

海航集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺ 级

09 海航债信用等级： AA⁺ 级

13 海航债信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2015 年 6 月 30 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

海航集团有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2015]100404】

存续期间 **2009** 年公司债券: 10 年期 13 亿元人民币, 2009 年 12 月 24 日-2019 年 12 月 23 日
 2013 年公司债券: 7 年期 11.5 亿元人民币, 2013 年 4 月 15 日-2020 年 4 月 15 日

本次
前次
首次

	主体评级/展 望/债项评级	评级时间	主体评级/展 望/债项评级	评级时间	主体评级/展 望/债项评级	评级时间
09 海航债:	AA+/稳定/AA+	2014 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2013 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2009 年 7 月
13 海航债:	AA+/稳定/AA+	2014 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2013 年 6 月	AA+/稳定/AA+	2012 年 7 月

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	58.73	73.50	77.18
刚性债务	195.84	195.76	198.73
所有者权益	96.95	150.78	152.37
经营性现金净流入量	16.96	116.09	253.91
发行人合并数据及指标:			
总资产	2124.42	2661.84	3226.22
总负债	1673.86	2091.54	2494.67
刚性债务	1408.21	1798.32	2159.49
其中: 应付债券	88.78	160.53	216.72
所有者权益	450.56	570.30	731.54
营业收入	456.77	544.17	658.03
净利润	11.11	15.52	24.26
经营性现金净流入量	145.88	92.06	112.93
EBITDA	106.95	127.92	189.28
资产负债率[%]	78.79	78.57	77.33
权益资本与刚性债务 比率[%]	32.00	31.71	33.88
流动比率[%]	102.09	114.27	131.29
现金比率[%]	47.05	46.23	66.05
利息保障倍数[倍]	1.40	1.33	1.37
净资产收益率[%]	2.76	3.04	3.73
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	9.56	4.89	4.92
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-11.39	-11.91	-7.40
EBITDA/利息支出[倍]	2.15	1.91	2.37
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.08	0.10

注: 根据海航集团经审计的 2012-2014 年财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 王刚

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
 Tel: (021)63501349 63504376
 Fax: (021)63500872
 E-mail: mail@shxsj.com
 http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

2014 年度该公司资产及业务规模保持较快增长, 资产负债率略有下降。公司主业盈利能力弱, 当年依靠大幅增长的投资收益、营业外收入等实现利润增长。2014 年公司经营环节现金回笼情况较稳定, 货币资金总体仍较充裕, 存量货币资金对即期债务的保障水平较高, 现金偿付能力较强。

- 2014 年海航集团继续通过较大力度的投资实现业务规模的较快增长, 资产规模及收入水平均有明显上升。
- 2014 年海航集团经营环节现金回笼情况较稳定, 货币资金总体仍较充裕, 能够为债务偿付提供必要保障。
- 2014 年海航集团盈利增长对投资收益、营业外收入及公允价值变动收益依赖较高。
- 尽管 2014 年海航集团资产负债率略有下降, 但目前负债经营程度依然较高, 且银行借款等刚性债务增幅大, 债务负担加重。
- 海航集团近年来扩张速度较快, 资产整合压力和财务压力加大。
- “海航系”企业众多, 目前海航集团合并范围以外的关联方仍较多, 公司有较大对外担保, 且仍有一定关联资金往来, 导致公司财务安全性也会受到“海航系”整体资金状况影响。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照海航集团有限公司(以下简称“海航集团”、该公司或公司) 2009 年及 2013 年公司债券信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据海航集团提供的经审计的 2014 年财务报表及相关经营数据, 对海航集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析, 并结合行业发展趋势等方面因素, 得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2009]3093 号文《国家发展改革委关于海航集团有限公司发行 2009 年公司债券核准的批复》核准, 2009 年 12 月该公司发行 10 年期 13 亿元人民币公司债券(简称“09 海航债”), 目前尚未到期。募集资金已全部用于购买 30 架 EMB190 飞机。

此外, 经国家发展和改革委员会发改财金[2013]703 号文《国家发展改革委关于海航集团有限公司发行 2013 年公司债券核准的批复》核准, 2013 年 4 月该公司发行 7 年期 11.5 亿元人民币公司债券(简称“13 海航债”), 目前尚未到期。募集资金已全部用于引进 3 架波音 B737-700IGW 公务机和 2 架空中客车 A320 飞机。

此外, 该公司多家下属子公司也发行了债务融资工具。截至 2015 年 4 月末, 公司及合并范围内子公司公开发行的待偿还债券本金余额为 178.5 亿元人民币。

图表 1. 公司公开发行的待偿还债券情况

融资类型	发债企业	债券简称	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间
短期融资券	三亚凤凰国际机场有限责任公司	15 凤凰 SCP001	5.00	0.75	5.80	2015 年 1 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	15 凤凰 SCP002	5.00	0.75	5.97	2015 年 2 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	15 凤凰 CP001	6.00	1	5.77	2015 年 4 月
	小计		16.00			
	海航机场控股(集团)有限公司	12 海机股 MINI	6.00	5	6.80	2012 年 5 月
	海航机场控股(集团)有限公司	12 海机股 MIN2	6.00	5	7.00	2012 年 10 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	12 凤凰 MINI	7.00	5	6.06	2012 年 12 月
	天津航空有限责任公司	14 津航空 TN001	10.00	3	6.98	2014 年 5 月
	天津航空有限责任公司	14 津航空 TN002	10.00	3	7.38	2014 年 7 月
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	14 凤凰 MIN001	6.00	5	6.38	2014 年 12 月

	小计		45.00			
企业债券	海航集团有限公司	09海航债	13.00	10	7.60	2009年12月
	海航资本控股有限公司 ¹	12海资债	15.00	7	8.51	2012年5月
	海航集团有限公司	13海航债	11.5	7	6.60	2013年4月
	海航旅业控股(集团)有限公司 ²	13旅业债	10.00	5	7.31	2013年12月
	海航酒店控股集团有限公司	14海航酒店债	6.00	7	8.60	2014年3月
	海航资本控股有限公司	14海资债 01	8.00	7	8.00	2014年4月
	海航资本控股有限公司	14海资债 02	10.00	7	8.00	2014年8月
	小计		73.50			
公司债券	西安民生集团股份有限公司	12民生债	6.00	3	5.70	2013年3月
	渤海租赁股份有限公司	13渤租债	35.00	5	6.00	2013年8月
	海南海岛建设股份有限公司	13海岛债	3.00	5	8.50	2014年5月
	小计		44.00			
	合计		178.50			

资料来源：海航集团（截至2015年4月末）

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，“海航集团—产业集团—成员企业”的三级管理架构也无重大调整。

2014年，该公司因投资新设及股权收购等原因新增合并子公司21家，因股权转让及关闭等原因不再纳入合并范围的子公司24家，年末纳入合并报表范围的子公司为431家。

（二） 业务运营

2014年我国宏观经济仍面临复杂的国际环境，我国经济处于调结构和去产能的增速换挡期，经济增速放缓，但仍处于合理运行区间。同年，在经济增速下降以及政府限制三公经费的影响下，国内商务需求减少、航油成本波动，加上高铁对短途航空运输客源的分流作用，航空运输行业经营压力有所加大。但2014年我国航空运输业整体仍保持了平稳增长的发展态势，随着民航运力的提高，当年航空客货运量均实现了增长。在旅游业方面，我国旅游业总体保持快速发展，未来在经济发展、居民收入水平提高以及国家政策支持推动下，我国旅游市场规模将进一步

¹2014年，经海南省工商行政管理局核准，“海航资本控股有限公司”名称变更为“海航资本集团有限公司”。

²2014年，经海南省工商行政管理局核准，“海航旅业控股(集团)有限公司”名称变更为“海航旅游集团有限公司”。

扩大。受国家旅游消费水平提高的影响，酒店行业总体上得到了较好发展，但限制公款消费使得酒店餐饮消费需求减少，经营压力加大。在商业零售方面，居民收入水平的提高及消费升级继续推动了行业发展，但国内消费增速放缓、零售业变革加快、电商对实体零售的冲击以及政府限制三公消费使得商业零售行业经营压力有所加大。在房地产方面，2014年，政府对房地产行业的调控进一步淡化，虽然各地方政府陆续出台救市政策，部分二、三线城市全面退出限购。政策放松与之前收到压制待释放的刚需或将共同促进房产销售增长，但房地产企业成本高、库存压力大的格局依然明显，房地产开发企业仍存在一定的经营压力。在物流业方面，随着社会分工与合作的深化，以及较大力度政策支持的落实，我国物流业总体发展态势良好，但增速放缓，航运、航空货运市场依然低迷。

2014年该公司实现营业总收入675.03亿元，同比增长20.92%，主要为营业收入，另外金融业务实现了一定的利息收入、手续费及佣金收入。2014年公司营业收入为658.03亿元，同比增长20.92%。其中，航空运输、商业零售、旅游服务、物流运输、金融服务、房地产业、酒店餐饮和机场服务分别实现营业收入188.48亿元、162.38亿元、78.92亿元、91.70亿元、50.40亿元、30.46亿元、17.96亿元和16.68亿元；此外，其他收入12.07亿元，主要来自文化产业、网络信息等业务。除旅游服务、房地产业务收入和其他收入有所减少外，其他业务板块收入均呈不同程度增长，其中，商业零售、金融服务、机场服务和物流运输收入增幅均达30%以上。但是，房地产、旅游服务及商业零售等业务毛利率均有所降低，综合毛利率较上年降低0.05个百分点至23.98%，但在营收规模增长带动下，2014年公司整体营业毛利有所增加。

图表 2. 2014 年公司主业经营情况 (单位: %)

业务板块	收入 (亿元)	收入增幅 (%)	毛利 (亿元)	毛利增幅 (%)	毛利率 (%)	毛利率增加 (百分点)
机场服务	16.68	31.31	8.60	42.54	51.56	4.06
航空运输	188.48	17.02	32.99	23.98	17.50	0.98
房地产业	39.46	21.51	10.84	3.77	27.50	-4.70
酒店餐饮	17.96	-9.40	11.23	1.56	62.58	6.71
旅游服务	78.92	-3.28	11.08	-17.77	14.04	-2.48
商业零售	162.37	33.96	28.38	2.37	17.48	-5.39
金融服务	50.40	30.77	21.15	36.48	41.98	1.74
物流运输	91.70	44.36	29.98	86.69	32.70	7.43
营业收入	658.03	20.92	157.79	20.65	23.98	-0.05

注：根据海航集团提供的数据绘制

在航空运输业务方面，截至 2014 年末，该公司下属的航空企业包括北京首都航空有限公司（简称“首都航空”）和天津航空有限责任公司。其中，首都航空下属金鹿航空有限公司仍是亚太地区最大的公务机公司。2014 年末，公司共拥有飞机 151 架、航线 548 条；当年共完成运输总周转量 28.56 亿吨公里，其中客运周转量 307.4 亿人公里，货邮周转量 14495.59 万吨公里。随着机队规模的扩张及航线的丰富，公司航空运输收入逐年增加。

在机场服务业务方面，2014 年该公司对外转让了兰州中川机场、嘉峪关机场、敦煌机场和庆阳机场四家机场，年末控股 7 家机场，包括三亚凤凰国际机场、宜昌三峡机场、满洲里西效机场和安庆天柱山机场和唐山三女河机场。2014 年公司控股机场完成机场起降 29.69 万架次，同比增长 11.74%；旅客吞吐量和货邮吞吐量分别达 3814.74 万人次和 48.72 万吨，同比分别减少 16.05% 和 12.80%。

在旅游服务业务方面，截至 2014 年末该公司共拥有大新华运通国际旅行社有限公司、北京凯撒国际旅行社有限责任公司、香港康泰旅行社有限公司及 aberdeen tours 等 30 家全资及控股旅行社，较上年末减少 1 家。2014 年公司接待旅游总人数为 175.60 万人次，同比约减少 11.14%；当年旅游服务业务收入同比减少 3.28%。

在酒店餐饮业务方面，2014 年该公司加大了酒店业务投资力度，截至 2014 年末公司纳入合并范围自营酒店共 28 家，较上年末增加 7 家；其中，五星级酒店 15 家，四星级酒店 8 家。公司自营酒店共拥有客房 6783 间，全年总接待人数 184.39 万人次，分别较上年增长 28.19% 及减少 3.89%；当年酒店平均入住率为 65.82%。此外，2013 年 4 月，公司以 2.34 亿欧元获得西班牙 NH 酒店 20% 的股份，成为其第二大股东，并在 2014 年 1 月进行了增持；2014 年 11 月，公司又购买了 NH 酒店 8.3% 股份，持股比例升至 29.5%，成为其第一大股东。公司下属海航酒店与 NH 酒店集团签订成立合资公司的协议，合资公司成立后将在国内建立品牌旗舰酒店，拓展第三方酒店委托管理业务，促进 NH 等品牌在中国的迅速发展。在餐饮业务方面，2014 年该公司餐饮收入为 7.59 亿元，同比下滑 9.40%，但该业务板块毛利率有所上升。

在房地产业务方面，2014 年该公司全年累计竣工项目共 5 个，销售房地产面积为 73.49 万平方米。截至 2014 年末，公司在建项目共 47 个，其中海南省海口地区项目 13 个、海南省除海口地区外项目 8 个、

省外项目 26 个，合计总投资额 647.95 亿元，累计已投资额 456.97 亿元。公司中短期内房地产开发项目较多，存在一定资金压力。公司土地资源储备较丰富，其中大部分位于海南省内，海南省经济发展和国际旅游岛建设规划的实施为该项业务提供了较大的发展空间，但也使得公司房地产业务易受到海南省经济发展及区域房地产市场波动的影响。2014 年公司在海南琼中黎族苗族自治县和万宁市分别购置 18.80 万平方米和 4.00 万平方米的土地，土地储备进一步增加。截至 2014 年末，公司土地储备面积为 69.99 万平方米，土地净值为 99.25 亿元，以商业服务业用地为主。

在商业零售业务方面，截至 2014 年末，该公司全资或控股的商业公司共 10 家，较上年减少 6 家，商业营业面积为 94.15 万平方米，较上年末减少 25.47%，其中，年末自营面积 42.27 万平方米，合营面积 29.59 万平方米，出租面积 22.29 万平方米。

在金融服务业务方面，目前该公司金融业务主要包括租赁及信托两大业务。在租赁业务方面，公司租赁业务主要包括飞机租赁和基础设施项目租赁等。其中飞机租赁业务主要由长江租赁、扬子江租赁、海航香港等子公司具体经营。截至 2014 年末，公司在手合同机队规模 170 架，已交付 151 架，已起租资产 242.54 亿元。公司基础设施项目租赁业务主要由渤海租赁开展，截至 2014 年末，渤海租赁已起租资产达 587.51 亿元，应收融资租赁款总额为 248.57 亿元。2014 年渤海租赁实现营业收入 68.52 亿元³、净利润 11.79 亿元。公司信托业务经营主体主要为渤海信托，2014 年末渤海信托资产规模达 2166.17 亿元，当年实现营业收入 11.49 亿元、营业利润 6.67 亿元，分别同比增长 14.21% 和 23.08%，资本利润率 17.21%，加权年化信托报酬率 0.50%。

在物流运输业务方面，该公司下属的集装箱租赁业务经营主体为 Seaco，2013 年渤海租赁收购了原通用电气公司旗下的集装箱租赁公司 Seaco 100% 股权开展集装箱租赁业务，成为公司集装箱板块主要经营主体之一。2014 年末，Seaco 总资产规模为 189.32 亿元，较上年末增长 6.02%。2014 年实现营业收入 27.04 亿元，较上年减少 12.46%。除 Seaco 外，公司下属的物流运输企业有天津市海运股份有限公司（简称“天津海运”，股票代码：600751）、海航速运（北京）有限责任公司（简称“海航速运”）和上海海航工程物流有限公司（简称“海航工程”）等。天津

³ 2014 年渤海租赁子公司 seaco 收入为跟以往年度配比，计入物流业务收入，导致公司金融服务业务收入小于渤海租赁营业收入。

海运主营业务包括集装箱运输、散杂货运输、油轮运等多项业务。截至 2014 年末，天津海运控制船舶近 40 艘，自有船舶比例超过 80%，并有稳健的中长期货物运输合同作为支撑，运营大洋洲、美洲、日本、韩国、东南亚等外贸航线和多条内贸航线。2014 年末天津海运资产总额为 125.72 亿元，全年实现营业收入 4.24 亿元，净利润 0.79 亿元。海航工程主要业务是国际工程项目物流，主要围绕国际工程建设提供贸易采购、金融租赁、信息咨询等对外服务。此外，2014 年，渤海租赁下属全资子公司 Global Sea Containers Ltd.(简称 GSC)以近 7 亿美元购买 Cronos Holding Company Ltd.(简称“CHC”)持有的 Cronos Ltd.(简称“Cronos”) 80% 股权以及 CHC 享有对 Cronos 的金额为 2588 万美元的债权。Cronos 是全球领先的集装箱租赁公司，拥有并管理超过 82.3 万 TEU 的标准集装箱，业务网络覆盖 6 大洲，提供全方位的集装箱租赁服务。根据《股份收购协议》的约定，过渡期间(2014 年 7 月 1 日至交割日)Cronos 经营净利润的 80% 由交易对方 CHC 享有，后续交易双方将对过渡期最终调整金额进行认定⁴。此次并购标志着渤海租赁成为全球最大集装箱租赁公司之一。

为了支持航空运输和机场业的发展，国家和地方出台了多项政策，给予航空及机场企业一定的财政补贴及税收优惠。该公司积极与地方政府建立合作关系，区域总部管理模式建立后，公司与地方政府的合作得到进一步加强。2014 年公司合计获得了 10.61 亿元的补贴收入，较上年增长 27.52%，其中航空航线各类补贴 4.43 亿元、机场各类项目补贴 2.60 亿元、税收税费返还 0.73 亿，地方政府补贴 1.82 亿。

(三) 财务质量

中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则(2006 版)》。

随着业务规模的扩张，2014 年末该公司资产总额及负债总额分别增至 3226.22 亿元和 2494.67 亿元，分别较上年末增长 21.20% 和 19.27%，年末资产负债率为 77.33%，较上年略有降低，但负债经营程度依然偏高。

在债务结构方面，2014 年末该公司流动负债为 971.06 亿元，占负债总额的 38.92%，主要由短期银行借款(含一年内到期的长期借款)、其

⁴ 2015 年 1 月 20 日，所涉及的资产产权全部过户和所涉及的债权债务的全部转移已完成。

他应付款、预收款项、应付账款和应付票据构成，在流动负债中占比分别为 68.81%、8.04%、4.98%、7.22%和 4.39%。在这些流动负债中，除应付票据和预收款项有所减少外，其余均有所增长。其中，短期银行借款（含一年内到期的长期借款）增幅最大，达到 24.22%；而应付账款增幅达 15.15%。2014 年末公司非流动负债为 1523.62 亿元，占负债总额的 61.07%，主要包括长期借款、应付债券和长期应付款等，占非流动负债的比重分别为 76.54%、14.22%和 5.36%。其中，2014 年长期应付款大幅增长 56.32%至 81.66 亿元，主要为因融资租入飞机等资产而形成的融资租赁款；2014 年应付债券增长 35.00%至 216.72 亿元，主要系公司及多家子公司发行公司债券及中期票据等中长期债券导致。2014 年末公司刚性债务为 2159.49 亿元，较上年末增长 20.08%，占负债总额的 86.568%，面临较大的偿债压力。

该公司资产仍以非流动资产为主，2014 年末非流动资产为 1951.30 亿元，占资产总额的 60.48%，主要由固定资产、投资性房地产、长期股权投资、长期应收款和在建工程构成，占比分别为 42.57%、12.42%、12.11%、13.82%和 5.57%。其中，长期应收款较上年末增长 41.07%至 269.72 亿元，主要为公司融资租赁业务形成的款项；长期股权投资较上年末增长 19.80%至 236.30 亿元，主要为对大新华物流控股（集团）有限公司、大新华航空等企业的投资。其他主要非流动资产科目也均有所增长，但增幅相对较小。2014 年末公司流动资产余额为 1274.92 亿元，占资产总额的 39.51%，其中，存货、货币资金、预付款项、一年内到期的非流动资产、其他应收款和应付账款余额占流动资产的比重分别为 30.23%、46.18%、4.18%、6.13%、4.68%和 3.71%。其中，货币资金大幅增长 64.84%至 588.18 亿元，公司货币资金较充裕，且还持有有一定规模的交易性金融资产，2014 年末公司现金类资产⁵余额为 641.34 亿元，现金比率为 66.05%，可为即期债务偿付提供必要保障；2014 年末公司一年内到期的非流动资产余额为 78.19 亿元，较上年末增长 51.50%，主要是金融租赁业务形成的即将到期的融资租赁款由长期应收款转入；其他应收款包括预付股权收购款、预付工程、设备款及关联企业往来款等。随着这些资产的较快增长，2014 年公司流动资产增幅较大，年末流动比率和速动比率分别为 131.29%和 86.10%，分别较上年末提高 17.02 个百分点和 21.56 个百分点，现金比率上升至 66.05%，现金资产对短期债务的覆盖程度依然较高。

⁵ 包括货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑汇票。

2014 年，除酒店餐饮和旅游服务业务外，该公司其他各主业板块收入规模均实现增长，当年营业收入同比增长 20.92% 至 658.03 亿元（加上利息、手续费及佣金收入的营业总收入同比增长 20.52% 至 675.03 亿元）。但公司综合毛利率略有下降至 23.98%，主要因主业中房地产、旅游服务及商业零售业务的毛利率均有一定下滑。因期间费用率较高，2014 年达 25.46%，公司主业盈利能力弱。在其他经营收益方面，2014 年公司公允价值变动收益为 6.76 25.46 亿元，较上年增加 18.70 亿元，主要来自投资性房地产；投资收益为 15.44 亿元，其中长期股权投资处置收益 12.77 亿元，金融资产等持有取得的收益 1.30 亿元；此外，公司还实现了少量汇兑净收益。得益于较大规模的其他经营收益，2014 年公司实现营业利润 29.14 亿元，较上年增长 90.20%；营业利润率为 4.43%，较上年增加了 1.61 个百分点。此外，2014 年公司获得营业外收入 13.83 亿元，较上年略有减少，主要包括政府补贴、合并利得及资产处置利得。在此影响下，当年公司实现净利润 24.26 亿元，同比增长 56.31%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.11% 和 3.73%，均有所提高。总体上看，2014 年公司主业盈利能力弱，公司依赖大幅增长的投资收益、营业外收入及公允价值变动收益实现了利润的增长。

2014 年该公司营业收入现金率下降至 98.92%，但经营环节现金净流入规模仍较大，对即期债务的保障水平仍较高。公司投资主要集中于飞机采购和机场扩建项目等，2014 年投资性现金净流量为 -282.51 亿元。大规模的投资性支出使得公司非筹资性现金大额缺口呈常态化，主要通过银行借款和发行债券等方式加以弥补，2014 年公司筹资性现金净流入为 366.74 亿元。

在或有负债方面，截至 2014 年末，该公司对外担保余额为 272.83 亿元，担保比率为 37.30%。公司对外担保的对象主要是关联企业，如海南航空股份有限公司等关联航空公司，目前被担保企业经营情况正常。

该公司与多家银行建立了良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通。截至 2015 年 3 月末，公司拥有银行综合授信 3830 亿元，其中尚未使用授信额度 1805 亿元。

综上所述，2014 年度该公司资产及业务规模保持较快增长，资产负债率略有下降。公司主业盈利能力弱，当年依赖大幅增长的投资收益、营业外收入等实现利润增长。2014 年公司经营环节现金回笼情况较稳定，货币资金总体仍较充裕，存量货币资金对即期债务的保障水平较高，

现金偿付能力较强。

本评级机构将持续关注：（1）该公司各项主营业务的经营及成长情况；（2）公司未来重大投资计划及资金保障情况；（3）债务持续增长对公司整体及特定债务偿债能力的影响；（4）投资收益获取情况；（5）公司对各业务板块的管控能力。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年
资产总额 [亿元]	2,124.42	2,661.84	3,226.22
货币资金 [亿元]	292.23	356.81	588.18
刚性债务[亿元]	1,408.21	1,798.32	2,159.49
所有者权益 [亿元]	450.56	570.30	731.54
营业收入[亿元]	456.77	544.17	658.03
净利润 [亿元]	11.11	15.52	24.26
EBITDA[亿元]	106.95	127.92	189.28
经营性现金净流入量[亿元]	145.88	92.06	112.93
投资性现金净流入量[亿元]	-319.66	-316.23	-282.51
资产负债率[%]	78.79	78.57	77.33
长期资本固定化比率[%]	98.97	93.50	86.53
权益资本与刚性债务比率[%]	32.00	31.71	33.88
流动比率[%]	102.09	114.27	131.29
速动比率 [%]	60.92	64.54	86.10
现金比率[%]	47.05	46.23	66.05
利息保障倍数[倍]	1.40	1.33	1.37
有形净值债务率[%]	495.07	484.70	417.53
营运资金与非流动负债比率[%]	1.51	9.44	19.94
担保比率[%]	37.27	44.79	37.30
应收账款周转速度[次]	12.80	12.66	14.33
存货周转速度[次]	1.73	1.40	1.34
固定资产周转速度[次]	0.85	0.79	0.81
总资产周转速度[次]	0.24	0.23	0.22
毛利率[%]	29.05	24.03	23.98
营业利润率[%]	3.31	2.82	4.43
总资产报酬率[%]	3.61	3.71	4.11
净资产收益率[%]	2.76	3.04	3.73
净资产收益率*[%]	2.56	2.90	2.91
营业收入现金率[%]	88.47	104.49	98.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.37	11.99	12.52
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.56	4.89	4.92
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.83	-29.19	-18.80
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.39	-11.91	-7.40
EBITDA/利息支出[倍]	2.15	1.91	2.37
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.08	0.10

注：表中数据依据海航集团经审计的 2012~2014 年财务数据整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。