

海南省发展控股有限公司  
2026 年度第二期中期票据  
信用评级报告

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〕1905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 2026 年度第二期中期票据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，海南省发展控股有限公司 2026 年度第二期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年四月八日

# 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。

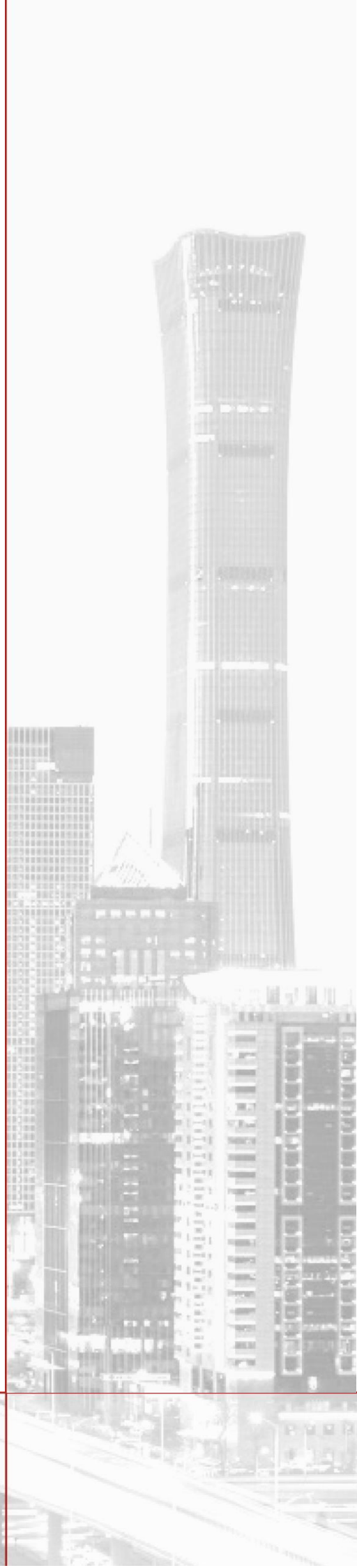
四、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

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。



# 海南省发展控股有限公司

## 2026 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/08

### 债项概况

本期债项发行规模不超过 5.00 亿元（含）；本期债项分为两个品种，品种一和品种二引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制；品种一的基础计息周期为 2 年，品种二的基础计息周期为 3 年；在每个周期末，公司有权选择将本期债项期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债项；公司续期选择权的行使不受次数的限制；首次发行的票面利率为初始基准利率加初始利差，在首个计息周期内保持不变，重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点；按年付息，根据发行条款约定赎回时还本；在破产清算时的清偿顺序劣后于公司的普通债务；在扣除发行费用后，本期债项募集资金拟用于偿还债务融资工具及偿还有息负债。

### 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，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，在海南省内具备很强的竞争优势。公司控股、参股、委托管理的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大，且未来面临跌价风险和去化压力；公司玻璃及深加工制造业务行业竞争激烈，毛利率水平较低；2024 年，公司通过股权并购新增设备经营租赁及服务业务，对利润贡献较大。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，盈利水平有待进一步提升；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。

本期债项设置公司赎回选择权、票面利率重置、利息递延支付等条款。联合资信通过对相关条款的分析，认为票面利率调整机制使本期债项续期的可能性较小，但本期债项清偿顺序劣后于公司的普通债务，在公司发生破产清算时，债券持有人可能会面临回收损失；利息递延支付条款未设置罚则，实际约束力较弱。综合考虑公司在海南省地位重要、可持续获得政府的有力支持同时融资渠道较为畅通，公司整体信用风险非常低，对本期债项的偿还能力非常强。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**政府支持。

### 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重要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。**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。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。

■**有力的外部支持。**近年来，公司在资金注入、债务置换、股权划转和政府补助方面获得了有力的外部支持。

## 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。**公司房地产业务资金需求大，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。
- 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。
- 债券特殊条款的不利影响。**本期债项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，清偿顺序劣后于公司的普通债务，在公司发生破产清算时，债券持有人可能会面临回收损失。递延利息条款对利息支付约束力较弱，若公司选择行使相关权利，导致本期债项利息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

## ■本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法（V4.0.202505）

评级模型 多元产业投资控股企业信用评级模型（打分表）（V4.0.202505）

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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				aa-
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
评级结果				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

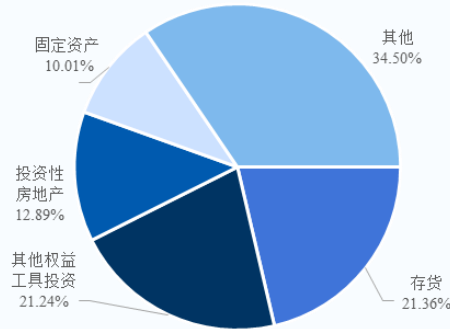
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	166.42	159.31	156.21	135.41
资产总额（亿元）	1805.37	1872.96	2137.20	2145.25
所有者权益（亿元）	761.64	782.59	868.55	874.72
短期债务（亿元）	83.15	131.12	230.31	232.67
长期债务（亿元）	601.56	569.08	671.97	690.84
全部债务（亿元）	684.71	700.20	902.28	923.51
营业总收入（亿元）	184.23	338.75	536.01	178.18
利润总额（亿元）	3.61	3.91	0.59	0.90
EBITDA（亿元）	30.27	32.00	41.50	--
经营性净现金流（亿元）	-52.30	10.86	1.12	-28.23
营业利润率（%）	8.16	9.03	7.01	6.59
净资产收益率（%）	0.36	-0.22	-0.39	--
资产负债率（%）	57.81	58.22	59.36	59.23
全部债务资本化比率（%）	47.34	47.22	50.95	51.36
流动比率（%）	242.29	201.01	166.59	176.49
经营现金流流动负债比（%）	-18.68	3.14	0.23	--
现金短期债务比（倍）	2.00	1.21	0.68	0.58
EBITDA利息倍数（倍）	1.32	1.35	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	22.62	21.88	21.74	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	744.53	782.14	879.42	871.02
所有者权益（亿元）	364.16	388.56	486.72	490.57
全部债务（亿元）	244.25	250.80	260.91	265.40
营业总收入（亿元）	0.09	0.04	0.08	0.02
利润总额（亿元）	-7.52	-2.71	0.08	-1.16
资产负债率（%）	51.09	50.32	44.65	43.68
全部债务资本化比率（%）	40.15	39.23	34.90	35.11
流动比率（%）	77.12	132.84	162.20	187.98
经营现金流流动负债比（%）	0.28	-0.72	-0.75	--

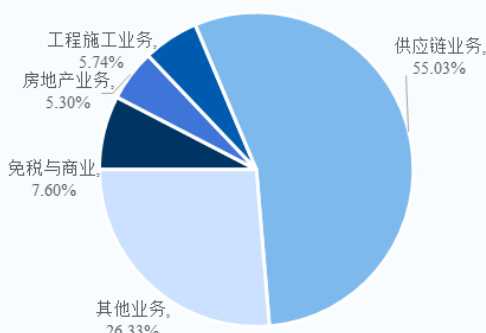
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中有息债务调整至短期债务计算，将长期应付款中有息债务调整至长期债务计算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

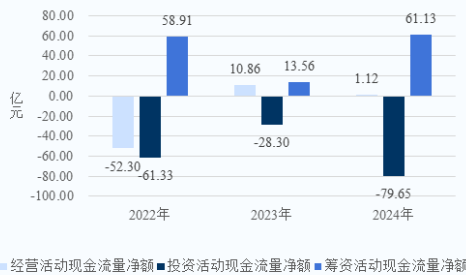
2024年底公司资产构成



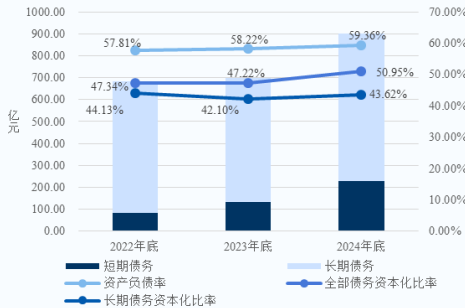
2024年公司营业总收入构成



2022—2024年公司现金流情况



2022—2024年底公司债务情况



## 主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/04/03	胡元杰、张昶	<a href="#">多元产业投资控股企业信用评级方法（V4.0.202505）</a> <a href="#">多元产业投资控股企业信用评级模型（打分表）（V4.0.202505）</a>	--
AAA/稳定	2019/10/31	赵传第、马颖、徐羚晏	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907</a>	--

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](mailto:huyj@lhratings.com)

项目组成员：马玉丹 [mayd@lhratings.com](mailto:mayd@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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、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。历经多次增资和股权变更，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 157.28 亿元，海南省国资委和海南省财政厅分别持有公司 91.36%和 8.64%股权，海南省国资委为公司实际控制人。

公司作为海南省重要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 2025 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 23 家。

截至 2024 年底，公司资产总额 2137.20 亿元，所有者权益 868.55 亿元（含少数股东权益 334.57 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 536.01 亿元，利润总额 0.59 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 2145.25 亿元，所有者权益 874.72 亿元（含少数股东权益 338.23 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 178.18 亿元，利润总额 0.90 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<sup>1</sup>。

## 二、本期债项概况

公司计划发行“海南省发展控股有限公司 2026 年度第二期中期票据”（以下简称“本期债项”），发行规模不超过 5.00 亿元（含）；本期债项分为两个品种，品种一和品种二引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制；品种一的基础计息周期为 2 年，品种二的基础计息周期为 3 年；在扣除发行费用后，本期债项募集资金拟用于偿还债务融资工具及偿还有息负债。本期债项为可续期公司债券，条款设置区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

**续期选择权：**本期债项品种一的基础计息周期为 2 年，品种二的基础计息周期为 3 年，在每个计息周期末，公司有权选择将期限延长 1 个周期，或选择在该周期末全额兑付，公司续期选择权的行使不受次数限制。公司应在约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日披露续期选择权行使公告。

**票面利率初始确定方式及调整机制：**本期债项首次发行的票面利率为初始基准利率加初始利差，在首个计息周期内保持不变；重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。基准利率为簿记建档日/票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债项基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

**清偿顺序：**本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

**递延支付利息选择权：**除非发生强制付息事件，在本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如决定递延支付利息，公司应在付息日前 10 个交易日披露递延支付利息公告。强制付息事件指的是在本期债项付息日前 12 个月内发生（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。若发生强制付息事件，公司不得递延支付当期利息，并应立即偿付已经递延支付的利息、当期利息及其孳息。

**赎回选择权：**（1）税务政策变更：由于相关法律法规或司法解释改变或修正，公司不得不为本期债项存续支付额外税费，且在采取合理的审计方式后仍不能避免该税款缴纳或补缴责任时，公司有权赎回本期债项；（2）会计准则变更：根据财政部《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）等规定，公司将本期债项计入权益，若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正影响公司在合并财务报表中将本期债项计入权益时，公司有权赎回本期债项。公司如果进行赎回，必须在可赎回日（相关法律法规或司法解释变更后首个付息日/会计政策变更正式实施日的年度末）前 20 个交易日公告（会计政策变更正式实施日距年度末少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告），赎回方案一旦公告不可撤销。

<sup>1</sup> 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。

基于以上条款，可得出以下结论：（1）本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司的普通债务。（2）本期债项如不赎回，则需要按照要求重置票面利率，以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，若公司在赎回日不行使赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。（3）本期债项利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，仍按照当期票面利率累计计息，实际约束力较弱，若公司选择行使相关权利，导致本期债项利息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

### 三、宏观经济和政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》。

### 四、行业及区域环境分析

#### 1 行业分析

##### （1）机场行业

机场是中国综合交通运输体系的重要组成部分，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。2024 年，随着全球经济的有序恢复，我国机场行业各项运营指标稳健复苏，旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次均超过 2019 年同期水平，但国际客运仍未恢复至 2019 年水平。机场行业未来增长空间较大，固定资产投资的持续推进、航班时刻容量提升以及空域自主协调权扩大有助于打开机场产能上限、缓解时刻资源紧张局面，进一步释放民航需求。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、高铁分流均对机场企业运营造成较大影响。详见《2025 年机场运营行业分析》。

##### （2）房地产行业

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。详见《2025 年房地产行业分析》。

##### （3）建筑行业

2024 年，在狭义基建投资增速回落和房地产开发投资继续下降背景下，建筑行业需求增速继续放缓，新签合同继续下降，国内建筑行业景气度仍处下行阶段，头部建筑企业出海发展力度加大，国企特别是央企市占率进一步提高，民营企业继续出清。展望

2025 年，预计地产开发投资降幅会收窄，狭义基建投资增速同比或将小幅回升，预计建筑行业基本面变化不大，央企在市场份额上将进一步与地方国企和民营企业拉开差距；建筑行业在新基建和海外等领域仍有较大发展空间。详见《2025 年建筑行业分析》。

#### （4）零售行业

2024 年，社零增速放缓，在储蓄意愿增强以及外部宏观环境影响下，零售市场消费需求不足，消费信心仍有待提振。其中，网络零售仍为消费增长的主要驱动力，但增速有所放缓；百货业态增长乏力，提升改造与投入产出匹配存在难度；连锁业态展现出一定发展韧性，但回暖趋势不明显，行业内资本事件重启，整合后规模效应和协同效应有待进一步观察。展望 2025 年，全球经济格局深度调整，地缘政治局势复杂多变，国内对外贸易正面临着前所未有的挑战，不确定性显著加大，扩大内需成为稳定经济增长的“压舱石”。预计，2025 年政府针对消费领域的政策支持将延续并有望加大力度，但政策落地效果取决于居民消费能力和消费意愿的提升；网络零售仍将是消费增长的主要驱动力，实体零售企业经营持续承压，具备贴近消费者需求的经营策略、全渠道服务能力与良好经营效率的企业有望实现结构性增长。详见《2025 年零售行业分析》。

## 2 区域环境分析

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，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 1 • 海南省主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	7551.18	7935.69	8108.85
GDP 增速（%）	9.2	3.7	4.0
固定资产投资增速（%）	1.1	7.1	-16.5
三产结构	20.0:19.2:60.9	20.5:18.9:60.6	20.3:18.0:61.7
人均 GDP（万元）	7.30	7.59	7.71

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023—2025 年，海南省经济总量持续增长，产业结构以第三产业为主。2025 年，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%。

图表 2 · 海南省主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	900.69	890.46	903.74
一般公共预算收入增速（%）	8.2	-1.1	1.5
税收收入（亿元）	667.35	660.54	690.13
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	74.09	74.18	76.36
一般公共预算支出（亿元）	2257.35	2293.57	2344.49
财政自给率（%）	39.90	38.82	38.55
政府性基金预算收入（亿元）	463.89	407.69	349.02
地方政府债务余额（亿元）	4106.14	4988.30	5783.13

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023—2025 年，海南省一般公共预算收入和税收收入均波动增长，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持续增长，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。2023—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持续下降。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。

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。

## 五、基础素质分析

### 1 竞争实力

**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。

### 2 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。**

截至报告出具日，公司拥有董事兼总经理 1 名、党委副书记 1 名、副总经理 3 名、其他董事 4 名；公司董事长暂时空缺<sup>2</sup>。

李国红先生，1970 年 10 月生，安徽望江人，1994 年 7 月参加工作，无党派；研究生学历，管理学博士学位，正高级会计师，中国注册会计师；历任安徽蚌埠卷烟厂经济管理部部长助理、安徽蚌埠卷烟厂物流公司财务负责人兼上海凯贝投资有限公司总经理、安徽黄山卷烟总厂财务审计部科长、安徽中烟工业有限责任公司审计部主任科员，安徽中烟工业有限责任公司合肥卷烟厂财务总监、山东黄金集团有限公司副总经理、山东黄金金融控股集团（香港）有限公司董事长、山东黄金集团有限公司总经理、华鲁控股集团有限公司总经理；现任公司董事兼总经理、第十四届中国人民政治协商会议全国委员会委员。

<sup>2</sup> 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。

截至 2025 年 3 月底，公司本部共有员工 252 人，其中大专及以上学历员工占比超过 99%；从年龄结构看，30 岁及以下员工 70 人、31~50 岁（含）员工 156 人，50 岁以上员工 26 人。公司本部共有 102 人取得各类职称，其中，14 人拥有高级职称、58 人拥有中级职称、30 人拥有初级职称。

### 3 信用记录

**公司过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 4 月 1 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 4 月 8 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行政处罚的行为。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

**公司建立了相对完善的法人治理结构，受机构改革影响，公司监事会职能并入海南省审计厅。**

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有股权相应的收益权、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。

公司原设监事会，监事会由 5 名监事组成。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，公司缺位 1 名董事长和 1 名董事尚待委派，1 名副总经理尚待聘任，需关注后续补位进展。

### 2 管理水平

**公司内部管理制度较为健全，能够保障日常经营管理工作的正常运行。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方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，公司制定了《分级分类授权管理办法》，形成“统一管理、分类授权、分级决策、权责明确、机制支撑”的集团化管控模式，有助于促进公司可持续发展。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。

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。

## 七、重大事项

**2024年以来，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。**

2024年5月，子公司海南海控产业投资有限公司（公司持有其100.00%股权，以下简称“海控产投”）与浙江华铁应急设备科技股份有限公司（证券代码为“603300.SH”，现更名为“浙江海控南科华铁数智科技股份有限公司”，以下简称“海南华铁”）控股股东胡丹锋及其一致行动人浙江华铁恒升科技有限公司（现更名为“海南华铁恒升创业投资有限公司”，以下简称“华铁恒升”）、浙江华铁大黄蜂控股有限公司（以下简称“大黄蜂控股”）、海南华铁股东黄建新签署股份转让协议，协议约定胡丹锋、华铁恒升、大黄蜂控股、黄建新以7.258元/股的价格向海控产投转让海南华铁合计275134136股股份，总价款为19.97亿元。协议转让完成后，海控产投持有海南华铁13.96%的股份，成为其控股股东。海南华铁主营业务为提供建筑支护设备、建筑维修维护设备及工程机械等运维设备服务，主要产品包括建筑支护设备、高空作业平台、地下维修维护设备等，产品应用于建筑施工、市政设施建设、轨道交通建设、文物保护、水利工程等领域。本次协议转让有助于公司业务板块进一步多元化。

2024年7月，公司通过签署股份转让协议的形式收购浙江神舟能源有限公司（以下简称“神舟能源”）及新铭（香港）有限公司（以下简称“新铭香港”）股份，收购完成后，公司成为神舟能源和新铭香港控股股东。神舟能源和新铭香港的主营业务为油品国际/保税贸易、国内贸易、代理进口和保税船燃油加注。本次交易完成后，公司将神舟能源、新铭香港纳入合并范围，有助于公司完善在能源石化产业上下游布局，更好协同业务发展。

2024年12月，公司将海南省水利电力集团有限公司（以下简称“水电集团”）100%股权作价出资至海南省水利水务发展集团有限公司（以下简称“海南水发”），公司持有海南水发48.51%股权（价值107.87亿元），水电集团不再纳入公司合并范围，公司不再承担海南省内大型水利水电项目建设任务。

## 八、经营分析

### 1 经营概况

2022—2024年，公司营业总收入持续大幅增长。2023年，得益于供应链运营业务、免税与商业业务、机场运营业务、房地产业务和工程施工业务收入增长，公司营业总收入同比增长83.88%。2024年，随着公司供应链运营业务收入大幅增长，以及新增沥青生产、设备经营租赁及相关收入影响，公司营业总收入同比增长58.23%。2022—2024年，受利润空间小的供应链运营业务收入占比持续增加影响，公司综合毛利率持续下降。2025年1—3月，公司营业总收入相当于2024年全年水平的33.24%；综合毛利率较2024年全年水平小幅下降。

图表3·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年			2025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 (%)
免税与商业	39.79	21.60	15.73	52.48	15.49	7.63	40.75	7.60	7.08	11.72	6.58	7.27
房地产业务	29.17	15.83	24.68	36.23	10.69	32.38	28.39	5.30	37.35	3.60	2.02	22.69
工程施工业务	26.63	14.46	5.40	34.27	10.12	5.56	30.78	5.74	3.36	6.36	3.57	6.48
供应链运营业务	23.72	12.88	0.09	132.43	39.09	0.11	294.99	55.03	0.38	120.20	67.46	0.45

幕墙工程及玻璃深加工业务	34.48	18.71	7.06	37.63	11.11	8.68	38.06	7.10	7.65	6.76	3.79	9.12
机场运营业务	10.94	5.94	-2.37	21.26	6.28	39.38	18.64	3.48	24.11	5.70	3.20	41.73
物业服务	7.25	3.93	15.70	7.24	2.14	13.01	7.41	1.38	13.88	1.89	1.06	25.10
电力业务	5.31	2.88	29.00	4.92	1.45	33.46	5.52	1.03	43.35	1.23	0.69	33.48
沥青生产业务	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	31.73	5.92	3.12	5.30	2.97	3.14
设备经营租赁及相关服务	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	23.25	4.34	45.88	12.88	7.23	41.41
其他业务	6.94	3.77	24.77	12.29	3.63	44.95	16.49	3.08	26.86	2.54	1.43	27.04
<b>合计</b>	<b>184.23</b>	<b>100.00</b>	<b>11.66</b>	<b>338.75</b>	<b>100.00</b>	<b>11.08</b>	<b>536.01</b>	<b>100.00</b>	<b>7.94</b>	<b>178.18</b>	<b>100.00</b>	<b>7.12</b>

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

2022—2024年，随着航空市场逐渐复苏，海南机场控股及管理输出机场的主要运营指标均呈增长态势，公司机场运营收入波动增长，毛利率波动上升。

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2024年底，公司控股、参股、委托管理12家机场，其中海南机场控股7家机场，参股2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，4E级机场1家、4D级机场4家、4C级机场6家；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。三亚机场是海南机场运营的唯一国内干线机场，2024年，三亚机场起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别位列中国民用运输机场第30位、第24位和第33位。截至2025年4月底，三亚机场已开通航线154条，其中国内125条、国际及地区29条。

图表4·截至2024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	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
	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
	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
	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
参股机场	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
管理输出机场	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
	海南三沙永兴机场	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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022—2024年，随着旅客出行意愿增强以及货物流通规模扩大，航空市场逐渐复苏，海南机场控股及管理输出的9家机场合计飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量同比均呈增长态势。其中，三亚机场作为公司运营的核心机场，其起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量均占合计数的75%以上。同期，公司机场运营收入波动增长，毛利率波动上升。

图表5·海南机场控股及管理输出机场主要运营指标

运营指标	2022年	2023年	2024年
起降架次（万架次）	9.40	17.20	16.11

其中：三亚机场（万架次）	7.39	13.47	13.12
旅客吞吐量（万人次）	1098.00	2545.99	2462.62
其中：三亚机场（万人次）	951.00	2177.58	2142.59
货邮吞吐量（万吨）	7.90	12.19	12.34
其中：三亚机场（万吨）	6.33	9.47	10.15

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## （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 2024 年底，公司重要已建成在售定向开发房地产项目已售面积 149.82 万平方米，实现销售额 88.59 亿元，累计结转收入 81.50 亿元。

图表 6 • 截至 2024 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	销售额	累计结转收入
和风江岸项目	54.56	53.52	20.46	20.43
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	2.46
和风家园 E4002 地块	7.45	7.03	4.86	4.63
和风家园 E4302 地块	10.78	10.57	8.45	7.73
和风家园 E4502 地块	41.28	32.35	26.68	24.42
和风家园 E5102 地块	36.90	30.64	21.50	17.74
<b>合计</b>	<b>166.74</b>	<b>149.82</b>	<b>88.59</b>	<b>81.50</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司重要在建定向开发房地产项目计划总投资 75.16 亿元，已投资 52.67 亿元。

图表 7 • 截至 2024 年底公司重要在建定向开发房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
椰东江岸	4.22	2.81
和风家园（A12 地块及 A14 地块）	35.87	26.09
和风家园（E5102 地块）	35.07	23.77
<b>合计</b>	<b>75.16</b>	<b>52.67</b>

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。2022—2024 年，受房地产项目结算体量及利润空间不同影响，公司房地产销售收入有所波动，毛利率持续提升。

截至 2024 年底，公司重要在建市场化开发房地产项目计划总投资 247.68 亿元，已投资 89.42 亿元，后续投入规模大，公司面临较大资本支出压力。

图表 8 • 截至 2024 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	计划总投资	已投资
海南中心	97.79	26.60
江东 F07 地块	17.82	12.29
海航中心 D10	32.58	4.20
慈航医疗中心 D02-1	7.90	4.07
海航通航生态城	4.97	0.06
子爵二期	2.34	0.97
长春海控国际广场三期（即长春荣御国际大厦）	24.22	2.80
C10 项目	24.50	13.10
江东商业开发项目（发控产能、发控产投、发控商开）	18.45	14.09
江东文化组团项目（海口江东新区 JDWH-02-E06 地块）	7.27	5.32
江东文化组团项目（海口江东新区 JDWH-02-E14 地块）	9.84	5.92
<b>合计</b>	<b>247.68</b>	<b>89.42</b>

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

土地储备方面，截至 2024 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 13 个，面积约 2579 亩（其中非建设用地约 96.6 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。

### （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拥有完整的研发、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，整体毛利率水平较低。

公司幕墙工程、玻璃及深加工制造由子公司海控南海发展股份有限公司（以下简称“海南发展”）开展。海南发展总部位于深圳，在深圳、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、施工一级资质、建筑装修装饰工程专业承包一级资质、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、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、高层建筑等为主。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。海南发展建筑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。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。

公司拥有 4 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，获得“国家级绿色工厂”“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。

2022—2024 年，得益于幕墙工程项目实施进度加快，公司幕墙工程及玻璃深加工业务收入有所增长，毛利率波动上升。

### （4）设备经营租赁及服务业务

**2024 年，公司通过股权并购新增设备经营租赁及服务业务，业务板块进一步多元化。**

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，海南华铁一般通过采购的方式获取工程设备，将工程设备租赁给工程施工类企业等实现设备周转，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 2024 年底，海南华铁在全国共设有 370 个网点。线上渠道包括小程序、APP、服务热线等，支持线上查询实时价格、在线下单、物流跟踪、报停报修等业务及服务功能。海南华铁组建业务中台负责客源转化及全流程跟踪，具体包括潜在需求客户促成交易、线上平台用户转化及全流程交付、在租客户定期维护及满意度调研，并通过

对客户的定期回访和相关数据统计分析，不断优化业务流程、提升服务质量。截至 2024 年底，海南华铁各类设备管理数量 16.81 万台，较 2023 年底提升 38.82%。2024 年，海南华铁高空作业平台平均台量出租率为 81.67%。2024 年，公司实现设备经营租赁及相关服务收入 23.25 亿元，毛利率为 45.88%，毛利润为 10.67 亿元。

### (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，其中供应链运营业务利润空间小，工程施工业务和沥青生产业务受行业竞争激烈影响，毛利率水平较低，电力板块毛利率水平相对较高。

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，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 2024 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，海口日月广场免税业务可租面积约 5.70 万平方米，综合出租率约 77%。2022—2024 年，公司免税品销售收入有所波动，毛利率持续下降。

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电解铜、橡胶、铝锭等，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清、银行承兑汇票、信用证等。2024 年，公司上游供应商和下游客户集中度均较低。2022—2024 年，得益于公司供应链业务持续拓展，供应链运营收入持续快速增长，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。2022—2024 年，公司电力板块收入小幅波动，毛利率持续提升。

公司工程施工业务主要由子公司海南海控中能建设工程有限公司（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。2022—2024 年，受结算工程体量波动影响，工程施工业务收入波动增长。同期，公司工程施工业务毛利率同比变化不大，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集团有限责任公司（以下简称“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、南昌、沧州、武汉、江门、昆明、成都、重庆、贵阳、赞比亚等地。2024 年，公司沥青生产收入为 31.73 亿元，毛利率为 3.12%，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。

## 九、财务分析

公司提供了 2022—2024 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 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内拥有一级子公司 23 家。2024 年，公司合并范围变动的子公司规模较大，对财务数据可比性存在一定影响。

## 1 资产质量

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，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 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>678.23</b>	<b>37.57</b>	<b>694.54</b>	<b>37.08</b>	<b>797.94</b>	<b>37.34</b>	<b>805.85</b>	<b>37.56</b>
货币资金	145.29	8.05	141.45	7.55	140.70	6.58	119.10	5.55
交易性金融资产	19.41	1.08	15.97	0.85	9.95	0.47	11.87	0.55
应收账款	35.46	1.96	44.27	2.36	105.22	4.92	107.22	5.00
其他应收款（合计）	32.59	1.81	23.47	1.25	32.54	1.52	33.52	1.56
存货	416.13	23.05	425.52	22.72	456.46	21.36	475.58	22.17
合同资产	12.98	0.72	14.91	0.80	21.64	1.01	21.88	1.02
<b>非流动资产</b>	<b>1127.14</b>	<b>62.43</b>	<b>1178.42</b>	<b>62.92</b>	<b>1339.26</b>	<b>62.66</b>	<b>1339.40</b>	<b>62.44</b>
长期股权投资	79.71	4.42	76.79	4.10	66.85	3.13	66.81	3.11
其他权益工具投资	318.02	17.62	322.47	17.22	453.87	21.24	452.04	21.07
投资性房地产	292.88	16.22	295.10	15.76	275.58	12.89	275.42	12.84
固定资产	132.34	7.33	163.76	8.74	213.95	10.01	213.64	9.96
在建工程	107.48	5.95	130.68	6.98	28.37	1.33	25.53	1.19
使用权资产	9.19	0.51	15.29	0.82	134.15	6.28	140.16	6.53
无形资产	63.99	3.54	67.14	3.58	67.86	3.18	67.80	3.16
商誉	37.01	2.05	36.25	1.94	44.94	2.10	44.95	2.10
其他非流动资产	71.65	3.97	56.88	3.04	38.95	1.82	38.37	1.79
<b>资产总额</b>	<b>1805.37</b>	<b>100.00</b>	<b>1872.96</b>	<b>100.00</b>	<b>2137.20</b>	<b>100.00</b>	<b>2145.25</b>	<b>100.00</b>

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：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024 年底，随着公司收购海南华铁等子公司，对海南水发作价出资，以及房地产项目持续投入，应收账款、存货、其他权益工具投资、固定资产、使用权资产有所增长。公司货币资金主要由银行存款（117.61 亿元）和其他货币资金（23.09 亿元）构成，其中 31.31 亿元使用受限，受限比例为 22.25%，受限原因包括用做保证金、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（3.69 亿元）构成，2024 年产生投资收益 0.35 亿元；公司应收账款较 2023 年底增加 60.95 亿元，主要系海南华铁等新收购子公司应收账款纳入公司合并范围所致；从账龄上看，公司应收账款的账龄以 1 年以内（占 68.68%）、1~2 年（占 13.11%）和 3 年以上（占 11.79%）为主，前五名应收单位合计余额占应收账款余额的 9.96%，集中度较低，公司累计对应收账款计提坏账准备 15.32 亿元。公司其他应收款（合计）中其他应收款项为 31.91 亿元，主要由资产/股权转让款（占 33.34%）、资金拆借款（占 22.30%）、代收代付及往来款（占 15.82%）和保证金及押金（占 15.81%）构成，账龄以 1 年以内（占 49.80%）和 3 年以上（占 29.32%）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 52.39%，集中度一般；公司累计对其他应收款项计提坏账准备 7.10 亿元。公司存货主要由开发成本（290.70 亿元）、开发产品（112.91 亿元）和尚未开发土地储备（33.25 亿元）构成，其中开发产品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 2.87 亿元。公司合同资产主要由幕墙工程业务（占 62.82%）、工程施工业务（占 28.02%）和电力业务（占 9.02%）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 0.90 亿元。

2024 年底，公司长期股权投资主要由对海南银行股份有限公司（11.57 亿元）、海口美兰国际机场有限责任公司（18.00 亿元）、宜昌三峡国际机场有限责任公司（5.83 亿元）、海航航空技术有限公司（5.58 亿元）等企业的股权投资构成，2024 年产生投资收益 1.72 亿元。2024 年底，公司其他权益工具投资较 2023 年底大幅增长主要系公司以水电集团股权对海南水发作价出资 107.87 亿元所致，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”，201.66 亿元）、海南水发（107.87 亿元）和海南铁路有限公司（96.67 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 133.72 亿元；公司固定资产主要由房屋及建筑物（122.45 亿元）、机器设备（27.04 亿元）和其他设备及土地（16.14 亿元）构成，累计计提折旧 80.93 亿元，其中未办妥权证部分价值 22.45 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。2024 年底，公司无形资产主要由土地使用权（65.30 亿元）构成，公司累计计提摊销 10.89 亿元；公司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；公司其他非流动资产主要由预付工程/设备/长期资产购置款（9.99 亿元）、石岩项目回迁物业（8.63 亿元）、琼海博鳌乐城基础设施建设资金（5.00 亿元）等构成。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较 2024 年底变化不大，其中受限资产 753.86 亿元，受限比例为 35.14%，受限原因主要为融资抵质押。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月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	43.24	保证金等
应收账款	7.61	质押、保函保证
应收票据	0.04	已背书、贴现未到期未终止确认票据
投资性房地产	121.39	抵押、未办证受限
存货	357.08	抵押
固定资产	84.00	抵押
无形资产	6.54	抵押
使用权资产	123.13	融资租赁、抵押
合同资产	2.40	保函保证
其他权益工具投资	4.28	质押
在建工程	4.15	抵押
<b>合计</b>	<b>753.86</b>	—

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

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，其中，实收资本保持稳定；其他权益工具持续增长，由公司发行的永续中期票据及永续期公司债券（第二期）构成；得益于海南省财政厅下达资本金及海南省国资委注入资产，资本公积持续增长；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；少数股东权益持续增长，其中 2024 年底大幅增长主要系公司收购上市公司海南华铁所致，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 11 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	157.28	20.65	157.28	20.10	157.28	18.11	157.28	17.98
其他权益工具	0.00	0.00	4.99	0.64	31.78	3.66	36.77	4.20

资本公积	179.94	23.63	200.19	25.58	204.41	23.53	204.33	23.36
其他综合收益	134.90	17.71	135.42	17.30	131.04	15.09	130.58	14.93
未分配利润	22.98	3.02	15.05	1.92	7.90	0.91	5.93	0.68
少数股东权益	265.01	34.79	268.08	34.26	334.57	38.52	338.23	38.67
<b>所有者权益合计</b>	<b>761.64</b>	<b>100.00</b>	<b>782.59</b>	<b>100.00</b>	<b>868.55</b>	<b>100.00</b>	<b>874.72</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

## (2) 负债

2022—2024 年底，公司债务规模大幅增长，整体债务负担适中，期限结构和融资渠道较为合理。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>279.92</b>	<b>26.82</b>	<b>345.53</b>	<b>31.69</b>	<b>478.98</b>	<b>37.75</b>	<b>456.60</b>	<b>35.94</b>
短期借款	13.29	1.27	17.79	1.63	46.53	3.67	55.94	4.40
应付票据	17.86	1.71	23.88	2.19	46.60	3.67	52.75	4.15
应付账款	83.51	8.00	105.66	9.69	130.55	10.29	115.21	9.07
合同负债	31.74	3.04	29.93	2.74	20.75	1.64	21.71	1.71
应交税费	31.73	3.04	25.41	2.33	26.08	2.06	25.18	1.98
其他应付款（合计）	36.54	3.50	37.22	3.41	51.40	4.05	46.12	3.63
一年内到期的非流动负债	51.16	4.90	89.43	8.20	137.17	10.81	123.78	9.74
<b>非流动负债</b>	<b>763.80</b>	<b>73.18</b>	<b>744.84</b>	<b>68.31</b>	<b>789.67</b>	<b>62.25</b>	<b>813.93</b>	<b>64.06</b>
长期借款	452.71	43.37	446.13	40.92	416.26	32.81	429.08	33.77
应付债券	84.92	8.14	54.66	5.01	96.17	7.58	114.76	9.03
长期应付款（合计）	111.03	10.64	122.33	11.22	83.87	6.61	75.72	5.96
租赁负债	6.60	0.63	11.64	1.07	87.02	6.86	87.98	6.93
递延所得税负债	92.17	8.83	94.31	8.65	91.61	7.22	91.59	7.21
<b>负债总额</b>	<b>1043.72</b>	<b>100.00</b>	<b>1090.37</b>	<b>100.00</b>	<b>1268.65</b>	<b>100.00</b>	<b>1270.53</b>	<b>100.00</b>

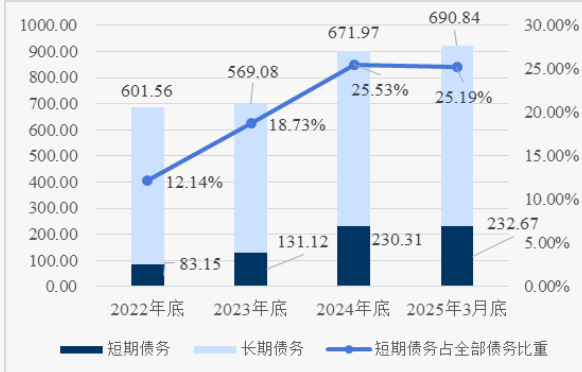
注：其他应付款（合计）包括应付利息、应付股利和其他应付款项；长期应付款（合计）包括长期应付款和专项应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2022—2024 年底，受股权收购子公司及合并范围扩大等因素影响，公司负债总额持续增长。2024 年底，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 42.55%）、预收工程款（占 27.72%）和预收货款（占 24.49%）为主，应交税费以土地增值税（18.07 亿元）、企业所得税（5.49 亿元）、增值税（0.96 亿元）为主，其他应付款项（50.68 亿元）以应付往来款（23.78 亿元）、投资款（11.99 亿元）、保证金/备用金等款项（8.06 亿元）和航线补贴款（3.25 亿元）为主，专项应付款（52.45 亿元）以项目专项资金为主，较 2023 年底显著下降主要系水电集团相关专项资金出表所致。

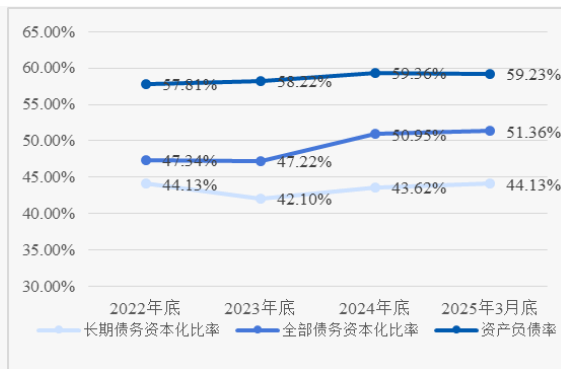
有息债务方面，2022 年底—2025 年 3 月底，公司全部债务大幅增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。2025 年 3 月底，公司全部债务中短期债务占 25.19%，长期债务占 74.81%；如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 960.28 亿元，其中，短期债务占 24.23%、长期债务占 75.77%；调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.94%、53.40%和 46.48%。整体看，公司债务期限结构较为合理，整体债务负担适中。融资渠道方面，公司银行借款、债券和其他融资（租赁负债、非标产品等）分别占有息债务的 57.38%、18.96%和 23.66%，主要合作银行包括国家开发银行、交通银行、中信银行、中国建设银行、中国银行等，融资渠道较为合理。

图表 13 • 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：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 14 • 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：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

### 3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入大幅增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，非经常性损益对利润实现影响大。

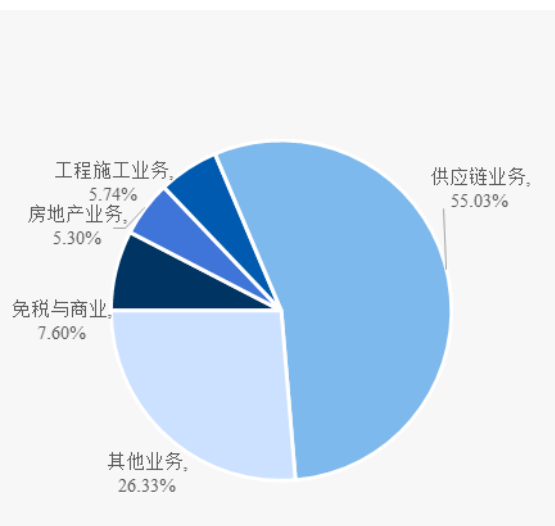
2022—2024 年，公司营业总收入和营业成本分别年均复合增长 70.57%和 74.13%，营业利润率波动下降。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	184.23	338.75	536.01	178.18
营业成本	162.74	301.21	493.46	165.49
费用总额	35.22	37.35	46.26	12.24
其中：销售费用	3.90	4.45	8.36	2.42
管理费用	14.59	16.36	18.34	3.86
财务费用	15.44	15.26	18.01	5.58
资产减值损失	-2.07	-2.31	-8.43	-0.05
其他收益	2.15	2.74	2.60	1.00
投资收益	0.30	10.18	10.09	0.18
利润总额	3.61	3.91	0.59	0.90
营业利润率	8.16%	9.03%	7.01%	6.59%
总资本收益率	1.33%	1.02%	0.94%	--
净资产收益率	0.36%	-0.22%	-0.39%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 16 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2022—2024 年，公司费用总额持续增长，主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，期间费用率分别为 19.12%、11.03%和 8.63%，期间费用对利润形成一定侵蚀。非经常性损益方面，2022—2024 年，公司其他收益波动增长，主要为政府补助；投资收益波动增长，主要来自当期公司股权投资处置及持有期间产生的收益；2024 年，公司资产减值损失主要系存货跌价、固定资产减值和商誉减值所致。整体看，公司非经常性损益对利润实现影响大。

### 4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动净现金流由负转正；投资活动现金持续呈净流出状态，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 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	195.41	379.88	615.93	201.87
经营活动现金流出小计	247.70	369.02	614.80	230.10
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-52.30</b>	<b>10.86</b>	<b>1.12</b>	<b>-28.23</b>
投资活动现金流入小计	192.79	221.97	111.72	6.44
投资活动现金流出小计	254.13	250.27	191.38	23.89
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-61.33</b>	<b>-28.30</b>	<b>-79.65</b>	<b>-17.45</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-113.63</b>	<b>-17.44</b>	<b>-78.53</b>	<b>-45.68</b>
筹资活动现金流入小计	135.84	148.43	217.44	76.31
筹资活动现金流出小计	76.92	134.86	156.30	64.15
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>58.91</b>	<b>13.56</b>	<b>61.13</b>	<b>12.16</b>
<b>现金收入比</b>	<b>96.03%</b>	<b>105.10%</b>	<b>105.60%</b>	<b>108.98%</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2022—2024 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，分别为 176.92 亿元、356.04 亿元和 566.05 亿元。同期，公司现金收入比持续上升，收入实现质量高。2022 年，受职工薪酬及税费支出大幅增加影响，公司经营活动现金大幅流出。2023—2024 年，得益于公司主营业务相关的净收现规模较大，公司经营活动现金呈净流入状态。

2022—2024 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，公司投资活动现金持续净流出。

2022—2024 年，公司筹资活动前现金持续净流出。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，筹资活动现金持续净流入。

2025 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金呈净流出状态，筹资活动现金呈净流入状态。

## 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 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	242.29	201.01	166.59	176.49
	速动比率 (%)	93.63	77.86	71.29	72.33
	现金短期债务比 (倍)	2.00	1.21	0.68	0.58
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	30.27	32.00	41.50	--
	全部债务/EBITDA (倍)	22.62	21.88	21.74	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.32	1.35	1.56	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2022 年底—2025 年 3 月底，公司流动比率波动下降，速动比率和现金短期债务比持续下降，公司短期偿债压力不大。从长期偿债能力指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力均持续提升，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 3 月底，公司获得各类金融机构授信额度为 1642.09 亿元，尚未使用额度为 934.89 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 股上市公司（海南机场、海南发展、海南华铁），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 3 月底，公司对外担保余额 55.23 亿元，担保比率为 6.31%，被担保对象包括中央国有企业海南铁路有限公司、中航通用飞机有限责任公司及海南省属国有企业海南省机场投资管理有限公司、海南国宾馆有限公司和水电集团，经营状况正常，公司因对外担保产生的或有负债风险较小。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司单笔金额超过 5000 万元的重大未决诉讼共 5 宗，涉案金额合计 6.06 亿元，案由包括信托纠纷、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 19 • 截至 2024 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）
澄迈海岛临空投资有限公司（被告）	信托纠纷	执行中	3.01
海南省榆亚盐场有限公司（第三人）	建设工程施工合同纠纷	二审中	0.99
海南省榆亚盐场有限公司（被告）	合资合作开发房地产合同纠纷	申请再审中	0.78
海南发展控股置业集团有限公司（被告）	建设工程施工合同纠纷	已开庭，鉴定阶段	0.76
海南发控健康投资有限公司（被告）	建设工程施工合同纠纷	未判决	0.52
<b>合计</b>			<b>6.06</b>

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 2024 年底，公司本部资产总额 879.42 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 486.72 亿元，实收资本和资本公积分别占所有者权益的 32.31% 和 42.47%，权益稳定性较好；公司本部负债总额 392.70 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 260.91 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 44.65% 和 34.90%，整体债务负担适中。2024 年，公司本部营业总收入 0.08 亿元，利润总额为 0.08 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.27 倍，存在短期偿债压力。

## 十、ESG 分析

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。

## 十一、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为海南省重要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，公司在资金注入、债务置换、股权划转和政府补助方面获得了有力的外部支持，公司获得海南省政府支持的可能性极高。

### 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，公司实际控制人对公司的支持能力非常强。

### 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。公司作为海南省重要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。公司对海南省政府的重要性很高，公司获得政府支持的可能性非常大。公司在资金注入、债务置换、股权划转和政府补助方面获得了有力的外部支持。

2021年，公司共收到政府和股东下拨资本金 56.56 亿元；收到财政拨款水利电力建设工程财政专项资金合计 55.27 亿元。2022年，公司收到财政拨款专项资金 38.06 亿元（其中拨付水利电力建设工程财政专项资金 35.68 亿元）。2023年，公司收到海南省财政厅下达资本金 12.80 亿元，收到财政拨款专项资金 26.06 亿元（其中拨付水利电力建设工程财政专项资金 25.17 亿元）。2024年，公司收到海南省财政厅下达资本金 2.20 亿元，收到超长期特别国债资金 3.29 亿元，收到财政拨款专项资金 22.91 亿元（其中拨付水利电力建设工程财政专项资金 22.03 亿元）。

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，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。

2023年，海南省国资委将价值 9.13 亿元的海南省盐业集团有限公司 90.00% 股权无偿划拨至公司。

2022—2024年，公司获得的计入当期损益的政府补助分别为 2.05 亿元、2.50 亿元和 2.39 亿元。

## 十二、债券偿还风险分析

**本期债项的发行对公司现有债务规模影响小。本期债项发行后，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度均尚可。**

本期债项计划发行规模不超过 5.00 亿元（以 5.00 亿元测算，下同），分别相当于 2025 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 0.72% 和 0.54%，对公司现有债务规模影响小。

以 2025 年 3 月底财务数据为基础，在本期债项（可续期）发行后，若其他因素保持不变，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 59.32%、51.49% 和 44.31%。若将公司存续永续债计入长期债务，其他因素保持不变，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 61.03%、53.53% 和 46.65%。考虑到本期债项募集资金用于偿还债务融资工具及偿还有息债务，本期债项发行后公司实际债务负担或低于预测值。

从指标上看，本期债项按上限金额发行后，公司 2024 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度尚可。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

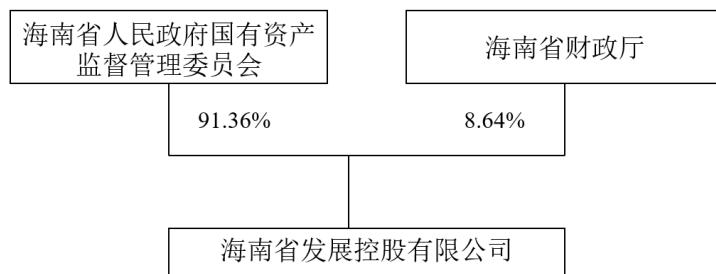
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	676.97
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.91
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.002
发行后长期债务/EBITDA（倍）	16.31

注：发行后长期债务为将本期债项（可续期）发行额度计入后测算的长期债务总额  
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 十三、评级结论

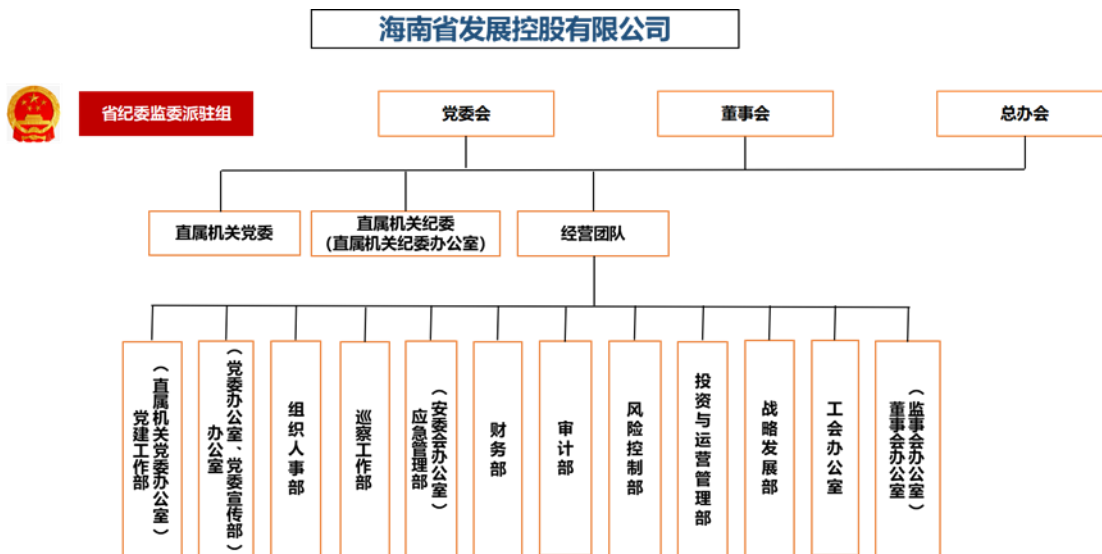
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 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 2025 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	72.45	6.38	同一控制下企业合并
海控南海发展股份有限公司	制造业	30.69	--	非同一控制下企业合并
海南金融控股股份有限公司	其他未列明金融业	66.33	--	投资设立
海南南华创业投资基金（有限合伙）	非公开募集证券投资基金	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）	组织管理服务	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）	其他资本市场服务	99.90	0.10	投资设立
海南海控产业投资有限公司	项目投资管理	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南莺歌海盐场有限公司	其他食品制造	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南海控物产集团有限公司	矿产品、建材及化工产品批发	100.00	--	投资设立
海南泰鑫矿业有限公司	其他煤炭采选	55.00	--	投资设立
海南海控美丽乡村建设有限公司	房地产开发经营	100.00	--	投资设立
海南发展控股置业集团有限公司	房地产租赁经营	100.00	--	投资设立
海南海控资产管理有限公司	组织管理服务	100.00	--	投资设立
海南海控中能建工程有限公司	其他房屋建筑业	51.00	--	投资设立
海南海控乐城投资开发有限公司	综合管理服务	100.00	--	投资设立
全球消费精品（海南）贸易有限公司	综合零售	100.00	--	投资设立
海南机场集团有限公司	航空运输辅助活动	100.00	--	投资设立
海南人才集团有限公司	人力资源服务	51.00	--	投资设立
海南发控建设工程有限公司	建筑装饰和装修业	100.00	--	非同一控制下企业合并
海南省盐业集团有限公司	其他食品制造	90.00	--	无偿划转
海南生态旅游文化示范区开发有限公司	会议、展览及相关服务	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
新铭（香港）有限公司	批发业	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	166.42	159.31	156.21	135.41
应收账款（亿元）	35.46	44.27	105.22	107.22
其他应收款（亿元）	32.59	23.47	32.54	33.52
存货（亿元）	416.13	425.52	456.46	475.58
长期股权投资（亿元）	79.71	76.79	66.85	66.81
固定资产（亿元）	132.34	163.76	213.95	213.64
在建工程（亿元）	107.48	130.68	28.37	25.53
资产总额（亿元）	1805.37	1872.96	2137.20	2145.25
实收资本（亿元）	157.28	157.28	157.28	157.28
少数股东权益（亿元）	265.01	268.08	334.57	338.23
所有者权益（亿元）	761.64	782.59	868.55	874.72
短期债务（亿元）	83.15	131.12	230.31	232.67
长期债务（亿元）	601.56	569.08	671.97	690.84
全部债务（亿元）	684.71	700.20	902.28	923.51
营业总收入（亿元）	184.23	338.75	536.01	178.18
营业成本（亿元）	162.74	301.21	493.46	165.49
其他收益（亿元）	2.15	2.74	2.60	1.00
利润总额（亿元）	3.61	3.91	0.59	0.90
EBITDA（亿元）	30.27	32.00	41.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	176.92	356.04	566.05	194.18
经营活动现金流入小计（亿元）	195.41	379.88	615.93	201.87
经营活动现金流量净额（亿元）	-52.30	10.86	1.12	-28.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-61.33	-28.30	-79.65	-17.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	58.91	13.56	61.13	12.16
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	5.53	8.13	6.83	--
存货周转次数（次）	0.40	0.72	1.12	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.18	0.27	--
现金收入比（%）	96.03	105.10	105.60	108.98
营业利润率（%）	8.16	9.03	7.01	6.59
总资本收益率（%）	1.33	1.02	0.94	--
净资产收益率（%）	0.36	-0.22	-0.39	--
长期债务资本化比率（%）	44.13	42.10	43.62	44.13
全部债务资本化比率（%）	47.34	47.22	50.95	51.36
资产负债率（%）	57.81	58.22	59.36	59.23
流动比率（%）	242.29	201.01	166.59	176.49
速动比率（%）	93.63	77.86	71.29	72.33
经营现金流动负债比（%）	-18.68	3.14	0.23	--
现金短期债务比（倍）	2.00	1.21	0.68	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	1.35	1.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	22.62	21.88	21.74	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将公司其他应付款和其他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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	30.45	36.59	26.24	12.34
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	61.50	184.01	179.78	184.60
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	339.16	242.71	233.52	234.25
固定资产（亿元）	0.80	0.75	0.60	0.60
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	744.53	782.14	879.42	871.02
实收资本（亿元）	157.28	157.28	157.28	157.28
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	364.16	388.56	486.72	490.57
短期债务（亿元）	44.11	84.77	58.19	45.64
长期债务（亿元）	200.14	166.03	202.72	219.76
全部债务（亿元）	244.25	250.80	260.91	265.40
营业总收入（亿元）	0.09	0.04	0.08	0.02
营业成本（亿元）	0.11	0.09	0.09	0.02
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-7.52	-2.71	0.08	-1.16
EBITDA（亿元）	1.24	8.65	9.98	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.63	0.41	0.51	0.05
经营活动现金流量净额（亿元）	0.33	-1.20	-0.95	-0.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-43.50	-19.95	-42.90	-4.51
筹资活动现金流量净额（亿元）	46.45	27.32	33.35	-8.74
<b>财务指标</b>				
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	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	-44.60	-234.32	-61.72	-33.09
总资本收益率（%）	0.18	1.32	1.30	--
净资产收益率（%）	-2.06	-0.70	0.01	--
长期债务资本化比率（%）	35.47	29.94	29.40	30.94
全部债务资本化比率（%）	40.15	39.23	34.90	35.11
资产负债率（%）	51.09	50.32	44.65	43.68
流动比率（%）	77.12	132.84	162.20	187.98
速动比率（%）	77.12	132.84	162.20	187.98
经营现金流动负债比（%）	0.28	-0.72	-0.75	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.43	0.45	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	0.14	0.77	1.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	196.95	28.98	26.14	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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

## 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“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。