

信用等级公告

联合[2015]201 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海航投资集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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“稳定”

海航投资集团股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年八月十九日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

海航投资集团股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 16 亿元

债券期限：不超过 10 年

还本付息方式：按年付息，到期还本

担保方：海航集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

评级时间：2015 年 8 月 19 日

主要财务数据：

发行人-海航投资集团股份有限公司

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	116.40	117.48	86.14	84.42
所有者权益(亿元)	40.05	45.14	42.39	43.25
长期债务(亿元)	35.00	23.43	19.66	7.09
全部债务(亿元)	47.00	47.98	26.29	23.13
营业收入(亿元)	25.56	25.92	20.01	2.99
净利润(亿元)	3.12	2.08	2.04	0.86
EBITDA(亿元)	5.74	4.01	5.44	--
经营性净现金流(亿元)	12.15	-18.65	-0.22	0.34
经营活动流入量(亿元)	37.26	27.29	14.41	6.83
营业利润率(%)	31.82	17.80	11.76	15.40
净资产收益率(%)	8.06	4.89	4.67	2.01
资产负债率(%)	65.59	61.58	50.79	48.77
全部债务资本化比率(%)	53.99	51.53	38.28	34.85
流动比率	2.63	2.29	3.27	2.23
EBITDA 全部债务比	0.12	0.08	0.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.80	1.05	1.54	--

担保方-海航集团有限公司

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	2,124.42	2,661.84	3,226.22	3,438.58
所有者权益(亿元)	450.56	570.30	731.54	761.56
全部债务(亿元)	1,380.27	1,751.41	2,123.34	2,383.04
净利润(亿元)	11.11	15.52	24.26	6.27
资产负债率(%)	78.79	78.57	77.33	77.85

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2012-2014 年财务数据均经过审计，发行人 2015 年半年报和担保方 2015 年一季报数据未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对海航投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“海航投资”）的评级反映了公司作为一家以房地产开发、销售与物业管理为主业的上市公司，近年来经营稳健，控股股东变更后，公司转型目标明确并获得控股股东大力支持。

目前，公司资产质量良好，负债水平相对较低，但债务结构有待进一步优化。伴随着房地产市场的持续走弱及公司处于转型时期，公司近三年盈利水平有所下降。未来，公司将逐步收缩受宏观调控影响较大的房地产业务，积极参股渤海信托、发展基金投资业务，业务呈现多元化态势。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券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较大，整体运营状况良好，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 公司资产质量良好，负债水平相对较低，未来若非公开发行股票成功，公司资本实力有望得以增强。

2. 公司房地产项目在北京、天津等地区具有一定的品牌知名度。

3. 随着主营业务的逐步转型，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。

4. 本期债券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，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具

有显著的积极影响。

关注

1. 近年来我国房地产行业集中度不断提升，国内土地成本逐年上涨，资金成本高企，行业竞争愈加激烈。

2. 随着房地产市场的持续走弱，公司房地产业务不断收缩，使得资产规模和利润水平有所下降。

3. 公司目前处于战略转型时期，未来转型是否成功具有一定不确定性。

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

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘晓佳

电话：010-85172818

邮箱：liuxj@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

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

除因评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与海航投资集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与海航投资集团股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因海航投资集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由海航投资集团股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

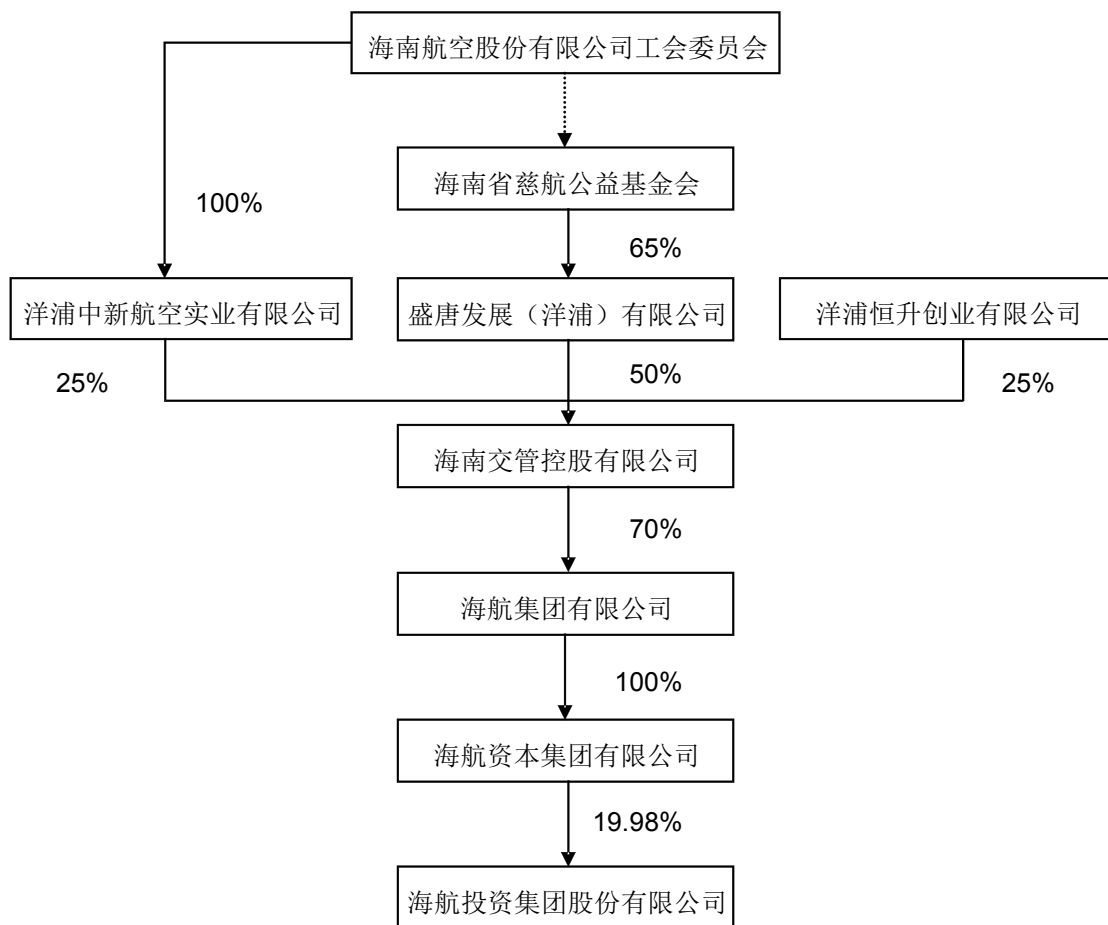
一、主体概况

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”。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。

截至2015年6月底，公司总股本为143,023.44万股，控股股东海航资本持股比例为19.98%，公司实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会（见下图）。

图1 截至2015年6月底公司股权结构和实际控制关系图



资料来源：公司提供

公司许可经营的项目包括：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）

截至 2014 年底，公司设有计划财务部、综合管理部、风险控制部、战略投资部、基金管理部以及董事会办公室 6 个职能部门（附件 1），拥有子公司 27 家。截至 2014 年底，公司在职员工总数为 767 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 861,389.78 万元，负债总额 437,498.74 万元，所有者权益（含少数股东权益）423,891.04 万元。2014 年公司实现合并营业收入 200,063.38 万元，净利润（含少数股东损益）20,436.12 万元。经营活动产生的现金流量净额-2,217.68 万元，现金及现金等价物净增加额-2,799.47 万元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 844,183.08 万元，负债总额 411,675.33 万元，所有者权益（含少数股东权益）432,507.75 万元。2015 年 1~6 月公司实现合并营业收入 29,949.02 万元，净利润（含少数股东损益）8,609.22 万元，经营活动产生的现金流量净额 3,387.01 万元，现金及现金等价物净增加额-28,977.57 万元。

公司地址：大连市中山区长江路 123 号长江写字楼 2129；法定代表人：赵权。

二、本期公司债券概况

1. 本期公司债券概况

本期公司债券名称为“海航投资集团股份有限公司 2015 年公司债券”，发行规模预计为不超过 16 亿元（含 16 亿元），债券期限为不超过 10 年。

本期公司债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于调整公司债务结构和补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主营业务以商品房销售为主，营业利润主要来自于房地产业务，公司属于房地产行业。

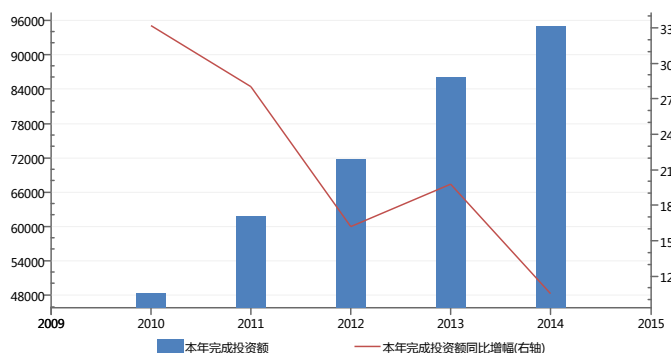
1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年 9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受 2011 年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长

16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增加 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的下降回调态势（如下图所示）。

图 2 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

2. 市场供需

从行业上游来看，房地产开发企业成本主要包括土地成本、建安成本、税费、销售费用和财务费用等。虽然各个开发企业成本结构各不相同，但是行业内一般认为土地成本约占总成本的 40% 左右，建安成本约占 30% 到 40%，税费约占 10% 到 20%。建安成本中各种建筑材料如钢材、水泥供给充足，近年价格相对稳定，因此土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素。

受楼市下行的影响，2014 年，全国土地市场呈现下行趋势，土地成交减少，低溢价率成为主流。2014 年，全国 300 个城市共成交土地 27,907 宗，同比减少 28%；成交面积 104,032 万平方米，同比减少 31%。其中，住宅用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）7,941 宗，同比减少 35%，成交面积 35,377 万平方米，同比减少 36%；商办类用地 5,363 宗，同比减少 29%，成交土地面积 15,917 万平方米，同比减少 31%。从溢价率来看，低溢价率成为主流，2014 年全国 300 个城市土地平均溢价率 10%，较 2013 年同期下降 5 个百分点。其中住宅类用地平均溢价率 12%，同比下降 7 个百分点。

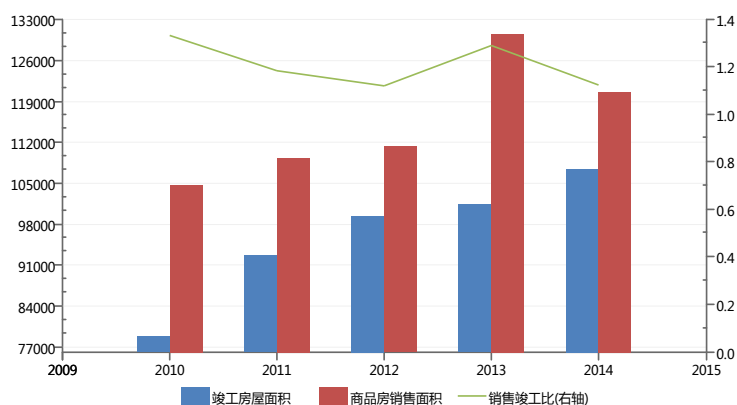
土地市场分化也日趋明显，2014 年，全国 300 城市土地出让金总额同比下降 27%，总额为 23,412 亿元，其中 10 个重点城市占比约为 40%，较 2013 年增加 7 个百分点。2014 年，一线城市的土地成交量创五年新低，但成交均价则是五年新高。2014 年，一线城市共推出土地 833 宗，推出土地面积 3,665 万平方米，同比减少 26%；成交方面，共成交土地 772 宗，成交土地面积 3,401

万平方米，同比减少 27%；楼面均价 7,705 元/平方米，同比上涨 41%；土地出让金为 5,068 亿元，同比减少 3%。

从供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。

2013 年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 3 2010~2014 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）

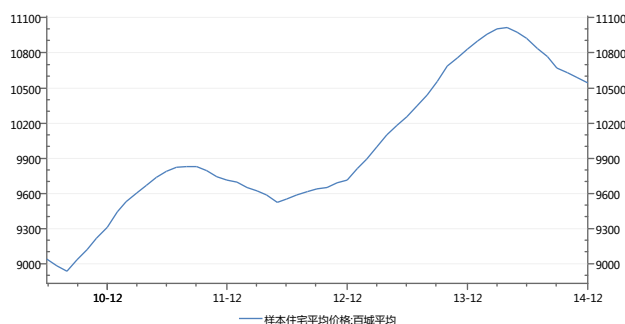


资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 4 百城住宅平均价格情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯

总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势，原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，稳定的现金流提高其信用等级，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业如下表所示。

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计2012年中央强调调控不动摇60次；4次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到156次；2次提及问责。限购、限价、限贷继续严格执行。五大政策显得最为重要，它们分别是公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策。

进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表3 2009年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009年5月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009年12月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010年1月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010年4月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年11月	中国人民银行宣布自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费

以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州、深圳和三亚五城仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐向长效的经济手段转变。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

资金成本上升，人民币贬值导致热钱流出，房地产企业融资困难，房地产行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。同时外部融资环境正在持续收紧，中国房地产企业海外融资成本和融资通道也正在收紧。2014年中国企业海外负债敞口中房地产企业占比较高，国内房地产周期调整叠加美联储升息及人民币贬值，将带来极大的再融资和偿债压力。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。在热点城市仍然面临较大房价上涨压力的前提下，多数一、二线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他限购城市来说，政策调整空间将有所扩大，针对限购进行调整也不无可能。

供需转变、库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014 年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致城市房价下行压力较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是以房地产开发、销售与物业管理为主业的上市公司，其核心项目位于北京、天津、苏州等核心城市，项目地理位置优越，经营优势明显。公司开发的项目多定位于中、高端市场，在北京、天津等地区公司已成为区域知名房地产品牌，具有一定的品牌知名度。公司先后开发了“北京燕西华府”、“天津亿城堂庭”等住宅项目。截至 2014 年末，公司累计开发总建筑面积（包括在开发项目）超过 200 万平方米。

目前，公司确定了逐步转型为多产业投融资平台的定位，计划以信托、基金、保险、大健康为着力点，开展金融投资业务，同时以创新方式继续推进现有的房地产业务，以获得多元化的收入来源和利润增长点。房地产行业具有一定的周期性，随着经营环境的不断变化，公司制定的多元化发展战略为实现企业的持续、健康发展提供了保障。

总体看，公司房地产开发经验较为丰富，公司开发项目在当地拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括总裁、副总裁、财务总监及董事会秘书共 4 名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

公司董事长赵权先生，1970 年出生，学士学历，历任海航集团有限公司计财部总经理、海航集团有限公司财务总监、海航集团有限公司执行副总裁、海航实业集团有限公司首席执行官兼首席投资官。2015 年 4 月至今，任海航投资董事长。现任海航投资董事长、海航实业集团有限公司首席执行官兼首席投资官。

公司总裁戴美欧先生，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等；2013 年 12 月至今，任海航投资董事；2015 年 6 月被聘任为海航投资首席执行官兼总裁。

截至 2014 年底，公司在职工总数为 767 人，其中研究生及以上学历占 4.82%，本科学历占 21.38%，大专及以下学历占 73.80%；从专业构成看，公司员工以生产人员和技术人员为主，二者分别占员工总数的 58.41%和 24.38%，行政人员、财务人员和销售人员分别占 7.04%、6.78%和 3.39%。根据公司的人力资源管理制度，公司将管理人员、研发拓展人员、成本控制人员归类为技术人员，将物业客服人员归类为生产人员。从专业人员配置情况看，员工专业结构可以满足公司目前的发展需要。

总体看，公司主要高层管理人员管理经验丰富，管理能力突出；员工专业构成相对合理，符合公司发展需要。

3. 控股股东背景

公司的控股股东为海航资本，实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会。

海航资本拥有租赁、保险、信托、证券、期货、基金、保理等传统及创新金融业务，截至 2015 年 3 月底，海航资本资产规模超过 1,790 亿元，拥有各类成员公司近 30 家，拥有国内营业网点逾 1,200 家，业务遍及北京、天津、上海、深圳、香港、新加坡、悉尼、奥斯陆、伦敦、都柏林、纽约等 30 个大中城市。与公司在全国范围内共享业务信息和客户资源。

总体看，公司控股股东涉足多方面的金融业务，经营优势明显，具有一定的品牌影响力，能够为公司多元化发展战略的实施提供支持。

五、管理体制

1. 治理结构

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，公司建立了较为完善的公司治理结构和治理制度。公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引等有关法律和法规的规定，建立健全以股东大会、董事会、监事会“三会”议事规则等为基础的基本管理制度，以及涵盖公司各层面和各业务环节、关注重要业务事项和高风险领域的内部控制制度，并随着公司经营环境的变化及时加以完善，使之得到有效的实施。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 7 名董事组成，其中包括 3 名独立董事，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长和副董事长人选以全体董事的 2/3 以上选举产生和罢免。公司按照监管部门的要求不断完善治理结构，目前公司董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会和提名委员会四个专门委员会，各委员会依照其职责分工，规范有序地开展工作，运行情况良好。

公司监事会由 3 名成员组成，包括监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设总裁 1 名，副总裁 3 名，财务总监 1 名。总裁由董事会聘任和解聘，在任职期间对董事会负责，并按照公司章程行使权利。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司设有计划财务部、综合管理部、风险控制部、战略投资部、基金管理部以及董事会办公室 6 个职能部门（附件 1）。公司部门设置简单清晰，符合自身经营特点。目前，公司各业务管理部门与职能部门合作紧密，分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

在内部机构权责分配方面，公司各部门职责分工明确，保证了各项业务的授权、执行、复核、记录及资产的维护与保管分别由不同的部门完成并互相牵制。公司还明确了各项业务的各个层级的授权范围、审批程序和批准金额等事项。

在风险管理方面，公司对经营风险、财务风险、市场风险、管理风险等进行持续的监控，明确了公司风险管理的责任，完善了识别、分析和评估风险要素的程序。另外，还定期召开风险管理讨论会，及时分析经营及财务等方面的情况，采取针对性的措施进行风险预警管理。同时，通过内部控制制度，根据市场变化及公司经营的需要及时补充健全内控措施，防范出现重大风险。

在财务管理方面，公司设立了独立的财务部门，并根据会计业务需要设置会计工作岗位，配备了具有一定经验和良好业务素质的会计人员，有关岗位的职责和权限符合内部牵制原则。在财务管理方面，公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程以及财务收支审批、预算管理、固定资产管理、成本核算、财务专用章使用审批制度以及货币资金、收款、付款、存货、成本费用等多项财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营发展

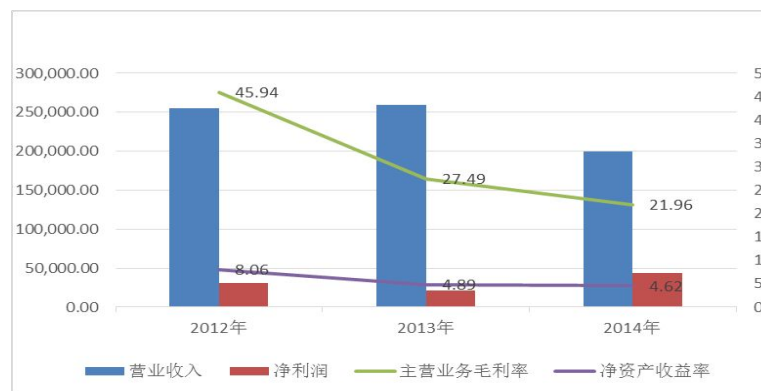
1. 经营概况

公司主要从事房地产的开发与销售，主要产品包括住宅、附属或配套商业等。

近年来房地产行业的市场集中度越来越高，竞争优势日益朝大型、超大型房企集中，中小型房企在规模、资源、资金、品牌等方面都面临很大的挑战。面对上述变化，公司如果延续原有的发展模式，未来的成长性、发展空间将受到较大制约。2013年，随着新的控股股东海航资本的入主，公司初步确定了向金融投资平台转型的目标，未来公司将由房地产开发企业转型为金融投资企业。

2012~2014年，公司营业收入复合下降11.53%，同期净利润复合下降19.12%。2013年，公司实现营业收入259,195.12万元，同比增长1.41%；实现净利润20,837.92万元，同比下降33.30%，主要由于受房地产行业发展影响，房屋销售业务的成本增加、毛利率下降。2014年，公司实现营业收入200,063.38万元，同比下降22.81%；实现净利润20,436.12万元，同比下降1.93%，主要系公司启动战略转型，拟向金融投资平台的方向发展，逐步减少了房地产开发业务。

图 5 2012 年~2014 年公司盈利能力情况



资料来源：公司年报

公司主营业务为房地产销售，房地产销售收入是公司主营业务收入最重要的来源，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在90%以上。从营业收入的地区分布来看，近三年公司售房确认收入大部分来自北京市和天津市，其余少部分来自苏州、大连、秦皇岛等地，目前公司主营业务区域比较集中。

从盈利情况来看，由于房地产销售在公司主营业务中的占比很高，因此房地产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大，公司综合毛利率与房地产销售毛利率同向变化。2012~2014年，国内房地产市场竞争加剧、房地产企业集中度上升，公司房地产销售业务的毛利率逐年下降，综合毛利率随之下降。

表4 2012~2014年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年		
	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	246,613.79	96.49	46.91	249,849.77	96.39	28.34	189,025.37	94.48	22.38
物业管理	7,317.91	2.86	9.54	7,532.69	2.91	0.97	8,388.09	4.19	14.46
房地产出租	703.63	0.28	53.25	835.34	0.32	82.03	396.14	0.20	-59.66
体育文化	298.31	0.12	4.66	52.01	0.02	-544.91	--	--	--
餐饮及物业出租	662.69	0.26	96.29	--	--	--	-	--	--
矿石	--	--	--	925.31	0.36	-3.85	2,253.77	1.13	28.89
合计	255,596.33	100.00	45.94	259,195.12	100.00	27.49	200,063.38	100.00	21.96

资料来源：公司提供

2015年1~6月，公司实现营业收入和净利润分别达到29,949.02万元和8,609.22万元，盈利水平较上年同期显著下降，主要系公司逐步调整主营业务方向，持续收缩房地产业务，而投资业务尚未大规模贡献收入及盈利所致。

总体看，房地产销售为公司营业收入及利润的主要来源，目前项目主要集中于北京和天津等经济发达城市，项目风险较小。由于目前公司处于转型期，可售房地产面积下降，存量房地产项目去化较慢，影响了整体经营成果。

2. 房地产业务

项目成本管理及土地储备

公司房地产开发业务的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高，约占70%以上。土地出让金的支付一般为先期支付50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的70%，竣工验收前支付款项不超过85%，项目决算后一般付满95%的款项，剩余5%作为工程质保金。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对此持谨慎态度。目前，公司土地收购方式包括股权收购和直接拍买两种，以后者为主。公司主要房地产项目多位于北京市，近几年北京房地产调控政策对单个项目利润水平影响较大，2011年开始公司加大了开拓其他城市房地产业务的力度；

但由于国内土地价格日益高涨，带动房地产企业开发成本高企，加之公司处于战略转型时期，因此近两年未进行大规模土地储备。公司仅于 2013 年 9 月通过招拍挂方式获取了上海前滩项目（沪房地浦字(2014)第 010372 号），土地出让金 16.70 亿元，为写字楼和住宅混合用地，总规划建筑面积约 8 万平方米。这是公司首次进入上海市场，是公司实施一线城市重点区域发展策略的重要体现。

项目建设开发情况

公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体。截至 2014 年底，公司共有子公司 25 家，其中主要房地产开发子公司 5 家（表 5）。

表 5 截至 2015 年 6 月底公司主要控股子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	所处行业	注册资本
1	北京亿城房地产开发有限公司	房地产开发	10,000.00
2	苏州亿城山水房地产开发有限公司	房地产开发	10,000.00
3	天津亿城地产有限公司	房地产开发	19,000.00
4	天津亿城山水房地产开发有限公司	房地产开发	40,000.00
5	唐山亿城房地产开发有限公司	房地产开发	5,000.00

资料来源：公司提供

近几年，持续的以行政措施为主的宏观调控使我国房地产市场环境发生了重大变化，首置首改等刚性需求成为推动市场发展的主要力量。而公司长期定位于差异化的实惠高端产品提供者，主动聚焦差异化高端市场，未能及时适时调整市场战略，导致公司房地产开发业务略有放缓并呈现一定的波动性。

2012 年，公司主动调整产品结构，加大中小户型房地产推售力度，全年房地产开发完成投资额 74.92 亿元，房屋施工面积约 100 万平方米，天津亿城堂庭三期、苏州亿城天筑三期、苏州苏秀天地等项目按计划开工；同年房屋竣工面积 4.4 万平方米。2013 年，公司房地产开发完成投资额 57.22 亿元，并取得上海前滩项目地块；受战略转型及前期规划影响，公司房屋施工面积下降，仅为 80 万平方米，天津亿城堂庭三期的洋房、唐山叠山院等项目均按计划开工；全年房屋竣工面积 27.38 万平方米。2014 年，公司通过在北京产权交易所公开挂牌转让的方式，顺利处置了其拥有的北京西海龙湖置业有限公司（以下简称“西海龙湖”）65%股权，西海龙湖持有的北京燕西华府房地产项目随之转让，加之天津亿城堂庭二期一部分竣工备案、苏州亿城天筑竣工备案，导致公司在施面积减少，全年房屋施工面积 35.50 万平方米、竣工面积 20.01 万平方米；2014 年，公司进一步收缩了房地产开发业务，全年完成房地产开发投资额 14.25 亿元。

表 6 2012~2015 年 6 月公司房地产业务经营数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
房地产开发完成投资额(亿元)	74.92	57.22	14.25	2.36
房屋施工面积(万平方米)	100.00	80.00	35.50	29.23
房屋竣工面积(万平方米)	4.4	27.38	20.01	4.40

资料来源：公司提供

房地产项目开发周期长、投资大，并且要接受规划、国土、建设、房管、消防和环保等多个政府部门的审批和监管，项目建设完成后还面临着销售、经营等环节，开发所面临的不确定风险较大。目前公司积极通过合作或转让等方式处置低效房地产资产，部分房地产项目公司正在处置过程中，未来公司将逐步减少房地产开发业务，选择重点城市优质地段的持有型物业，努力挖掘

和提升物业的综合价值，以获取稳定的经营性收入，增强公司的抗风险能力。

房产销售情况

房地产定价方面，公司根据房地产项目所处地段、房屋品质（户型）、周边配套以及周边房地产价格综合确定房屋销售均价。从房屋销售面积来看，2012~2014 年，公司分别销售房屋 16.57 万平方米、13.09 万平方米和 4.20 万平方米，由于市场需求户型变化、宏观调控以及房地产项目进展不同等因素，公司房屋销售面积年度间呈现较大的波动性。从房产销售价格来看，2012 年~2014 年，公司房产销售平均价格总体波动变化，主要是因为不同年份公司销售房屋户型不同，销售均价存在一定差异所致。从结转面积来看，2012~2014 年，由于公司房地产施工面积大幅下降使得结转面积逐年下降。

表 7 2012~2015 年 6 月公司房屋销售情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
房屋销售面积(万平方米)	16.57	13.09	4.20	2.28
平均销售价格（元/平方米）	18,077.02	18,138.00	17,619.05	13,305.83
实际销售额(亿元)	34.70	23.43	7.40	3.04
结转面积（万平方米）	10.29	13.73	13.27	1.69
结转金额（亿元）	24.66	24.98	19.78	2.42

资料来源：公司提供

从销售方式来看，公司房地产销售以项目子公司直销为主，同时存在少量代销业务（仅居中介，无签订协议或收取销售款项的权利）。从客户集中度来看，因公司销售的房产多为商业住宅，加之近两年推售的刚需住宅户型较多，主要客户群为个人购房者。近三年，公司前五名客户收入合计占主营业务收入总额的比重分别为 3.07%、10.66%和 2.06%，客户集中度不高。

截至 2015 年 6 月底，公司主要在建项目有 4 个，除上海前滩项目外，分别已进入开工、交付阶段；其中，苏州胥江一号为高端大户型项目，去化较慢。

表 8 截至 2015 年 6 月底公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	占地面积	建筑面积	拟投资额	已投资额	开发周期	房地产性质及户型结构	已售面积
天津亿城堂庭	9.31	42.09	475,279.14	396,224.83	项目分三期开发，一期已竣工并入住；二期 1 区已竣工并入住、2 区正在施工过程中，预计 2015 年中旬竣工；三期于 2013 年年底开工	城市综合体（住宅+写字楼+商业）	17.05
苏州胥江一号	10.54	15.95	87,663.90	63,671.38	项目分三期开发，一期已开工，2014 年下半年竣工并入住；二期、三期 2014 年上半年开工建设。	别墅类	0.95
唐山叠山院	11.56	16.51	173,071.37	58,989.43	项目分三期开发，现已全部开工建设，尚未竣工入住。	住宅类	1.46
上海前滩项目	1.16	9.28	349,612.57	194,558.26	未开工	综合体（住宅+写字楼）	--

资料来源：公司提供

总体看，公司近两年由于房屋产品结构调整及战略转型，未大规模进行土地储备，目前公司

房地产项目开发与公司资金实力基本匹配，但可售房产资源有限，销售情况一般，大户型去化较慢。随着未来公司战略调整，房地产开发业务将逐步收缩，房地产销售收入预计将进一步减少。

3. 其他业务

除房地产业务外，公司业务范围还涉及物业管理、房地产出租、体育文化及餐饮业务，均由各子公司负责运营。

物业管理业务由子公司北京亿城物业管理有限公司承担，房地产出租业务由北京亿城房地产开发有限公司和江苏亿城地产有限公司承担，体育文化业务由秦皇岛天行九州海滨体育公园有限公司承担（已于2013年2月处置），餐饮业务由大连渤海饭店有限公司承担（2012年已处置）。截至2014年底，公司体育文化业务及餐饮业务已处置并不再产生收入，而物业管理、房地产出租及矿石业务在营业收入中占比非常低，对经营业绩影响不大。2015年6月，为优化结构，公司转让了北京亿城物业管理有限公司100%股权，公司不再从事物业管理业务。

此外，公司于2012年10月24日与淄博鑫耐达耐火材料股份有限公司（以下简称“鑫耐达”）、淄博嘉丰矿业有限公司（以下简称“嘉丰矿业”）签订《股权暨债权收购协议》，公司以40,000万元收购鑫耐达持有的嘉丰矿业67%股权及鑫耐达对嘉丰矿业享有的全部79,337,109.42元债权。嘉丰矿业拥有3.75平方公里耐火粘土矿，可开采粘土矿24万吨/年，并计划投资建设年产10万吨的低密高强陶粒支撑剂项目和年产12万吨的煅烧高等级焦宝石深加工项目，目前上述两项目尚处在筹备期，能否实现预期收益存在较大的不确定性。

2014年，公司与中信信托合作，成功发起了中亿城信不动产投资基金（公司股权占比为10%），并完成了首个项目的投资；基金规模17亿元，募集资金12.52亿元，基金投资于海航实业大厦，持有项目公司100%股权，目前股权交割已经完成，正在进行资产及管理的交接以及后期资金的募集。公司2014年设立的下属两家基金管理公司亿城投资基金管理（北京）有限公司和深圳中亿城信股权投资基金管理有限公司已按照相关规定完成了在中国证券投资基金业协会的备案。此外，公司计划与渤海信托、特华控股共同组建公募基金公司，已完成内部决策机构审议程序，正在证监会审核过程中。

2014年6月，公司与新加坡丰树投资公司全资子公司签订了《合作备忘录》，拟合作投资物流仓储项目，双方正在就具体项目及合作细节进行磋商；8月，公司与汉盛资本中国有限公司签订了框架合作协议，拟共同投资、运营退休养老相关业务，目前合资公司已经成立，双方正在积极推动具体项目落地。

2015年1月28日，公司与汉盛资本于签署了《亿城投资集团股份有限公司和CRIMSON CAPITAL CHINA LIMITED签署的就开展养老运营服务的合资经营企业合作合同》，拟共同出资成立合资公司北京海汉养老咨询服务有限公司，注册资本1,000万元人民币，拟开展养老运营服务；2015年7月，公司发起成立铁狮门投资基金。

总体来看，公司为战略转型对现有业务架构进行了调整，金融投资方向基本落实，目前基金业务全面发展，未来上述业务将为公司战略转型奠定良好基础。

4. 重要事项

重大股权转让

公司目前的主营业务为房地产开发及物业管理和物业出租，房地产行业属于典型的资金密集型行业，受限于公司已有的资金及规模，单一从事房地产开发业务积累的风险在逐步扩大。2013年公司原股东乾通实业将公司19.98%的股份转让给海航资本，海航资本成为公司新的控股股东。

控股股东变更后，确定了将公司打造成为金融平台的战略发展方向，计划以信托、基金为重点，并探索其他金融服务业和相关产业投资业务，同时逐步减少房地产开发业务，并在重点城市适度投资标志性物业以形成稳定的经营性收入。

非公开发行股票

根据公司 2015 年 5 月 12 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 名特定投资者发行不超过 3,037,974,683 股 A 股普通股股票，预计募集资金不超过 1,200,000 万元。扣除发行费用后拟用于以下项目：以 353,252.13 万元通过增资取得渤海信托 32.43% 股权，以 229,961.55 万元收购华安保险 19.643% 股权，以 292,477.76 万元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，以 324,308.56 万元补充流动资金。公司已于 7 月 31 日接到渤海信托通知增资渤海信托方案已获河北银监局批复；与此同时，公司正在跟进就收购华安保险股权事项在中国保监会的审批进度。

渤海信托成立于 2004 年 4 月 8 日，截至 2013 年底其注册资本 20 亿元，其中海航资本出资占比 60.22%，为渤海信托的控股股东。渤海信托业务遍布河北、北京、广东、四川、江浙、东北、内蒙古、山西、广西等全国绝大部分省份，自营业务范围包括存放同业、拆放同业、贷款、租赁、金融类公司股权投资、金融产品投资及自有固定资产投资，拥有 IPO 网下申购资格和上交所大宗交易资格，是全国银行间债券市场乙类成员。截至 2014 年 9 月底，渤海信托管理信托项目 744 个，信托资产规模 1,9921.77 亿元，信托业务主要分为单一、集合及财产权信托业务，信托资产业务范围包括基础设施投资信托、银行合作理财业务、股权投资信托、房地产投资信托等；截至 2014 年底，渤海信托总资产 37.70 亿元，所有者权益 36.84 亿元，全年实现净利润 5.91 亿元。

华安保险成立于 1996 年 10 月 21 日，截至 2015 年 3 月底其注册资本为 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。2014 年 1~9 月，华安保险实现保险收入 57.66 亿元，以机动车辆及第三者责任险收入为主。截至 2014 年底，华安保险总资产 136.99 亿元，所有者权益 49.39 亿元，全年实现净利润 3.39 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 2014 年底，新生医疗总资产 20.48 亿元，所有者权益 3.54 亿元，全年实现净利润 0.19 亿元。2015 年 2 月 3 日，海航置业控股（集团）有限公司（以下简称“海航置业”）与新生医疗签订债权转股权协议，海航置业将截至 2014 年 9 月 30 日对新生医疗的 22.69 亿元债权（其他应收款）转为对新生医疗的出资。债权转股权完成后，新生医疗的注册资本将由 0.5 亿元增加至 23.19 亿元。

总体来看，渤海信托和华安保险目前具有较好的盈利能力，参股渤海信托和开展基金投资业务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，同时，公司的资本实力也将显著增强。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司资产总额呈下降趋势，年均复合下降 13.98%，所有者权益复合增长 2.88%；

营业收入和净利润分别复合下降 11.53%和 19.12%；由于处于战略转型期，公司整体经营业绩出现下滑。

2012~2014 年，公司应收账款周转率分别为 31.91 次、23.29 次和 24.68 次，由于近两年公司以销售刚需小户型住房为主，个人购房者通过按揭贷款购房者比例较高，使得公司应收账款规模增加，应收账款周转率出现下降。

2012~2014 年，公司存货周转率分别为 0.17 次、0.24 次和 0.23 次，随着公司开发成本的下降，存货周转率有所升高，与同行业上市公司相比处于中上水平。

2012~2014 年，随着总资产及营业收入规模下降，近三年公司总资产周转率分别为 0.24 次、0.22 次和 0.20 次。

从同行业比较来看，2014 年公司主要周转指标在主要房地产上市企业内均属中等水平。

表9 2014年房地产类上市公司相关指标比较（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	58.87	0.32	0.30
招商地产	597.69	0.30	0.30
华夏幸福	7.81	0.26	0.29
保利地产	38.39	0.29	0.32
海航投资	24.68	0.23	0.20

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体来看，公司各项资产运营情况正常、发展速度稳健，整体经营效率一般。

6. 经营关注

房地产业务规模收缩、盈利水平进一步下降

目前，虽然公司积极进行战略转型，但房地产业务仍是公司主要的收入来源，由于国内宏观政策影响、房地产开发成本不断上升等因素共同影响，公司房地产业务毛利率逐年下降，导致主营业务毛利率也不断下降，影响了整体盈利水平。

其他业务、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信托、保险以及医疗物业租赁领域，目前国内信托及保险行业市场成熟、利润水平较高；医疗物业租赁具有稳定的租金来源，联合评级注意到公司拟投资的新生医疗估值较高，根据其 2014 年审计报告显示，截至 2014 年底新生医疗处于资不抵债状态，虽然公司收购债转股之后的新生医疗的所有者权益为正，未来其对公司业务的贡献度尚具有不确定性。

7. 未来发展

公司对国内房地产行业竞争日趋激烈、分化加剧的严峻形势以及自身在房地产行业中的地位和面临的挑战有清醒的认识。为了突破发展瓶颈，公司持续对公司发展面临的内外部环境进行评估和分析，早几年已经尝试转型，并已明确提出转型为金融投资平台的发展方向，为公司长远发展奠定基础。随着基金、产业投资业务的开展和非公开发行工作的推进，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。

展望未来，公司将围绕构筑金融投资平台的既定方向，充分利用和发挥企业多年发展形成的基础和优势，把握国家经济持续发展和深化金融改革带来的市场机会，积极布局金融投资产业，通过投资、合作等方式快速捕获金融行业优质机遇，不断加深对行业的理解，提高行业投资能力，开拓基金、信托、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、联动发展的新业务格局，使多元化产业投融资切实成为公司主业及利润增长点，推动公司逐步完成从“开发商”到“投资商”的转型，稳步开拓公司发展空间，为股东创造更好的回报。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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012年~2014年度财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年均出具了标准无保留审计意见。公司2015年半年报财务数据未经审计。2013年，公司出售子公司北京亿城山水房地产开发有限公司全部股权、出售秦皇岛天行九州旅游置业开发有限公司70%股权、注销亿城（北京）职业拳击俱乐部有限公司，上述子公司及其孙公司不再纳入合并报表范围；同时设立亿城集团上海投资有限公司，纳入合并报表范围。2014年4月，公司投资设立深圳中亿城信基金管理有限公司和深圳中亿城信投资合伙企业（有限合伙），纳入合并报表范围；2014年6月公司将子公司北京西海龙湖置业有限公司（以下简称“北京西海龙湖”）65%股权转让给北京大德盛世投资管理中心（有限合伙），北京西海龙湖不再纳入合并报表范围。

公司自2014年7月1日起采用中国财政部于2014年修订、发布的部分会计准则，调整了长期股权投资科目部分资产，但对公司的财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

截至2014年底，公司合并资产总额861,389.78万元，负债总额437,498.74万元，所有者权益（含少数股东权益）423,891.04万元。2014年公司实现合并营业收入200,063.38万元，净利润（含少数股东损益）20,436.12万元。经营活动产生的现金流量净额-2,217.68万元，现金及现金等价物净增加额-2,799.47万元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额844,183.08万元，负债总额411,675.33万元，所有者权益（含少数股东权益）432,507.75万元。2015年1~6月公司实现合并营业收入29,949.02万元，净利润（含少数股东损益）8,609.22万元，经营活动产生的现金流量净额3,387.01万元，现金及现金等价物净增加额-28,977.57万元。

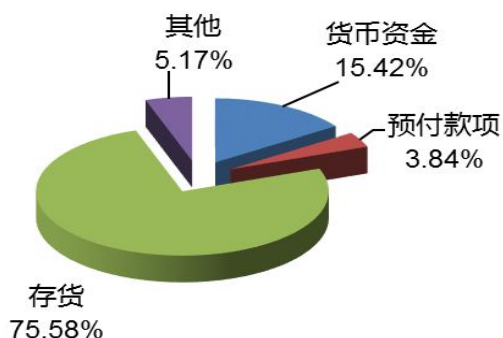
2. 资产质量

近三年公司资产规模有所下降。截至2014年底，公司资产总额861,389.78万元，其中流动资产和非流动资产占比分别为91.42%和8.58%，流动资产占比高。

流动资产

近三年公司流动资产年均复合下降14.84%。截至2014年底，公司流动资产合计787,475.87万元，其中存货占比75.58%，预付款项占比3.84%，货币资金占比15.42%，是流动资产构成的主要来源（见下图）。

图6 2014年公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

近三年，公司货币资金整体呈逐年下降趋势，年均复合减少13.99%。截至2014年底，公司货币资金账面金额为121,323.69万元，较上年下降3.59%，其中银行存款占比76.09%，其他货币资金占比23.91%，其余为库存现金。其他货币资金为定期存单质押借款。

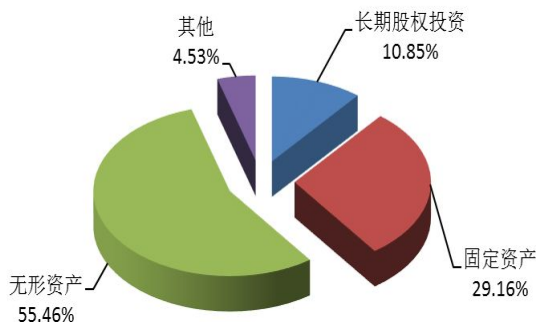
近三年，公司存货规模整体呈下降趋势。2014年末，随着公司整体开发成本的下降，存货的账面价值较上年末减少15.84%。公司存货主要以开发成本和开发产品为主。

近三年，公司预付款项规模较为稳定，年均减少2.61%。截至2014年底，公司预付款项余额30,244.97万元，较上年减少84.76%，系公司将预付上海滨江国际旅游度假区开发有限公司16.7亿元的土地出让金转入开发成本所致。从账龄结构来看，预付款项中账龄在三年以上的占97.77%，占比较高。公司预付款项前五名合计金额占总额比例为99.80%，预付款项集中度很高。

非流动资产

近三年公司非流动资产规模变动不大，三年复合下降2.80%。截至2014年底，公司非流动资产合计73,913.91万元，其中无形资产、固定资产和长期股权投资占比较高，是非流动资产的主要构成部分（见下图）。

图7 公司2014年非流动资产构成图



资料来源：公司年报

公司无形资产主要为采矿权。近三年，公司无形资产小幅下降，年均复合下降0.89%。截至2014年底，公司无形资产29,771.09万元，较2013年末减少1.01%，系计提摊销所致。

近三年，公司固定资产规模呈下降趋势。公司固定资产主要以井巷建筑、房屋建筑物为主。

2013 年末公司的固定资产账面价值较 2012 年末减少了 8,032.37 万元,降幅为 37.07%,主要是 2013 年公司处置北京亿城山水 100%股权及秦皇岛天行九州旅游置业开发有限公司 70%股权,相关公司不再纳入合并报表范围导致。截至 2014 年底,公司固定资产账面净值合计 15,653.90 万元,较上年增加 14.81%,主要系房屋及建筑物增加所致。

近三年,公司长期股权投资年均下降 9.86%。截至 2014 年底,公司长期股权投资账面余额 5,823.31 万元,较上年末减少 4.72%,系处置合营公司北京阳台山旅游经营管理有限公司股权所致。

截至 2015 年 6 月底,公司资产总额为 844,183.08 万元,较年初减少 2.00%,资产构成较年初变化不大。

总体看,由于房地产业务收缩,公司近三年资产规模呈下降趋势,资产构成以流动资产为主,流动资产中存货和预付款项占比较高,符合公司所在行业特征。

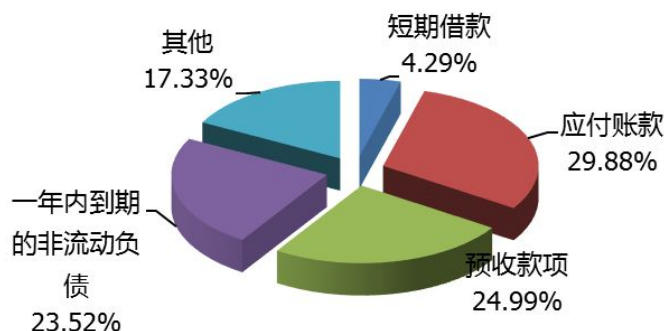
3. 负债及所有者权益

负债

近三年,公司负债规模呈现逐年下降趋势,年均下降 24.30%。截至 2014 年底,公司负债总额为 437,498.74 万元,其中流动负债占比 55.06%,非流动负债占比 44.94%。

近三年,公司流动负债年均下降 23.68%。截至 2014 年底,公司流动负债合计 240,874.44 万元,其中预收款项、一年内到期的非流动负债、应付账款占比较高,是流动负债的主要来源(见下图)。

图8 公司2014年流动负债构成图



资料来源：公司年报

公司预收款主要为预收房款。近三年,随着房地产可售项目减少,公司预收款项逐年减少。截至 2014 年底,公司预收款项合计 59,595.62 万元,较上年减少 67.30%,主要为天津亿城华庭项目二期、苏州亿城天筑项目竣工结转收入以及本期转让北京西海龙湖置业有限公司股权,北京燕西华府项目的预收房款相应转出所致。

截至 2014 年底,公司一年内到期的非流动负债合计 56,090.00 万元,较上年减少 63.00%,主要系下一年度到期的长期借款减少以及应付债券到期偿还所致。

近三年,公司应付账款保持稳定,年均变化率 1.87%。截至 2014 年底,公司应付账款合计 71,254.47 万元,主要为应付工程款。

近三年,公司短期借款逐年减少。截至 2014 年底,公司短期借款为 10,220.00 万元,主要为抵押借款。

近三年，由于房地产开发投资额下降，对外融资规模缩减，使得公司非流动负债规模年均下降 25.05%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 196,624.30 万元，全部为长期借款。

近三年，由于公司债务规模、资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年下降。2014 年末公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.79%、38.28%和 31.69%，均处于适中水平，公司整体债务负担一般。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 411,675.33 万元，较年初下降 5.90%，主要系应交税费和长期借款减少所致。公司负债仍以流动负债为主，由于部分长期借款即将到期，流动负债占比由年初的 55.06%上升至 82.77%。

总体看，公司负债总额中流动负债占比较高，负债结构有待进一步优化。

所有者权益

近三年，公司所有者权益稳定增长，年均增长率 2.88%。截至 2014 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 423,891.04 万元，其中归属于母公司所有者权益占比 99.49%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 3391%，资本公积占 4.78%，盈余公积占 5.25%，未分配利润占 56.06%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 432,507.75 万元，较年初变化不大。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入波动较大，年均复合增长率-11.53%，2014年公司营业收入下降22.80%，主要系公司出售子公司导致合并报表口径变化所致。营业利润近三年波动较大，分别为44,760.89万元、25,860.03万元和41,798.20万元。

期间费用方面，公司三项费用在2012~2014年营业收入中的占比分别为13.35%、9.88%和11.05%，费用占比不高，就房地产行业特征来看，公司对费用的控制能力较好。2014年，公司销售费用、管理费用、财务费用分别为5,011.19万元、8,859.12万元、8,525.53万元。2014年销售费用同比大幅减少37.95%，主要是当年营销推广费用、销售佣金减少所致；财务费用同比大幅增加28.35%，主要系公司发行债券支付利息收入增加所致。

利润构成方面，公司利润除主营业务产生的经营性利润外，投资收益对整体利润的贡献度较大。近三年，公司投资收益分别为1,270.11万元、9,966.91万元和50,809.00，年均增长532.48%，主要系2014年处置子公司西海龙湖65%股权所取得的收益。

近三年公司主营业务毛利率分别为45.94%、27.49%和21.96%，呈逐年下降趋势，主要归因于公司主营的房地产业务毛利大幅下降所致。近三年公司净资产收益率分别为8.06%、4.89%和4.67%，呈现逐年下降趋势，主要是公司经营成本上升带动公司净利润逐年下降所致。2014年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.97%、5.23%和4.67%。

从同行业比较情况来看，公司2014年净资产收益率（摊薄）、销售毛利率、销售净利率分别为4.54%、21.96%和10.21%，在同行业上市公司中处于较低水平。由于房地产行业增长趋缓，致使公司利润水平有所下降，故公司销售毛利率、销售净利率在同行业中相对较低（见下表）。

表10 2014年房地产主要上市公司盈利能力指标比较 (单位: %)

指 标	净资产收益率(摊薄)	销售毛利率	销售净利率
万科 A	17.86	29.94	13.18
华夏幸福	36.1	35.77	14.14
招商地产	13.71	37.33	12.70
保利地产	19.87	32.03	13.05
海航投资	4.54	21.96	10.21

资料来源: Wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015年1~6月, 公司实现营业收入29,949.02万元, 较上年同期减少26.53%; 净利润8,609.22万元, 较上年同期下降67.54%, 盈利水平较上年同期明显下降, 主要系公司逐步调整主营业务方向, 持续收缩房地产业务, 而投资业务尚未大规模贡献收入及盈利所致。

总体看, 近三年公司收入变动较大, 经营成本快速攀升, 主营业务出现亏损, 随着房地产行业增长趋缓, 公司利润水平有所下降; 2015 年上半年, 公司净利润规模较小, 主要系公司正在实施战略转型, 来自房屋销售方面的收入减少。

5. 现金流

经营活动方面, 近三年随着公司所属的房地产行业步入调整期, 营业收入减少使得经营活动现金流入呈不断减少趋势, 年均增长率达-37.82%。2014 年, 公司销售回款减少, 经营活动现金流入减少, 同时支付地价款减少, 经营活动现金流流出减少, 造成经营活动产生的现金流量净额较上年度的-186,518.88 万元大幅减少到-2,217.67 万元。从收入实现质量来看, 2014 年公司现金收入比为 64.41%, 主要系房地产开发周期的投入及回款有时间差所致。

投资活动方面, 近三年公司投资性现金流量净额呈现波动变化。2014 年, 公司投资活动产生的现金流量净额为 57,560.62 万元, 同比减少 20.99%, 主要为投资活动现金流入减少所致。其中, 投资活动现金流入为 75,963.24 万元, 同比大幅减少, 主要是 2013 年出售子公司的投资收益所得到的现金较多所致; 投资活动现金流出 18,402.62 万元, 同比减少 28.37%, 主要是购买子公司支付现金减少所致。但从公司未来业务转型方向及发展规划来看, 未来投资活动将出现较大规模资金流出。

筹资活动方面, 近三年, 公司筹资活动现金流量净额呈现波动变化。2014 年, 公司筹资活动现金流量净额为-58,142.41 万元, 同比大幅减少。其中, 筹资活动现金流入额同比变化不大; 筹资活动现金流出额同比增加 63.67%, 主要为本期偿还债务所致。

2015 年 1~6 月, 公司经营活动现金流量净额由净流出转为净流入, 净流入额为 3,387.01 万元, 主要系公司收到的往来款项等其他与经营活动有关的现金增加所致; 投资活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出, 净流出额为 9,576.12 万元, 主要系公司上年同期处置子公司收到的现金金额较大及本期有对外投资所致; 筹资活动产生的现金流量净额为-22,788.45 万元, 主要是本期公司取得银行借款减少所致。

总体看, 由于支付大额地价款减少, 公司经营性现金流净额同比大幅减少, 投资性现金流、筹资性现金流同比均大幅减少。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面, 近三年公司流动比率和速动比率稳中有升, 2014 年末两项指标分别为 3.27

和 0.80，处于行业中上水平。现金短期债务比为 1.84 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，公司 2014 年实现 EBITDA 54,412.95 万元，由于当年利润总额大幅增加，EBITDA 同比增加 35.53%；EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 1.54 倍和 0.21 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较强。目前公司存货中基本为房地产项目，其中剩余大户型较多，去化相对较慢，加之部分房地产项目的在建工程和土地用于银行借款抵押，存货变现能力相对较差，但对整体偿债能力影响不大。

截至 2015 年 6 月底，公司除对合并范围内子公司进行担保外，无对外担保。

截至 2015 年 6 月底，公司不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年 6 月底，公司共计获得银行授信额度 23.29 亿元，授信额度已全部使用。

总体看，公司整体偿债能力较强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 231,320.12 万元，本次拟发行公司债额度为不超过 160,000 万元，总发债额度相对于公司债务规模较大，对公司整体债务负担有较大的影响。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 56.93%、47.50%、34.81%，发债额度对公司负债水平和债务负担影响较大，但公司债务结构将得以优化调整。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2014 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对于本期计划发行不超过 16 亿元公司债的保护倍数分别为 0.34 倍、0.90 倍。其中，EBITDA 偿债倍数处于正常水平，经营性现金流入债务保护倍数处于较好水平。

综合来看，本期债券的发行对于公司优化负债结构，补充经营所需资金具有积极意义。考虑到公司资产状况、股东实力、金融投资平台转型等有利因素，公司对本期债券的偿还能力强。

九、担保方分析

1. 担保条款

为确保本期公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本期债券提供担保。根据海航集团为本期债券向债券持有人出具的担保函，海航集团为公司本期拟发行的不超过 16 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

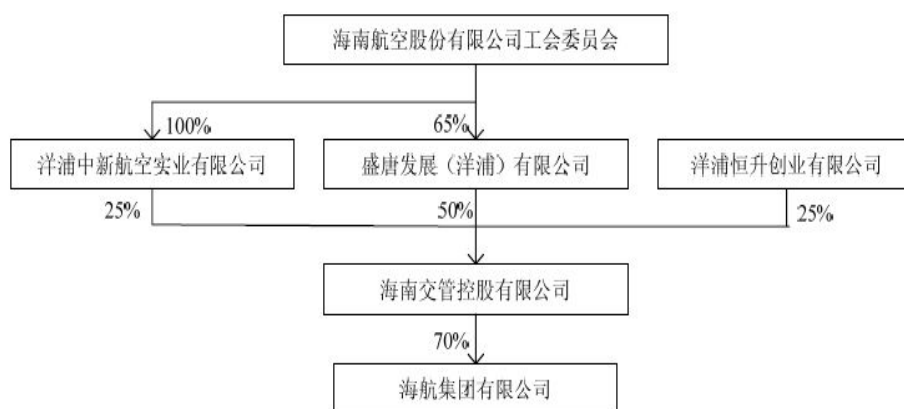
如公司在发行本期公司债券后未能按时足额偿付上述不超过 16 亿元公司债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用及其他应支付的费用，海航集团将立即偿付全部款项。

2. 担保人信用分析

(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、海南省财政厅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，截至 2014 年底，海航集团注册资本为 62.72 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，实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会。

图 9 截至 2014 年底公司股权结构和实际控制关系图



资料来源：公司提供

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。

截至 2014 年底，海航集团下设人力资源部、计划财务部、战略投资部、项目开发与管理部以及基建管理部等 14 个职能部门；纳入合并范围的一级子公司 21 家，纳入合并范围的各级子公司合计 431 家。

截至 2014 年底，海航集团合并资产总额 3,226.22 亿元，负债总额 2,494.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）731.54 亿元，其中归属母公司所有者权益 192.03 亿元。2014 年海航集团实现合并营业收入 658.03 亿元，净利润 24.26 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 5.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 197.51 亿元。

海航集团注册地址：海口市海秀路 29 号海航发展大厦；法定代表人：陈峰。

(2) 经营情况

经营概况

海航集团以资本经营为纽带，以航空旅游产业为支柱产业，拓展机场管理、置业开发以及相关多元化产业，形成多元化的运营模式；业务以航空运输业为主体，产业覆盖航空运输、旅游服务、机场管理、物流、酒店管理、金融服务、地产、商贸零售、航空食品和其他相关产业。海航集团设置了三层管理构架，即“海航集团—产业集团—成员企业”。在产业集团层面，海航集团拥有五个产业集团，分别为：海航航空集团有限公司（以下简称“海航航空”）、海航实业集团有限公司（以下简称“海航实业”）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、海航物流集团有限公司（以下简称“海航物流”）、及海航旅游集团有限公司（以下简称“海航旅游”）。

表11 海航集团业务板块情况

产业集团	主要业务	主要控股/参股公司情况介绍
海航航空	对旗下航空运输企业和航空相关企业实施产业管理	海南航空、天津航空、祥鹏航空、西部航空、大新华航空、乌鲁木齐航空、福州航空、北部湾航空、法国蓝鹰航空、加纳 AWA 航空、扬子江快运、myCARGO、海航技术、海航货运、海航销售、myTECHNIC、海航航校、澳大利亚国际航校等。
海航实业	以机场及基础产业、房地产和商业为三大核心业态，以海航投资为投融资平台的产融结合实业集团	主要业务运营板块分布在海航基础、海航地产及海航商业等公司；旗下 5 家上市公司（海岛建设，股票代码：600515；海航基础，股票代码：HK0357；西安民生，股票代码：000564；海航投资，股票代码：000616；海航国际投资，股票代码：HK0521）、9 家机场、15 栋持有型物业、330 余家商业零售门店；下辖海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场、宜昌三峡机场、潍坊南苑机场、满洲里西郊机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场等 9 家机场及国内首家机场离岛免税店—海口美兰机场免税店。
海航资本	拥有租赁、保险、信托、证券、期货、投资银行、基金、保理等传统及创新金融业务	拥有各类成员公司近 30 家，拥有国内营业网点逾 1,200 家，主要运营主体包括上市公司渤海租赁（股票代码：000415）、长江租赁等
海航物流	致力于打造物流投资、物流金融、物流科技、现代海运、装备制造、专业物流六大物流产业	旗下上市公司包括天海投资（股票代码：600751）
海航旅游	涵盖航空、酒店、旅游、投资金融、互联网等多重业务领域的旅游集团	旗下首都航空、金鹿公务、凯撒旅游（借壳易食股份实现上市，股票代码：000796）、唐拉雅秀、易生支付、通汇货币等 20 余个成员品牌

资料来源：联合评级整理

海航集团业务板块丰富，主要业务包括航空运输、机场服务、房地产业务、商业零售及金融服务等。从收入构成来看，航空运输、房地产业务、旅游业务和商业零售业务板块构成的收入占比保持在 70%以上；海航集团房地产业务收入规模有所减少，占比逐步下滑；而伴随物流运输板块的扩张，该板块收入占比呈上升趋势。

从毛利率来看，近三年，机场服务业、旅游服务业毛利率波动上升趋势，而航空运输、房地产业务等板块毛利率则波动下滑，带动海航集团综合业务毛利率呈下降趋势。

表 12 2012~2014 年海航集团主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

项 目	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机场服务业	10.64	2.33	47.98	12.70	2.33	47.48	16.68	2.53	51.54
航空运输	121.53	26.61	19.96	161.07	29.60	16.52	188.48	28.64	17.50
房地产业务	55.09	12.06	44.57	32.47	5.97	32.18	39.46	6.00	27.48
酒店服务	17.39	3.81	65.64	19.82	3.64	55.84	17.96	2.73	62.55
旅游服务	54.76	11.99	9.26	81.59	14.99	16.51	78.92	11.99	14.03
商业零售	108.88	23.84	21.05	121.21	22.27	22.87	162.37	24.68	17.48
金融服务	38.95	8.53	60.85	38.54	7.08	40.23	50.40	7.66	41.97
物流运输	37.20	8.14	33.61	63.52	11.67	25.28	91.70	13.94	32.70
其它	12.33	2.70	25.75	13.26	2.44	29.14	12.07	1.83	29.32
合计	456.77	100.00	29.05	544.17	100.00	24.03	658.03	100.00	23.98

资料来源：海航集团提供，联合评级整理。

机场服务业

截至 2014 年底，海航集团控股的机场共 7 家，分别为：营口机场、三亚凤凰国际机场、宜昌三峡机场、潍坊南苑机场、满洲里西郊机场、安庆天柱山机场和唐山三女河机场；此外，海航集团参股海口美兰国际机场。2014 年，海航集团对外转让了兰州中川机场、嘉峪关机场、敦煌机场

和庆阳机场四家机场。2012~2014 年，海航集团该板块实现业务收入分别为 10.64 亿元、12.70 亿元和 16.68 亿元；毛利率分别为 47.98%、47.48%和 51.54%，基本保持稳定，处于较高水平。

表 13 2012~2014 年海航集团机场服务业构成情况

时间	2012年	2013年	2014年	美兰机场情况（2014年）
机场起降架次（万架次）	23.81	26.57	29.69	10.59
旅客吞吐量（万人次）	2,884	3,287.07	3,814.74	1,385.39
货邮吞吐量（万吨）	38.03	43.19	48.72	12.11

资料来源：海航集团提供

航空运输业

海航集团下属的航空企业包括：天津航空、首都航空和西部航空。2012~2014 年，该板块业务持续快速发展，飞机数量和航线不断增长，带动运输周转量增长。2012~2014 年，海航集团实现航空运输板块收入分别为 121.53 亿元、161.07 亿元和 188.48 亿元；受航油价格等因素影响，海航集团航空运输毛利率有所波动，毛利率分别为 19.96%、16.52%和 17.50%。

表 14 2012~2014 年海航集团下属成员航空公司情况

时间	2012 年	2013 年	2014 年
飞机数量（架）	116	139	151
航线（条）	284	413	548
运输周转量	14.23亿吨公里	22.88亿吨公里	28.56亿吨公里
其中：客运周转量	153.26亿人公里	244.32亿人公里	307.4亿人公里
货邮周转量	2,439.55万吨公里	12,830.6万吨公里	14,495.59万吨公里

资料来源：海航集团提供

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。截至 2014 年末，纳入合并范围自营酒店共 28 家，其中，五星级酒店 15 家，四星级酒店 8 家。2012~2014 年，海航集团酒店服务业板块实现收入分别为 17.39 亿元、19.82 亿元和 17.96 亿元，毛利率有所波动，分别为 65.64%、55.84%和 62.55%，处于高水平。

表 15 2012~2014 年海航集团下属酒店业务情况

时间	2012年	2013年	2014年
客房（间）	3,761	5,291	6,783
接待人数（万人次）	143.34	191.84	184.39
平均入住率（%）	63.87	58.95	65.82

资料来源：海航集团提供

商业零售业务

截至 2014 年底，海航集团全资或控股的商业公司共 10 家，包括湖南家润多超市有限公司、宝鸡商场有限公司以及上海家得利超市有限公司等；下辖 15 栋持有型物业、330 余家商业零售门店；商业营业面积为 94.15 万平方米，较 2013 年有所减少，其中，年末自营面积 42.27 万平方米，合营面积 29.59 万平方米，出租面积 22.29 万平方米。2012~2014 年，该板块分别实现收入 108.88 亿元、121.21 亿元和 162.37 亿元；毛利率分别为 21.05%、22.87%和 17.48%，毛利率呈波动态势。

表 16 2012~2014 年海航集团商业零售业务情况

时间	2012年	2013年	2014年
商业面积（万平方米）	135.24	126.31	94.15
年末自营面积（万平方米）	67.17	54.66	42.27
年末合营面积（万平方米）	48.96	26.54	29.59
年末出租面积（万平方米）	19.11	45.10	22.29

资料来源：海航集团提供

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。在租赁业务方面，主要包括飞机租赁和基础设施项目租赁等，其中飞机租赁业务主要由长江租赁、扬子江租赁、海航香港等子公司具体经营。截至 2014 年末，公司在手合同机队规模 170 架，已交付 151 架，已起租资产 242.54 亿元。公司基础设施项目租赁业务主要由渤海租赁开展，截至 2014 年底，渤海租赁已起租资产达 587.51 亿元，应收融资租赁款总额为 248.57 亿元。信托业务经营主体主要为渤海信托，截至 2014 年底，渤海信托资产规模达 2,166.17 亿元，2014 年实现营业收入 11.49 亿元、营业利润 6.67 亿元，加权年化信托报酬率为 0.50%。

表 17 2012~2014 年海航集团金融服务业业务情况

业务类别		2012年	2013年	2014年
飞机租赁	在手合同机队规模（架）	191	182	170
	交付数量（架）	137	168	151
	已起租资产（亿元）	351.72	302.83	242.54
基础设施租赁	已起租资产（亿元）	258.81	505.51	587.51
	应收融资租赁款（亿元）	174.39	250.71	248.57
信托业务	信托资产规模（亿元）	1,003.56	1,881.79	2,166.17
	加权年化信托报酬率（%）	0.60%	0.60%	0.50%

资料来源：海航集团提供

房地产业

海航集团房地产业务主要由海航地产和海航投资等公司营运。海航集团土地资源储备较丰富，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项业务提供了较大的发展空间，但也使得海航集团房地产业务易受到海南省经济发展及区域房地产市场波动的影响。截至 2014 年末，公司土地储备面积为 69.99 万平方米，土地净值为 99.25 亿元，以商业服务业用地为主。2012~2014 年，海航集团房地产业务分别实现收入 55.09 亿元、32.47 亿元和 39.46 亿元；受房地产行业波动影响，毛利率呈下降趋势，分别为 44.57%、32.18%和 27.48%。

表 18 2012~2014 年海航集团房地产业务情况

时间	2012年	2013年	2014年
签约销售面积（平方米）	442,881.05	459,324.06	519,751.98
签约销售金额（万元）	612,775.62	479,898.21	597,057.24
年底在建面积（平方米）	4,397,528.66	4,165,092.34	4,091,656.08
在开发项目数量	33	32	35
剩余可售面积（平方米）	1,740,686.05	1,345,656.65	1,590,328.91
新增土地储备面积（平方米）	66,856.99	12,906.00	307,736.85

资料来源：海航集团提供

物流业

海航集团下属的集装箱租赁业务经营主体为 Seaco，2013 年渤海租赁收购了原通用电气公司旗下的集装箱租赁公司 Seaco 100%股权开展集装箱租赁业务，成为海航集团集装箱板块主要经营

主体之一。截至 2014 年底，Seaco 总资产规模为 189.32 亿元，较上年末增长 6.02%；2014 年实现营业收入 27.04 亿元，较上年减少 12.46%。2014 年，渤海租赁下属全资子公司 Global Sea Containers Ltd.(简称 GSC)以近 7 亿美元购买 Cronos Holding Company Ltd.(简称“CHC”)持有的 Cronos Ltd.(简称“Cronos”)80%股权以及 CHC 享有对 Cronos 的金额为 2,588 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。根据《股份收购协议》的约定，过渡期间（2014 年 7 月 1 日至交割日）Cronos 经营净利润的 80%由交易对方 CHC 享有，后续交易双方将对过渡期最终调整金额进行认定。此次并购标志着渤海租赁成为全球最大集装箱租赁公司之一。此外，海航集团下属的物流运输企业还有海航速运（北京）有限责任公司（简称“海航速运”）和上海海航工程物流有限公司（简称“海航工程”）等。

旅游服务业

截至 2014 年底，海航集团共拥有大新华运通国际旅行社有限公司、北京凯撒国际旅行社有限责任公司、香港康泰旅行社有限公司及 aberdeen tours 等 30 家全资及控股旅行社。2012~2014 年，海航集团接待旅游总人数分别为 158 万人次、160.67 万人次和 175.60 万人次。

总体上看，海航集团业务领域较多，收入和利润规模呈现增长态势；海航集团业务综合毛利率有所下降，但仍保持在较好水平。

（3）财务分析

海航集团提供的 2012 年度财务报表已经中勤万信会计师事务所有限公司审计，2013 年度、2014 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，2015 年第一季度财务报表未经审计。从合并报表范围来看，由于新设及股权收购等原因新增合并子公司和因股权转让及关闭等原因，2012~2014 年纳入合并报表范围的子公司变动范围较大，财务报表的可比性一般。

截至 2014 年底，海航集团合并资产总额 3,226.22 亿元，负债总额 2,494.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）731.54 亿元，其中归属母公司所有者权益 192.03 亿元。2014 年海航集团实现合并营业收入 658.03 亿元，净利润 24.26 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 5.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 197.51 亿元。

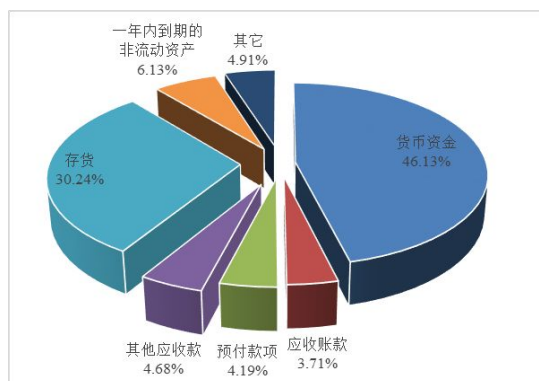
截至 2015 年 3 月底，海航集团合并资产总额 3,438.58 亿元，负债总额 2,677.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）761.56 亿元，其中归属母公司所有者权益 194.16 亿元。2015 年 1~3 月，海航集团实现合并营业收入 186.34 亿元，净利润 6.27 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 1.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.50 亿元，现金及现金等价物净减少额 12.39 亿元。

资产

2012~2014 年，海航集团合并资产规模分别为 2,124.42 亿元、2,661.84 亿元和 3,226.22 亿元，年均复合增长率为 23.23%。截至 2014 年底，海航集团资产总额较年初增长 21.20%，主要系海航集团规模的扩张所致。从资产构成来看，截至 2014 年底，流动资产占比为 39.52%，非流动资产占比为 60.48%，以非流动资产为主。

2012~2014 年，海航集团流动资产总额分别为 717.68 亿元、951.72 亿元和 1,274.92 亿元，年均复合增长率为 33.28%，主要系货币资金和存货的大幅增加所致。截至 2014 年底，流动资产构成中以货币资金（占 46.13%）、存货（占 30.24%）、一年内到期的非流动资产（占 6.13%）、其他应收款（占 4.68%）、预付款项（占 4.19%）和应收账款（占 3.71%）为主。

图 10 截至 2014 年底海航集团流动资产构成情况

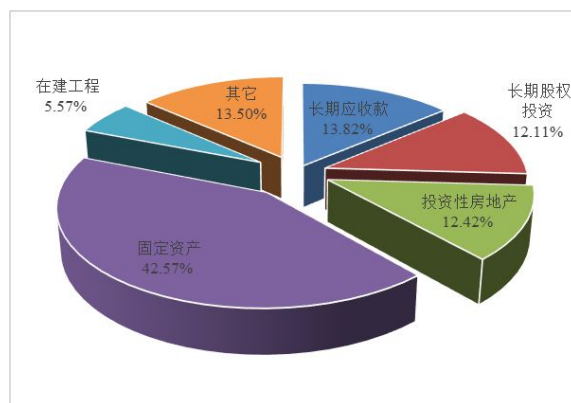


资料来源：海航集团审计报告

截至 2014 年底，货币资金余额为 588.18 亿元，较年初增加 64.84%，主要系银行存款增加所致，其中受到限制的货币资金为人民币 76.75 亿元，除以人民币 13.00 亿元定期存单质押给银行作为取得短期借款的担保，其余主要是向银行申请开具银行承兑汇票及信用证所存入的保证金存款；存货以房地产开发成本和库存商品为主，余额为 385.49 亿元，较年初增加 6.54%，主要系房地产开发成本增加所致，其中存货跌价准备为 0.89 亿元；一年内到期的非流动资产余额为 78.19 亿元，较年初大幅增加 51.50%，主要系金融租赁业务形成的即将到期的融资租赁款由长期应收款转入所致；其他应收款余额为 59.67 亿元，较年初增长 19.00%，主要系预付股权收购款、预付工程、设备款及关联企业往来款增加所致，其中计提坏账准备 15.35 亿元，计提比例充分；预付款项余额为 53.37 亿元，较年初变化不大，基本保持稳定；应收账款余额为 47.36 亿元，较年初增长 6.53%，主要系一年以内应收账款大幅增加所致，坏账准备为 2.51 亿元。

2012~2014 年，海航集团非流动资产总额分别为 1,406.74 亿元、1,710.13 亿元和 1,951.30 亿元，年均复合增长率为 17.78%，主要系固定资产和长期应收款的大幅增加所致。截至 2014 年底，非流动资产构成以固定资产（占比 42.57%）、长期应收款（占比 13.82%）、投资性房地产（占比 12.42%）、长期股权投资（占比 12.11%）和在建工程（占比 5.57%）为主。

图 11 截至 2014 年底海航集团非流动资产构成情况



资料来源：海航集团审计报告

截至 2014 年底，固定资产余额为 830.76 亿元，较年初增长 5.18%，主要系飞机、飞机发动机、设备和车辆的增加所致，其中累计折旧 136.19 亿元，固定资产成新率为 83.61%；长期应收款余额为 269.72 亿元，较年初增加 41.07%，主要系公司融资租赁业务形成的款项增加所致；投资性房地产以房屋建筑物和土地使用权为主，余额为 242.42 亿元，较年初减少 1.82%，基本保持不变；长

期股权投资余额为 236.30 亿元,较年初增加 19.80%,主要系权益法核算的股权投资大幅增加所致;在建工程余额为 108.73 亿元,较年初增加 1.24%,基本保持稳定,主要系建筑工程和在安装设备的增加所致。

截至 2015 年 3 月底,海航集团合并资产规模分别为 3,438.58 亿元,较年初增加 6.58%。从资产构成来看,流动资产占比为 38.61%,非流动资产占比为 61.39%,以非流动资产为主。资产结构较年初变化不大。

总体看,近年来海航集团资产规模增长较快,资产构成中非流动资产为主,现金资产对短期债务的覆盖率较好,海航集团资产质量较好,资产的流动性尚可。

负债与所有者权益

2012~2014 年,海航集团负债分别为 1,673.86 亿元、2,091.54 亿元和 2,494.67 亿元,年均复合增长率为 22.08%,主要系随经营规模的扩张而增加所致。截至 2014 年底,海航集团负债较年初增加 19.27%。从负债构成来看,流动负债占比为 38.93%,非流动负债占比为 61.07%,负债结构以非流动负债为主。

2012~2014 年,海航集团流动负债分别为 703.00 亿元、832.87 亿元和 971.06 亿元,年均复合增长率为 17.53%,主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2014 年底,海航集团流动负债较年初增长 16.59%,流动负债构成以短期借款(占比 58.48%)、一年内到期的非流动负债(占比 10.38%)、其他应付款(占比 8.73%)和应付账款(占比 7.65%)为主。截至 2014 年底,短期借款余额为 529.21 亿元,较年初增长 23.67%,主要系信用借款和质押借款的增加所致;一年内到期的非流动负债余额为 138.96 亿元,较年初增长 26.29%,主要系一年内到期的长期借款中的保证借款的增加所致;其他应付款余额为 78.11 亿元,较年初增加 2.64%,款项主要包括应付工程款、设备款及关联公司往来款等;应付票据余额为 42.66 亿元,较年初减少 22.59%,主要系银行承兑汇票的减少所致。

2012~2014 年,海航集团非流动负债分别为 970.86 亿元、1258.67 亿元和 1523.62 亿元,年均复合增长率为 25.27%,主要系长期借款和应付债券的增加所致。截至 2014 年底,海航集团非流动负债较年初增长 21.05%,非流动负债构成以长期借款(占比 76.54%)、应付债券(占比 14.22%)和长期应付款(占比 5.36%)为主。截至 2014 年底,长期借款余额为 1166.12 亿元,较年初增长 17.57%,主要系抵押借款的大幅增加所致;应付债券余额为 216.72 亿元,较年初增长 35.00%,主要系海航集团及多家子公司发行公司债券及中期票据等中长期债券所致;长期应付款余额为 81.66 亿元,较年初大幅增加 56.32%,主要系因融资租入飞机等资产而形成的融资租赁款大幅增加所致。

截至 2014 年底,海航集团有息债务合计 2,204.47 亿元,其中,短期债务和长期债务分别占 33.59%和 66.41%。截至 2014 年底,海航集团资产负债率为 77.33%,较 2013 年有所下降,整体上看债务负担重,尚属可控;海航集团全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.08%和 66.68%。

截至 2015 年 3 月底,海航集团负债合计 2,677.02 亿元,较年初增加 7.31%。从负债构成来看,流动负债占比 35.05%,非流动负债占比 64.95%,以非流动负债为主,负债结构较年初变化不大。

2012~2014 年,海航集团所有者权益(含少数股东权益)分别为 450.56 亿元、570.30 亿元和 731.54 亿元,年均复合增长率为 27.42%,主要系少数股东权益的增加所致。截至 2014 年底,所有者权益构成以少数股东权益(占 73.75%)、实收资本(占 15.24%)和资本公积(占 8.05%)为

主。其中，2013 年股东按原投资比例同比例对海航集团进行增资，增资后公司注册资本及实收资本变更为 111.52 亿元。所有者权益稳定性一般。

2015 年 3 月底，海航集团所有者权益为 761.56 亿元，较年初增加 4.10%，主要系少数股东权益和未分配利润的增加所致。所有者权益结构略有调整，少数股东权益占比继续上升。

总体看，海航集团资产负债率较高，但现金资产对短期债务的覆盖程度较高；所有者权益稳定性一般，其中少数股东权益占比过大。

盈利能力

从收入情况看，2012~2014 年，海航集团营业收入分别为 456.77 亿元、544.17 亿元和 658.03 亿元，年均复合增长率为 20.03%；营业成本分别为 329.70 亿元、416.73 亿元和 504.71 亿元，年均复合增长率 23.73%；净利润分别为 11.11 亿元、15.52 亿元和 24.26 亿元，年均复合增长率为 47.80%；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分别为 3.02 亿元、4.76 亿元和 5.59 亿元。

从收入结构上看，2014 年海航集团公允价值变动收益为 25.46 亿元，较 2013 年大幅增长，主要系以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产大幅增值所致。海航投资参股企业众多，投资收益对其利润影响较大，近三年投资收益分别为 14.90 亿元、20.75 亿元和 15.44 亿元。此外，海航集团近三年的营业外收入分别为 6.74 亿元、14.14 亿元和 13.83 亿元，主要系取得的各类机场项目补贴、航空航线补贴以及地方政府补助等。

从期间费用看，2012~2014 年，海航集团期间费用分别为 123.38 亿元、142.77 亿元和 147.54 亿元，年均复合增长率为 16.53%，呈现逐年上涨的趋势。2012~2014 年，销售费用占比分别为 23.97%、23.14%和 20.33%；管理费用占比分别为 37.13%、38.99%和 38.74%；财务费用占比分别为 38.72%、37.87%和 40.93%。其中，财务费用以利息支出为主。近三年费用收入比分别为 20.01%、26.24%和 25.46%，费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2012~2014 年海航集团营业利润率分别为 25.10%、21.47%和 21.34%，呈现逐年下降的趋势，盈利水平一般；2012~2014 年总资产收益率分别为 3.61%、3.71%和 4.11%；净资产收益率分别为 2.76%、3.04%和 3.73%，资产的利用效率有待提高。

总体看，海航集团收入实现以及费用控制能力较强，但相对于庞大的资产负债规模而言，海航集团的资产利用率有待提高；营业外收入在营业利润中占比较大，盈利能力对财政补助有一定的依赖；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，海航集团经营活动现金流量净额分别为 145.88 亿元、92.06 亿元和 112.93 亿元，年均复合增长率为 51.89%，呈现波动式增长的趋势，主要系 2013 年经营活动现金流出增加速度高于现金流入增加速度所致。近三年，海航集团现金收入比分别为 88.47%、104.49%和 98.92%，收入实现质量尚可。

从投资活动看，海航集团投资活动现金流量净流出额分别为 319.66 亿元、316.23 亿元和 282.51 亿元，年均复合增长率为-5.99%，呈现逐年下降的趋势，主要系回收投资取得的现金增加所致。由于其投资规模较大，经营活动产生的现金流量无法满足投资需要，海航集团有较大的外部融资需求。

从筹资活动看，海航集团筹资活动现金流量净额分别为 166.09 亿元、317.01 亿元和 366.74 亿元，年均复合增长率为 48.60%，呈现增长的趋势，主要系偿还债务增加所致。

总体看，海航集团经营性现金流量净额增长速度较快，但投资规模较大，伴随海航集团未来的投资布局变化，未来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，2012~2014 年，海航集团流动比率分别为 1.02 倍、1.14 倍和 1.31 倍，因存货规模较大，速动比率分别为 0.69 倍、0.71 倍和 0.92 倍，流动资产对流动负债覆盖程度一般；现金短期债务比为 0.60 倍、0.60 倍和 0.80 倍，现金对短期有息负债的保护能力逐年增强。整体看，海航集团的短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，海航集团 EBITDA 分别为 106.95 亿元、88.91 亿元和 121.06 亿元，年均复合增长率为 6.39%；EBITDA 全部债务比为 0.08 倍、0.05 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

截至 2014 年底，海航集团无重大未决诉讼；海航集团对外担保合计 272.83 亿元，担保规模较大，存在一定的或有风险。

截至 2015 年 3 月底，海航集团拥有银行综合授信 3,830 亿元，其中尚未使用授信额度 1,805 亿元。根据海航集团提供的中国人民银行企业信用报告显示，截至 2015 年 5 月 26 日，海航集团无不良贷款记录。

总体看，海航集团短期偿债能力尚可，EBITDA 对全部债务的保障程度一般，但未来随着业务规模的不断扩展，盈利能力将进一步增强，对长期偿债能力形成一定保障。

担保效果评价

从本期公司债券的担保能力看，以 2014 年底财务数据测算，本期公司债券发行额度占海航集团资产总额及所有者权益的比重分别为 0.50%和 2.19%，占比较低，海航集团资产和所有者权益对本期债券的保护程度高。

以 2015 年 3 月底财务数据测算，本期公司债券发行额度占海航集团资产总额及所有者权益的比重分别为 0.47%和 2.10%，占比较低，海航集团资产和所有者权益对本期债券的保护程度高。

总体看，海航集团作为海南省最大的企业，经营规模大，在多个领域具有较强的竞争力；本期债券发行规模占其资产的比重较低，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

十、综合评价

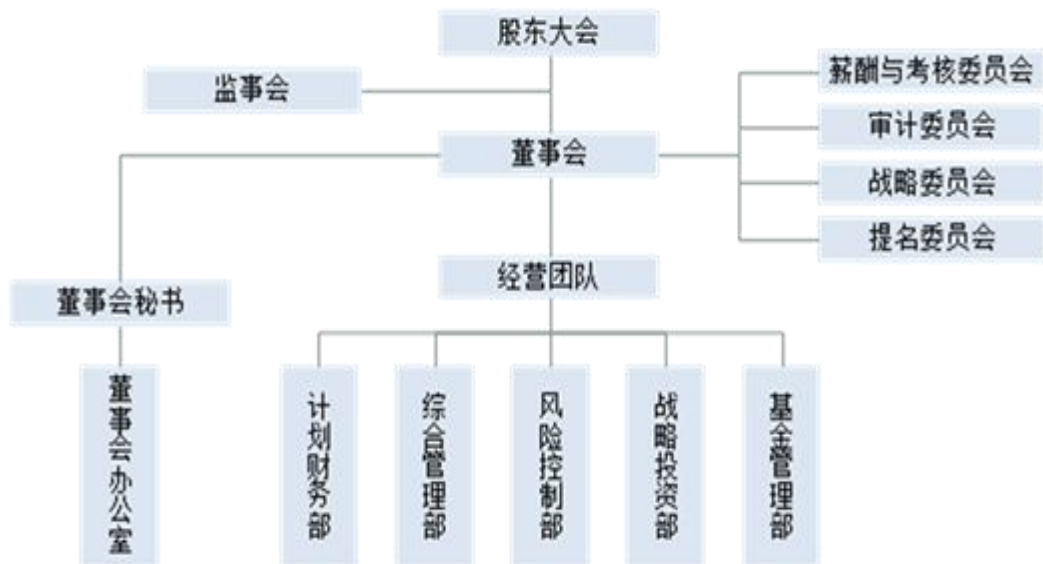
公司作为一家以房地产开发、销售与物业管理为主业的上市公司，近年来经营稳健，更换控股股东后，公司转型目标明确并获得控股股东大力支持。

目前，公司资产质量良好，负债水平相对较低，但债务结构有待进一步优化。伴随着房地产市场的持续走弱及公司处于转型时期，公司近三年盈利水平有所下降。未来，公司将逐步收缩受宏观调控影响较大的房地产业务，积极参股渤海信托、发展基金投资业务，业务呈现多元化态势。

本期债券由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。其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿付的风险很小。

附件 1 截至 2015 年 6 月公司组织结构图



附件 2-1 海航投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 6 月
流动资产：					
货币资金	163,994.72	125,846.38	121,323.69	-13.99	69,346.12
交易性金融资产					0.00
应收票据	0.00	0.00	448.55	--	657.77
应收账款	9,249.52	11,651.56	3,622.98	-37.41	3,624.25
预付款项	31,886.45	198,475.28	30,244.97	-2.61	77,023.42
应收利息					0.00
应收股利					0.00
其他应收款	40,795.67	38,254.80	34,248.66	-8.37	5,605.73
存货	839,873.99	739,688.11	594,806.91	-15.84	600,716.81
一年内到期的非流动资产					0.00
其他流动资产	0.00	5,446.25	2,780.11	--	3,959.88
流动资产合计	1,085,800.35	1,119,362.38	787,475.87	-14.84	760,933.99
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	3,231.20	20,231.20	--	30,231.20
持有至到期投资					-
长期应收款					-
长期股权投资	7,166.50	6,111.60	5,823.31	-9.86	5,954.97
投资性房地产					-
固定资产	21,667.06	13,634.69	15,653.90	-15.00	14,239.91
生产性生物资产					-
油气资产					-
在建工程	17,033.19	975.03	1,836.30	-67.17	2,632.64
工程物资					-
固定资产清理					-
无形资产	30,308.99	30,073.71	29,771.09	-0.89	29,647.17
开发支出					-
商誉					-
长期待摊费用	0.00	223.18	200.68	--	222.19
递延所得税资产	474.57	600.56	37.20	-72.00	39.97
其他非流动资产	1,589.40	573.83	360.22	-52.39	281.04
非流动资产合计	78,239.73	55,423.79	73,913.91	-2.80	83,249.09
资产总计	1,164,040.07	1,174,786.17	861,389.78	-13.98	844,183.08

附件 2-2 海航投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 6 月
流动负债：					
短期借款	17,000.00	52,500.00	10,220.00	-22.46	12,220.00
交易性金融负债					0.00
应付票据	540.00	5,681.93	0.00	-100.00	0.00
应付账款	68,666.77	59,979.18	71,254.47	1.87	64,953.29
预收款项	179,754.10	182,232.30	59,595.62	-42.42	58,986.70
应付职工薪酬	678.84	516.23	647.93	-2.30	695.75
应交税费	-1,981.06	-6,812.99	12,057.71	--	-3,294.95
应付利息	0.00	0.00	2,379.15	--	0.00
应付股利					0.00
其他应付款	46,427.58	7,670.53	5,115.04	-66.81	35,541.84
一年内到期的非流动负债	20,000.00	151,604.46	56,090.00	67.47	148,170.00
其他流动负债	82,478.63	35,770.02	23,514.53	-46.61	23,472.60
流动负债合计	413,564.85	489,141.65	240,874.44	-23.68	340,745.21
非流动负债：					
长期借款	276,500.00	234,284.00	196,624.30	-15.67	70,930.12
应付债券	73,484.62	0.00	0.00	-100.00	0.00
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	349,984.62	234,284.00	196,624.30	-25.05	70,930.12
负债合计	763,549.46	723,425.65	437,498.74	-24.30	411,675.33
所有者权益：					
股本	119,186.20	143,023.44	143,023.44	9.54	143,023.44
资本公积	44,089.84	38,453.12	20,155.43	-32.39	20,155.43
减：库存股					
专项储备	0.00	0.00	5.90	--	0.00
盈余公积	17,869.60	18,318.32	22,135.14	11.30	22,135.14
未分配利润	208,075.51	224,213.26	236,422.64	6.59	245,029.63
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	389,221.14	424,008.14	421,742.55	4.09	430,343.64
少数股东权益	11,269.46	27,352.39	2,148.50	-56.34	2,164.11
所有者权益合计	400,490.61	451,360.53	423,891.04	2.88	432,507.75
负债和所有者权益总计	1,164,040.07	1,174,786.17	861,389.78	-13.98	844,183.08

附件 3 海航投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月公司合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 6 月
一、营业收入	255,596.33	259,195.12	200,063.38	-11.53	29,949.02
减：营业成本	138,176.85	187,944.16	156,124.83	6.30	23,098.30
营业税金及附加	36,098.46	25,104.35	20,409.27	-24.81	2,238.81
销售费用	13,075.09	8,076.08	5,011.19	-38.09	1,581.61
管理费用	12,051.92	10,880.33	8,859.12	-14.26	4,129.18
财务费用	9,007.15	6,642.39	8,525.53	-2.71	1,576.77
资产减值损失	3,696.09	4,654.69	10,144.23	65.67	-16,412.19
加：公允价值变动收益					0.00
投资收益	1,270.11	9,966.91	50,809.00	532.48	2,459.43
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-130.40	436.86	209.83	#NUM!	131.65
汇兑收益					
二、营业利润	44,760.89	25,860.03	41,798.20	-3.37	16,195.97
加：营业外收入	3,048.71	2,099.21	19.81	-91.94	21.55
减：营业外支出	328.21	89.13	302.71	-3.96	1,161.00
其中：非流动资产处置损失	46.01	47.93	203.41	110.27	0.00
三、利润总额	47,481.39	27,870.11	41,515.31	-6.49	15,056.52
减：所得税费用	16,241.88	7,032.19	21,079.19	13.92	6,447.29
四、净利润	31,239.51	20,837.92	20,436.12	-19.12	8,609.22
其中：归属于母公司所有者的净利润	32,188.91	21,353.92	19,172.71	-22.82	8,607.00
少数股东损益	-949.40	-516.00	1,263.41	--	2.23

附件 4 海航投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月公司合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 6 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	351,463.76	262,266.10	128,872.62	-39.45	29,252.01
收到的税费返还	0.00	0.00	89.69	--	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	21,093.94	10,599.31	15,091.53	-15.42	39,013.17
经营活动现金流入小计	372,557.69	272,865.41	144,053.83	-37.82	68,265.19
购买商品、接受劳务支付的现金	173,382.72	315,254.78	94,437.40	-26.20	25,285.88
支付给职工以及为职工支付的现金	10,287.11	10,712.30	9,951.42	-1.65	4,640.99
支付的各项税费	41,870.11	41,277.39	29,084.68	-16.65	26,718.72
支付其他与经营活动有关的现金	25,546.47	92,139.82	12,798.01	-29.22	8,232.60
经营活动现金流出小计	251,086.40	459,384.29	146,271.51	-23.67	64,878.18
经营活动产生的现金流量净额	121,471.29	-186,518.88	-2,217.68	--	3,387.01
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	834.67	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	141.17	140.52	134.39	-2.43	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4,310.58	129.54	50.42	-89.18	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	46,769.13	75,778.43	--	558.69
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	51,500.00	0.00	--	0.00
投资活动现金流入小计	5,286.42	98,539.19	75,963.24	279.07	558.69
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,637.65	3,464.05	1,419.85	-44.67	134.81
投资支付的现金	12,550.00	22,228.00	0.00	-100.00	10,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	17,470.13	0.00	-17.23	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	3,371.82	0.00	17,000.00	124.54	0.00
投资活动现金流出小计	38,029.61	25,692.05	18,402.62	-30.44	10,134.81
投资活动产生的现金流量净额	-32,743.19	72,847.15	57,560.62	--	-9,576.12
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	2,220.00	43,500.00	0.00	-100.00	0.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	215,971.59	179,684.00	232,890.00	3.84	37,220.00
收到其他与筹资活动有关的现金	10,450.00	0.00	0.00	-100.00	29,000.00
筹资活动现金流入小计	228,641.59	223,184.00	232,890.00	0.92	66,220.00
偿还债务支付的现金	89,200.00	112,550.00	246,150.00	66.12	68,834.18
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36,994.93	40,293.84	40,382.41	4.48	14,174.27
支付其他与筹资活动有关的现金	113,759.00	25,000.00	4,500.00	-80.11	6,000.00
筹资活动现金流出小计	239,953.93	177,843.84	291,032.41	10.13	89,008.45
筹资活动产生的现金流量净额	-11,312.34	45,340.16	-58,142.41	126.71	-22,788.45
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	77,415.77	-68,331.57	-2,799.47	#NUM!	-28,977.57
加：期初现金及现金等价物余额	86,038.96	163,454.72	95,123.15	5.15	92,323.69
六、期末现金及现金等价物余额	163,454.72	95,123.15	92,323.69	-24.85	63,346.12

附件 5 海航投资集团股份有限公司

2012 年~2014 年公司现金流量表补充材料

（单位：人民币万元）

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	31,239.51	20,837.92	20,436.12	-19.12
加：资产减值准备	3,696.09	4,654.69	10,144.23	65.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,029.97	575.02	854.59	-8.91
无形资产摊销	72.29	147.86	304.59	105.27
长期待摊费用摊销	0.00	1.88	22.51	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-248.49	-148.48	200.51	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	11,553.69	9,211.90	11,715.95	0.70
投资损失	-1,270.11	-9,966.91	-50,809.00	532.48
递延所得税资产减少	10.74	125.99	563.35	624.26
递延所得税负债增加				
存货的减少	-45,311.02	21,414.80	-146,661.29	79.91
经营性应收项目的减少	-3,206.70	-244,533.10	184,086.80	--
经营性应付项目的增加	123,905.34	11,159.56	-33,076.04	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	121,471.29	-186,518.88	-2,217.68	--

附件 6 海航投资集团股份有限公司

主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	31.91	23.29	24.68	--
存货周转次数(次)	0.17	0.24	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.22	0.20	--
现金收入比(%)	137.51	101.18	64.42	97.67
盈利能力				
总资本收益率(%)	4.99	3.60	3.97	--
总资产报酬率(%)	5.24	3.37	5.23	--
净资产收益率(%)	8.06	4.89	4.67	--
主营业务毛利率(%)	45.94	27.49	21.96	--
营业利润率(%)	31.82	17.80	11.76	15.40
费用收入比(%)	13.35	9.88	11.19	24.33
财务构成				
资产负债率(%)	65.59	61.58	50.79	48.77
全部债务资本化比率(%)	53.99	51.53	38.28	34.85
长期债务资本化比率(%)	46.64	34.17	31.69	14.09
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	1.80	1.05	1.54	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.12	0.08	0.21	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.26	-0.39	-0.01	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.19	-0.24	0.21	-0.03
流动比率(倍)	2.63	2.29	3.27	2.23
速动比率(倍)	0.59	0.78	0.80	0.47
现金短期债务比(倍)	1.37	0.51	1.84	0.44
经营现金流动负债比率(%)	29.37	-38.13	-0.92	0.99
经营现金利息偿还能力(倍)	3.81	-4.89	-0.06	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.78	-2.98	1.56	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数	0.36	0.25	0.34	--

注：相关财务指标按照附件 7 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。
 由于半年度部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

附件 7-1 海航集团有限公司
2012 年~2015 年 3 月资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	2,922,290.60	3,568,062.79	5,881,750.29	41.87	5,742,100.63
存放同业及拆出资金	1,805.11	10,000.00	--	--	0.00
交易性金融资产	379,230.45	272,570.79	530,552.35	18.28	627,788.32
应收票据	6,212.50	11,577.56	7,455.17	9.55	596.31
应收账款	415,143.16	444,565.47	473,600.07	6.81	535,211.50
预付款项	585,794.12	523,357.19	533,713.96	-4.55	504,452.40
应收利息	1,031.18	2,680.50	5,729.22	135.71	51,038.81
应收股利	--	--	--	--	1,603.30
其他应收款	538,469.34	501,429.20	596,699.65	5.27	602,508.82
买入返售金融资产	600.01	2,610.03	14,957.60	--	10,399.42
存货	2,308,009.69	3,618,172.29	3,854,891.64	29.24	4,245,749.14
一年内到期的非流动资产	--	516,123.81	781,938.50	--	843,765.80
其他流动资产	18,176.73	46,011.27	67,906.17	93.28	111,680.52
流动资产合计	7,176,762.90	9,517,160.90	12,749,194.61	33.28	13,276,894.97
非流动资产：					
发放贷款及垫款	9,500.00	38,932.32	107,237.16	235.98	474,167.46
可供出售金融资产	281,551.05	136,305.05	827,334.37	71.42	795,957.05
持有至到期投资	26,135.66	86,392.13	232,911.13	198.52	211,262.66
长期应收款	1,739,925.60	1,912,017.77	2,697,223.13	24.51	2,735,611.47
长期股权投资	1,945,340.69	1,972,431.15	2,363,003.27	10.21	2,519,460.98
投资性房地产	2,151,663.86	2,469,022.12	2,424,194.75	6.14	2,420,415.47
固定资产	5,926,927.73	7,898,738.85	8,307,559.12	18.39	9,274,409.30
在建工程	759,987.05	1,073,943.97	1,087,254.01	19.61	816,129.48
工程物资	--	10.97	8.48	--	8.25
固定资产清理	762.67	57.82	52.18	-73.84	378.02
无形资产	516,915.02	608,770.24	666,410.60	13.54	672,437.35
开发支出	405.39	1,632.28	2,344.73	140.50	2,575.21
商誉	367,207.24	525,070.07	409,596.95	5.61	785,944.62
长期待摊费用	240,434.59	254,107.59	264,543.96	4.89	310,361.67
递延所得税资产	7,417.59	27,996.28	33,748.39	113.30	833.27
其他非流动资产	93,237.63	95,839.78	89,558.44	-1.99	88,992.28
非流动资产合计	14,067,411.78	17,101,268.37	19,512,980.69	17.78	21,108,944.55
资产总计	21,244,174.68	26,618,429.27	32,262,175.30	23.23	34,385,839.52

附件7-2 海航集团有限公司
2012年~2015年3月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	3,556,097.50	4,279,061.17	5,292,091.39	21.99	5,486,843.17
吸收存款及同业存款	130,021.29	45,856.00	34,427.71	-48.54	33,939.70
拆入资金	--	10,000.00	20,000.00	--	20,000.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	--	8,164.51	903.15	--	--
应付票据	510,256.31	551,089.84	426,576.20	-8.57	444,878.47
应付账款	555,702.03	608,538.88	700,705.94	12.29	717,426.31
预收款项	445,892.85	656,736.12	484,026.70	4.19	591,583.07
卖出回购金融资产款	48,075.86	14,440.00	13,750.00	-46.52	29,500.00
应付手续费及佣金	--	131.87	222.20	--	--
应付职工薪酬	45,753.82	64,518.74	59,260.81	13.81	40,827.81
应交税费	108,029.17	98,205.62	113,663.10	2.57	34,168.21
应付利息	30,617.01	69,223.43	89,410.66	70.89	81,743.92
应付股利	7,683.29	9,663.72	8,940.81	7.87	8,633.49
其他应付款	784,997.93	761,047.14	781,109.93	-0.25	818,668.76
一年内到期的非流动负债	617,598.03	1,100,320.94	1,389,598.66	50.00	974,204.26
其他流动负债	189,262.25	51,695.13	295,881.08	25.03	100,121.35
流动负债合计	7,029,987.35	8,328,693.10	9,710,568.33	17.53	9,382,538.55
非流动负债：					
长期借款	8,041,643.37	9,918,465.27	11,661,222.55	20.42	13,529,081.38
应付债券	887,810.98	1,605,322.74	2,167,158.68	56.24	2,367,559.21
长期应付款	295,726.75	522,399.02	816,612.54	66.17	927,705.15
专项应付款	1,203.09	1,203.09	30,772.93	405.75	5,515.40
预计负债	5,155.59	36,367.22	10,038.70	39.54	1,835.79
递延所得税负债	405,529.56	394,064.94	451,886.93	5.56	428,917.19
其他非流动负债	71,520.08	108,875.01	98,481.28	17.34	127,044.46
非流动负债合计	9,708,589.41	12,586,697.30	15,236,173.62	25.27	17,387,658.58
负债合计	16,738,576.76	20,915,390.40	24,946,741.95	22.08	26,770,197.13
所有者权益：					
实收资本	627,180.00	1,115,180.00	1,115,180.00	33.34	1,115,180.00
资本公积	587,528.27	601,967.91	588,859.29	0.11	588,859.29
其他综合收益	--	--	-64,064.47	--	-65,193.45
专项储备	--	--	309.67	--	--
盈余公积	15,755.10	19,428.40	22,902.23	20.57	22,902.23
一般风险准备	--	--	20,985.42	--	20,985.42
未分配利润	143,981.87	223,538.31	236,165.67	28.07	258,828.84
外币报表折算差额	-12,836.46	-37,515.44	--	-100.00	--
归属于母公司所有者权益合计	1,361,608.77	1,922,599.18	1,920,337.81	18.76	1,941,562.33
少数股东权益	3,143,989.14	3,780,439.69	5,395,095.55	31.00	5,674,080.06
所有者权益合计	4,505,597.91	5,703,038.87	7,315,433.36	27.42	7,615,642.39
负债和所有者权益总计	21,244,174.68	26,618,429.27	32,262,175.30	23.23	34,385,839.52

附件 8 海航集团有限公司

2012 年~2015 年一季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	4,567,711.98	5,441,700.48	6,580,269.00	20.03	1,863,375.64
加: 利息收入	52,861.57	57,987.28	61,340.26	7.72	--
手续费及佣金收入	65,120.37	101,090.87	108,641.97	29.16	--
减: 营业成本	3,296,997.06	4,167,280.94	5,047,055.27	23.73	1,372,785.36
营业税金及附加	124,207.90	106,022.55	128,673.87	1.78	21,808.61
销售费用	295,780.65	330,389.19	340,666.51	7.32	82,384.25
管理费用	460,320.27	556,677.53	649,013.64	18.74	186,492.67
财务费用	477,715.58	540,612.51	685,756.75	19.81	194,757.11
资产减值损失	24,424.99	32,865.14	41,159.65	29.81	8,630.99
加: 公允价值变动收益	-3,847.36	67,584.01	254,621.60	--	93,004.77
投资收益	148,985.10	207,510.01	154,351.67	1.79	8,539.09
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	--	--	18,181.06	--	--
汇兑收益	-303.17	11,184.47	24,509.59	--	45.73
二、营业利润	151,082.04	153,209.26	291,408.40	38.88	98,106.25
加: 营业外收入	67,376.21	141,397.94	138,343.21	43.29	13,522.48
减: 营业外支出	14,948.78	20,993.27	18,148.95	10.19	1,847.60
三、利润总额	203,509.47	273,613.92	411,602.66	42.22	109,781.13
减: 所得税费用	92,447.54	118,404.87	169,002.29	35.21	47,122.22
四、净利润	111,061.93	155,209.05	242,600.38	47.80	62,658.91
其中: 归属于母公司所有者的净利润	30,196.08	47,572.78	55,872.33	36.03	16,291.32
少数股东损益	80,865.86	107,636.27	186,728.05	51.96	46,367.59
六、其他综合收益	588,819.70	-24,678.99	-25,594.63	--	-1,128.98
七、综合收益总额	699,881.63	130,530.06	217,005.75	-44.32	61,529.92
归属于母公司所有者的综合收益总额	344,762.71	22,893.80	29,265.70	-70.86	15,162.33
归属于少数股东的综合收益总额	355,118.92	107,636.27	187,740.05	-27.29	46,367.59

附件 9 海航集团有限公司
2012 年~2015 年一季度合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	4,041,093.30	5,686,233.18	6,508,969.35	26.91	1,735,638.02
客户存款和同业存放款项净增加额	117,638.38	43,246.92	32,579.82	-47.37	21,777.28
向其他金融机构拆入资金净增加额	--	10,000.00	23,401.33	--	15,750.00
处置交易性金融资产净增加值	73,628.26	93,923.05	--	-100.00	--
收取利息、手续费及佣金的现金	117,981.95	159,142.54	202,459.96	31.00	45,811.53
收到的税费返还	15,474.77	12,778.42	13,417.38	-6.88	605.44
收到其他与经营活动有关的现金	1,148,301.68	804,301.95	1,035,926.81	-5.02	229,341.72
经营活动现金流入小计	5,514,118.35	6,809,626.06	7,816,754.64	19.06	2,048,923.99
购买商品、接受劳务支付的现金	2,760,023.71	4,123,417.74	4,775,014.08	31.53	1,127,161.60
客户贷款及垫款净增加额	-30,315.44	92,505.77	108,601.50	--	7,235.80
存放中央银行和同业款项净增加额	--	--	29,790.45	--	--
支付利息、手续费及佣金的现金	56,337.53	33,384.55	40,679.53	-15.03	15,403.54
支付给职工以及为职工支付的现金	365,370.96	431,076.12	480,818.98	14.72	151,148.73
支付的各项税费	269,922.51	344,476.08	475,616.44	32.74	90,210.76
支付其他与经营活动有关的现金	633,938.43	864,191.90	776,951.46	10.71	302,811.87
经营活动现金流出小计	4,055,277.69	5,889,052.16	6,687,472.44	28.42	1,693,972.28
经营活动产生的现金流量净额	1,458,840.66	920,573.90	1,129,282.19	-12.02	354,951.70
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	276,358.84	797,004.76	1,213,528.93	109.55	244,952.96
取得投资收益收到的现金	144,157.41	55,650.10	81,323.06	-24.89	8,221.60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	79,877.02	98,077.94	29,367.02	-39.37	62,804.55
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	22,190.26	24,316.85	74,315.93	83.00	3,900.00
收到其他与投资活动有关的现金	161,925.70	153,154.79	180,660.28	5.63	32,823.03
投资活动现金流入小计	684,509.24	1,128,204.44	1,579,195.22	51.89	352,702.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,293,130.69	2,312,170.43	2,672,911.41	7.96	549,244.86
投资支付的现金	524,856.50	801,565.39	979,992.08	36.64	214,607.03
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	267,040.70	383,809.68	190,969.58	-15.43	47,060.00
支付其他与投资活动有关的现金	796,078.18	793,006.88	560,431.09	-16.10	294,836.59
投资活动现金流出小计	3,881,106.07	4,290,552.38	4,404,304.17	6.53	1,105,748.49
投资活动产生的现金流量净额	-3,196,596.83	-3,162,347.93	-2,825,108.95	-5.99	-753,046.34
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	538,881.74	9,106,040.49	2,314,089.01	107.23	317,975.00
发行债券所收到的现金	7,536,717.86	708,236.80	10,689,262.08	19.09	2,302,468.15
取得借款收到的现金	607,810.98	234,632.61	763,001.50	12.04	100,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	637,577.53	10,897,806.15	301,709.80	-31.21	59,045.55
筹资活动现金流入小计	9,320,988.11	10,897,806.15	14,068,062.39	22.85	2,779,488.69
偿还债务支付的现金	5,639,458.26	6,430,861.50	9,320,291.19	28.56	2,077,849.65
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	578,389.90	630,608.68	714,476.21	11.14	268,236.57
支付其他与筹资活动有关的现金	1,442,276.39	666,253.87	365,847.88	-49.64	168,822.49
筹资活动现金流出小计	7,660,124.56	7,727,724.05	10,400,615.28	16.52	2,514,908.70

筹资活动产生的现金流量净额	1,660,863.55	3,170,082.10	3,667,447.10	48.60	264,579.99
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	987.27	-12,781.67	3,497.16	88.21	9,628.41
五、现金及现金等价物净增加额	-75,905.36	915,526.39	1,975,117.51	--	-123,886.24
加：期初现金及现金等价物余额	2,299,560.92	2,223,655.57	3,139,181.96	16.84	5,114,299.50
六、期末现金及现金等价物余额	2,223,655.57	3,139,181.96	5,114,299.47	51.66	4,990,413.26

附件 10 海航集团有限公司
 2013 年~2014 年现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	111,061.93	155,209.05	242,600.38	-95.33
加: 资产减值准备	24,424.99	32,865.10	41,159.70	-95.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	319,246.73	328,046.00	587,212.50	-95.71
无形资产摊销	18,715.57	24,361.40	42,895.60	-95.21
长期待摊费用摊销	35,857.82	38,038.90	52,743.20	-96.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1,345.00	-13,297.50	-6,494.30	--
固定资产报废损失	449.19	2.20	119.00	-98.37
公允价值变动损失	3,847.36	-67,584.00	-254,621.60	--
财务费用	477,460.74	615,131.00	798,349.50	-95.91
投资损失	-148,985.10	-207,510.00	-154,351.70	-96.78
递延所得税资产减少	-12,552.19	-20,578.70	-5,752.10	-97.86
递延所得税负债增加	329.82	-11,464.60	57,822.00	-58.13
存货的减少	-204,006.18	-1,311,547.90	-236,719.30	-96.59
经营性应收项目的减少	-180,583.16	-139,802.80	-915,744.80	-92.88
经营性应付项目的增加	1,012,228.15	1,498,705.70	880,064.10	-97.05
其他	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	1,458,840.66	920,573.85	1,129,282.18	-97.22

附件 11 海航集团有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	12.62	12.42	13.78	--
存货周转次数(次)	1.76	1.41	1.35	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.23	0.22	--
现金收入比率(%)	88.47	104.49	98.92	93.14
盈利能力				
总资本收益率(%)	--	3.64	3.92	--
总资产报酬率(%)	--	3.71	4.11	--
净资产收益率(%)	--	3.04	3.73	--
主营业务毛利率(%)	25.57	21.15	23.12	--
营业利润率(%)	25.10	21.47	21.34	25.16
费用收入比(%)	27.01	26.24	25.46	24.88
财务构成				
资产负债率(%)	78.79	78.57	77.33	77.85
全部债务资本化比率(%)	75.78	75.97	75.08	75.78
长期债务资本化比率(%)	67.18	67.87	66.68	68.84
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	--	1.33	1.37	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.08	0.05	0.05	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.10	0.05	0.05	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.12	-0.08	-0.02
流动比率(倍)	1.02	1.14	1.31	1.42
速动比率(倍)	0.69	0.71	0.92	0.96
现金短期债务比(倍)	0.60	0.60	0.80	0.82
经营现金流动负债比率(%)	20.75	11.05	11.63	3.78
经营现金利息偿还能力(倍)	--	1.38	1.28	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	-3.35	-1.92	--

附件 12 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
复合增长率	(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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

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+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 13 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。

联合信用评级有限公司关于 海航投资集团股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年海航投资集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

海航投资集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。海航投资集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注海航投资集团股份有限公司的相关状况，如发现海航投资集团股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如海航投资集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至海航投资集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送海航投资集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月十九日