# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]820 号

海航投资集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的“15 海投债”进行跟踪评级，确定：

**海航投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**海航投资集团股份有限公司发行的“15 海投债”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

# 海航投资集团股份有限公司
# 公司债券 2016 年跟踪评级报告

**主体长期信用等级**

**跟踪评级结果：** AA　　**评级展望：** 稳定

**上次评级结果：** AA　　**评级展望：** 稳定

**债项信用等级**

| 债券简称 | 发行规模 | 发行期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 15 海投债 | 16 亿元 | 3 年 | AA+ | AA+ | 2015 年 8 月 19 日 |

**担保方：** 海航集团有限公司

**担保方式：** 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

**跟踪评级时间：** 2016 年 6 月 28 日

**主要财务数据：**

**发行人：海航投资**

| 项　目 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 86.14 | 87.64 | 90.20 |
| 所有者权益（亿元） | 42.39 | 44.31 | 44.27 |
| 长期债务（亿元） | 19.66 | 19.70 | 24.97 |
| 全部债务（亿元） | 26.29 | 37.47 | 39.99 |
| 营业收入（亿元） | 20.01 | 12.31 | 1.30 |
| 净利润（亿元） | 2.04 | 2.21 | -0.05 |
| EBITDA（亿元） | 5.44 | 4.30 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -0.22 | 2.76 | 0.36 |
| 营业利润率（%） | 11.76 | 9.44 | 35.36 |
| 净资产收益率（%） | 4.67 | 5.10 | -- |
| 资产负债率（%） | 50.79 | 49.43 | 50.92 |
| 全部债务资本化比率（%） | 38.28 | 45.81 | 47.46 |
| 流动比率（倍） | 3.27 | 3.34 | 3.30 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.21 | 0.11 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.54 | 1.77 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.34 | 0.27 | -- |

**担保方：海航集团**

| 项　目 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 3,226.22 | 4,687.09 |
| 所有者权益（亿元） | 731.54 | 1,150.06 |
| 营业收入（亿元） | 658.03 | 951.64 |
| 净利润（亿元） | 24.26 | 30.81 |
| 资产负债率（%） | 77.33 | 75.46 |

注：1、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；除特别说明外，均指人民币；2、公司 EBITDA 均含投资性房地产折旧及摊销，本文已将有息的长期应付款计入长期债务；3、公司 2016 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

**评级观点**

跟踪期内，海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”或“公司”）按照转型目标，收缩房地产业务，积极发展基金投资和养老产业投资业务，并继续推进非公开发行股票事宜。公司目前持有两个房地产项目，地处上海市和天津市，区域经济发展良好，去化压力不大；公司货币资金比较充裕，对短期债务的覆盖程度较高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产市场波动、公司业务集中度高、收入规模下降、盈利能力对投资收益依赖性强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司非公开发行股票事宜已经证监会审核通过，若后续顺利实施，公司业务将呈多元化发展态势，公司资本实力也将得到充实。

本次债券由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。海航集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 海投债”的债项信用等级为“AA+”。

**优势**

1．跟踪期内，公司通过股权转让，仅持有两个房地产项目；两项目分布在上海市和天津市，区域经济发展良好，去化压力不大。

2．公司资产质量良好，负债处于适宜水平；同时，公司货币资金比较充足，对短期债务的覆盖程度较高。

3．目前，公司非公开发行股票事宜已经证监会审核通过；未来若非公开发行股票顺利进行，公司资本实力有望得以增强。

4．本次债券由海航集团提供担保，海航集团资产和权益规模大，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

**关注**

1．房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在一定不确定性；公司目前仅持有两个房地产开发项目，区域房地产行情波动将对公司业绩造成较大影响。

2．公司目前处于战略转型期，基金等业务尚未贡献明显盈利；但房地产业务不断收缩，收入规模明显下降，且盈利对投资收益依赖性强。

3．公司非公开发行股票拟投资项目包括北京新生医疗投资管理有限公司，该公司目前收入和盈利规模均较小，从短期看，相对于收购价款，可能存在投资回报率低的风险。

4．担保方海航集团少数股东权益规模大，在所有者权益中占比高；少数股东损益在净利润中占比相应较大。

**分析师**

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

**传真**：010-85171273

**地址**：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

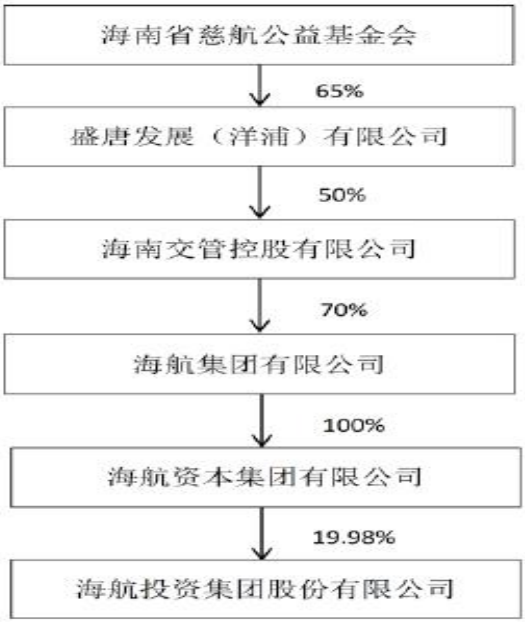
## 一、主体概况

海航投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“海航投资”）前身是成立于 1993 年的大连渤海饭店集团。经中国证券监督管理委员会批准，公司于 1996 年 10 月 22 日首次公开发行股票，并于 1996 年 11 月 8 日在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码“000616”。2002 年，公司主营业务由原来以酒店业、房地产业、生物制药业为主，调整为以房地产业、教育产业、酒店旅游业为主。2005 年，公司更名为“亿城集团股份有限公司”；2014 年 4 月，更名为“亿城投资集团股份有限公司”；2015 年 2 月，公司更名为“海航投资集团股份有限公司”，证券简称由原“亿城投资”变更为“海航投资”。

2002 年 9 月，公司第一大股东大连渤海集团有限公司将公司 19.97%的股份进行拍卖，其中北京星标投资有限公司（2008 年更名为乾通科技实业有限公司，以下简称“乾通实业”）竞得 2,000 万股，乾通实业对公司的持股比例增至 29.76%，成为公司控股股东。2013 年 8 月 6 日，乾通实业将公司 19.98%的股份转让给海航资本控股有限公司（以下简称“海航资本”），海航资本成为公司的控股股东。

截至 2015 年底，公司总股本为 143,023.44 万股，控股股东海航资本持股比例为 19.98%，公司实际控制人为海南省慈航公益基金会（见下图）。

图 1　截至 2015 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

公司经营范围包括：项目投资及管理、投资咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后，方可开展经营活动）。目前公司主要从事房地产行业。

截至 2015 年底，公司设有计划财务部、综合管理部、风险控制部、战略投资部、基金管理部以及董事会办公室共计 6 个职能部门（附件 1），公司职能部门设置未发生变化。2015 年，公司合并范围有所变化，具体来看，公司通过股权转让 9 家子公司，注销 4 家子公司，并新设 2 家子公司。截至 2015 年底，公司在职员工共 240 名，人员数量较上年末有所减少。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 87.64 亿元，负债合计 43.32 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）44.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 44.11 亿元。2015 年，公司实现营业收入 12.31 亿元，净利润（含少数股东损益）2.21 亿元，其中归属于母公司净利润 2.22 亿元；经营活动现金流量净额为 2.76 亿元，现金及现金等价物净增加额为 10.61 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 90.20 亿元，负债合计 45.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 44.07 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.30 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.05 亿元，其中归属于母公司净利润-0.04 亿元；经营活动现金流量净额为 0.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.74 亿元。

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

## 二、债券发行情况及募集资金使用

经证监许可[2015]2181 号文核准，公司获准发行不超过 16 亿元的公司债券。本次债券发行工作于 2015 年 10 月 20 日开始，并已于 2015 年 10 月 22 日结束，实际发行规模为 16 亿元，债券代码为 112287.SZ。本次债券期限为 3 年，计息期限为 2015 年 10 月 20 日至 2018 年 10 月 20 日止；票面利率为 5.99%，固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券扣除债券承销商以及相关佣金后募集资金净额 15.88 亿元。截至 2015 年底，公司已按计划用于补充流动资金 2.88 亿元，剩余募集资金将逐步用于偿还到期借款。由于尚未到第一个付息日，公司尚未支付债券利息。

本次债券由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

## 三、运营环境

1．行业概况

2015年，我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015年全国房地产开发投资95,035.61亿元，同比增长1.00%，增速较上年同期下滑9.50个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比60%以上，仍居各类房产之首；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房2015年增速下滑最为明显。2015年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

（1）土地供给

2015年土地市场供应减少，均价上涨，不同城市分化加剧。2015年全国100个大中城市成交土地面积4.68亿平方米，比上年下降18.04%。从各类用地的供求结构来看，2015年工业用地供求量仍具各类之首，占比均超50%，商办类用地和其他用地基本持平，住宅类用地继续下滑约3个百分点。土地价格方面，由于2014年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求，提高市场活力，但在整体去库存的背景下，土地供应缩减，导致2015年土地溢价率大幅上涨，2015年100大城市成交土地平均溢价率达15.42%，较上年上升3.86个百分点。其中工业用地平均溢价率0.76%，较上年下降0.85个百分点；住宅类用地平均溢价率19.98%，较上年上升7.04个百分点；商办类用地平均溢价率16.64%，较上年下降6.31个百分点。

2015年，一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量，市场再次呈现“U”型走势，宅地价格上涨明显，京沪表现突出；二线城市以分化为主，热点区域高价地频现，整体均价及溢价率同比上涨；三四线城市受楼市库存压力影响，土地市场仍显低迷。

（2）开发资金来源

土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定，预收资金和自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

开发资金来源方面，进入2015年，国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有公司法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%，增速较上年增加2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49.038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

（3）商品房市场供需

在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

从商品房市场供求情况看，2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.50%，增速较上年提高14.10个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达16.20%，增速较上年提高29.20个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市2015年商品房销售面积增幅最大，同比增长15.30%，二三线城市增速均在10.00%以下。

从销售价格来看，2015年5月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12月，住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增速为4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点。2015年以来一线城市房价整体保持增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

（4）行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。2015年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

2．行业政策

2015年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。2015年3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时

调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业在可预见的未来仍将受政策的影响体现出比较明显的行业波动。

3．行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企。截至2015年底，房地产行业总体资产负债率为76.40%，较2014年的74.58%提高了1.82个百分点，房地产板块整体债务率较高。

（3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4．行业发展

（1）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻、深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产行业的金融化趋势日渐明显。

（2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

（3）合作开发成为主流模式

房地产行业投资收益在利润中的占比普遍提升。从收益构成看，2015年房地产上市公司投资收益总额308亿，同比增长23.19%，显示了行业合作开发及多元经营的趋势，未来项目增值将更多以资本利得的方式变现。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见房地产行业实质性调整刚刚开始，市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5．区域经济及房地产市场情况

公司业务主要分布在天津市和上海市，两地经济发展及房地产市场情况对公司经营有较大影响。

（1）上海市经济和房地产市场状况

2015年，上海市实现地区生产总值24,964.99亿元，同比增长6.9%。其中，第三产业增加值占上海市生产总值的比重为67.8%，比上年提高3.0个百分点，上海市产业结构进一步得到优化。截至2015年底，上海市全市常住人口总数2,415.27万人，其中，户籍常住人口1,433.62万人，外来常住人口981.65万人。

在政府多次降准降息、降低二套房首付比例、放松公积金信贷门槛等政策的持续刺激下，2015年上海楼市交易量明显提升，改善性需求释放显著。从投资规模看，上海市全年完成房地产开发投资3,468.94亿元，较上年增长8.2%，上海房地产投资规模继续扩大，但投资增速有所放缓。从成交量和成交均价来看，上海市商品房销售面积2,431.36万平方米，同比增长16.6%，创2009年以来新高；全年商品房销售额5,093.55亿元，同比增长45.5%；全年商品房销售均价20,949元/平方米，较上年上涨24.79%。2015年上海楼市呈现出“量价齐升”的走势。

进入2016年，面对房地产市场迅速上涨的态势，上海市出台多项政策进行调控。相关政策主要包括从严执行住房限购政策，将非本市户籍居民购房资格由缴纳社会保险或个人所得税满2年调整为满5年及以上；调高首付比例；并增加商品住房用地供应等。

总体看，受到多重政策利好的叠加效应，2015年上海房地产市场呈现“量价齐升”的走势。但2016年上海市政府已出台多项政策调控房地产市场，上海市房地产市场面临一定的调整压力。

（2）天津市经济和房地产市场状况

2015年，天津市全年生产总值（GDP）达到16,538.19亿元，按可比价格计算，比上年增长9.3%。分三次产业看，第一产业增加值210.51亿元，增长2.5%；第二产业增加值7,723.60亿元，增长9.2%；第三产业增加值8,604.08亿元，增长9.6%。其中，三次产业结构为1.3:46.7:52.0，服务业增加值比重首次超过50%。

受益于房地产政策的刺激，2015年，天津市房地产行业景气度高；全年房地产开发投资1,871.55亿元，增长10.1%；商品房销售面积1,771.07万平方米，增长9.8%；销售额1,790.01亿元，增长20.4%。存量房交易升温，全年交易面积1,289.6万平方米，增长61.7%；交易额1,290.4亿元，增长78.6%。

总体看，天津市房地产市场运行良好，受益于多重利好，房地产市场销售明显增长。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式。

## 五、经营分析

1．经营概况

自 2013 年下半年公司确定将从单一房地产开发业务转型至金融投资控股平台的发展战略以来，公司持续落实战略转型。2015 年，公司处置原积淀的部分低效房地产业务；同时，为保持公司发展的稳定性以及业务转型的平稳过渡，公司将原房地产开发模式变为利用基金管理模式，继续推进具有发展潜力的存量房地产业务。

伴随战略转型的实施，2015 年，公司转让 9 家子公司股权，房地产开发业务规模明显下降，营业收入规模相应减少至 12.31 亿元，同比减少 38.45%；但受所得税费用减少等影响，公司实现净利润 2.21 亿元，同比增长 8.19%。

从主营业务收入构成来看，公司主营业务收入及利润的主要来源仍为房地产开发与销售业务，该板块收入在营业收入中的占比在 90%以上，主业突出。公司尚有部分物业管理、房地产出租、矿石业务，收入规模不大，但对公司利润有一定补充。此外，2015 年，公司新增基金管理费及养老服务，系新拓展业务，目前收入规模较小，对公司收入影响有限。

表 1　公司 2014~2015 年主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元，%）

| 业务板块 | 2014 年 | | | 2015 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 房产销售 | 189,025.37 | 94.48 | 22.38 | 115,380.08 | 93.70 | 21.21 |
| 物业管理 | 8,388.09 | 4.19 | 14.46 | 4,107.92 | 3.34 | 14.41 |
| 房地产出租 | 396.14 | 0.20 | -59.66 | 922.00 | 0.75 | 80.94 |
| 矿石 | 2,253.77 | 1.13 | 28.89 | 2,004.00 | 1.63 | 13.00 |
| 基金管理费及养老服务 | -- | -- | -- | 720.63 | 0.59 | 87.70 |
| **合计** | **200,063.38** | **100.00** | **21.96** | **123,134.63** | **100.00** | **21.69** |

资料来源：公司提供

从毛利率来看，受结转项目不同影响，公司房地产销售业务毛利率微幅下降，2015 年为 21.21%，较上年小幅下降 1.17 个百分点；公司物业管理板块业务毛利率基本稳定，由 2014 年的 14.46%下浮下降至 14.41%；公司房地产出租业务毛利率由 2014 年的-59.66%增至 80.94%，主要系 2014 年公司原已出售房屋被退回，导致当年摊销金额较大所致，但该板块收入规模较小，对利润影响不大；受行业景气度影响，公司矿石业务毛利率有所下降；而公司新增基金管理费及养老服务业务毛利率为 87.70%，处于较高水平，但对公司利润影响有限。受上述因素综合影响，公司主营业务毛利率由 2014 年的 21.96%小幅下降至 21.69%，基本保持稳定。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.30 亿元，同比减少 37.09%；实现净利润-0.05 亿元，由上年同期的盈利转为亏损，主要系公司逐步调整主营业务方向，持续收缩房地产业务，而投资业务尚未大规模贡献收入及盈利所致。

总体看，虽目前公司积极进行转型，但房地产销售仍为公司营业收入及利润的主要来源；伴随公司缩减部分房地产项目，公司收入规模明显下降，加之投资业务尚未贡献利润，影响了整体经营成果。

2．房地产业务

2015 年，公司持续收缩房地产业务，转让多家子公司股权，并不再新增传统房地产开发项目，未新增土地储备。该事项导致公司目前持有房地产开发项目较少，仅包括上海前滩项目、天津亿城堂庭两个项目。

（1）项目开发情况

2015 年，公司继续开发上海前滩项目和天津亿城堂庭项目，当年竣工面积达到 26.78 万平方米；加之公司转让多个房地产开发公司股权，期末在建面积为 9.28 万平方米，即上海前滩项目；天津亿城堂庭项目已竣工，但尚需支付一定规模的工程款。

表 2　公司 2014~2015 年主要项目开发数据情况（单位：亿元，万平方米）

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|
| 房地产开发完成投资额 | 14.25 | 8.76 | 0.69 |
| 竣工面积 | 20.01 | 26.78 | -- |
| 期末在建面积 | 35.50 | 9.28 | 9.28 |

资料来源：公司提供
注：由于动态调整，公司期末在建面积可能与实际情况略有差异。

从公司项目的资金需求来看，截至 2016 年 3 月底，公司持有的天津亿城庭堂项目和上海前滩项目预计总投资合计 84.23 亿元，已投资 63.82 亿元，尚需投资 20.41 亿元。具体来看，公司 2016 年尚需投资 5.31 亿元，2017~2018 年分别需要投资 8.11 亿元和 2.28 亿元。整体上看，公司面临的投资压力不大。

表 3　截至 2016 年 3 月底公司持有项目投资情况（单位：万元）

| 项目名称 | 类型 | 总投资 | 截至 2016 年 3 月底已投资情况 | 未来投资情况 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2016 年 4~12 月 | 2017 年 | 2018 年 |
| 天津亿城堂庭 | 城市综合体（住宅+写字楼+商业） | 492,714.43 | 431,526.70 | 35,542.68 | 17,746.10 | 7,898.95 |
| 上海前滩项目 | 综合体（住宅+写字楼） | 349,612.57 | 206,655.95 | 17,587.74 | 63,385.05 | 14,925.30 |
| **合计** | -- | **842,327** | **638,182.65** | **53,130.42** | **81,131.15** | **22,824.25** |

资料来源：公司提供

总体看，随着项目转让，公司在建面积规模较小；公司持有项目尚需投入一定的资金，但考虑到公司目前的资金状况，其面临的资金支出压力不大。

（2）项目销售情况

由于市场需求户型变化、行业景气度波动以及房地产项目进展不同等因素影响，公司房屋销售面积呈现较大的波动性。2014 年，公司房地产销售面积和销售金额分别为 4.20 万平方米和 7.40 亿元，销售均价为 17,619.05 元/平方米；2015 年，伴随公司减少房地产开发业务，并加大去化力度，公司实现签约销售面积 6.11 万平方米，销售金额为 8.36 亿元，销售单价降至 13,682.49 元/平方米，主要系当年销售数据中包括苏州等售价较低项目所致。从结转面积来看，2015 年，由于公司房地产开发业务规模明显减少使得结转面积和结转收入均明显下降。

表 4　2014~2016 年 3 月公司房地产销售数据（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|
| 签约销售面积 | 4.20 | 6.11 | 0.57 |
| 签约销售金额 | 7.40 | 8.36 | 1.15 |
| 销售均价 | 17,619.05 | 13,682.49 | 20,175.44 |
| 结转收入面积 | 13.27 | 7.84 | 0.57 |
| 结转收入 | 18.90 | 11.54 | 1.15 |

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司尚有待售面积 20.73 万平方米。公司待售项目主要分布在天津市和上海市，所处区域经济发展情况良好，去化压力不大。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司持有房地产项目销售数据（单位：平方米，元/平方米）

| 序号 | 项目名称 | 可售面积 | 已售面积 | 总待售面积 | 销售单价 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 天津亿城堂庭 | 331,532.01 | 189,115.91 | 142,416.10 | 12,903.00 |
| 2 | 上海前滩项目 | 64,918.71 | -- | 64,918.71 | -- |
| **合计** | | **396,450.72** | **189,115.91** | **207,334.81** | -- |

资料来源：公司提供

总体看，伴随公司对房地产业务的收缩，2015年结转收入明显下降；公司持有的项目尚有一定规模的待售面积，可支撑公司未来销售需求；同时，项目分布在天津市和上海市，去化压力不大。

3．基金投资和养老业务

2015 年，公司继续大力拓展基金业务，并深耕养老等产业投资，以期推进公司业务转型。但受制于该板块尚处于前期发展阶段，2015 年，公司实现基金管理费及养老服务收入 720.63 万元，规模较小。

（1）金融业务

在金融业务方面，公司在公募基金和私募基金方面进行持续拓展，并与成熟基金进行合作。

公募基金方面，公司与渤海国际信托有限公司、特华投资控股有限公司共同组建公募基金公司本源基金管理有限公司，目前正推进公募基金的审批工作。

私募基金方面，公司不断探索基金的运作模式。一方面，公司通过提升自身旗下基金管理公司管理能力，成立基金对外寻求更为广泛的合作主体与合作空间。另一方面，公司以自身或成立的基金为主体，寻求优质投资项目标的。2015 年 7 月，公司与铁狮门基金进行合作，为提升自身旗下基金管理公司管理能力及给公司带来潜在投资收益打下良好的基础。2015 年 8 月，公司与铁狮门签订了《战略合作框架协议》，加强和深化境内外房地产开发和投资领域的全面合作，实现优势互补和资源共享。公司借助于铁狮门优秀的投资团队和丰富经验，有利于学习国际先进的投资理念与综合管理能力，并优化与探索符合公司发展战略的投资与管理模式。

（2）养老等产业投资

2015 年 1 月，公司与汉盛资本于签署了《亿城投资集团股份有限公司和 CRIMSONCAPITAL CHINA LIMITED 签署的就开展养老运营服务的合资经营企业合同》，双方共同出资成立合资公司北京海汉养老咨询服务有限公司，注册资本 1,000 万元人民币，拟开展养老运营服务。

2015 年 7 月，公司全资子公司北京养正投资有限公司与上海扬子江航空地面服务有限公司签订了《上海扬子江国际企业广场租赁与物业管理合同》，租赁上海扬子江国际企业广场 4 号楼整幢，租期 15 年，用于办公及养老产业运营。

2015 年 10 月，公司全资子公司北京养正投资有限公司与北京海韵假期体育健身有限公司签订《北京石景山海航酒店项目》租赁北京海韵拥有的北京石景山海航酒店及其附属物，租期 20 年，用于北京地区养老产业运营。

总体看，公司积极布局基金投资和养老产业投资业务，但处于前期发展阶段，尚未贡献大规模盈利。

4．重大事项

（1）股权转让

根据公司业务转型的目标，并加快公司资产周转速度，优化公司资产结构，2015 年公司进行

多项股权转让事宜，出售多个房地产开发运营公司。具体来看，公司 2015 年 11 月与海航资产管理集团有限公司（以下简称“海航资管集团”）签订相关协议，协议转让北京亿城房地产开发有限公司、江苏亿城地产有限公司、北京阳光四季花园房地产开发有限公司三家一级全资子公司 100%股权；向关联方海航物业管理有限公司转让其持有的二级全资子公司北京亿城物业管理有限公司 100%股权。该事项导致该几家公司旗下子公司不再纳入合并范围，其相关房地产在售与在建项目也随之转让。同时，公司因转让股权共确认投资收益 4.38 亿元，该事宜对公司盈利影响较大。

（2）非公开发行股票

根据公司 2016 年 5 月 14 日披露的《非公开发行股票预案（修订稿）》，公司拟向包括控股股东海航资本在内的符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、其他境内法人投资者和自然人等不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过 132,936.21 万股[1]（含 132,936.21 万股）A 股普通股股票，预计募集资金不超过 522,439.31 万元（含发行费用）。其中，控股股东海航资本以现金和持有的华安保险 12.5%的股权认购，认购金额不低于 420,000 万元；发行后海航资本的持股比例将超过 40%，仍为公司的控股股东。扣除发行费用后，公司拟将募集资金用于以下项目：使用 229,961.55 万元收购华安财产保险股份有限公司（以下简称“华安保险”）19.643%股权；使用 292,477.76 万元用于收购北京新生医疗投资管理有限公司（以下简称“新生医疗”）100%股权。此外，公司于 2015 年 12 月 8 日召开第七届董事会第九次会议，审议通过了关于公司与海航酒店控股签订附条件生效的股份转让协议之补充协议（二）的议案，同意公司以自有资金先行收购海航酒店控股所持有的华安保险 7.143%股权，公司已于 2015 年 12 月 30 日向海航酒店控股支付了收购华安保险 7.143%股权的价款。本次非公开发行募集资金到位后，公司将以本次非公开发行募集资金置换用以先行支付华安保险 7.143%股权价款的自有资金。

华安保险成立于 1996 年 10 月 21 日，截至 2015 年底其注册资本为 21 亿元，其中海航资本持有其 12.50%股权。华安保险的主营业务为经营机动车保险、各种财产险、责任险、信用保证险、意外伤害险和短期健康险等保险业务。2015 年，华安保险实现保险收入 81.12 亿元，以机动车辆及第三者责任险收入为主。截至 2015 年底，华安保险总资产 139.64 亿元，所有者权益 49.13 亿元；2015 年全年实现净利润 7.63 亿元。

新生医疗成立于 2009 年 4 月，目前主要从事物业出租业务，出租对象专门针对医疗行业的医院、体检中心、医疗护理机构等医疗机构，新生医疗通常通过招商、广告宣传等方式获取客户。截至 2015 年底，新生医疗总资产 25.39 亿元，所有者权益 19.60 亿元；2015 年全年实现营业收入 1.08 亿元，实现净利润 0.39 亿元。

本次非公开发行完成后，新生医疗将成为公司全资子公司，纳入公司合并报表范围，新生医疗将为公司贡献稳定的租金收入，该收入计入公司其他业务收入。华安保险成为公司的参股子公司，不纳入公司合并报表范围。据此，公司编制了备考报表，本次交易前后公司财务状况对比如下表所示。

表 6　公司本次非公开发行 A 股股票交易前后财务数据对比（单位：万元，%）

| 项目 | 本次交易前 2015 年底数据 | 本次交易后备考数据 |
|---|---|---|
| 资产总额 | 876,374.33 | 1,358,286.74 |
| 其中：流动资产 | 787,804.47 | 854,844.00 |

[1] 根据公司 2016-045 号公告，由于公司 2016 年 6 月 22 日实施了 2015 年年度权益分派，公司 2015 年非公开发行 A 股股票发行底价由 3.93 元/股调整为 3.91 元/股；同时，公司 2015 年非公开发行 A 股股票的发行数量由不超过 132,936.21 万股（含）调整为不超过 133,616.19 万股（含）。公司 2015 年非公开发行 A 股股票的拟募集资金总额不变，为不超过 522,439.31 万元。

| | | |
|---|---|---|
| 非流动资产 | 88,569.86 | 503,442.74 |
| 负债总额 | 433,226.63 | 491,166.72 |
| 其中：流动负债 | 236,218.91 | 294,158.99 |
| 非流动负债 | 197,007.73 | 197,007.73 |
| 所有者权益 | 443,147.70 | 867,120.02 |
| 流动比率 | 3.34 | 2.91 |
| 速动比率 | 1.72 | 1.61 |
| 资产负债率（合并） | 49.43 | 36.16 |
| 营业总收入 | 123,134.63 | 133,923.95 |
| 营业总成本 | 131,272.87 | 138,201.51 |
| 营业利润 | 35,914.57 | 54,686.22 |
| 利润总额 | 34,717.50 | 53,489.15 |
| 净利润 | 22,109.22 | 40,880.88 |
| 归属母公司股东净利润 | 22,187.19 | 40,958.85 |

资料来源：公司提供

2016 年 5 月 20 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票申请进行了审核。根据审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请已获审核通过。但公司尚未收到中国证监会的书面核准文件。

总体看，华安保险目前具有较好的盈利能力，参股华安保险将丰富公司的业务板块和商业模式，增加其收入来源；新生医疗所涉行业作为国家鼓励发展的产业，未来发展前景看好；未来若本次非公开发行股票成功，公司业务将呈现多元化发展的良好局面，抵御单一行业风险的能力也将明显提升，同时，公司的资本实力也将显著增强。

5．经营关注

（1）房地产业务规模收缩、盈利水平进一步下降；且房地产业务存在一定的区域集中风险

目前，公司积极进行战略转型，但房地产业务仍是公司主要的收入来源。伴随公司转让部分房地产项目，公司整体盈利水平进一步下降。同时，公司仅持有两个房地产项目，存在一定的区域集中风险。

（2）拟投资业务对公司的利润贡献尚具有不确定性

公司拟通过非公开发行股票募集资金投资于保险以及医疗物业租赁领域。其中，公司拟投资的新生医疗估值较高，收入和利润规模均较小。从短期看，相对于收购价款，该项目可能存在投资回报率低的风险，未来其对公司业务的贡献度尚具有不确定性。

6．未来发展

未来几年，伴随着全球经济和中国经济发展格局的巨大变化，善于抓住机遇发展的企业将普遍形成规模和竞争优势，公司将努力抓住这个时期的机遇，顺势而行，深化战略转型的目标，把公司打造成为优秀的金融投资企业。随着基金、产业投资业务的开展和非公开发行工作的推进，公司的发展方向、工作思路、业务模式日益清晰，金融投资平台初具雏形。

未来，公司围绕构建金融投资平台的既定方向，充分利用和发挥企业多年发展形成的基础和优势，积极布局金融产业，通过投资优质项目、与成熟金融企业形成合作协议来抓住金融投资行业的机遇，同时积累丰富的行业经验，不断加深对金融投资行业、市场的理解，提高公司的整体行业水平，为公司在未来的发展打下坚实的基础。公司在未来将开拓基金、保险等金融分支领域，

并寻求大健康、物流、养老等朝阳产业的投资机会，形成多业并举、互为支撑、联动发展的业务格局，使多元化产业投融资成为公司主要业务及利润增长点，推动公司完成战略转型，为股东实现更好的回报。

目前公司存量房地产业务为上海前滩项目及天津亿城堂庭项目，坐落于国内一线城市且盈利能力较强，发展前景看好，对公司利润贡献较大，为公司持续经营提供保障。公司在 2016 年会加速去库存化，推进公司实现战略转型目标。

总体看，公司转型目标清晰、定位合理，具体实施策略切实可行。

## 六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2015 年财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2016 年一季度的财务报表未经审计。公司执行最新的企业财务会计准则。在合并范围变化方面，公司转让北京亿城房地产开发有限公司、唐山亿城房地产开发有限公司等 9 家子公司的股权，并注销北京阳台山旅游经营管理有限公司等 4 家子公司，同时新设海航投资集团上海投资管理有限公司等 2 家子公司。公司合并范围变化较大，对财务报表可比性有一定影响。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 87.64 亿元，负债合计 43.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 44.11 亿元。2015 年，公司实现营业收入 12.31 亿元，净利润（含少数股东损益）2.21 亿元，其中归属于母公司净利润 2.22 亿元；经营活动现金流量净额为 2.76 亿元，现金及现金等价物净增加额为 10.61 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 90.20 亿元，负债合计 45.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 44.07 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.30 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.05 亿元，其中归属于母公司净利润-0.04 亿元；经营活动现金流量净额为 0.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.74 亿元。

2．资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 87.64 亿元，较年初小幅增长 1.74%，主要系公司非流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 89.89%和 10.11%，公司资产仍以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 78.78 亿元，较年初增长 0.04%，主要系货币资金、预付款项等增长和存货减少共同影响所致；公司流动资产主要以货币资金（占 26.46%）、预付款项（占 14.45%）、其他应收款（占 6.58%）和存货（占 48.52%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 20.85 亿元，较年初增长 71.82%，主要系 2015 年公司发行本次公司债券所致；其中，公司货币资金以银行存款为主，其他货币资金合计 1.00 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。截至 2015 年底，公司预付款项合计 11.38 亿元，较年初大幅增长 276.26%，主要系公司新增预付海航酒店控股集团有限公司收购华安保险 7.143%股权的股权转让款所致；从账龄上看，预付款项中三年以上的金额占 25.98%，主要为预付土地出让保证金，根据公司 2015-082 号决议公告，该款项预计将于 7 月底前收回。截至 2015 年底，公司其他应收款合计 5.18 亿元，较年初增长 51.38%，主要系新增对海航资产管理集团有限公司的应收股权转让款 4.97 亿元所致。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 38.22 亿元，较年初减少 35.74%，主要系转让多家子公司股

权，开发产品、开发成本等相应转出所致；公司存货主要由开发成本（20.34 亿元，上海前滩项目）和开发产品（17.88 亿元，天津亿城堂庭项目）构成；公司未计提跌价准备。此外，公司其他流动资产合计 3.00 亿元，较年初增长 979.09%，主要为公司投资的资产管理计划 3.00 亿元，截至 2016 年 3 月 26 日，该款项已到期收回。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 8.86 亿元，较年初增长 19.83%，主要系可供出售金融资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 45.42 %）、固定资产（占 10.05%）和无形资产（占 33.48%）构成。具体来看，截至 2015 年底，公司可供出售金融资产合计 4.02 亿元，较年初增长 98.86%，主要系公司 2015 年作为有限合伙人投资北京智度德普股权投资中心（有限合伙）等公司所致。截至 2015 年底，公司固定资产合计 0.89 亿元，较年初减少 43.15%，主要系公司转让子公司股权，相应固定资产转出所致。此外，公司无形资产合计 2.97 亿元，较年初小幅减少 0.39%，主要系采矿权正常摊销所致。

截至 2015 年底，公司使用权利受限的资产主要包括货币资金 1.00 亿元（主要为银行承兑汇票保证金）以及用于取得长期借款抵押的固定资产 0.82 亿元。整体上看，公司资产受限规模不大。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 90.20 亿元，较年初增长 2.92%；流动资产和非流动资产分别占 76.59%和 23.41%，非流动资产占比明显提高，主要系公司收回其他流动资产中的资产管理计划投资，并增加长期股权投资和其他非流动资产所致。

总体看，受公司转让部分子公司股权并发行公司债券的双重影响，公司资产规模略有增长；其中，公司货币资金充足，存货规模质量较好。整体上看，公司资产质量较好。

3．负债及所有者权益

**负债**

受公司转让部分子公司股权和发行公司债券的综合影响，公司负债规模基本稳定。截至 2015 年底，公司负债规模为 43.32 亿元，较年初小幅减少 0.98%；其中流动负债和非流动负债的占比分别为 54.53%和 45.47%，与年初变化不大。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 23.62 亿元，较年初小幅减少 1.93%，主要系公司转让部分子公司股权，使得流动负债相应转出所致；其中主要由短期借款（占 29.00%）、应付账款（占 21.47%）和一年内到期的非流动负债（占 42.33%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 6.85 亿元，较年初增长 570.25%，主要系公司加大筹资力度所致，其均为抵押借款；公司应付账款合计 5.07 亿元，较年初减少 28.82%，主要系公司合并范围变化，使得应付工程款减少所致；公司一年内到期的非流动负债合计 10.00 亿元，主要为即将到期的长期借款。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 19.70 亿元，主要由长期借款（占 18.83%）和应付债券（占 80.66%）构成。其中长期借款 3.71 亿元，较年初减少 81.13%，主要系即将到期借款转入一年内到期的非流动负债所致；公司应付债券为 15.89 亿元，即本次债券。

截至 2015 年底，公司全部债务合计 37.47 亿元，较年初增长 30.84%，主要系公司发行公司债券所致；其中，短期债务合计 17.77 亿元，长期债务合计 19.70 亿元，短期债务占比有所提高。从财务指标来看，公司资产负债率为 49.43%，较年初小幅下降 1.36 个百分点；全部债务资本化比率为 45.81%，较年初上升 7.53 个百分点；长期债务资本化比率为 30.77%，较年初下降 0.91 个百分点，公司债务负担略有提高，但整体上仍处于适宜水平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 45.93 亿元，较年初增长 6.03%，其中流动负债和非流动

负债占比分别为 45.64%和 54.36%；公司全部债务合计 39.99 亿元，较年初增长 6.71%，主要系公司长期应付款增长所致。受此影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.92%、47.46%和 36.07%，分别较 2015 年底增长 1.49 个百分点、1.64 个百分点和 5.29 个百分点，公司债务负担有所提高。

总体看，公司负债主要为有息债务，公司债务水平有所提高，但仍属适宜水平。

**所有者权益**

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 44.31 亿元，较年初增长 4.54%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占 99.53%。归属于母公司所有者权益中，股本占 32.43%、资本公积占 4.57%、盈余公积占 6.98%、未分配利润占 56.02%，未分配利润占比较大。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 44.27 亿元，基本与年初持平；所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益变化不大，未分配利润所占比重较大，权益稳定性一般。

4．盈利能力

目前公司收入来源仍主要为房地产项目销售收入。2015 年由于公司转让部分房地产项目，公司营业收入同比减少 38.45%，为 12.31 亿元；但公司资产减值损失和所得税费用均有所减少，公司净利润同比增长 8.19%，为 2.21 亿元。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用合计 1.81 亿元，同比下降 19.32%；其中，销售费用为 0.34 亿元，同比减少 32.16%；管理费用为 1.01 亿元，同比增长 13.56%，主要系 2015 年公司发行公司债券费用计入管理费用所致；财务费用为 0.46 亿元，同比减少 45.93%，主要系公司借款成本有所下降所致。受公司结转收入规模下降影响，公司 2015 年费用收入比为 14.67%，较上年上升 3.48 个百分点，费用控制能力有待增强。

2015 年，公司资产减值损失为 0.17 亿元，较上年大幅减少 83.34%，主要系公司收回其他应收款中对唐山市陡河青龙河管理委员会的款项，转回相应坏账准备所致。投资收益方面，2014~2015 年，公司投资收益分别为 5.08 亿元和 4.41 亿元，均系公司处置长期股权投资产生的收益，不具有可持续性。此外，公司营业外收入和支出规模均较小，对公司盈利影响不大。

由于公司结转项目不同，毛利率有所下降，2015 年，公司营业利润率为 9.44%，较上年下降 2.32 个百分点；公司总资本收益率和总资产报酬率分别为 3.91%和 4.84%，分别较上年下降 0.15 个百分点和 0.39 个百分点，净资产收益率为 5.10%，较上年上升 0.43 个百分点，公司整体盈利能力有所下降。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.30 亿元，同比减少 37.09%；实现净利润-0.05 亿元，由上年同期的盈利转为亏损。

总体看，伴随公司业务转型，收缩房地产业务，但投资业务尚未贡献大规模盈利，2015 年公司营业收入有所下滑，公司盈利能力有所下降；公司盈利对投资收益依赖性较强。

5．现金流

2015 年，由于公司房产销售规模下降，其销售商品、提供劳务收到的现金下降 36.15%至 8.23 亿元；但公司与关联方的其他往来款增加，使得其他与经营活动有关的现金流量增至 6.44 亿元；两者综合导致公司经营活动产生的现金流入量达到 14.67 亿元，较上年小幅增长 1.81%。同时，由于公司未取得新的土地储备，项目投入也有所减少，使得公司经营性现金流出量为 11.91 亿元，同比上年减少 18.58%，2015 年经营活动现金流呈净流入状态。由于公司 2015 年结转收入规模明

显下降，现金收入比为 66.82%。

2015 年，公司投资活动现金流入量为 5.89 亿元，较上年减少 22.52%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额减少所致；投资活动现金流出量为 13.56 亿元，较上年大幅增长 636.73%，主要系公司预付华安保险股权款和支付资产管理计划投资款；公司投资活动产生的现金流量由净流入转为净流出 7.67 亿元。

筹资活动方面，公司 2015 年筹资活动现金流入量为 29.60 亿元，主要系发行公司债和取得借款；筹资活动现金流出量为 14.07 亿元，筹资活动现金流量净额由上年的净流出转为净流入 15.53 亿元，主要系 2014 年公司偿还借款规模较大，而 2015 年发行公司债券募集资金所致。

2016 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.36 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.24 亿元，主要系公司对外投资规模较大所致；筹资活动产生的现金流量净额为 2.14 亿元，主要是公司收到的其他与筹资活动有关的现金规模较大所致。

总体看，2015 年，公司经营活动现金流呈净流入状态；同时，公司加大投资支出力度，投资活动呈现净流出状态，而筹资活动为净流入状态。

6．偿债能力

短期偿债能力方面，2015 年公司流动比率和速动比率分别由 2014 年的 3.27 倍和 0.80 倍上升为 3.34 倍和 1.72 倍，主要系货币资金等流动资产增长所致。2015 年底，公司现金短期债务比 1.17 倍，公司现金对短期债务的保护程度较高。整体上看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2015 年公司 EBITDA 为 4.30 亿元，同比下降 21.00%，主要系公司利润总额减少所致；其中，利润总额占 80.76%、计入财务费用的利息支出占 17.05%、折旧和摊销占 2.19%。2015 年，公司 EBITDA 全部债务保护倍数由上年的 0.19 倍下降至 0.11 倍；EBITDA 利息保护倍数由上年的 1.54 倍上升至 1.77 倍，主要系公司债务成本有所下降，利息支出相应下降所致。整体上看，EBITDA 对利息倍数的保障能力尚可，但对全部债务的保障程度有待提升。总体上看，公司长期偿债能力有待进一步提高。

截至 2015 年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2015 年底，公司无对合并范围外公司的担保事宜。

截至 2015 年底，公司获得银行授信合计 38.55 亿元，尚未使用的授信额度为 18.32 亿元，公司间接融资渠道良好。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心查询信息（机构信用代码为 G1021020200115660W），截至 2016 年 4 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体上看，公司短期偿债能力强，但长期偿债能力有待提升。

## 七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 19.11 亿元，约为“15 海投债”本金（16.00 亿元）的 1.19 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 44.27 亿元，约为债券本金合计（16.00 亿元）的 2.77 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 海投债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 4.30 亿元，约为债券本金合计（16.00 亿元）的 0.27 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 14.67 亿元，约为债券本金合计（16.00 亿元）的 0.92 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司的资产状况、金融投资平台转型、非公开发行股票等有利因素，公司对“15 海投债”的偿还能力仍属很强。

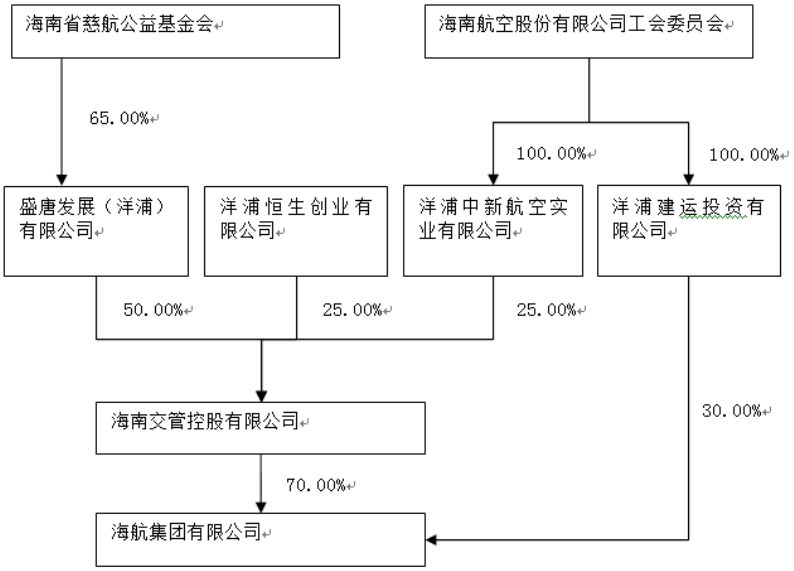
## 八、债权保护分析

本次债券由海航集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

### 1．海航集团概况

海航集团前身系由海南海航飞机维修公司、海南琪兴实业投资有限公司、海南祥云实业开发有限公司、海南省财政税务厅共同发起设立的海南海航控股有限公司，初始注册资本为人民币 1.0080 亿元人民币。后经多次股权转让、增资及更改名称等，截至 2015 年底，海航集团注册资本为 111.52 亿元。其中，海南交管控股有限公司持股比例为 70%，洋浦建运投资有限公司持股比例为 30%。海航集团的控股股东为海南交管控股有限公司，实际控制人为海南省慈航公益基金会。

图 2　截至 2015 年底海航集团股权结构和实际控制关系图




资料来源：公司提供

海航集团经营范围为：航空运输及机场的投资与管理；酒店及高尔夫球场的投资与管理；信息技术服务；飞机及航材进出口贸易；能源、交通、新技术、新材料的投资开发及股权运作；境内劳务及商务服务中介代理。跟踪期内，海航集团经营范围未发生变化。

截至 2015 年底，海航集团合并资产总额 4,687.09 亿元，负债总额 3,537.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,150.06 亿元，其中归属母公司所有者权益 225.14 亿元。2015 年，海航集团实现合并营业收入 951.64 亿元，净利润 30.81 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 8.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 233.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 393.93 亿元。

### 2．海航集团经营情况

海航集团以航空运输为基础，同时发展商业销售、旅游服务、物流运输、房地产开发和金融

服务等相关产业，毛利润主要来自航空运输、商业零售、房地产开发、物流运输和金融服务等。伴随 2015 年海航集团合并范围增加华安保险、西班牙 NH 酒店集团（以下简称“NH 酒店”），2015 年，海航集团营业收入达到 951.64 亿元，较上年大幅增长 44.62%；实现净利润 30.81 亿元，较上年增长 27.00%，主要系主营业务毛利率有所提升及营业外收入增长所致。

从收入构成来看，航空运输、房地产业务、旅游业务和商业零售业务板块构成的收入占比保持在 50%以上。其中，伴随公司航空运输业务规模的扩大，航空运输业务收入由 188.48 亿元升至 212.51 亿元；伴随房地产市场环境好转，海航集团房地产业务收入由 39.46 亿元迅速增至 114.33 亿元，收入占比随之上升至 12.01%。酒店业务收入占比呈上升趋势，由 2014 年的 2.73%上升至 12.29%，主要系海航集团通过收购成为 NH 酒店第一大股东并于 2015 年将其纳入合并报表进行核算所致。商业零售业务收入占比由 24.68%下降至 10.59%，主要系 2015 年海航商业控股有限公司（以下简称“海航商业控股”）联合其他 36 名股东共同出资设立海南供销大集控股有限公司（下称“供销大集”），海航商业控股持股 11.72%，为供销大集第一大股东（未纳入合并报表），下属多家商业零售门店转入供销大集，导致海航集团零售业务实现营业收入 100.78 亿元，同比减少 61.59 亿元。此外，金融业务收入大幅增至 172.53 亿元，收入占比相应由 7.66%上升至 18.13%，主要系合并范围新增 Cronos、将往年计入物流运输业务的集装箱租赁公司 Seaco 的营业收入调整为金融服务业以及金融服务规模增长所致。

从毛利率上看，受航空运输板块产业成本得到有效控制，海航集团航空运输业务毛利率由 2014 年的 17.50%升至 21.07%；海航集团物流运输业务毛利率则由 2014 年的 32.70%降至 19.94%，主要系航运业的持续低迷、行业景气度下行所致。受益于航空运输业毛利率的上升，2015 年，海航集团业务综合毛利率由 2014 年的 23.98%升至 28.93%。

表 7　2014~2015 年海航集团营业收入构成情况（单位：亿元，%）

| 项 目 | 2014年 | | | 2015年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 航空运输 | 188.48 | 28.64 | 17.50 | 212.51 | 22.33 | 21.07 |
| 机场服务业 | 16.68 | 2.53 | 51.54 | 11.04 | 1.16 | 36.72 |
| 房地产业务 | 39.46 | 6.00 | 27.48 | 114.33 | 12.01 | 22.51 |
| 酒店服务 | 17.96 | 2.73 | 62.55 | 116.99 | 12.29 | 58.55 |
| 旅游服务 | 78.92 | 11.99 | 14.03 | 81.72 | 8.59 | 13.30 |
| 商业零售 | 162.37 | 24.68 | 17.48 | 100.78 | 10.59 | 16.57 |
| 金融服务 | 50.40 | 7.66 | 41.97 | 172.53 | 18.13 | 40.80 |
| 物流运输 | 91.70 | 13.94 | 32.70 | 118.92 | 12.50 | 19.94 |
| 其它 | 12.07 | 1.83 | 29.32 | 22.83 | 2.40 | 46.16 |
| **合计** | **658.03** | **100.00** | **23.98** | **951.64** | **100.00** | **28.93** |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2015 年，伴随合并范围的扩大及业务规模的扩张，海航集团收入规模明显增长；受益于航空运输业的毛利率上升，海航集团整体盈利能力有所增强。

（1）航空运输业

海航集团航空运输业务板块主要由北京首都航空有限公司（以下简称“首都航空”）、天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）经营。随着机队规模的扩大及航线的丰富，公司航空运输业务保持较快发展，运输总周转量快速增加。2015 年，海航集团实现航空运输收入 212.51 亿元，

较上年增长 12.75%；毛利率为 21.07%，较上年上升 3.57 个百分点，主要系航空燃油价格有所下降所致。

表 8　2014~2015 年海航集团下属成员航空公司情况

| 时间 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|
| 飞机数量（架） | 151 | 212 |
| 航线（条） | 379 | 414 |
| 运输周转量（亿吨公里） | 28.56 | 34.32 |
| 其中：客运周转量（亿人公里） | 307.40 | 372.26 |
| 货邮周转量（亿吨公里） | 1.45 | 1.51 |

资料来源：海航集团提供

（2）机场服务业

海航集团的机场业务来自子公司海航机场集团有限公司（以下简称“海航机场集团”）下属的成员机场，由海航机场集团统一管理。2014 年 9 月，鉴于宏观环境变化以及甘肃省政府对航空运输发展的战略安排，海航集团将持有的兰州中川机场管理有限公司嘉峪关机场管理有限公司、敦煌莫高机场管理有限公司以及庆阳西峰机场管理有限公司 100%股份转让给甘肃机场集团有限公司。截至 2015 年底，海航集团下辖 6 家成员机场，其中 1 家大型干线机场，为三亚凤凰国际机场，其他机场经营规模较小。2015 年，海航集团下辖成员机场运营比较平稳，旅客吞吐量和货邮吞吐量分别较上年增长 9.40%和 9.60%。

表 9　2015 年海航集团下辖成员机场运营情况（单位：万人次，万吨，万架次，%）

| 机场 | 旅客吞吐量 | 增速 | 货邮吞吐量 | 增速 | 起降架次 | 架次 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 三亚凤凰机场 | 1,619.19 | 8.40 | 85,369.30 | 12.90 | 108,532 | 6.30 |
| 宜昌三峡机场 | 124.42 | 10.40 | 3,608.70 | -16.00 | 41,836 | 3.60 |
| 潍坊南苑机场 | 46.52 | 18.00 | 18,721.40 | 0.30 | 5,858 | 10.50 |
| 满洲里西郊机场 | 41.95 | 3.40 | 2,234.40 | 1.80 | 5,113 | 7.40 |
| 唐山三女河机场 | 25.12 | 19.20 | 734.20 | -18.90 | 3,000 | 6.90 |
| 安庆天柱山机场 | 23.26 | 125.50 | 862.50 | 861.10 | 3,032 | 41.80 |
| **合计** | **1,880.46** | **9.40** | **111,530.50** | **9.60** | **167,371** | **6.30** |

资料来源：海航集团提供

（3）房地产业

海航集团房地产业务主要由海航资产管理集团有限公司（原海航置业控股（集团）有限公司，以下简称“海航资管集团”）和海航国际旅游岛开发建设（集团）有限公司（以下简称“海南岛建设”）负责，海南岛建设负责海南省内的房地产业务，其余房地产业务由海航资管集团负责。海航集团土地资源储备较丰富，其中大部分位于海南省内，海南省经济发展和国际旅游岛建设规划的实施为该项业务提供了较大的发展空间，但也使得海航集团房地产业务易受到海南省经济发展及区域房地产市场波动的影响。

2015 年，海航集团在海口大英山新城市中心区和承德市分别购置 33.68 万平方米及 2.59 万平方米的土地，土地储备进一步增加。截至 2015 年末，海航集团土地储备面积为 178.43 万平方米，土地净值为 115.18 亿元，以住宅、商业、商服用地为主。截至 2015 年末，海航集团在建项目共 29 个，其中海南省海口地区项目 9 个、海南省除海口地区外项目 8 个、省外项目 12 个，合计总投资额 522.87 亿元，累计已投资额 183.54 亿元。截至 2015 年末，海航集团拟建项目共 10 个，土地面积为 96.26 万平方米，总投资达 235.43 亿元。海航集团中短期内房地产开发项目较多，存在

一定资金压力。

2014~2015 年，海航集团房地产业务分别实现收入 39.46 亿元和 114.33 亿元，大幅增长原因主要系市场环境好转，房地产业务结转收入规模大幅增长所致；受房地产行业波动影响，毛利率呈下降趋势，由 2014 年的 27.48%下降至 22.51%。

（4）酒店服务业

近年来，海航集团在酒店服务板块加大投资力度，2013 年 4 月，海航集团以 2.34 亿欧元获得西班牙 NH 酒店 20%的股份，成为其第二大股东，并在 2014 年 1 月进行了增持；2014 年 11 月，海航集团又购买了 NH 酒店 8.3%股份，持股比例升至 29.5%，成为其第一大股东，并于 2015 年纳入合并报表。截至 2015 年底，海航集团纳入合并范围的自营酒店共 23 家，其中，五星级酒店 15 家，四星级酒店 8 家；海航集团自营酒店共拥有客房 6,4536 间，全年总接待人数 180.84 万人次，同比小幅下降 1.93%；当年酒店平均入住率为 65.82%。受此影响，2015 年，海航集团酒店服务业板块实现收入 116.99 亿元，较上年增长明显；毛利率则略有下滑至 58.55%，但仍处于较高水平。

（5）金融服务业

海航集团金融业务主要包括租赁及信托两大业务。

在租赁业务方面，主要包括飞机租赁、基础设施项目租赁和集装箱租赁等。

具体来看，飞机租赁业务主要由长江租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司、海航集团（香港）有限公司等子公司具体经营。截至 2015 年末，海航集团在手合同机队规模 225 架，已起租资产 434.00 亿元。2016 年 1 月，渤海金控以 25.55 亿美元完成对爱尔兰飞机租赁公司 Avolon 100%股权的收购，自有及管理机队规模超过 400 架，成为全球领先飞机租赁公司之一，为全球 36 个国家和地区的航空公司客户提供专业化飞机租赁服务。

基础设施项目租赁业务和集装箱租赁业务主要由渤海金控股份有限公司（以下简称“渤海金控”）开展，截至 2015 年底，渤海金控应收融资租赁款总额为 423.14 亿元。伴随渤海金控收购 Seaco 以及 Cronos 两大集装箱租赁平台，渤海金控已成为全球规模最大的集装箱租赁商。截至 2015 年底，渤海金控下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 合计持有集装箱 349 万 CEU（即 Car-Equivalent-Unit），全球市场占有率约 16%。2015 渤海金控实现营业收入 96.59 亿元、净利润 17.88 亿元。

信托业务经营主体主要为渤海国际信托有限公司（以下简称“渤海信托”），截至 2015 年底，渤海信托资产规模达 2,161.73 亿元，2015 年实现营业收入 10.70 亿元、营业利润 6.79 亿元，加权年化信托报酬率为 0.35%。

表 10　2014~2015 年海航集团金融服务业务情况

| 业务类别 | | 2014年 | 2015年 |
|---|---|---|---|
| 飞机租赁 | 在手合同机队规模（架） | 170 | 225 |
| | 已起租资产（亿元） | 242.54 | 434.00 |
| 渤海金控 | 应收融资租赁款（亿元） | 323.99 | 423.14 |
| 渤海信托 | 信托资产规模（亿元） | 2,166.17 | 2,161.73 |
| | 加权年化信托报酬率（%） | 0.50 | 0.35 |

资料来源：海航集团提供

（6）商业零售业

海航集团商业零售业务板块主要由海航商业控股及其下属上市公司西安民生经营。截至 2015 年末，该公司全资或控股的商业公司共 5 家，商业营业面积为 48.11 万平方米，其中，年末自营面积 34.24 万平方米，出租面积 13.86 万平方米。2014~2015 年，海航集团商业零售收入分别为 162.37

亿元和 100.78 亿元，下降明显，主要系其进行业务梳理，部分公司不再纳入合并范围所致；同时，受持续受到电商冲击、租金上升等因素影响，商业零售业务毛利率为 16.57%，较上年有所下降。

2015 年 4 月，海航商业控股联合其他 36 名股东共同出资设立供销大集，注册资本 269.12 亿元，海航商业控股持股 11.72%，为供销大集第一大股东，并不再纳入合并范围。该事项导致海航集团商业零售业收入明显下降。

2015 年 6 月，海航集团下属上市公司西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”）公告称，拟向特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过 132 亿元，用于购买海航商业控股及其他 36 名股东持有的供销大集 100%股权。相关资产重组事项正在进行当中，需持续关注该事宜进展。

（7）物流运输业

海航集团传统物流运输业务主要由海航物流集团有限公司（以下简称“海航物流集团”）承担，下属物流运输上市公司为天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”）。海航投资物流运输板块业务发展速度较快，物流综合实力进一步增强，2015 年，海航集团物流运输业实现营业收入 118.92 亿元，较上年增长 29.68%；但目前全球经济下行压力加大以及航运业的持续低迷给物流业务带来一定不利影响，受此影响，海航集团物流运输业毛利率由 32.70%下降至 19.94%。

具体来看，截至 2015 年末，天海投资经营（包括自营和租赁经营）的船舶 7 艘，平均船龄 19 年，总运力 8,083TEU（即 Twenty-Footer Equivalent Unit），其中 3 艘为自由船只，4 艘为租赁船舶。航线方面，天海投资外贸线以具有航权的中韩航线为主。2016 年 2 月 17 日，天海投资拟收购一家美国纽约证券交易所上市公司 Ingram Micro Inc.（股票代码：IM，以下简称“IMI”）100%的股权，交易价款预计约为 60 亿美元。IMI 为一家 IT 供应链综合服务商，2015 年，其以 465 亿美元的营业额在在《财富》杂志公布的 500 强企业中排名 230 位，其在全球 45 个国家设立分支机构，为世界范围内近 200,000 家经销商提供解决方案和服务。由于该交易仍处于商洽和尽职调查阶段，若交易成功将极大提升天海投资业务规模和国际化水平，但该事项仍然具有较大不确定性，需关注该事项后续进展。

（8）旅游业

2015 年以前，海航集团共拥有大新华运通国际旅行社有限公司（以下简称“大新华运通”）、北京凯撒国际旅行社有限责任公司（以下简称“凯撒国际”）、香港康泰旅行社有限公司（以下简称“香港康泰”）等 30 余家全资及控股旅行社。2014 年，海航集团接待旅游总人数为 90.83 万人次。

2015 年 7 月，海航集团旗下上市公司易食集团股份有限公司（于 2015 年 10 月更名为海航凯撒旅游集团股份有限公司，以下简称“凯撒旅游”，股票代码：000796）重大资产重组事项获得中国证监会有条件审核通过，凯撒国际成为凯撒旅游的控股子公司。截至 2015 年末，凯撒旅游资产总额为 35.37 亿元，所有者权益 17.62 亿元，全年实现营业收入 49.35 亿元，净利润 2.29 亿元。该重组完成后，凯撒旅游为海航集团及海航成员单位中从事旅行社业务及相关服务的唯一运营平台。为解决与凯撒旅游的同业竞争问题，海航集团承诺并保证海航集团及海航成员单位中其他有同业竞争关系的子公司将由凯撒旅游进行托管或对外出售。2015 年 1 月，海航集团将大新华运通 51%的股权全部予以转让并将香港康泰的股权由 2014 年末的 51.0%减持至 15.3%。2015 年，经过资产重组整合，海航集团未来旅游服务将以凯撒旅游为主打品牌，品牌形象进一步提升。同时，因部分运营实体的转出，接待旅游人数较往年相比有所下降，2015 年为 43.83 万人次。

总体看，海航集团业务板块较多，收入来源丰富；2015 年，海航集团进行了较大规模收购和

重大资产重组等事宜，收入规模明显增长，盈利能力有所增强。

3．海航集团财务分析

海航集团提供的 2015 年度财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。海航集团财务报表按照最新企业会计准则编制。由于股权收购新增子公司和股权转让等原因，2015 年海航集团合并范围有一定变化，财务报表的可比性一般。

截至 2015 年底，海航集团合并资产总额 4,687.09 亿元，负债总额 3,537.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,150.06 亿元，其中归属母公司所有者权益 225.14 亿元。2015 年，海航集团实现合并营业收入 951.64 亿元，净利润 30.81 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 8.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 233.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 393.93 亿元。

**资产**

伴随业务规模扩张，截至 2015 年底，海航集团资产总额达到 4,687.09 亿元，较年初增长 45.28%。从资产构成来看，其中流动资产占 41.08%，非流动资产占 58.92%，以非流动资产为主。

截至 2015 年底，海航集团流动资产合计 1,925.38 亿元，较年初增长 51.02%，主要系货币资金等增长所致；其中以货币资金（占 55.18%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 7.07%）、存货（占 18.72%）和一年内到期的非流动资产（占 5.92%）为主。

截至 2015 年底，海航集团货币资金余额为 1,062.43 亿元，较年初增加 80.63%，主要系合并增加华安保险、NH 酒店、贷款增加以及子公司完成 160 亿非公开发行股票所致，其中受到限制的货币资金为人民币 157.07 亿元，主要系定期存单质押给银行作为取得借款的担保、银行承兑汇票和信用证保证金存款及存放中央银行的法定准备金；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产合计 136.17 亿元，较年初增长 156.67%，主要系海航集团利用资金进行的债务工具投资所致；存货以房地产开发成本和库存商品为主，账面价值为 360.40 亿元，较年初减少 6.51%，主要系房地产开发产品结转收入规模较大所致，海航集团累计计提存货跌价准备为 1.87 亿元；一年内到期的非流动资产合计 114.00 亿元，较年初大幅增加 45.80%，主要系一年内到期的融资租赁应收款增加所致。

截至 2015 年底，海航集团非流动资产合计 2,761.71 亿元，较年初增长 41.53%；主要以可供出售金融资产（占 4.79%）、长期应收款（占 11.60%）、长期股权投资（占 10.42%）、投资性房地产（占 8.56%）、固定资产（占比 46.49%）和在建工程（占比 4.40%）为主。

截至 2015 年底，海航集团可供出售金融资产合计 132.42 亿元，较年初增长 60.06%，主要系海航集团对外投资增加以及购买理财产品增加所致；长期应收款合计 320.31 亿元，较年初增长 18.76%，主要系融资租赁业务发展对应的融资租赁款增加所致；长期股权投资合计 287.84 亿元，较年初增长 21.81%，主要系对供销大集和其他公司的股权投资增加所致；投资性房地产以房屋建筑物和土地使用权为主，账面价值合计 236.33 亿元，较年初小幅减少 2.51%，整体变化不大；固定资产主要系飞机、飞机发动机、设备和车辆，账面价值合计 1,283.92 亿元，较年初增长 54.55%，主要系新增合并 NH 酒店和 Cronos 等公司，合并范围扩大及新购置飞机增加所致，固定资产成新率为 83.61%，成新率较高；在建工程余额为 121.50 亿元，较年初增加 11.75%，主要系建筑工程和在安装设备的增加所致。

截至 2015 年底，海航集团所有权受到限制的资产合计 1,267.32 亿元，占总资产的 27.05%；其中包括货币资金 157.07 亿元、存货 142.96 亿元、固定资产 677.78 亿元、长期应收款 141.05 亿

元、无形资产 10.32 亿元、投资性房地产 108.12 亿元和在建工程 30.02 亿，主要用以抵押或质押取得借款或保证金等。海航集团所有权受限的资产占比较高，资产流动性受到一定限制。

总体看，2015 年，海航集团资产规模增长较快，资产构成以非流动资产为主；流动资产中货币资金规模较大；但资产受限规模较大，整体资产质量一般。

**负债与所有者权益**

伴随业务规模的扩大，海航集团负债规模明显增长；截至 2015 年底，海航集团负债合计 3,537.02 亿元，较年初增加 41.78%。其中，流动负债占比为 40.10%，非流动负债占比为 59.90%，负债结构以非流动负债为主。

截至 2015 年底，海航集团流动负债合计 1,418.29 亿元，较年初增长 46.06%，流动负债以短期借款（占 55.51%）、应付账款（占 4.99%）、其他应付款（占 5.90%）、保险合同准备金（占 4.04%）和一年内到期的非流动负债（占 13.82%）为主。其中，短期借款余额为 787.31 亿元，较年初增长 48.77%，主要系新增项目贷款、并购贷款以及合并范围增加所致；应付账款合计 70.71 亿元，较年初增长 0.92%，变化不大；其他应付款主要系应付工程款、设备款及关联公司往来款等，款项合计 83.69 亿元，较年初增长 7.14%；保险合同准备金为 57.28 亿元，系新增合并华安保险所致；一年内到期的非流动负债为 196.04 亿元，较年初增长 41.07%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

截至 2015 年底，海航集团非流动负债合计 2,118.73 亿元，较年初增长 39.06%，非流动负债构成以长期借款（占 68.90%）、应付债券（占 22.82%）和长期应付款（占 3.88%）为主。其中，长期借款余额为 1,459.72 亿元，较年初增长 25.18%，主要系新增项目贷款、并购贷款以及合并范围增加所致；应付债券余额为 483.57 亿元，较年初大幅增长 123.13%，主要系海航集团及多家子公司发行债券所致；长期应付款余额为 82.22 亿元，较年初增长 0.69%，主要系融资租入飞机等资产形成的融资租赁款。

截至 2015 年底，海航集团全部债务合计 3,087.82 亿元，较年初增长 41.32%；其中，短期债务和长期债务分别占 34.40%和 65.60%。截至 2015 年底，海航集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.46%、72.86%和 63.78%，分别较年初下降 1.86 个百分点、2.06 个百分点和 2.90 个百分点；债务负担有所下降，但仍属偏重。

截至 2015 年底，海航集团所有者权益合计 1,150.06 亿元，较年初增长 57.21%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益仅占 19.58%，具体来看，实收资本占 49.53%，资本公积占 34.11%，未分配利润占 12.24%。海航集团少数股东权益由 2014 年底的 539.51 亿元增至 2015 年底的 924.92 亿元，主要系 2015 年海航集团合并范围扩大，纳入合并范围控股公司增加所致。

总体看，2015 年，海航集团债务负担略有下降，但仍属较重；所有者权益以少数股东权益为主，稳定性较弱。

**盈利能力**

2015 年，伴随合并范围的扩大，海航集团实现营业总收入 1,009.41 亿元，同比大幅增长 49.54%，其中包括利息收入 4.07 亿元，手续费及佣金收入 53.70 亿元；实现净利润 30.81 亿元，同比增长 27.00%，增速慢于营业收入增长速度，主要系海航集团合并范围扩大期间费用增长、公允价值变动收益减少等因素综合影响所致；受少数股东权益占比较高影响，归属于母公司所有者的净利润为 8.06 亿元，同比增长 44.21%。

2015 年海航集团公允价值变动收益为 1.66 亿元，较 2014 年明显减少，主要系 2014 年以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产大幅增值所致。海航集团投资参股企业众多，投资收益对其利润影响较大，2015 年其投资收益为 47.28 亿元，同比大幅增长 206.28%，主要系海航集团将下属多家商业零售门店资产转入供销大集形成长期股权投资带来的投资收益。此外，2015 年海航集团的营业外收入为 29.08 亿元，同比增长 110.24%，主要系取得的各类机场项目补贴、航空航线补贴以及地方政府补助等。

从期间费用看，2015 年，海航集团期间费用为 300.97 亿元，同比增长 79.64%，主要系合并范围增加、经营规模扩大所致。其中，销售费用合计 51.01 亿元，管理费用合计 129.93 亿元，财务费用合计 120.03 亿元，同比分别增长 49.75%、100.20%和 75.03%。2015 年，海航集团费用收入比为 31.63%，费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2015 年海航集团营业利润率为 23.62%，较上年增长 2.27 个百分点，盈利能力有所提升；总资本收益率和总资产报酬率分别为 4.21%和 4.26%，分别较上年提高 0.27 个百分点和 0.15 个百分点；净资产收益率为 3.27%，较上年降低 0.45 个百分点，盈利能力仍有待提高。

总体看，2015 年，海航集团收入和利润均呈增长态势，但期间费用对利润侵蚀明显，盈利能力对财政补助有一定的依赖；此外，少数股东权益占比规模大，相应确认的少数股东损益规模大于归属于母公司的净利润。

**现金流**

从经营活动看，2015 年，海航集团经营活动现金流量净额为 233.69 亿元，同比增长 106.94%，主要系合并范围增加、经营规模扩大所致；其中，经营活动现金流入为 1,170.47 亿元，经营活动现金流出为 936.78 亿元。2015 年，海航集团现金收入比为 100.79%，收入实现质量较好。

由于海航集团持续对外投资，2015 年海航集团投资活动现金流量仍呈现净流出状态，净流出额为 486.06 亿元，净流出规模有所扩大，主要系并购项目支付收购对价增加以及购买金融理财产品增加所致。由于其投资规模较大，经营活动产生的现金流量无法满足投资需要，海航集团仍有较大的外部融资需求。

从筹资活动看，2015 年海航集团筹资活动现金流量净额为 645.44 亿元，较上年增长 75.99%，呈现增长的趋势，主要系贷款、公司债等各项融资活动以及子公司非公开发行股票增加所致。

总体看，海航集团经营性现金流量净额增长速度较快，但投资规模较大，未来仍存在较大的外部融资需求。

**偿债能力**

从短期偿债能力指标看，2015 年，海航集团流动比率和速动比率分别由 1.31 倍和 0.92 倍上升至 1.36 倍和 1.10 倍，流动资产对流动负债覆盖程度尚可；现金短期债务比为 1.00 倍，现金对短期债务的保护能力较强。整体看，海航集团的短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015 年，海航集团 EBITDA 分别为 261.82 亿元，同比增长 38.32%；其中，折旧占 27.03%、摊销占 8.67%、计入财务费用的利息支出占 45.70%、利润总额占 18.60%。2015 年，海航集团 EBITDA 全部债务比由上年的 0.09 倍下降至 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度有待提高；EBITDA 利息倍数由上年的 2.14 倍降至 2.02 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。

截至 2015 年底，海航集团对外担保合计 260.96 亿元，占净资产的 22.70%，担保规模较大，但被担保方以关联企业海南航空股份有限公司为主，其为国内第四大航空公司，目前经营状况良

好。截至 2016 年 4 月底，海航集团尚有 6 项国内未决诉讼，涉诉金额约 10 亿元左右；此外尚有涉外诉讼 1 件，涉案金额为 6,000 万美元，存在一定的或有风险。

截至 2015 年底，海航集团拥有银行综合授信 4,663 亿元，其中已使用授信额度 2,423 亿元，尚未使用授信额度约 2,210 亿元，外部融资渠道畅通。

根据海航集团提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为 G1046010600117840Y）显示，截至 2016 年 5 月 13 日，海航集团本部无未结清的不良类或关注类贷款记录。

总体看，海航集团短期偿债能力较好，但长期偿债能力有待提升；海航集团尚有部分未决诉讼，且对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

4．担保效果评价

从担保效果来看，以 2015 年海航集团财务数据测算，“15 海投债”额度（16 亿元）占海航集团资产总额的 0.34%，占所有者权益总额的 1.39%，占比很低；海航集团 EBITDA 对“15 海投债”额度（16 亿元）的覆盖倍数为 16.36 倍，经营活动现金流入量对“15 海投债”额度（16 亿元）的覆盖倍数为 73.15 倍，覆盖程度很高。

总体看，2015 年，海航集团资产规模明显增长，其经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于“15 海投债”的信用状况仍具有显著的积极作用。

## 九、综合评价

跟踪期内，公司按照转型目标，收缩房地产业务，积极发展基金投资业务，并继续推进非公开发行股票事宜。公司目前持有两个房地产项目，地处上海市和天津市，区域经济发展良好，去化压力不大；公司货币资金比较充裕，对短期债务的覆盖程度较高。同时，联合信用评级有限公司也关注到房地产市场波动、公司业务集中度高、收入规模下降、盈利能力对投资收益依赖性强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

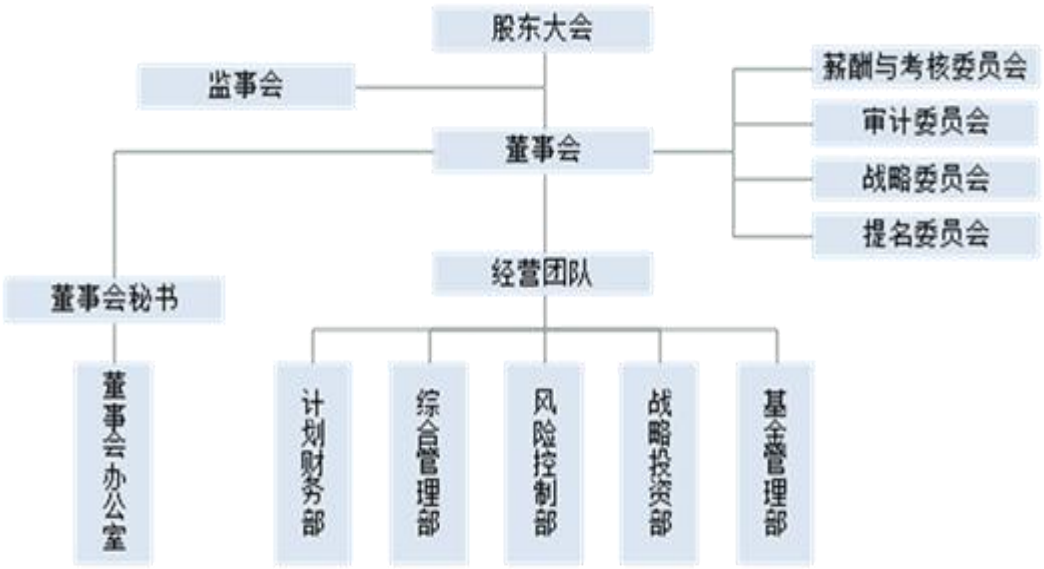
目前，公司非公开发行股票事宜已经证监会审核通过，若后续顺利实施，公司业务将呈多元化发展态势，盈利能力有望提升，资本实力也将得到充实。

本次债券由海航集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。海航集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对于本次公司债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 海投债”的债项信用等级为“AA+”。

# 附件 1　海航投资集团股份有限公司

# 组织结构图



# 附件 2-1　海航投资集团股份有限公司

# 主要计算指标

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 86.14 | 87.64 | 90.20 |
| 所有者权益（亿元） | 42.39 | 44.31 | 44.27 |
| 短期债务（亿元） | 6.63 | 17.78 | 15.02 |
| 长期债务（亿元） | 19.66 | 19.70 | 24.97 |
| 全部债务（亿元） | 26.29 | 37.47 | 39.99 |
| 营业收入（亿元） | 20.01 | 12.31 | 1.30 |
| 净利润（亿元） | 2.04 | 2.21 | -0.05 |
| EBITDA（亿元） | 5.44 | 4.30 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -0.22 | 2.76 | 0.36 |
| 应收账款周转次数（次） | 24.68 | 44.80 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.23 | 0.20 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.20 | 0.14 | -- |
| 现金收入比率（%） | 64.42 | 66.82 | 67.18 |
| 总资本收益率（%） | 4.06 | 3.91 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 5.23 | 4.84 | -- |
| 净资产收益率（%） | 4.67 | 5.10 | -- |
| 营业利润率（%） | 11.76 | 9.44 | 35.36 |
| 费用收入比（%） | 11.19 | 14.67 | 51.60 |
| 资产负债率（%） | 50.79 | 49.43 | 50.92 |
| 全部债务资本化比率（%） | 38.28 | 45.81 | 47.46 |
| 长期债务资本化比率（%） | 31.69 | 30.77 | 36.07 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.54 | 1.77 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.21 | 0.11 | -- |
| 流动比率（倍） | 3.27 | 3.34 | 3.30 |
| 速动比率（倍） | 0.80 | 1.72 | 1.49 |
| 现金短期债务比（倍） | 1.84 | 1.17 | 1.27 |
| 经营现金流动负债比率（%） | -0.92 | 11.67 | 1.70 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.34 | 0.27 | -- |

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

# 附件 2-2 海航集团有限公司

## 主要计算指标

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 3,226.22 | 4,687.09 |
| 所有者权益（亿元） | 731.54 | 1,150.06 |
| 短期债务（亿元） | 720.51 | 1,062.31 |
| 长期债务（亿元） | 1,464.50 | 2,025.51 |
| 全部债务（亿元） | 2,185.01 | 3,087.82 |
| 营业收入（亿元） | 658.03 | 951.64 |
| 净利润（亿元） | 24.26 | 30.81 |
| EBITDA（亿元） | 189.28 | 261.82 |
| 经营性净现金流（亿元） | 112.93 | 233.69 |
| 应收账款周转次数（次） | 13.78 | 16.83 |
| 存货周转次数（次） | 1.35 | 1.89 |
| 总资产周转次数（次） | 0.22 | 0.24 |
| 现金收入比率（%） | 98.92 | 100.79 |
| 总资本收益率（%） | 3.94 | 4.21 |
| 总资产报酬率（%） | 4.11 | 4.26 |
| 净资产收益率（%） | 3.73 | 3.27 |
| 营业利润率（%） | 21.34 | 23.62 |
| 费用收入比（%） | 25.46 | 31.63 |
| 资产负债率（%） | 77.33 | 75.46 |
| 全部债务资本化比率（%） | 74.92 | 72.86 |
| 长期债务资本化比率（%） | 66.69 | 63.78 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.14 | 2.02 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.09 | 0.08 |
| 流动比率（倍） | 1.31 | 1.36 |
| 速动比率（倍） | 0.92 | 1.10 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.82 | 1.00 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 11.63 | 16.48 |

# 附件 3　有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| **经营效率指标** | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| **盈利指标** | |
| 总资本收益率 | （净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100% |
| 总资产报酬率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | （主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | （营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100% |
| **财务构成指标** | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/（长期债务+所有者权益）×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| **长期偿债能力指标** | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| **短期偿债能力指标** | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| **本期公司债券偿债能力** | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。