资（不含农户）同比增长7.1%。其中，房地产开发投资1207.63亿元，同比增长3.3%；住宅投资859.88亿元，同比增长2.2%。

图表 3· 海南省主要财政指标

项目	2023年	2024年
一般公共预算收入（亿元）	900.69	890.46
一般公共预算收入增速（%）	8.2	-1.1
税收收入（亿元）	667.35	660.54
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	74.09	74.18
一般公共预算支出（亿元）	2257.35	2293.57
财政自给率（%）	39.90	38.82
政府性基金收入（亿元）	463.89	407.69
地方政府债务余额（亿元）	4106.14	4988.30

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024年，海南省一般公共预算收入和税收收入均略有下降，但一般公共预算收入质量较好。同期，海南省一般公共预算支出小幅增长，财政自给能力较弱；2024年，海南省一般公共预算获得中央转移支付收入1288.23亿元，中央转移支付支持力度较大。2024年，受国有土地使用权出让收入下降影响，海南省政府性基金预算收入有所下降。截至2024年底，海南省政府债务余额4988.30亿元，其中一般债务余额1921.66亿元，专项债务余额3066.64亿元。

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”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，大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业；“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。随着海南省战略地位的不断提升，或将为海南省经济带来新的发展机遇。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍为海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖机场运营、清洁能源、供应链运营、免税及旅游消费、设备租赁、沥青生产等方面，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。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：914600007674746907），截至 2025 年 6 月 19 日，公司本部无关注类和不良类贷款记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构和内部管理制度未发生重大变化。

（三）重大事项

2024 年，公司股权收购及划转事项较多，对公司经营和财务影响较大。

2024 年 5 月，子公司海南海控产业投资有限公司（公司持有其 100.00% 股权，以下简称“海控产投”）与浙江华铁应急设备科技股份有限公司（证券代码为“603300.SH”，现更名为“浙江海控南科华铁数智科技股份有限公司”，以下简称“海南华铁”）控股股东胡丹锋及其一致行动人浙江华铁恒升科技有限公司（以下简称“华铁恒升”）、浙江华铁大黄蜂控股有限公司（以下简称“大黄蜂控股”）、海南华铁股东黄建新签署股份转让协议，协议约定胡丹锋、华铁恒升、大黄蜂控股、黄建新以 7.258 元/股的价格向海控产投转让海南华铁合计 275134136 股股份，总价款为 19.97 亿元。协议转让完成后，海控产投持有海南华铁 13.96% 的股份，成为其控股股东。海南华铁主营业务为提供建筑支护设备、建筑维修维护设备及工程机械等运维设备服务，主要产品包括建筑支护设备、高空作业平台、地下维修维护设备等，产品应用于建筑施工、市政设施建设、轨道交通建设、文物保护、水利工程等领域。本次协议转让有助于公司业务板块进一步多元化。

2024 年 7 月，公司通过签署股份转让协议的形式收购浙江神舟能源有限公司（以下简称“神舟能源”）及新铭（香港）有限公司（以下简称“新铭香港”）股份，收购完成后，公司成为神舟能源和新铭香港控股股东。神舟能源和新铭香港的主营业务为油品国际/保税贸易、国内贸易、代理进口和保税船燃油加注。本次交易完成后，公司将神舟能源、新铭香港纳入合并范围，有助于公司完善在能源石化产业上下游布局，更好协同业务发展。

2024 年 12 月，公司将海南省水利电力集团有限公司（以下简称“水电集团”）100% 股权作价出资至海南省水利水务发展集团有限公司（以下简称“海南水发”），公司持有海南水发 48.51% 股权（价值 107.87 亿元），水电集团不再纳入公司合并范围，公司不再承担海南省内大型水利水电项目建设任务。

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。

（四）经营方面

1 经营概况

2024 年，随着公司供应链运营业务收入大幅增长，以及新增沥青生产、设备经营租赁及相关收入影响，公司营业总收入同比增长 58.23%。同期，受利润空间小的供应链运营业务收入占比增加影响，公司综合毛利率持续下降。2025 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2024 年全年水平的 33.24%；综合毛利率较 2024 年全年水平小幅下降。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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 (%)
免税与商业	52.48	15.49	7.63	40.75	7.60	7.08	11.72	6.58	7.27
房地产业务	36.23	10.69	32.38	28.39	5.30	37.35	3.60	2.02	22.69
工程施工业务	34.27	10.12	5.56	30.78	5.74	3.36	6.36	3.57	6.48
供应链运营业务	132.43	39.09	0.11	294.99	55.03	0.38	120.20	67.46	0.45
幕墙工程及玻璃深加工业务	37.63	11.11	8.68	38.06	7.10	7.65	6.76	3.79	9.12
机场运营业务	21.26	6.28	39.38	18.64	3.48	24.11	5.70	3.20	41.73
物业服务	7.24	2.14	13.01	7.41	1.38	13.88	1.89	1.06	25.10
电力业务	4.92	1.45	33.46	5.52	1.03	43.35	1.23	0.69	33.48
沥青生产业务	0.00	0.00	--	31.73	5.92	3.12	5.30	2.97	3.14
设备经营租赁及相关服务	0.00	0.00	--	23.25	4.34	45.88	12.88	7.23	41.41
其他业务	12.29	3.63	44.95	16.49	3.08	26.86	2.54	1.43	27.04
合计	338.75	100.00	11.08	536.01	100.00	7.94	178.18	100.00	7.12

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

(1) 机场运营

2024年，海南机场控股及管理输出机场主要客运指标有所下降，货运指标有所增长，公司机场运营收入和毛利率均有所下降。

2021 年 12 月，公司通过参与海航集团机场板块重整投资取得海南机场及机场实业的控制权，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。截至 2024 年底，公司控股、参股、委托管理 12 家机场，其中海南机场控股 7 家机场，参股 2 家机场，管理输出 2 家机场，覆盖海南省、山东省、湖北省等 8 个省（自治区）。其中，4E 级机场 1 家、4D 级机场 4 家、4C 级机场 6 家；三亚凤凰国际机场（以下简称“三亚机场”）、满洲里西郊机场和宜昌三峡机场获评过“SKYTRAX”四星机场。三亚机场是海南机场运营的唯一国内干线机场，2024 年，三亚机场起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别位列中国民用运输机场第 30 位、第 24 位和第 33 位。截至 2025 年 4 月底，三亚机场已开通航线 154 条，其中国内 125 条、国际及地区 29 条。

图表 5 • 截至 2024 年底海南机场控股、参股和管理输出的机场概况

机场名称	所在地	等级	民航通航时间	基础设施概况	
控股机场	三亚凤凰国际机场	海南	4E	1994/07	航站楼 2 座，面积合计 10.76 万平方米；设 18 座登机廊桥，机位 83 个；跑道长 3400 米、宽 60 米
	琼海博鳌机场	海南	4C	2016/03	航站楼 2 座，面积合计约 1.68 万平方米；机位 52 个，其中 35 个 B 类机位，17 个 C 类机位；跑道长 3200 米、宽 45 米
	安庆天柱山机场	安徽	4C	1993/12	航站楼 2 座，面积合计 13928 平方米；设 4 座登机廊桥；民航站坪设 6 个 C 类机位；跑道长 2800 米、宽 50 米
	唐山三女河机场	河北	4C	2010/07	航站楼面积 6187 平方米；设 3 座登机廊桥；民航站坪面积 3.2 万平方米，设 8 个机位，其中 2 个 B 类机位，6 个 C 类机位；跑道长 2700 米，宽 50 米
	潍坊机场	山东	4D	1996/04	航站楼面积 1.92 万平方米；设 1 座登机廊桥；民航站坪面积 3.4 万平方米，设 6 个民航机位，其中 2 个 D 类机位，4 个 C 类机位；跑道长 2600 米、宽 48 米
	营口兰旗机场	辽宁	4C	2016/02	航站楼面积 2 万平方米；设 2 座登机廊桥；民航站坪设 6 个 C 类机位；跑道长 2500 米、宽 45 米
	满洲里西郊机场	内蒙古	4D	2005/02	航站楼面积 20700 平方米；设 3 座登机廊桥；民航站坪设 7 个机位，其中 3 个为廊桥机位；跑道长 2800 米、宽 45 米
参股机场	宜昌三峡机场	湖北	4D	1996/12	航站楼 2 座，面积合计 7.38 万平方米；飞行区停机坪面积 13.7 万平方米，设有 21 个停机位；跑道长 3200 米、宽 45 米
	东营胜利机场	山东	4D	2001/03	航站楼面积为 2.54 万平方米；设 4 座登机廊桥；民航站坪设机位 7 个，其中 6 个 C 类机位、1 个 D 类机位；跑道长 3600 米、宽 45 米
管理输出机场	松原查干湖机场	吉林	4C	2017/10	航站楼面积约 6000 平方米；设 2 座登机廊桥；站坪设 5 个机位，其中 1 个 B 类机位、4 个 C 类机位；跑道长 2500 米，宽 45 米
	三沙永兴机场	海南	4C	2016/12	航站楼面积约 3500 平方米；站坪设 4 个民航停机位；跑道长 3000 米，宽 50 米

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024年，受上年旅客出行报复性增长造成高基数影响，海南机场控股及管理输出的9家机场合计飞机起降架次和旅客吞吐量同比有所下降；得益于货物流通规模扩大，货邮吞吐量同比有所增长。三亚机场作为公司运营的核心机场，其起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量均占合计数的75%以上。同期，受起降架次及客运量下降影响，公司机场运营收入有所下降；毛利率有所下降，主要系部分在建工程转固后带动折旧摊销增加所致。

图表6·海南机场控股及管理输出机场主要运营指标

运营指标	2023年	2024年
起降架次（万架次）	17.20	16.11
其中：三亚机场（万架次）	13.47	13.12
旅客吞吐量（万人次）	2545.99	2462.62
其中：三亚机场（万人次）	2177.58	2142.59
货邮吞吐量（万吨）	12.19	12.34
其中：三亚机场（万吨）	9.47	10.15

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）房地产开发

公司在建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，销售及去化情况有待关注。

公司房地产业务主要由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”）和海南机场开展，业务模式包括定向开发和市场化开发。

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2024年底，公司重要已建成在售定向开发房地产项目已售面积149.82万平方米，实现销售额88.59亿元，累计结转收入81.50亿元。

图表7·截至2024年底公司重要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	54.56	53.52	20.46	20.43
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	2.46
和风家园 E4002 地块	7.45	7.03	4.86	4.63
和风家园 E4302 地块	10.78	10.57	8.45	7.73
和风家园 E4502 地块	41.28	32.35	26.68	24.42
和风家园 E5102 地块	36.90	30.64	21.50	17.74
合计	166.74	149.82	88.59	81.50

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至2024年底，公司重要在建定向开发房地产项目计划总投资75.16亿元，已投资52.67亿元。

图表8·截至2024年底公司重要在建定向开发房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
椰东江岸	4.22	2.81
和风家园（A12地块及A14地块）	35.87	26.09
和风家园（E5102地块）	35.07	23.77
合计	75.16	52.67

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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。2024年，受利润空间较小的豪庭南苑 C14 项目在上年集中确认收入造成高基数影响，公司房地产销售收入有所下降，但毛利率有所提升。

截至 2024 年底，公司重要在建市场化开发房地产项目计划总投资 247.68 亿元，已投资 89.42 亿元，后续投入规模大，公司面临较大资本支出压力。

图表 9 • 截至 2024 年底公司重要在建市场化开发房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
海南中心	97.79	26.60
江东 F07 地块	17.82	12.29
海航中心 D10	32.58	4.20
慈航医疗中心 D02-1	7.90	4.07
海航通航生态城	4.97	0.06
子爵二期	2.34	0.97
长春海控国际广场三期（即长春荣御国际大厦）	24.22	2.80
C10 项目	24.50	13.10
江东商业开发项目（发控产能、发控产投、发控商开）	18.45	14.09
江东文化组团项目（海口江东新区 JDWH-02-E06 地块）	7.27	5.32
江东文化组团项目（海口江东新区 JDWH-02-E14 地块）	9.84	5.92
合计	247.68	89.42

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

土地储备方面，截至 2024 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，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 13 个，面积约 2579 亩（其中非建设用地约 96.6 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。

（3）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，整体毛利率水平较低。

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、建筑装饰装修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、海南、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。

海南发展光伏玻璃和建筑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膜、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特种玻璃深加工、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，获得“国家级绿色工厂”“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。

2024 年，公司幕墙工程及玻璃深加工业务收入同比略有增长，毛利率同比小幅下降。

(4) 设备经营租赁及服务业务

2024年，公司通过股权并购新增设备经营租赁及服务业务，业务板块进一步多元化，对公司利润贡献较大。

2024年5月，公司通过股权并购取得上市公司海南华铁的控制权，并将其纳入合并范围，公司新增设备经营租赁及服务业务。海南华铁工程设备租赁服务主要产品包括高空作业平台、叉车、载重无人机、玻璃吸盘车、打桩机、冷风机、砌墙机等机械设备，以及钢支撑、铝模板等支护产品。业务模式上，海南华铁一般通过采购的方式获取工程设备，将工程设备租赁给工程施工类企业等实现设备周转，并为客户提供设备维保和其他支持服务。海南华铁通过工程设备运营平台为客户提供服务，包括线上和线下服务渠道，其中，线下渠道主要通过在全国布局服务网点，截至2024年底，海南华铁在全国共设有370个网点。线上渠道包括小程序、APP、服务热线等，支持线上查询实时价格、在线下单、物流跟踪、报停报修等业务及服务功能。海南华铁组建业务中台负责客源转化及全流程跟踪，具体包括潜在需求客户促成交易、线上平台用户转化及全流程交付、在租客户定期维护及满意度调研，并通过定期对客户的定期回访和相关数据统计分析，不断优化业务流程、提升服务质量。截至2024年底，海南华铁各类设备管理数量16.81万台，较2023年底提升38.82%。2024年，海南华铁高空作业平台平均台量出租率为81.67%。2024年，公司实现设备经营租赁及相关服务收入23.25亿元，毛利率为45.88%，毛利润为10.67亿元，对公司利润贡献较大。

(5) 其他业务

公司其他业务主要包括免税店等商业经营、供应链运营、工程施工、电力、沥青生产等，其中供应链运营业务利润空间小，工程施工业务和沥青生产业务受行业竞争激烈影响，毛利率水平较低，电力板块毛利率水平相对较高。

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，公司自2021年起开展离岛免税与商业业务。海控全球精品（海口）免税城选址在海口日月广场水瓶座（1~3层）和摩羯座（1~2层），总建筑面积3.89万平方米，免税商品类型涵盖香化、首饰、手表、酒类、数码、母婴产品等45大类，入驻400余个国内外知名高端品牌。2021年12月，公司通过参与海航集团机场板块重整投资取得海南机场的控制权，海南机场通过自持物业提供场地租赁、参股投资等形式参与免税与商业业务。截至2024年底，海南机场通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与5家海南离岛免税店运营，其中，海口日月广场免税业务可租面积约5.70万平方米，综合出租率约77%。2024年，受消费市场整体环境影响，公司免税品销售收入有所下降，毛利率小幅下降。

公司供应链运营业务主要由子公司海南海控物产集团有限公司（以下简称“海控物产”）负责运营，主要供应链运营业务品种包括电解铜、橡胶、铝锭等，海控物产一般采用“以销定采”或“集采分销”模式开展供应链运营业务。其中，“以销定采”模式为海控物产根据下游客户的需求，在市场寻找货源并交付给客户；“集采分销”模式为海控物产基于其对上游工厂或大型供应商的信任度和长期以来的合作关系，通过长期协议或大额采购取得优惠价格，并逐步分销给下游需求量少、采购渠道少的中小企业，海控物产与上下游的结算方式包括现金结清、银行承兑汇票、信用证等。2024年，公司上游供应商和下游客户集中度均较低。2024年，得益于公司供应链业务持续拓展，供应链运营收入大幅增长，但受制于行业特质，利润空间小。

公司电力板块收入主要来源于电力产品销售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有关部门核定，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是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。2024年，公司电力板块收入有所增长，毛利率有所提升。

公司工程施工业务主要由子公司海南海控中能建工程有限公司（以下简称“海控中能建”）和海南发控建设工程有限公司（以下简称“海控建设”）负责运营。海控中能建由公司（持股比例为51.00%）与中国能源建设集团有限公司于2020年合资设立，主营业务包括工程施工、工程咨询及项目管理等，拥有建筑工程施工总承包壹级、建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级等资质。海控建设为公司2022年成立的全资子公司，具有建筑工程施工总承包壹级、防水防腐保温工程专业承包贰级、建筑机电安装工程专业承包壹级等资质。2024年，受当期结算工程体量下降影响，工程施工业务收入有所下降。同期，公司工程施工业务毛利率同比变化不大，由于施工行业竞争激烈，毛利率水平较低。

2024年，公司通过收购厦门华特集团有限责任公司（以下简称“厦门华特”）新增沥青生产业务。厦门华特成立于1988年，主要产品包括道路石油沥青、聚合物改性沥青、乳化沥青等，应用场景包括高速公路、国省道公路、城市主干道、机场跑道以及旅游区、工业区、文教区、CBD、生活区专用道路等。厦门华特拥有10余个沥青生产厂区，分布在漳州、南昌、沧州、武汉、江门、

昆明、成都、重庆、贵阳、赞比亚等地。2024年，公司沥青生产收入为31.73亿元，毛利率为3.12%，由于行业竞争激烈，毛利率水平较低。

3 未来发展

未来，公司将继续立足“海南省重大战略投资平台”“重大基础设施建设运营商”和“自贸港新兴产业生力军”三大战略定位，重点推进“3+2”主导产业发展，其中“3”即机场及临空产业、区域综合开发、商贸服务三大核心产业群，“2”即投资与资本运作、清洁能源两大赋能板块，持续推进市场化转型，奋力进军中国企业500强。

（四）财务方面

公司提供了2024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了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2025年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2025年3月底，公司合并范围内拥有一级子公司23家。2024年，公司合并范围变动的子公司规模较大，对财务数据可比性存在一定影响。

1 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较快增长，货币资金充裕，但应收类款项规模较大，存在回收风险，房地产项目面临跌价风险和去化压力，权益投资占比较高但投资收益规模尚小，资产受限比例较高。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	694.54	37.08	797.94	37.34	805.85	37.56
货币资金	141.45	7.55	140.70	6.58	119.10	5.55
交易性金融资产	15.97	0.85	9.95	0.47	11.87	0.55
应收账款	44.27	2.36	105.22	4.92	107.22	5.00
其他应收款（合计）	23.47	1.25	32.54	1.52	33.52	1.56
存货	425.52	22.72	456.46	21.36	475.58	22.17
合同资产	14.91	0.80	21.64	1.01	21.88	1.02
非流动资产	1178.42	62.92	1339.26	62.66	1339.40	62.44
长期股权投资	76.79	4.10	66.85	3.13	66.81	3.11
其他权益工具投资	322.47	17.22	453.87	21.24	452.04	21.07
投资性房地产	295.10	15.76	275.58	12.89	275.42	12.84
固定资产	163.76	8.74	213.95	10.01	213.64	9.96
在建工程	130.68	6.98	28.37	1.33	25.53	1.19
使用权资产	15.29	0.82	134.15	6.28	140.16	6.53
无形资产	67.14	3.58	67.86	3.18	67.80	3.16
商誉	36.25	1.94	44.94	2.10	44.95	2.10
其他非流动资产	56.88	3.04	38.95	1.82	38.37	1.79
资产总额	1872.96	100.00	2137.20	100.00	2145.25	100.00

注：其他应收款（合计）包含应收利息、应收股利和其他应收款项
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024年底，随着公司收购海南华铁等子公司，对海南水发作价出资，以及房地产项目持续投入，应收账款、存货、其他权益工具投资、固定资产、使用权资产有所增长。公司货币资金主要由银行存款（117.61亿元）和其他货币资金（23.09亿元）构成，其中31.31亿元使用受限，受限比例为22.25%，受限原因包括用做保证金、诉讼冻结等。公司交易性金融资产主要由结构性存款/

理财产品/存单（6.22 亿元）和权益工具投资（3.69 亿元）构成，2024 年产生投资收益 0.35 亿元；公司应收账款较 2023 年底增加 60.95 亿元，主要系海南华铁等新收购子公司应收账款纳入公司合并范围所致；从账龄上看，公司应收账款的账龄以 1 年以内（占 68.68%）、1~2 年（占 13.11%）和 3 年以上（占 11.79%）为主，前五名应收单位合计余额占应收账款余额的 9.96%，集中度较低，公司累计对应收账款计提坏账准备 15.32 亿元。公司其他应收款（合计）中其他应收款项为 31.91 亿元，主要由资产/股权转让款（占 33.34%）、资金拆借款（占 22.30%）、代收代付及往来款（占 15.82%）和保证金及押金（占 15.81%）构成，账龄以 1 年以内（占 49.80%）和 3 年以上（占 29.32%）为主；从集中度上看，前五名应收单位合计余额占其他应收款项余额的 52.39%，集中度一般；公司累计对其他应收款项计提坏账准备 7.10 亿元。公司存货主要由开发成本（290.70 亿元）、开发产品（112.91 亿元）和尚未开发土地储备（33.25 亿元）构成，其中开发产品为已完工房地产项目，开发成本主要为在开发房地产项目，公司对存货累计计提跌价准备 2.87 亿元。公司合同资产主要由幕墙工程业务（占 62.82%）、工程施工业务（占 28.02%）和电力业务（占 9.02%）的已完工未结算资产构成，公司对合同资产累计计提减值准备 0.90 亿元。

2024 年底，公司长期股权投资主要由对海南银行股份有限公司（11.57 亿元）、海口美兰国际机场有限责任公司（18.00 亿元）、宜昌三峡机场有限责任公司（5.83 亿元）、海航航空技术有限公司（5.58 亿元）等企业的股权投资构成，2024 年产生投资收益 1.72 亿元。2024 年底，公司其他权益工具投资较 2023 年底大幅增长主要系公司以水电集团股权对海南水发作价出资 107.87 亿元所致，公司其他权益工具投资主要由对南方电网（201.66 亿元）、海南水发（107.87 亿元）和海南铁路有限公司（96.67 亿元）的股权投资构成；公司投资性房地产为持有并准备增值后转让的土地使用权和已出租的建筑物，其中未办妥权证部分价值 133.72 亿元；公司固定资产主要由房屋及建筑物（122.45 亿元）、机器设备（27.04 亿元）和其他设备及土地（16.14 亿元）构成，累计计提折旧 80.93 亿元，其中未办妥权证部分价值 22.45 亿元。2024 年底，受水电集团及其水利水电工程项目不再纳入公司合并范围影响，公司在建工程大幅下降；使用权资产增加 118.86 亿元，主要系新增海南华铁的经营租赁资产（115.34 亿元）所致。2024 年底，公司无形资产主要由土地使用权（65.30 亿元）构成，公司累计计提摊销 10.89 亿元；公司商誉主要由公司收购海南发展、海南机场和海南华铁股权形成；公司其他非流动资产主要由预付工程/设备/长期资产购置款（9.99 亿元）、石岩项目回迁物业（8.63 亿元）、琼海博鳌乐城基础设施建设资金（5.00 亿元）等构成。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较 2024 年底变化不大，其中受限资产 753.86 亿元，受限比例为 35.14%，受限原因主要为融资抵质押。

图表 11 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	43.24	保证金、诉讼冻结等
应收账款	7.61	质押、保函保证
应收票据	0.04	已背书、贴现未到期未终止确认票据
投资性房地产	121.39	抵押、未办证受限
存货	357.08	抵押
固定资产	84.00	抵押
无形资产	6.54	抵押
使用权资产	123.13	融资租赁、抵押
合同资产	2.40	保函保证
其他权益工具投资	4.28	质押
在建工程	4.15	抵押
合计	753.86	—

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2024 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

2024 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，其中，实收资本保持稳定；其他权益工具大幅增长，由公司发行的永续中期票据及永续期公司债券构成；得益于海南省财政厅下达资本金及海南省国资委注入资产，资本公积小幅增长；其他综合收益变化不大，主要由公司对南方电网的股权投资公允价值评估增值形成；受归母净利润持续为负影响，未分配利润有所下降；少数股东权益显著增长，主要系公司收购上市公司海南华铁所致，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	157.28	20.10	157.28	18.11	157.28	17.98
其他权益工具	4.99	0.64	31.78	3.66	36.77	4.20
资本公积	200.19	25.58	204.41	23.53	204.33	23.36
其他综合收益	135.42	17.30	131.04	15.09	130.58	14.93
未分配利润	15.05	1.92	7.90	0.91	5.93	0.68
少数股东权益	268.08	34.26	334.57	38.52	338.23	38.67
所有者权益合计	782.59	100.00	868.55	100.00	874.72	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

（2）负债

2024 年底，公司债务规模较上年底大幅增长，整体债务负担适中，期限结构和融资渠道较为合理，集中偿付压力不大。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	345.53	31.69	478.98	37.75	456.60	35.94
短期借款	17.79	1.63	46.53	3.67	55.94	4.40
应付票据	23.88	2.19	46.60	3.67	52.75	4.15
应付账款	105.66	9.69	130.55	10.29	115.21	9.07
合同负债	29.93	2.74	20.75	1.64	21.71	1.71
应交税费	25.41	2.33	26.08	2.06	25.18	1.98
其他应付款（合计）	37.22	3.41	51.40	4.05	46.12	3.63
一年内到期的非流动负债	89.43	8.20	137.17	10.81	123.78	9.74
非流动负债	744.84	68.31	789.67	62.25	813.93	64.06
长期借款	446.13	40.92	416.26	32.81	429.08	33.77
应付债券	54.66	5.01	96.17	7.58	114.76	9.03
长期应付款（合计）	122.33	11.22	83.87	6.61	75.72	5.96
租赁负债	11.64	1.07	87.02	6.86	87.98	6.93
递延所得税负债	94.31	8.65	91.61	7.22	91.59	7.21
负债总额	1090.37	100.00	1268.65	100.00	1270.53	100.00

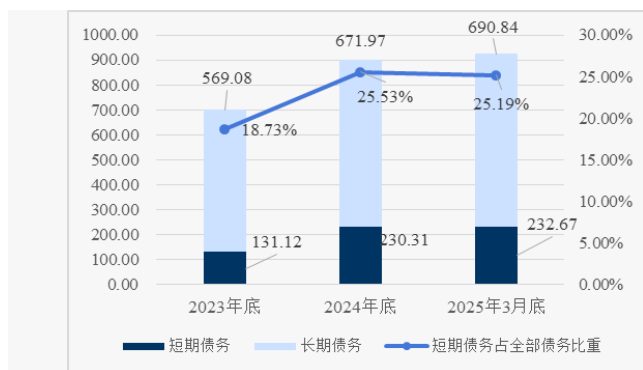
注：其他应付款（合计）包括应付利息、应付股利和其他应付款项；长期应付款（合计）包括长期应付款和专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024 年底，受股权收购子公司及合并范围扩大等因素影响，公司负债总额较上年底有所增长。2024 年底，公司经营性负债中应付账款以应付工程款、设备款和货款为主，合同负债以预收房款/车位款（占 42.55%）、预收工程款（占 27.72%）和预收货款（占 24.49%）为主，应交税费以土地增值税（18.07 亿元）、企业所得税（5.49 亿元）、增值税（0.96 亿元）为主，其他应付款项（50.68 亿元）以应付往来款（23.78 亿元）、投资款（11.99 亿元）、保证金/备用金等款项（8.06 亿元）和航线补贴款（3.25 亿元）为主，专项应付款（52.45 亿元）以项目专项资金为主，较 2023 年底显著下降主要系水电集团相关专项资金出表所致。

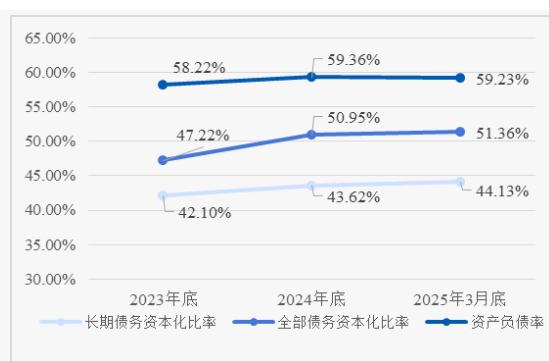
有息债务方面，2023 年底—2025 年 3 月底，公司全部债务大幅增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。2025 年 3 月底，公司全部债务中短期债务占 25.19%，长期债务占 74.81%；如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 960.28 亿元，其中，短期债务占 24.23%、长期债务占 75.77%；调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.94%、53.40%和 46.48%。整体看，公司债务期限结构较为合理，整体债务负担适中。融资渠道方面，公司银行借款、债券和其他融资（租赁负债、非标产品等）分别占有息债务的 57.38%、18.96%和 23.66%，主要合作银行包括国家开发银行、交通银行、中信银行、中国建设银行、中国银行等，融资渠道较为合理。以 2025 年 3 月底公司有息债务为基础，2025 年 4—12 月、2026 年和 2027 年，公司到期债务规模分别为 157.07 亿元、174.18 亿元和 132.98 亿元，公司集中偿付压力不大。

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：全部债务统计口径包括应付票据
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



注：全部债务统计口径包括应付票据
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

3 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比大幅增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，非经常性损益对利润实现影响大。

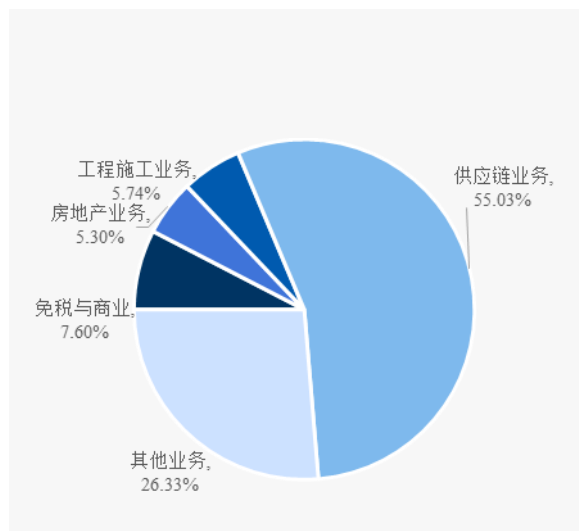
2024 年，公司营业总收入和营业成本分别同比增长 58.23%和 63.83%，营业利润率有所下降。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	338.75	536.01	178.18
营业成本	301.21	493.46	165.49
费用总额	37.35	46.26	12.24
其中：销售费用	4.45	8.36	2.42
管理费用	16.36	18.34	3.86
财务费用	15.26	18.01	5.58
资产减值损失	-2.31	-8.43	-0.05
其他收益	2.74	2.60	1.00
投资收益	10.18	10.09	0.18
利润总额	3.91	0.59	0.90
营业利润率	9.03%	7.01%	6.59%
总资本收益率	1.02%	0.94%	--
净资产收益率	-0.22%	-0.39%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 17 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司费用总额同比有所增长，主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，期间费用率为 8.63%，期间费用对利润形成一定侵蚀。非经常性损益方面，2024 年，公司其他收益同比小幅下降，主要为政府补助；投资收益略有下降，主要来自当期公司股权投资处置及持有期间产生的收益；资产减值损失主要系存货跌价、固定资产减值和商誉减值所致。整体看，公司非经常性损益对利润实现影响大。

4 现金流

2024年，公司经营活动现金净流入规模大幅收窄，收入实现质量仍高；投资活动现金呈大规模净流出状态，主要用于项目建设、购买理财产品和股权投资；随着公司项目持续投入以及债务偿付，公司外部融资需求较大。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	379.88	615.93	201.87
经营活动现金流出小计	369.02	614.80	230.10
经营活动现金流量净额	10.86	1.12	-28.23
投资活动现金流入小计	221.97	111.72	6.44
投资活动现金流出小计	250.27	191.38	23.89
投资活动现金流量净额	-28.30	-79.65	-17.45
筹资活动前现金流量净额	-17.44	-78.53	-45.68
筹资活动现金流入小计	148.43	217.44	76.31
筹资活动现金流出小计	134.86	156.30	64.15
筹资活动现金流量净额	13.56	61.13	12.16
现金收入比	105.10%	105.60%	108.98%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024年，公司经营活动现金流入主要来自主营业务经营回款，以及银行存款利息、政府补助及其他经营相关往来款项收现；随着营业总收入大幅增长并及时回款，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长至566.05亿元。同期，公司现金收入比仍超过100%，收入实现质量仍高。2024年，受公司主营业务相关的净收现规模下降影响，公司经营活动现金净流入规模大幅收窄。

2024年，公司投资活动现金流入主要来自赎回理财产品和获得的项目建设资金，投资活动现金流出主要用于项目建设购买理财产品及股权投资。同期，公司投资活动现金大规模净流出。

2024年，公司筹资活动前现金继续净流出。同期，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、财政拨款、发行债券及股东注资，筹资活动现金呈净流入状态。

2025年1—3月，公司经营活动和投资活动现金呈净流出状态，筹资活动现金呈净流入状态。

5 偿债指标

公司短期偿债压力不大，长期偿债能力指标表现尚可，备用流动性较为充足；部分子公司存在未决诉讼，公司存在一定的或有负债风险。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年	2025年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	201.01	166.59	176.49
	速动比率（%）	77.86	71.29	72.33
	现金短期债务比（倍）	1.21	0.68	0.58
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	32.00	41.50	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.88	21.74	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.35	1.56	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2023年底—2025年3月底，公司流动比率和速动比率波动下降，现金短期债务比持续下降，公司短期偿债压力不大。从长期偿债能力指标看，2024年，公司EBITDA对全部债务和利息支出的保障能力均有所提升，公司长期偿债能力指标表现尚可。

备用流动性方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得各类金融机构授信额度为 1642.09 亿元，尚未使用额度为 934.89 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。此外，公司合并范围内拥有 3 家 A 股上市公司（海南机场、海南发展、海南华铁），公司具备直接融资渠道。整体看，公司备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 55.23 亿元，担保比率为 6.31%，被担保对象包括中央国有企业海南铁路有限公司、中航通用飞机有限责任公司及海南省属国有企业海南省机场投资管理有限公司、海南国宾馆有限公司和水电集团，经营状况正常，公司因对外担保产生的或有负债风险较小。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司单笔金额超过 5000 万元的重大未决诉讼共 5 宗，涉案金额合计 6.06 亿元，案由包括信托纠纷、建设工程施工合同纠纷和合资合作开发房地产合同纠纷，公司面临一定的或有负债风险。

图表 20 • 截至 2024 年底公司重大未决诉讼情况

涉案子公司	案由	进展情况	涉案金额（亿元）
澄迈海岛临空投资有限公司（被告）	信托纠纷	执行中	3.01
海南省榆亚盐场有限公司（第三人）	建设工程施工合同纠纷	二审中	0.99
海南省榆亚盐场有限公司（被告）	合资合作开发房地产合同纠纷	申请再审中	0.78
海南发展控股置业集团有限公司（被告）	建设工程施工合同纠纷	已开庭，鉴定阶段	0.76
海南发控健康投资有限公司（被告）	建设工程施工合同纠纷	未判决	0.52
合计			6.06

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

6 公司本部财务分析

公司本部主要承担集团管理职能，具体业务板块由子公司负责运营，公司本部对下属子公司管控力度较强，但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；公司本部债务负担适中，存在短期偿债压力。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 879.42 亿元，以货币资金、其他应收款、长期股权投资和其他权益工具投资为主；公司本部所有者权益 486.72 亿元，实收资本和资本公积分别占所有者权益的 32.31% 和 42.47%，权益稳定性较好；公司本部负债总额 392.70 亿元，以其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款（合计）为主。同期末，公司本部全部债务 260.91 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 44.65% 和 34.90%，整体债务负担适中。2024 年，公司本部营业总收入 0.08 亿元，利润总额为 0.08 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.27 倍，存在短期偿债压力。

（五）ESG 方面

公司注重环境保护及节能减排，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度相对完善。整体来看，公司 ESG 表现尚可。

环境方面，公司重视绿色发展及节能减排，子公司海南机场开展设备替代、节能改造、新能源引进项目，通过一系列举措贯彻落实“绿色机场”建设；子公司海南海控能源股份有限公司以碳产业链闭环管理服务为主线重点打造海南省绿色项目，每年可为全省提供清洁能源电力。截至报告出具日，联合资信未发现公司存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司基础设施建设、机场运营等业务主要用于提供公共服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司具有较强的管控能力，且建立了相对完善的法人治理结构，管理制度较为健全。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为海南省重要的省级国有资本投资运营主体，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，跟踪期内，公司在资金注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。

公司实际控制人为海南省国资委。近年来，随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量持续增长，中央转移支付支持力度较大。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。公司作为海南省重要的省级国

有资本投资运营主体，业务范围涵盖机场运营、清洁能源、供应链运营、免税及旅游消费、设备租赁、沥青生产等方面，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。

2024年，公司收到海南省财政厅下达资本金 2.20 亿元，收到超长期特别国债资金 3.29 亿元，收到财政拨付专项资金 22.91 亿元（其中拨付水利电力建设工程财政专项资金 22.03 亿元）。

2024年，公司获得的计入当期损益的政府补助为 2.39 亿元。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

截至 2025 年 5 月底，公司存续期永续中期票据为“24 海南发展 MTN001”，余额合计 1.80 亿元。若将计入“其他权益工具”的可续期债券调整至长期债务计算，相关指标详见下表。2024 年，公司经营现金流入量及 EBITDA 对调整后长期债务的保障程度尚可。

图表 21 • 公司可续期债券偿还能力测算

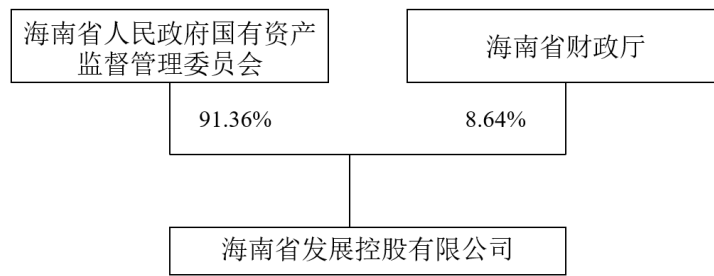
项目	2024 年（底）
长期债务*（亿元）	703.75
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.88
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.002
发行后长期债务/EBITDA（倍）	16.96

注：长期债务为将可续期债券计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

九、跟踪评级结论

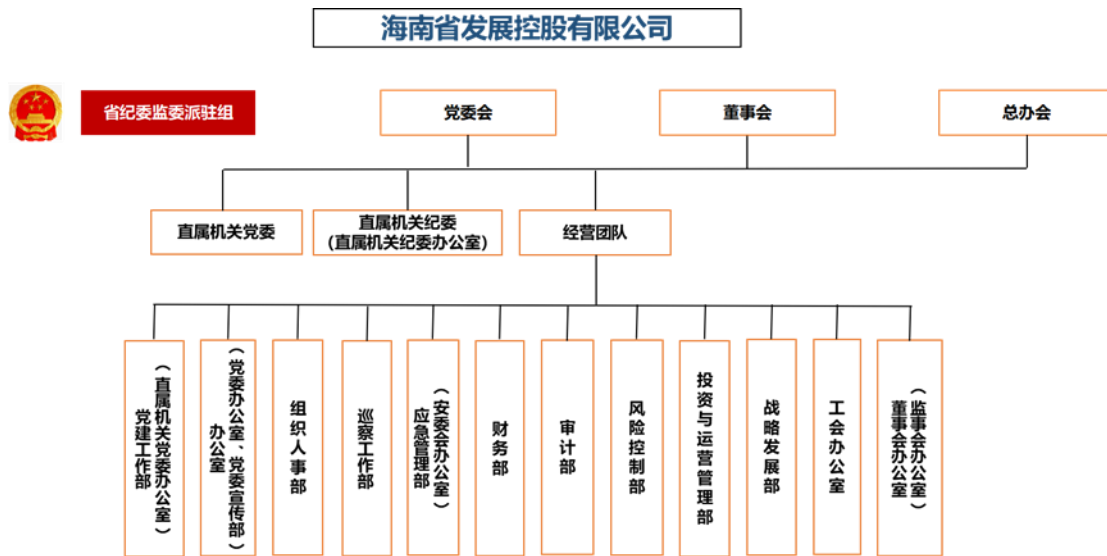
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 发控债 02/23 发控 02”和“24 海南发展 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
海南海控能源股份有限公司	电力生产	72.45	6.38	同一控制下企业合并
海控南海发展股份有限公司	制造业	30.69	--	非同一控制下企业合并
海南金融控股股份有限公司	其他未列明金融业	66.33	--	投资设立
海南南华创业投资基金（有限合伙）	非公开募集证券投资基金	99.30	0.70	投资设立
海南金控医药股权投资基金合伙企业（有限合伙）	组织管理服务	75.00	25.00	投资设立
海南发控产业发展投资母基金合伙企业（有限合伙）	其他资本市场服务	99.90	0.10	投资设立
海南海控产业投资有限公司	项目投资管理	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南莺歌海盐场有限公司	其他食品制造	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南海控物产集团有限公司	矿产品、建材及化工产品批发	100.00	--	投资设立
海南泰鑫矿业有限公司	其他煤炭采选	55.00	--	投资设立
海南海控美丽乡村建设有限公司	房地产开发经营	100.00	--	投资设立
海南发展控股置业集团有限公司	房地产租赁经营	100.00	--	投资设立
海南海控资产管理有限公司	组织管理服务	100.00	--	投资设立
海南海控中能建工程有限公司	其他房屋建筑业	51.00	--	投资设立
海南海控乐城投资开发有限公司	综合管理服务	100.00	--	投资设立
全球消费精品（海南）贸易有限公司	综合零售	100.00	--	投资设立
海南机场集团有限公司	航空运输辅助活动	100.00	--	投资设立
海南人才集团有限公司	人力资源服务	51.00	--	投资设立
海南发控建设工程有限公司	建筑装饰和装修业	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南省盐业集团有限公司	其他食品制造	90.00	--	无偿划转
海南生态旅游文化示范区开发有限公司	会议、展览及相关服务	80.00	--	投资设立
浙江神舟能源有限公司	批发业	100.00	--	非同一控制下企业合并
新铭（香港）有限公司	批发业	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	159.31	156.21	135.41
应收账款（亿元）	44.27	105.22	107.22
其他应收款（亿元）	23.47	32.54	33.52
存货（亿元）	425.52	456.46	475.58
长期股权投资（亿元）	76.79	66.85	66.81
固定资产（亿元）	163.76	213.95	213.64
在建工程（亿元）	130.68	28.37	25.53
资产总额（亿元）	1872.96	2137.20	2145.25
实收资本（亿元）	157.28	157.28	157.28
少数股东权益（亿元）	268.08	334.57	338.23
所有者权益（亿元）	782.59	868.55	874.72
短期债务（亿元）	131.12	230.31	232.67
长期债务（亿元）	569.08	671.97	690.84
全部债务（亿元）	700.20	902.28	923.51
营业总收入（亿元）	338.75	536.01	178.18
营业成本（亿元）	301.21	493.46	165.49
其他收益（亿元）	2.74	2.60	1.00
利润总额（亿元）	3.91	0.59	0.90
EBITDA（亿元）	32.00	41.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	356.04	566.05	194.18
经营活动现金流入小计（亿元）	379.88	615.93	201.87
经营活动现金流量净额（亿元）	10.86	1.12	-28.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-28.30	-79.65	-17.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	13.56	61.13	12.16
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.13	6.83	--
存货周转次数（次）	0.72	1.12	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.27	--
现金收入比（%）	105.10	105.60	108.98
营业利润率（%）	9.03	7.01	6.59
总资本收益率（%）	1.02	0.94	--
净资产收益率（%）	-0.22	-0.39	--
长期债务资本化比率（%）	42.10	43.62	44.13
全部债务资本化比率（%）	47.22	50.95	51.36
资产负债率（%）	58.22	59.36	59.23
流动比率（%）	201.01	166.59	176.49
速动比率（%）	77.86	71.29	72.33
经营现金流动负债比（%）	3.14	0.23	--
现金短期债务比（倍）	1.21	0.68	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.35	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.88	21.74	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将公司其他应付款和其他流动负债中有息债务调整至短期债务计算，长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	36.59	26.24	12.34
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	184.01	179.78	184.60
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	242.71	233.52	234.25
固定资产（亿元）	0.75	0.60	0.60
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	782.14	879.42	871.02
实收资本（亿元）	157.28	157.28	157.28
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	388.56	486.72	490.57
短期债务（亿元）	84.77	58.19	45.64
长期债务（亿元）	166.03	202.72	219.76
全部债务（亿元）	250.80	260.91	265.40
营业总收入（亿元）	0.04	0.08	0.02
营业成本（亿元）	0.09	0.09	0.02
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-2.71	0.08	-1.16
EBITDA（亿元）	8.65	9.98	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	0.41	0.51	0.05
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.20	-0.95	-0.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-19.95	-42.90	-4.51
筹资活动现金流量净额（亿元）	27.32	33.35	-8.74
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	-234.32	-61.72	-33.09
总资本收益率（%）	1.32	1.30	--
净资产收益率（%）	-0.70	0.01	--
长期债务资本化比率（%）	29.94	29.40	30.94
全部债务资本化比率（%）	39.23	34.90	35.11
资产负债率（%）	50.32	44.65	43.68
流动比率（%）	132.84	162.20	187.98
速动比率（%）	132.84	162.20	187.98
经营现金流动负债比（%）	-0.72	-0.75	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.45	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	1.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.98	26.14	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将公司本部长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 部分财务指标无意义，以“*”表示；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；5. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件3 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	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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	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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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