

信用评级公告

联合〔2023〕1944号

联合资信评估股份有限公司通过对海南省发展控股有限公司及其拟发行的2023年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定海南省发展控股有限公司主体长期信用等级为AAA，2023年第一期海南省发展控股有限公司公司债券的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年三月三十一日

2023 年第一期海南省发展控股有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：10.00 亿元

本期债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：补充营运资金

评级时间：2023 年 3 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

海南省发展控股有限公司（以下简称“公司”）是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，近年来，公司外部发展环境良好，区域地位突出，并继续获得政府在资本金注入、债务置换和政府补助等方面的大力支持；随着股权收购完成，公司资产规模大幅增长，业务多元化发展带动营业总收入快速增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模快速增长、面临一定资本支出压力、未来面临一定内部管理压力以及未决诉讼涉案金额较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

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

基于对公司主体长期信用状况及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**随着海南省自由贸易港建设全面推进，海南省经济总量持续提升，财政实力很强。2022 年，海南省实现地区生产总值 6818.22 亿元，同比增长 0.2%；完成地方一般公共预算收入 832.4 亿元。
- 公司区域地位突出，持续获得政府大力支持。**公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，代表省政府对重大项目进行出资，持续获得政府在资本金注入、债务置换和政府补助等方面的大力支持。
- 随着股权收购完成，公司资产规模大幅增长，业务多元化发展带动营业总收入快速增长。**2019—2021 年，随着公司新增离岛免税品销售、工程项目等业务以及子公司海控南海发展股份有限公司纳入合并范围，公司营业总收入年均复合增长 160.90%。2021 年 12 月，公司收购海南机场设施股份有限公司和海南机场实业投资有限公司，2021 年底公司资产总额较上年末大幅增长 91.54%至 1710.47 亿元。

关注

- 公司债务规模快速增长。**2019—2021 年，受合并范围扩大和股权收购影响，公司债务规模持续快速增长，年均复合增长

分析师：胡元杰 丁 晓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

107.03%。公司股权收购事项较多，占用公司较大规模资金，投资回收周期长。

2. **公司面临一定资本支出压力。**公司房地产业务资金需求仍较大，未来面临一定资本支出压力。
3. **公司面临一定内部管理压力。**公司参控股企业众多，涉及行业广泛且分散，对公司内部管理提出较高要求。
4. **公司未决诉讼涉案金额较大，面临一定的或有负债风险。**截至2021年底，公司涉案金额（单笔1000万元以上）合计为59.85亿元，主要由于子公司破产债权确认、经营、融资等民事纠纷而被提起诉讼。根据海南省高级人民法院于2021年10月裁定批准的《海航基础设施投资集团股份有限公司及其二十家子公司重整计划》，涉诉相关破产债权均已预留了相应偿债资源。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	43.88	81.21	208.73	186.00
资产总额（亿元）	664.25	893.03	1710.47	1729.70
所有者权益（亿元）	405.97	378.69	714.55	726.32
短期债务（亿元）	40.06	76.13	58.62	92.97
长期债务（亿元）	104.57	250.73	561.31	545.93
全部债务（亿元）	144.63	326.87	619.92	638.90
营业总收入（亿元）	13.94	49.50	94.92	36.41
利润总额（亿元）	2.58	5.90	4.17	0.02
EBITDA（亿元）	10.54	16.55	15.92	--
经营性净现金流（亿元）	-4.69	11.56	-2.91	-9.96
营业利润率（%）	13.99	13.98	10.35	15.47
净资产收益率（%）	0.10	0.81	0.18	--
资产负债率（%）	38.88	57.60	58.23	58.01
全部债务资本化比率（%）	26.27	46.33	46.45	46.80
流动比率（%）	117.00	177.53	205.72	193.43
经营现金流动负债比（%）	-4.92	5.96	-0.87	--
现金短期债务比（倍）	1.10	1.07	3.56	2.00
EBITDA 利息倍数（倍）	2.06	1.57	1.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.72	19.75	38.95	--
本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	402.38	403.25	563.39	551.97
所有者权益（亿元）	209.54	172.20	253.77	251.88
全部债务（亿元）	118.35	163.18	215.44	229.47
营业总收入（亿元）	0.18	0.03	0.03	0.00
利润总额（亿元）	-3.89	-3.91	-3.64	-1.90
资产负债率（%）	47.93	57.30	54.96	54.37

全部债务资本化比率 (%)	36.09	48.65	45.92	47.67
流动比率 (%)	87.67	88.19	82.22	62.07
经营现金流动负债比 (%)	-0.23	-0.49	-2.58	--

注：1.2022 年一季度财务报告未经审计；2.已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/08/09	胡元杰 丁 晓	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	--
AAA	稳定	2019/10/31	赵传第 马 颖 徐玲晏	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	--

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

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

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

2023 年第一期海南省发展控股有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

海南省发展控股有限公司（以下简称“公司”）由海南省国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）于 2005 年 1 月出资成立，初始注册资本为 5.00 亿元。历经多次增资和股权变更，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 135.84 亿元，实收资本 157.28 亿元，海南省国资委和海南省财政厅分别持有公司 90.00% 和 10.00% 股权，海南省国资委为公司实际控制人。

公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖区域综合开发、机场运营、清洁能源、水利水电、免税及旅游消费等方面。截至 2022 年 3 月底，公司本部内设财务部、风险控制部、投资与运营管理部等职能部门；拥有纳入合并范围的一级子公司 19 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 1710.47 亿元，所有者权益 714.55 亿元（含少数股东权益 241.68 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 94.92 亿元，利润总额 4.17 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1729.70 亿元，所有者权益 726.32 亿元（含少数股东权益 243.21 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 36.41 亿元，利润总额 0.02 亿元。

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

二、本期债券概况

公司计划发行“2023 年第一期海南省发展控股有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”），发行规模为 10.00 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券按年付息，到期一次还本，

募集资金拟用于补充营运资金。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长

1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数(CPI) 上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689

亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约

4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。

2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍

然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发

布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强

度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇

化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

2022年,房地产市场延续2021年下半年以来的低迷状态,商品房销售萎靡,房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降,市场信心有待恢复。

2022年,受宏观经济下行、新一轮新冠肺炎疫情反弹以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响,国内房地产市场景气度继续下行;叠加融资端受阻,发生流动性风险的房企数量持续增加,大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面,2022年,全国房地产开发投资首次出现负增长,全年房地产开发投资累计同比下降10.00%至13.29万亿元,降幅较前11月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面,2022年以来房地产行业景气度尚未恢复,受“保交付”等政策影响,房企新开工意愿持续下降,2022年新开工面积同比下降39.40%。从施工面积看,2022年全国房屋施工面积达90.50亿平方米,同比下降7.20%。同期全国房屋竣工面积8.62亿平方米,同比下降15.00%。

商品房销售方面,2022年,商品房销售额13.33万亿元,商品房销售面积13.58亿平方米,同比分别下降26.70%和24.30%。其中住宅销售面积11.46亿平方米,同比下降26.80%。销售

的下行一方面系全国疫情多点复发下较为严格的防控措施阻碍销售,另一方面系在房企风险事件不断,全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022年12月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降27.65%和31.53%,降幅较上月有所收窄,但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面,2022年全国商品房销售均价为9814元/平方米,同比下降3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售,但对销售规模贡献不大。

(2) 土地市场与信贷环境

2022年以来,全国土地市场热度不高,供求规模齐跌;央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军,大部分民企仍谨慎投资。2022年,房地产开发到位资金同比回落,在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复,但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面,2022年,受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响,全国土地供应量有所下降;根据中指研究院数据,2022年全国300城共推出住宅用地规划建筑面积76632.38万平方米,同比下降36.29%;成交规划建筑面积62002.26万平方米,同比下降31.09%;平均溢价率为3.12%,较2021年同期下降7.8个百分点。在土地市场低迷背景下,尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块,但整体土拍市场热度不高,央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军;除个别优质民营房企开始发力拿地外,大部分民企仍谨慎投资。据统计,2022年地方城投企业拿地金额同比有所增长,但拿地开工率显著弱于非城投房企,托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化,具体来看,上海、杭州和北京为22城集中供地城市土地成交金额前三名,年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳,四轮土拍保持“零流拍”记录,但冷热分化明显,过半地块仍以底价成交;杭州作为长三角热点城市,经济发展较快、人口持续净流入,土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高;北京土地供应规模较小,市场参与积极性保持较高,板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续

较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长

50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

资金来源	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2022 年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022 年调控政策逐步松绑转向宽松。2022 年 4

月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7 月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10 月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12 月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见下表。

表 3 2022 年以来中央层次房地产行业总基调政策

时间	政策来源	主要内容
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022 年 3 月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022 年 4 月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展

2022 年 7 月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022 年 8 月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 10 月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022 年 11 月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022 年 12 月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023 年 1 月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022 年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续改善。2022 年 11 月，从金融“16 条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023 年 1 月，相关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完

善针对 30 家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表 4 2022 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用

2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

3. 机场行业

(1) 行业概况

机场是重要的交通基础设施，是我国综合交通运输体系的重要组成部分，是航空业稳定发展的基础。机场行业与国内外宏观经济的发展、居民收入水平等密切相关，且受民航业的影响很大。

机场行业是为国民经济活动提供运输服务的基础性行业，不以盈利为主要目的，具有一定的战略性和公益性，机场建设以及收费管理方面均受到中国民用航空局（以下简称“民航局”）等政府部门的严格管理。截至 2021 年底，中国境内共有民用航空（颁证）机场 248 个。根据《民用机场收费标准调整方案》，国家按照民用机场业务量将全国机场划分为三类（即一类 1 级机场、一类 2 级机场、二类机场、三类机场）。

表 5 机场分类名录

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州 3 个机场
一类 2 级	深圳、成都、上海虹桥 3 个机场
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁 20 个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》

通常，机场运营企业的收入可分为两大类：航空性业务收入与非航空性业务收入。其中，航空性业务具有类公益性，非航空性业务具有收益性。航空性业务指以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查。非航空性业务指依托航空性业务提供的其他服务，主要包括货邮代理业务、特许经营权业务、租赁业务、地面服务业务、广告业务

等。

截至目前，民用机场航空性业务及二类、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目的收费标准仍实行政府指导价，非航空性业务重要收费项目（二类、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目外）的收费标准由实行政府指导价调整为实行市场调节价，非航空性业务其他收费项目的收费标准，以市场调节价为主。

(2) 行业政策

2020 年以来，对航司部分服务费实施优惠政策及“五个一”政策实施，对机场企业收入带来负面影响，且短期内仍将持续。为了缓解机场企业经营压力，2022 年民航纾困政策出台。

近年来，随着机场航空性业务收费标准的调整以及非航空性业务收费标准逐步市场化，机场运营企业收入结构持续优化，竞争力及盈利能力有望改善。《交通强国建设纲要》中明确了建设交通强国战略、《中国民航四型机场建设行动纲要（2020—2035 年）》中明确顶层设计及阶段发展目标、《国家综合立体交通网规划纲要》确定完善国家综合立体交通网等一系列政策推出，机场行业仍处于快速发展阶段，机场行业保持较大规模的固定资产投资态势不变。2020 年以来，对航司部分服务费实施优惠政策及“五个一”政策实施，对机场企业营业收入和盈利能力带来负面影响。

2022 年 2 月，发改委等 14 部门发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，加大对民航基础设施建设资金力度、鼓励金融机构对航司和机场信贷支持等。纾困扶持政策的实施有助于机场企业缓解现金压力、降低经营压力。

表 6 2017 年以来与机场行业相关的重要政策举要

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2017 年 1 月	关于印发《民用机场收费标准调整方案》的通知	更新机场最新分类名录，调整内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价及浮动幅度，调整起降费、停场费、客桥费、旅客行李和货物邮件安检费收费标准基准价，起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过 10%；范围扩大市场调节价的非航空性业务重要收费项目范围
2019 年 9 月	交通强国建设纲要	第一阶段从 2021 年到 2035 年，基本建成交通强国，形成“三张交通网”和“两个交通圈”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国
2020 年 1 月	关于印发《中国民航四型机场建设行动纲要（2020-2035 年）》的通知	明确“一筹划、两步走”两阶段的建设目标，即 2020 年完成四型机场的顶层设计、2021-2030 年全面融入“平安、绿色、智慧、人文”发展理念并全面推进四型机场的建设、2031-2035 年深化提升并建成规模适度、保障有力、结构合理、定位明晰的现代化国家机场体系
2020 年 3 月	关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知	降低境内、港澳台地区及外国航空公司机场、空管收费标准，一类、二类机场起降费收费标准基准价降低 10%，免收停场费；航路费（飞越飞行除外）收费标准降低 10%；自 2020 年 1 月 23 日起实施，截止日期视疫情情况另行通知
2020 年 3 月	关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知	以 3 月 12 日仍在飞的国际航班计划为基准，要求中国国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至中国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班，简称“五个一”政策
2020 年 4 月	民航局关于加强民用运输机场总体规划工作的指导意见	到 2025 年，健全与民航强国发展要求相匹配的机场总体规划管理体系，建成全国运输机场运量预测体系，全面应用机场总体规划指标体系和机场总体规划管理信息平台，完成大、中型枢纽机场的总体规划修编工作，为机场建设率先实现民航强国目标奠定基础提出了 2035 年、2050 年的有关目标要求等
2020 年 6 月	民航局关于调整国际客运航班的通知	（1）自 2020 年 6 月 8 日起扩大“五个一”政策的适用范围：所有未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市（具体城市名单可在民航局官网查询），每周运营 1 班国际客运航线航班；（2）自 2020 年 6 月 8 日起，实施航班奖励和熔断措施
2022 年 1 月	“十四五”现代综合交通运输体系发展规划	“十四五”时期，布局完善、功能完备的现代化机场体系基本形成；扩大航空网络覆盖范围；民用运输机场计划由 241 个增加至不少于 270 个
2022 年 2 月	关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策	地方可统筹中央转移支付以及自有财力支持航空公司做好疫情防控；统筹资源加大对民航基础设施建设资金支持力度；中央财政继续通过民航发展基金对符合条件的航空航线、安全能力建设等予以补贴；继续通过民航发展基金等对符合条件的中小机场和直属机场运营、安全能力建设等予以补贴，对民航基础设施贷款予以贴息，对机场和空管等项目建设予以投资补助；鼓励地方财政对相关项目建设予以支持；鼓励银行业金融机构加大对枢纽机场的信贷支持力度；鼓励符合条件的航空公司发行公司信用类债券以拓宽融资渠道、为受疫情影响严重的航空公司注册发行债务融资工具建立绿色通道

资料来源：联合资信整理

（3）行业运行情况

受新冠肺炎疫情影响，2020 年机场行业运营指标均大幅下滑。2021 年，机场行业逐步恢复，货邮吞吐量平稳增长、旅客吞吐量仍不及疫情前水平。机场行业的旅客及货邮吞吐量区域分布情况较稳定，旅客主要集中在北上广等腹地经济发达地区，货邮在华东及中南地区占比高。

2019 年，机场行业持续长期以来的较快发展态势。2020 年受疫情影响，国内及国际航空运输需求显著下降，机场行业各项运营指标较上年同期大幅下降。2021 年，机场行业逐步恢复，但仍受到局部散点疫情影响，各项运营指标均有所上升，但仍完全恢复至以前水平。其中旅客吞吐量恢复至疫情前近七成，货邮吞吐量已恢复至疫情前水平，起降架次恢复至疫情前八成水平。

表 7 2019 - 2021 年民用机场行业主要营运指标

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
期末颁证机场数量（个）	238	1.28%	241	1.26%	248	2.90%
旅客吞吐量（亿人次）	13.52	6.90%	8.57	-36.60%	9.07	5.90%
货邮吞吐量（万吨）	1710.01	2.10%	1607.50	-6.00%	1782.80	10.90%
起降架次（万架次）	1166.05	5.20%	904.90	-22.40%	977.70	8.00%

资料来源：联合资信根据《民航行业发展统计公报》《全国民用运输机场生产统计公报》整理

根据《2021 年全国民用运输机场生产统计公报》，截至 2021 年底，中国境内共有民用航空（颁证）机场 248 个（不含香港、澳门和台湾地区，下同），较上年底增加 7 个。其中定期航班通航机场 248 个，定期航班通航城市 244 个，分别较上年底增加 8 个和 7 个。

2021 年，我国机场全行业全年完成旅客吞吐量 9.07 亿人次，较上年增长 5.9%。分航线看，国内航线和国际航线分别完成旅客运输量 9.04

亿人次和 0.03 亿人次，分别较上年增长 7.6%和下降 82.0%。同期，全行业完成货邮吞吐量 1782.8 万吨，较上年增长 10.9%。分航线看，国内航线和国际航线分别完成货邮吞吐量 979.4 万吨和 803.4 万吨，分别较上年增长 3.4%和 21.7%。同期，全行业飞机起降共计 977.7 万架次，较上年增长 8.0%。其中，国内航线和国际航线分别完成 953.3 万架次和 24.5 万架次，较上年分别增长 9.1%和下降 22.4%。

表 8 2021 年全国主要民用运输机场业务情况

机场	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
	名次	本年完成 (万人次)	同比增速 (%)	名次	本年完成 (万吨)	同比增速 (%)	名次	本年完成 (万次)	同比增速 (%)
广州/白云	1	4024.97	-8.0	2	204.49	16.2	1	36.25	-2.9
成都/双流	2	4011.75	-1.5	7	62.94	1.8	4	30.09	-3.5
深圳/宝安	3	3635.82	-4.1	3	156.83	12.1	3	31.79	-0.8
重庆/江北	4	3576.63	2.4	8	47.67	15.9	6	28.06	2.2
上海/虹桥	5	3320.73	6.6	10	38.34	13.2	10	23.13	5.4
北京/首都	6	3263.90	-5.4	4	140.13	15.8	5	29.82	2.3
昆明/长水	7	3222.13	-2.3	11	37.72	16.1	7	27.95	1.8
上海/浦东	8	3220.68	5.7	1	398.26	8.0	2	34.95	7.3
西安/咸阳	9	3017.33	-2.9	9	39.56	5.1	8	25.70	0.5
杭州/萧山	10	2816.38	-0.2	5	91.41	14.0	9	23.83	0.4
北京/大兴	11	2505.10	55.7	18	18.59	140.7	12	21.12	58.7
长沙/黄花	12	1998.31	3.9	16	20.91	8.9	15	16.30	4.3
武汉/天河	13	1979.66	54.6	13	31.60	66.9	14	17.46	51.5
郑州/新郑	14	1895.49	-11.5	6	70.47	10.2	17	16.12	-9.8
南京/禄口	15	1760.69	-11.6	12	35.91	-7.8	16	16.19	-10.9

注：上表选取 2021 年民用机场旅客吞吐量排名前 15 位机场的主要经营数据
资料来源：联合资信根据《2021 年全国民用运输机场生产统计公报》整理

从旅客吞吐量看，2021 年旅客吞吐量 1000 万人次以上的境内机场达到 29 个，较上年净增加 2 个，完成旅客吞吐量占全部境内机场旅客总吞吐量的 70.8%，占比较上年上升 0.8 个百分点。北京、上海和广州三大城市运输机场旅客吞吐量占全部境内运输机场旅客吞吐量的 18.0%，占比较上年下降 0.2 个百分点。从各地区机场旅客吞吐量分布情况看，华北地区占 12.6%，东北地区占 6.0%，华东地区占 28.1%，中南地区占 24.6%，西南地区占 18.6%，西北地区占 6.9%，新疆地区占 3.0%。华东和中南地区占比较高。

从机场货邮吞吐量看，2021 年货邮吞吐量 10000 吨以上的机场有 61 个，较上年净增加 2

个，完成货邮吞吐量占全部境内机场货邮总吞吐量的 98.7%，较上年同期提高 0.1 个百分点。其中北京、上海和广州三大城市机场货邮吞吐量占全部境内机场货邮总吞吐量的 44.9%。从货邮吞吐量的地区分布看，2021 年华东地区和中南地区机场的货邮吞吐量占比分别为 42.1%和 30.0%。

（4）行业供需及竞争

机场行业未来发展空间大，专项政策的实施有助于缓解时刻资源紧张局面，但重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担。区域分隔叠加功能定位使得机场行业呈现典型的区域

垄断格局，但腹地经济、周边枢纽机场的运营及高铁分流均对机场企业运营造成较大影响。

根据《新时代民航强国建设行动纲要》和《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》要求，2035年运输机场数量达到450个左右，“十四五”时期民用运输机场计划由241个增加至不少于270个。截至2021年底，我国境内运输机场共有248个，机场行业未来发展空间大。

从供给看，产能利用率、空域资源的紧张程度及地面保障能力是影响机场新时刻投放的重要因素。其中产能利用率是影响时刻容量上调空间，进而决定起降架次、旅客量增速的关键指标。2018年管理办法以及2020年《关于进一步优化货运航线航班管理政策的通知》的实施，均有助于缓解时刻资源紧张局面。

目前机场行业仍保持较大投资规模，2021年，我国完成民航固定资产投资1880.44亿元，其中，民航基本建设和技术改造投资1222.47亿元，同比增长13.0%；机场改扩建、新建项目等重大资本性支出对机场运营企业造成较大负担。机场重大项目资金来源主要包括中央预算内投资、民航发展基金、各级财政拨款、股东拨款、自筹及银行贷款等。此外，重大工程项目等投运后，较高的折旧及财务费用等将导致机场运营企业盈利能力快速下滑，但长期有利于改善产能不足的局面，利好长期盈利能力提升。

从竞争格局方面来看，区域分隔叠加功能定位导致机场行业呈现典型的区域垄断格局。受净空条件、航路、建设用地、周边环境以及经济、政治等多种条件的限制，机场可选地址具有稀缺性，一旦选定地址，在一定地理范围内一般不会再重复建设新的机场，因而机场主要服务其覆盖范围内的航空客货运需求，不同地区的机场之间竞争关系不强。部分经济发达地区，存在机场较为密集，甚至一个城市两个机场的情况，在这种情况下，会存在一定的客源和货源竞争，但由于政府往往会对机场进行定位，不同定位的机场在配套交通规划、服务水平等方面有明显差距，因此竞争激烈程度低。

从行业外部竞争看，机场腹地经济发展情况、周边枢纽机场及高铁分流均对机场运营影响较大。腹地经济环境决定机场所面临的航空运输容量，周边枢纽机场及中短途距离已通车的高铁，对机场旅客分流作用较为明显。目前，中国“四纵四横”高铁网络正在向“八横八纵”的高铁网络迈进，已完成近七成，随着我国高铁建设的不断推进与高铁网路的进一步加密，将对民航业产生较大的分流影响，进而影响机场企业的营运基础。

（5）未来发展

考虑机场作为重要交通组成部分且民航发展规划目标明确，长期积极发展趋势仍将保持不变。整体看，机场行业展望为稳定。

4. 区域经济环境

随着自由贸易港建设全面推进，海南省经济总量持续增长，财政实力很强。

海南省位于中国最南端，行政区域包括海南岛、西沙群岛、中沙群岛、南沙群岛的岛礁及其海域，是中国面积最大的省。海南省陆地（主要包括海南岛和西沙、中沙、南沙群岛）总面积3.54万平方公里，海域面积约200万平方公里。海南省下辖4个地级市、5个县级市、4个县、6个民族自治县。根据《2022年海南省国民经济和社会发展统计公报》，截至2022年底，海南省常住人口1027.02万人，城镇化率为61.49%。

海南省重点发展的产业包括旅游产业、热带特色高效农业、医疗健康产业、现代金融服务业、现代物流业等。根据《海南省国民经济和社会发展统计公报》，2020—2022年，海南省地区生产总值分别为5532.39亿元、6475.20亿元和6818.22亿元，同比分别增长3.5%、11.2%和0.2%。2022年，海南省第一产业增加值1417.79亿元，同比增长3.1%；第二产业增加值1310.94亿元，同比下降1.3%；第三产业增加值4089.49亿元，同比下降0.2%；三次产业结构由2020年的20.5:19.1:60.4调整为20.8:19.2:60.0；预计全年人均地区生产总值为6.66万元，同比增长4.5%。

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

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

2022 年，海南省固定资产投资同比下降 4.2%。其中，非房地产开发投资同比增长 2.5%。按产业分，第一产业投资同比增长 12.9%，第二产业投资同比增长 31.0%，第三产业投资同比下降 10.3%。按地区分，海口经济圈投资同比下降 6.9%，三亚经济圈投资同比下降 14.3%，儋州经济圈投资同比增长 20.1%，滨海城市带投资同比下降 5.1%，中部生态保育区投资同比增长 5.8%。投资项目个数同比增长 5.4%，其中本年新开工项目同比增长 10.3%。2022 年，海南省房地产开发投资 1158.37 亿元，同比下降 16.0%。其中，住宅投资 793.05 亿元，同比下降 11.6%；办公楼投资 76.36 亿元，同比下降 14.3%；商业营业用房投资 119.03 亿元，同比下降 28.4%。

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

根据《关于海南省预算执行情况和预算草案的报告》，2020—2022 年，海南省分别完成地方一般公共预算收入 816.1 亿元、921.2 亿元和 832.4 亿元，同比分别增长 0.2%、增长 12.9%和下降 2.9%（剔除留抵退税因素）。2022 年，海南省完成税收收入 609.3 亿元，占一般公共预算收入的比重为 73.20%；地方一般公共预算支出 2095.5 亿元，财政自给率为 39.72%。同期，海南省地方政府性基金预算收入 468.9 亿元，同比增长 19.0%；获得中央补助资金（一般公共预算及政府性基金预算）1098.5 亿元。

自 2018 年 4 月中共中央国务院出台了《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》以来，海南省全面加快建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港。2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》（以下简称《总体方案》），从总体要求、制度设计、分步骤分阶段安排和组织实施四方面对海南自由贸易港建设进行了详细阐述，并明确提出到 2025 年、2035 年以及本世纪中叶的阶段性发展目标。《总体方案》的主要内容可以概括为“6+1+4”。“6”就是贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利、数据安全有序流动；“1”是构建现代产业体系，特别强调突出海南的优势和特色，大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业；“4”是要加强税收、社会治理、法治、风险防控等四方面制度建设。

2021 年 5 月，海南省人民政府（以下简称“海南省政府”）印发《海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021—2023 年）》，进一步推动贯彻落实总体方案。随着海南省战略地位的进一步提升，或将为海南省经济带来新的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 135.84 亿元，实收资本 157.28 亿元，海南省国资委和海南省财政厅分别持有公司 90.00%和 10.00% 股权，海南省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务板块呈多元化发展态势，在海南省内具备很强的竞争优势。

公司是海南省重要的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖区域综合开发、机场运营、清洁能源、水利水电、免税及旅游消费等方面，业务板块呈多元化发展态势，在海南省内具备很强的竞争优势。公司本部主要行使管理职能，主要业务均由子公司开展。

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，员工学历及年龄结构合理，能够满足公司发展需要。

截至2022年10月底，公司拥有董事6人，非董事高级管理人员7人。

周军平先生，1971 年 1 月生；历任海南省人民政府研究室会务信息处助理调研员、综合处副处长、社会发展处处长、经济运行处处长，中共海南省委政策研究室副主任、主任，中共海南省委副秘书长、政策研究室主任，中共海南省委自由贸易试验区（自由贸易港）工作委员会办公室副主任，洋浦经济开发区工委书记，中共儋州市委副书记（兼），海南省洋浦开发建设控股有限公司党委书记、董事长，中共海南省儋州市委副书记，洋浦经济开发区工委副书记、管理委员会主任，海南省洋浦开发建设控股有限公司党委书记、董事长；现任公司党委书记、董事长。

截至2022年3月底，公司本部共有员工284人；从教育程度看，本科以上学历111人、本科学历164人、大专及以下学历9人；从年龄结构看，30岁以下97人、30~50岁170人，50岁以上17人；从职能上看，管理人员193人、普通职员91人。

公司本部共有111人取得各类职称。其中，56人拥有高级职称、21人拥有中级职称、34人拥有初级职称。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：914600007674746907），截至 2023 年 2 月 10 日，公司本部无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：4402000000731122），截至 2023 年 3 月 1 日，子公司海南发展无未结清的不良或关注类信贷记录，已结清信贷信息记录中存在 3 笔承兑汇票垫款（金额合计 384 万元，已于 2009 年 3 月 3 日结清）和 19 笔关注类信贷信息记录（均已正常还款）。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91460000284079688H），截至 2023 年 2 月 20 日，子公司海南机场设施股份有限公司（以下简称“海南机场”）无未结清信贷记录，已结清信贷记录中存在 3 笔关注类信贷记录和 2 笔不良类信贷记录。

海南机场于 2022 年 9 月 22 日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）《行政处罚决定书》（〔2022〕51 号），因海南机场未按照规定披露非经营性关联交易、未按照规定披露关联担保，证监会决定对海南机场给予警告，并处以 200 万元的罚款，对海南机场涉案的有关董事、监事、高级管理人员给予警告并处以罚款。

海南机场于 2022 年 9 月 27 日收到上海证券交易所（以下简称“上交所”）纪律处分决定书（〔2022〕128 号），因海南机场未按照规定披露非经营性关联交易、未按照规定披露关联担保、2019 年年度业绩预告披露不准确且未及时更正，上交所对海南机场部分时任董事、监事

和高级管理人员给予公开谴责或通报批评的纪律处分，并计入上市公司诚信档案。

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

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了较为完善的法人治理结构及规范的管理制度，能够保障日常经营管理工作的正常运行，受机构改革影响，公司监事会尚无法实质运作。公司参控股企业众多，涉及行业广泛且分散，对公司内部管理提出较高要求。

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，结合公司的实际情况，制定了《公司章程》。

海南省国资委和海南省财政厅作为股东享有对所持股权相应的收益权、处置权和知情权，不干预公司日常生产经营管理，不改变现行国有资产管理体制。

公司设董事会，董事会由7人组成，其中外部董事应过半数，公司职工代表出任的董事1名。公司职工代表出任的董事由公司职工民主选举产生。董事会每届任期为3年。董事任期届满，经海南省国资委委派可以连选连任，但外部董事连任不得超过6年。董事会设董事长1名，按照干部管理权限，由中共海南省委提名、海南省政府任命。董事长为公司法定代表人。截至本报告出具日，公司尚缺董事1名，待海南省国资委进一步委派。

公司设监事会，监事会由5名监事组成。其中，职工监事不得少于监事人数的三分之一，由公司职工代表大会选举产生，其他监事由海南省国资委派出。职工监事任期三年，任期届满，可连选连任。设监事会主席1名，由海南省国资委指定。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。2018年8月，海南省进行机构改革，将国有企业

监事会职能并入海南省审计厅。2019年4月，海南省国资委印发《关于伍学云等同志职务自然免除的通知》（琼国资干〔2019〕9号），自然免除王守书、陈冠华等省属重点监管企业监事的监事职务，该等企业监事会工作办公室的职责划入海南省审计厅，相关人员按要求转隶海南省审计厅。

公司设总经理1名、副总经理4名，总经理负责公司全面的经营管理工作，并对董事会负责。总经理可依法定程序进入公司董事会，总经理非公司董事时，可列席董事会会议。截至报告出具日，公司总经理暂时空缺，尚待进一步任命。

2. 管理水平

公司结合自身业务具体情况，在财务管理、对外投资等方面建立了相应的内部控制制度。

财务管理方面，公司建立了独立的会计核算体系和较为完善的财务管理制度，从会计制度、全面预算及财务决算管理、会计基础工作管理、资金集中管理、债务风险控制、收入管理、税务管理及会计档案管理等面对公司财务相关活动进行规范和约束，控制财务风险。

投资管理方面，公司为加强对投资活动的管理控制，提高投资决策的科学性，防范投资风险，提高投资效益，制定了投资管理办法，对公司投资事项的管理职责、投资项目的审批决策程序、投资后评价管理和责任追究等方面进行了具体的规定。

融资管理方面，公司为规范项目融资行为，强化融资管理和财务监控，制定了融资管理办法，对项目融资的管理职责、对外融资管理及审批程序、内部借款管理及审批程序、融资风险控制等方面进行了具体的规定，明确了公司向商业银行进行贷款融资和其他融资项目的审批程序，以对公司及下属子公司的融资行为进行管理。

子公司管理方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，制定了《子公司重大事项管理办法（试行）》，充分行使股东权利实现对子公司的有效控制和管理，包括但

不限于向子公司委派董、监事人员,通过董事会向子公司委派总经理、财务总监等公司高管,决定子公司的财务制度和财务预决算,决定子公司的利润分配,决定子公司的重大投融资,决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时对各子公司实行经营业务年度考核。除行使股东权利外,公司原则上不干预子公司的日常经营活动。公司参控股企业众多,涉及行业广泛且分散,对公司内部管理提出较高要求。

安全生产方面,公司为强化全员安全生产责任制,结合公司实际,制定了《全员安全生产责任制管理规定》,对安全生产管理机构及其职责、各子公司及各部门安全生产职责、安全生产责任制检查与考评等方面进行了具体的规定,坚持“党政同责、一岗双责、齐抓共管、失职追责”的工作机制,严格落实管行业必须管安全、管业务必须管安全、管生产经营必须管安全的“三个必须”原则,建立健全“齐抓共管”的责任体系,切实保障员工的安全、健康以及公司财产安全。

七、 重大事项

近年来,公司股权收购及划转事项较多,对公司经营和财务影响较大。股权收购占用大量资金,投资回收周期长。

2019年12月,子公司海南发展控股置业集团有限公司(以下简称“海控置业”,具有房地产开发壹级资质)收购海南机场设施股份有限公司(原名“海航基础设施投资集团股份有限公司”,以下简称“海南机场”,股票代码:600515.SH)子公司海航基础产业集团有限公司、海航地产控股(集团)有限公司、海南海岛临空产业集团有限公司及桐乡市南海明珠股权投资合伙企业(有限合伙)合计持有的海南金海湾投资开发有限公司(以下简称“金海湾公司”)100%股权,转让价款合计101.32亿元;此外公司还代金海湾公司承接不超过39.65亿元的债务,合计金额为140.97亿元,收购资金来源为公司自有资金和银行贷款,其中贷款额度124.33亿元。公司将金海湾公司纳入合并范围。

2020年4月,子公司海控置业收购云南祥鹏航空有限责任公司持有的海南国善实业有限公司(以下简称“国善实业”)、海南国旭实业有限公司(以下简称“国旭实业”)和海南航鹏实业有限公司(以下简称“航鹏实业”)100%股权,交易金额共计29.44亿元。国善实业、国旭实业及航鹏实业名下资产主要为位于海口市大英山新城市中心区4块土地,土地用途均为商服用地,面积合计11.45万平方米。

2020年6月,公司通过非公开协议转让方式以12.81亿元收购海控南海发展股份有限公司(以下简称“海南发展”,股票代码“002163.SZ”)27.12%的股份,成为海南发展第一大股东,并将其纳入公司合并范围。海南发展重点发展幕墙与内装工程、光伏玻璃、矿业与特种玻璃深加工三大产业,是国内知名的幕墙骨干企业,在国内行业综合实力排名前列。截至2021年底,海南发展资产总额58.06亿元,所有者权益11.04亿元;2021年,海南发展营业总收入43.65亿元,利润总额1.73亿元。

2020年6月,公司通过公开摘牌方式收购海南三亚国宾馆有限责任公司(以下简称“三亚国宾馆”)100%股权及相关债权,交易价格为17.28亿元(含股权转让期间相关借款利息),并已完成工商变更。此后,公司将三亚国宾馆全部股权转让给海南省旅游投资发展有限公司(以下简称“海南省旅投”),转让价款18.18亿元,工商变更已完成,款项已全部收回。

2020年11月,根据股东海南省国资委批复,公司将参股公司海口美兰国际机场有限责任公司(以下简称“美兰机场公司”,2020年9月末美兰机场公司资产总额518.94亿元,所有者权益130.37亿元)29.98%股权(含间接持股11.75%)和子公司海南海钢集团有限公司(以下简称“海钢集团”)、海南省机场投资管理有限公司(以下简称“机场管理公司”)100.00%股权无偿划转至海南省国资委,将三亚海控接待中心建设投资有限公司(以下简称“三亚海控接待中心”)100.00%股权无偿划转至海南旅投酒店集团有

限公司。上述股权划转事宜工商、产权变更登记已完成。

2021年9月，公司发布重大资产重组公告，拟战略投资海南机场。2021年11月，公司公告显示，公司参与海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）机场板块重整投资并通过投资人遴选程序被确定为机场板块重整投资人。本次重整投资标的主体范围共125家，其中：上市板块共115家，包括海南机场及并表范围内的114家公司；非上市板块主体共10家，包括海南机场实业投资有限公司（原名“三亚翔航实业有限公司”，以下简称“机场实业”）及权益调整后的子公司。以上投资对价为110.00亿元，包括：投资海南机场支付现金85.50亿元、投资机场实业支付现金22.50亿元，剩余款项在充分满足公司资金支付合规性要求的前提下，提供管理人专项解决重整相关问题。公司拟通过本次重整取得33亿股上市公司股票（其中需提供部分股票用于管理人专项解决重整相关问题，最终股份数以中证登登记的股份数为准）成为海南机场实际控制人，同时持有非上市板块机场实业56%的股权。海南机场及机场实业于2021年12月纳入公司合并范围。截至2022年1月10日，公司本次收购的标的公司已经完成相关权益变动、工商变更工作。

八、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司股权收购及划转事项

较多，经营情况变化较大；随着并购海南发展、新增离岛免税品销售业务以及房产销售收入增长，公司营业总收入持续快速增长。同期，公司综合毛利率持续下降。

2019—2021年，公司营业总收入持续快速增长，年均复合增长160.90%，公司股权收购及划转事项较多，对公司营业总收入影响较大。2020年，公司实现营业总收入同比大幅增长254.97%，主要系将海南发展纳入合并范围，新增建筑建材类业务收入（收入体现为幕墙工程收入、玻璃及深加工制造收入），同时房产销售及贸易收入快速增长所致。2021年，公司新增离岛免税品销售业务，同时随着建筑建材类业务和房产销售收入大幅增长，公司营业总收入同比大幅增长91.76%。2021年12月，公司收购海南机场和机场实业，新增机场板块业务。公司收入主要来自建筑建材、房地产、免税品销售、电力、大宗商品贸易以及机场等领域，其中以幕墙工程和玻璃及深加工制造业等为主的建筑建材类收入是公司营业总收入的主要来源。公司其他业务板块主要包括盐业、河砂销售、酒店运营、房屋租赁以及物业管理等业务，因海钢集团于2020年无偿划出，公司不再产生河砂销售收入，导致2021年其他收入较上年下降60.87%。

毛利率方面，2019—2021年，公司综合毛利率持续下降。其中，2021年公司综合毛利率同比下降3.97个百分点，主要系收入占比较高的建筑建材类业务和房产销售业务毛利率下降以及新增毛利率较低的免税品销售业务所致。

表9 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022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	收入	占比	毛利率
幕墙工程及玻璃深加工	--	--	--	25.46	51.44	14.89	41.54	43.77	11.32	5.28	14.49	5.15
房产销售	0.20	1.41	41.32	3.24	6.54	27.42	18.19	19.17	14.87	4.01	11.00	11.53
免税品销售	--	--	--	--	--	--	17.11	18.02	6.76	8.23	22.60	12.92
工程项目	--	--	--	2.75	5.56	12.78	11.49	12.10	8.31	8.04	22.08	5.29
发电业务	2.81	20.12	34.00	3.15	6.36	38.33	3.58	3.77	33.72	0.53	1.45	28.46
贸易业务	5.96	42.72	0.06	9.91	20.02	0.36	1.06	1.11	3.63	0.30	0.82	5.61
其他	4.97	35.75	32.74	5.00	10.09	30.53	1.95	2.06	21.36	10.03	27.55	41.18
合计	13.94	100.00	19.16	49.50	100.00	15.75	94.92	100.00	11.78	36.41	100.00	17.91

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2022年1—3月，公司营业总收入同比大幅增长196.95%，主要系免税品销售收入快速增长和海南机场并表后工程项目、房产销售、物业管理收入增长以及新增机场运营收入所致。同期，公司综合毛利率为17.91%。

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司基础设施投资建设业务资金来源主要依赖财政支持，暂未产生收入。

公司作为海南省省级国有资本投资运营公司，承担着省内重大基础设施项目的投资任务，资金来源主要依赖财政支持。公司主要通过参股及控股的形式，对省内大型交通及水利项目进行投资建设。

公司以参股形式出资的项目主要包括东环铁路和西环铁路项目。截至2021年底，公司参股投建项目实际出资额为91.15亿元，东环铁路和西环铁路已正式通车运营，由海南铁路有限公司（以下简称“琼铁公司”）负责建设和运营管理，

公司持有琼铁公司30.97%股权²。

表10 截至2021年底公司重要参股形式投建项目

项目名称	项目总投资 (亿元)	其中公司 出资额 (亿元)	实际已 出资 (亿元)	完工进 度 (%)	项目进度
海南东 环铁路	205.29	49.50	49.50	100.00	已完工
海南西 环铁路	254.90	41.65	41.65	100.00	已完工
合计	460.19	91.15	91.15	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

除参股项目外，子公司作为业主方亦承担了省内大型水利水电项目建设任务，建设资金主要来自财政专项资金，其中建管一体化项目有部分资金需要由公司自主融资，运营主体主要包括海南海控水利建设有限公司和海南省水利电力集团有限公司。公司在建项目主要包括红岭灌区工程、北门江天角潭水利枢纽工程、红岭灌区田间工程和南渡江迈湾水利枢纽工程等项目。截至2021年底，公司投建的水利项目计划总投资额285.78亿元，实际已出资185.39亿元，财政资金均已到位。

表11 截至2021年底公司主要控股形式投建项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	实际已投资	财政出资	实施主体
红岭灌区工程	61.95	62.16	62.16	海南海控水利建设有限公司
大广坝水利水电二期（灌溉）工程	20.11	20.11	20.11	海南省水利电力集团有限公司
水电红岭灌区田间工程	25.16	23.53	23.53	海南省水利电力集团有限公司
水电除险加固工程	2.98	2.98	2.98	海南省水利电力集团有限公司
水电南渡江迈湾水利枢纽	73.64	37.09	37.09	海南省水利电力集团有限公司
水电春江补水工程	1.35	1.35	1.35	海南省水利电力集团有限公司
北门江天角潭水利枢纽工程	43.39	23.07	23.07	海南省水利电力集团有限公司
南繁基地（乐东、三亚片）水利设施工程	8.44	6.81	6.81	海南省水利电力集团有限公司
海南省琼西北供水工程	43.56	5.44	5.44	海南省水利电力集团有限公司
海南省2021年病险水库除险加固工程	5.20	2.85	2.85	海南省水利电力集团有限公司
合计	285.78	185.39	185.39	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(2) 机场运营

2021年底，公司通过参与海航集团机场板块重整投资新增机场运营业务。

2021年12月，公司通过参与海航集团机场板块重整投资取得海南机场及机场实业的控制权，

新增机场运营业务。其中，海南机场主要从事机场运营管理、免税及商业业务、房地产开发与销售、物业管理及酒店餐饮等。2021年和2022年第一季度，海南机场营业收入分别为45.25亿元和11.89亿元，净利润分别为4.49亿元和0.85亿元。

² 公司对琼铁公司直接持股比例为30.94%股权，同时通过海南海控

资产管理有限公司间接持股0.03%。

机场实业主要经营位于三亚的房产，2021年机场实业实现营业收入428.57万元，均为房产租金收入。由于上述两家公司于2021年12月完成合并，预计公司2022年营业收入规模将显著增长。

海南机场的机场运营业务主要分为航空性业务和非航空性业务，其中航空性业务系与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务，如为国内外航空运输企业、过港和转港旅客提供过港及地面运输服务等；非航空性业务包括延伸的商业、办公室租赁、值机柜台出租等。截至2021年底，海南机场通过控股、管理输出、参股等方式参与管理运营合计11家机场。其中，海南机场控股7家机场（三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、潍坊南苑机场、营口兰旗机场、满洲里西郊机场），管理输出2家机场（松原查干湖机场、三沙永兴机场），参股2家机场（宜昌三峡机场、东营胜利机场）。2021年，公司控股及管理输出的9家机场总体实现飞机起降架次14.66万架次，旅客吞吐量1949.30万人次，货邮吞吐量14.14万吨。同期，海南机场实现机场运营业务收入15.81亿元，毛利率为35.44%。

（3）房地产开发

公司房地产开发项目资金需求量较大，未

来面临一定的资本支出压力。

公司房地产业务主要由子公司海南发展控股置业集团有限公司（以下简称“海控置业”）以及新并入的子公司海南机场开展。因公司于2021年底完成海南机场并购，其房地产开发业务收入尚未并表。

海控置业主要受各省属单位委托，通过自筹资金定向进行房屋开发，建成后对符合条件的群体定向销售回款，同时向委托方收取一定比例的项目管理费，该管理费计入购房款中一并收取，不再另外结算。此外，公司还有部分商品房项目，主要依靠市场化销售实现资金回笼。

海控置业已建成房产项目包括和风·江岸项目、和风·鑫苑项目、省政协小区、万宁翠岭山庄、美庄小区、美苑小区、澜江花园一期及和风家园（E4002地块、E4302地块、E4502地块）项目等，其中澜江花园一期为市场化销售的商品房项目，其他均为定向开发商品房项目。截至2022年3月底，海控置业在售房产主要为7个（其中4个尾盘项目，3个新建项目），已售面积为108.94万平方米，实现销售额56.99亿元，累计结转收入51.87亿元。

表 12 截至 2022 年 3 月底海控置业在售房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可售面积	已售面积	销售额	累计结转收入
和风江岸项目	54.46	53.52	20.46	20.44
和风鑫苑项目	10.75	10.72	4.10	4.09
美庄、美苑小区	5.02	4.99	2.54	2.47
澜江花园一期	2.22	1.81	0.96	0.80
和风家园 E4002 地块	7.45	6.6	4.66	4.41
和风家园 E4302 地块	10.75	6.82	5.25	4.31
和风家园 E4502 地块	41.41	24.48	19.12	15.33
合计	132.06	108.94	57.09	51.85

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

海控置业现阶段在开发房产项目主要包括和风家园（2号地块和E5102地块）、经纬江畔、椰东江岸和工商职苑项目等，均为定向开发商品房项目。海控置业在建房产项目计划总投资额为79.56亿元，2021年底已完成投资15.85亿元，后续投入规模较大，面临一定资本支出压力。

土地储备方面，海控置业通过收购股权形式取得土地及海域约6569亩，主要为南海明珠岛及国兴大道沿线的土地，主要为商服用地，规划用于开发商业、办公及酒店等物业，计划于2022年底起陆续进行开发建设。此外，公司还拥有莺歌海盐场5万余亩土地储备，大部分是盐场生产用

地及小部分生活、办公等用地，除保留部分生产用地及必须的办公、生活等所需用地外，该宗土地剩余面积计划用于旅游产业开发，公司将与海南省政府和其他投资者合作开发。公司还定向开发盐场保障房项目，计划总投资额为1.71亿元，截至2021年底，累计已投资1.57亿元，已全部回

款，已交付使用盐场保障房686套，并开工建设区间道路及盐场保障房164套，项目已进入验收阶段。此外，公司还利用符合规划的闲置厂房打造党建文旅教育基地，目前该项目已竣工运营，公司累计完成投资3600万元。

表 13 截至 2021 年底海控置业在开发房地产项目（单位：亿元）

项目名称	项目类型	建设周期（年）	总投资额	已投资额
经纬江畔	定向开发商品房	2022—2024	1.60	0.37
椰东江岸	定向开发商品房	2022—2024	5.52	1.78
工商职苑	定向开发商品房	2022—2024	1.50	0.36
和风家园（2号地块）	定向开发商品房	2021—2023	35.87	7.08
和风家园（E5102地块）	定向开发商品房	2021—2024	35.07	6.26
合计	--	--	79.56	15.85

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

此外，海南机场地产业务主要涉及写字楼、住宅、商业用楼以及综合体等业态，区域主要分布于海南省内，还有少量外省项目。2021年，海南机场在建及土地储备项目22个，面积逾6000亩。房产销售方面，2021年海南机场共实现销售金额11.12亿元，销售面积73838.11平方米，年底待结转面积622758.57平方米。同时，海南机场还有办公楼、商业住宅、酒店等物业用于出租，2021年累计实现房地产租金收入5.22亿元。2021年，海南机场地产业务实现营业收入11.23亿元，毛利率为23.77%。

（4）土地开发业务

近年来，公司土地一级开发业务不再垫资，新增项目需通过市场竞标获得，收益主要为管理费。

公司土地开发业务主要由子公司海南省地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）运营。地产集团主要在海南省土地储备整理交易中心（以下简称“省土储中心”）的统筹下负责相应范围的土地开发，待开发完成的土地实现出让后，由省土储中心返还公司相关地块的收益分成。2019年起地产集团不再垫付资金，土地开发过程中涉及的费用均由政府承担。同时，自2019年起地产集团已完成收储但尚未出让的土地增值收益部分，地产集团均不参与分配。截至2021

年底，地产集团为前期收储工作垫付的资金尚有5.89亿元未收回。

2021年2月，根据《海南省人民政府关于印发海南省省级土地储备运作机制的通知》（琼府〔2021〕7号）（以下简称“通知”），明确了省土储中心承担省级土地储备的组织实施工作，并通过政府采购方式选取市场主体承担土地征储服务性事务工作。自通知生效日起，地产集团承接土地开发业务亦需通过市场竞标获得。但现有在收储的乐东、木兰湾、屯昌3个项目由地产集团承接收储业务，并按照投资额计算管理费。

2021年以来，地产集团积极参与市场化土地收储业务。截至2021年底，地产集团已获得海南省琼西北供水工程项目的收储服务，该项目收储属地位于儋州市和白沙县，收储面积合计3850亩。

（5）幕墙工程、玻璃及深加工制造业务

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

公司幕墙工程、玻璃及深加工制造由子公司海南发展开展。海南发展总部位于深圳，在安徽蚌埠、海南文昌、广东惠州、深圳、珠海、上海、北京等地建立了生产基地。海南发展专注于高端

幕墙工程的设计、生产、施工、维护服务等，具有建筑幕墙工程设计专项甲级、建筑幕墙专业承包壹级资质、建筑装饰装修工程专业承包贰级资质、建筑工程施工总承包三级资质，拥有较强的上下游产业链配套实力。海南发展幕墙工程业务以深圳、北京、上海、珠海为核心区域，主要通过公开招标或邀请招标方式承接项目，项目类型以政府公建、高层建筑、购物中心等为主。收入确认方面，幕墙工程按照履约进度在合同期内确认收入。

海南发展光伏玻璃、建筑玻璃及电子玻璃业务拥有完整的研发、采购、生产、销售、售后服务体系，主要采取“以销定产”的经营模式。公司具有光伏玻璃原片生产线和深加工生产线，产品重点向双层镀膜、大尺寸、薄玻璃等高品质、高透玻璃产品延伸，同时，公司持续推进智能制造与生产线自动化改造，调整优化产品结构，实现了产品的系列化。截至2022年3月底，公司550吨光伏玻璃生产线完成升级改造实现量产，完成大尺寸、双层镀膜高透率玻璃深加工生产线建设并投产，更好地提升原片产能和深加工产品产量。

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

公司现拥有5家国家高新技术企业，2个省级特种玻璃研发平台，1个省级博士后工作站。公司致力于光伏玻璃深加工生产线的智能化、自动化、信息化，先后新建或改建多条自动化深加工线，荣获“安徽省智能化数字化车间”、“安徽省绿色工厂”称号。公司具备特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出能力，累计承担国家、省部级重大科研项目6项。

由于海南发展于2020年6月纳入公司合并范围，2020年并未体现全年收入，因此2021年幕墙工程及玻璃深加工业务收入较上年增长63.16%至41.54亿元，其中，幕墙工程收入30.05亿元、玻璃及深加工业务收入13.95亿元（未考虑内部抵消），收入规模占公司营业总收入的43.77%，

毛利率为11.32%。

（6）其他业务

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

2020年8月，公司子公司全球消费精品（海南）贸易有限公司（以下简称“全球精品”）获得免税牌照，可在海南省内开展免税品销售业务，公司自2021年起开展离岛免税品销售业务。2021年，公司实现免税品销售收入17.11亿元，主要来源于香化、3C数码和酒水三大品类，占比分别为50%、40%和7%，该业务毛利率为6.76%。此外，海南机场自持商业项目16个，总可租面积约44.94万平方米。其中，机场商业项目9个，主要为旗下机场候机楼内商业及站前综合楼商业，合计可租面积约3.17万平方米；地产商业项目7个，合计可租面积约41.77万平方米。同时，海南机场通过参股投资、自持物业提供场地租赁的方式间接参与了5家离岛免税店，经营面积合计约8万平方米，占海南省10家离岛免税店比重约36%。2021年，公司参与的5家免税店销售额约146亿元，占海南省10家离岛免税店销售额的29%。2021年，海南机场免税及商业业务实现营业收入4.90亿元，毛利率为89.51%。

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

公司工程项目收入主要来源于子公司海南海控中能建工程有限公司的工程施工业务。2021年,随着在手合同量的增长,工程施工业务收入增长较快,但由于施工行业竞争激烈,毛利率水平有所下滑;同期,工程项目收入较上年增长317.82%至11.49亿元,毛利率较上年下降4.47个百分点至8.31%。

公司贸易业务原以铁矿、钢铁及有色金属等大宗商品为主,2021年,公司暂停大宗商品贸易,转为依托公司基础设施建设以及房地产开发等业务围绕建材及其衍生商品开展贸易业务。2021年,公司贸易业务收入同比下降89.30%至1.06亿元,毛利率同比提升3.27个百分点至3.63%。

3. 未来发展

公司将立足“海南省委省政府重大战略投资平台”“海南省重大基础设施投资建设运营商”和“自贸港新兴产业孵化器”三大战略定位,做大做强做优机场运营、区域综合开发,以及包含免税、能源、贸易、金融等在内的自贸港新兴产业等三大主导产业,为海南自贸港建设作出更大贡献。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年合并财务报表,中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务报

表未经审计。

截至2022年3月底,公司拥有合并范围内一级子公司19家。合并范围变化方面,2020年,公司收购海南发展及其14家子公司,收购金海湾公司及其18家子公司,收购国善实业、国旭实业、航鹏实业3家子公司,新设立17家子公司,并对2019年设立的海南海控环保科技有限公司履行出资职责将其纳入合并范围;海钢集团、机场管理公司及三亚海控接待中心因无偿划出而不再纳入合并范围。2021年,公司通过收购取得海南机场和机场实业控制权,同时新设6家子公司、减少6家子公司、注销1家子公司;2022年一季度注销2家子公司,失去对1家子公司的控制权。总体看,合并范围变动的部分子公司资产、收入规模较大,对公司财务数据可比性影响较大,以下财务分析以2021年度财务数据为主。

2. 资产质量

近年来,受股权收购影响,公司资产规模大幅增长;公司货币资金充裕,资产以房地产、基础设施建设等项目投入、权益投资以及投资性房地产为主,房地产项目收益受房地产市场因素影响较大,权益投资收益情况较差。

2019—2021年底,公司资产规模持续增长,年均复合增长60.47%。截至2021年底,公司资产总额较上年底增长91.54%,主要系合并范围扩大所致;流动资产和非流动资产占比相对均衡。

表14 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2019年		2020年		2021年		2022年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	111.52	16.79	344.39	38.56	690.91	40.39	692.30	40.02
货币资金	42.50	6.40	68.56	7.68	197.84	11.57	146.74	8.48
应收账款	3.53	0.53	13.88	1.55	28.44	1.66	27.80	1.61
其他应收款	9.02	1.36	20.46	2.29	30.09	1.76	49.48	2.86
存货	30.85	4.64	213.60	23.92	391.88	22.91	393.17	22.73
合同资产	0.00	0.00	7.76	0.87	11.70	0.68	12.80	0.74
非流动资产	552.72	83.21	548.64	61.44	1019.57	59.61	1037.40	59.98
其他权益工具投资	0.00	0.00	156.37	17.51	161.32	9.43	161.30	9.33

长期股权投资	80.31	12.09	43.71	4.89	89.79	5.25	88.95	5.14
投资性房地产	130.59	19.66	137.22	15.37	282.38	16.51	286.47	16.56
固定资产	37.99	5.72	33.07	3.70	126.79	7.41	124.91	7.22
在建工程	88.44	13.31	100.88	11.30	158.62	9.27	152.45	8.81
无形资产	28.92	4.35	14.17	1.59	68.67	4.01	65.54	3.79
商誉	0.00	0.00	9.69	1.09	37.98	2.22	37.98	2.20
其他非流动资产	0.72	0.11	50.56	5.66	70.47	4.12	96.48	5.58
资产总额	664.25	100.00	893.03	100.00	1710.47	100.00	1729.70	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019—2021 年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 148.90%。截至 2021 年底，公司流动资产较上年底增长 100.62%，主要来自货币资金和存货的增长。

2019—2021年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长115.75%。截至2021年底，公司货币资金主要由银行存款（占88.31%）和其他货币资金（占11.69%）构成，受限部分规模12.59亿元，为保证金和诉讼冻结部分。

2019—2021年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长183.92%。截至2021年底，公司应收账款主要为应收经营性业务款项，账龄在1年以内的占64.98%，共计计提坏账准备10.67亿元。

2019—2021年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长82.62%。截至2021年底，公司其他应收款主要包括应收战略投资款7.51亿元、股权转让款9.64亿元、关联方款项5.78亿元、非关联方款项10.95亿元以及保证金5.50亿元，前五名其他应收款余额合计为25.88亿元，占其他应收款余额的59.03%。

2019—2021年底，公司存货持续增长，年均复合增长256.43%。截至2021年底，公司存货主要包括开发产品107.58亿元、开发成本243.01亿元和储备土地32.21亿元，其中开发产品为已完工房地产项目，开发成本为在开发房地产项目以及南海明珠岛项目投资（148.66亿元）。

截至2021年底，公司合同资产11.70亿元，包括幕墙工程项目投入9.46亿元以及施工类业务投入1.52亿元。

2019—2021年底，公司非流动资产规模波动增长。截至2021年底，公司非流动资产较上年底

增长85.83%，主要来自投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产的增长。

截至2021年底，公司其他权益工具投资主要为投资的企业，2021年底主要包括对海南铁路有限公司的投资100.27亿元、中国南方电网有限责任公司的投资44.42亿元、海南新创工业信息产业投资基金合伙企业（有限合伙）的投资8.05亿元以及对海南洋浦发展有限公司的投资7.16亿元，当年累计利得0.13亿元。

2019—2021年底，公司长期股权投资波动增长。截至2021年底，公司长期股权投资主要包括对海南省水务集团有限公司的投资13.22亿元、海口美兰国际机场有限责任公司投资15.81亿元、海南银行股份有限公司投资9.34亿元以及海航航空技术有限公司投资14.29亿元。

2019—2021年底，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长47.05%。截至2021年底，公司投资性房地产较上年底增长105.79%，系并入子公司所致，主要为房屋、建筑物及土地使用权。

2019—2021年底，公司固定资产波动增长。截至2021年底，公司固定资产主要包括房屋及建筑物100.29亿元、机器设备20.74亿元、运输设备1.72亿元和其他设备4.03亿元。

2019—2021年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长33.93%。截至2021年底，公司在建工程主要包括水电红岭灌区工程和水电红岭灌区田间工程投入79.40亿元、水利枢纽工程项目投入62.97亿元以及其他基础设施项目投入。

2019—2021年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长54.10%。截至2021年底，公司无形

资产主要由通过作价出资方式取得的土地使用权66.30亿元构成。

2019—2021年底，公司商誉持续快速增长。截至2021年底，公司商誉较上年底增加28.29亿元，主要由公司收购海南发展、海南机场和机场实业股权形成。

2019—2021年底，公司其他非流动资产持续快速增长。截至2021年底，公司其他非流动资产包括水利工程28.13亿元、待受偿321家实质合并重整企业信托份额价值13.71亿元以及石岩项目回迁物业10.20亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额较上年底增长1.12%，主要来自其他非流动资产的增长，为已完工待移交的水利工程以及预付的工程款和征地款；资产构成较上年底变化不大。

截至2022年3月底，公司受限资产合计498.36亿元，受限比例28.81%，受限原因主要为借款抵质押。

表 15 截至 2022 年 3 月底公司资产受限明细
(单位：亿元、%)

受限科目	受限金额	占比	受限原因
货币资金	13.70	2.75	保证金、诉讼冻结等
应收账款	2.96	0.59	质押、保函保证
应收款项融资	0.45	0.09	质押
长期股权投资	3.16	0.63	质押
投资性房地产	138.49	27.79	抵押
存货	269.88	54.15	抵押、诉讼
固定资产	56.16	11.27	抵押、诉讼
无形资产	5.26	1.06	抵押、诉讼
使用权资产	6.54	1.31	融资租赁、抵押

表 16 公司主要负债构成情况 (单位：亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	95.32	36.91	193.99	37.72	335.85	33.72	357.91	35.67
短期借款	0.52	0.20	29.98	5.83	11.60	1.16	14.17	1.41
应付账款	9.73	3.77	77.75	15.12	92.85	9.32	89.95	8.97
应交税费	0.99	0.38	0.56	0.11	55.26	5.55	42.75	4.26
其他应付款	16.25	6.29	26.87	5.22	75.64	7.59	81.54	8.13
一年内到期的非流动负债	39.39	15.25	36.67	7.13	34.88	3.50	66.37	6.62
合同负债	0.00	0.00	4.78	0.93	42.23	4.24	40.85	4.07

合同资产	1.76	0.35	保函保证
合计	498.36	100.00	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模波动增长，稳定性一般；受合并范围扩大以及收购股权影响，公司债务规模大幅增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2019—2021 年底，公司所有者权益波动增长。2021 年底，受股东注资和股权划转等影响，公司所有者权益较上年底增长 88.69%至 714.55 亿元，主要由实收资本（占 22.01%）、资本公积（占 37.86%）和少数股东权益（占 33.82%）构成。

截至 2021 年底，公司实收资本较上年底增长 15.79%至 157.28 亿元，主要系收到政府拨付的 21.44 亿元资本金；资本公积 270.49 亿元，较上年底增长 50.17%，主要系收到来自政府拨付的资本金 35.12 亿元以及拨付的水利电力建设工程财政专项资金所致；少数股东权益 241.68 亿元，较上年底增加 221.30 亿元，主要系公司 2021 年并入海南机场和机场实业所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 726.32 亿元，较上年底变动不大。

负债

2019—2021 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 96.37%。截至 2021 年底，公司负债规模较上年底增长 93.63%，以非流动负债为主。

其他流动负债	2.38	0.92	0.30	0.06	6.08	0.61	5.23	0.52
非流动负债	162.96	63.09	320.35	62.28	660.07	66.28	645.46	64.33
长期借款	22.34	8.65	146.46	28.47	423.75	42.55	439.22	43.77
应付债券	46.39	17.96	73.22	14.24	83.10	8.34	53.92	5.37
长期应付款	77.88	30.15	71.45	13.89	82.68	8.30	81.43	8.12
租赁负债	0.00	0.00	0.00	0.00	7.61	0.76	7.59	0.76
预计负债	0.12	0.00	8.50	1.65	6.92	0.70	6.90	0.69
递延收益	5.13	1.99	4.59	0.89	9.62	0.97	9.57	0.95
负债总额	258.28	100.00	514.34	100.00	995.92	100.00	1003.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019—2021 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 87.71%。截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 73.13%，主要系合并范围扩大带来的应交税费、其他应付款和长期借款增长所致。

2019—2021 年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长 372.53%。截至 2021 年底，公司短期借款包括保证借款 10.41 亿元、信用借款 0.95 亿元、抵押和质押借款 0.20 亿元，借款主要来自国有银行和股份制商业银行。

2019—2021 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 208.91%。截至 2021 年底，公司应付账款主要为应付的材料款、工程款和股权收购款。应交税费较上年底增加 54.69 亿元，主要为合并范围内新增子公司未清缴的增值税、土地增值税和企业所得税。

2019—2021 年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 115.73%。截至 2021 年底，公司其他应付款较上年底增加 48.77 亿元，主要包括往来款 12.77 亿元、保证金和备用金 24.27 亿元、土地出让金及基础设施配套费 21.57 亿元、滞纳金 9.86 亿元、航线补贴款 2.30 亿元等款项。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降 5.90%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 9.03 亿元、一年内到期的应付债券 22.99 亿元、一年内到期的长期应付款 1.62 亿元、一年内到期的租赁负债 1.24 亿元。

截至 2021 年底，公司合同负债较上年底大幅增加 37.45 亿元，主要系并购机场板块以及预

收工程款增加所致；合同负债主要包括预收房款、车位款和工程款。

2019—2021 年底，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 59.96%。截至 2021 年底，公司其他流动负债主要包括待转销项税额 3.10 亿元和逾期短期借款 2.30 亿元，其中逾期短期借款为海南机场破产重整形成。

2019—2021 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 101.26%。截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底增加 339.72 亿元，主要来自长期借款的增长。

2019—2021 年底，受合并范围扩大和收购股权影响，公司长期借款持续快速增长。2021 年底公司长期借款（将一年内到期的借款考虑在内）主要包括质押借款（54.12 亿元）、抵押借款（184.37 亿元）、抵押及质押借款（147.53 亿元），质押物主要为持有的股份、股票等，抵押物包括土地使用权、房屋和建筑等不动产。

2019—2021 年底，公司应付债券持续增长，年均复合增长 33.85%。截至 2021 年底，公司应付债券主要包括企业债券 7.00 亿元、公司债券 60.99 亿元、中期票据 12.99 亿元和债券利息 2.13 亿元，票面利率 3.29%~4.50%。

2019—2021 年底，公司长期应付款波动增长。截至 2021 年底，公司长期应付款主要包括国开行的债权置换款 15.56 亿元、海控水利股权回购款 7.01 亿元、海南省财政厅置换债券 13.07 亿元、私募股权投资基金 8.07 亿元、政府转贷债券资金 9.50 亿元、以项目建设资金为主的专

项应付款 23.97 亿元等,本报告将有息部分 46.85 亿元计入有息债务核算。

2021 年底,公司新增租赁负债,主要为通过租赁取得的机器设备 5.96 亿元、房屋及建筑物 2.53 亿元。预计负债较上年底下降 18.56%,主要为海南发展为中航通用飞机有限责任公司提供的反担保责任 6.63 亿元。递延收益较上年底增加 5.03 亿元,主要为与资产相关的政府补助项目。

截至 2022 年 3 月底,公司负债总额较上年底变动不大。

有息债务方面,2019—2021 年底,公司有息债务快速增长,年均复合增长 107.03%。2022 年 3 月底,公司全部债务较上年底增长 3.06%,债务结构以长期债务(占 85.45%)为主。

债务指标方面,2019—2021 年底,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均大幅上升。2022 年 3 月底,上述指标均较上年底变动不大。

表 17 公司有息债务情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期债务	40.06	76.13	58.62	92.97
长期债务	104.57	250.73	561.31	545.93
全部债务	144.63	326.87	619.92	638.90
资产负债率	38.88	57.60	58.23	58.01
全部债务资本化比率	26.27	46.33	46.45	46.80
长期债务资本化比率	20.48	39.84	43.99	42.91

资料来源:联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年和 2024 年,公司到期债务规模分别为 67.32 亿元和 58.42 亿元。

4. 盈利指标

随着并表海南发展、新增离岛免税品销售业务以及房产销售收入增长,公司营业总收入快速增长;公司利润对非经常性损益依赖性很强。

随着并表海南发展、新增离岛免税品销售业务以及房产销售收入增长,2019—2021 年,公司营业总收入持续快速增长,年均复合增长 160.90%;营业成本持续增长,年均复合增长 172.54%;营业利润率持续下降。

从期间费用看,2019—2021 年,公司费用总额持续增长,年均复合增长 34.57%。公司期间费用以管理费用和财务费用为主,2021 年,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占期间费用的 15.11%、39.81%、8.85% 和 36.23%。2019—2021 年,公司期间费用率分别为 61.57%、23.24% 和 16.38%。

表 18 公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	13.94	49.50	94.92	36.41
营业成本	11.27	41.70	83.73	29.89
期间费用	8.59	11.50	15.55	7.30
公允价值变动收益	9.46	6.47	6.90	1.79
利润总额	2.58	5.90	4.17	0.02
营业利润率	13.99	13.98	10.35	15.47
总资本收益率	0.98	1.40	0.61	--
净资产收益率	0.10	0.81	0.18	--

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

非经常性损益方面,2019—2021 年,公司公允价值变动收益波动下降,分别相当于当期利润总额的 3.67 倍、1.10 倍和 1.66 倍。2021 年,公司投资收益 1.45 亿元,同比下降 47.79%,主要来源于权益法核算的长期股权投资及银行产品收益;其他收益 0.50 亿元,主要为政府补助;信用减值损失转回 1.80 亿元,其中反担保损失转回 1.87 亿元。2019—2021 年,公司利润总额波动增长,年均复合增长 27.06%。整体看,公司利润对非经常性损益依赖性很强。

盈利指标方面,2019—2021 年,公司总资产收益率波动下降;净资产收益率波动上升。

2022 年 1—3 月,公司营业总收入同比大幅增长 196.95%,一方面是由于免税品销售收入快速增长,另一方面是由于海南机场并表后带动工程项目、房产销售、物业管理收入增长以及新增机场运营收入所致。2022 年 1—3 月,公司实现利润总额 0.02 亿元。

5. 现金流

近年来,公司经营活动净现金流波动较大,收入实现质量好;投资活动现金净流出规模波

动较大，未来随着项目的持续投入以及债务逐步到期，公司对外筹资需求较大。

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入量持续增长，年均复合增长 97.41%。2021 年，公司经营现金流入同比增长 62.01%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 96.37 亿元，同比增长 115.28%，主要为经营性业务收入带来的现金流入；收到的其他与经营活动有关的现金 27.95 亿元，主要为代管项目现金流入。2019—2021 年，公司经营现金流出量持续增长，年均复合增长 86.63%。2021 年，公司经营现金流出同比增长 94.58%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 80.00 亿元，同比增长 109.03%，主要为房地产开发、购买免税品、工程施工等项目投入，支付其他与经营活动有关的现金 37.10 亿元，同比增长 85.73%，为支付代管项目的工程款。2019—2021 年，公司经营现金净现金流波动较大。同期，公司现金收入比有所波动，收入实现质量较好。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	32.44	78.02	126.41	46.08
经营活动现金流出小计	37.13	66.46	129.32	56.03
经营活动现金流量净额	-4.69	11.56	-2.91	-9.96
投资活动现金流入小计	46.35	64.91	269.34	15.56
投资活动现金流出小计	85.78	191.52	291.50	80.56
投资活动现金流量净额	-39.43	-126.61	-22.16	-65.00
筹资活动现金流入小计	55.56	262.63	251.15	35.54
筹资活动现金流出小计	19.51	121.24	105.79	12.97
筹资活动现金流量净额	36.05	141.39	145.36	22.58
现金收入比	112.46	90.44	101.53	98.76

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入量持续增长，年均复合增长 141.06%。2021 年公司投资活动现金流入同比增加 204.43 亿元，其中收回投资收到的现金 13.57 亿元，为收回公司代海南省旅游投资发展有限公

司垫付的对海南三亚国宾馆有限责任公司的收购款；收到其他与投资活动有关的现金 252.59 亿元，为赎回理财产品和收到水利项目建设资金的现金流入。2019—2021 年，公司投资活动现金流出量持续增长，年均复合增长 84.34%。2021 年，公司投资活动现金流出同比增长 52.20%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 57.49 亿元，主要为水利项目建设支出；投资支付的现金 4.36 亿元，为支付的对外项目投资款；支付其他与投资活动有关的现金 194.47 亿元，主要为购买理财产品的现金流出。2019—2021 年，公司投资活动现金流量净额持续为负。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量波动增长。2021 年，公司筹资活动现金流入同比下降 4.37%，主要为吸收投资、取得借款和收到财政拨款的现金流入。2019—2021 年，公司筹资活动现金流出量波动增长。2021 年，公司筹资活动现金流出同比下降 12.75%，主要为偿还债务本息以及上缴代收代付的现金流出。2019—2021 年，公司筹资活动现金净流入量持续增长。

2022 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流出 9.96 亿元，公司现金收入比为 98.76%；投资活动现金净流出 65.00 亿元；筹资活动现金净流入 22.58 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标一般，间接融资渠道畅通，对外担保风险可控；受子公司破产重整影响，公司未决诉讼涉案金额较大，面临较大的或有负债风险。

短期偿债指标方面，2019—2021 年底，公司速动比率和现金短期债务比均波动上升，流动比率持续上升；2022 年 3 月底，上述指标较 2021 年底均有所下降。整体上看，公司短期偿债能力指标表现较强。

表 20 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	117.00	177.53	205.72	193.43

速动比率	84.64	67.42	89.04	83.58
现金短期债务比	1.10	1.07	3.56	2.00
长期偿债能力指标				
EBITDA	10.54	16.55	15.92	--
EBITDA 利息倍数	2.06	1.57	1.23	--
全部债务/EBITDA	13.72	19.75	38.95	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

长期偿债指标方面，2019—2021 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力均持续下降，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2022 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度 699.80 亿元，其中尚未使用额度 350.16 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保余额 48.73 亿元，担保比率为 6.71%，担保情况详见附件。

未决诉讼方面，截至 2021 年底，涉案金额（单笔 1000 万元以上）合计为 59.85 亿元，主要为子公司海南机场由于破产债权确认、经营、融资等民事纠纷而被提起诉讼。截至 2022 年 4 月底，上述案件部分处于一审中，部分已结案。根据海南省高级人民法院于 2021 年 10 月裁定批准的《海航基础设施投资集团股份有限公司及其二十家子公司重整计划》，涉诉相关破产债权均已预留了相应偿债资源。

表 21 2021 年底公司重大诉讼或仲裁情况

案件	案由	进展情况	涉案金额（万元）	是否形成预计负债
海南机场设施股份有限公司	破产债权确认纠纷	仲裁中	193494.04	否
海航基础产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	已达成和解，待撤诉	110776.98	否
儋州海航投资开发有限公司、洋浦国兴游艇制造有限公司	融资纠纷	一审中	65967.02	否
儋州海航投资开发有限公司	融资纠纷	一审中	50625.59	否
广州海航资产管理有限公司、三亚临空基础设施建设有限公司	经营纠纷	已申请强制执行	27236.49	否
泰昇房地产（沈阳）有限公司	融资纠纷	一审中	25178.63	否
海南海岛临空产业集团有限公司、琼海男爵海航投资开发有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	13834.25	否
儋州海航投资开发有限公司、天津海航建筑设计有限公司	经营纠纷	一审中	10885.35	否
营口机场有限公司	融资纠纷	一审中	10266.24	否
琼海男爵海航投资开发有限公司、海南海岛临空产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	9490.30	否
海南海航恒实房地产开发有限公司	融资纠纷	一审中	8868.72	否
营口空港置业发展有限公司、万宁海航康乐悦居投资开发有限公司、海南海岛临空产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	2022 年 4 月，因原告不按期缴纳案件受理费，法院裁定视为原告撤诉，已结案	8423.15	否
天津海航建筑设计有限公司、海南海岛临空产业集团有限公司、长春市宏图房地产开发有限公司、成都海航基础投资有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	6645.58	否
海南天羽飞行训练有限公司、海航集团有限公司、海航航空集团有限公司、海南航空控股股份有限公司	经营纠纷	仲裁中	6337.13	否
海南博鳌机场有限责任公司	破产债权确认纠纷	一审中	5680.11	否
琼海男爵海航投资开发有限公司、海南海岛临空产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	2022 年 4 月，一审下判，已胜诉	5231.81	否
海南海岛临空产业集团有限公司	经营纠纷	一审中	3891.59	否
海南博鳌机场有限责任公司	破产债权确认纠纷	一审中	3359.32	否
海航地产控股（集团）有限公司	融资纠纷	一审中	3050.68	否
海南海岛临空产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	2732.22	否
海南海建工程管理总承包有限公司	经营纠纷	一审中	2469.72	否
唐山亿城房地产开发有限公司	经营纠纷	一审中	2132.11	否

海南海岛临空产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	2076.71	否
海南海岛临空产业集团有限公司	经营纠纷	一审中	2003.39	否
海南海岛临空产业集团有限公司	经营纠纷	一审中	1940.67	否
海南博鳌机场有限责任公司	破产债权确认纠纷	一审中	1929.53	否
海南海岛临空产业集团有限公司	经营纠纷	一审中	1866.64	否
海南海控置业有限公司	破产债权确认纠纷	对方于 2022 年 4 月 20 日撤诉	1620.15	否
海南海建商贸有限公司	破产债权确认纠纷	2022 年 3 月判决生效, 公司胜诉, 已结案	1503.00	否
成都海航基础投资有限公司、海南海岛临空产业集团有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	1480.28	否
天津海航建筑设计有限公司	破产债权确认纠纷	一审中	1378.02	否
三亚凤凰国际机场有限责任公司	经营纠纷	一审驳回凤凰机场异议, 二审上诉中	1237.49	否
海南博鳌机场有限责任公司	经营纠纷	二审审理中	1183.68	否
海南海岛临空产业集团有限公司	经营纠纷	一审中	1164.17	否
海南省水利电力集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	仲裁中	1440.91	否
海南海控能源股份有限公司	建设工程施工合同纠纷	司法鉴定程序中	1070.09	否
合计	--	--	598471.76	--

资料来源: 公开资料

7. 公司本部财务分析

公司主要业务由子公司开展, 公司本部主要行使管理职能, 公司本部权益结构稳定性好, 债务负担一般。

截至2021年底, 公司本部资产总额563.39亿元, 较上年底增长39.71%, 其中流动资产占13.45%, 非流动资产占86.55%; 公司本部流动资产主要由货币资金和其他应收款构成, 非流动资产主要由其他权益工具投资和长期股权投资构成。

截至2021年底, 公司本部所有者权益253.77亿元, 较上年底增长47.37%, 主要由实收资本(占61.98%)和资本公积(占41.94%)构成。

截至2021年底, 公司本部负债总额309.62亿元, 较上年底增长34.01%, 其中流动负债占29.77%, 非流动负债占70.23%; 全部债务215.44亿元。其中, 短期债务占13.18%、长期债务占86.82%。截至2021年底, 公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为54.96%和45.92%。

2021年, 公司本部实现营业收入344.89万元; 利润总额为-3.64亿元; 经营活动现金流净额为-2.38亿元, 投资活动现金流净额为-114.38亿元, 筹资活动现金流净额为127.37亿元。

十、 外部支持

公司作为海南省最重要的省级国有资本投资运营主体, 近年来获得政府在资本金注入、债务置换及政府补助等方面的大力支持。

1. 资本金注入

2019 年, 根据琼财预〔2019〕316 号《海南省财政厅关于拨付省发展控股有限公司国家资本金的通知》, 海南省国资委向公司拨付资金 0.80 亿元, 计入“实收资本”。2019 年, 公司收到水电红岭灌区工程的财政资金投入 8.07 亿元, 计入“资本公积”。2019 年, 根据《关于拨付省发展控股有限公司美兰国际机场(二期)建设资金的通知》(琼财预〔2019〕500 号), 公司收到政府拨付资金 4.00 亿元, 由公司以国家资本金的形式注入美兰机场公司, 专项用于美兰国际机场(二期)建设。2019 年, 公司获得政府资金注入合计 12.87 亿元。

2020 年, 根据《海南省国有资产监督管理委员会关于增加省属国有企业资本金的通知》(琼国资财〔2020〕17 号), 海南省国资委拨付公司 2.00 亿元专项用于增加省属国有企业资本

金，公司计入“实收资本”。根据《海南省财政厅关于拨付省发展控股有限公司美兰机场二期口岸联检设备资金的通知》（琼财预〔2020〕691号），海南省财政厅拨付公司 1.60 亿元作为国家资本金，公司计入“实收资本”。2020 年，公司收到财政拨付的水利电力建设工程财政专项资金等资金合计 40.14 亿元，计入“资本公积”。

2021 年，公司共收到政府和股东下拨资本金 56.56 亿元，其中计入“实收资本”21.44 亿元，计入“资本公积”35.12 亿元。同期，公司收到“其他资本公积”合计 55.27 亿元，主要为财政拨付水利电力建设工程财政专项资金。

2. 债务置换

2016 年，公司获得政府债务置换支持 31.00 亿元；2018 年，公司获得政府债务置换支持 13.07 亿元。截至 2021 年底，公司债务置换资金余额合计 38.13 亿元，政府债务置换有利于降低公司融资成本、改善债务期限结构。

3. 政府补助

2019—2021 年，公司获得的计入当期损益的政府补助（含财政贴息冲减财务费用）分别为 2.69 亿元、1.39 亿元和 0.48 亿元。

十一、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券拟发行规模为 10.00 亿元，分别相当于公司 2022 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.83% 和 1.57%，对公司债务水平和结构影响较小。

以公司 2022 年 3 月底财务数据为基础，假设其他因素不变，在本期债券发行后，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将分别上升至 58.25%、47.18% 和 43.36%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

在本期债券发行后，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务保障能力较弱。

表 22 本期债券偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务（亿元）	555.93
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.23
经营活动现金净流量/发行后长期债务（倍）	-0.01
发行后长期债务/EBITDA（倍）	34.93

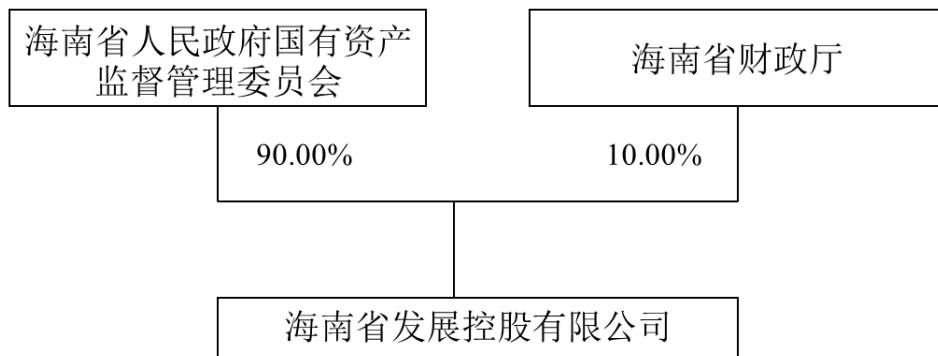
注：发行后长期债务为将本期债券发行金额计入后测算的 2022 年 3 月底长期债务总额；经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 均为 2021 年数据

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

十二、结论

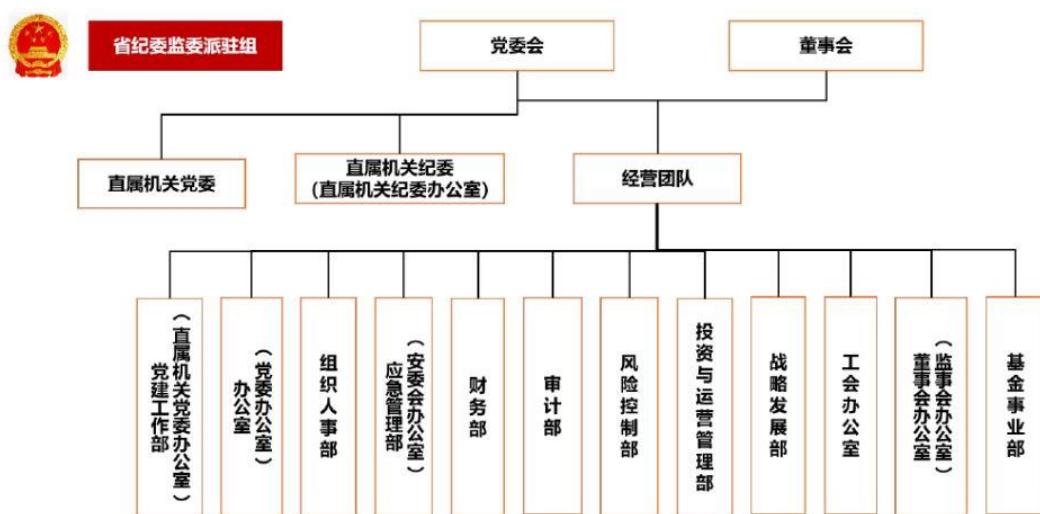
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	单位名称	持股比例(%)		业务性质
		直接	间接	
1	海南南华创业投资基金（有限合伙）	99.00	1.00	股权投资
2	海南金控医药股权投资基金合伙企业（有限合伙）	50.00	50.00	股权投资
3	海南金融控股股份有限公司	66.33	0.00	金融服务
4	海南鹿回头旅业投资有限公司	100.00	0.00	旅游饭店
5	海南海控资产管理有限公司	100.00	0.00	项目投资
6	海南莺歌海盐场有限公司	100.00	0.00	海盐生产业
7	海南省水利电力集团有限公司	100.00	0.00	水利电力生产
8	海南海控美丽乡村建设有限公司	100.00	0.00	房地产开发
9	海南发展控股置业集团有限公司	100.00	0.00	房地产开发
10	海南泰鑫矿业有限公司	55.00	0.00	矿产开采
11	海南海控中能建工程有限公司	51.00	0.00	工程建设
12	全球消费精品（海南）贸易有限公司	100.00	0.00	商品销售
13	海南海控乐城投资开发有限公司	100.00	0.00	咨询服务
14	海南机场集团有限公司	100.00	0.00	商务服务
15	海南人才集团有限公司	51.00	0.00	商务服务
16	海南海控能源股份有限公司	72.45	6.38	电力生产
17	海控南海发展股份有限公司	27.12	0.00	制造业
18	海南机场设施股份有限公司	24.51	0.00	航空运输业
19	海南机场实业投资有限公司	56.00	0.00	商务服务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 截至 2022 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保起始时间	担保截止时间	担保金额 (万元)
国电万泉河红岭水利枢纽有限公司	2018/07/06	2035/07/05	5791.60
海南铁路有限公司	2006/07/11	2026/04/11	11100.00
	2013/07/22	2045/07/21	376981.35
海口空港飞机维修工程有限公司	2021/01/20	2043/12/21	27153.60
中航通用飞机有限责任公司	2018/03/28	2021/03/27	66317.43
合计	--		487343.98

注：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.88	81.21	208.73	186.00
资产总额（亿元）	664.25	893.03	1710.47	1729.70
所有者权益（亿元）	405.97	378.69	714.55	726.32
短期债务（亿元）	40.06	76.13	58.62	92.97
长期债务（亿元）	104.57	250.73	561.31	545.93
全部债务（亿元）	144.63	326.87	619.92	638.90
营业总收入（亿元）	13.94	49.50	94.92	36.41
利润总额（亿元）	2.58	5.90	4.17	0.02
EBITDA（亿元）	10.54	16.55	15.92	--
经营性净现金流（亿元）	-4.69	11.56	-2.91	-9.96
财务指标				
现金收入比（%）	112.46	90.44	101.53	98.76
营业利润率（%）	13.99	13.98	10.35	15.47
总资本收益率（%）	0.98	1.40	0.61	--
净资产收益率（%）	0.10	0.81	0.18	--
长期债务资本化比率（%）	20.48	39.84	43.99	42.91
全部债务资本化比率（%）	26.27	46.33	46.45	46.80
资产负债率（%）	38.88	57.60	58.23	58.01
流动比率（%）	117.00	177.53	205.72	193.43
速动比率（%）	84.64	67.42	89.04	83.58
经营现金流动负债比（%）	-4.92	5.96	-0.87	--
现金短期债务比（倍）	1.10	1.07	3.56	2.00
EBITDA 利息倍数（倍）	2.06	1.57	1.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.72	19.75	38.95	--

注：2022 年一季度财务报告未经审计；已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息部分计入全部债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.93	22.17	31.70	13.51
资产总额（亿元）	402.38	403.25	563.39	551.97
所有者权益（亿元）	209.54	172.20	253.77	251.88
短期债务（亿元）	33.19	40.42	28.40	57.40
长期债务（亿元）	85.16	122.75	187.04	172.07
全部债务（亿元）	118.35	163.18	215.44	229.47
营业总收入（亿元）	0.18	0.03	0.03	0.00
利润总额（亿元）	-3.89	-3.91	-3.64	-1.90
EBITDA（亿元）	0.43	1.65	2.36	--
经营性净现金流（亿元）	-0.18	-0.40	-2.38	-0.48
财务指标				
现金收入比（%）	0.00	2.54	0.00	0.00
营业利润率（%）	53.98	-243.52	-187.15	-526.18
总资本收益率（%）	0.11	0.40	0.47	--
净资产收益率（%）	-1.87	-2.43	-1.44	--
长期债务资本化比率（%）	28.90	41.62	42.43	40.59
全部债务资本化比率（%）	36.09	48.65	45.92	47.67
资产负债率（%）	47.93	57.30	54.96	54.37
流动比率（%）	87.67	88.19	82.22	62.07
速动比率（%）	87.67	88.19	82.22	62.07
经营现金流动负债比（%）	-0.23	-0.49	-2.58	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.55	1.12	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.10	0.30	0.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	275.93	98.61	91.40	--

注：2022 年一季度财务报告未经审计；已将公司本部长期应付款中有息部分计入全部债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表：

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 2023 年第一期海南省发展控股有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

海南省发展控股有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。