

海南省发展控股有限公司

2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3906号

联合资信评估股份有限公司通过对海南省发展控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海南省发展控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 发控债 02/23 发控 02”“24 海南发展 MTN001”“25 海南发展 MTN001”“25 海南发展 MTN002”“26 海南发展 MTN001”“26 海南发展 MTN002A”和“26 海南发展 MTN002B”信用等级为 AAA，维持“26 海南发展 MTN003(科创债)”信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：周旭

二〇二六年六月十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受海南省发展控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

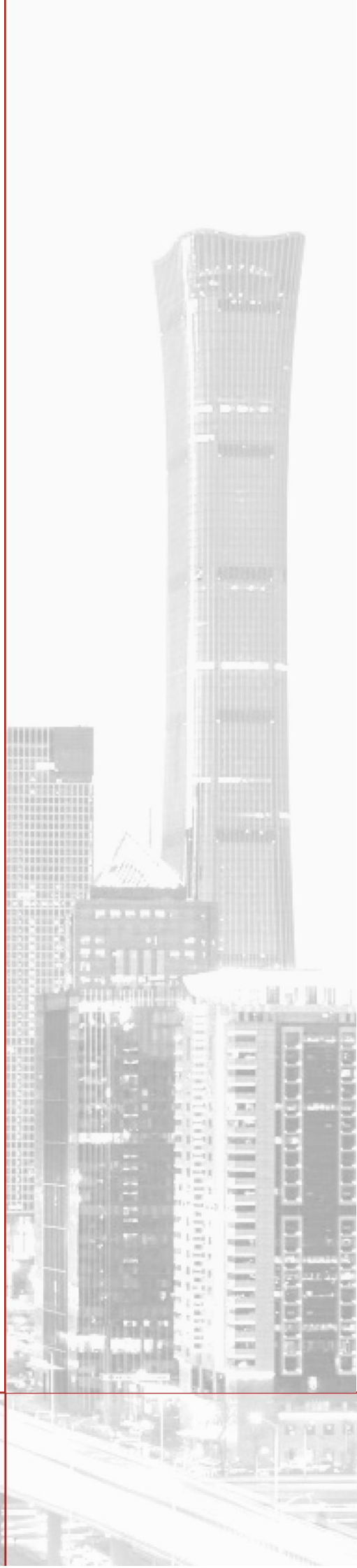
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



海南省发展控股有限公司

2026 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	评级时间
海南省发展控股有限公司			
23 发控债 02/23 发控 02			
24 海南发展 MTN001			
25 海南发展 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/18
25 海南发展 MTN002			
26 海南发展 MTN001			
26 海南发展 MTN002B			
26 海南发展 MTN002A			
26 海南发展 MTN003（科创债）	AAA _{stt} /稳定	AAA _{stt} /稳定	

评级观点

跟踪期内，公司仍是海南省核心的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖机场运营、清洁能源、供应链运营、免税及旅游消费、设备租赁、沥青生产等方面，业务板块呈多元化发展态势，其中机场运营业务在海南省内具有区域专营优势，免税品销售在海南省内具有一定的竞争优势，设备租赁、沥青生产、建筑幕墙施工等市场化经营业务的展业区域范围广，且展业子公司在行业内具有较高的知名度和行业地位。公司控股及管理输出机场的主要运营指标均呈增长态势；公司在建房地产开发项目资金需求量较大，且未来或面临去化压力和减值风险；公司玻璃及深加工制造业务、工程施工和沥青生产业务行业竞争激烈，毛利率水平较低；公司设备经营租赁及服务业务对利润贡献较大，但需关注回款情况。财务方面，随着业务板块的增加和供应链运营业务规模的扩张，公司收入规模大幅增长，但盈利水平有待进一步提升，且应收类款项规模较大，需关注后续回款情况；公司债务负担适中，短期偿债压力不大，长期偿债能力指标表现尚可，备用流动性较为充足，存在一定的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持：随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量持续增长，中央转移支付支持力度较大，公司实际控制人对公司的支持能力非常强。公司作为海南省核心的省级国有资本投资运营主体，在基础设施、产业带动、就业、税收等方面对海南省的贡献很大，对海南省政府的重要性很高，在资金注入、政府补助方面获得了有力的外部支持。

评级展望

海南省未来发展前景良好，随着海南省经济发展和自由贸易港建设的推进，公司整体业务经营有望保持稳定。考虑到公司作为海南省核心的省级国有资本投资运营主体，可持续获得政府的有力支持，公司未来信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

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

优势

- **外部发展环境良好。**跟踪期内，随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量稳健增长，中央转移支付支持力度较大。2025 年，海南省 GDP 和一般公共预算收入分别为 8108.85 亿元和 903.74 亿元，获得一般公共预算中央转移支付资金规模 1324.73 亿元。
- **区域地位突出。**公司是海南省核心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，其中机场运营业务在海南省内具有区域专营优势，免税品销售在海南省内具有一定的竞争优势。设备租赁、建筑幕墙施工等市场化经营业务的展业区域范围广，且展业子公司在行业内具有较高的知名度和行业地位。

■**有力的外部支持。**跟踪期内，公司在资金注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。2025 年，公司收到超长期特别国债资金 3.48 亿元，获得的计入当期损益的政府补助 2.96 亿元。

关注

■**房地产业务面临较大资本支出压力，销售及去化情况有待关注；考虑到房地产市场整体环境，公司房地产相关资产未来或面临减值风险。**公司房地产业务资金需求较大，未来面临较大资本支出压力，存货中已完工房地产项目和在开发房地产项目投入规模大，未来销售及去化情况有待关注。公司房地产相关开发成本、开发产品及土地储备规模大，考虑到房地产市场整体环境，公司房地产相关资产未来或面临减值风险。

■**部分市场化业务经营主体出现亏损，公司盈利水平有待提升。**2025 年，受计提资产减值损失影响，子公司海控南海发展股份有限公司净利润为-4.56 亿元，并对公司商誉产生不利影响，考虑到公司幕墙工程、玻璃及深加工制造业务与建筑行业高度相关，且建筑行业市场整体环境下行，需关注其新签订单规模及收入持续性情况。期间费用对公司利润实现形成一定影响，非经常性损益对利润实现影响大，整体盈利能力有待提升。

■**存在一定或有负债风险。**截至 2025 年底，公司单笔金额超过 5000 万元的重大未决诉讼共 8 宗，涉案金额合计 11.79 亿元，案由包括建设工程施工合同纠纷和合资合作开发房地产合同纠纷，公司面临一定的或有负债风险。

■**面临一定内部管理压力。**公司参控股企业众多，涉及行业广泛且分散，对公司内部管理提出较高要求。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法与模型

多元产业投资控股企业信用评级方法（V4.0.202505）

多元产业投资控股企业信用评级模型（打分表）（V4.0.202505）

债项评级方法

债项评级基本方法 V3.0.202207

科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606

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

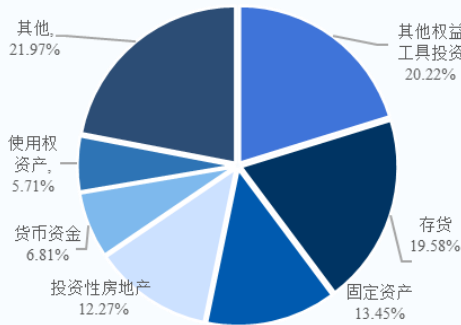
个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均无变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

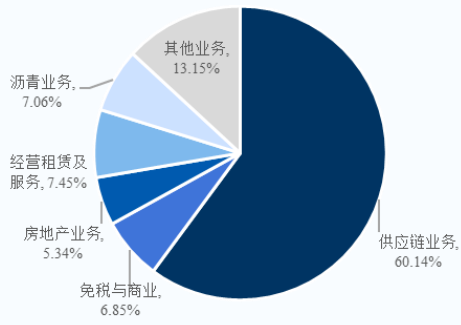
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	156.21	169.49	149.53
资产总额（亿元）	2137.20	2286.11	2283.16
所有者权益（亿元）	868.55	910.34	910.80
短期债务（亿元）	230.31	322.75	325.28
长期债务（亿元）	671.97	675.31	697.98
全部债务（亿元）	902.28	998.06	1023.26
营业总收入（亿元）	536.01	796.51	158.51
利润总额（亿元）	0.59	2.80	0.46
EBITDA（亿元）	41.50	66.08	--
经营性净现金流（亿元）	1.12	28.11	-0.52
营业利润率（%）	7.01	6.10	8.39
净资产收益率（%）	-0.39	0.02	--
资产负债率（%）	59.36	60.18	60.11
全部债务资本化比率（%）	50.95	52.30	52.91
流动比率（%）	166.59	147.00	153.13
经营现金流流动负债比（%）	0.23	4.96	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.53	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	2.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.74	15.10	--
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	879.42	881.06	878.09
所有者权益（亿元）	486.72	498.32	497.42
全部债务（亿元）	260.91	289.33	291.19
营业总收入（亿元）	0.08	0.08	0.01
利润总额（亿元）	0.08	-0.57	-0.77
资产负债率（%）	44.65	43.44	43.35
全部债务资本化比率（%）	34.90	36.73	36.92
流动比率（%）	162.20	162.84	176.51
经营现金流流动负债比（%）	-0.75	-1.87	--
现金短期债务比（倍）	0.45	0.19	0.17

注：1. 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将公司其他应付款和其他非流动负债中有息债务调整至短期债务计算，长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 除特别说明外，均指人民币
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

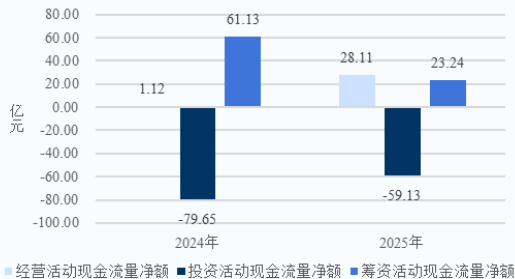
2025 年底公司资产构成



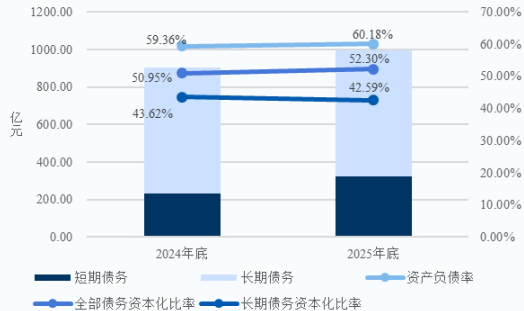
2025 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
23 发控债 02/23 发控 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/04/20	调整票面利率，回售选择权
24 海南发展 MTN001	1.80 亿元	1.80 亿元	2027/07/24	调整票面利率，续期选择权，递延支付利息选择权，赎回选择权
25 海南发展 MTN001	3.20 亿元	3.20 亿元	2028/07/17	调整票面利率，续期选择权，递延支付利息选择权，赎回选择权
25 海南发展 MTN002	8.00 亿元	8.00 亿元	2030/09/15	调整票面利率，回售选择权
26 海南发展 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2031/04/17	调整票面利率，回售选择权
26 海南发展 MTN002A	2.00 亿元	2.00 亿元	2028/04/20	调整票面利率，续期选择权，递延支付利息选择权，赎回选择权
26 海南发展 MTN002B	3.00 亿元	3.00 亿元	2029/04/20	调整票面利率，续期选择权，递延支付利息选择权，赎回选择权
26 海南发展 MTN003（科创债）	3.00 亿元	3.00 亿元	2028/05/27	调整票面利率，续期选择权，递延支付利息选择权，赎回选择权

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

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 海南发展 MTN003（科创债）	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/05/18	胡元杰、马玉丹	多元产业投资控股企业信用评级方法（V4.0.202505） 多元产业投资控股企业信用评级模型（打分表）（V4.0.202505）	阅读全文
26 海南发展 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/08	胡元杰、马玉丹		阅读全文
26 海南发展 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/08	胡元杰、马玉丹		阅读全文
26 海南发展 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/03	胡元杰、张昶		阅读全文
25 海南发展 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/04	胡元杰、张昶		阅读全文
25 海南发展 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/07	胡元杰、张昶		阅读全文
23 发控债 02/23 发控 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/20	胡元杰、张昶		阅读全文
24 海南发展 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26	胡元杰、张昶	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 发控债 02/23 发控 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/03/31	胡元杰、丁晓		阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：胡元杰 huyj@lhratings.com

项目组成员：张昶 zhangchang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于海南省发展控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司由海南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）于 2005 年 1 月出资成立，初始注册资本为 5.00 亿元。跟踪期内，公司实收资本由 157.28 亿元增至 166.19 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本为 157.28 亿元，实收资本为 166.19 亿元，海南省国资委和海南省财政厅分别持有公司 91.83%和 8.17%股权¹，海南省国资委为公司实际控制人。

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

截至 2026 年 3 月底，公司本部内设财务部、审计部、风险控制部等职能部门；公司合并范围内拥有一级子公司 22 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 2286.11 亿元，所有者权益 910.34 亿元（含少数股东权益 349.61 亿元）；2025 年，公司实现营业收入 796.51 亿元，利润总额 2.80 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 2283.16 亿元，所有者权益 910.80 亿元（含少数股东权益 350.03 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业收入 158.51 亿元，利润总额 0.46 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²。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 5 月底，公司由联合资信评级的公开市场存续债券详见图表 1。跟踪期内，“23 发控债 02/23 发控 02”和“24 海南发展 MTN001”均按时付息，其他债项尚未到首次付息日。

“23 发控债 02/23 发控 02”“25 海南发展 MTN002”和“26 海南发展 MTN001”均附设投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权，行权日详见图表 1。“24 海南发展 MTN001”“25 海南发展 MTN001”“26 海南发展 MTN002A”“26 海南发展 MTN002B”和“26 海南发展 MTN003（科创债）”为永续中期票据，具有公司赎回选择权、票面利率重置及利息递延支付等特点。

图表 1 • 截至 2026 年 5 月底公司由联合资信评级的存续公开发行债项概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	行权日	期限（年）
23 发控债 02/23 发控 02	10.00	10.00	2023/04/20	2026/04/20	3+2
24 海南发展 MTN001	1.80	1.80	2024/07/24	2027/07/24	3+N（3）
25 海南发展 MTN001	3.20	3.20	2025/07/17	2028/07/17	3+N（3）
25 海南发展 MTN002	8.00	8.00	2025/09/15	2028/09/15	3+2
26 海南发展 MTN001	7.00	7.00	2026/04/17	2029/04/17	3+2
26 海南发展 MTN002A	2.00	2.00	2026/04/20	2028/04/20	2+N（2）
26 海南发展 MTN002B	3.00	3.00	2026/04/20	2029/04/20	3+N（3）
26 海南发展 MTN003（科创债）	3.00	3.00	2026/05/27	2028/05/27	2+N（2）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

¹ 截至报告出具日，公司注册资本（166.19 亿元）及股权结构尚未完成工商变更。

² 截至报告出具日，因公司董事长、法定代表人周军平已交流任职，根据海南省国资委相关通知文件，在公司新任的董事长、法定代表人到任前，暂由李国红代行董事长、法定代表人职责，并按规定签署有关文件。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于民”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）机场行业

2025 年以来，国民经济、消费市场和对外贸易的稳健增长为我国机场行业的发展提供了核心支撑。2025 年，我国机场行业主要运营指标企稳向好，旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次三大核心指标均创历史新高；国内客运市场回归常态化增长，国际客运稳步恢复，货运市场增长态势保持强劲。机场行业固定资产投资持续推进，预计“十五五”期间机场行业仍将保持较大投资规模，资源配置方向从传统的规模扩张路径调整为更注重质量和效率的差异化升级。2026 年 3 月起，受中东局势紧张影响，航空煤油价格快速拉升，高企的航空煤油价格已快速通过燃油附加费上涨传导至机场行业，票价上涨将对客运需求形成抑制；全球地缘冲突加剧，或对国际货运需求产生不利影响。详见[《2026 年机场行业分析（2026 年 5 月）》](#)。

（2）房地产行业

宏观方面，2025 年，国民经济总体平稳，但房地产为宏观主要结构性短板，开发投资、销售面积与销售额降幅仍深，广义库存去化周期仍处高位，行业呈供强需弱格局。政策方面，2025 年，房地产开发经营行业政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活，但市场修复基础尚不牢固。行业方面，2025 年，房地产开发经营行业呈低壁垒、高同质化、充分竞争格局，集中度偏低但央国企优势扩大、分化加剧；供应持续收缩，需求复苏乏力，房价下行压力仍在。财务方面，2025 年，房地产开发经营行业财务状况全面承压，营收利润双降、盈利表现处于历史低位、杠杆被动抬升、长短期偿债指标进一步弱化。详见[《房地产开发经营行业分析（2026 年 5 月）》](#)。

（3）建筑行业

中国固定资产投资增速放缓并进入负增长区间，基建与地产投资下行制约建筑行业传统需求，制造业增速放缓，但在政策支持下，部分新基建、高端制造等制造业领域存在韧性。行业政策围绕“扩大有效投资+化债清欠”推进，深刻影响行业发展，建筑施工企业将在重大工程和项目落地中承担关键载体作用。2025 年，受基建投资放缓、地产市场深度调整等多重因素影响，中国建筑业的总产值近十年来首次出现年度负增长，行业由扩张期进入深度调整阶段，与此同时，对外工程承包表现亮眼，成为对冲国内下滑的重要增长极。行业集中度或将进一步集中，尾部企业将继续出清，头部企业在发展新质生产力相关重点领域和建筑出海方面仍存在结构性机会。地产开发商信用风险仍在持续暴露，地方政府清欠行动落地情况仍不明朗，应收账款回收和减值风险仍需关注。行业杠杆水平高、盈利能力和偿债能力指标表现较弱。详见[《建筑施工行业信用分析报告（2026 年 5 月）》](#)。

（4）零售行业

2025 年，消费支出继续发挥对经济增长的重要拉动作用，但居民消费信心仍处低位，零售市场整体呈弱复苏态势。进入 2026 年 1—4 月，社零增速有所放缓，消费修复基础仍需进一步巩固；在居民收入预期偏谨慎、预防性储蓄意愿仍较强以及外部环境扰动仍存的背景下，传统百货等实体业态经营压力仍大。分业态看，2025 年百货业态延续深度调整态势，经营压力持续加大，整体

销售仍呈收缩态势；超市行业稳中承压、结构优化，多数企业通过门店调改、供应链优化和数字化改造而非扩张寻求增长；网络零售增速虽有所放缓，但仍是消费增长的重要驱动力，线上线下融合、即时零售和直播电商等新模式持续推动渠道重构。从样本零售企业看，近年来零售行业营业收入总额持续下降，2025 年降至近年来低位，行业成长性偏弱；2025 年，零售行业样本企业利润总额同比下降 50.54%，盈利能力承压，但长短期偿债指标总体仍处可控区间。考虑到零售企业现金回笼相对较快、部分企业拥有自有物业、对外扩张已趋谨慎等因素，零售行业存量债券短期偿债压力可控，需关注个别债务负担偏重、调改投入较大的企业。政策层面，2025 年以来促消费政策持续加码，以旧换新、消费新场景试点和财政金融协同支持等政策对零售行业形成较强支撑。预计 2026 年消费领域政策支持仍将延续，但政策效果向终端需求和企业业绩传导仍需时间；网络零售和具备质价比优势、全渠道能力及精细化运营能力的企业有望实现结构性增长，传统实体零售企业仍面临经营分化压力。详见《零售行业运行分析(2026 年 5 月)》。

2 区域环境分析

2025 年，随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量稳健增长，但海南省财政自给能力较弱，中央转移支付支持力度较大。整体看，公司发展的外部环境良好。

海南省位于中国最南端，行政区域包括海南岛、西沙群岛、中沙群岛、南沙群岛的岛礁及其海域，是中国面积最大的省。海南省陆地（主要包括海南岛和西沙、中沙、南沙群岛）总面积 3.54 万平方公里，海域面积约 200 万平方公里。海南省下辖 4 个地级市、5 个县级市、4 个县、6 个民族自治县。截至 2025 年底，海南省常住人口 1055 万人，常住人口城镇化率为 64.08%。

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

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

图表 2 • 海南省主要经济指标

项目	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	7935.69	8108.85
GDP 增速（%）	3.7	4.0
固定资产投资增速（%）	7.1	-16.5
三产结构	20.5:18.9:60.6	20.3:18.0:61.7
人均 GDP（万元）	7.59	7.71

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2025 年，海南省经济总量稳健增长，产业结构以第三产业为主；海南省规模以上工业增加值同比增长 9.9%，在主要行业增加值中，石油和天然气开采业同比增长 48.7%，农副食品加工业同比增长 18.8%，石油煤炭及其他燃料加工业同比增长 24.7%，化学原料和化学制品制造业同比下降 3.6%，医药制造业同比下降 12.2%，电力热力的生产和供应业同比下降 0.4%。同期，海南省交通运输、仓储和邮政业增加值 349.78 亿元，同比增长 8.7%；住宿和餐饮业增加值 191.89 亿元，同比增长 2.8%；金融业增加值 541.03 亿元，同比增长 5.1%；房地产业增加值 871.75 亿元，同比增长 5.1%；货物运输周转量 14473.16 亿吨公里，同比增长 4.8%，其中水运周转量 14380.11 亿吨公里；主要港口货物吞吐量 2.33 亿吨，同比增长 7.0%。2025 年，海南省固定资产投资（不含农户）同比下降 16.5%。其中，房地产开发投资 929.45 亿元，同比下降 23.0%；住宅投资 725.20 亿元，同比下降 15.7%。

2026 年一季度，海南省地区生产总值 1979.94 亿元，按不变价格计算，同比增长 3.8%。其中，第一产业增加值 392.48 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 295.86 亿元，同比增长 2.2%；第三产业增加值 1291.61 亿元，同比增长 4.1%。同期，海南省规模以上工业增加值同比增长 9.2%；固定资产投资同比下降 0.5%，其中基础设施投资（不含电力、燃气及水的生产和供应业）同比增长 32.4%，公共服务投资同比增长 27.5%。

图表 3 • 海南省主要财政指标

项目	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	890.46	903.74
一般公共预算收入增速（%）	-1.1	1.5
税收收入（亿元）	660.54	690.13
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	74.18	76.36
一般公共预算支出（亿元）	2293.57	2344.49
财政自给率（%）	38.82	38.55
政府性基金预算收入（亿元）	407.69	349.02
地方政府债务余额（亿元）	4988.30	5783.13

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2025 年，海南省一般公共预算收入和税收收入均有所增长，一般公共预算收入质量较好。同期，海南省一般公共预算支出小幅增长，财政自给能力较弱；2025 年，海南省一般公共预算获得中央转移支付收入 1324.73 亿元，中央转移支付支持力度较大。2025 年，受国有土地使用权出让收入下降影响，海南省政府性基金预算收入有所下降。截至 2025 年底，海南省政府债务余额 5783.13 亿元，其中一般债务余额 2048.57 亿元，专项债务余额 3734.56 亿元。

2026 年一季度，海南省一般公共预算收入 275.2 亿元，同比下降 0.2%，其中税收收入 217.7 亿元，同比增长 4.8%；一般公共预算支出 638.1 亿元，同比增长 4.9%；政府性基金预算收入 50.4 亿元，同比下降 29.6%。

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

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍是海南省核心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，其中机场运营业务在海南省内具有区域专营优势，免税品销售在海南省内具有一定的竞争优势，设备租赁、沥青生产、建筑幕墙施工等市场化经营业务的展业区域范围广，且展业子公司在行业内具有较高的知名度和行业地位。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 6 月 2 日，公司本部无关注类和不良类贷款记录。

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

截至 2026 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被重大行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构和内部管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 经营概况

2025 年，随着公司供应链运营、沥青生产、设备经营租赁及相关业务收入大幅增长影响，公司营业总收入同比增长 48.60%。同期，受利润空间小的供应链运营业务收入占比增加影响，公司综合毛利率有所下降。2026 年一季度，公司营业总收入相当于 2025 年全年水平的 19.90%，毛利率为 9.17%，较 2025 年全年水平有所上升。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
免税与商业	40.75	7.60	7.08	54.55	6.85	7.86
房地产业务	28.39	5.30	37.35	42.55	5.34	25.83
工程施工业务	30.78	5.74	3.36	29.04	3.65	5.74
供应链运营业务	294.99	55.03	0.38	479.01	60.14	0.52
幕墙工程及玻璃深加工业务	38.06	7.10	7.65	30.11	3.78	9.69
机场运营业务	18.64	3.48	24.11	18.09	2.27	16.77
物业服务	7.41	1.38	13.88	6.69	0.84	17.43
电力业务	5.52	1.03	43.35	8.63	1.08	28.85
沥青生产业务	31.73	5.92	3.12	56.27	7.06	2.18
设备经营租赁及相关服务	23.25	4.34	45.88	59.38	7.45	37.84
其他业务	16.49	3.08	26.86	12.19	1.53	21.63
合计	536.01	100.00	7.94	796.51	100.00	6.95

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

（1）机场运营

2025年公司收购海南美兰国际空港股份有限公司后，公司机场运营业务在海南省内具有区域专营优势，且主要运营指标显著增长；受非航空性收入下降等因素影响，公司机场运营收入同比有所下降。

公司机场运营业务主要由子公司海南机场负责运营，海南机场的机场经营业务主要分为航空性业务和非航空性业务，其中航空性业务包括起降、停场、客桥、旅客服务及安检等；非航空性业务包括延伸的地面服务、免税商业、有税商业、广告、货运、办公室租赁、值机柜台出租等。截至 2025 年底，公司控股 7 家机场，参股 3 家机场，管理输出 2 家机场，覆盖海南省、山东省、湖北省等 8 个省（自治区）。其中，4F 级机场 1 家、4E 级机场 1 家、4D 级机场 4 家、4C 级机场 6 家；海口美兰国际机场（以下简称“海口机场”）获评过“SKYTRAX”五星机场，三亚凤凰国际机场（以下简称“三亚机场”）、满洲里西郊机场和宜昌三峡机场获评过“SKYTRAX”四星机场。截至 2025 年底，公司运营的国内干线机场包括海口机场和三亚机场，2025 年起降架次分别位列中国民用运输机场第 22 位和第 29 位，旅客吞吐量分别位列中国民用运输机场第 20 位和第 24 位，货邮吞吐量分别位列中国民用运输机场第 19 位和第 34 位。2026 年夏秋航季，公司控股的海南省内 3 家机场计划执行航线 294 条、通航点超过 150 个，其中海口机场计划运行航线 171 条、通航点 128 个；三亚机场计划运行航线 111 条、通航点 94 个。

图表 5 • 截至 2025 年底海南机场控股、参股和管理输出的机场概况

机场名称		所在地	等级	民航通航时间	基础设施概况
控股机场	海口美兰国际机场	海南海口	4F	1999/05	航站楼 2 座，面积合计 42.4 万平方米；设 97 个登机口，停机位 133 个（含组合机位）；跑道 2 条，包括 1 条长 3600 米、宽 60 米的跑道，1 条长 3600 米、宽 45 米的跑道
	三亚凤凰国际机场	海南三亚	4E	1994/07	航站楼 2 座，面积合计 10.76 万平方米；设 18 座登机廊桥，机位 83 个；跑道长 3400 米、宽 60 米
	琼海博鳌国际机场	海南博鳌	4C	2016/03	航站楼 2 座，面积合计约 1.68 万平方米；机位 52 个，其中 35 个 B 类机位，17 个 C 类机位；跑道长 3200 米、宽 45 米

机场名称	所在地	等级	民航通航时间	基础设施概况
安庆天柱山机场	安徽安庆	4C	1993/12	航站楼2座，面积合计13928平方米；设4座登机廊桥；民航站坪设6个C类机位；跑道长2800米、宽50米
唐山三女河机场	河北唐山	4C	2010/07	航站楼面积6187平方米；设3座登机廊桥；民航站坪面积3.2万平方米，设8个机位，其中2个B类机位，6个C类机位；跑道长2700米，宽50米
潍坊机场	山东潍坊	4D	1996/04	航站楼面积1.92万平方米；设1座登机廊桥；民航站坪面积3.4万平方米，设6个民航机位，其中2个D类机位，4个C类机位；跑道长2600米、宽48米
满洲里西郊机场	内蒙古满洲里	4D	2005/02	航站楼面积20700平方米；设3座登机廊桥；民航站坪设7个机位，其中3个为廊桥机位；跑道长2800米、宽45米
营口兰旗机场	辽宁营口	4C	2016/02	航站楼面积2万平方米；设2座登机廊桥；民航站坪设6个C类机位；跑道长2500米、宽45米
宜昌三峡机场	湖北宜昌	4D	1996/12	航站楼2座，面积合计7.38万平方米；飞行区停机坪面积13.7万平方米，设有21个停机位；跑道长3200米、宽45米
东营胜利机场	山东东营	4D	2001/03	航站楼面积为2.54万平方米；设4座登机廊桥；民航站坪设机位7个，其中6个C类机位、1个D类机位；跑道长3600米、宽45米
松原查干湖机场	吉林松原	4C	2017/10	航站楼面积约6000平方米；设2座登机廊桥；站坪设5个机位，其中1个B类机位、4个C类机位；跑道长2500米，宽45米
三沙永兴机场	海南三沙	4C	2016/12	航站楼面积约3500平方米；站坪设4个民航停机位；跑道长3000米，宽50米

注：2026年2月，三亚机场T3航站楼投入运营，三亚机场航站楼总面积增至22.8万平方米；海口机场跑道及相关资产由海口美兰国际机场有限责任公司持有，海口美兰国际机场有限责任公司将跑道及相关资产租赁给海南美兰国际空港股份有限公司运营，租赁合同期限为3年，租金为5.57亿元/年，期满可续签

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2025年，子公司海南机场以23.39亿元的价格收购海口机场运营主体海南美兰国际空港股份有限公司（以下简称“美兰空港”）。随着子公司海南机场于2025年12月完成对美兰空港的收购，2025年公司控股及管理输出机场合计飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量均大幅增长。其中，海口机场和三亚机场作为公司运营的核心机场，2025年起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量均占合计数的90%以上。2025年，受非航空性收入下降等因素影响，公司机场运营收入有所下降；受机场相关固定资产及设备折旧摊销增加、三亚机场T3航站楼筹备费用增加等因素影响，业务毛利率有所下降。

图表6·公司控股及管理输出机场主要运营指标

运营指标	2024年	2025年
起降架次（万架次）	16.11	35.01
其中：海口机场（万架次）	/	18.52
三亚机场（万架次）	13.12	13.99
旅客吞吐量（万人次）	2462.62	5255.89
其中：海口机场（万人次）	/	2685.11
三亚机场（万人次）	2142.59	2268.57
货邮吞吐量（万吨）	12.34	35.52
其中：海口机场（万吨）	/	21.58
三亚机场（万吨）	10.15	11.71

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2025年底，公司重要在建机场运营相关项目计划总投资43.93亿元，已投资29.07亿元，均为机场扩建类项目，未来资金支出压力不大。

图表7·截至2025年底公司重要在建机场运营相关项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
凤凰机场三期扩建项目	28.49	18.58
博鳌机场三期扩建项目	15.44	10.49
合计	43.93	29.07

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）房地产开发

公司已完工房地产开发项目销售情况较好，在建房地产开发项目资金需求量较大，未来面临较大的资本支出压力，销售及去化情况有待关注；公司房地产相关开发成本、开发产品及土地储备规模大，考虑到房地产市场整体环境，公司房地产相关资产未来或面临减值风险。

公司房地产业务主要由子公司海南发展控股置业集团有限公司（以下简称“海控置业”）和海南机场开展，业务模式包括定向开发和市场化开发。

定向开发模式

公司定向开发房地产项目由海控置业负责运营。海控置业主要受各省属单位委托，通过自筹资金定向进行房屋开发，建成后对符合条件的群体定向销售回款，同时向委托方收取一定比例的项目管理费，该管理费计入购房款中一并收取，不再另外结算。

截至 2025 年底，公司重要已建成在售定向开发房地产项目已售面积 172.95 万平方米，实现销售回款 108.50 亿元，累计结转收入 101.52 亿元。截至 2025 年底，公司重要在建定向开发房地产项目为椰东江岸，计划总投资 4.22 亿元，已投资 3.45 亿元。

图表 8 • 截至 2025 年底公司重要在售定向开发房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可售面积	已售面积	累计销售回款	累计结转收入
和风江岸项目	54.46	54.09	20.48	20.48
和风鑫苑项目	10.75	10.73	4.10	4.09
省政协小区	3.23	3.23	1.93	1.84
万宁翠岭山庄	2.08	2.08	1.03	1.02
美庄、美苑小区	5.02	4.99	2.54	2.48
和风家园（E4002）	7.45	7.20	4.90	4.68
和风家园（E4302）	10.78	10.67	8.45	7.79
和风家园（E4502）	41.28	32.88	27.10	24.83
和风家园（A14 地块）	34.47	14.27	11.44	10.26
和风家园项目 E5102 地块	37.87	32.81	26.53	24.05
合计	207.39	172.95	108.50	101.52

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

市场化开发模式

公司市场化开发房地产项目主要由子公司海南机场及海控置业运营。公司自筹资金进行房地产项目建设，建成后进行市场化公开销售。截至 2025 年底，公司重要在建市场化开发房地产项目计划总投资 158.43 亿元，已投资 76.62 亿元，后续投入规模较大，公司面临较大资本支出压力。其中，海南中心主要建设内容为集 5A 级写字楼、SOHO 公寓、五星级酒店、高级餐厅、观光游览等功能于一体的综合高楼，总建筑面积 39.01 万平方米，其中地上建筑面积 27.78 万平方米、地下建筑面积 11.23 万平方米，主要由 1 栋超高层塔楼和 2 个配楼组成，其中塔楼共 94 层，建筑高度 428 米，建成后将成为海南省第一高楼。子公司海南置业持有的南海明珠生态岛规划以国际邮轮港为核心，建成集旅游度假及智慧生态于一体的旅游度假目的地，规划业态包括度假酒店、中央生态公园、音乐厅、艺术馆、国际消费中心等设施，截至 2025 年底账面价值 165.40 亿元；同期末，子公司海南机场处于缓建状态的主要房地产项目计划总投资 168.54 亿元，累计投资 14.67 亿元，需关注后续建设规划调整情况。截至 2025 年底，公司存货中房地产开发产品累计计提存货跌价准备 3.68 亿元，其中 2024—2025 年计提金额分别为 0.81 亿元和 1.46 亿元，公司房地产相关开发成本、开发产品及土地储备规模大，考虑到房地产市场整体环境，公司房地产相关资产未来或面临资产减值风险。

图表 9 • 截至 2025 年底公司重要在建市场化开发房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目业态	项目所在区域	计划总投资	已投资
海南中心	写字楼、酒店、商业等	海口市	97.79	32.37
江东新区 F05 地块项目	居住、消费、便民服务设施等	海口市	17.69	9.43
海控江东广场项目	写字楼、会馆等	海口市	18.45	16.11
大英山新城市中心区 C10 地块项目	住宅、商业等	海口市	24.50	18.71
合计	--	--	158.43	76.62

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

2025 年，受房地产项目结算体量增加及利润空间不同影响，公司房地产销售收入有所增长，但毛利率有所下降。

土地储备方面，截至 2025 年底，海控置业通过收购股权形式取得土地及海域约 6433 亩，主要为南海明珠岛及国兴大道沿线的土地，土地用途主要为商服用地，规划用于开发商业、办公及酒店等物业，其中优先开发国兴大道沿线的 C10 地块住宅项目；海南机场土地储备项目 9 个，面积约 1949 亩。此外，公司还拥有莺歌海盐场 5 万余亩土地储备，大部分是盐场生产用地及小部分生活、办公等用地，除保留部分生产用地及必须的办公、生活等所需用地外，该宗土地剩余面积计划用于旅游产业开发，公司将与其他投资者合作开发。截至 2025 年底，公司存货中尚未开发土地储备价值 33.25 亿元。

（3）幕墙工程、玻璃及深加工制造业务

公司玻璃及深加工制造业务构建了从研发到采购、生产、销售以及售后服务的全链条体系，并主要实行“以市场需求为导向的生产”运营策略，幕墙工程主要通过公开招标或邀请招标方式承接项目，行业竞争激烈，整体毛利率水平较低。考虑到公司幕墙工程、玻璃及深加工制造业务与建筑行业高度相关，且建筑行业市场整体环境下行，需关注新签订单规模及收入持续性情况。

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，专注于玻璃幕墙技术研发、BIPV 幕墙产品开发、建筑幕墙设计、BIM 一体化施工管理及数字化管理技术应用等关键领域，具有建筑幕墙工程设计专项甲级、施工壹级资质、建筑工程施工总承包贰级资质、钢结构专业承包二级资质证书，海南发展幕墙工程业务以深圳、海南、北京、上海、珠海为核心区域，主要通过公开招标或邀请招标方式承接项目，项目类型以政府公建、超高层建筑、大型场馆等为主。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。海南发展在建筑玻璃领域，公司构建了从研发到采购、生产、销售以及售后服务的全链条体系，并主要实行“以市场需求为导向的生产”运营策略。特种玻璃深加工产业主要包括特种玻璃深加工、特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出，特种玻璃节能环保技术输出。对于特种玻璃技术的输出订单，公司通常通过参与招标程序来获取，项目中标后，公司以项目为单位进行管理，按照工程计划进度来协调设计、采购、生产加工以及施工等经营活动，公司与下游客户按照履约进度在合同期内确认收入。2025 年，公司建筑幕墙工程新签订单金额同比有所增长，订单来源主要为公共建筑。截至 2025 年底，公司建筑幕墙工程累计已签约未完工订单金额 36.87 亿元，业务持续性较好。

图表 10 • 公司建筑幕墙工程主要运营指标（单位：万元）

运营指标	2024 年（底）	2025 年（底）
新签订单金额	243756.30	260893.33
其中：公共建筑幕墙	243756.30	254465.87
住宅建筑幕墙	0.00	6427.46
期末累计已签约未完工订单金额	432700.52	368653.83
其中：公共建筑幕墙	427110.90	338305.32
住宅建筑幕墙	5589.62	30348.51

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2025 年，受海南发展主动剥离出现亏损的光伏玻璃业务等因素影响，公司幕墙工程及玻璃深加工业务收入有所下降，但毛利率小幅上升。考虑到公司幕墙工程、玻璃及深加工制造业务与建筑行业高度相关，且建筑行业市场整体环境下行，需关注新签订单规模及收入持续性情况。

（4）设备经营租赁及服务业务

2024 年，公司通过股权并购海南华铁新增设备经营租赁及服务业务，海南华铁服务网店布局全国，在行业内具有较高的知名度和行业地位。截至 2025 年底，海南华铁应收账款规模大，需关注未来回款情况；融资租赁采购模式形成的租赁负债规模大，整体债务负担重。

2024 年 5 月，公司通过股权并购取得上市公司海南华铁的控制权，并于 2024 年 8 月将其纳入合并范围，公司新增设备经营租赁及服务业务。海南华铁曾获“中国高空作业设备租赁商 10 强”“全球高空作业机械租赁 50 强”等称号，2025 年海南华铁在全球租赁百强榜（IRN100）排名第 27 位，在全球高空作业机械租赁排行榜（Access50）排名第 3 位，其工程设备租赁服务主要产品包括高空作业平台、叉车、载重无人机、玻璃吸盘车、打桩机、冷风机、砌墙机等机械设备，以及钢支撑、铝模板等支护产品。业务模式上，海南华铁采购的必要物资主要包括高空作业平台、钢支撑、铝合金模板、集成式操作平台、贝雷、脚手架等设备。对于高空作业平台和算力设备，海南华铁主要通过融资租赁模式直接采购设备。对于钢支撑、铝合金模板、集成式操作平台、贝雷、脚手架等支护设备，海南华铁提出具体质量指标或用于产品改造的设计图纸，由长期合作的供应商按要求进行设备生产加工。在完成物资采购后，海南华铁将设备租赁给客户企业等实现设备出租，并为客户提供设备维保和其他支持服务。海南华铁通过工程设备运营平台为客户提供服务，包括线上和线下服务渠道，其中，线下渠道主要通过在全国布局服务网点，截至 2025 年底，海南华铁在全国

共设有 396 个网点。截至 2025 年底，海南华铁各类设备管理数量 20.78 万台。2024 年和 2025 年，海南华铁高空作业平台平均台量出租率分别为 81.67% 和 83.35%。此外，海南华铁同时开展算力租赁业务，其采购服务器等算力相关设备，部署于智算中心内，并保证服务器硬件和系统环境的稳定运行，提供客户业务所需的各类运营运维服务，以此向客户收取智能算力租赁费及技术服务费。2025 年，公司实现设备经营租赁及相关服务收入 59.38 亿元，同比大幅增长系新增设备采购导致运营设备规模增长所致；毛利率为 37.84%。截至 2025 年底，海南华铁应收账款 42.71 亿元，以应收租赁款为主，需关注未来回款情况；租赁负债 78.69 亿元，主要系融资租赁采购高空作业平台、钢支撑等设备形成，整体债务负担重。

（5）其他业务

公司其他业务主要包括免税店等商业经营、供应链运营、工程施工、电力、沥青生产等，业务多元化程度很高，其中供应链运营业务快速扩张带动公司营业总收入快速增长，但利润空间小；免税品销售在海南省内具有一定的竞争优势；电力板块收入持续增长，整体盈利空间较大；工程施工和沥青生产业务由于行业竞争激烈，毛利率水平较低。

2020 年 8 月，公司子公司全球精品获得免税牌照，公司自 2021 年起开展离岛免税与商业业务。海控全球精品（海口）免税城选址在海口日月广场水瓶座（1~3 层）和摩羯座（1~2 层），总建筑面积 3.89 万平方米，免税商品类型涵盖香化、首饰、手表、酒类、数码、母婴产品等 45 大类，入驻 400 余个国内外知名高端品牌。2021 年 12 月，公司通过参与海航集团机场板块重整投资取得海南机场的控制权，海南机场通过自持物业提供场地租赁、参股投资等形式参与免税与商业业务。截至 2025 年底，海南机场通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与 5 家海南离岛免税店运营，其中，海口日月广场综合出租率约 82%，免税经营面积约 5.70 万平方米。2025 年，得益于免税消费热度提升，公司免税与商业收入有所增长，毛利率略有上升。

公司供应链运营业务主要由子公司海南海控物产集团有限公司（以下简称“海控物产”）负责运营，主要供应链运营业务品种包括金属矿产、能源化工、橡胶农产品、工程物资等，海控物产一般采用“以销定采”或“集采分销”模式开展供应链运营业务。其中，“以销定采”模式为海控物产根据下游客户的需求，在市场寻找货源并交付给客户；“集采分销”模式为海控物产基于其对上游工厂或大型供应商的信任度和长期以来的合作关系，通过长期协议或大额采购取得优惠价格，并逐步分销给下游需求量少、采购渠道少的中小企业，海控物产与上下游的结算方式包括现金结算、银行承兑汇票、信用证等。2025 年，公司上游供应商和下游客户集中度均较低。2025 年，得益于公司供应链业务持续拓展，供应链运营收入快速增长，但受制于行业特质，利润空间小。

公司电力板块收入主要来源于电力产品销售和提供电力工程劳务。公司采用的发电方式主要包括水力发电和光伏发电，发电产生的电能大部分输送电网，销售给海南电网有限责任公司，部分分布式光伏发电以“自发自用、余电上网”模式销售给用户，上网电力的销售价格由国家有关部门核定，直接销售给用户的电力价格由供需双方协商确定。公司电力工程业务主要是承接海南电网有限责任公司主网建设、农网、城网及配网建设、改造、升级等工程施工，以及海南省水利水电工程施工及水电站、变电站的运行管理、维护检修业务，公司通过竞标方式获取工程项目、开拓业务，收入来源主要为施工服务收费。2025 年，公司电力板块收入有所增长，毛利率有所下降，但整体盈利空间较大。

公司工程施工业务主要由子公司海南海控中能建工程有限公司（以下简称“海控中能建”）和海南发控建设工程有限公司（以下简称“海控建设”）负责运营。海控中能建由公司（持股比例为 51.00%）与中国能源建设集团有限公司于 2020 年合资设立，主营业务包括工程施工、工程咨询及项目管理等，拥有建筑工程施工总承包壹级、建筑幕墙工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级等资质。海控建设为公司 2022 年成立的全资子公司，具有建筑工程施工总承包壹级、防水防腐保温工程专业承包贰级、建筑机电安装工程专业承包壹级等资质。2025 年，受结算工程体量下降影响，工程施工业务收入略有下降。同期，公司工程施工业务毛利率有所上升，由于施工行业竞争激烈，毛利率水平较低。

2024 年，公司通过收购厦门华特新增沥青生产业务。厦门华特成立于 1988 年，主要产品包括道路石油沥青、聚合物改性沥青、乳化沥青等，应用场景包括高速公路、国省道公路、城市主干道、机场跑道以及旅游区、工业区、文教区、CBD、生活区专用道路等。厦门华特拥有 10 余个沥青生产厂区，分布在漳州、江门、钦州、贵阳、沧州、南昌、武汉、昆明、青海、泉州、东方、赞比亚等地。2025 年，得益于沥青销售规模扩大，公司沥青生产收入同比显著增长，由于行业竞争激烈，毛利率水平较低。

3 未来发展

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

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内拥有一级子公司 22 家。2025 年以来，公司合并范围变动的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

1 资产质量

2025 年，公司资产规模有所增长，其中货币资金充裕，应收类款项规模较大，存在回收风险，房地产项目面临跌价风险和去化压力，权益投资占比较高但投资收益规模尚小，资产受限比例较高。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	797.94	37.34	833.21	36.45	822.10	36.01
货币资金	140.70	6.58	155.59	6.81	121.12	5.31
交易性金融资产	9.95	0.47	10.97	0.48	25.02	1.10
应收账款	105.22	4.92	117.88	5.16	115.02	5.04
其他应收款（合计）	32.54	1.52	42.13	1.84	42.11	1.84
存货	456.46	21.36	447.57	19.58	453.22	19.85
合同资产	21.64	1.01	23.49	1.03	23.33	1.02
非流动资产	1339.26	62.66	1452.90	63.55	1461.06	63.99
长期股权投资	66.85	3.13	78.99	3.46	78.96	3.46
其他权益工具投资	453.87	21.24	462.23	20.22	460.91	20.19
投资性房地产	275.58	12.89	280.46	12.27	280.36	12.28
固定资产	213.95	10.01	307.55	13.45	322.13	14.11
在建工程	28.37	1.33	32.19	1.41	17.85	0.78
使用权资产	134.15	6.28	130.52	5.71	139.77	6.12
无形资产	67.86	3.18	82.00	3.59	81.25	3.56
商誉	44.94	2.10	47.23	2.07	47.25	2.07
其他非流动资产	38.95	1.82	18.68	0.82	19.07	0.84
资产总额	2137.20	100.00	2286.11	100.00	2283.16	100.00

注：其他应收款（合计）包含应收利息、应收股利和其他应收款项
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年底，随着子公司海南机场收购美兰空港，公司固定资产继续较快增长。2025 年底，公司货币资金主要由银行存款（120.78 亿元）和其他货币资金（34.80 亿元）构成，其中 54.14 亿元使用受限，受限比例为 34.80%，受限原因包括用做定期存款、保证金、诉讼冻结等。公司交易性金融资产主要由结构性存款/理财产品/存单（6.22 亿元）和权益工具投资（4.71 亿元）构成，2025 年产生投资收益（含处置收益）0.27 亿元；公司应收账款主要由子公司海南华铁相关应收设备租赁款、海南机场相关应收机场运营业务款、海南发展相关应收幕墙工程款等构成，从账龄上看，公司应收账款的账龄以 1 年以内（占 72.24%）、1~2 年（占 12.84%）和 3 年以上（占 9.37%）为主，前五名应收单位合计余额占应收账款余额的 6.93%，集中度低，公司累计对应收账款计提坏账准备 14.22 亿元。公司其他应收款（合计）中其他应收款项为 41.96 亿元，主要由资产/股权转让款（占 30.71%）、资金拆借款（占 18.08%）、代收代付及往来款（占 22.17%）和保证金及押金（占 11.87%）构成，账龄以 1 年以内（占 41.15%）、1~2 年（占 29.24%）和 3 年以上（占 21.43%）为主；从集中度上看，前五名应收单位合计余额占其他应收款项余额的 42.10%，集中度一般；公司累计对其他应收款项计提坏账准备 5.54 亿元。公司存货主要由开发成本（占 63.14%）、开发产品（占 23.19%）和尚未开发土地储备（占 6.86%）构成，其中开发产品主要为已完工房地产项目，开发成本主要为在开发房地产项目，公司对存货累计计提跌价准备 4.25 亿元。公

司合同资产主要由幕墙工程业务（占 62.50%）、工程施工业务（占 23.67%）和电力业务（占 12.62%）的已完工未结算资产构成，公司对合同资产累计计提减值准备 1.05 亿元。

2025 年底，公司长期股权投资主要由对海口美兰国际机场有限责任公司（19.40 亿元）、海航航空技术有限公司（12.76 亿元）、海南银行股份有限公司（11.91 亿元）、宜昌三峡国际机场有限责任公司（5.71 亿元）等企业的股权投资构成，2025 年产生投资收益 6.13 亿元（含处置收益 5.09 亿元）。2025 年底，公司其他权益工具投资主要由对中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”，208.44 亿元）、海南水发（107.72 亿元）和海南铁路有限公司（96.47 亿元）的股权投资构成；公司投资性房地产为持有并准备增值后转让的土地使用权和已出租的建筑物，其中未办妥权证部分价值 125.37 亿元；公司固定资产主要由房屋及建筑物（188.62 亿元）、经营租赁资产（73.50 亿元）和其他设备及土地（30.38 亿元）构成，累计计提折旧 126.20 亿元，其中未办妥权证部分价值 29.91 亿元。2024 年底，受水电集团及其水利水电工程项目不再纳入公司合并范围影响，公司在建工程大幅下降；使用权资产增加 118.86 亿元，主要系新增海南华铁的经营租赁资产（115.34 亿元）所致。2025 年底，公司在建工程主要由机场运营相关项目成本构成；使用权资产主要由经营租赁资产（占 98.76%）构成；无形资产主要由土地使用权（占 96.06%）构成，公司累计计提摊销 12.93 亿元；商誉主要由公司收购海南发展、海南机场和海南华铁股权形成，累计计提减值 4.69 亿元，主要由海南发展（4.03 亿元）形成；其他非流动资产主要由石岩项目回迁物业（占 38.73%）、琼海博鳌乐城基础设施建设资金（占 26.76%）、预付工程/设备/长期资产购置款（占 11.40%）等构成。

2025 年底，公司受限资产 781.97 亿元，受限比例为 34.21%，受限原因主要为融资抵质押。2026 年 3 月底，公司资产规模及构成较 2025 年底变化不大。

图表 12 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	54.14	定期存款、保证金、诉讼冻结等
应收账款	10.72	质押
应收票据	1.13	已背书、贴现未到期未终止确认票据
投资性房地产	128.00	抵押
存货	305.32	抵押等
固定资产	135.54	抵押等
无形资产	16.43	抵押等
使用权资产	116.76	融资租赁、抵押
合同资产	1.96	保函保证
交易性金融资产	5.50	保证金
其他权益工具投资	2.50	质押
在建工程	2.07	抵押
一年内到期的其他非流动资产	1.90	质押大额定期存单
合计	781.97	—

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2025 年底，公司所有者权益有所增长，少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

2025 年底，公司所有者权益较 2024 年底有所增长，其中，实收资本小幅增长；其他权益工具大幅增长，由公司发行的永续中期票据及可续期公司债券构成；资本公积小幅下降，主要由股东注入的资金、资产构成；其他综合收益变化不大，主要由公司对南方电网的股权投资公允价值评估增值形成；受归母净利润持续为负影响，未分配利润持续下降；少数股东权益增长主要系子公司海南机场收购上市公司美兰空港所致。2026 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成较 2025 年底变化不大。公司所有者权益中少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	157.28	18.11	166.19	18.26	166.19	18.25
其他权益工具	31.78	3.66	56.96	6.26	56.96	6.25
资本公积	204.41	23.53	196.27	21.56	198.07	21.75
其他综合收益	131.04	15.09	137.88	15.15	137.38	15.08
未分配利润	7.90	0.91	1.79	0.20	0.49	0.05
少数股东权益	334.57	38.52	349.61	38.40	350.03	38.43
所有者权益合计	868.55	100.00	910.34	100.00	910.80	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模有所增长，整体债务负担适中，期限结构和融资渠道较为合理。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	478.98	37.75	566.79	41.20	536.87	39.12
短期借款	46.53	3.67	71.05	5.16	75.94	5.53
应付票据	46.60	3.67	59.90	4.35	66.15	4.82
应付账款	130.55	10.29	135.67	9.86	123.02	8.96
合同负债	20.75	1.64	22.52	1.64	24.62	1.79
应交税费	26.08	2.06	25.84	1.88	24.44	1.78
其他应付款（合计）	51.40	4.05	42.35	3.08	37.91	2.76
一年内到期的非流动负债	137.17	10.81	177.27	12.89	167.77	12.22
非流动负债	789.67	62.25	808.98	58.80	835.50	60.88
长期借款	416.26	32.81	410.00	29.80	424.57	30.94
应付债券	96.17	7.58	128.28	9.32	133.56	9.73
长期应付款（合计）	83.87	6.61	86.03	6.25	89.79	6.54
租赁负债	87.02	6.86	79.81	5.80	82.63	6.02
递延所得税负债	91.61	7.22	91.17	6.63	91.25	6.65
负债总额	1268.65	100.00	1375.77	100.00	1372.36	100.00

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

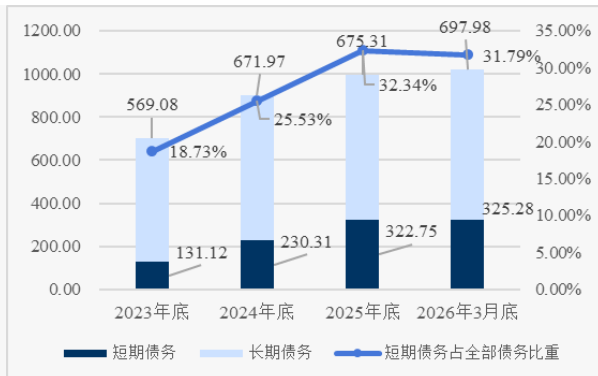
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年底，受外部融资规模增加等因素影响，公司负债总额持续增长；公司经营性负债中应付账款以应付工程款、设备款和货款为主，合同负债以预收房款/车位款（占 29.38%）、预收工程款（占 38.11%）和预收货款（占 19.21%）为主，应交税费以土地增值税（17.46 亿元）、企业所得税（3.68 亿元）、增值税（2.67 亿元）为主，其他应付款项（41.63 亿元）以应付往来款（12.92 亿元）、投资款（6.31 亿元）、保证金/备用金等款项（11.08 亿元）和工程设备款（6.95 亿元）为主，专项应付款（14.48 亿元）以项目专项资金为主。本报告将公司其他应付款和其他流动负债中有息债务（超短期融资券等）调整至短期债务计算，长期应付款中有息债务（售后回租、非标产品等）调整至长期债务计算。

有息债务方面，2026 年 3 月底，公司全部债务较 2024 年底有所增长，短期债务占 31.79%，长期债务占 68.21%，债务期限结构较为合理；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，整体债务负担适中。如将永续债调入长期债务，2026 年 3 月底，公司全部债务增至 1080.22 亿元，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 62.60%、

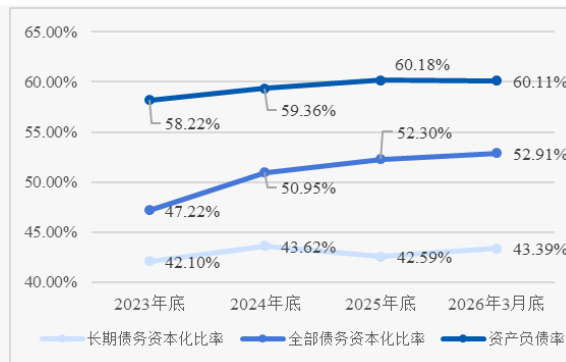
55.85%和 46.93%。融资渠道方面，2025 年底，公司银行借款、债券和其他融资（租赁负债、非标产品等）分别占有息债务的 53%、24%和 23%，主要合作银行包括国家开发银行、交通银行、中信银行、招商银行、中国银行等，融资渠道较为合理。

图表 15 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：全部债务统计口径包括应付票据
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 16 • 公司债务杠杆水平



注：全部债务统计口径包括应付票据
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3 盈利能力

2025 年，公司营业总收入同比大幅增长，期间费用规模大，对利润实现形成一定影响，非经常性损益对利润实现影响大，整体盈利能力有待提升。

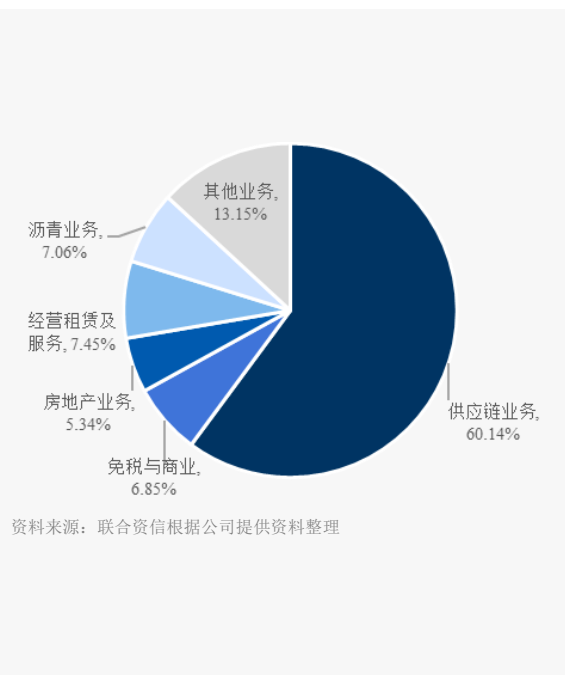
2025 年，公司营业总收入和营业成本分别同比增长 48.60%和 50.19%，营业利润率有所下降。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	536.01	796.51	158.51
营业成本	493.46	741.14	143.98
费用总额	46.26	57.90	13.51
其中：销售费用	8.36	12.15	2.70
管理费用	18.34	19.83	4.34
财务费用	18.01	24.15	6.11
资产减值损失	-8.43	-7.27	0.07
其他收益	2.60	3.86	0.61
投资收益	10.09	9.98	0.35
利润总额	0.59	2.80	0.46
营业利润率	7.01%	6.10%	8.39%
总资本收益率	0.94%	1.38%	--
净资产收益率	-0.39%	0.02%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 18 • 2025 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2025 年，公司费用总额有所增长，主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，期间费用规模大，对利润实现形成一定影响。非经常性损益方面，2025 年，公司其他收益大幅增长，主要为政府补助；投资收益略有下降，主要来自当期公司股权投资处置及持有期间产生的收益（主要来自海南银行股份有限公司、海南八所港务有限责任公司）；2025 年资产减值损失主要系存货跌价（2.15 亿元）、固定资产减值（2.65 亿元）、其他非流动资产减值（1.46 亿元）和商誉减值（0.48 亿元）所致。整体看，公司非经常性损益对利润实现影响大，公司整体盈利能力有待提升。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额分别相当于 2025 年全年水平的 19.90%和 16.39%。

4 现金流

2025 年，公司经营活动现金继续净流入；投资活动现金呈净流出状态，主要用于项目建设、购买理财产品和股权投资；随着公司项目持续投入以及债务偿付，公司外部融资需求较大。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	615.93	935.80	196.87
经营活动现金流出小计	614.80	907.69	197.39
经营活动现金流量净额	1.12	28.11	-0.52
投资活动现金流入小计	111.72	96.08	48.95
投资活动现金流出小计	191.38	155.21	66.04
投资活动现金流量净额	-79.65	-59.13	-17.09
筹资活动前现金流量净额	-78.53	-31.02	-17.61
筹资活动现金流入小计	217.44	333.23	50.00
筹资活动现金流出小计	156.30	309.99	49.86
筹资活动现金流量净额	61.13	23.24	0.14
现金收入比	105.60%	109.91%	118.18%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，公司经营活动现金流入主要来自主营业务经营回款，以及银行存款利息、政府补助及其他经营相关往来款项收现；随着营业总收入大幅增长并及时回款，公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，2025 年为 875.42 亿元。同期，公司现金收入比有所上升，收入实现质量高。2025 年，得益于公司主营业务相关的净收现规模增长，公司经营活动现金净流入规模有所扩大。

2025 年，公司投资活动现金流入主要来自赎回理财产品和获得的项目建设资金，投资活动现金流出主要用于项目建设购买理财产品及股权投资。同期，公司投资活动现金继续净流出。

2025 年，公司筹资活动前现金呈净流出状态。同期，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、财政拨款、发行债券及股东注资，筹资活动现金继续净流入。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金和投资活动现金均呈净流出状态，筹资活动现金小幅净流入。

5 偿债指标

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

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年（底）	2025 年（底）	2026 年 3 月底
短期偿债指标	流动比率（%）	166.59	147.00	153.13
	速动比率（%）	71.29	68.04	68.71
	现金短期债务比（倍）	0.68	0.53	0.46
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	41.50	66.08	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.74	15.10	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.56	2.12	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2024—2026 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均波动下降，现金短期债务比持续下降，但公司短期偿债压力不大。从长期偿债能力指标看，2025 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力同比均有所提升，公司长期偿债能力指标表现尚可。

备用流动性方面，截至 2025 年底，公司获得各类金融机构授信额度为 2085.52 亿元，尚未使用额度为 1252.54 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。此外，公司合并范围内拥有 3 家 A 股主板上市公司（海南机场、海南发展、海南华铁）和 1 家 H 股上市公司（美兰空港），公司具备直接融资渠道。整体看，公司备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对外担保余额 85.84 亿元，担保比率为 9.43%，被担保对象包括中央国有企业、海南省属国有企业以及公司参股子公司，经营状况正常，公司因对外担保产生的或有负债风险较小。

图表 21 • 截至 2025 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保对象	担保余额
海南铁路有限公司	37.45
海口美兰国际机场有限责任公司	28.07
海南海控乐城医院有限公司	7.01
中航通用飞机有限责任公司	6.63
海南国宾馆有限公司	5.57
海南华特石油化工有限公司	1.11
合计	85.84

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司单笔金额超过 5000 万元的重大未决诉讼共 8 宗，涉案金额合计 11.79 亿元，案由包括建设工程施工合同纠纷和合资合作开发房地产合同纠纷，公司面临一定的或有负债风险。

图表 22 • 截至 2025 年底公司重大未决诉讼情况

涉案子公司	案由	进展情况	涉案金额（亿元）
海南海岛临空产业集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	一审中	5.30
三亚凤凰国际机场有限责任公司	建设工程施工合同纠纷	一审中	1.90
海南发展控股置业集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	一审中	1.01
海南省榆亚盐场有限公司	建设工程施工合同纠纷	二审后执行中	0.99
海南德明房地产开发有限公司	建设工程施工合同纠纷	一审中	0.81
西安草堂山居置业有限公司、 海南海岛临空产业集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	一审中	0.67
海南省榆亚盐场有限公司	合资合作开发房地产合同纠纷	一审中	0.60
海南海控中能建工程有限公司、 海南省发控公共服务设施建设管理有限公司、 海南综保海控供应链管理有限公司	建设工程施工合同纠纷	一审中	0.51
合计			11.79

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

6 公司本部财务分析

公司本部主要承担集团管理职能，具体业务板块由子公司负责运营，公司本部对下属子公司管控力度较强，但公司参控股企业众多，涉及行业广泛且分散，对公司内部管理提出较高要求；公司本部债务负担适中，存在短期偿债压力。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 881.06 亿元，以货币资金、其他应收款、长期股权投资和其他权益工具投资为主；公司本部所有者权益 498.32 亿元，实收资本和资本公积分别占所有者权益的 33.35% 和 36.28%，权益稳定性较好；公司本部负债总额 382.74 亿元，以其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款（合计）为主。同期末，公司本部全部债务 289.33 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.44% 和 36.73%，整体债务负担适中。2025 年，公司本部营业总收入 0.08 亿元，利润总额为 -0.57 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.17 倍，存在短期偿债压力。

（五）ESG 方面

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

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

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

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

七、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为海南省核心的省级国有资本投资运营主体，在海南省内具备很强的竞争优势，跟踪期内，公司在资金注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。

支持能力

公司实际控制人为海南省国资委，海南省国资委作为海南省人民政府（以下简称“海南省政府”）直属特设机构，根据海南省政府授权依法履行出资人职责。近年来，随着海南省全面建设海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的进程持续推进，海南省经济总量持续增长，中央转移支付支持力度较大。整体看，公司实际控制人的综合实力极强。

支持可能性

公司实际控制人依照国有资产管理相关法律法规对公司进行管理，公司主要领导任免由中共海南省委、海南省政府决定，实际控制人对公司“三重一大”事项绝对控制。公司作为海南省核心的省级国有资本投资运营主体，业务范围涵盖机场运营、清洁能源、供应链运营、免税及旅游消费、设备租赁、沥青生产等方面，业务板块呈多元化发展态势，在基础设施、产业带动、就业、税收等方面对海南省的贡献很大，其中机场运营在海南省具有专营优势，可替代性很弱。跟踪期内，公司在资金注入和政府补助方面获得了有力的外部支持。2025 年，公司收到超长期特别国债资金 3.48 亿元，获得的计入当期损益的政府补助 2.96 亿元。

八、债券偿还能力分析

截至 2026 年 5 月底，公司存续期永续中期票据为“24 海南发展 MTN001”“25 海南发展 MTN001”“26 海南发展 MTN002A”“26 海南发展 MTN002B”和“26 海南发展 MTN003（科创债）”，余额合计 13.00 亿元。若将上述永续中期票据调整至长期债务计算，相关指标详见下表。2025 年，公司经营现金流入量及 EBITDA 对调整后长期债务的保障程度尚可。

图表 23 • 公司可续期债券偿还能力测算

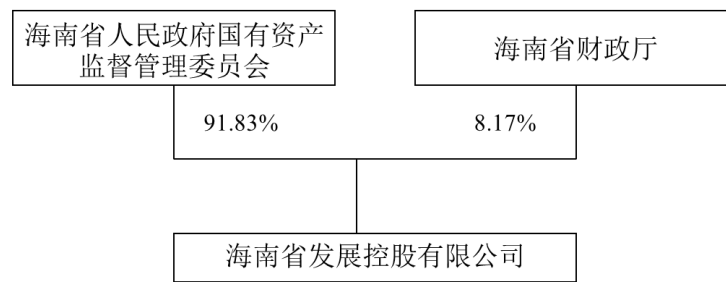
项目	2025 年（底）
长期债务*（亿元）	688.31
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	1.36
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.04
发行后长期债务/EBITDA（倍）	10.42

注：长期债务为将上述永续中期票据计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 发控债 02/23 发控 02”“24 海南发展 MTN001”“25 海南发展 MTN001”“25 海南发展 MTN002”“26 海南发展 MTN001”“26 海南发展 MTN002A”和“26 海南发展 MTN002B”信用等级为 AAA，维持“26 海南发展 MTN003（科创债）”信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



注：股权结构尚未完成工商变更
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2026 年 3 月底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
海南海控能源股份有限公司	电力生产	87.30	--	同一控制下企业合并
海控南海发展股份有限公司	制造业	31.80	0.18	非同一控制下企业合并
海南金融控股股份有限公司	其他金融业	66.41	--	投资设立
海南南华创业投资基金（有限合伙）	资本市场服务	99.30	0.70	投资设立
海南金控医药股权投资基金合伙企业（有限合伙）	商务服务业	75.00	25.00	投资设立
海南发控产业发展投资母基金合伙企业（有限合伙）	资本市场服务	97.61	2.39	投资设立
海南海控产业投资有限公司	住宿业	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南莺歌海盐场有限公司	食品制造业	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南海控物产集团有限公司	批发业	100.00	--	投资设立
海南泰鑫矿业有限公司	煤炭开采和洗选业	55.00	--	投资设立
海南发展控股置业集团有限公司	房地产业	100.00	--	投资设立
海南海控城市综合运营集团有限公司	商务服务业	100.00	--	投资设立
海南海控中能建工程有限公司	房屋建筑业	51.00	--	投资设立
海南海控乐城投资开发有限公司	商务服务业	100.00	--	投资设立
全球消费精品（海南）贸易有限公司	零售业	100.00	--	投资设立
海南机场集团有限公司	航空运输业	100.00	--	投资设立
海南人才集团有限公司	商务服务业	51.00	--	投资设立
海南省盐业集团有限公司	食品制造业	90.00	--	无偿划转
海南生态旅游文化示范区开发有限公司	商务服务业	80.00	--	投资设立
浙江神舟能源有限公司	批发业	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南石油工业有限公司	批发业	100.00	--	非同一控制下企业合并
北京海南大厦	住宿业	100.00	--	无偿划转

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	156.21	169.49	149.53
应收账款（亿元）	105.22	117.88	115.02
其他应收款（亿元）	32.54	42.13	42.11
存货（亿元）	456.46	447.57	453.22
长期股权投资（亿元）	66.85	78.99	78.96
固定资产（亿元）	213.95	307.55	322.13
在建工程（亿元）	28.37	32.19	17.85
资产总额（亿元）	2137.20	2286.11	2283.16
实收资本（亿元）	157.28	166.19	166.19
少数股东权益（亿元）	334.57	349.61	350.03
所有者权益（亿元）	868.55	910.34	910.80
短期债务（亿元）	230.31	322.75	325.28
长期债务（亿元）	671.97	675.31	697.98
全部债务（亿元）	902.28	998.06	1023.26
营业总收入（亿元）	536.01	796.51	158.51
营业成本（亿元）	493.46	741.14	143.98
其他收益（亿元）	2.60	3.86	0.61
利润总额（亿元）	0.59	2.80	0.46
EBITDA（亿元）	41.50	66.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	566.05	875.42	187.33
经营活动现金流入小计（亿元）	615.93	935.80	196.87
经营活动现金流量净额（亿元）	1.12	28.11	-0.52
投资活动现金流量净额（亿元）	-79.65	-59.13	-17.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	61.13	23.24	0.14
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.83	6.88	--
存货周转次数（次）	1.12	1.64	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.36	--
现金收入比（%）	105.60	109.91	118.18
营业利润率（%）	7.01	6.10	8.39
总资本收益率（%）	0.94	1.38	--
净资产收益率（%）	-0.39	0.02	--
长期债务资本化比率（%）	43.62	42.59	43.39
全部债务资本化比率（%）	50.95	52.30	52.91
资产负债率（%）	59.36	60.18	60.11
流动比率（%）	166.59	147.00	153.13
速动比率（%）	71.29	68.04	68.71
经营现金流动负债比（%）	0.23	4.96	--
短期债务占比（%）	25.53	32.34	31.79
现金短期债务比（倍）	0.68	0.53	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.56	2.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.74	15.10	--

注：1. 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将公司其他应付款和其他非流动负债中有息债务调整至短期债务计算，长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 本报告
中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	26.24	17.60	14.44
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	179.78	203.46	203.62
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	233.52	229.94	230.03
固定资产（亿元）	0.60	0.57	0.56
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	879.42	881.06	878.09
实收资本（亿元）	157.28	166.19	166.19
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	486.72	498.32	497.42
短期债务（亿元）	58.19	94.06	85.77
长期债务（亿元）	202.72	195.27	205.42
全部债务（亿元）	260.91	289.33	291.19
营业总收入（亿元）	0.08	0.08	0.01
营业成本（亿元）	0.09	0.05	0.02
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.08	-0.57	-0.77
EBITDA（亿元）	9.98	7.90	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	0.51	0.34	0.07
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.95	-2.54	-0.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-42.90	-18.73	-2.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	33.35	13.29	-2.82
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	-61.72	-111.21	-94.62
总资本收益率（%）	1.30	0.98	--
净资产收益率（%）	0.01	-0.11	--
长期债务资本化比率（%）	29.40	28.15	29.23
全部债务资本化比率（%）	34.90	36.73	36.92
资产负债率（%）	44.65	43.44	43.35
流动比率（%）	162.20	162.84	176.51
速动比率（%）	162.20	162.84	176.51
经营现金流动负债比（%）	-0.75	-1.87	--
短期债务占比（%）	28.71	48.17	41.75
现金短期债务比（倍）	0.45	0.19	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	1.03	0.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	26.14	36.61	--

注：1. 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将公司本部长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 部分财务指标无意义，以“*”表示；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；5. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
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
短期债务占比	短期债务/全部债务×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 中长期科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-4 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断