跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1359 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”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：

二零一八年六月二十六日

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 2018 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：负面

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+	2017 年 6 月 23 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：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

发行人：海航投资

项　　目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	88.98	101.76	101.88
所有者权益（亿元）	43.49	43.53	43.36
长期债务（亿元）	33.00	30.67	30.67
全部债务（亿元）	35.54	47.26	47.27
营业收入（亿元）	2.87	0.97	0.15
净利润（亿元）	-4.78	0.08	-0.53
EBITDA（亿元）	-3.12	2.21	--
经营性净现金流（亿元）	0.46	0.07	0.07
营业利润率（%）	34.18	33.45	42.48
净资产收益率（%）	-10.88	0.18	--
资产负债率（%）	51.13	57.22	57.44
全部债务资本化比率（%）	44.97	52.06	52.16
流动比率（倍）	8.30	3.36	3.32
EBITDA 全部债务比（倍）	-0.09	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.20	0.72	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	-0.19	0.14	--

担保方：海航集团

项　　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	10,154.99	12,319.36
所有者权益（亿元）	4,120.27	4,954.34
营业收入（亿元）	1,955.69	5,940.58
净利润（亿元）	46.63	81.27
资产负债率（%）	59.43	59.78

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；3、2018 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

2017 年以来，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，积极发展基金投资和养老产业投资业务。公司目前持有两个房地产项目，地处上海市和天津市，其中上海项目拟进行整体转让；公司货币资金相对充裕，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”）也关注到公司房地产业务规模下降较快、天津项目签约回款未达预期、非公开发行股票事项终止、业务转型存在一定的不确定性、所有者权益稳定性较弱、若剔除非经常性损益公司仍处于亏损状态等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司上海房地产项目拟进行整体转让，养老业务已开始正式运营，预计将逐步贡献收入；虽然公司拟进行重大资产重组，但公司的金融及医疗业务转型仍存在一定的不确定性，可能存在转型失败的风险。

“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”，评级展望为“负面”；同时维持“15 海投债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司持有的两个房地产项目外部区域发展环境较好；其中，上海项目拟进行整体转让，可带来一定的资金回笼与投资收益。

2．公司货币资金相对充足，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．公司进行战略转型，不再新增房地产业务，结转收入规模大幅下降；天津项目签约回款未达预期，需关注后续缴款情况。

2. 公司处于战略转型期，基金等业务尚未贡献明显盈利，若剔除非经常性损益，公司仍处于亏损状态；此外，公司受限资产规模较大，所有者权益稳定性一般。

3. 公司非公开发行股票已于 2017 年底终止，可能会对公司金融及医疗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；由于担保方海航集团无法提供最新征信报告，自 2017 年 2 月 4 日以来担保方征信状况无法判断。

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

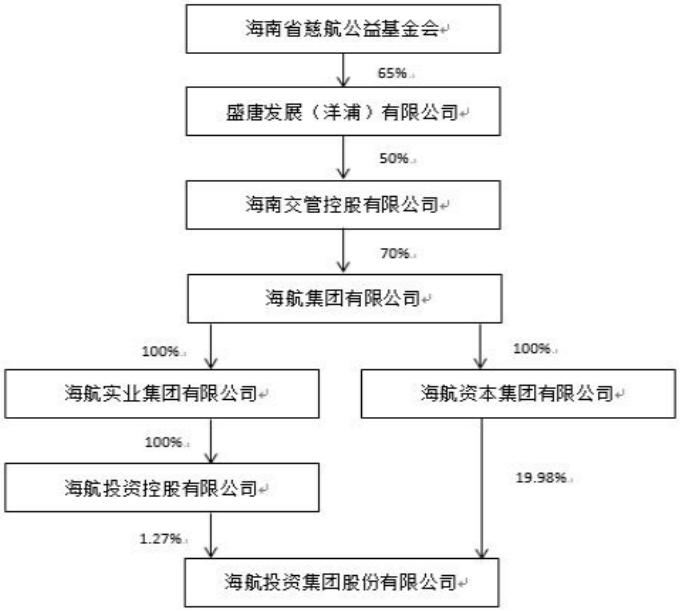
一、主体概况

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”，后更名为“海航资本集团有限公司”），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 2018 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 2018 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，公司已剥离绝大部分房地产业务，逐步涉足金融业务。

跟踪期内，公司组织架构未发生变化。截至 2017 年底，公司在职员工合计 247 人，较上年末有所增加；纳入合并范围的子公司共计 19 家，较上年末减少 1 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 101.76 亿元，负债合计 58.23 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）合计 43.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 39.70 亿元。2017 年，公司实现营业收入 0.97 亿元，净利润（含少数股东损益）0.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.13 亿元；经营活动现金流量净额为 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为 11.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 101.88 亿元，负债合计 58.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 39.17 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.15 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.53 亿元；经营活动现金流量净额为 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.28 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 2018 年 3 月底，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 2017 年 10 月 20 日支付了“15 海投债”第二年度的利息。

“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、行业分析

1. *房地产行业*

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。

土地供给

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

商品房市场供需

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

行业竞争

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

（2）行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

（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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，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从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面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债券违约风险。

房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

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

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；同时，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

2. 公募基金行业

截至 2017 年底，我国境内共有基金管理公司 113 家，其中，中外合资公司 45 家，内资公司 68 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 2 家。以上机构管理的公募基金资产合计 11.6 万亿元，较 2016 年年末规模增加了 2.44 万亿元，增幅达到 26.64%。

截至 2017 年底，市场上共有 4,841 只基金。其中，封闭式基金共计 480 只，总规模 6,097.99 亿元，占比 5.26%；而开放式基金中，货币市场基金共计 348 只，总规模 67,357.02 亿元，占比 58.07%；混合型基金 2,096 只，总规模 19,378.46 亿元，占比 16.71%；债券型基金 989 只，总规模 14,647.40 亿元，占比 12.63%；股票型基金 791 只，总规模 7,602.40 亿元，占比 6.55%；QDII 基金 137 只，总规模 913.59 亿元，占比 0.79%。

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，监管层也在逐渐规范委外业务；随后，监管层开始了货币基金的整顿。除外，2017 年 FOF 正式发行，资管新规加上《养老目标型证券投资基金指引》从政策层面上助推 FOF 的发展，未来 FOF 可能成为公募基金发展的主要方向之一。

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

2017 年 4 月 24 日，因个人工作原因，蒙永涛先生辞去公司董事职务；2018 年 4 月 16 日，因个人原因蒙永涛先生辞去公司副总裁职务。2017 年 4 月 24 日，因个人工作原因，戴美欧先生辞去公司副董事长职务；2018 年 3 月 22 日，根据公司工作安排，戴美欧先生不再担任公司首席执行官职务；2018 年 4 月 16 日，因个人工作调动原因，戴美欧先生辞去公司总裁职务。2017 年 12 月 14 日，因个人工作原因，张昊先生辞去公司副总裁职务。2018 年 4 月 16 日，因个人工作调动原因，杜璟女士辞去公司副总裁兼董事会秘书职务。

2017 年 5 月 16 日，因个人工作原因，陈玉倩女士和徐露先生辞去公司监事职务；2017 年 7 月 21 日，因个人工作原因，李刚先生辞去公司职工监事及监事会召集人职务；2017 年 10 月 10 日，因个人工作原因，汪锐先生辞去公司监事职务。

2017 年 5 月 16 日，公司任命黄琪珺为董事、陶琰为监事；2017 年 7 月 21 日，公司任命姜杰为监事；2017 年 10 月 10 日，公司任命王艳为监事。2018 年 3 月 22 日，公司任命主春杰为首席执行官；2018 年 4 月 16 日，公司任命林菡为运营总裁、慕文瑾为创投总裁、刘香伟为人力资源总监、朱西川为董事会秘书。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。

首席执行官主春杰先生，1981 年出生，硕士学历，历任渤海国际信托有限公司综合管理部固有业务部投资经理、综合管理部总经理助理、投资部副总经理；海航神鹿新能源控股有限公司副总裁；海航期货股份有限公司总经理助理、副总裁；海航创新金融集团有限公司运营总裁；海航现代物流集团有限公司运营副总裁、监事长；CWT InternationalLimited 董事。现任海航期货股份有限公司董事、海航投资集团股份有限公司首席执行官。

总体看，公司高级管理人员变动较大，主要是为了适应公司业务转型的需求。

五、经营分析

1．经营概况

自 2013 年下半年公司确定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 年以来，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。2017 年，公司实现营业收入 0.97 亿元，同比下降 66.27%，主要系房地产结转收入大幅减少所致；实现净利润 0.08 亿元（上年同期为-4.78 亿元），扭亏为盈主要系前期认购的中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之 B 类 17,000 万份有限合伙份额退出获得投资收益、获取大连山东路项目退出收益以及 16 年计提矿业资产减值损失较大的共同影响所致。

公司各主营业务板块收入占比变动较大。2017 年，公司房地产销售收入同比下滑 79.06%，主要系公司正处于业务转型期，不再新增房地产项目，目前主要是前期项目的竣工结转所致，但仍然为占比最高的板块；基金管理费及养老服务收入为 0.43 亿元，同比增长 41.93%，主要系公司基金管理规模不断扩大所致；此外，矿石业务不再产生收入主要系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　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 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
房地产销售	25,616.70	89.36	34.37	5,364.35	55.47	26.93	828.98	56.88	27.66
矿石	17.45	0.06	-17.49	--	--	--	--	--	--
基金管理费及养老服务	3,034.22	10.58	88.81	4,306.38	44.53	50.95	628.49	43.12	66.72
合计	**28,668.37**	**100.00**	**40.09**	**9,670.73**	**100.00**	**37.63**	**1,457.47**	**100.00**	**44.50**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，受结转楼盘不同的影响，公司房地产销售业务毛利率由 34.37%下降至 26.93%；公司基金管理费及养老服务业务毛利率为 50.95%，较上年下降 37.86 个百分点，主要系公司新增的养老业务项目于 2016 年 12 月正式开业，前期实现收入较少、摊销成本较大所致。

2018 年 1~3 月，公司房地产销售收入仅为 828.98 万元，毛利率基本保持稳定；基金管理费及养老服务实现收入 628.49 万元，但毛利率提高至 66.72%，主要系公司一季度将租金成本计入管理费用而非营业成本所致，后期将调整回营业成本。

总体看，公司正处于业务转型期，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，目前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

公司体内房地产项目主要为天津亿城堂庭项目和上海前滩项目，分别位于天津和上海。截至 2018 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，目前该项目已封顶，但尚未开始预售或打包出售；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，具体情况如下表所示。

表 2　公司 2016~2017 年及 2018 年 1~3 月主要项目开发数据情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房地产开发完成投资额	4.10	3.08	0.58
竣工面积	0.00	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 2018 年 3 月底，公司持有的天津亿城庭堂项目已投资完毕，未来无后续投资需求；上海前滩项目已投资 25.48 亿元，尚需投资 9.48 亿元，具体情况如下表所示。整体看，公司面临的投资压力尚可。

表 3　截至 2018 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 2018 年 3 月底已投资情况	2018 年 4~12 月预计投资
天津亿城堂庭	城市综合体（住宅+写字楼+商业）	492,714.43	492,714.43	--
上海前滩项目	综合体（住宅+写字楼）	349,612.57	254,771.05	94,841.52
合计	--	**842,327.00**	**747,485.48**	**94,841.52**

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，持有项目尚需投入一定的资金，但考虑到公司目前的货币资金状况，其面临的资金支出压力尚可。

（2）项目销售情况

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 15,805.70 元/平方米增长至 18,760.35 元/平方米，主要系 2017 年房地产市场行情较好所致。从结转情况来看，2017 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　2016~2017 年公司房地产销售数据（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积	1.33	0.29
签约销售金额	2.56	0.54
销售均价	15,805.70	18,760.35
结转收入面积	1.33	0.29
结转收入	2.56	0.54

资料来源：公司提供
注：2018 年一季度数据较小，不再具体列示

天津亿城堂庭项目于 2017 年 6 月 23 日与北京星彩房地产经纪有限公司（以下简称“北京星彩”）签署了《亿城堂庭酒店式公寓项目销售合作协议》，根据销售协议约定，子公司天津亿城山水房地产开发有限公司（以下简称“天津亿城山水”）就亿城堂庭酒店式公寓（即虹都中心 1、2 号楼）与北京星彩达成销售合作，销售总金额为 485,465,292 元。2018 年 1 月 18 日，公司发布了《关于子公司天津亿城山水房地产开发有限公司的重大合同的进展公告》，内容显示：天津亿城山水与北京星彩签订了《亿城堂庭酒店式公寓项目销售合作协议》（以下简称“销售协议”），该销售协议约定北京星彩应于 2017 年 9 月 30 日前支付购房款 1.20 亿元、应于 2017 年 12 月 31 日前累计支付购房款 2.40 亿元；截至 2017 年底，天津亿城山水收到签约回款 4,224.19 万元，目前，天津亿城山水正在沟通北京星彩，催促缴款事项。截至目前，公司天津亿城山水项目住宅、公寓部分已全部售罄，目前存留有约 7.60 万平方米的商场与 2.08 万平米的写字楼有待出租或出售，公司未来将持续推进上述项目相关工作。

上海前滩项目目前已封顶，未来拟进行股权整体转让。根据公告显示：公司已于 2018 年 5 月 1 日与上海励叵投资管理有限公司（以下简称“上海励叵”）签订《合作协议书》，公司拟将控股子公司海航投资集团上海投资管理有限公司（以下简称“目标公司”或“交易标的公司”）100%股权及债权进行转让；其中，目标公司 90.9091%股权由公司直接持有，通过信托计划持有目标公司 9.0909%股权。目标公司持有亿城集团上海投资有限公司（以下简称“项目公司”）100%股权，从而间接持有位于上海市浦东新区黄浦江南延伸前滩地区海阳西路杨思西路的前滩 40-01 号地块土地（宗地号：三林镇 107 街坊 1/36 丘，权属证书编号：沪房地浦字（2014）第 010372 号，即上海前滩项目）的国有建设用地使用权及其上在建工程。本次受让目标公司 100%股权且受让方承接目标公司及项目公司相关债务的交易总对价预计约为人民币 290,000 万元，预计实现收益约 4 亿元，但具体交易时间尚不确定。

总体看，伴随公司对房地产业务的收缩，结转收入明显下降；其中，上海项目拟进行股权转让整体打包出售，天津项目需关注北京星彩的后续缴款情况。

3．基金投资和养老业务

2017 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，2017 年，公司实现基金管理费及养老服务收入 4,306.38 万元，规模仍然较小。

（1）金融业务

公司在 2017 年完成了 2014 年 12 月与中信信托合作开展基金投资的退出事宜：公司于 2017 年 3 月 30 日收到 2.727 亿元资金到账，其中投资本金 1.70 亿元，投资收益 1.027 亿元，实现了前期认购的中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之 B 类 17,000 万份有限合伙份额退出。子公司亿城投资基金（北京）管理有限公司作为专项计划交易安排人的身份，参与了海航实业大厦新一轮 REIT 运作发行工作，每年收取固定财务顾问费用。公司于 2015 年、2016 年投资了铁狮门一期、铁狮门二期项目，在 2017 年以来持续对接合作方与标的方，跟进该项目进展。

根据 2018 年 1 月 26 日公司发布的《关于新加坡 REIT 项目的进展公告》显示，公司于 2017 年 3 月 20 日与 AEP INVESTMENT MANAGEMENT PTE.LTD.签署了合作框架协议，现阶段因多方因素，造成 HNA Commercial REIT 项目 IPO 进展极为缓慢，双方一致协商终止该项目的合作，公司新加坡 REIT 项目正式终止。

（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，截至 2017 年底，入住者已达 179 位。同时北京和悦家国际颐养社区目前已完成软硬件设施的全面升级，完成了医疗体检的初步搭建，为 70%住户提供了体检服务。

2017 年 11 月，北京养正在 2017 老龄产业博览会上正式发布“和悦居”居家养老品牌。目前已完成天津大通花园、堂庭、庆安街三个自营居家服务机构的设立；2017 年 12 月，北京养正与欧葆庭（上海）投资有限公司签订《合资经营合同》，旨在通过成立合资公司将国际先进养老理念与北京养正本土化的创新模式相结合，推进养老品牌的连锁化过程。

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

非公开发行股票事宜终止

因公司 2015 年非公开发行股票方案自获得中国证监会发行审核委员会审核通过以来，一直未取得中国证券监督管理委员会关于公司 2015 年非公开发行股票的书面核准文件。公司于 2017 年 12 月 4 日召开第七届董事会第三十六次会议，审议通过了《关于终止非公开发行股票事项并撤回相关申请材料的议案》，决定终止公司 2015 年度非公开发行股票事项，并向中国证券监督管理委员会申请撤回本次公司非公开发行股票的申报材料。公司已于 2017 年 12 月 23 日收到中国证券监督管理委员会《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》（[2017]894 号），中国证监会决定终止对该行政许可申请的审查。

矿业资产的剥离

公司于 2017 年 10 月 25 日召开第七届董事会第三十四次会议，会议审议通过了《关于公开挂牌转让控股子公司淄博嘉丰矿业有限公司 67%股权及债权的议案》、《关于公开挂牌转让全资子公司亿城淄博石油陶粒制造有限公司 100%股权的议案》，并分别于 2017 年 10 月 26 日、2017 年 11 月 13 日委托北京产权交易所对上述子公司进行首次公开挂牌。经多轮挂牌，2018 年 1 月 25 日，公司接到北京产权交易所通知，海航股权管理有限公司作为唯一摘牌方，拟以 3,500 万元摘牌价取得嘉丰矿业 67%股权及债权，281.87 万元摘牌价取得亿城淄博石油陶粒制造有限公司 100%股权。截至目前，海航股权管理有限公司已根据协议约定支付相关款项，并完成上述子公司的工商变更。

拟进行重大资产重组

因筹划重大事项，公司股票自 2018 年 1 月 24 日开市起停牌。根据公司 2018 年 6 月 20 日的《关于重大资产重组停牌进展的公告》显示：公司拟进行交易的标的资产涉及同一实际控制人下关联方和其他第三方相关的医疗、大健康和教育等与公司战略转型相关的资产。

目前拟进行交易的标的资产主要为：1、北京新生医疗投资管理有限公司（以下简称“新生医疗”）及旗下医疗、大健康相关资产；截至目前，新生医疗正在进行业务整合重组，海南全球教育医疗产业投资管理有限公司拟将下属部分其他医疗、大健康类资产的股权调整至新生医疗，整合完后的新生医疗业务将涵盖高端体验式体检、药房连锁销售、综合或专科医院等多种业态。2、

北京海韵假期体育健身有限公司（以下简称“海韵假期”）；海韵假期所持资产为上市公司旗下石景山“和悦家”养老项目的运营场地。3、境外某教育集团的控股权；公司已于 2018 年 3 月 30 日与 Summer Capital Limited（以下简称“夏焱资本”）就某境外教育集团标的签署了《合作框架协议》，拟收购标的控股权。4、天津市德融医院有限公司（以下简称“德融医院”）。5、天津现代和谐医院（以下简称“现代和谐医院”）。6、国内某制药公司。7、北京盛世华人供应链管理有限公司（以下简称“华人物流”）。但本次交易标的资产范围尚未最终确定。

总体看，公司非公开发行股票事宜的终止不利于公司金融业务的转型，拟进行的重大资产重组也存在一定失败风险，未来公司金融业务的发展速度和方向存在一定的不确定性；矿业资产的剥离属于公司处置低效资产，有助于公司聚焦主营业务。

5．经营关注

（1）房地产业务规模收缩，天津亿城山水签约回款未达预期

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；天津项目需关注北京星彩的后续缴款情况。

（2）非公开发行股票事项终止，未来投资方向有待观察

公司原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，但公司已于 2017 年底撤回申请材料。公司未来投资方向和资金来源存在一定的不确定性，需关注公司未来发展方向以及可实施性。

（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

公司于 2018 年 1 月 24 日因重大事项停牌，于 2018 年 2 月 7 日转入重大资产重组停牌。公司拟通过本次重大资产重组，整合海航集团内外医疗大健康领域资产，完成公司在该领域的布局，加速推进公司战略转型。

公司坚持既定的发展战略及战略目标，一方面加快存量房地产业务的去存化；另一方面，继续在不动产金融、养老领域深耕，打造公司境内类 REITs 与境外 REITs 的双轮驱动。另外，通过 2018 年重组加速推进公司在医疗大健康领域的战略布局，打造中国一流的医疗大健康投资、管理与领先诊疗服务机构。

总体看，公司转型目标清晰、定位合理，但具体实施策略可行性有待观察。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017 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 2018 年一季度的财务报表未经审计。在合并范围变化方面，公司子公司增加 2 家，减少 3 家，公司合并范围变动不大，财务数据的可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 101.76 亿元，负债合计 58.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 39.70 亿元。2017 年，公司实现营业收入 0.97 亿元，净利润（含少数股东损益）0.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为

0.13 亿元；经营活动现金流量净额为 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为 11.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 101.88 亿元，负债合计 58.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 39.17 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.15 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.53 亿元；经营活动现金流量净额为 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.28 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 101.76 亿元，较年初增长 14.37%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 71.09%和 28.91%。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 72.34 亿元，较年初增长 22.90%，主要系货币资金增长所致；主要由货币资金（占 39.83%）和存货（占 56.26%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 28.81 亿元，较年初增长 65.95%，主要系公司融资规模增加所致；货币资金以银行存款为主，其他货币资金为 783.46 万元，其中矿山地质环境治理恢复保证金为 183.46 万元，因江苏正泰电器集团有限公司与天津亿城山水承揽合同纠纷案被冻结存款 600 万元。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 40.70 亿元，较年初增长 7.08%，主要系工程投入增加所致；主要由开发成本（上海前滩项目，24.89 亿元）和开发产品（天津亿城堂庭项目，15.80 亿元）构成，未计提跌价准备。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 29.42 亿元，较年初减少 2.31%，主要系可供出售金融资产的减少所致；主要由可供出售金融资产（占比 7.90%）、长期股权投资（占比 68.80%）和其他非流动资产（占比 20.39%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产合计 2.32 亿元，按照成本计量，较年初减少 42.26%，主要系公司完成了前期认购的深圳中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之 B 类 17,000 万份有限合伙份额的退出所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资合计 20.24 亿元，较年初增长 0.13%，主要为对 438-444 Eleventh Avenue HNA JV, L.P（11.02 亿元）和对华安财产保险股份有限公司（8.58 亿元）的投资；2017 年，权益法下确认的投资损益为 0.22 亿元。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 6.00 亿元，较年初增长 11.11%，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 2017 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 0.60 亿元所致。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 44.20 亿元，占比为 43.44%，受限比例较高。其中，受限的货币资金为 783.46 万元，受限的存货为 35.55 亿元，受限的长期股权投资为 8.58 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 101.88 亿元，较年初增长 0.12%，基本保持稳定；其中，流动资产占比 71.21%，非流动资产占比 28.79%。

总体看，公司处于业务转型期，受益于融资规模的扩张，公司资产规模有所提升；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 2017 年底，公司负债规模为 58.23 亿元，较年初增加 28.01%；其中，流动负债和非流动负债的占比分别为 37.00%和 63.00%，流动负债占比有所提升。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 21.54 亿元，较年初大幅增长 203.91%，主要系公司一年

内到期的非流动负债大幅增加所致；主要由应付账款（占比 18.38%）和一年内到期的非流动负债（77.02%）构成。截至 2017 年底，公司应付账款为 3.96 亿元，较年初减少 5.74%，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 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.59 亿元，较年初大幅增长 553.27%，主要系“15 海投债”将于 2018 年到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 36.69 亿元，较年初减少 4.46%，主要系应付债券减少所致；主要由长期借款（占比 83.60%）和长期应付款（占比 16.40%）构成。截至 2017 年底，公司长期借款为 30.67 亿元，较年初增长 79.67%，主要系天津亿城山水新增向百年人寿保险股份有限公司的借款 11.50 亿元所致，其中 2019 年到期（上海前滩项目向信托公司的借款）部分占比 52.82%，将于 2022 年到期（天津亿城山水项目向保险机构的借款）部分占比 37.50%；截至 2017 年底，公司长期应付款为 6.02 亿元，较年初增长 11.45%，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 6.00 亿元尚未支付所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 47.26 亿元，较年初增长 32.98%，主要系公司天津亿城山水项目新增长期借款所致；其中，短期债务合计 16.59 亿元，占比 35.11%（较年初增长 27.96 个百分点），短期债务占比大幅增加，主要系“15 海投债”将于 2018 年到期所致。截至 2017 年底，公司资产负债率为 57.22%，较年初增长 6.10 个百分点；全部债务资本化比率为 52.06%，较年初增长 7.08 个百分点；长期债务资本化比率为 41.34%，较年初下降 1.81 个百分点，公司债务负担有所加重，“15 海投债”将于一年内到期，需关注公司偿还资金筹措安排情况。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 58.53 亿元，较年初增长 0.50%，基本保持稳定，其中流动负债占比 37.31%，非流动负债占比 62.69%，基本保持稳定；公司全部债务合计 47.27 亿元，较年初增长 0.02%。截至 2018 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 57.44%、52.16%和 41.43%，分别较年初增长 0.22 个百分点、0.10 个百分点和 0.10 个百分点，基本保持稳定。

总体看，公司负债主要为有息债务，债务负担有所加重，需关注“15 海投债”到期偿还资金筹措安排情况。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 43.53 亿元，较年初增长 0.09%，基本保持稳定。其中，归属于母公司所有者权益占 91.19%。归属于母公司所有者权益中，股本占 36.03%、资本公积占 5.08%、盈余公积占 7.76%、未分配利润占 50.88%，未分配利润占比较大。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 43.36 亿元，较年初减少 0.40%，主要系未分配利润略有降低所致；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

2017 年，公司实现营业收入 0.97 亿元，同比下降 66.27%，主要系房地产结转收入大幅减少所致；实现净利润 0.08 亿元（上年同期为-4.78 亿元），扭亏为盈主要系前期认购的中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之 B 类 17,000 万份有限合伙份额退出获得投资收益、获取大连山东路项目退出收益以及 16 年计提矿业资产减值损失较大的共同影响所致。

资产减值损失方面，2017 年，公司确认资产减值损失 0.08 亿元，同比下降 97.99%，主要系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，要求停产并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 2016 年公司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，2017 年，公司确认投资收益 1.31 亿元，同比增长 384.89%，主要系本期完成前期认购的中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之 B 类 17,000 万份有限合伙份额退出获得投资收益所致；2017 年，公司投资收益占利润总额的比例为 548.30%。营业外收入方面，2017 年，公司实现营业外收入 0.66 亿元，同比增长 21,427.43%，主要系公司退出大连山东路项目[1]的开发，收回已缴纳的大连山东路项目 21 和 22 号宗地保证金，并取得含税溢价款 7,000.00 万元所致；2017 年，公司营业外收入占利润总额的比例为 277.48%，非经常性损益对公司利润水平影响较大。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 1.98 亿元，同比下降 5.90%，主要系管理费用减少所致。其中，销售费用为 0.13 亿元，同比减少 3.76%，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 0.61 亿元，同比减少 22.09%，原因同上；财务费用为 1.24 亿元，同比增长 4.45%，主要系项目完工后利息支出计入财务费用以及融资规模扩大的共同影响所致。

2017 年，公司营业利润率为 33.45%，较上年下降 0.74 个百分点，基本保持稳定。2017 年，公司总资本收益率和总资产报酬率分别为 2.40%和 2.31%，分别较上年增长 6.46 个百分点和 5.89 个百分点；净资产收益率为 0.18%，较上年增长 11.06 个百分点，均呈现上升态势，原因与经营概况部分扭亏为盈原因一致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.15 亿元，同比增长 40.76%，主要系地产及养老服务收入较去年同期增长所致；实现净利润-0.53 亿元，主要系借款利息支出增加以及投资收益减少的共同影响所致。

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，2017 年公司营业收入有所下滑；虽然 2017 年公司扭亏为盈，但主要依赖于非经常性损益，可持续性不足，2018 年一季度出现亏损。

5. 现金流

2017 年，受天津亿城山水地产业务销售下降的影响，公司经营活动现金流入仅为 3.74 亿元，同比下滑 18.12%；经营活动现金流出仅 3.67 亿元，同比下滑 10.70%。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.07 亿元，同比减少 84.45%。

2017 年，公司投资活动现金流入为 2.98 亿元，同比下降 63.39%，主要系公司 2016 年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，2017 年不再持续所致；2017 年，公司投资活动现金流入主要为前期认购的深圳中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之 B 类 1.70 亿份有限合伙份额本金退出，获得投资收益 1.02 亿元；投资活动现金流出为 1.34 亿元，同比减少了 89.30%，主要为 2016 年公司认购 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，2017 年没有大规模投资活动所致。公司投资活动产生的现金流量由净流出 4.41 亿元转为净流入 1.63 亿元。

2017 年，公司筹资活动现金流入 15.63 亿元，同比减少 30.15%，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，融资需求有所下降所致；筹资活动现金流出 5.94 亿元，同比减少 71.55%，主要系公司偿还债务减少所致。2017 年，公司筹资活动现金净流入 9.69 亿元，同比增长 544.66%。

[1] 交易对方已根据协议约定支付首付款 1.5 亿元人民币；后续公司将按照协议跟踪交易对方付款相关事宜。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.07 亿元，上年同期为-1.37 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.05 亿元，上年同期为 2.64 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.31 亿元，上年同期为 9.03 亿元。

总体看，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；投资活动由净流出转为净流入，但持续性较弱；为了实施业务转型，公司仍存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别由 2016 年底的 8.30 倍和 2.94 倍下降为 3.36 倍和 1.47 倍，主要系“15 海投债”即将到期所致。截至 2017 年底，公司现金短期债务比由 2016 年底的 6.84 倍下降为 1.74 倍，公司现金对短期债务的保护程度较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 2.21 亿元，由负转正，原因与盈利能力分析小结相同；其中，利润总额占比 10.77%、计入财务费用的利息支出占比 88.66%、折旧和摊销合计占比 0.56%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务保护倍数由上年的-0.09 倍提高至 0.05 倍；EBITDA 利息保护倍数由上年的-1.20 倍上升至 0.72 倍。但整体看，EBITDA 对利息及全部债务的保障能力仍然较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2018 年 3 月底，公司无对合并范围外公司的担保事宜。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信合计 21.59 亿元，尚未使用的授信额度为 1.80 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；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 2018 年 1 月 4 日，公司无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷信息中存在 1 笔欠息，2 笔不良/违约类贷款，13 笔关注类贷款，11 笔关注类银行承兑汇票，均为 2013 年之前原股东亿城集团下属管理时发生的，海航投资收购后至今无不良征信记录。

总体看，公司短期偿债能力较强，但长期偿债能力有待提升；银行整体授信规模较低，间接融资渠道有待拓宽。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 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 28.51 亿元，约为“15 海投债”本金（16.00 亿元）的 1.78 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 43.36 亿元，约为“15 海投债”本金合计（16.00 亿元）的 2.71 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，2017 年，公司 EBITDA 为 2.21 亿元，约为“15 海投债”本金合计（16.00 亿元）的 0.14 倍，公司 EBITDA 对“15 海投债”本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 3.74 亿元，约为“15 海投债”本金合计（16.00 亿元）的 0.23 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。

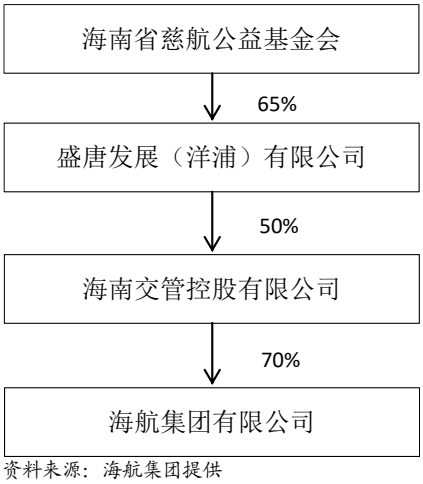
八、债权保护分析

“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 2017 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 2017 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

截至 2017 年底，海航集团合并资产总额 12,319.36 亿元，负债总额 7,365.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）4,954.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 883.95 亿元。2017 年，海航集团实现合并营业收入 5,940.58 亿元，净利润（含少数股东损益）81.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 26.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 634.00 亿元，现金及现金等价物净增加额-215.60 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。2017 年，海航集团实现营业总收入 5,940.58 亿元（包括利息收入 16.94 亿元，保费、手续费及佣金收入 52.65 亿元），同比大幅增长 203.76%，主要系海航集团于 2016 年 12 月收购 Ingram Micro Inc（以下简称“英迈国际”），2017 年体现了全年经营成果所致；实现净利润 81.27 亿元，同比增长 74.29%，增速慢于营业收入增长速度，主要系电子产品分销业务规模迅速扩张拉低了整体毛利率水平所致；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 26.25 亿元，同比增长 80.41%。

其中，2017 年随着 Gategroup Holding AG（简称“瑞士航食”）及 SR TECHNICS HOLDCO 1 GMBH（简称“瑞航技术”）全年收入的并入，公司航空运输业务收入较上年增长 141.34%至 637.04

亿元；物流运输业务收入由 293.05 亿元增长至 736.81 亿元，主要系当年并表 CWT 新加坡公司、天津北方石油有限公司（简称“北方石油”）以及上海尚融供应链管理有限公司（以下简称“尚融供应链”）的收入增加所致；商业零售业务收入由上年的 143.84 亿元增长至 314.86 亿元，主要系原有业务的提升及合并中国顺客隆控股有限公司（以下简称“顺客隆，证券代码：00974.HK）收入所致；金融服务业务收入由 319.45 亿元增长至 507.96 亿元，主要系原有业务的扩张以及收购 C2 公司的共同影响所致；电子产品分销业务收入由上年的 355.87 亿元大幅增长至 3,151.80 亿元，主要系公司 2016 年 12 月收购了全球最大的 IT 产品分销商和供应链服务商英迈国际而 2017 年体现了全年经营成果所致，具体情况如下表所示。

表 5　2016~2017 年海航集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机场服务	19.28	1.05	35.70	37.96	0.65	36.85
航空运输	263.96	14.42	19.70	637.04	10.85	23.83
房地产	79.09	4.32	35.70	114.52	1.95	36.61
酒店餐饮	126.81	6.93	45.40	120.95	2.06	78.64
旅游服务	106.24	5.81	11.90	117.80	2.01	16.97
商业零售	143.84	7.86	15.00	314.86	5.36	15.19
物流运输	293.05	16.01	16.30	736.81	12.55	11.39
金融服务	319.45	17.46	40.60	507.96	8.65	38.52
文化产业	6.77	0.37	35.80	--	--	--
网络信息	10.64	0.58	41.50	--	--	--
飞机销售	79.50	4.34	4.60	910.93	1.55	4.58
电子产品分销	355.87	19.45	6.90	3,151.80	53.68	6.40
其他版块	25.59	1.40	37.50	40.21	0.68	29.70
合计	**1,830.08**	**100.00**	**21.90**	**5,870.99**	**100.00**	**14.78**

资料来源：海航集团年报

2017 年，海航集团综合毛利率由上年的 21.90%下降至 14.78%，整体毛利率较上年下降 7.12 个百分点，主要系英迈国际所处电子产品分销行业毛利率水平较低所致。

总体看，2017 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；受英迈国际所处电子产品分销行业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

截至 2017 年底，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（简称“首都航空”）、西部航空有限责任公司（简称“西部航空”）和金鹏航空股份有限公司（简称“金鹏航空”，原名扬子江航空股份有限公司，2017 年 4 月改为现名）经营。2017 年，海航集团实现航空运输收入 637.04 亿元，较上年增长 141.34%，主要系海航集团于 2016 年底收购的瑞士航食及瑞航技术 2017 年体现全年经营成果所致；毛利率为 23.83%，较上年增长 4.13 个百分点。

表 6　2016~2017 年海航集团下属成员航空公司情况

时间	2016 年	2017 年
飞机数量（架）	265	135
航线（条）	641	349
运输周转量（亿吨公里）	43.15	46.19

其中：客运周转量（亿人公里）	467.29	403.65
货邮周转量（亿吨公里）	1.63	10.59

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。

此外，2017 年初瑞士航食收购法国航食公司 Servair 控股权；2017 年，瑞士航食实现收入 45.54 亿瑞郎，较上年增长 35.4%；实现营业利润 1.67 亿瑞郎，较上年增长 115.3%。2017 年，瑞航技术实现收入 11.77 亿瑞郎，较上年增长 13.4%；实现营业利润-0.11 亿瑞郎，亏损较上年下降 82.38%。

（2）机场服务

截至 2017 年底，海航集团纳入合并范围的机场企业共有 12 家，包括：三亚凤凰国际机场、宜昌三峡机场、满洲里西郊机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、淮纺南苑机场、营口蓝旗机场、博鳌机场、三沙永兴机场、巴中机场、松原机场及德国哈恩机场。其中，2017 年，海航集团完成了对德国哈恩机场 82.5%股权的收购。此外，海航集团还直接及间接持有海口美兰机场 29.06%的股权。

2017 年，海航集团控股机场完成机场起降 22.77 万架次，旅客吞吐量和货邮吞吐量分别达 2,459.23 万人次和 12.38 万吨，分别同比增长 54.48%、19.41%和 5.99%，具体情况如下表所示。

表 7　2016~2017 年海航集团下辖成员机场运营情况

指标	2016年	2017年
机场起降架次（万架次）	14.74	22.77
旅客吞吐量（万人次）	2,059.44	2,459.23
货邮吞吐量（万吨）	11.68	12.38

资料来源：海航集团提供

（3）房地产

截至 2017 年底，海航集团房地产业务主要由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，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。

2017 年，海航集团新开工面积 9.93 万平方米，竣工面积 67.60 万平方米，销售房地产面积为 53.56 万平方米，销售金额为 70.86 亿元；截至 2017 年底，海航集团已售但尚未结算销售金额为 46.53 亿元，库存未售面积为 135.06 万平方米。2017 年，海航集团新增土地储备面积为 1.34 万平方米，土地净值为 0.27 亿元，以住宅用地为主；截至 2017 年底，海航集团土地储备面积为 284.24 万平方米，土地净值为 55.01 亿元，以商业、住宅用地为主。

（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。2017 年 3 月，海航集团收购 Hilton Worldwide Holdings Inc.、Hilton Grand Vacations Inc.及 Park Hotels & Resorts Inc.各 25.00%股权；2018 年以来，海航集团陆续出售上述三家公司股权，截至 2018 年 4 月底，海航集团已完成股权的全部出售。

截至 2017 年底，海航集团经营的酒店共拥有客房 18.49 万间，全年总接待人数 8,043 万人次，

同比大幅增长，主要是因为当年合并卡尔森全年接待人数所致。

（5）金融服务业

海航集团金融业务主要包括租赁及信托两大业务。其中，租赁业务由渤海金控投资股份有限公司（简称“渤海金控”，证券代码：000415.SZ）[2]负责，信托业务由渤海国际信托有限公司（简称“渤海信托”）负责；租赁业务主要包括融资租赁和经营租赁，天津渤海本部、皖江租赁和横琴租赁主要从事融资租赁业务，Avolon（含 HKAC、C2）、Seaco[3]、Cronos[4]主要从事经营租赁业务。

集装箱租赁业务方面，渤海金控通过 GSC 开展集装箱租赁业务，服务于来自 76 个国家的 775 家客户，集装箱分布于全球的 163 个港口，集装箱租赁业务全球市场占有率约 16%，为全球排名第二的集装箱租赁服务商。截至 2017 年底，GSC 下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 合计持有集装箱 355 万 CEU。同期末 GSC 经营性出租资产规模达 262.05 亿元，近三年集装箱平均出租率达 93.3%。2017 年，GSC 实现营业收入 51.22 亿元、净利润 4.01 亿元。

飞机租赁业务方面，2017 年 4 月，渤海金控通过 Avolon 对美国纽交所上市公司 CIT 下属商业飞机租赁业务 C2 公司 100%股权的收购完成过户，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。截至 2017 年末，渤海金控旗下子公司自有、管理及订单飞机合计 943 架，其中自有飞机 602 架，管理飞机 2 架，订单飞机 339 架，当前机队市场价值位列全球第三，平均机龄约 5.3 年，服务于全球 64 个国家的 153 家客户，已成为仅次于 AerCap、GECAS 的全球第三大飞机租赁公司。2017 年，Avolon 实现营业收入 251.06 亿元、净利润 37.04 亿元。

皖江租赁（证券代码：834237.OC）业务重点围绕车辆、通用航空、农机具设备等细分领域，2017 年皖江租赁实现营业收入 32.49 亿元、净利润 5.44 亿元。

信托业务方面，海航集团信托业务经营主体主要为渤海信托。截至 2017 年底，渤海信托资产规模达 140.14 亿元，当年实现营业收入 21.36 亿元、营业利润 16.80 亿元，分别较上年增长 70.54%和 96.69%；管理的信托资产为 7,549.75 亿元，资本利润率 13.6%，加权年化信托报酬率 0.28%。

（6）商业零售业

2017 年 5 月，供销大集集团股份有限公司（简称“供销大集”，证券代码：000564.SZ）通过全资控股子公司供销大集国际控股有限公司收购顺客隆股权。截至 2017 年底，海航集团全资或控股的商业公司共 60 家，商业营业面积为 103.72 万平方米；2017 年，海航集团商业零售业务收入较上年末大幅增长，主要来源于原有业务的提升及合并顺客隆收入所致。

海航集团商业零售业务主要经营主体为供销大集。2017 年，供销大集旗下的酷铺商贸在上海、西安、长沙、海口等 6 个核心城市和 28 个重点城市，累计实现签约门店 16 万家，累计平台注册门店 3.9 万家。2017 年，供销大集 B2B 平台商品交易总额为 810.03 亿元（含掌合天下 809.51 亿元）。2017 年，供销大集旗下的民生百货以联营+租赁为主的模式开展实体门店经营；截至 2017 年底，民生百货所辖门店 17 家，建筑面积逾 80 万平方米，门店主要分布在西北地区。

（7）物流运输业

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。截至 2017 年底，海航集团下属物流运输企业主要包括尚融

[2] 2016 年 2 月，渤海租赁股份有限公司更名为渤海金控投资股份有限公司，股票简称由“渤海租赁”更名为“渤海金控”，证券代码仍为 000415.SZ。

[3] 2011 年渤海金控通过 GSC 以 10.5 亿美元收购了原通用电气公司旗下的集装箱租赁公司 Seaco 100%股权。

[4] 2014 年，渤海金控下属全资子公司 GSC 以近 7 亿美元购买 Cronos Holding Company Ltd.（简称“CHC”）持有的 Cronos80%股权以及 CHC 享有对 Cronos 的金额为 2588 万美元的债权。Cronos 是全球领先的集装箱租赁公司，拥有并管理超过 82.3 万 TEU 的标准集装箱，业务网络覆盖 6 大洲，提供全方位的集装箱租赁服务。

供应链、海航冷链控股股份有限公司（简称“海航冷链”，证券代码：831900.OC）、海航实业集团股份有限公司 （简称“实业股份”，证券代码：0521.HK）和浙江海越股份有限公司（简称“海越股份”，证券代码：600387.SH）等。2017 年，海航集团物流运输业务收入较上年大幅增长主要来自于实业股份当年并表 CWT 新加坡公司、北方石油以及尚融供应链的收入增加的共同影响所致。

尚融供应链成立于 2014 年，业务包括供应链金融、贸易执行、进出口代理、国内国际物流以及相关配套服务。截至 2017 年底，尚融供应链资产规模为 124.02 亿元，负债规模 52.96 亿元；2017 年，尚融供应链实现营业收入 325.61 亿元，收入规模较上年增长 83.68%，当期实现净利润 0.17 亿元。

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。截至 2017 年底，海航冷链总资产为 29.00 亿元，总负债为 6.62 亿元；2017 年，实现营业收入 22.81 亿元、净利润 1.15 亿元，分别较上年增长 62.20% 和 11.36 %。

目前实业股份下属物流业务运营主体为 CWT 新加坡公司；CWT 新加坡公司于 2017 年 9 月并入实业股份，主要业务包括仓储、运输、配送、海运管理、集装箱拼箱、集装箱货代、大宗商品交割等业务。截至 2017 年底，实业股份总资产为 259.85 亿元，总负债为 210.09 亿元；2017 年，实业股份实现收入 199.63 亿元，净利润完成 1.89 亿元。

海越股份下属物流业务运营主体主要为北方石油，主要从事各类油品和液体化学品的码头装卸、仓储以及贸易业务。2017 年，北方石油实现收入 110.69 亿元，同比增长 292.52%；实现净利润 0.94 亿元，同比增长 243.71%；实现油品周转量 930 万吨，同比增长 38.39%；实现贸易量 200 万吨，同比增长 194.11%。

（8）旅游业

海航集团旅游服务业务主要经营主体为下属上市公司海航凯撒旅游集团股份有限公司（简称“凯撒旅游”，证券代码：000796.SZ）。凯撒旅游以境外旅游产品为主，坚持“渠道+产品+资源”一体化发展。截至 2017 年底，凯撒旅游已设立 60 家分子公司，门店数达 247 家，并拥有覆盖全球 120 多个国家和地区、超过 2 万种服务于不同人群的高端旅游产品。凯撒旅游在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地建立了旅游目的地接待公司，同时已与全球各大洲 120 多个国家和地区的境外接待机构建立了合作关系。2017 年，凯撒旅游接待总人数达 125.07 万人次，较 2016 年增长 31.1%。

（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海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”，证券代码：600751.SH）。2016 年 12 月 5 日，海航科技通过新设子公司 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），英迈国际成为海航科技的控股子公司。

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，采购以“先货后款”的结算方式为主。2017 年，英迈国际在电子产品分销方面继续保持在北美、拉美及亚太区市场占有率第一位，在欧洲市场占有率第二位。截至 2017 年底，英迈国际总资产为 1,078.03 亿元、净资产 334.94 亿元；2017 年，英迈国际实现营业收入 3,152.10 亿元，实现净利润 23.42 亿元。

总体看，海航集团业务板块较多，收入来源丰富；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；但 2018 年以来，海航集团进行了较多的资产出售。

3．海航集团财务分析

海航集团提供的 2017 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。由于股权收购和股权转让等原因，2017 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 2017 年底，海航集团合并资产总额 12,319.36 亿元，负债总额 7,365.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）4,954.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 883.95 亿元。2017 年，海航集团实现合并营业收入 5,940.58 亿元，净利润（含少数股东损益）81.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 26.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 634.00 亿元，现金及现金等价物净增加额-215.60 亿元。

资产

截至 2017 年底，海航集团资产总额达到 12,319.36 亿元，较年初增长 21.31%，主要系非流动资产的增加所致。其中，流动资产占 35.43%，非流动资产占 64.57%。

截至 2017 年底，海航集团流动资产合计 4,364.46 亿元，较年初增长 15.93%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款和存货的增长所致；主要由货币资金（占 40.38%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 5.93%）、应收账款（占 15.66%）、其他应收款（占 5.59%）和存货（占 21.87%）构成。

截至 2017 年底，海航集团货币资金余额为 1,762.39 亿元，较年初增长 2.16%，基本保持稳定；其中，受到限制的货币资金为人民币 481.64 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 2017 年底，海航集团以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值为 258.66 亿元，较年初增长 117.51%，主要系当年新增权益工具投资所致。截至 2017 年底，海航集团应收账款账面价值为 683.63 亿元，较年初增长 21.50%，主要系子公司英迈国际业务规模扩大所致；海航集团主要使用单项计提法，合计计提减值坏账准备 15.39 亿元；前五大合计占比 7.08%，极其分散。截至 2017 年底，海航集团其他应收款为 243.76 亿元，较年初增长 20.90%，主要系保证金增加、合并范围变动以及业务规模扩大所致，计提坏账准备 7.15 亿元。截至 2017 年底，海航集团存货账面价值为 954.46 亿元，较年初增长 26.57%，主要系海航集团购买股权收购 Park Hotel&Resorts Inc.使得合并范围增加所致，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 6.36 亿元。

截至 2017 年底，海航集团非流动资产合计 7,954.90 亿元，较年初增长 24.49%，主要系固定资产的增加所致；主要由可供出售金融资产（占 24.72%）、长期应收款（占 7.29%）、长期股权投资（占 10.67%）、投资性房地产（占 5.21%）、固定资产（占 32.43%）和商誉（占 7.65%）构成。

截至 2017 年底，海航集团可供出售金融资产合计 1,966.73 亿元，较年初减少 0.29%，基本保持稳定，其中按照成本计量的可供出售权益工具为 1,483.70 亿元、按照公允价值计量的可供出售权益工具为 285.41 亿元、理财产品 165.74 亿元。截至 2017 年底，海航集团长期应收款为 580.13 亿元，较年初增长 49.67%，主要系海航集团并购 CIT 所致。截至 2017 年底，海航集团长期股权投资合计 848.85 亿元，较年初增长 81.42%，主要系新增对 Hilton Worldwide Holdings Inc.等权益投资所致。截至 2017 年底，海航集团投资性房地产为 414.59 亿元，较年初减少 0.03%，基本保持稳定，其中采用公允价值法计量的投资性房地产占比 64.23%，其余采用成本法计量。截至 2017 年底，海航集团固定资产账面价值为 2,579.94 亿元，较年初增长 39.79%，主要系海航集团并购

CIT 所致，累计计提折旧 341.40 亿元，固定资产成新率为 86.77%。截至 2017 年底，海航集团商誉为 608.87 亿元，较年初增长 30.88%，主要系海航集团于 2017 年实现了非同一控制合并 gategroup Holding AG、浙江海越科技有限公司和 HNA Ecotech Vision Cayman Co. Ltd 等公司所致。

截至 2017 年底，海航集团所有权受到限制的资产合计 2,933.20 亿元。

总体看，2017 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。

负债与所有者权益

截至 2017 年底，海航集团负债合计 7,365.02 亿元，较年初增加 22.04%，主要系非流动负债的增加所致；其中，流动负债占比为 40.24%，非流动负债占比为 59.76%，负债结构以非流动负债为主。

截至 2017 年底，海航集团流动负债合计 2,963.56 亿元，较年初增长 19.85%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；主要由短期借款（占 42.54%）、应付账款（占 21.97%）和一年内到期的非流动负债（占 18.83%）构成。截至 2017 年底，海航集团短期借款余额为 1,260.62 亿元（质押借款占比 15.60%、抵押借款占比 21.93%、保证借款占比 31.05%、信用借款占比 31.42%），较年初增长 4.92%，基本保持稳定；应付账款合计 651.24 亿元，较年初增长 19.92%，主要系英迈国际业务规模扩大所致；一年内到期的非流动负债合计 558.11 亿元，较年初增长 109.99%，主要系合并范围的变动以及长期借款一年内到期部分转入的共同影响所致。

截至 2017 年底，海航集团非流动负债合计 4,401.46 亿元，较年初增长 23.57%，主要系应付债券的增加所致；主要由长期借款（占 57.89%）、应付债券（占 30.31%）和长期应付款（占 5.54%）构成。截至 2017 年底，海航集团长期借款合计 2,548.21 亿元（若将一年内到期的长期借款加总回来，质押借款占比 7.42%、抵押借款占比 55.68%、保证借款占比 16.89%、信用借款占比 20.02%），较年初增长 11.42%，主要系合并范围的变动所致；应付债券余额为 1,334.11 亿元，较年初增长 44.14%，主要系海航集团并购 CIT 发行债券所致；长期应付款余额为 243.70 亿元，较年初增长 31.09%。

截至 2017 年底，海航集团全部债务合计 6,008.77 亿元，较年初增长 21.76%；其中，短期债务和长期债务分别占 31.33%和 68.67%。截至 2017 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 59.78%、54.81%和 45.44%，分别较年初增长 0.36 个百分点、0.31 个百分点和 0.24 个百分点，基本保持稳定。

2016~2017 年，海航集团永续债权益工具分别为 108.90 亿元和 147.87 亿元。若将其调整至长期债务，截至 2017 年底，海航集团全部债务合计 6,156.64 亿元，较年初增长 22.06%；其中，短期债务和长期债务占比分别为 30.58%和 69.42%。截至 2017 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 60.98%、56.16%和 47.07%，分别较年初增长 0.49 个百分点、0.46 个百分点和 0.42 个百分点。

截至 2017 年底，海航集团所有者权益合计 4,954.34 亿元，较年初增长 20.24%，主要系少数股东权益大幅增加所致；其中，归属于母公司所有者权益仅占 17.84%。具体来看，归属于母公司所有者权益中实收资本占 67.88%、其他权益工具占 16.73%、资本公积占 8.08%、未分配利润占 6.45%。海航集团的少数股东权益由 2016 年底的 3,273.06 亿元扩张至 4,070.39 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 2017 年海航集团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增长态势，债务指标基本保持稳定，但债务规模相对较大；同时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

2017 年，海航集团实现营业总收入 5,940.58 亿元（包括利息收入 16.94 亿元，保费、手续费及佣金收入 52.65 亿元），同比大幅增长 203.76%，主要系海航集团于 2016 年 12 月收购英迈国际，2017 年体现了全年经营成果以及合并 Ingram Micro 等公司的共同影响所致；实现净利润 81.27 亿元，同比增长 74.29%，增速慢于营业收入增长速度，主要系电子产品分销业务规模迅速扩张拉低了整体毛利率水平所致；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 26.25 亿元，同比增长 80.41%。

2017 年，海航集团确认资产减值损失 26.30 亿元，同比大幅增长 63.89%，主要系企业贷款和垫款规模扩大使得相应的贷款损失准备增加以及长期应收款减值损失增加的共同影响所致；公允价值变动收益为 37.44 亿元，同比大幅增加 179.80%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值变动所致。海航集团投资参股企业众多，投资收益对其利润影响很大，2017 年确认投资收益 101.96 亿元，同比增长 5.49%，基本保持稳定；投资收益在海航集团营业利润总额中的占比为 93.83%，仍然影响很大。此外，2017 年海航集团实现营业外收入 16.08 亿元，同比减少 36.09%，主要系政府补助大幅减少所致，主要由非同一控制下的合并利得等构成；营业外支出为 8.55 亿元，同比增长 111.61%。

从期间费用看，2017 年，海航集团期间费用为 896.84 亿元，同比增长 86.39%，主要系合并范围增加以及英迈国际于 2016 年 12 月纳入合并范围而 2017 年费用全年并表的共同影响所致。其中，销售费用合计 128.57 亿元，管理费用合计 479.53 亿元，财务费用合计 288.74 亿元，同比分别增长 212.59%、107.73%和 38.03%。2017 年，海航集团费用收入比为 15.10%，较上年下降 9.51 个百分点，但费用控制能力仍有待提升。

从盈利指标看，2017 年海航集团营业利润率为 14.74%，较上年减少 7.73 个百分点，盈利能力有所下降主要系电子产品分销业务毛利率较低所致；总资本收益率和总资产报酬率分别为 3.99%和 3.87%，分别较上年提高了 0.32 个百分点和 0.23 个百分点，基本保持稳定；净资产收益率为 1.79%，较上年提高了 0.02 个百分点，盈利能力仍有待提高。

总体看，2017 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、公允价值变动收益和投资收益对利润影响较大；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所有者的净利润。

现金流

从经营活动看，2017 年，海航集团经营活动现金流量净额为 634.00 亿元，同比增长 25.50%，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 6,183.34 亿元，经营活动现金流出为 5,549.34 亿元。

由于海航集团持续对外投资，2017 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 2,361.61 亿元，主要系并购项目支付收购对价、固定资产投资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，2017 年海航集团筹资活动现金流量净额为 1,515.48 亿元，较上年减少 55.76%，主要系当期筹资活动流出规模较大所致。

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，截至 2017 年底，海航集团流动比率和速动比率分别由上年底的 1.52 倍和 1.22 倍下降至 1.47 倍和 1.15 倍，流动资产对流动负债覆盖程度尚可；现金短期债务比由 1.12 倍下降至 0.94 倍，现金对短期债务的保护能力尚可。整体看，海航集团的短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2017 年，海航集团 EBITDA 为 617.47 亿元，同比增长 18.95%；其中，折旧占 23.89%、摊销占 5.72%、计入财务费用的利息支出占 51.58%、利润总额占 18.82%。2017 年，海航集团 EBITDA 全部债务比由上年的 0.11 倍降低为 0.10 倍；EBITDA 利息倍数由上年的 2.42 倍降低至 1.94 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障程度仍属一般。

截至 2017 年底，海航集团对外实际担保金额为 353.96 亿元，占净资产的 7.14%，被担保方以关联企业海南航空股份有限公司为主。

截至 2017 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 2017 年底，海航集团拥有银行综合授信 8,115 亿元，尚未使用授信额度约 3,107 亿元，外部融资渠道畅通。

由于联合评级无法获取海航集团最新的人民银行征信报告，因此无法掌握及保证海航集团最新的征信情况。根据海航集团于上年跟踪评级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有所减弱，长期偿债能力有待提升；海航集团尚有部分未决诉讼，且对外担保规模存在一定的或有风险。

4．担保效果评价

从担保效果来看，以 2017 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 0.13%，占所有者权益总额的 0.32%，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 38.59 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 386.46 倍，覆盖程度很高。

总体看，2017 年，海航集团业务规模明显增长，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，积极发展基金投资和养老产业投资业务。公司目前持有两个房地产项目，地处上海市和天津市，其中上海项目拟进行整体转让；公司货币资金相对充裕，对短期债务的覆盖程度较高。同时，联合评级也关注到公司房地产业务规模下降较快、天津项目签约回款未达预期、非公开发行股票事项终止、业务转型存在一定的不确定性、所有者权益稳定性较弱、若剔除非经常性损益公司仍处于亏损状态等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司上海房地产项目拟进行整体转让，养老业务已开始正式运营，预计将逐步贡献收入；虽然公司拟进行重大资产重组，但公司的金融及医疗业务转型仍存在一定的不确定性，可能存在转型失败的风险。

“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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	88.98	101.76	101.88
所有者权益（亿元）	43.49	43.53	43.36
短期债务（亿元）	2.54	16.59	16.60
长期债务（亿元）	33.00	30.67	30.67
全部债务（亿元）	35.54	47.26	47.27
营业收入（亿元）	2.87	0.97	0.15
净利润（亿元）	-4.78	0.08	-0.53
EBITDA（亿元）	-3.12	2.21	--
经营性净现金流（亿元）	0.46	0.07	0.07
应收账款周转次数（次）	23.52	10.93	--
存货周转次数（次）	0.05	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.01	--
现金收入比率（%）	103.81	108.09	137.38
总资本收益率（%）	-4.06	2.40	--
总资产报酬率（%）	-3.59	2.31	--
净资产收益率（%）	-10.88	0.18	--
营业利润率（%）	34.18	33.45	42.48
费用收入比（%）	73.22	204.24	320.90
资产负债率（%）	51.13	57.22	57.44
全部债务资本化比率（%）	44.97	52.06	52.16
长期债务资本化比率（%）	43.15	41.34	41.43
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.20	0.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	-0.09	0.05	--
流动比率（倍）	8.30	3.36	3.32
速动比率（倍）	2.94	1.47	1.43
现金短期债务比（倍）	6.84	1.74	1.72
经营现金流动负债比率（%）	6.49	0.33	0.32
EBITDA/待偿本金合计（倍）	-0.19	0.14	--

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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	10,154.99	12,319.36
所有者权益（亿元）	4,120.27	4,954.34
短期债务（亿元）	1,536.62	1,882.74
长期债务（亿元）	3,398.49	4,126.02
全部债务（亿元）	4,935.11	6,008.77
营业收入（亿元）	1,955.69	5,940.58
净利润（亿元）	46.63	81.27
EBITDA（亿元）	519.09	617.47
经营性净现金流（亿元）	505.18	634.00
应收账款周转次数（次）	6.17	9.35
存货周转次数（次）	2.67	5.86
总资产周转次数（次）	0.26	0.53
总资本收益率（%）	3.68	3.99
总资产报酬率（%）	3.64	3.87
净资产收益率（%）	1.77	1.79
营业利润率（%）	22.48	14.74
费用收入比（%）	24.60	15.10
资产负债率（%）	59.43	59.78
全部债务资本化比率（%）	54.50	54.81
长期债务资本化比率（%）	45.20	45.44
EBITDA 利息倍数（倍）	2.42	1.94
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10
流动比率（倍）	1.52	1.47
速动比率（倍）	1.22	1.15
现金短期债务比（倍）	1.12	0.94
经营现金流动负债比率（%）	20.43	21.39

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。