跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]916 号

海航投资集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

海航投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“负面”

海航投资集团股份有限公司公开发行的“15 海投债”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

海航投资集团股份有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：负面

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 海投债	16 亿元	3 年	AA+	AA+	2016 年 6 月 28 日

担保方：海航集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据：

发行人：海航投资

项　目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	87.64	88.98	98.81
所有者权益（亿元）	44.31	43.49	43.93
长期债务（亿元）	19.70	33.10	50.31
全部债务（亿元）	37.47	35.64	50.31
营业收入（亿元）	12.31	2.87	0.10
净利润（亿元）	2.21	-4.78	0.47
EBITDA（亿元）	4.30	-3.12	--
经营性净现金流（亿元）	2.76	0.46	-1.37
营业利润率（%）	9.44	34.18	36.65
净资产收益率（%）	5.10	-10.88	1.07
资产负债率（%）	49.43	51.13	55.54
全部债务资本化比率（%）	45.81	45.04	53.39
流动比率（倍）	3.34	8.30	15.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	-0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	-1.20	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.27	-0.19	--

担保方：海航集团

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	4,687.09	10,154.99
所有者权益（亿元）	1,150.06	4,120.29
营业收入（亿元）	951.64	1,955.69
净利润（亿元）	30.81	46.63
资产负债率（%）	75.46	59.43

注：1、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；除特别说明外，均指人民币；2、公司 EBITDA 均含投资性房地产折旧及摊销，本文已将有息的长期应付款计入长期债务；3、2017 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”或“公司”）按照转型目标，继续缩减房地产业务，积极发展基金投资和养老产业投资业务，并继续推进非公开发行股票事宜。公司目前持有两个房地产项目，地处上海市和天津市，区域经济发展良好，去化压力不大；公司货币资金比较充裕，对短期债务的覆盖程度较高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产市场调控频繁、房地产业务规模下降较快以及 2016 年公司净利润出现亏损、债务集中偿付压力、所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司非公开发行股票事宜已经证监会审核通过，若后续顺利实施，公司业务将呈多元化发展态势，公司资本实力也将得到充实；但该事项能否顺利实施存在一定的不确定性，可能会对公司金融业务转型造成一定影响。

“15 海投债”由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。海航集团资产和权益规模大，整体运营状况良好，其担保对于“15 海投债”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望调整为“负面”；同时维持“15 海投债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．2016 年，公司持有的两个房地产项目外部区域发展环境较好；其中，天津项目处于在售状态，上海项目将于 2017 年下半年开始预售，可带来一定的资金回笼。

2．公司资产质量良好，负债处于适宜水平；同时，公司货币资金比较充足，对短期债

务的覆盖程度较高。

3.“15 海投债”由海航集团提供担保，海航集团资产和权益规模大，整体运营状况良好，其担保对于“15 海投债”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

关注

1．房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在一定不确定性；公司目前仅持有两个房地产开发项目，限购、限贷及限价等政策将对公司造成一定影响。

2．公司处于战略转型期，基金等业务尚未贡献明显盈利；但房地产业务不断收缩，收入规模明显下降。2016 年，公司出现较大亏损；此外，公司受限资产规模较大，债务有一定的集中偿付压力，所有者权益稳定性一般。

3．公司非公开发行股票拟投资项目包括北京新生医疗投资管理有限公司，该公司目前收入和盈利规模均较小，从短期看，相对于收购价款，可能存在投资回报率低的风险。此外，该事项能否顺利实施也存在一定的不确定性，可能会对公司金融业务转型造成一定影响。

4．担保方海航集团少数股东权益规模大，在所有者权益中占比高；少数股东损益在净利润中占比相应较大。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

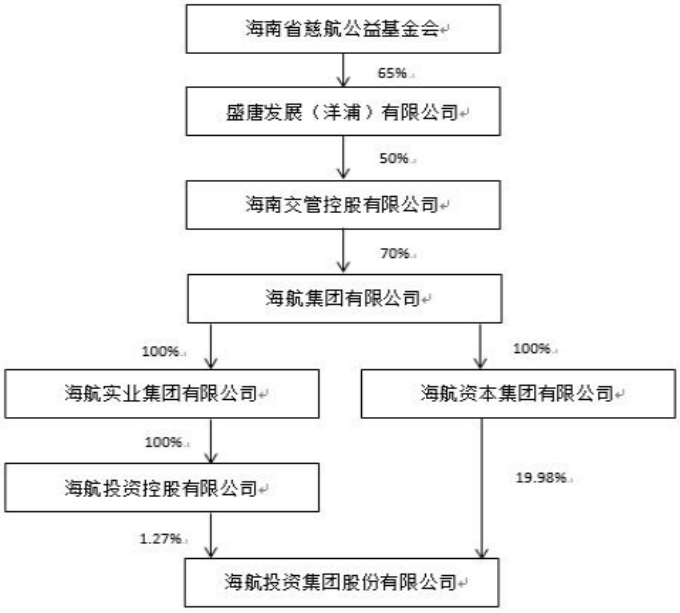
一、主体概况

海航投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“海航投资”）前身是成立于 1993 年的大连渤海饭店集团。经中国证券监督管理委员会批准，公司于 1996 年 10 月 22 日首次公开发行股票，并于 1996 年 11 月 8 日在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码“000616.SZ”。2002 年，公司主营业务由原来以酒店业、房地产业、生物制药业为主，调整为以房地产业、教育产业、酒店旅游业为主。2005 年，公司更名为“亿城集团股份有限公司”；2014 年 4 月，更名为“亿城投资集团股份有限公司”；2015 年 2 月，公司更名为“海航投资集团股份有限公司”，证券简称由原“亿城投资”变更为“海航投资”。

2002 年 9 月，公司第一大股东大连渤海集团有限公司将公司 19.97%的股份进行拍卖，其中北京星标投资有限公司（2008 年更名为乾通科技实业有限公司，以下简称“乾通实业”）竞得 2,000 万股，乾通实业对公司的持股比例增至 29.76%，成为公司控股股东。2013 年 8 月 6 日，乾通实业将公司 19.98%的股份转让给海航资本控股有限公司（以下简称“海航资本”），海航资本成为公司的控股股东。

2016 年 6 月 30 日和 2016 年 7 月 1 日，海航投资控股有限公司（以下简称“海航投资控股”）增持了公司 1.27%的股份，且海航投资控股和海航资本为一致行动人。截至 2017 年 3 月底，公司总股本为 143,023.44 万股，海航资本及其一致行动人海航投资控股合计持股比例为 21.25%，公司实际控制人为海南省慈航公益基金会（见下图）。

图 1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供
注：此处为工商信息口径，公司尚未完成工商信息变更

公司经营范围包括：项目投资及管理、投资咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后，方可开展经营活动）。目前公司正处于业务转型期，已剥离绝大部分房地产业务，开始逐步涉足金融业务。

为更好的适应业务转型，2016 年，公司进行组织架构调整，新设创新事业部，负责天津东方养生堂项目和石景山养老项目。截至 2017 年 3 月底，公司设有计划财务部、综合管理部、风险控

制部、战略投资部、基金管理部、创新事业部以及董事会办公室共计 7 个职能部门。截至 2016 年底，公司在职员工共 129 名，较上年末有所减少。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 88.98 亿元，负债合计 45.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 39.68 亿元。2016 年，公司实现营业收入 2.87 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.78 亿元，其中归属于母公司净利润-4.35 亿元；经营活动现金流量净额为 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.50 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 98.81 亿元，负债合计 54.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.16 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.10 亿元，净利润（含少数股东损益）0.47 亿元，其中归属于母公司净利润 0.47 亿元；经营活动现金流量净额为-1.37 亿元，现金及现金等价物净增加额为 10.30 亿元。

公司注册地址：大连市中山区长江路 123 号长江写字楼 2129；法定代表人：于波。

二、债券发行情况及募集资金使用

经证监许可[2015]2181 号文核准，公司获准发行不超过 16 亿元的公司债券。本次债券发行工作于 2015 年 10 月 20 日开始，并已于 2015 年 10 月 22 日结束，实际发行规模为 16.00 亿元，债券简称为“15 海投债”，债券代码为“112287.SZ”。“15 海投债”期限为 3 年，计息期限为 2015 年 10 月 20 日至 2018 年 10 月 20 日止；票面利率为 5.99%，固定不变。“15 海投债”扣除债券承销商以及相关佣金后募集资金净额 15.88 亿元；截至 2016 年底，公司已按募集说明书约定偿还银行贷款 12.85 亿元，剩余募集资金用于补充流动资金。公司已于 2016 年 10 月 20 日支付了“15 海投债”第一年度利息。

“15 海投债”由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、运营环境

1．房地产行业

（1）行业概况

2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比名义增长6.90%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，占比高达67%，仍居各类房产之首；办公楼投资6,533亿元，同比增长5.2%，增速下滑较快；商业营业用房投资15,838亿元，同比增长8.4%。自2016年开始，一二三四线城市投资增速开始趋同，具体来看，一线城市房地产开发投资增速为8%，二线城市开发投资增速为8.2%，三四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。

土地供给

受2015年“去库存”政策的指影响，2016年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求。2016年，房地产开发企业土地购置面积22,025万平方米，同比下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。

2015年下半年以来宽松的货币信贷环境下房地产企业融资便利且成本较低，进一步推动土地

市场持续高热，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，土地成交溢价率在“十一”前后达到顶峰，后受调控政策的影响，成交土地溢价率有所下降。2016年，全国300个城市各类用地平均溢价率为42.77%，同比提高了26.55个百分点：其中，住宅用地平均溢价率为54.65%，同比提高了33.79个百分点；商办用地平均溢价率为14.35%，同比提高了7.01个百分点。

商品房市场供需

2016年全国商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%，其中，商品住宅销售面积为13.8亿平方米，同比增长22.4%；办公楼销售面积同比增长31.4%；商业营业用房销售面积同比增长16.8%。2016年，全国商品房销售额117,627亿元，同比增长34.8%，增速回落2.7个百分点；其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016年百城住宅价格累计上涨18.72%，较2015年扩大14.57个百分点，但在2016年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达23.50%；二线城市房价累计涨幅达13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

行业竞争

2016年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

总体看，2016 年房地产行业呈持续回暖态势，房地产投资完成额、销售金额及销售价格均呈快速增长态势；土地溢价率处于较高水平；房地产行业集中度进一步提高。

（2）行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

（3）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

2015 年以来，国内货币政策持续宽松，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业公司债违约风险。

房地产调控政策再度趋严

2016年10月以来，我国房地产调控政策日益趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价和限贷政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

（4）行业发展

目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本面要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现了明显的分化。

2．公募基金行业

截至 2016 年底，我国境内共有基金管理公司 108 家，其中中外合资公司 44 家、内资公司 64 家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 12 家，保险资管公司 1 家，以上机构管理的公募基金资产合计 9.16 万亿元，同比增长 9.18%。

截至 2016 年底，市场上共有 3,867 只基金，其中，封闭式基金共计 303 只，总规模 6,340.11 亿元，占比 6.92%；货币市场基金共计 286 只，总规模 4.28 万亿，占比 46.77%；混合型基金 1,707 只，总规模 2.01 万亿，占比 21.93%；债券型基金 789 只，总规模 1.42 万亿，占比 15.55%；股票型基金 661 只，总规模 7,059.02 亿元，占比 7.71%；QDII 基金 121 只，总规模 1,023.96 亿元，占比 1.12%。

2016 年，公募 FOF 开闸，当前已有 50 余只 FOF 产品进入申报流程，以绝对收益、大类资产配置和精选基金策略为主；在美元兑人民币不断升值的情况下，QDII 基金销售紧张；2015 年，保本基金的高收益表现叠加上其担保条款，令保本基金受到投资者偏好，但在熔断阶段保本基金依旧面临净值下跌风险，因此监管层不断发文规范保本基金，并最终将保本基金更名为避险策略基金；2016 年，委外基金迅速发展，然而委外基金容易造成公募基金法律界限模糊，同时在市场发生异动时，金融机构的统一行动也将加剧市场波动，因此，监管层也将逐渐规范委外业务。

未来，在中国养老金入市以及养老金的合作机构以公募基金为主的背景下，公募 FOF 将迎来一波发展良机。

总体看，我国公募基金规模不断扩大，但受宏观环境和监管政策影响较大；养老金类的公募基金或将迎来较好的发展机会。

四、管理分析

2016 年 2 月 4 日，公司原总裁穆先义先生因个人工作变动原因离职；戴美欧先生被聘任为总裁。2016 年 4 月 15 日，于波先生被选举为执行董事长；2016 年 8 月 17 日，公司原董事长赵权先生因个人原因离任；于波先生被选举为公司董事长。公司对高级管理人员的调整主要是为了适应公司业务转型需要，除此之外，公司董事、监事和其他高级管理人员无变动；相关管理制度延续以往模式，但公司于 2017 年 4 月修订了关联交易和对外担保制度。

董事长于波先生，1979 年出生，会计学学士，历任海航集团有限公司计财部副总经理；海航物流有限公司计财部总经理；海航航空控股有限公司财务部总经理；海航集团有限公司计财部总

经理；海航实业集团有限公司创新首席执行官、投资总裁、创新总裁；海航投资控股有限公司副董事长、首席执行官、董事长；北京海航金融控股有限公司董事长；2016 年 4 月被选举为公司执行董事长。2016 年 8 月至今，担任公司董事长。

总裁戴美欧先生，1980 年出生，本科学历。历任海航集团有限公司证券业务部副总经理、海航实业集团有限公司证券业务部总经理、海航集团有限公司证券部总经理。2016 年 2 月至今，担任公司总裁。

总体看，公司高级管理人员变动较大，但主要是为了适应公司业务转型的需求，管理制度进行了进一步的完善。

五、经营分析

1．经营概况

自 2013 年下半年公司确定将从单一房地产开发业务转型至金融投资控股平台的发展战略以来，公司持续落实战略转型。2015 年，公司转让 9 家子公司股权，房地产开发业务规模明显下降；2016 年，公司在维持存量房地产开发项目的基础上，开始不断落实基金、养老等领域的工作计划。

2016 年，公司实现营业收入 2.87 亿元，同比下降 76.72%，主要系房地产结转收入大幅减少所致。2016 年，公司实现净利润-4.78 亿元，同比下降 316.00%，主要系公司房地产销售收入大幅下降、财务费用增加以及资产减值损失大幅增加的共同影响所致。

公司各主营业务板块收入占比变动较大。2016 年，公司物业管理及房地产出租全部剥离完毕，不再产生营业收入；房产销售收入同比下滑 77.80%，主要系公司正处于业务转型期，不再新增房地产项目所致，但仍然为占比最高的板块；基金管理费及养老服务收入为 0.30 亿元，同比增长 321.05%，主要系公司基金管理规模不断扩大所致；此外，矿石业务仅实现收入 17.45 万元，同比下滑 99.13%，主要系控股子公司淄博嘉丰矿业有限公司（以下简称“嘉丰矿业”）接到当地政府通知，要求停产对地下采空区进行治理，恢复生产时间尚不确定所致，具体情况如下表所示。

表 1　公司 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 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
房产销售	115,380.08	93.70	21.21	25,616.70	89.36	34.37	75.24	7.27	0.36
物业管理	4,107.92	3.34	14.41	--	--	--	--	--	--
房地产出租	922.00	0.75	80.94	--	--	--	--	--	--
矿石	2,004.00	1.63	13.00	17.45	0.06	-17.49	--	--	--
基金管理费及养老服务	720.63	0.59	87.70	3,034.22	10.58	88.81	960.13	92.73	50.62
合计	**123,134.63**	**100.00**	**21.69**	**28,668.37**	**100.00**	**40.09**	**1,035.37**	**100.00**	**47.20**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，受结转项目不同影响，公司房地产销售业务毛利率由 21.21%上升至 34.37%；公司矿石业务受停产的影响，毛利率为-17.49%；公司于 2015 年新增的基金管理费及养老服务业务毛利率为 88.81%，较上年增长 1.11 个百分点，但基本保持稳定。受上述因素综合影响，公司主营业务毛利率由 2015 年的 21.69%上升至 40.09%。

2017 年 1~3 月，公司业务转型效果进一步凸显，房地产销售收入仅为 75.24 万元（占比下滑至 7.27%），且毛利率大幅下滑至 0.36%，主要系地产基本无结算所致；基金管理费及养老服务实现收入 960.13 万元（占比大幅增长至 92.73%），但毛利率下滑至 50.62%，主要系公司 2016 年新

增养老业务项目，于 2016 年 12 月开业，前期实现收入较少、摊销成本较大所致。受上述因素的影响，2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.10 亿元，实现净利润 0.47 亿元，开始实现盈利。

总体看，目前公司积极进行业务转型，收入结构调整明显，预期公司房地产结转收入持续大幅下降，投资业务开始贡献收入和利润。未来，公司将以投资业务为主。

2．房地产业务

2015 年，公司持续收缩房地产业务，转让多家子公司股权，并不再新增传统房地产开发项目，未新增土地储备。该事项导致公司目前持有房地产开发项目较少，仅包括上海前滩项目、天津亿城堂庭两个项目。

（1）项目开发情况

截至 2017 年 3 月底，公司期末在建面积为 9.28 万平方米，即上海前滩项目；天津亿城堂庭项目已于 2015 年竣工，但 2016 年公司仍支付了部分工程款尾款。目前，天津项目处于在售状态，上海项目预计将于 2017 年下半年开始预售，可以实现部分资金回笼，具体情况如下表所示。

表 2　公司 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月主要项目开发数据情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
房地产开发完成投资额	8.76	4.10	1.46
竣工面积	26.78	0.00	0.00
期末在建面积	9.28	9.28	9.28

资料来源：公司提供
注：由于动态调整，公司期末在建面积可能与实际情况略有差异。

从公司项目的资金需求来看，截至 2017 年 3 月底，公司持有的天津亿城庭堂项目和上海前滩项目预计总投资合计 86.83 亿元，已投资 68.24 亿元，尚需投资 18.59 亿元。具体来看，公司 2017 年 4~12 月尚需投资 7.40 亿元，2018~2019 年分别需要投资 10.01 亿元和 1.19 亿元。整体上看，公司面临的投资压力不大。

表 3　截至 2017 年 3 月底公司持有项目投资情况（单位：万元）

项目名称	类型	总投资	截至 2017 年 3 月底已投资情况	未来投资情况		
				2017 年 4~12	2018 年	2019 年
天津亿城堂庭	城市综合体（住宅+写字楼+商业）	518,714.43	452,679.31	22,449.72	37,685.40	5,900.00
上海前滩	综合体（住宅+写字楼）	349,612.57	229,685.59	51,524.31	62,402.67	6,000.00
合计	--	**868,327.00**	**682,364.90**	**73,974.03**	**100,088.07**	**11,900.00**

资料来源：公司提供

总体看，随着项目转让，公司在建面积规模较小；公司持有项目尚需投入一定的资金，但考虑到公司目前的资金状况以及 2017 年下半年开始预售的情况，其面临的资金支出压力不大。

（2）项目销售情况

2016 年，由于公司主要是在消耗存量库存，未新增房地产业务，因此公司签约销售面积和金额均呈现大幅下降态势；销售均价由 13,682.49 元/平方米增长至 15,805.70 元/平方米，主要系 2016 年房地产市场销售火爆所致。从结转情况来看，2016 年公司结转收入和结转面积均呈现大幅下降，体现了公司业务转型的发展战略，具体情况如下表所示。

表 4　2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司房地产销售数据（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
签约销售面积	6.11	1.33	--
签约销售金额	8.36	2.56	0.01
销售均价	13,682.49	15,805.70	--
结转收入面积	7.84	1.33	--
结转收入	11.54	2.56	0.01

资料来源：公司提供
注：2017 年 1~3 月公司签约销售面积及结转收入面积过小，不再列示

从公司可售项目情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司尚有待售面积 19.66 万平方米，全部分布在天津市和上海市，去化压力不大，具体情况如下表所示。

表 5　截至 2017 年 3 月底公司持有房地产项目销售数据（单位：平方米、元/平方米）

序号	项目名称	可售面积	已售面积	总待售面积	销售单价
1	天津亿城堂庭	33.13	19.66	13.47	1.56
2	上海前滩项目	6.19	0.00	6.19	9.00
合计		**39.32**	**19.66**	**19.66**	--

资料来源：公司提供

总体看，伴随公司对房地产业务的收缩，2016年结转收入明显下降；公司持有的项目尚有一定规模的待售面积；同时，项目分布在天津市和上海市，去化压力不大。

3．基金投资和养老业务

2016 年，公司继续大力拓展基金业务，并深耕养老等产业投资，以期推进公司业务转型。但受制于该板块尚处于前期发展阶段，2016 年，公司实现基金管理费及养老服务收入 3,034.22 万元，规模仍然较小。

（1）金融业务

在金融业务方面，公司在公募基金和私募基金方面进行持续拓展，并与成熟基金进行合作。

公募基金方面，公司与渤海国际信托有限公司（以下简称“渤海信托”）、袁长安共同组建公募基金公司本源基金管理有限公司（以下简称“本源基金”）。2016 年 11 月 4 日，公司同意本源基金主要发起人由渤海信托变更为航海资本集团股份有限公司；此次变更中公司及袁长安的持股比例及金额不变。截至目前，本源基金仍然正在推进公募基金的审批工作。

私募基金方面，公司不断探索基金的运作模式。一方面，公司通过提升自身旗下基金管理公司管理能力，成立基金对外寻求更为广泛的合作主体与合作空间；另一方面，公司以自身或成立的基金为主体，寻求优质投资项目标的。在继 2015 年 7 月铁狮门基金一期投资后，公司于 2016 年再次与铁狮门基金合作形成双 GP（即：一般合伙人）共同管理铁狮门二期基金，并于 2016 年 2 月与关联方海航美洲置业有限责任公司进行了铁狮门基金二期投资，总投资规模约 2.7 亿美元；公司与恒泰证券按 49%及 51%比例合资成立的恒泰海航（北京）投资管理有限公司，作为基金管理人于 2016 年 1 月发行了“恒泰浩睿—海航浦发大厦资产支持专项计划”类 REITs 项目。从基金管理规模来看，截至 2016 年底，公司基金管理规模已达 79 亿元，其中国内基金管理规模 42 亿元，国外基金管理规模 37 亿元。

此外，公司于 2017 年 3 月 20 日与 AEP INVESTMENT MANAGEMENT PTE. LTD.（以下简称“AEPIM”）签署了《海航投资集团股份有限公司与 AEP INVESTMENT MANAGEMENT PTE.

LTD.关于 HNA-AEP REIT MANAGEMENT PTE. LTD.的合作框架协议》。根据协议约定，双方希望通过新加坡注册的管理公司以双方约定方式开展管理业务。若最终合作成功，公司将拥有新加坡 REITs 管理平台，从而实现国内类 REITs 与国外 REITs 平台的双轮驱动。

（2）养老等产业投资

2015 年 10 月 30 日，公司全资子公司北京养正投资有限公司（以下简称“北京养正”）与北京海韵假期体育健身有限公司签订了《北京石景山海航酒店项目租赁协议》，北京养正租赁北京海韵拥有的北京石景山海航酒店及其附属物，租期 20 年，用于北京地区养老产业运营。公司石景山养老项目已于 2016 年 12 月正式开业，正式将公司自营养老品牌“和悦家”推向市场。

2016 年 11 月 4 日，公司全资子公司北京养正与欧葆庭（上海）企业管理咨询有限公司签署了《合作备忘录》。根据许可协议的条款和条件，欧葆庭集团或欧葆庭集团的子公司同意授予所有项目使用“ORPEA”和“欧葆庭”品牌的权利，双方同意合作项目的标识、标志等将冠以“海航欧葆庭”或“HNA—ORPEA”等类似名称。

总体看，公司积极布局基金投资和养老产业投资业务，但处于前期发展阶段，尚未贡献大规模盈利。

4．重大事项

非公开发行股票

根据公司 2016 年 5 月 14 日披露的《非公开发行股票预案（修订稿）》，公司拟向包括控股股东海航资本在内的符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、其他境内法人投资者和自然人等不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过 132,936.21 万股[1]（含 132,936.21 万股）A 股普通股股票，预计募集资金不超过 522,439.31 万元（含发行费用）。其中，控股股东海航资本以现金和持有的华安保险 12.5%的股权认购，认购金额不低于 420,000 万元；发行后海航资本的持股比例将超过 40%，仍为公司的控股股东。扣除发行费用后，公司拟将募集资金用于以下项目：使用 229,961.55 万元收购华安财产保险股份有限公司（以下简称“华安保险”）19.643%股权；使用 292,477.76 万元用于收购北京新生医疗投资管理有限公司（以下简称“新生医疗”）100%股权。此外，公司于 2015 年 12 月 8 日召开第七届董事会第九次会议，审议通过了关于公司与海航酒店控股签订附条件生效的股份转让协议之补充协议（二）的议案，同意公司以自有资金先行收购海航酒店控股所持有的华安保险 7.143%股权，公司已于 2015 年 12 月 30 日向海航酒店控股支付了收购华安保险 7.143%股权的价款。本次非公开发行募集资金到位后，公司将以本次非公开发行募集资金置换用以先行支付华安保险 7.143%股权价款的自有资金。本次非公开发行如果能顺利完成，新生医疗将成为公司全资子公司，纳入公司合并报表范围；华安保险成为公司的参股子公司。

华安保险成立于 1996 年 10 月 21 日，注册资本为 21 亿元，其中海航资本持有其 12.50%股权。华安保险的主营业务为经营机动车保险、各种财产险、责任险、信用保证险、意外伤害险和短期健康险等保险业务。2016 年，华安保险实现保险收入 97.70 亿元，以机动车辆及第三者责任险收入为主。截至 2016 年底，华安保险总资产 141.25 亿元，所有者权益 48.69 亿元；2016 年全年实现净利润 2.92 亿元。

新生医疗成立于 2009 年 4 月，目前主要从事物业出租业务，出租对象专门针对医疗行业的医

[1] 根据公司 2016-045 号公告，由于公司 2016 年 6 月 22 日实施了 2015 年年度权益分派，公司 2015 年非公开发行 A 股股票发行底价由 3.93 元/股调整为 3.91 元/股；同时，公司 2015 年非公开发行 A 股股票的发行数量由不超过 132,936.21 万股（含）调整为不超过 133,616.19 万股（含）。公司 2015 年非公开发行 A 股股票的拟募集资金总额不变，为不超过 522,439.31 万元。

院、体检中心、医疗护理机构等医疗机构，新生医疗通常通过招商、广告宣传等方式获取客户。截至 2016 年底，新生医疗总资产 20.57 亿元，所有者权益 20.46 亿元；2016 年全年实现营业收入 1.31 亿元，实现净利润 0.86 亿元。

2016 年 5 月 20 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票申请进行了审核。根据审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请已获审核通过。但公司目前尚未收到中国证监会的书面核准文件，该事项存在一定的不确定性。

总体看，华安保险目前具有较好的盈利能力，参股华安保险将丰富公司的业务板块和商业模式，增加其收入来源；新生医疗所涉行业作为国家鼓励发展的产业，未来发展前景看好；未来若本次非公开发行股票成功，公司业务将呈现多元化发展的良好局面，抵御单一行业风险的能力也将明显提升，但该事项能否顺利实施存在一定的不确定性。

5．经营关注

（1）房地产业务规模收缩，矿石业务恢复生产时间待定

目前，公司积极进行战略转型，不再新增房地产业务，结转收入规模大幅下降；矿石业务被当地政府要求停产，目前正在编制并完善治理方案，尚不能确定恢复生产时间。

（2）拟投资业务对公司的利润贡献尚具有不确定性

公司拟通过非公开发行股票募集资金投资于保险以及医疗物业租赁领域，但目前尚未取得证监会的书面核准文件。其中，公司拟投资的新生医疗估值较高，收入和利润规模均较小；从短期看，相对于收购价款，该项目可能存在投资回报率低的风险，未来其对公司业务的贡献度尚具有不确定性。

（3）业务转型风险

公司目前处于业务转型期，基本已剥离原有的房地产业务，正在向金融投资控股平台进行业务转型，存在一定的转型失败风险。

6．未来发展

随着基金、产业投资业务的开展和非公开发行工作的持续推进，公司的发展方向、工作思路、业务模式日益清晰，金融投资平台初具雏形。一方面加快存量房地产业务的去存化；另一方面，继续深耕基金管理与投资，致力于打造境内外 REITs 平台双轮动发展；此外，公司在养老产业方面，继续深耕自有养老品牌，积极与相关合作方进行项目遴选、项目筹划、养老服务与管理等方面的多维度深层次合作。

2017 年，就天津亿城堂庭项目，公司会根据剩余酒店式公寓、写字楼、商业综合体等非住宅商品楼的行业与市场特点，进行综合考虑加速库存去化工作；就上海前滩项目，公司将在严格遵守政府房地产调控政策基础上，积极推进楼盘预售工作，实现收益及现金流回笼，从而为对外投资、基金等工作实施储备资金基础。

公司将开拓基金、保险等金融分支领域，并寻求大健康、物流、养老等朝阳产业的投资机会，形成多业并举、互为支撑、联动发展的业务格局，使多元化产业投融资成为公司主要业务及利润增长点，推动公司完成战略转型。

总体看，公司转型目标清晰、定位合理，具体实施策略切实可行。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2017 年一季度的财务报表未经审计。在合并范围变化方面，公司新设 3 家子公司。公司合并范围变动不大且主要为新设公司，财务数据的可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 88.98 亿元，负债合计 45.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 39.68 亿元。2016 年，公司实现营业收入 2.87 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.78 亿元，其中归属于母公司净利润-4.35 亿元；经营活动现金流量净额为 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.50 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 98.81 亿元，负债合计 54.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.16 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.10 亿元，净利润（含少数股东损益）0.467 亿元，其中归属于母公司净利润 0.473 亿元；经营活动现金流量净额为-1.37 亿元，现金及现金等价物净增加额为 10.30 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 88.98 亿元，较年初小幅增长 1.53%，主要系公司非流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 66.15%和 33.85%，流动资产占比大幅下降。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 58.86 亿元，较年初减少 25.28%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款和其他流动资产减少的共同影响所致，主要由货币资金（占 29.50%）、预付款项（占 5.10%）和存货（占 64.57%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 17.36 亿元，较年初减少 16.71%，主要系公司融资规模下降所致；货币资金以银行存款为主，其他货币资金为 183.77 万元，全部为矿山地质环境治理恢复保证金。截至 2016 年底，公司预付款项为 3.00 亿元，较年初减少 73.63%，主要系 2015 年公司预付海航酒店控股集团有限公司收购华安保险 7.143%股权的股权转让款于 2016 年转入长期股权投资所致；预付款项中 2.96 亿元为公司于 2011 年向大连市土地储备中心交付的预付土地出让保证金，但因政府原因相关手续尚未完成，收回该笔款项时间不确定。截至 2016 年底，公司其他应收款为 0.38 亿元，较年初下降 92.68%，主要系公司收到海航资产管理集团有限公司支付的股权转让款 4.97 亿元所致；截至 2016 年底，公司存货账面价值为 38.01 亿元，较年初下降 0.56%，基本保持稳定，主要由开发成本（上海前滩项目，21.81 亿元）和开发产品（天津亿城堂庭项目，16.20 亿元）构成，未计提跌价准备。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 30.12 亿元，较年初增长 240.03%，主要系长期股权投资和其他非流动资产的增加所致，主要由可供出售金融资产（占比 13.36%）、长期股权投资（占比 67.12%）和其他非流动资产（占比 17.93%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产合计 4.02 亿元，按照成本计量，较年初未发生变化。截至 2016 年底，公司长期股权投资合计 20.21 亿元，较年初大幅增长 3,247.68%，主要系公司增加对华安保险（4.97 亿元）及 438-444 Eleventh Avenue HNA JV, L.P（11.24 亿元）投资所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 5.40 亿元，较年初大幅增长 5,300.00%，主要系公司按照 2015 年与上海国际信托有限公司等签署的《合作框架协议》，于 2016 年认购了“上海信托-亿城上海股权投资集合资金信托计划”B 类信托份额 5.30 亿元所致。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 34.09 亿元，占比为 38.32%，受限比例较高。其中，受限

的货币资金为183.77万元，受限的存货为25.73亿元，受限的长期股权投资为8.35亿元。

截至2017年3月底，公司资产合计98.81亿元，较年初增长11.05%，主要系公司取得贷款使得货币资金大量增加所致；其中，流动资产占比 71.18%，非流动资产占比 28.82%，流动资产占比有所提高。

总体看，2016年，公司处于业务转型期，资产规模基本保持稳定；其中，公司货币资金充足，存货质量较好。但需要注意的是，公司受限资产比例较高。

3．负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债规模为45.49亿元，较年初增加5.00%；其中，流动负债和非流动负债的占比分别为15.58%和84.42%，非流动负债占比大幅提高。

截至2016年底，公司流动负债合计7.09亿元，较年初减少69.99%，主要系公司偿还短期借款以及一年内到期借款大幅减少的共同影响所致，主要由应付账款（占比59.25%）和一年内到期的非流动负债（35.83%）构成。截至2016年底，公司应付账款为4.20亿元，较年初减少17.19%，主要系公司房地产业务缩减使得应付工程款减少所致；截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债为2.54亿元，较年初减少74.60%，主要为即将到期的长期借款。

截至2016年底，公司非流动负债合计38.40亿元，较年初增长94.92%，主要系长期借款和长期应付款的增加所致，主要由长期借款（占比44.45%）、应付债券（占比41.49%）和长期应付款（占比14.06%）构成。截至2016年底，公司长期借款为17.07亿元，较年初增长360.13%，主要系公司取得上海国际信托有限公司13.13亿元借款所致，其中2019年到期部分占比76.92%，有一定的集中到期风险；截至2016年底，公司应付债券为15.93亿元，较年初增长0.25%。主要系15海投债（将于2018年到期）摊销所致；截至2016年底，公司长期应付款为5.40亿元，较年初增长 5,300.00%，主要系公司认购的“上海信托-亿城上海股权投资集合资金信托计划”B 类信托份额5.30亿元尚未支付所致。

截至2016年底，公司全部债务合计35.64亿元，较年初下降4.87%，主要系公司偿还短期债务所致；其中，短期债务合计2.54亿元，占比7.13%（较年初下降40.29个百分点），短期债务占比大幅下降。截至2016年底，公司资产负债率为51.13%，较年初增长1.69个百分点；全部债务资本化比率为45.04%，较年初下降0.77个百分点；长期债务资本化比率为43.22%，较年初增长12.44个百分点，公司债务负担略有下降，仍处于适宜水平，债务结构得到明显改善。

截至2017年3月底，公司负债合计54.88亿元，较年初增长20.64%，其中流动负债占比8.32%，流动负债占比进一步降低；公司全部债务合计50.31亿元，较年初增长41.16%，主要系公司长期借款增加所致。截至2017年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为55.54%、53.39%和53.39%，分别较年初增长4.41个百分点、8.34个百分点和10.17个百分点，债务负担有所增加。

总体看，公司负债主要为有息债务，债务负担有所提高，有一定的集中偿还压力。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计43.49亿元，较年初减少1.87%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占91.25%。归属于母公司所有者权益中，股本占36.04%、资本公积占5.08%、盈余公积占7.76%、未分配利润占50.58%，未分配利润占比较大。

截至2017年3月底，公司所有者权益为43.93亿元，较年初增长1.02%，主要系未分配利润

略有增加所致；所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益变化不大，未分配利润所占比重较大，权益稳定性一般。

4．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 2.87 亿元，同比下降 76.72%，主要系房地产结转收入大幅减少所致；实现净利润-4.78 亿元，同比下降 316.00%，主要系公司房地产销售收入大幅下降、财务费用增加以及资产减值损失大幅增加的共同影响所致。

资产减值损失方面，2016 年，公司确认资产减值损失 3.82 亿元，同比增长 2,162.37%，对公司利润水平影响较大，主要为控股子公司淄博嘉丰矿业有限公司于 2016 年接到当地政府通知，要求停产对地下采空区进行治理，待采空区整治完成并经专家验收合格后方可恢复生产，截至 2016 年底，尚不能确定恢复生产时间，故对与采矿生产相关的固定资产、在建工程及无形资产采矿权全额计提减值准备所致。投资收益方面，2016 年，公司确认投资收益 0.27 亿元，同比减少 93.89%，主要系上期处置大量长期股权投资而本期未发生所致，2016 年对公司利润影响水平不大。

期间费用方面，2016 年，公司期间费用合计 2.10 亿元，同比增长 16.17%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用为 0.13 亿元，同比减少 60.53%，主要系 2015 年公司转让 8 家房地产项目公司，本期在售项目减少，相应营销推广费用、人工费用及行政费用减少所致；管理费用为 0.78 亿元，同比减少 22.72%，原因同上；财务费用为 1.19 亿元，同比增长 157.57%，主要系项目完工后本期利息支出计入财务费用以及本期计提债券利息较上期增加所致。受收入规模大幅下降的影响，2016 年公司费用收入比为 73.22%，较上年增长 58.54 个百分点。

受公司结转项目不同使得房地产业务毛利率有所增加，以及毛利率水平较高的基金管理费及养老服务业务占比大幅增加的共同影响，2016 年，公司营业利润率为 34.18%，较上年增加 24.75 个百分点。2016 年，公司总资本收益率和总资产报酬率分别为-4.05%和-3.59%，分别较上年下降 7.96 个百分点和 8.43 个百分点；净资产收益率为-10.88%，较上年下降 15.98 个百分点，均呈现下降态势，原因与经营概况部分亏损原因一致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.10 亿元，同比减少 92.05%，主要系房地产业务逐步缩减所致；实现净利润 0.47 亿元，同比增长 1,050.20%，主要系业务转型使得业务毛利率增加所致。

总体看，伴随公司业务转型，收缩房地产业务，但投资业务尚未贡献大规模盈利，2016 年公司营业收入有所下滑；受营业收入下滑、财务费用增加以及 2016 年确认资产减值损失的共同影响，公司出现亏损，但 2017 年一季度公司扭亏为盈。

5．现金流

2016 年，由于公司房地产业务规模不断缩减，经营活动现金流入仅为 4.57 亿元，同比下滑 68.82%；经营活动现金流出仅 4.11 亿元，同比下滑 65.46%。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.46 亿元，同比减少 83.31%。

2016 年，公司投资活动现金流入为 8.13 亿元，同比增长 38.13%，其中收回工银瑞信投资睿尊现金保本 9 号专项资产管理计划为 3.00 亿元，收回上年转让子公司剩余股权价款为 4.97 亿元；投资活动现金流出为主 12.54 亿元，同比减少了 7.50%，主要为认购 B 类信托支付的 5.30 亿元以及投资铁狮门项目合作基金支付的 6.80 亿元。公司投资活动产生的现金流量由净流出 7.67 亿元减少为净流出 4.41 亿元。

公司 2016 年筹资活动现金流入 22.38 亿元，同比减少 24.40%，主要系公司处于转型期，原房地产业务支出压力大幅减少且新业务尚未完全展开所致；筹资活动现金流出 20.88 亿元，同比增

加 48.33%，主要系公司偿还债务增加所致。2016 年，公司筹资活动现金净流入 1.50 亿元，同比减少 90.32%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额年为-1.37 亿元，同比下降 482.94%；投资活动产生的现金流量净额为 2.64 亿元，同比增长 162.34%；筹资活动产生的现金流量净额为 9.03 亿元，同比增长 321.27%。

总体看，2016 年，受房地产业务萎缩的影响，公司经营活动现金流规模呈大幅减少态势；投资活动依旧呈现净流出状态；公司仍有一定的融资需求。

6．偿债能力

短期偿债能力方面，2016 年公司流动比率和速动比率分别由 2015 年的 3.34 倍和 1.72 倍上升为 8.30 倍和 2.94 倍，主要系短期债务减少所致。截至 2016 年底，公司现金短期债务比为 6.84 倍，较 2015 年底增长 5.66 倍，公司现金对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2016 年公司 EBITDA 为-3.12 亿元，由正转负，主要系公司利润总额亏损所致；其中，利润总额为-4.69 亿元、计入财务费用的利息支出为 1.52 亿元、折旧和摊销合计为 0.05 亿元。2016 年，公司 EBITDA 全部债务保护倍数由上年的 0.11 倍下降至-0.09 倍；EBITDA 利息保护倍数由上年的 1.77 倍下降至-1.64 倍，主要系公司 2016 年亏损所致。整体看，EBITDA 对利息及全部债务的保障能力有所恶化。

截至 2017 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2017 年 3 月底，公司无对合并范围外公司的担保事宜。

截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信合计 33.49 亿元，尚未使用的授信额度为 16.42 亿元，公司间接融资渠道良好；同时，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心查询信息（机构信用代码：G1021020200115660W），截至 2016 年 4 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力强，但长期偿债能力有待提升。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 27.66 亿元，约为“15 海投债”本金（16.00 亿元）的 1.73 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 43.93 亿元，约为“15 海投债”本金合计（16.00 亿元）的 2.75 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 海投债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为-3.12 亿元，约为“15 海投债”本金合计（16.00 亿元）的-0.19 倍，公司 EBITDA 对“15 海投债”本金的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 4.57 亿元，约为“15 海投债”本金合计（16.00 亿元）的 0.29 倍，公司经营活动现金流入量对“15 海投债”的覆盖程度较弱。

综合以上分析，并考虑到公司的资产状况、金融投资平台转型等有利因素，公司对“15 海投债”的偿还能力较强。

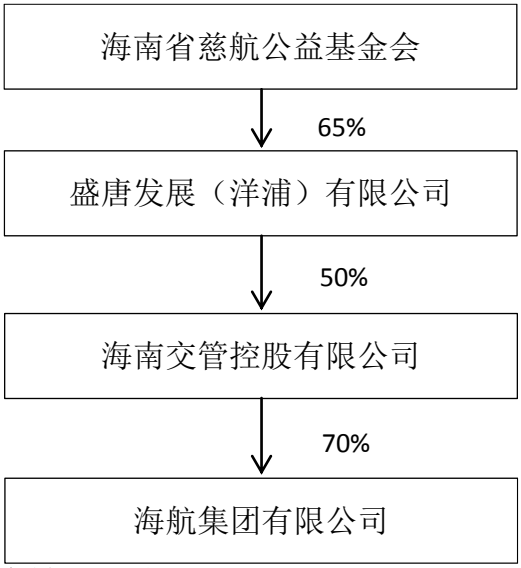
八、债权保护分析

“15 海投债”由海航集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

1．海航集团概况

海航集团前身系由海南海航飞机维修公司、海南琪兴实业投资有限公司、海南祥云实业开发有限公司、海南省财政税务厅共同发起设立的海南海航控股有限公司，初始注册资本为人民币1.0080 亿元人民币。后经多次股权转让、增资及更改名称等，2016 年海航集团合计申请新增注册资本 488.48 亿元，截至 2016 年底，海航集团注册资本为 600.00 亿元。其中，海南交管控股有限公司持股比例为 70%，洋浦建运投资有限公司持股比例为 30%；海航集团的控股股东为海南交管控股有限公司，实际控制人为海南省慈航公益基金会。

图 2　截至 2016 年底海航集团股权结构和实际控制关系图



资料来源：海航集团提供

海航集团经营范围为：航空运输及机场的投资与管理；酒店及高尔夫球场的投资与管理；信息技术服务；飞机及航材进出口贸易；能源、交通、新技术、新材料的投资开发及股权运作；境内劳务及商务服务中介代理。2016 年，海航集团经营范围未发生变化。

截至 2016 年底，海航集团合并资产总额 10,154.99 亿元，负债总额 6,034.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）4,120.27 亿元，其中归属母公司所有者权益 847.22 亿元。2016 年，海航集团实现合并营业收入 1,955.69 亿元，净利润 46.63 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 14.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 505.18 亿元，现金及现金等价物净增加额 591.00 亿元。

2．海航集团经营情况

海航集团以航空运输为基础，同时发展商业销售、旅游服务、物流运输、房地产开发和金融服务等相关产业，毛利润主要来自航空运输、商业零售、房地产开发、物流运输和金融服务等。2016 年，伴随着新增合并 Avolon Holdings Limited（以下简称“Avolon”）、Ingram Micro Inc（以下简称“英迈国际”）等公司以及自身业务规模的增加，海航集团实现营业总收入 1,955.69 亿元，同比大幅增长 93.75%；实现净利润 46.63 亿元，同比增长 51.33%，增速慢于营业收入增长速度，主要系营业外收入减少及营业外支出增加的共同影响所致。

从收入构成来看，航空运输、机场服务、旅游酒店、商业零售、物流、金融服务及房地产业

务仍是海航集团主业，但 2016 年新增了电子产品分销业务。其中，受海航集团飞机运力增加以及 2016 年合并扬子江航空股份有限公司（以下简称“扬子江航空”）的共同影响，航空运输业务收入由 212.51 亿元升至 263.96 亿元；房地产业务收入由 114.33 亿元下降至 79.09 亿元，主要系结转面积下降所致；物流运输业务收入由 118.92 亿元增长至 293.05 亿元，主要系子公司上海尚融供应链管理有限公司（以下简称“尚融供应链”）与中石油、中石化等大型企业建立合作关系使得业务规模扩张所致；金融服务业务收入由 172.53 亿元增长至 319.45 亿元，主要系 2016 年海航集团子公司渤海金控股份有限公司（以下简称“渤海金控”）将世界第 11 大航空租赁公司 Avolon 纳入合并范围所致；2016 年，海航集团新增飞机销售业务，实现收入 79.50 亿元，主要系海航集团将该部分收入由金融服务业务重分类至飞机销售业务所致；2016 年，海航集团新增电子产品分销业务，实现收入 355.87 亿元，主要系海航集团子公司天津天海投资发展股份有限公司收购了全球最大的 IT 产品分销商和供应链服务商英迈国际所致，具体情况如下表所示。

表 6　2015~2016 年海航集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机场服务	11.04	1.16	36.70	19.28	1.05	35.70
航空运输	212.51	22.33	21.10	263.96	14.42	19.70
房地产	114.33	12.01	22.50	79.09	4.32	35.70
酒店餐饮	116.99	12.29	58.50	126.81	6.93	45.40
旅游服务	81.72	8.59	13.30	106.24	5.81	11.90
商业零售	100.78	10.59	16.60	143.84	7.86	15.00
物流运输	118.92	12.50	19.90	293.05	16.01	16.30
金融服务	172.53	18.13	40.80	319.45	17.46	40.60
文化产业	4.09	0.43	20.60	6.77	0.37	35.80
网络信息	5.79	0.61	30.70	10.64	0.58	41.50
飞机销售	--	--	--	79.50	4.34	4.60
电子产品分销	--	--	--	355.87	19.45	6.90
其他版块	12.94	1.36	61.20	25.59	1.40	37.50
合计	**951.64**	**100.00**	**28.90**	**1,830.08**	**100.00**	**21.90**

资料来源：海航集团年报

2016 年，海航集团综合毛利率由上年的 28.90%下降至 21.90%，整体毛利率较上年下降 7 个百分点，主要系新增并购企业英迈国际所处行业毛利率水平较低所致。

总体看，2016 年，伴随合并范围的扩大及业务规模的扩张，海航集团收入规模明显增长；受新增并购企业所处行业平均毛利率水平较低的影响，海航集团整体毛利率水平有所下降。

（1）航空运输

海航集团航空运输业务板块主要由北京首都航空有限公司（以下简称“首都航空”）、天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）、西部航空有限责任公司（以下简称“西部航空”）和扬子江航空经营。2016 年，海航集团实现航空运输收入 263.96 亿元，较上年增长 24.21%，主要系合并扬子江航空所致；毛利率为 19.70%，较上年下降 1.40 个百分点，主要系航空油价上扬所致。

表 7　2015~2016 年海航集团下属成员航空公司情况

时间	2015 年	2016 年
飞机数量（架）	212	265
航线（条）	414	641
运输周转量（亿吨公里）	34.32	43.15
其中：客运周转量（亿人公里）	372.26	467.29
货邮周转量（亿吨公里）	1.51	1.63

资料来源：海航集团提供

2016 年 9 月，海南航空股份有限公司（以下简称“海南航空”）164.04 亿元非公开发行股票募集资金到位，用于引进 37 架飞机和收购天津航空 48.21%股权；2017 年 1 月，天津航空的股权购买完成交割，海南航空持有天津航空比例增加至 87.28%，海航集团不再将天津航空纳入合并范围，预计该部分收益将会体现在海航集团对海南航空的投资收益中，预计海航集团航空运输业务收入 2017 年将有所下降。

此外，海航集团于 2016 年底完成了对 Gategroup Holding AG（简称“瑞士航食”）98.06%的股权收购和对 SR TECHNICS HOLDCO 1 GMBH（简称“瑞航技术”）80%的股权收购，预计上述两家公司能够和海航集团的航空运输业务产生一定的协同效应。

（2）机场服务

海航集团的机场业务来自子公司海航机场集团有限公司（以下简称“海航机场集团”）下属的成员机场，由海航现代物流集团有限公司（以下简称“海航现代物流”）统一管理，股权将逐步划转至海航现代物流。截至 2016 年底，海航集团下辖 7 家成员机场，较上年底新增了营口蓝旗机场（于 2016 年 2 月通航）；其中，三亚凤凰国际机场为大型干线机场（由于该机场近年来持续处于超负荷运营状态，预计未来将在海上新建机场并进行整体搬迁），其他机场均为中小型支线机场，经营规模较小。此外，海航集团 2016 年还以管理输出的模式新增运营三家机场，分别为松原机场、巴中机场和三沙永兴机场，海航集团收取相应管理费用和政府补贴；截至 2016 年底，海航集团还参股海口美兰机场和博鳌机场，持股比例分别为 29.06%和 37.45%。

2016 年，海航集团机场服务业收入为 19.28 亿元，同比增长 74.66%，主要系 2016 年营业收入中包含了部分资产处置收入以及新开航线补贴增长的共同影响所致；毛利率水平基本保持稳定。2016 年，海航集团控股机场完成机场起降 14.74 万架次，旅客吞吐量和货邮吞吐量分别达 2,059.44 万人次和 11.68 万吨。

表 8　2015~2016 年海航集团下辖成员机场运营情况

指标	2015年	2016年	同比变化（%）
机场起降架次（万架次）	16.74	14.74	-11.95
旅客吞吐量（万人次）	1,880.46	2,059.44	9.52
货邮吞吐量（万吨）	11.55	11.68	1.13

资料来源：海航集团提供

（3）房地产

截至 2016 年底，海航集团房地产业务主要由海南海航基础设施投资集团股份有限公司（简称“海航基础”，证券代码 600515.SH）负责。目前，海航集团房地产业务主要的经营主体为海航基础，海航资管尚有部分的存量房地产开发项目。海航集团土地储备较为丰富，其中大部分位于海南省内，海南省经济发展和国际旅游岛建设规划的实施为该业务提供了较大的发展空间，但也使

该业务易受海南省经济发展及区域房地产市场波动的影响。

2016 年，海航集团支付 18.85 亿元土地出让金获得南海明珠二期 174.67 万平方米的土地；截至 2016 年底，海航集团土地储备面积为 335.99 万平方米，土地净值为 94.37 亿元，以住宅、商业用地为主。2016 年，海航集团新开工面积为 8.94 万平方米，竣工面积为 112.11 万平方米，销售面积为 134.75 万平方米。截至 2016 年底，海航集团在建项目共 29 个，其中海口 19 个、海南省除海口外项目 2 个、海南省外项目 8 个，预计总投资 716.81 亿元，已投资 226.29 亿元；拟建项目 3 个，预计总投资 18.65 亿元。海航集团中短期内房地产开发项目较多，存在一定资金压力。

受结转项目波动及所在区域的影响，2016 年，海航集团房地产业务实现收入 79.09 亿元，较上年下降 30.82%；毛利率为 35.70%，较上年增长 13.20 个百分点。

（4）酒店服务业

近年来，海航集团在酒店服务板块加大投资力度。2013 年 4 月，海航集团以 2.34 亿欧元获得西班牙 NH 酒店 20%的股份，成为其第二大股东，并在 2014 年 1 月进行了增持；2014 年 11 月，海航集团又购买了 NH 酒店 8.3%股份，持股比例升至 29.5%，成为其第一大股东，并于 2015 年纳入合并报表，但 2016 年基于海航集团收购卡尔森酒店集团的计划可能与 NH 酒店产生利益冲突的理由，NH 酒店股东大会投票表决免除海航酒店向 NH 酒店委派的 4 名董事的职务，海航集团丧失对 NH 酒店的控制权，并于 2016 年将 NH 酒店剔除合并范围。2016 年，海航酒店完成了对卡尔森酒店集团 100%股权、SAS Moorea Lagoon Resort95.24%股权以及 SociétéHôtelièreMotuOme’e SA 100%股权的收购。

截至 2016 年底，海航集团纳入合并范围的自营酒店共 23 家，较上年底无变化，其中，五星级酒店 11 家，四星级酒店 6 家；海航集团自营的酒店合计拥有客房 185,526 间，较上年增长 187.48%；全年合计总接待人数 3,476.66 万人次，较上年增长 1,822.51%；平均入住率为 68.28%，较上年增长 2.46 个百分点。受上述因素的综合影响，2016 年，海航集团酒店服务业务实现收入 126.81 亿元，同比增长 8.39%；毛利率为 45.40%，同比下降 13.10 个百分点，主要系为应对市场冲击，下调房间单价所致。

此外，2016 年，海航集团还收购了希尔顿全球酒店集团控股有限公司 25%的股权，交易总价约为 65 亿美元。

（5）金融服务业

海航集团金融业务主要包括租赁（飞机租赁、基础设施项目租赁和集装箱租赁等）及信托两大业务。

具体来看，飞机租赁业务主要由长江租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司、海航集团（香港）有限公司等子公司具体经营。2016 年 1 月，渤海金控以 25.55 亿美元完成对爱尔兰飞机租赁公司 Avolon 100%股权的收购，自有及管理机队规模超过 400 架，成为全球领先飞机租赁公司之一，为全球 36 个国家和地区的航空公司客户提供专业化飞机租赁服务；2016 年 8 月，渤海金控向 GECAS 收购 45 架附带租约的飞机租赁资产；截至 2016 年底，海航集团在手合同机队规模 594 架，已起租资产 1,038.72 亿元。2017 年 4 月，渤海金控通过 Avolon 完成对美国纽交所上市公司 CIT 下属商业飞机租赁业务 C2 Aviation Capital LLC（简称“C2 公司”）100%股权的收购，CIT 集团下属商业飞机租赁业务在全球处于领先地位，与全球约 50 个国家及地区超过 100 多家航空公司建立了良好的合作关系；交易完成后，渤海金控自有、管理及订单飞机合计达到近 900 架，服务于全球超过 150 个航空客户，已成为仅次于 GECAS 与 AerCap 的全球第三大飞机租赁公司。

基础设施项目租赁业务和集装箱租赁业务主要由渤海金控开展，截至 2016 年底，渤海金控应

收融资租赁款总额为 530.91 亿元。伴随渤海金控收购 Seaco 以及 Cronos 两大集装箱租赁平台，截至 2016 年底，渤海金控下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 合计持有集装箱 403 万 CEU（即 Car-Equivalent-Unit），全球市场占有率排名第二。

信托业务经营主体主要为渤海国际信托有限公司（以下简称“渤海信托”），截至 2016 年底，渤海信托资产规模达 85.62 亿元；2016 年，渤海信托实现营业收入 12.52 亿元、营业利润 8.54 亿元，加权年化信托报酬率为 0.33%。

表 9　2015~2016 年海航集团金融服务业务情况

业务类别		2015年	2016年
飞机租赁	在手合同机队规模（架）	225	594
	已起租资产（亿元）	434.00	1,038.72
渤海金控	应收融资租赁款（亿元）	423.14	530.91
渤海信托	信托资产规模（亿元）	2,161.73	3,463.77
	加权年化信托报酬率（%）	0.35	0.33

资料来源：海航集团提供

除了租赁及信托业务外，海航集团还通过入股渤海人寿、华安保险、参股联讯证券、认购 Sinolending 优先股等方式进入保险、证券及互联网金融等领域。

（6）商业零售业

2015 年 6 月，海航集团下属上市公司西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”）公告称，拟向特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过 132 亿元，用于购买海航商业控股及其他 36 名股东持有的供销大集控股有限公司（以下简称“供销大集控股”）100%股权；2016 年 9 月，西安民生完成收购供销大集控股的重大资产重组，从区域性传统商业企业转型为中国城乡商品流通综合服务运营商，并于 2017 年 2 月更名为供销大集集团股份有限公司（简称“供销大集”）。截至 2016 年底，海航集团全资或控股的商业公司共 27 家，商业营业面积为 99.42 万平方米，其中，自营面积 37.73 万平方米、合营面积 29.17 万平方米、出租面积 32.52 万平方米。

2016 年，海航集团商业零售业务实现营业收入 143.84 亿元，同比增长 42.73%，主要系西安民生与供销大集控股的重组完成所致；毛利率为 15.00%，同比下滑 1.60 个百分点，主要系近年来实体零售行业持续低迷所致。

2017 年 5 月，供销大集通过全资控股子公司供销大集控股以 6.40 亿港元收购中国顺客隆控股有限公司（以下简称“中国顺客隆”，证券代码：00974.HK）55.8%股权，上述收购有利于供销大集拓展珠三角区域的线下实体、线下配送以及电商服务。

（7）物流运输业

海航集团传统物流运输业务主要由海航现代物流负责管理。截至 2016 年底，海航集团下属物流运输企业主要包括尚融供应链和海航冷链控股股份有限公司（以下简称“海航冷链”，证券代码：831900.OC）。

尚融供应链目前主要通过资金垫付等方式为企业提供供应链金融服务，客户主要包括电缆、能源、农产品、铅蓄电池、建材、钢铁等行业企业。截至 2016 年底，尚融供应链资产规模为 104 亿元，负债规模 60 亿元；2016 年，尚融供应链实现营业收入 177 亿元，同比增长 164%，主要系 2016 年与中石油、中石化、天能集团等大型企业建立了合作关系所致。

海航冷链是冷链温控物流仓储、运输、配送及商贸供应链一体化运营服务商，拥有全球化的运输网络资源，为食品、药品、化工、农副产品等生产加工以及餐饮、商超、商贸等企业提供冷

链温控物流供应链一站式集成服务。海航冷链的收入来源包括物流服务、采购执行、冷链技术装备销售及延伸服务等。截至 2016 年底，海航冷链总资产为 27.09 亿元，2016 年，实现营业收入 14.06 亿元、净利润 1.03 亿元，分别较上年增长 757.91%和 433.75%。

2017 年 2 月，海航集团在西安成立海航现代物流产业集团，整合旗下航空货运、机场管理、仓储物流、物流金服和智慧物流资源。

（8）旅游业

2015 年以前，海航集团共拥有大新华运通国际旅行社有限公司（以下简称“大新华运通”）、北京凯撒国际旅行社有限责任公司（以下简称“凯撒国际”）、香港康泰旅行社有限公司（以下简称“香港康泰”）等 30 余家全资及控股旅行社。

2015 年 7 月，海航集团旗下上市公司易食集团股份有限公司（于 2015 年 10 月更名为海航凯撒旅游集团股份有限公司，以下简称“凯撒旅游”，股票代码：000796.SZ）重大资产重组事项获得中国证监会有条件审核通过，凯撒国际成为凯撒旅游的控股子公司，凯撒旅游成为海航集团及海航成员单位中从事旅行社业务及相关服务的唯一运营平台。此外，2015 年 11 月 24 日，海航旅游集团有限公司（以下简称“海航旅游集团”）宣布将以每股美国存托凭证（ADS）16.50 美元，即每股普通股 5.50 美元的价格认购途牛旅行网（简称“途牛”，NASDAQ:TOUR）发行的新股，该交易已于 2016 年 1 月底完成，海航旅游集团成为途牛第一大股东，持有其近 24%的股份，表决权比例为 17%。

截至 2016 年底，海航集团共有旅行社 52 家。2016 年，海航集团旅游服务接待总人数达 98.99 万人次；新开设分公司 11 家，新开设体验中心 82 家，在一、二线城市布局的基础上也逐渐开始向三、四线城市渗透。

（9）电子产品分销业

电子产品分销业务为海航集团 2016 年新增业务，运营主体为下属子公司天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”，证券代码：600751.SH）。2016 年 12 月 5 日，天海投资通过为新设子公司 GCL ACQUISITION, INC.以现金支付方式完成收购美国纽约证券交易所上市公司英迈国际 100%股权（已于收购完成后从美国纽约证券交易所下市），英迈国际成为天海投资的控股子公司，天海投资持股比例为 68.51%，并纳入合并范围。

英迈国际的主要业务包括 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链解决方案以及云服务。其中，IT 产品分销及技术解决方案是英迈最主要的服务，英迈国际每年从全球采购 IT 产品，覆盖上游超过 1,800 家供应商，采购以“先货后款”的结算方式为主，即收到供应商的发货单并审核通过后再行付款，然后通过销售代表和技术专家服务于全球 20 万余客户。

总体看，海航集团业务板块较多，收入来源丰富；2016 年，海航集团进行了较大规模收购和重大资产重组等事宜，收入规模明显增长。

3．海航集团财务分析

海航集团提供的 2016 年度财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。由于股权收购新增子公司和股权转让等原因，2016 年海航集团合并范围变化较大，财务报表的可比性一般。

截至 2016 年底，海航集团合并资产总额 10,154.99 亿元，负债总额 6,034.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）4,120.27 亿元，其中归属母公司所有者权益 847.22 亿元。2016 年，海航集

团实现合并营业收入 1,955.69 亿元，净利润 46.63 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 14.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 505.18 亿元，现金及现金等价物净增加额 591.00 亿元。

资产

截至 2016 年底，海航集团资产总额达到 10,154.99 亿元，较年初增长 116.66%，主要系非流动资产的增加所致。其中，流动资产占 37.07%，非流动资产占 62.93%。

截至 2016 年底，海航集团流动资产合计 3,764.79 亿元，较年初增长 95.54%，主要系应收账款和存货的增长所致；主要以货币资金（占 45.82%）、应收账款（占 14.95%）、其他应收款（占 5.36%）、存货（占 20.03%）和一年内到期的非流动资产（占 5.10%）为主。

截至 2016 年底，海航集团货币资金余额为 1,725.11 亿元，较年初增长 62.37%，主要系合并范围增加、母公司投资、少数股东投资、子公司定增及贷款增加的共同影响所致；其中，受到限制的货币资金为人民币 228.74 亿元，主要为定期存单质押给银行作为短期借款的担保、保证金和存放中央银行的法定准备金。截至 2016 年底，海航集团应收账款账面价值为 562.68 亿元，较年初增长 1,060.67%，主要系海航集团收购英迈国际所致；海航集团主要使用单项计提法，合计计提减值坏账准备 8.49 亿元；前五大合计占比 4.13%，极其分散。截至 2016 年底，海航集团其他应收款为 201.63 亿元，较年初增长 243.21%，主要系保证金增加、合并范围增加以及业务规模扩大所致，计提坏账准备 12.07 亿元。截至 2016 年底，海航集团存货账面价值为 754.11 亿元，较年初增长 109.24%，主要系合并范围增加所致，主要以库存商品和房地产开发产品为主，累计计提跌价准备 6.12 亿元；其中，因用于银行借款抵押而使用受限的存货占比为 45.61%。截至 2016 年底，海航集团一年内到期的非流动资产为 192.09 亿元，较年初增长 68.49%，主要系一年内到期的融资租赁应收款增加所致，其中一年内到期的长期应收款占比 92.86%。

截至 2016 年底，海航集团非流动资产合计 6,390.20 亿元，较年初增长 131.39%，主要系可供出售金融资产和固定资产的增加所致；主要以可供出售金融资产（占 30.87%）、长期应收款（占 6.07%）、长期股权投资（占 7.32%）、投资性房地产（占 6.49%）、固定资产（占 28.88%）和商誉（占 7.28%）为主。

截至 2016 年底，海航集团可供出售金融资产合计 1,972.51 亿元，较年初增长 1,389.57%，主要系海航集团对外投资增加以及购买理财产品增加所致，其中按照成本计量的为 1,360.07 亿元。截至 2016 年底，海航集团长期应收款为 387.61 亿元，较年初增长 21.01%，主要系海航集团融资租赁业务的发展所致。截至 2016 年底，海航集团长期股权投资合计 467.88 亿元，较年初增长 62.55%，主要系对外投资增加所致，其中有账面价值为 40.23 亿元的股权用于银行质押借款。截至 2016 年底，海航集团投资性房地产为 414.73 亿元，较年初增长 75.48%，主要系公允价值变动所致，其中采用公允价值法计量的投资性房地产占比 51.17%，其余采用成本法计量。截至 2016 年底，海航集团固定资产账面价值为 1,845.64 亿元，较年初增长 43.75%，主要系本期新增合并飞机租赁公司 Avolon Holdings Limited 使得合并范围扩大以及业务发展新购置飞机增加的共同影响所致，累计计提折旧 583.11 亿元，固定资产成新率为 75.84%。截至 2016 年底，海航集团商誉为 465.21 亿元，较年初增长 425.88%，主要系海航集团于 2016 年实现了非同一控制合并 Avolon、英迈国际、瑞士航食、卡尔森酒店集团等公司所致。

截至 2016 年底，海航集团所有权受到限制的资产合计 2,674.15 亿元，占总资产的 26.33%。其中，受限的货币资金 228.74 亿元、存货 343.98 亿元、固定资产 1,550.40 亿元、长期应收款 165.63 亿元、无形资产 19.22 亿元、投资性房地产 315.23 亿元、在建工程 7.83 亿元、长期股权投资 40.23 亿元，主要用以抵押或质押取得借款或保证金等。海航集团受限资产占比较高，流动性受到一定

限制。

总体看，2016 年，受大量收购公司的影响，海航集团资产规模增长较快，资产构成以非流动资产为主；流动资产中货币资金规模较大。但海航集团受限资产规模较大，整体资产质量一般。

负债与所有者权益

截至 2016 年底，海航集团负债合计 6,034.72 亿元，较年初增加 70.62%。其中，流动负债占比为 40.98%，非流动负债占比为 59.02%，负债结构以非流动负债为主。

截至 2016 年底，海航集团流动负债合计 2,472.77 亿元，较年初增长 74.35%，主要系短期借款和应付账款的增加所致；主要由短期借款（占 48.59%）、应付账款（占 21.96%）和一年内到期的非流动负债（占 10.75%）为主。截至 2016 年底，海航集团短期借款余额为 1,201.47 亿元（质押借款占比 19.82%、抵押借款占比 18.54%、保证借款占比 23.34%、信用借款占比 38.29%），较年初增长 52.60%，主要系海航集团新增项目贷款、并购贷款等融资增加所致；应付账款合计 543.07 亿元，较年初增长 667.98%，主要系海航集团新增合并英迈国际所致；一年内到期的非流动负债合计 265.78 亿元，较年初增长 35.58%，主要系合并范围的变动所致。

截至 2016 年底，海航集团非流动负债合计 3,561.95 亿元，较年初增长 68.12%，主要系长期借款和应付债券的增加所致；主要由长期借款（占 64.21%）、应付债券（占 25.98%）和长期应付款（占 5.22%）构成。截至 2016 年底，海航集团长期借款合计 2,287.05 亿元（未扣减一年呢哦到期的长期借款中，质押借款占比 24.36%、抵押借款占比 44.22%、保证借款占比 14.06%、信用借款占比 17.36%），较年初增长 56.68%，主要系海航集团新增项目贷款、并购贷款等融资增加以及合并范围的变动所致；应付债券余额为 925.54 亿元，较年初增长 91.40%，主要系海航集团本部及多家子公司发行企业债券、公司债券增加所致；长期应付款余额为 185.90 亿元，较年初增长 126.09%，主要系融资租入飞机等资产形成的融资租赁款。

截至 2016 年底，海航集团全部债务合计 4,935.11 亿元，较年初增长 59.83%；其中，短期债务和长期债务分别占 31.14%和 68.86%。截至 2016 年底，海航集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 59.43%、54.50%和 45.20%，分别较年初下降 16.04 个百分点、18.36 个百分点和 18.58 个百分点，均呈大幅下降态势，主要系 2016 年海航集团注册资本大幅增加所致。

2016 年，海航集团新增 108.90 亿元的永续债权益工具。若将其调整至长期债务，截至 2016 年底，海航集团全部债务合计 5,044.01 亿元，较年初增长 63.35%；其中，短期债务和长期债务占比分别为 30.46%和 69.54%。截至 2016 年底，海航集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.50%、55.70%和 46.65%，分别较年初下降 14.96 个百分点、17.16 个百分点和 17.14 个百分点。

截至 2016 年底，海航集团所有者权益合计 4,120.27 亿元，较年初增长 258.26%，主要系非公开发行股票完成 488.48 亿元的定增、发行 108.90 亿元的永续债权益工具以及少数股东权益大幅增加的共同影响所致。其中，归属于母公司所有者仅占 20.56%，具体来看，实收资本占 70.82%、其他权益工具占 12.85%、资本公积占 9.16%、未分配利润占 3.69%。海航集团的少数股东权益由 2015 年底的 924.92 亿元迅速扩张至 3,273.06 亿元，主要系 2016 年海航集团合并范围扩大，纳入合并范围控股公司增加所致。

总体看，受 2016 年海航集团非公开发行股票以及收购股权使得合并范围扩大的影响，海航集团所有者权益规模呈现快速增长；但考虑到少数股东权益规模较大，海航集团所有者权益稳定性较弱。

盈利能力

2016 年，伴随着新增合并 Avolon、英迈国际等公司以及自身业务规模的增加，海航集团实现营业总收入 1,955.69 亿元，同比大幅增长 93.75%，其中包括利息收入 14.82 亿元，手续费及佣金收入 110.79 亿元；实现净利润 46.63 亿元，同比增长 51.33%，增速慢于营业收入增长速度，主要系营业外收入减少及营业外支出增加的共同影响所致；受少数股东权益占比较高影响，归属于母公司所有者的净利润为 14.55 亿元，同比增长 80.58%。

2016 年，海航集团确认资产减值损失 16.05 亿元，同比大幅增长 141.47%，主要系合并范围增加所致；公允价值变动收益为 13.38 亿元，同比大幅增加 707.63%，主要系投资性房地产评估增值所致。海航集团投资参股企业众多，投资收益对其利润影响较大，2016 年确认投资收益 96.65 亿元，同比增长 104.45%，主要系处置海南海航国瑞投资开发有限公司股权、出售新光人寿保险以及权益法核算的投资收益较上年增加所致。此外，2016 年海航集团实现营业外收入 27.46 亿元，同比减少 5.59%，主要系债务重组利得减少所致，主要由航线补助等构成；营业外支出为 7.03 亿元，同比增长 74.18%。

从期间费用看，2016 年，海航集团期间费用为 481.15 亿元，同比增长 59.87%，主要系合并范围增加所致。其中，销售费用合计 41.13 亿元，管理费用合计 230.84 亿元，财务费用合计 209.18 亿元，同比分别减少 19.38%、增长 77.66%、增长 74.28%。2016 年，海航集团费用收入比为 26.29%，费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2016 年海航集团营业利润率为 22.48%，较上年减少 5.51 个百分点，盈利能力有所下降；总资本收益率和总资产报酬率分别为 3.67%和 3.64%，分别较上年减少 0.54 个百分点和 0.61 个百分点；净资产收益率为 1.77%，较上年降低 1.51 个百分点，盈利能力仍有待提高。

总体看，2016 年，受合并范围扩大以及自身业务规模扩张的影响，海航集团收入和利润均呈增长态势，但期间费用对利润侵蚀明显、公允价值变动和投资收益对利润影响较大、盈利能力对一定政府补助存在一定的依赖；此外，少数股东权益占比规模大，相应确认的少数股东损益规模大于归属于母公司的净利润。

现金流

从经营活动看，2016 年，海航集团经营活动现金流量净额为 505.18 亿元，同比增长 116.17%，主要系合并范围增加、业务规模扩大所致；其中，经营活动现金流入为 2,201.55 亿元，经营活动现金流出为 1,696.37 亿元。

由于海航集团持续对外投资，2016 年海航集团投资活动现金流量仍呈现净流出状态，净流出额为 3,333.97 亿元，净流出规模大幅扩大，主要系并购项目支付收购对价增加、固定资产投资增加以及对外权益增加所致。由于其投资规模很大，经营活动产生的现金流量无法满足投资需要，海航集团仍有较大的外部融资需求。

从筹资活动看，2016 年海航集团筹资活动现金流量净额为 3,425.95 亿元，较上年增长 430.79%，呈现大幅增长的态势，主要系本期并购项目配套贷款、发行公司债、母公司及少数股东投资资本以及子公司非公开发行股票增加所致。

总体看，海航集团经营性现金流量净额增长速度较快，但由于并购及投资需求较大，仍存在较大的外部融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年，海航集团流动比率和速动比率分别由 1.36 倍和 1.10 倍上升至 1.52 倍和 1.22 倍，流动资产对流动负债覆盖程度尚可；现金短期债务比为由 1.00 倍上升至 1.12 倍，现金对短期债务的保护能力较强。整体看，海航集团的短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，海航集团 EBITDA 分别为 519.09 亿元，同比增长 98.26%；其中，折旧占 42.31%、摊销占 5.64%、计入财务费用的利息支出占 38.00%、利润总额占 14.06%。2016 年，海航集团 EBITDA 全部债务比由上年的 0.08 倍增长至 0.11 倍；EBITDA 利息倍数由上年的 2.02 倍增长至 2.42 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障程度仍属一般。

截至 2016 年底，海航集团对外实际担保金额为 343.09 亿元，占净资产的 8.33%，被担保方以关联企业海南航空股份有限公司为主。

截至 2016 年底，海航集团存在部分未决诉讼，虽然涉诉金额相对于海航集团所有者权益规模而言较小，但仍存在一定的或有负债风险。

截至 2016 年底，海航集团拥有银行综合授信 6,114 亿元，其中已使用授信额度 3,691 亿元，尚未使用授信额度约 2,423 亿元，外部融资渠道畅通。

根据海航集团提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为 G1046010600117840Y）显示，截至 2017 年 2 月 4 日，海航集团无实质性违约记录。

总体看，海航集团短期偿债能力较好，但长期偿债能力有待提升；海航集团尚有部分未决诉讼，且对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

4．担保效果评价

从担保效果来看，以 2016 年海航集团财务数据测算，“15 海投债”额度（16 亿元）占海航集团资产总额的 0.16%，占所有者权益总额的 0.39%，占比很低；海航集团 EBITDA 对“15 海投债”额度（16 亿元）的覆盖倍数为 32.44 倍，经营活动现金流入量对“15 海投债”额度（16 亿元）的覆盖倍数为 137.60 倍，覆盖程度很高。

总体看，2016 年，海航集团资产规模明显增长，其经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于“15 海投债”的信用状况仍具有显著的积极作用。

九、综合评价

公司按照转型目标，收缩房地产业务，积极发展基金投资业务，并继续推进非公开发行股票事宜。公司目前持有两个房地产项目，地处上海市和天津市，区域经济发展良好，去化压力不大；公司货币资金比较充裕，对短期债务的覆盖程度较高。同时，联合信用评级有限公司也关注到房地产市场调控频繁、房地产业务规模下降较快，以及 2016 年净利润出现亏损、债务集中偿付压力、所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司非公开发行股票事宜已经证监会审核通过，若后续顺利实施，公司业务将呈多元化发展态势，盈利能力有望提升，资本实力也将得到充实。

“15 海投债”由海航集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。海航集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于“15 海投债”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望调整为“负面”；同时维持“15 海投债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1-1 海航投资集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	87.64	88.98	98.81
所有者权益（亿元）	44.31	43.49	43.93
短期债务（亿元）	17.78	2.54	0.00
长期债务（亿元）	19.70	33.10	50.31
全部债务（亿元）	37.47	35.64	50.31
营业收入（亿元）	12.31	2.87	0.10
净利润（亿元）	2.21	-4.78	0.47
EBITDA（亿元）	4.30	-3.12	--
经营性净现金流（亿元）	2.76	0.46	-1.37
应收账款周转次数（次）	44.80	23.52	--
存货周转次数（次）	0.20	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.03	--
现金收入比率（%）	66.82	103.81	136.44
总资本收益率（%）	3.91	-4.05	--
总资产报酬率（%）	4.84	-3.59	--
净资产收益率（%）	5.10	-10.88	1.07
营业利润率（%）	9.44	34.18	36.65
费用收入比（%）	14.67	73.22	568.86
资产负债率（%）	49.43	51.13	55.54
全部债务资本化比率（%）	45.81	45.04	53.39
长期债务资本化比率（%）	30.77	43.22	53.39
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	-1.20	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	-0.09	--
流动比率（倍）	3.34	8.30	15.40
速动比率（倍）	1.72	2.94	6.83
现金短期债务比（倍）	1.17	6.84	--
经营现金流动负债比率（%）	11.67	6.49	-29.94
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.27	-0.19	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 1-2 海航集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	4,687.09	10,154.99
所有者权益（亿元）	1,150.06	4,120.27
短期债务（亿元）	1,062.31	1,536.62
长期债务（亿元）	2,025.51	3,398.49
全部债务（亿元）	3,087.82	4,935.11
营业收入（亿元）	951.64	1,955.69
净利润（亿元）	30.81	46.63
EBITDA（亿元）	261.82	519.09
经营性净现金流（亿元）	233.69	505.18
应收账款周转次数（次）	17.85	6.17
存货周转次数（次）	1.89	2.67
总资产周转次数（次）	0.26	0.26
总资本收益率（%）	4.21	3.67
总资产报酬率（%）	4.26	3.64
净资产收益率（%）	3.27	1.77
营业利润率（%）	27.99	22.48
费用收入比（%）	29.82	24.60
资产负债率（%）	75.46	59.43
全部债务资本化比率（%）	72.86	54.50
长期债务资本化比率（%）	63.78	45.20
EBITDA 利息倍数（倍）	2.02	2.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.11
流动比率（倍）	1.36	1.52
速动比率（倍）	1.10	1.22
现金短期债务比（倍）	1.00	1.12
经营现金流动负债比率（%）	16.48	20.43

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。