
2015 年海航基础产业集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)101181】

评级对象: 2015年海航基础产业集团有限公司公司债券

15海基债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/负面/AA/2019年8月22日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018年6月27日

首次评级: AA/稳定/AA/2015年5月29日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	14.89	75.14	23.06
刚性债务	67.84	72.37	45.69
所有者权益	197.23	224.77	228.57
经营性现金净流入量	0.01	76.89	-58.09
合并口径数据及指标:			
总资产	865.97	843.31	864.75
总负债	552.37	510.59	586.87
刚性债务	369.19	325.26	322.52
所有者权益	313.60	332.72	277.88
营业收入	87.51	104.46	107.80
净利润	11.45	22.13	21.91
经营性现金净流入量	-0.51	20.51	53.84
EBITDA	40.96	45.70	54.85
资产负债率[%]	63.79	60.55	67.87
权益资本与刚性债务比率[%]	84.94	102.29	86.16
流动比率[%]	149.44	139.86	124.05
现金比率[%]	31.07	31.70	25.16
利息保障倍数[倍]	1.71	1.95	2.98
净资产收益率[%]	4.38	6.85	7.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.17	6.36	13.98
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.63	5.64	15.02
EBITDA/利息支出[倍]	1.86	2.11	3.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.13	0.17

注:根据海航基础产业经审计的2016~2018年财务数据整理、计算,其中2016年数据为2017年审计报告中追溯调整后的期初数。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

李超男 lcn@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对海航基础产业集团有限公司(简称海航基础产业、发行人、该公司或公司)及其发行的15海基债的跟踪评级反映了2018年以来海航基础产业在业务规模及盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在房地产政策风险、资产受限、关联方担保和流动性紧张等方面面临的压力增大。

主要优势:

- **良好的外部环境。**跟踪期内,海南省经济稳步发展,受益于海岛旅游作为国家战略的推广,区域旅游市场景气,且随着海南自贸区的建设,海南省经济或将快速发展,为省内机场行业及地产行业的发展提供了较好的外部环境。
- **机场业务和地产业务稳健发展。**跟踪期内,海航基础产业主营机场运营管理和房地产业务稳健发展,整体运营和盈利能力基本保持稳定。

主要风险:

- **海南省经济环境及房地产行业政策风险。**海航基础产业地产业务及机场业务集中于海南省,经营地域集中,且跟踪期内海南省房地产限购限售政策严格出台,未来若海南省经济环境及相关政策出现重大变化,将对公司主营业务发展带来一定不确定性。
- **业务转型风险。**海航基础产业着力于转型为轻资产运营,地产业务以出售存量的房产项目为主,但近年来海南省各房地产限购限售政策的出台,或对公司去库存的进度产生一定的影响。
- **工程施工业务大幅收缩。**海航基础产业工程业务主要以海航集团内关联方基础设施的工程建设管理为主,跟踪期内工程业务大幅收缩,工程施工业务收入大幅下降。
- **审计报告强调事项。**根据海航基础产业审计报告

告强调事项，公司与关联方相关的资产及互保金额较大，关联方目前虽在化解流动性风险，但存在不确定性；此外公司本部及下属子公司因流动资金紧张，存在数笔逾期债务。

- **融资压力大。**跟踪期内，海航基础产业银行借款结构呈现短期化，且公司受限资产规模较大，以质押的房地产存货为主，资产抵质押比率很高，公司资产可变现能力较低，后续融资压力较大。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到海航基础产业本部及下属子公司存在数笔逾期债务；公司与关联方相关的资产及互保金额较大，关联方目前虽在化解流动性风险，但存在不确定性；公司银行借款结构呈现短期化，且受限资产规模较大，后续融资压力较大，决定调整公司主体信用等级为 AA-级，评级展望为负面；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予上述债券信用等级 AA-级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2015 年海航基础产业集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年海航基础产业集团有限公司公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海航基础产业提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对海航基础产业的财务状况、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，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2015 年 6 月发行了规模为 15 亿元人民币的公司债券（债券简称“15 海基债”），期限为 7 年（附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，下一行权日为 2020 年 6 月 17 日），发行时票面利率为 7.50%。债券募集资金全部用于海口湾南海明珠邮轮港旅游综合开发人工岛工程建设。目前本期债券募投项目已完工并形成陆域，募集资金已使用完毕。

该公司合并范围内的多家子公司近年来亦发行有多期、多种债务融资工具。截至本报告出具日，公司合并口径待偿还债券余额合计 53.10 亿元人民币。

图表 1. 截至本报告出具日，公司合并口径待偿还债券情况

债券简称	债务主体	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	票面利率 (%)
15 海基债	海航基础产业集团有限公司	企业债	2015-06-17	2022-06-17	15.00	15.00	7.50
14 凤凰 MTN001	三亚凤凰国际机场有限责任公司	中期票据	2014-12-04	2019-12-04	6.00	0.10	6.80
17 凤凰 MTN001 ¹		中期票据	2017-06-22	2020-06-22	10.00	10.00	7.95
17 凤凰 MTN002 ²		中期票据	2017-12-20	2020-12-20	5.00	5.00	8.00
18 凤凰机场 SCP002		超短期融资券	2018-12-14	2019-09-10	5.00	5.00	7.30
19 凤凰机场 CP001		短期融资券	2019-03-22	2019-12-04	10.00	10.00	7.30
15 海航机场债 ³	海航机场集团有限公司	企业债	2015-12-03	2022-12-03	8.00	8.00	6.88
合计	-	-	-	-	59.00	53.10	-

资料来源：海航基础产业

¹ “17 凤凰 MTN001” 发行期限为 3（3+N）年，附第三年末调整票面利率选择权、赎回、可延期特殊条款，下一行权日为 2020 年 6 月 22 日。

² “17 凤凰 MTN002” 发行期限为 3（3+N）年，附第三年末调整票面利率选择权、赎回、可延期特殊条款，下一行权日为 2020 年 12 月 20 日；2018 年 12 月，“17 凤凰 MTN002” 的发行人三亚凤凰国际机场选择递延支付当期利息。

³ “15 海航机场债” 发行期限为 7（5+2）年，附第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权，下一行权日为 2020 年 12 月 3 日。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在

经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

近年来，该公司仍是海航集团有限公司下属民航服务板块的经营管理主体，其机场管理业务开展受民航服务行业发展状况的影响较大，跟踪期内，机场行业整体发展态势良好；海南省经济发展稳健，房地产开发行业受到海南省限购限价政策影响，整体面临较大的去库存压力。

A. 机场行业

目前我国民航机场行业发展较成熟，现阶段行业主要驱动要素为旅客吞吐量，大型国际枢纽机场则处于“吞吐量驱动”向“非航商业驱动”过渡阶段。中短期内我国民航机场仍处于投资建设高峰期，大规模资本支出将导致行业内债务规模增长，但受益于民航局、地方政府对机场建设资本金、贴息等支持及机场企业自身经营积累，行业负债率相对可控。

a) 行业概况

建立布局合理、层次清晰、功能完善的民用运输机场体系，对促进各种交通运输方式协调发展，提升运输服务整体水平有重要作用。根据《民航行业发展统计公报》，2011-2017年，我国机场系统完成固定资产投资年复合增长率为5.93%。2017年机场固定资产投资总额741.40亿元，较上年增长12.27%，迎来十三五机场建设的小高峰。随着时间的推移，已步入十三五中期，民航机场建设任务完成38%，2018年机场固定资产投资仍将保持较高的规模。

目前我国民用机场体系已初步建立，基本形成以北京、上海、广州等国际枢纽机场为中心，以深圳、成都、杭州、昆明、重庆、西安、厦门、武汉、乌鲁木齐、大连等区域枢纽机场为骨架，与其他城市干线、支线机场相配合的基本格局。截至2018年末，我国共有颁证运输机场235个，较上年末增加6个，2018年新增机场分别为甘肃陇南机场、新疆若羌机场、青海海北机场、河南信阳机场、湖南岳阳机场、新疆图木舒克机场。

根据《中国民用航空发展第十三个五年规划》，我国将构建国际枢纽、区域枢纽功能定位完善和大中小型枢纽、非枢纽运输机场、通用机场层次结构明晰的现代机场体系，至2020年，完善华北、东北、华东、中南、西南、西北六大机场群；新建机场超过50个，运输机场总数达260个左右，枢纽机场设施能力进一步提升，一批支线机场投入使用。2017年2月，国家发展和改革委员会和中国民用航空局进一步完善《全国民用机场布局规划》（简称“规划”），根据《规划》：“2025年，形成3大世界级机场群、10个国际枢纽⁴、29个区域枢纽。京津冀、长三角、珠三角世界级机场群形成并快速发展，北京、上海、广州机场国际枢纽竞争力明显加强，成都、昆明、深圳、重庆、西安、乌鲁木齐、哈尔滨等国际枢纽作用显著增强，航空运输服务覆盖面进一步扩大。”

跟踪期内，我国民航运输总周转量仍保持相对平稳快速增长态势。2018年我国机场主要生产指标继续保持平稳较快增长，全年旅客吞吐量超过12亿人次，完成126468.9万人次，同比增长10.2%。分航线看，国内航线完成113842.7万人次，同比增长9.9%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线完成2872.7万人次，同比增长6.0%）；国际航线完成12626.1万人次，同比增长13.0%。2018年我国机场完成货邮吞吐量1674.0万吨，同比增长3.5%。分航线看，国内航线完成1030.8万吨，同比增长3.1%（其中内地至香港、澳门和台湾地区

⁴ 北京、上海、广州、成都、昆明、深圳、重庆、西安、乌鲁木齐、哈尔滨等机场。

航线完成 99.3 万吨，同比增长 0.3%）；国际航线完成 643.2 万吨，较上年增长 4.1%。2018 年我国机场完成飞机起降 1108.8 万架次，同比增长 8.2%（其中运输架次为 937.3 万架次，同比增长 7.4%）。分航线看，国内航线完成 1015.6 万架次，同比增长 8.3%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线完成 19.7 万架次，同比增长 2.3%）；国际航线完成 93.3 万架次，同比增长 7.3%。

随着机场基础设施设备不断完善，旅客服务保障能力不断提升，加之国际航线局部调整和加密，我国机场运营指标均呈现快速增长，机场生产情况整体优化。

2018 年，北京首都机场完成旅客吞吐量 1.01 亿人次，连续 9 年位居世界第二；上海浦东机场完成货邮吞吐量 376.86 万吨，连续 11 年位居世界第三。受制于空域、时刻容量、地面保障资源等因素影响，机场旅客吞吐量增速呈现分化趋势，北京、上海、广州、成都等大型枢纽机场开始步入低速增长阶段，相对的中小型机场仍保持在较高的增速。

2017 年 1 月中国民用航空局（简称“民航局”）印发《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》调整机场分类目录，一类机场中分为一类 1 级和一类 2 级，一类 1 级包括北京首都机场、上海浦东机场和广州白云机场，一类 2 级机场包括深圳宝安机场、成都双流机场、上海虹桥机场，二类机场包括昆明长水机场等 20 个机场⁵，剩余部分机场均为三类机场。近年来，一类机场生产指标增速放缓，二类机场受益于旅游行业的快速发展和消费水平的提高，增速较为明显。

图表 2. 我国主要机场 2018 年业务指标（单位：%）

机场	旅客吞吐量（万人次）		货邮吞吐量（万吨）		起降架次（万架次）	
	本年累计	同比	本年累计	同比	本年累计	同比
全国机场	126468.87	10.2	1674.02	3.5	1108.83	8.2
北京首都机场	10098.33	5.4	207.40	2.2	61.40	2.8
上海浦东机场	7400.63	5.7	376.86	-1.5	50.48	1.6
广州白云机场	6972.04	5.9	189.06	6.2	47.74	2.6
成都双流机场	5295.05	6.3	66.51	3.5	35.21	4.5
深圳宝安机场	4934.90	8.2	121.85	5.1	35.59	4.6
上海虹桥机场	4362.80	4.2	40.72	-0.1	26.68	1.2
海口美兰机场	2412.36	6.8	16.86	9.1	16.52	4.9
三亚凤凰机场	2003.90	3.30	9.51	6.8	12.35	1.60

资料来源：中国民用航空局

b) 政策环境

我国由中国民用航空局制定机场收费规则，确定收费标准，这些标准构成了民航机场从航空公司和乘客手中创收并获取成本回收的基础。目前机场企业收费机制逐步市场化，具体收费标准受机场类别、国际航线开通及国际客货运输规模、合同议价能力和收费政策变化而有所差异，从而影响民航机场企业的

⁵ 二类机场包括昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁等 20 个机场。

收入规模和盈利能力。《民用机场收费标准调整方案》（民航发[2017]18号）（简称“调整方案”）已开始给予机场企业部分自主权，标志着机场收费向市场化迈进。根据《调整方案》，主要调整包括：（1）调整机场收费项目内涵：停车场内涵增加机场管理机构为航空器提供守护服务的内容。（2）调整机场收费项目的收费标准基准价及浮动幅度：①起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过 10%；②头等舱、公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台出租、值机柜台出租以及一类机场的地面服务收费标准实行市场调节价；③二、三类机场内地航空公司内地航班地面服务基本项目的收费标准仍实行政府指导价。④一家地面服务提供方运营的机场，地面服务基本项目的收费标准基准价不允许上浮；两家及以上地面服务提供方运营的机场，地面服务基本项目的收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过 10%。（3）调整旅客服务费优惠政策：不再制定旅客服务费优惠标准，具体优惠幅度由机场管理机构与航空公司协商确定。

2018年6月，根据《财政部关于取消民航发展基金用于首都机场等三家上市机场返还作企业收入处理政策的通知》，经国务院批准，取消民航发展基金用于首都机场等三家上市机场（首都机场、白云机场、美兰机场）返还作企业收入处理政策。为确保政策平稳取消，自2018年5月29日起设置半年政策过渡期。政策过渡期间，返还上市机场的民航发展基金继续由上市机场作企业收入处理；政策过渡期满后，上市机场执行与其他机场同等民航发展基金政策。根据2012年《民航发展基金征收使用管理暂行办法》（简称《办法》），民航发展基金收入全额上缴中央国库，并纳入政府性基金预算，专款专用。自2012年以来，民航发展基金累计征收预算数合计2133.80亿元，累计支出预算数合计2596.40亿元，征收和支出规模均较大，但民航发展基金的使用情况一直未曾公布，资金的使用的透明度低，其中自2012年开始作为首都机场、白云机场、美兰机场三家上市公司建设基金返还资金累计分别为67.66亿元、42.39亿元和10.87亿元，占上市公司自2012年以来累计净利润的68.23%、58.98%和47.45%。该项政策的取消，对政府机场行业是市场化改革和绩效管理的体现。取消后，上市公司的营收将更能反映机场自身的实际经营状况以及未来发展潜力，将倒逼机场企业切实提升经营管理，提高盈利能力。

c) 竞争格局/态势

外部环境上，民航机场行业具有典型的自然垄断与行政垄断特性，民航机场许可、航路、空域、航线许可、建设用地等资源的稀缺性，高初始投资成本（资本密集度高）和随后而来的规模效益，全国机场布局和规划过程复杂等，行业内构建竞争资产通常在经济上不可行，行业进入壁垒具备有效性。民航机场有一定区域服务范围，全国机场布局规划或对地理位置临近的机场在服务辐射交叉区形成一定竞争。

财务方面，由于机场建设周期较长，我国民航机场行业企业的债务结构一般会呈现中长期化特征，而大规模的资本支出将导致行业内债务规模增长，部分中小机场在投运后由于成本费用增加将致使其长期处于经盈亏损状态，

但受益于民航局、地方政府对机场建设资本金、贴息等支持及机场企业自身经营积累，行业负债率相对可控；同时，民航机场行业现金流状态较好，持续良好的现金流对债务到期偿付提供一定保障。

我国民航机场群格局可分为东北机场群、华北机场群、华东机场群、中南机场群、西南机场群和西北机场群，华东机场群和中南机场群旅客吞吐量合计占比超过全国旅客吞吐量的 50%。2017 年华北机场群和西南机场群旅客吞吐量增速弱于全国机场旅客吞吐量平均增速，华东机场群与全国机场旅客吞吐量基本保持一致，东北机场群旅客吞吐量增速明显高于全国机场旅客吞吐量增速。

图表 3. 全国机场群生产指标（单位：万人次、万吨、万架次、%）

机场群	机场数	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
		2017 年	增速	占比	2017 年	增速	占比	2017 年	增速	占比
东北机场群	27	7179.21	16.7	6.25	54.74	3.1	3.38	62.64	8.2	6.11
华北机场群	35	17275.21	10.9	15.05	249.44	4.7	15.42	144.96	14.3	14.14
华东机场群	44	33287.37	12.9	29.00	666.97	9.2	41.23	274.90	10.7	26.82
中南机场群	35	27736.15	14.8	24.16	424.21	6.2	26.22	267.14	10.8	26.07
西南机场群	47	18934.31	10.3	16.50	163.56	6.0	10.11	170.73	9.0	16.66
西北机场群	41	10374.45	14.0	9.04	58.82	7.9	3.64	104.52	12.4	10.20
合计	229	114786.68	12.9	100.00	1617.73	7.1	100.00	1024.89	10.9	100.00

资料来源：中国民用航空局

目前，我国存在机场企业联营组成省级机场集团现象，区域内机场资源整合将改变竞争格局，对行业内企业产生深远影响。从机场盈利来看，大型枢纽机场基本保持较好盈利和较大规模现金流入，而部分省级机场集团由于包含区域内中小机场存在一定程度亏损情况，或主要依赖于财政相关补助以弥补亏损。

d) 风险关注

快速增长的机场生产指标与机场安全保障能力提升速度不相匹配

近年来，全国机场旅客吞吐量均保持超过 10% 的增长速度，机场生产指标的快速增长对机场基础设施保障能力的提升速度提出了较高的要求。目前，我国机场呈现出枢纽机场超负荷运行，机场现有设施保障能力给未来的安全运行带来的压力加大，而多数中小机场、支线机场，业务量却较小，设备利用率不足的发展状态。未来缓解机场业务量快速增长带来的机场安全运行压力以及合理分散枢纽机场业务量至相关支线机场是未来机场行业发展的重点。

较大规模的资本支出，将带来债务规模增长风险

目前大多数民航机场为提升机场保障能力，在机场扩容、新建等方面对资金的需求量较大，面临一定的资本支出压力，易受信贷政策和企业融资渠道影响。大规模的资本支出将导致行业内债务规模增长，行业内企业面临一定存量债务偿付压力和新建及改扩建带来的增量债务压力。此外，机场行业属于重资产行业，新建机场或是改扩建项目完工投运后，较大规模的利息费用和折旧成本，在短期内将对机场企业的盈利能力产生影响（尤其是中小机场），甚至将出现长期经营亏损。

民航机场放行正常率仍偏低以及突发事件风险

民航机场行业资源的稀缺性制约着民航机场行业的快速发展，在有限资源环境下，民航机场放行正常率偏低，机场航班准点率持续低位运行，日益增长的航班需求与空域资源的紧张、机场时刻紧缺，矛盾越来越突出。除了机场行业特殊资源的稀缺性影响机场的运营和发展，战争、地区冲突、自然灾害、非传统性安全事件等突发事件或不可抗力因素会对航空运输业产生负面影响，其潜在影响包括航班中断、客运量和收入减少等，进而影响民航机场行业的正常生产经营。

高铁开通短期内产生分流风险

近年来，高铁的快速发展使得民航运输在中短距离的交通运输市场中面临较大的压力，高铁新建或开通和加密会对机场吞吐量形成一定冲击，短期内对相关航线的分流影响较为明显。

纵观行业发展趋势，不断增长的客货运需求、主业较强的现金流以及各级政府财力支持，仍可有效支撑中国民航机场行业信用质量保持稳定。

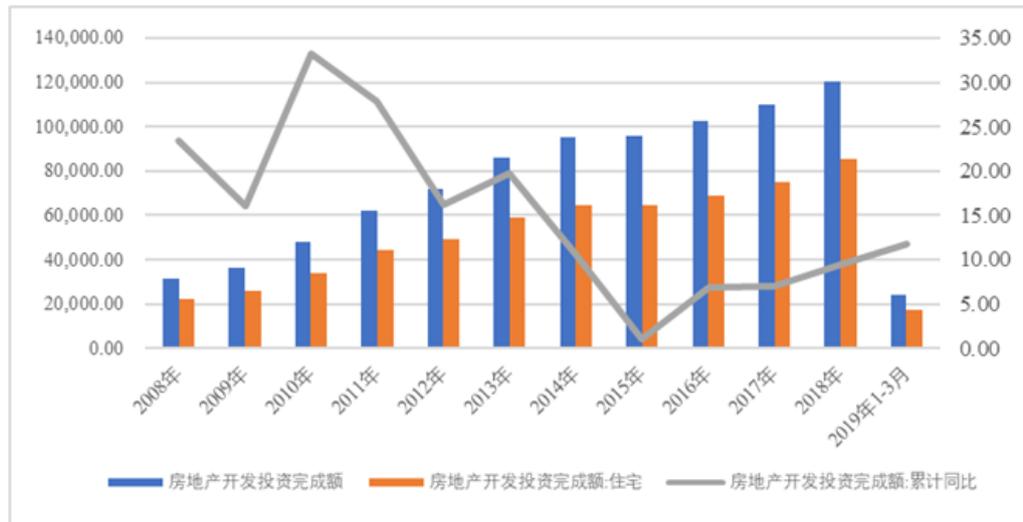
B. 房地产行业

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。跟踪期内，海南省相关政策出台，着力推进供给侧改革，建立房地产长效机制。

a)行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年同期增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年同期增长13.00%，增速高于房地产增速。

图表 4. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

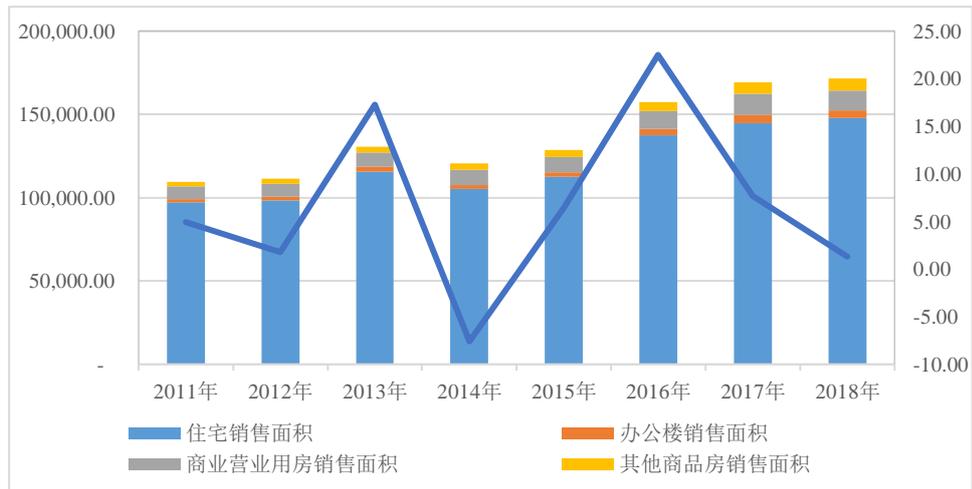
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市⁶的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由 -27.37% 收窄至 -6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由 -5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价

⁶ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

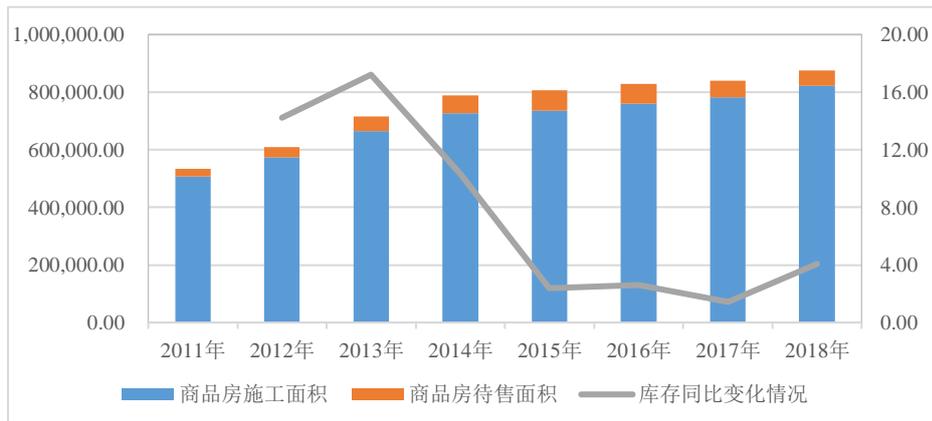
图表 5. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010 年和 2011 年房地产投资的高速增长，带动了 2012 年和 2013 年库存的快速增长，随着 2012 年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014 年库存增速大幅回落。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 6. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

b)政策环境

2018年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继2019年3月5日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3月8日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

c)竞争格局/态势

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略

等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

2018 年以来，房地产开发企业总体上营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

d) 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。

2018 年以来，我国房地产调控政策密集出台，调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。

2018 年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据统计，2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过 5,000 亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

跟踪期内，海南省房地产限购政策相继出台，对房地产行业进行严格调控。2017 年 3 月 2 日，海南省住建厅召集 42 家房企和 28 家中介机构召开座谈会，

明确对销售价格超过备案价格 5% 以上、随意涨价的，责令限期整改、暂停网签、停发后期预售许可。2017 年 3 月 3 日，海口市人民政府出台了《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的实施意见》，明确规定禁止预售商品房转让，二套首付比例按就高原则，对拥有 2 套以上住房的居民家庭可暂停发放商业性个人住房贷款。2017 年 4 月 14 日，海南省推出全省限购限贷政策。2017 年 5 月 10 日，海口限购政策出台，非本省居民限购 1 套，已有房产不能再购买（含二手房和产权式酒店）；在海口主城区和南部生态保护区购房，连续 2 年以上社保证明。2018 年 4 月 22 日，《中共海南省委办公厅海南省人民政府办公厅关于进一步稳定房地产市场的通知》（简称“通知”）印发并执行，海南省对外宣布全域限购政策，对全省所有地区严控购房资质，严格限贷、限制转让和价格备案管理，取得不动产权证满 5 年后方可转让。

（3）区域市场因素

海南省位于中国最南端，北以琼州海峡与广东省划界，西临北部湾与广西壮族自治区和越南相对，东濒南海与台湾省对望，东南和南面与菲律宾、文莱和马来西亚为邻。作为中国最大的经济特区，2018 年海南省经济增速有所放缓，地区生产总值 4832.05 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.8%，增速同比下降 1.2 个百分点。其中，第一产业增加值 1000.11 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 1095.79 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 2736.15 亿元，增长 6.8%。三次产业结构由 2017 年的 22.0:22.3:55.7 调整为 20.7: 22.7: 56.6，第三产业占比较高且保持增长态势。

图表 7. 近年来海南省及海口市主要经济指标情况（单位：亿元、万人公里）

海南省	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	4044.51	7.5%	4462.54	7.0%	4832.05	5.8%
三次产业结构	24.0:22.3:53.7		22.0:22.3:55.7		20.7: 22.7: 56.6	
全省地方一般公共预算收入	637.5	8.8%	674.08	11.5%	756.22	11.7%
固定资产投资	3747.03	11.7%	4125.40	10.1%	-	-12.5
社会消费品零售总额	1453.72	9.7%	1618.76	11.4%	1717.08	6.8%
旅游总收入	672.10	17.4%	811.99	20.8%	950.16	14.5%
全省旅客周转量	743.53	21.7%	848.64	14.1%	968.42	15.6
其中：民航旅客周转量	619.64	25.5%	713.12	15.1%	831.65	18.1
海口市	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1257.7	7.7%	1390.48	7.5%	1510.51	7.6%
三次产业结构	5.4:18.6:76.0		4.6:18.1:77.3		4.2:18.3:77.5	
全市地方一般公共预算收入	115.5	11.2%	125.37	12.8%	169.9	13.9
固定资产投资	1271.7	25.7%	1415.5	11.3%	-	-6.2%
社会消费品零售总额	653.9	9.8%	726.12	11.0%	757.55	5.9%
旅游总收入	191.84	13.6%	265.99	14.3%	298.11	12.1
全市旅客周转量	642	-	738	15.0	-	-
其中：民航旅客周转量	564	-	652	15.7	-	-

资料来源：海南省及海口市各年国民经济和社会发展统计公报

海南省地处热带北缘，地理位置较优，海口市是海南省省会城市，是我国东南沿海对外开放黄金海岸线上重要的贸易口岸和旅游城市之一，也是国家“一带一路”战略支点城市之一。2018年海口市实现地区生产总值1510.51亿元，同比增长7.6%，三次产业结构由2017年的4.6:18.1:77.3调整为4.2:18.3:77.5，第三产业发展对当地经济水平贡献程度高。

政策方面，2010年1月，国务院发布《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，标志着海南国际旅游岛建设纳入国家战略。海南省计划于2020年初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地，旅游业增加值占地区生产总值比重达到12%以上，第三产业增加值占地区生产总值比重达到60%。2011年3月，财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，2011年4月20日起，海南试点执行，成为继日本冲绳岛、韩国济州岛和马祖、金门之后，第四个实施该政策的区域；2016年2月1日起，海南离岛免税政策取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过16000元人民币。2019年1月19日，位于海南海口和博鳌的两家市内免税店正式开业，海南离岛免税购物店已增至4家。

2018年12月起，海南离岛免税政策进行第五次调整：购买限额从每人年度16000元提升到每人年度30000元，且不分岛内外居民，不限制购买次数，同时在离岛免税商品清单中增加部分家用医疗器械商品，如视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持）等。此外，乘轮船离岛旅客也被纳入海南离岛旅客免税购物政策适用范围。

受益于丰富的旅游资源及离岛购物免税政策的吸引，2018年，海南旅游产业增加值392.82亿元，同比增长8.5%；接待国内外游客7627.39万人次，同比增长11.8%，其中入境过夜游客126.36万人次，同比增长12.9%；实现旅游总收入950.16亿元，同比增长14.5%。其中，前往免税店购物人数288万人次，同比增长20%，实现销售额101亿元，同比增长26%；出入境邮轮游艇141艘次，同比增长15%，接待出入境游客6.8万人次；西沙邮轮共执行106航次，同比增长51.4%，接待国内游客3.33万人次，同比增长90.9%。

此外，2018年4月14日《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》正式对外发布，党中央决定支持海南全岛建设自由贸易试验区，支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，且明确提出，到2020年，自由贸易试验区建设取得重要进展，国际开放度显著提高；到2025年，自由贸易港制度初步建立，营商环境达到国内一流水平；鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区。海南自由贸易试验区和自贸港的建设将带来更多旅游、商业、金融业的发展机会，将带动海南省经济的快速发展，并为省内交通基础设施建设、完善和服务提升提供更所空间。

2018年，海南省全省及海口市全市区完成固定资产分别同比下降12.5%和6.2%，其中房地产开发投资分别下降16.5%和增长0.9%。2018年海南省商品

房销售面积 1432.25 万平方米，同比下降 37.5%；房屋销售额 2083.29 亿元，同比下降 23.2%。

根据《2018 年海口市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，海口房价总体走势平稳，新建商品住宅环比价格指数在 100.2-103.9 之间波动，月份环比涨幅 3.9%，为全年最高点，随着 2018 年 4 月份海南省政府出台的全域限购和 8 月份中旬限价政策的推行，房地产市场趋于平稳，理性降温势头逐步显现。房地产开发投资增势稳定。2018 年海口市房地产开发投资 609.42 亿元，同比增长 1%。其中，住宅投资 419.31 亿元，同比增长 1.6%。2018 年海口市商品房销售面积 393.32 万平方米，同比下降 28.4%。其中，住宅销售面积 331.44 万平方米，同比下降 32%，住宅销售额同比下降 26.5%至 419.09 亿元；商品房销售额 520.49 亿元，同比下降 21%。2018 年末海口市商品房待售面积 169.76 万平方米，较上年末下降 8.1%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司主营业务机场业务和地产业务发展稳健，公司机场旅客吞吐量有大幅增长，房地产业务逐渐缩减新建项目，以出售存量地产为发展重点，2018 年海航首府的销售为公司带来较大金额的收入及现金流入；此外，公司工程业务规模大幅收缩，业务收入同比大幅下滑。

跟踪期内，该公司仍是海航集团旗下基础设施建设的经营管理主体，公司核心业务仍为机场业务和地产业务。跟踪期内，公司机场业务发展稳健，旅客吞吐量有大幅增长；公司房地产业务逐步缩减新建项目，着重于出售存量的地产，并向临空产业开发转型，跟踪期内地产业务受益于海航首府的销售，营业收入同比大幅增长。未来公司计划借助海南自由贸易岛政策，围绕参控股机场及周边临空项目，大力发展临空产业园基础设施建设。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
机场业务	全国	规模/资本/资产/资源/政策等
地产业务	海南	规模/资本/资产/资源/政策等

资料来源：海航基础产业

跟踪期内，该公司工程业务主要围绕公司全资子公司海南海建工程管理总承包有限公司（简称“海建工程”）开展，以基础设施的工程管理建设为主，主要为 EPC 总承包、PPP 业务及代建业务等。2018 年海建工程业务量大幅收缩，主要系海航集团内部关联单位工程施工业务规模大幅下降。2018 年，公司工程业务实现收入 1.66 亿元，同比大幅减少 17.55 亿元，对营业收入的贡献很小；同期公司工程业务营业毛利率为 3.01%，盈利能力很弱。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %) ⁷

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	87.51	104.46	107.80
其中：(1) 地产业务	65.83	68.42	88.05
在营业收入中所占比重 (%)	75.22	65.49	81.68
(2) 机场业务	17.62	16.84	18.08
在营业收入中所占比重 (%)	20.13	16.12	16.78
(3) 工程业务	4.07	19.21	1.66
在营业收入中所占比重 (%)	4.65	18.39	1.54
毛利率 (%)	28.75	35.59	30.68
其中：地产业务 (%)	29.51	45.82	61.72
机场业务 (%)	35.08	25.32	9.62
工程业务 (%)	8.11	8.02	3.01

资料来源：海航基础产业

A. 地产业务

跟踪期内，该公司地产业务仍主要围绕全资子公司海航地产集团有限公司（简称“海航地产集团”）开展，公司地产业务布局以海南为中心，持续向全国一二线城市跨进。跟踪期内，海航地产集团转型地产开发业务，从传统房地产行业向临空产业开发战略转型，以海南自由贸易区（港）为发展契机，加强海南临空产业的开发建设，同时，业务拓展持续向全国一、二线城市的临空产业园。截至 2018 年底，公司地产的经营范围已遍及海南、天津、上海、广州、西安等全国 30 余个省市，拥有开发型项目逾百个；业态涵盖航空基地、写字楼、商铺、公寓、仓储、酒店等；旗下有以武汉临空产业园、宜昌临空产业园、都江堰通航小镇、海口大英山 CBD、海口双子塔、海口南海明珠生态岛为代表的多个重点项目及城市地标性建筑。2018 年，公司地产业务新开工面积 1.97 万平方米，竣工面积 62.24 万平方米，签约销售面积 53.56 万平方米，签约销售额 87.82 亿元。

跟踪期内，该公司房地产开发投资项目主要集中在海口双子塔南塔、海航豪庭和海航首府等地块。2018 年末，公司开发投资总建筑面积合计为 418.23 万平方米，预计项目合计总投资额为 414.14 亿元，当年公司实际投资额为 23.93 亿元；同期末，公司房地产开发投资项目在建建筑面积为 247.31 万平方米，已竣工面积为 80.44 万平方米。其中，公司当年竣工项目主要为海航豪庭北苑三区、海航首府双语学校、海口洲际酒店(洲际/双创大厦)以及营口海航华府（B 地块一期）项目。

2018 年，该公司房地产销售项目集中于海航豪庭、海南大厦、新海航大厦及海口日月广场，为公司地产业务主要收入来源，同期末，公司房地产可供

⁷ 该公司于 2017 年 8 月收购海建工程，新增工程业务板块，并调整 2016 年收入分类。

出售面积为 291.77 万平方米，其中已预售面积为 28.86 万平方米。公司房地产出租项目主要为新海航大厦、海南大厦、甬直仓库和海航国际广场等地块，2018 年公司出租房地产建筑面积合计为 64.12 万平方米，同比增加 30.23 万平方米；出租房地产实现租金收入 4.67 亿元，同比增加 1.68 亿元。

海航地产与海南富力房地产开发有限公司（简称“富力地产”）于 2018 年 4 月 20 日在海口市签订了《海口市国兴大道地产项目合作框架协议》。合作项目位于海口市国兴大道，项目分 D16、B18 两个地块，土地使用权面积约 9.39 万平方米，土地用途为城镇住宅及商服用地，总建筑面积约 67 万平方米。2018 年该项目出售金额合计为 53.69 亿元。2018 年，该公司地产业务实现收入 88.05 亿元，同比增长 29.10%，同期地产业务毛利率为 61.72%，同比大幅上升 15.90 个百分点，主要系海航首府项目定价较高，项目盈利能力较好。

图表 10. 2018 年公司地产业务销售主要项目情况（单位：万元）

土地所在地	销售金额
海航首府 B18 地块	349097.61
海航首府 D16 地块	187805.51
海航豪庭 A08 地块	77657.76
海航豪庭 A14 地块	48470.25
海航豪庭 A12 地块	29888.92
合计	692920.05

资料来源：海航基础产业

跟踪期内，该公司地产业务着重于销售存量的房地产项目，减少土地储备。2018 年末，房地产储备方面，公司持有待售项目为 236.01 万平方米，规划计容面积合计为 252.05 万平方米，主要集中在海口市美兰区、琼山区及秀英区。

图表 11. 截至 2018 年末公司土地储备情况

土地所在地	土地面积 (万平方米)	开发情况
海南海口市美兰区	2.40	持有待开发
海南海口市琼山区	2.29	持有待开发
海南海口市秀英区	212.10	持有待开发
海南三亚市天涯区	6.78	持有待开发
浙江省平湖市	12.44	持有待开发
合计	236.01	-

资料来源：海航基础产业

截至 2018 年末，该公司存货中在建开发产品期末余额为 135.17 亿元，较上年末下降 30.40%，未来公司项目销售及资金回笼情况仍易受行业政策和当地房地市场景气度变化影响。

图表 12. 公司主要在建房地产开发项目情况（截至 2018 年末）

项目	业态	开工时间	预计竣工时间	预计总投资 (万元)	期末余额 (亿元)
南海明珠生态岛	综合体	2011/12/28	2021/6/30	110.00	91.30
双子塔	综合体	2015/6/10	2019/5/31	18.44	11.71
海航豪庭二期 A05 地块	住宅	2015/9/30	2019/6/30	10.26	11.21
琼中海航庭院	住宅	2015/8/1	2020/12/31	6.54	4.35
慈航医疗中心 D02-1	医院	2015/8/12	2020/4/30	5.52	3.91
儋州望海国际商业广场	综合体	2017/3/30	2020/4/1	5.36	1.86
宜昌海航生态城	综合体	2017/10/1	2020/12/1	4.97	1.76
海航豪庭二期 C13 地块	住宅	2018/4/26	2020/12/30	19.72	1.40
海航中心 D10 地块	医院	2017/9/30	2022/6/30	43.43	1.13
子爵二期	住宅	2015/9/25	2021/10/31	2.34	1.05
海航豪庭二期 C14-1 地块	住宅	2017/12/26	2020/12/30	8.72	1.02

资料来源：海航基础产业

B. 机场业务

该公司机场业务主要围绕子公司海航机场集团有限公司（简称“海航机场集团”）开展，近年来，海航机场集团推进与目标机场地方政府的签约及合作，提高机场运营效率和资源利用率，并引入空港转运上下游物流产业，围绕机场形成一个物流产业的共享平台。

跟踪期内，国内民航业发展稳健，该公司控股及参股运营机场旅客吞吐量呈现大幅增长。2018 年 9 月 20 日，三亚凤凰机场新扩国际航站楼项目，新增航站楼面积 19685 平方米及 8 个近机位，明显改善了国内、国际航站楼候机环境，同时完成机坪塔台工程建设，并于 2018 年 11 月 8 日移交正式运行，促进地面运行效率提升；宜昌三峡机场二期改扩建飞行区工程于 2018 年 3 月 23 日正式开工建设，各项工作顺利推进；松原查干湖机场通用机坪建设项目，项目规划用地 8 公顷，新建通用机坪 2 万平方米，预计 2019 年投入使用，可吸纳更多的通航企业。

近年来，该公司机场业务基本保持稳定，公司通过整合政府和航空市场资源，主动引进基地航空公司，开拓航线，加密航班，快速提高机场运输量。截至 2018 年末，海航机场集团管理运营及合作 10 家机场，主要包括三亚凤凰国际机场、宜昌三峡机场、满洲里西郊机场、潍坊南苑机场、唐山三女河机场、安庆天柱山机场、营口兰旗机场、三沙永兴机场、松原查干湖机场、巴中恩阳机场等，其中公司控股机场 9 家，1 家松原查干湖机场参与合作。2018 年公司控股机场共实现旅客吞吐量 2571.05 万人次，航班起降 17.50 万架次，货邮行吞吐量 29.52 万吨，国际及地区旅客吞吐量 96.60 万人次，增长幅度分别为 7.17%、6.09%、4.54% 和 6.66%。其中，三亚凤凰国际机场全年旅客吞吐量达 2003.9 万人次；宜昌三峡机场旅客吞吐量首次突破 290 万人次；潍坊南苑机场旅客吞吐量突破 72 万人次；唐山三女河机场吞吐量突破 57 万人次；满洲里西

郊机场达 42 万人次；安庆天柱山机场突破 47 万人次；营口兰旗机场达 29 万人次，各机场运营数据稳步增长。2018 年，公司实现机场业务收入 18.08 亿元，同比增长 7.39%；公司机场业务盈利能力有所下降，同期业务毛利率为 9.62%，同比下降 15.70 个百分点，主要系各机场 2018 年航班量增加，航线补贴成本增加所致。随着海南省旅游业发展及免税政策，预计未来公司下属机场吞吐量将持续快速增长。

图表 13. 2018 年公司控股机场经营情况

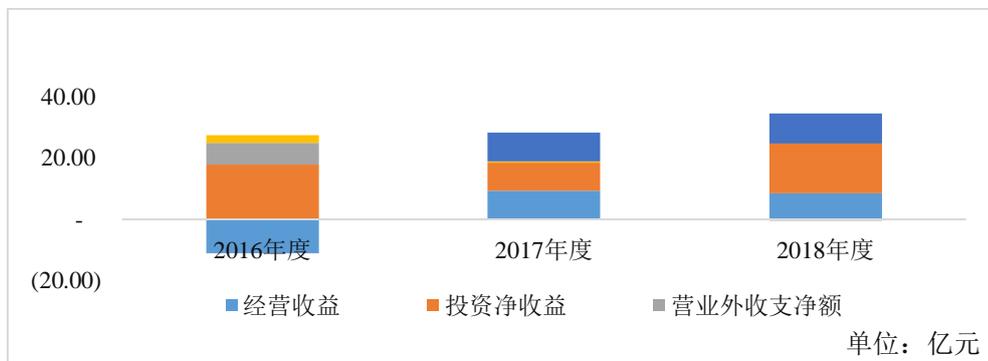
机场名称	持股比例	起降架次（万次）	旅客吞吐量（万人次）	货邮吞吐量（万吨）
凤凰机场	82.22	12.35	2003.90	9.51
三峡机场	90.00	7.65	294.87	0.44
满洲里西郊机场	67.00	0.48	42.81	0.10
潍坊南苑机场	100.00	0.69	72.48	2.41
唐山三女河机场	51.57	0.61	57.43	0.12
安庆天柱山机场	100.00	0.50	47.76	0.17
营口机场	60.00	0.32	29.80	0.01
三沙永兴机场	100.00	0.07	5.83	0.01
琼海博鳌机场	52.52	1.87	15.95	0.01

资料来源：海航基础产业

此外，该公司还参股海口美兰国际机场有限责任公司（简称“美兰机场”），2018 年末公司对美兰机场的持股比例为 18.07%。美兰机场作为干线机场，业务规模不断扩大，可为公司贡献一定的投资收益。2018 年，美兰机场完成起降架次 16.52 万次，同比增长 4.89%；完成旅客吞吐量 2412.36 万人次，同比增长 6.81%；完成货邮吞吐量 16.86 万吨，同比增长 9.14%，实现营业收入 49.01 亿元，同比增长 23.71%。

（2）盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构



资料来源：根据海航基础产业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司营业利润主要来自于经营收益，投资净收益和政府补助可提供有效补充。2018 年，公司毛利仍主要来自于毛利率相对较高的地产业务，同期公司实现营业毛利 56.14 亿元，同比增长 51.01%；其中地产业务实现毛利为 54.35 亿元，同比大幅增长 73.91%，占营业毛利的比重为 96.81%。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	87.51	104.46	107.80
毛利（亿元）	25.16	37.18	56.14
其中：地产业务（亿元）	19.43	31.25	54.35
机场业务（亿元）	6.18	4.26	1.74
期间费用率（%）	33.48	20.08	21.53
其中：财务费用率（%）	24.55	13.21	15.00
全年利息支出总额（亿元）	22.06	21.63	24.70
其中：资本化利息数额（亿元）	0.95	7.22	7.45

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司财务费用高企，2018 年公司期间费用同比增长 10.63% 至 23.21 亿元；期间费用率为 21.53%，同比上升 1.45 个百分点。2018 年，公司财务费用为 16.18 亿元，同比增长 17.26%，主要系利息费用大幅增加，跟踪期内，公司刚性债务仍呈较大规模。2018 年公司管理费用同比增长 7.81% 至 5.85 亿元，主要系职工薪酬、项目终止损失等费用增加。同期，公司销售费用同比下降 32.69% 至 1.18 亿元，主要系职工薪酬及广告宣传费等费用减少。2018 年，公司营业税金及附加为 19.16 亿元，同比增加 12.32 亿元，主要为土地增值税的增加。同期公司获得投资收益 16.17 亿元，同比大幅增长 76.15%，主要系公司处置长期股权投资获得收益 15.03 亿元（其中处置海南高和房地产开发有限公司获得收益 4.37 亿元、处置海南海岛建设物流有限公司的利润获得收益 2.88 亿元、处置深圳宝源创建有限公司获得收益 4.66 亿元、处置广东兴华实业有限公司获得收益 2.22 亿元）；公司投资净收益中来自联营企业的投资收益为 0.99 亿元，同比减少 57.15%，主要为来自海航集团财务有限公司（简称“海航财务公司”）的投资收益；同期，公司获得公允价值变动净收益 0.11 亿元，同比下降 73.43%，主要为投资性房地产公允价值的变动收益。2018 年，公司获得其他收益 9.86 亿元，主要为以航线补贴和包机补贴为主的政府补助，其中下属机场收到的航线补贴为 7.26 亿元，同比增长 6.99%，公司获得的航线补贴具有一定的持续性。2018 年，公司营业外支出同比增长 29.99% 至 0.55 亿元，主要为海南高和房地产开发有限公司、三亚凤凰国际机场有限责任公司税费滞纳金支出。跟踪期内，公司营业毛利大幅增长，通过处置长期股权投资获得一定收益，且公司持续受到政府补贴，2018 年公司利润总额同比增长 22.92% 至 34.22 亿元；受较高的所得税费用影响，同期净利润同比小幅下降 1.02% 至 21.91 亿元。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益	17.90	9.18	16.17
其中：理财产品	0.12	0.09	0.03
权益法核算的长期股权投资收益	1.71	2.31	1.02
处置长期股权投资损益	14.37	6.68	15.03
营业外收入	7.37	0.12	0.11
其中：政府补助	7.31	0.10	0.02
其他收益	-	9.20	9.86
公允价值变动损益	2.57	0.43	0.11
其中：投资性房地产	2.57	0.43	0.11

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

跟踪期内，该公司地产业务着重于出售存量房地产项目，未来公司拟开发的房产项目速度放缓，公司的地产业务向临空产业开发转型。借助海南自由贸易岛政策和市场机遇，围绕机场及配套等核心资源。未来公司将重点推动美兰临空产业园、宜昌临空产业园等重点项目，以公司参控股的机场作为发展临空产业园项目的基础与拓展平台，打造临空产业园区。

管理

跟踪期内，该公司实收资本小幅增加，控股股东仍为上市公司海航基础，实际控制人仍为海南省慈航公益基金会；公司关联交易往来较多，为关联方提供的担保金额相对较大。根据公司 2018 年审计报告披露，公司因流动性资金紧张，存在部分债务及相应利息逾期。控股股东海航基础因与关联方互保额度比例超过董事会及股东大会授权比例，未及时履行信息披露义务，海航基础和相关人员受到海南证监局警示函；且海航基础关联方存在非经营性占用其及下属子公司资金等违规情形，内部控制管理存在缺陷。跟踪期内，公司董事长及法人代表发生变更，此外，公司管理框架无重大变化。

截至 2018 年末，该公司实收资本较上年末小幅增长 1.03% 至 200.09 亿元，海航基础仍持有公司 100% 股权，公司实际控制人仍为海南省慈航公益基金会。2018 年末，海航基础资产总额为 939.45 亿元，较上年末减少 2.40%，所有者权益为 367.70 亿元；2018 年海航基础实现营业总收入 116.56 亿元，同比增长 4.48%；净利润 18.41 亿元，同比下降 18.16%，经营活动现金净流量为 60.04 亿元，同比增长 103.55%。公司股权结构图详见附件一。

跟踪期内，该公司关联交易主要为和海航集团内部公司发生的交易，关联方交易涉及金额相对较大。公司采购商品接受劳务的关联交易主要为航线

补贴、机场服务、货款以及工程服务等交易，2018 年合计发生 0.03 亿元；出售商品、提供劳务的关联交易主要为提供代建及设计收入、提供机场相关服务及销售商品等，2018 年合计发生 0.42 亿元；此外，公司向海航集团旗下公司提供办公室、商铺的出租，并且提供受托管理、承包及委托管理、出包等服务。同期末，公司应收关联方各类款项合计为 88.67 亿元；公司应付关联方各类款项合计为 43.47 亿元。

2018 年末，该公司关联方为公司提供担保余额为 255.00 亿元，主要为海航实业集团有限公司（简称“海航实业”）、海航基础控股集团有限公司（简称“海航基础控股”）等关联方为海航地产集团、凤凰机场、海航机场集团等提供的担保；同期末，公司为关联方提供担保余额为 110.43 亿元，主要为公司及其子公司对海航物流集团、海航实业、海航航空集团有限公司（简称“海航航空集团”）、海航基础、海航基础控股、海航股权管理有限公司（简称“海航股权管理”）等关联方提供的担保。其中，因海航股权管理出现逾期归还借款的情况，2019 年 1 月，司法协助冻结了子公司海南海岛临空产业集团有限公司（简称“海岛临空产业”）持有的全资子公司海南航喜房地产开发有限公司、海南航乐房地产开发有限公司及海南航义房地产开发有限公司各 5000 万股股权。2018 年末，公司存放于海航财务公司的存款余额为 55.60 亿元，当年产生利息收入 0.39 亿元。公司与其关联方互相担保金额较大，公司存在较大的或有负债风险。

此外，2018 年 12 月 10 日，临空产业与海南海航实业不动产运营有限公司签订股权转让协议，临空产业以人民币 2.45 亿元购买其持有的湖北海航通航投资管理有限公司（简称“湖北海航通航”）100% 股权。海航机场集团与深圳平安大华汇通财富管理有限公司（简称“平安大华汇通财富”）签订了资产管理合同，由平安大华汇通财富出资 39.5 亿元认购根据资产管理合同发行的优先级份额。根据《增资扩股协议》的约定，资管计划通过向三亚凤凰国际机场增资，取得其股权。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 2 月 22 日，公司存在 1 笔欠息记录，已于 2018 年 11 月 8 日结清。根据公司 2018 年审计报告披露，公司共存在 32 笔未决诉讼，主要为海建工程为海南麒麟旅业开发有限公司提供保证的诉讼事项、三亚临空基础建设有限公司、海岛临空产业以及海航机场集团等涉及的股权收购纠纷。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/2/22	有	有	有
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/2/22	有	有	有
诉讼	公开信息披露、公司提供	2019/2/22	无	有	有

资料来源：根据海航基础产业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

截至 2018 年末，该公司逾期银行借款 11.52 亿元，占 2018 年末所有者权

益的比例为 4.15%，根据 2018 年审计报告披露，逾期原因为流动资金紧张。根据公司控股股东海航基础于 2019 年 7 月 6 日披露，其审计师事务所中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)《关于对海航基础设施投资集团股份有限公司 2018 年年度报告的事后审核问询函》有关问题的回复，控股股东及其子公司自 2018 年 7 月以来新增贷款较少，部分金融机构不再续贷。控股股东自 2018 年下半年起对到期的有息债务采取展期或续贷的方式，部分贷款因未能及时在贷款到期日前与金融机构对展期或续贷达成一致意见，期末出现了逾期情况。

图表 18. 截至 2018 年末公司已逾期未偿还的债务

贷款单位	期末余额 (万元)	借款利率 (%)	逾期时间 (天)	逾期利率 (%)
逾期短期借款				
海航基础产业集团有限公司	40000.00	10.00	35	15.00
湖北海航通航投资管理有限公司	311.85	6.50	313	7.20
小计	40311.85	-	348	-
逾期长期借款				
海南海岛临空产业集团有限公司	33428.00	6.93	10	10.40
海南海岛临空产业集团有限公司	6314.41	4.90	2	7.35
海南海控置业有限公司	10000.00	6.00	26	7.50
三亚凤凰国际机场有限责任公司	22490.00	5.23	287	54.00
三亚凤凰国际机场有限责任公司	2700.00	8.00	101	12.00
小计	74932.41	-	426	-
合计	115244.26	-	-	-
重要的已逾期未支付的利息金额				
贷款单位	逾期金额	逾期原因		
海航基础产业集团有限公司	583.33	流动性资金暂缺		
海南海岛临空产业集团有限公司	996.11	流动性资金暂缺		
海南海控置业有限公司	64.11	流动性资金暂缺		
海航机场集团有限公司	12636.39	流动性资金暂缺		
三亚凤凰国际机场有限责任公司	2413.66	流动性资金暂缺		
湖北海航通航投资管理有限公司	19.78	流动性资金暂缺		
海航机场控股(集团)有限公司	84.87	流动性资金暂缺		
合计	16798.25	-		

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

2019 年 1 月 16 日，该公司控股股东海航基础公告海航基础与相关人员收到中国证券监督管理委员会海南监管局（简称“海南省证监局”）警示函，包括《关于对海航基础设施投资集团股份有限公司采取出具警示函措施的决定》[2019]7 号、《关于对黄秋采取出具警示函措施的决定》[2019]6 号、《关于对蹇军法采取出具警示函措施的决定》[2019]5 号以及《关于对尚多旭采取出具警示函措施的决定》[2019]4 号。2017 年末，海航基础及下属企业向股

东、实际控制人及其关联方提供的担保余额占接受股东、实际控制人及其关联方提供担保余额的 95.47%，超过上述海航基础董事会及股东大会关于 30% 的授权比例。海航基础未就超过授权部分履行董事会、股东大会的决策程序，且未及时履行信息披露义务，不符合《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 40 号）第二条、第四十八条的规定。海南省证监局对海航基础采取出具警示函的行政监管措施，并记入资本市场诚信信息数据库。黄秋（时任海航基础董事长）、蹇军法（时任海航基础董事会秘书）、尚多旭（时任海航基础财务总监）未按照《上市公司信息披露管理办法》第三条的规定履行勤勉尽责义务，对公司上述违规担保及信息披露问题负有主要责任，收到海南省证监局警示函的行政监管措施，并计入资本市场诚信信息数据库。

根据该公司控股股东海航基础 2018 年年度报告，海航基础关联方存在非经营性占用海航基础及下属子公司资金等违规情形，2018 年度海航基础及其下属子公司通过委托支付的方式拆出资金 21.75 亿元，相关拆出资金已于 2019 年 4 月 20 日前全部收回。公司控股股东海航基础内部控制管理存在缺陷。

2018 年 8 月 27 日，该公司董事长发生变更，董事长及法定代表人由黄秋先生变更为陈德辉先生。2019 年 6 月 19 日，公司公告人员变动情况已完成工商变更手续。陈德辉先生曾担任北京首都航空有限公司综合管理部总经理，湖北海航实业发展有限公司总经理，供销大集集团股份有限公司副总裁，现担任海航基础董事、首席执行官兼人力资源总监。

除上述事项以外，跟踪期内，公司内部控制体系和管理框架均无重大变化。

财务

跟踪期内，该公司因与关联方相关的资产及互保金额较大、部分借款未按期偿还被出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告，控股股东海航基础因同样原因被出具了带强调事项的审计报告。跟踪期内，公司负债规模和财务杠杆水平有所上升；公司刚性债务仍以短期为主，银行借款结构呈现短期化，有一定的即期偿债压力。但跟踪期内，受预售房产的增加，公司营业收入现金率进一步提升，经营环节现金呈大额净流入，能为债务的偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司控股股东海航基础出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告。

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了带强调事项的审计报告。公司执行《企业会计准则-基本

准则》和其他各项会计准则规定。公司审计报告强调事项包括：1、公司与关联方相关的资产及互保金额较大，关联方目前虽在化解流动性风险，但未来的不确定性可能对公司产生影响。2、公司部分借款未按期偿还，目前正在与相关银行协商展期，未来如何处理可能对公司产生影响。该公司从编制 2018 年度财务报表起执行财政部于 2018 年 6 月 15 日颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对财务报表的相关列报项目进行了修订。

2018 年该公司以出售形式处置 10 家子公司，新增一家全资子公司湖北海航通航，为同一控制下企业合并，以现金 2.45 亿元收购。2018 年末，公司合并范围内共有子公司 123 家。

图表 19. 跟踪期内子公司处置情况

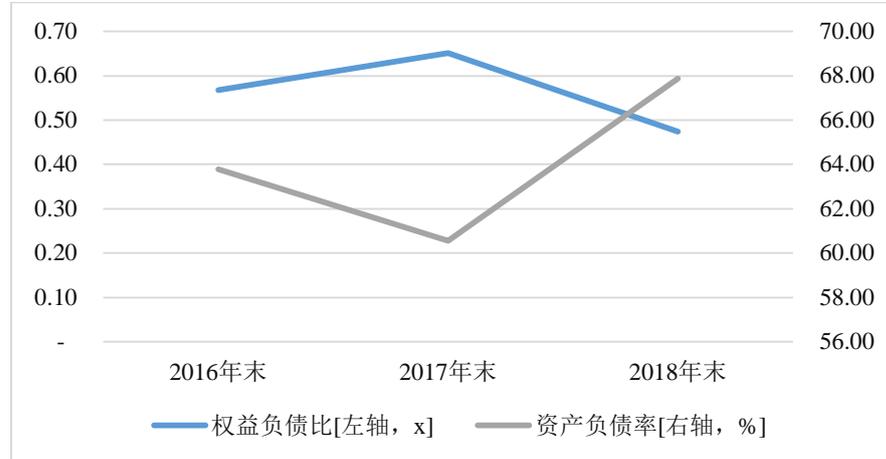
处置子公司名称	股权处置价款 (亿元)	股权处置比例 (%)	股权处置方式	丧失控制权的时点
海南海岛航翔投资开发有限公司	10.97	100.00	出售	2018-8-15
海南海岛建设物流有限公司	7.97	100.00	出售	2018-3-22
海南高和房地产开发有限公司	11.23	100.00	出售	2018-3-22
嘉兴航信房地产开发有限公司	0.50	100.00	出售	2018-2-5
海南益宇实业投资有限公司	0.33	90.00	出售	2018-12-27
海南航孝房地产开发有限公司	0.50	100.00	出售	2018-12-31
深圳宝源创建有限公司	13.85	100.00	出售	2018-11-30
上海菲町企业发展有限公司	0.17	100.00	出售	2018-8-22
广东兴华实业有限公司	9.62	100.00	出售	2018-12-26
海南航爱公寓管理有限公司	0.50	100.00	出售	2018-8-27
合计	55.64	-	-	-

资料来源：海航基础产业。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



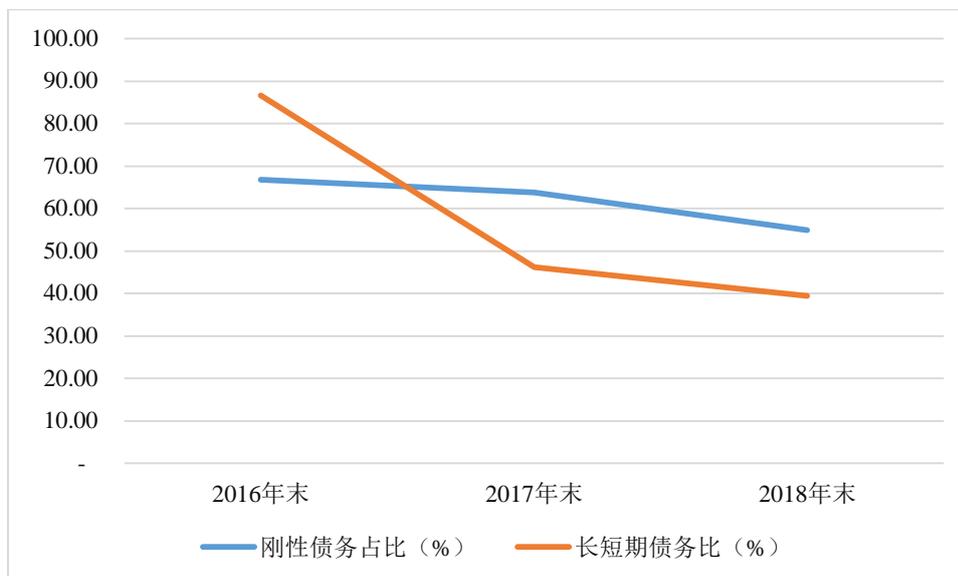
资料来源：根据海航基础产业所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司预收房款大幅增加，负债规模和资产负债率明显上升。2018 年末，公司负债总额为 586.87 亿元，较上年末增长 14.54%；同期末，公司资产负债率为 67.87%，较上年末上升 7.32 个百分点。

2018 年末，该公司所有者权益为 277.88 亿元，较上年末减少 16.48%，其中资本公积金较上年末减少 5.39 亿元，主要系同一控制下企业合并及权益法核算的湖北海航通航其他权益变动所致。其中，同期末公司实收资本为 200.09 亿元，较上年末增长 1.03%，为海航基础以货币方式增资所致。同期末，公司少数股东权益较上年末大幅减少 41.66%至 62.39 亿元，主要系平安大华汇通财富出资认购资管计划的 39.50 亿由少数股东权益转入长期应付款影响。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	369.19	325.26	322.52
应付账款 (亿元)	67.50	88.11	77.43
预收款项 (亿元)	17.71	30.28	76.30
其他应付款 (亿元)	68.96	42.37	56.34
刚性债务占比 (%)	66.84	63.70	54.96
应付账款占比 (%)	12.22	17.26	13.19
预收款项占比 (%)	3.21	5.93	13.00
其他应付款占比 (%)	12.49	8.30	9.60

资料来源：根据海航基础产业所提供数据绘制，此处其他应付款不含应付利息及应付股利。

从债务期限来看，跟踪期内，该公司仍以流动负债为主。2016-2018 年末，公司长短期债务比分别为 86.69%、46.21% 和 39.43%，呈逐年下降趋势，2018 年末较上年末下降 6.78 个百分点，公司债务期限结构有待改善。

从债务构成来看，跟踪期内，该公司债务仍以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，2018 年末占负债总额的比例分别为 54.96%、13.19%、13.00% 和 9.60%。其中，公司刚性债务余额为 322.52 亿元，较上年末小幅下降 0.84%，占负债总额的比例较上年末下降 8.74 个百分点；应付账款余额为 77.43 亿元，较上年末下降 12.12%，主要系工程业务收缩，使得期末公司应付工程款减少所致，期末一年以内应付账款的占比为 73.74%；同期末，预收账款较上年末大幅增长 152.01% 至 76.30 亿元，主要为增加的海航豪庭地块的预售房产收款等；其他应付款较上年末增长 32.99% 至 56.34 亿元，主要为关联方往来款，2018 年末较上年末增长 23.20% 至 39.77 亿元。此外，2018 年末公司应交税费较上年末大幅增加 30.36 亿元至 40.99 亿元，主要系土地增

值税和企业所得税的增加。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	129.18	176.73	169.12
其中: 短期借款	34.48	38.34	43.75
一年内到期的长期借款	38.76	74.84	77.19
短期应付债券	17.00	40.00	30.00
应付票据	0.02	0.10	0.74
应付利息	4.46	2.99	7.34
其他短期刚性债务	34.45	20.46	10.10
中长期刚性债务合计	240.01	148.53	153.40
其中: 长期借款	168.02	96.06	56.51
应付债券	59.09	32.93	37.88
其他中长期刚性债务	12.90	19.53	59.01

资料来源: 根据海航基础产业所提供数据整理。

从刚性债务期限来看, 跟踪期内, 该公司刚性债务仍以短期刚性债务为主, 2018 年末, 公司短期刚性债务为 169.12 亿元, 较上年末小幅减少 4.31%, 占期末刚性债务的比重为 55.02%, 占比较上年末小幅上升 0.68 个百分点, 公司存在一定的短期刚性偿债压力。

从刚性债务构成来看, 跟踪期内, 该公司刚性债务仍以长短期银行借款 (含一年内到期的长期借款) 和长短期应付债券为主。2018 年末, 公司长短期银行借款合计为 177.45 亿元, 较上年末下降 15.19%, 占刚性债务的比重为 55.02%, 其中公司短期借款为 43.75 亿元, 较上年末增长 14.11%, 以保证借款 (同期末为 10.30 亿元)⁸和抵押、质押和保证合同借款 (同期末为 16.62 亿元)⁹为主, 2018 年末公司短期借款的利率区间为 4.66%-10.30%。2018 年末, 公司已逾期未偿还的短期借款为 4.03 亿元。公司一年内到期的长期借款随长期借款逐步到期而增加, 同期末为 77.19 亿元, 较上年末增长 3.14%, 主要以保证借款、抵押保证金借款和质押保证借款为主。2018 年末, 公司长期借款较上年末大幅减少 41.17% 至 56.51 亿元, 以抵押、保证借款为主, 期末长期借款的利率区间为 4.753%-11.40%。公司其他流动负债科目主要为短期应付

⁸ 2018 年末, 该公司短期借款中合并范围内子公司之间及母子公司之间提供担保的借款有 8 笔, 除信用担保外, 主要为抵押、质押、保证担保, 其中抵、质押物包括满洲里机场扩建工程航站楼、海航机场控股 (集团) 有限公司以其持有的三亚凤凰国际机场 2 亿股股权、机场集团持有的营口机场 7800 万股股权和三亚凤凰国际机场 5000 万股股权、海航机场控股 (集团) 有限公司持有的三亚凤凰国际机场 5000 万股股权等。

⁹ 2018 年末, 海岛临空产业以海口市大英山新城市中心区 5 宗商服用地的国有土地使用权提供抵押; 海南国康投资有限公司以其位于海口市滨海西路南侧的国有土地使用权及地上在建工程提供抵押; 三亚凤凰国际机场以持有海航航空集团的 1.47% 股权进行质押。三亚凤凰国际机场将其所有的三亚市凤凰镇桶井管区扩建航站楼抵押; 海航机场控股 (集团) 有限公司以其持有的三亚凤凰国际机场 4.92 亿股股权及基于该股权而享有的现有和将来的全部权益质押; 机场集团以其持有的三亚凤凰国际机场 0.59 亿股股权及基于该股权而享有的现有和将来的全部权益质押。三亚凤凰国际机场以其位于三亚市天涯区机场路的停车楼综合体土地使用权和房屋抵押; 三亚凤凰国际机场持有海南太平洋石油股份有限公司的 12917.10 万股股权质押担保。

债券，同期末余额为 30.00 亿元，较上年末减少 10.00 亿元，主要为凤凰机场发行的“18 凤凰 SCP001”、“18 凤凰 SCP002”及“18 三亚凤凰 ZR001”，票面利率为 7.30%-8.50%，截至本报告出具日，“18 凤凰 SCP001”已到期兑付，其余两笔债券（合计 25.00 亿元）将集中于 2019 年 9 月到期兑付，存在一定的集中兑付压力。2018 年末，公司应付债券为 37.88 亿元，较上年末增长 15.02%，主要为应付的“15 海航机场债”、本期债券“15 海基债”以及永续中票“17 凤凰 MTN001”和“17 凤凰 MTN002”；同期末，公司一年内到期的应付债券余额为 10.10 亿元，为“16 凤机场”和“14 凤凰 MNT001”。此外，期末公司其他中长期刚性债务余额为 59.01 亿元，较上年末大幅增加 39.47 亿元，主要系新增应付平安大华汇通财富的款项（期末余额为 39.50 亿元，年利率为 7.30%）。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	1675.22	1754.80	2217.71
营业收入现金率（%）	84.63	113.65	136.51
业务现金收支净额（亿元）	1.37	37.53	90.04
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.88	-17.02	-36.20
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.51	20.51	53.84
EBITDA（亿元）	40.96	45.70	54.85
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.13	0.17
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.86	2.11	2.22

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，该公司着重于出售存量的地产项目，使得实现预售的地产增长较快，2018 年公司销售商品、提供劳务收到现金同比增长 23.96% 至 147.16 亿元，同期公司营业收入现金率上升 22.86 个百分点至 136.51%；同期，公司减少土地储备，当年购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 31.33% 至 42.76 亿元。2018 年，公司收到的其他与经营活动有关现金为 55.10 亿元，同比增长 56.54%，主要系往来款流入；支付其他与经营活动有关的现金同比大幅增长 74.85% 至 91.30 亿元，主要系当年公司支付往来款项 76.69 亿元。2018 年由于富力合作项目出售的预收现金大幅流入，公司经营环节产生的现金流量净额为 53.84 亿元，同比增加 33.33 亿元，公司经营环节现金流持续大额净流入。

该公司 EBITDA 主要来自于利润总额和列入财务费用的利息支出。受益于较快的盈利增长，2018 年公司 EBITDA 同比增长 20.02% 至 54.85 亿元，同

期 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力进一步提升, 2018 年覆盖倍数分别为 0.17 倍和 2.22 倍。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	31.98	-8.75	-12.85
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-71.12	-6.38	-5.03
处置子公司及其他营业单位收到现金	1.98	24.61	46.44
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.14	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-38.29	9.48	28.56

资料来源: 根据海航基础产业所提供数据整理。

投资活动环节现金流方面, 2016-2018 年, 该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-38.29 亿元、9.48 亿元和 28.56 亿元, 2017 年以来公司投资环节现金流扭转大额流出, 呈现净流入状态。2018 年公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金同比小幅减少 5.25% 至 6.16 亿元, 新建项目投资持续放缓。同期公司投资支付现金增加 12.19 亿元至 23.80 亿元, 收回投资收到现金同比大幅增加 9.20 亿元至 10.20 亿元, 主要系理财产品的滚动影响; 此外, 2018 年, 公司处置子公司及其他营业单位收到现金净额 46.44 亿元, 同比增加 21.83 亿元, 主要为公司出售子公司股权获得的现金。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
吸收投资收到的现金	59.85	26.38	2.04
取得借款收到的现金	180.20	120.30	98.02
偿还债务支付的现金	352.96	128.07	160.59
筹资环节产生的现金流量净额	-43.65	-5.99	-98.22

资料来源: 根据海航基础产业所提供数据整理。

跟踪期内, 该公司日常经营及投资所需的资金缺口主要通过金融机构借款来解决。2016-2018 年, 公司取得借款收到的现金分别为 180.20 亿元、120.30 亿元和 98.02 亿元, 呈现持续下降。2017 年, 公司吸收投资收到现金 26.38 亿元, 为控股股东海航基础对公司的增资, 2018 年同比减少 24.34 亿元。2018 年公司偿还债务支付现金为 160.59 亿元, 同比增长 25.39%; 公司支付其他与筹资活动有关的现金为 3.17 亿元, 其中公司同一控制下购买湖北海航通航支出现金 2.45 亿元。2016-2018 年, 公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-43.65 亿元、-5.99 亿元和-98.22 亿元, 2018 年公司偿还大量到期债务, 筹资环节净流出同比增加 92.23 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	442.17	488.42	522.15
	51.06%	57.92%	60.38%
其中：货币资金（亿元）	91.92	110.71	105.89
应收款项（亿元）	21.07	27.99	34.83
存货（亿元）	301.65	313.73	283.92
其他应收款（亿元）	9.62	13.79	84.06
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	423.80	354.89	342.61
	48.94%	42.08%	39.62%
其中：固定资产（亿元）	94.51	57.36	59.04
在建工程（亿元）	20.15	20.74	5.06
可供出售金融资产（亿元）	110.50	102.73	104.05
投资性房地产（亿元）	60.45	33.40	33.22
长期股权投资（亿元）	114.40	114.19	111.28
期末全部受限资产账面金额（亿元）	363.22	356.43	377.29
受限资产账面余额/总资产（%）	41.94	42.27	43.63

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产规模小幅增长，仍主要以流动资产为主。2018 年末，公司资产总额较上年末小幅增长 2.54% 至 864.75 亿元，其中流动资产较上年末增长 6.90% 至 522.15 亿元，占资产总额的比例为 60.38%，较上年末上升 2.46 个百分点。

2018 年末，该公司流动资产主要以存货、货币资金以及其他应收款为主。同期末公司存货较上年末减少 9.50% 至 283.92 亿元，主要为在建开发产品及已完工开发产品，为持有待售的房地产产品；同期末，公司货币资金余额为 105.89 亿元，较上年末下降 4.36%，其中受限货币资金余额为 24.72 亿元，较上年末增加 10.99 亿元，主要为质押、房地产销售按揭担保保证金、贷款保证金等；同期末，公司应收账款较上年末增长 24.45% 至 34.83 亿元，主要为地产业务及工程业务规模增加所致。此外，公司其他应收款较上年末增加 70.27 亿元至 84.06 亿元，主要为应收关联方往来款项的大幅增加；同期末，公司其他流动资产较上年末增长 23.97% 至 10.26 亿元，主要系公司新增 3.83 亿元海航双语学校项目¹⁰应收款项，期末其他流动资产中银行理财产品为 3.60 亿元。

¹⁰ 海航双语学校项目原系该公司自建项目，后因政府规划调整，项目完成后已移交政府，目前政府方面尚在研究补偿措施，尚无法确定具体补偿对价。

图表 27. 2018 年末按欠款方归集的余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例 (%)	计提的坏账准备期末余额
BT Investment Limited	关联方往来款项	210000.00	1 年以内	24.60	-
海南听和商务咨询服务有限公司	关联方往来款项	108927.73	1 年以内	12.76	675.95
建得国际有限公司	关联方往来款项	70000.00	1 年以内	8.20	
海南卧德咨询服务有限公司	关联方往来款项	60600.00	1 年以内	7.10	606.00
海航基础设施投资集团股份有限公司	关联方往来款项	59369.22	1 年以内	6.39	
合计	-	508896.95		59.62	1281.95

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

2018 年末，该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和投资性房地产构成。其中，可供出售金融资产较上年末小幅增长 1.28% 至 104.05 亿元，主要为对海航商业控股有限公司、海航资产集团管理有限公司、海航航空集团等公司的股权投资，同期末增加对海南美兰机场飞行区投资控股有限公司投资 10.00 亿元。2018 年末公司长期股权投资为 111.28 亿元，较上年末小幅下降 2.55%，主要为对联营企业的股权投资。2018 年末，固定资产余额较上年末小幅增长 2.94% 至 59.04 亿元，主要系购置及在建工程转入的房屋及建筑物。同期末，投资性房地产为 33.22 亿元，与上年末基本持平；此外，2018 年末公司在建工程余额为 5.06 亿元，较上年末大幅减少 15.68 亿元，主要系处置广东兴华实业有限公司后减少在建的广东兴华-中央酒店海航广场工程项目 14.23 亿元。

图表 28. 2018 年末，公司主要资产科目明细（亿元）

科目	2017 年末余额	2018 年末余额
存货	335.31	283.92
其中：在建开发产品	192.94	132.31
其中：南海明珠	85.93	91.30
海口洲际酒店	16.39	-
海航豪庭二期 C19 地块	11.92	-
双子塔	8.40	11.71
海航豪庭二期 A05 地块	8.68	11.21
已完工开发产品	136.71	147.45
其中：日月广场项目	39.79	37.38
海航国际广场	23.77	22.01
海航豪庭二期 C19 地块	-	18.85
互联网金融大厦 A13 地块	18.76	17.86
国瑞项目	-	17.25

科目	2017 年末余额	2018 年末余额
海南大厦项目	10.56	8.40
可供出售金融资产	102.73	104.05
其中：对海航商业控股有限公司的投资	25.85	25.85
对海航资产集团管理有限公司的投资	25.00	25.00
对海航航空集团有限公司的投资	24.43	24.43
对海南美兰机场飞行区投资控股有限公司的投资	-	10.00
长期股权投资	114.19	111.28
其中：对三亚新机场投资建设有限公司的投资	56.63	55.82
对海航集团财务有限公司的投资	34.15	35.23
对海口美兰国际机场有限公司的投资	18.50	16.28
在建工程	20.74	5.06
其中：广东兴华-中央酒店海航广场工程项目	12.35	-
武汉蓝海领空产业园工程项目	3.93	2.81

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

2018 年末，该公司受限资产总额为 377.29 亿元，较上年末增长 5.85%，占期末资产总额的比例为 43.63%，除受限的货币资金外，还包括用作抵押的存货为 229.76 亿元。近年来，公司受限资产金额及占比相对较大，对公司债务偿付及后续融资能力的影响较大。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	149.44	139.86	124.05
速动比率（%）	42.62	46.39	56.05
现金比率（%）	31.07	31.70	25.16

资料来源：根据海航基础产业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司负债集中于短期，但公司资产负债中流动资产占比相对较大，资产流动性尚可。2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 124.05% 和 56.05%，分别较上年末下降 15.81 个百分点和上升 9.66 个百分点。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 115.69 亿元，期末担保比率为 34.77%，均为对关联方的担保，主要是对海航航空集团、海航基础控股、海航实业、海航股权管理、三亚新机场投资建设有限公司等提供的担保，担保金额相对较大，且海航股权管理已出现逾期归还借款的情况，公司面临一定的或有负债风险。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要围绕下属子公司开展业务，本部不参与具体经营，无营业收入。跟踪期内，集团本部资产主要由长期股权投资、货币资金及可供出售金融资产构成。2018年末，集团本部资产总额为473.48亿元，与上年末基本持平，其中长期股权投资合计为274.19亿元，其中对子公司投资为274.16亿元，主要集中于对海航机场集团及海航国际旅游岛开发建设(集团)有限公司等投资。2018年末集团本部货币资金为23.06亿元，较上年末大幅减少69.31%。同期末集团本部负债为244.91亿元，其他应付款199.21亿元；期末刚性债务余额为47.09亿元，占合并口径刚性债务的比重为14.60%。2017年集团本部获得投资收益21.91亿元，同比增加19.37亿元。整体来看，公司集团本部不涉及具体经营，仅具有投融资职能，集团本部能进行较有效的资金调配及周转，财务风险适中。

外部支持因素

截至2018年末，该公司获得总计561.20亿元的金融机构授信额度，已使用授信额度为527.00亿元，未使用授信额度为34.20亿元。此外，公司控股股东海航基础为A股上市公司，可通过直接融资为公司提供一定支持。

附带特定条款的债项跟踪分析

15海基债：可回售、调整票面利率

本期债券发行期限为7年，附投资者有权选择在本期债券的第5个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有本期债券。本期债券的下一行权日为2020年6月17日。发行人有权决定在本期债券存续期的第5年末上调本期债券后2年的票面利率，上调幅度为0至100个基点(含本数)，其中一个基点为0.01%。债券票面年利率为债券存续期前5年的票面年利率加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司主营业务机场业务和房地产业务发展稳健，公司机场旅客吞吐量有大幅增长，房地产业务逐渐缩减新建项目，以出售存量地产为发展重点，2018年海航首府的销售为公司带来较大金额的收入及现金流入；此外，公司工程业务规模大幅收缩，收入同比大幅下滑。

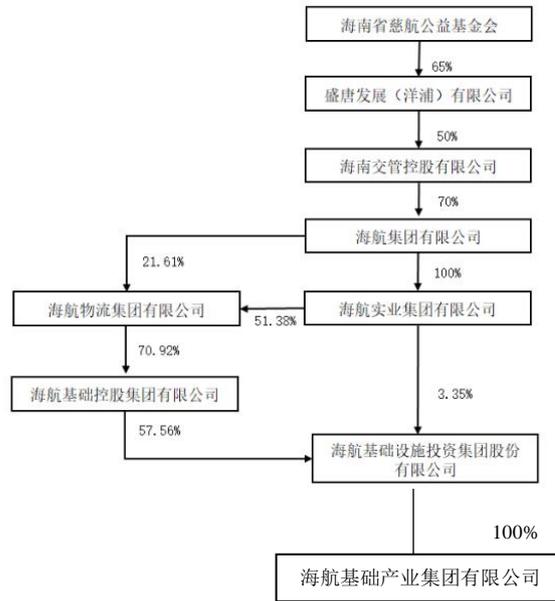
跟踪期内，该公司实收资本小幅增加，控股股东仍为上市公司海航基础，

实际控制人仍为海南省慈航公益基金会；公司关联交易往来较多，为关联方提供的担保金额相对较大。根据公司 2018 年审计报告披露，公司因流动性资金紧张，存在部分债务及相应利息逾期。控股股东海航基础因与关联方互保额度比例超过董事会及股东大会授权比例，未及时履行信息披露义务，海航基础和有关人员受到海南证监局警示函；且海航基础关联方存在非经营性占用其及下属子公司资金等违规情形，内部控制管理存在缺陷。跟踪期内，公司董事长及法人代表发生变更，此外，公司管理框架无重大变化。

跟踪期内，该公司因与关联方相关的资产及互保金额较大、部分借款未按期偿还被出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告，控股股东海航基础因同样原因被出具了带强调事项的审计报告。跟踪期内，公司负债规模和财务杠杆水平有所上升；公司刚性债务仍以短期为主，银行借款结构呈现短期化，有一定的即期偿债压力。但跟踪期内，受预售房产的增加，公司营业收入现金率进一步提升，经营环节现金呈大额净流入，能为债务的偿付提供一定的保障。

附录一：

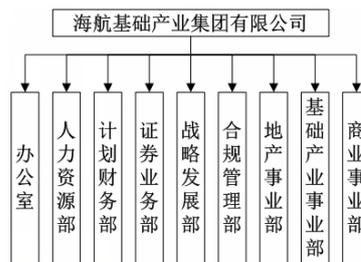
公司与实际控制人关系图



注：根据海航基础产业提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据海航基础产业提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					资产总额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
海航基础设施投资集团股份有限公司	海航基础	公司之控股股东	—	地产、机场	939.45	367.70	116.56	18.41	60.04	
海航基础产业集团有限公司	海航基础产业	本级	—	-	473.48	228.57	-	19.76	-58.09	母公司口径
海航机场集团有限公司	海航机场集团	核心子公司	100.00	机场	388.02	157.92	17.99	-3.92	11.42	
海南海建工程管理总承包有限公司	海建工程	核心子公司	100.00	工程承包	58.10	9.33	23.77	1.53	-0.29	

注：根据海航基础产业 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	865.97	843.31	864.75
货币资金 [亿元]	91.92	110.71	105.89
刚性债务[亿元]	369.19	325.26	322.52
所有者权益 [亿元]	313.60	332.72	277.88
营业收入[亿元]	87.51	104.46	107.80
净利润 [亿元]	11.45	22.13	21.91
EBITDA[亿元]	40.96	45.70	54.85
经营性现金净流入量[亿元]	-0.51	20.51	53.84
投资性现金净流入量[亿元]	-38.29	9.48	28.56
资产负债率[%]	63.79	60.55	67.87
权益资本与刚性债务比率[%]	84.94	102.29	86.16
流动比率[%]	149.44	139.86	124.05
现金比率[%]	31.07	31.70	25.16
利息保障倍数[倍]	1.71	1.95	2.08
担保比率[%]	21.46	34.77	39.74
营业周期[天]	1675.22	1754.80	2217.71
毛利率[%]	28.75	35.59	52.08
营业利润率[%]	10.78	26.94	32.16
总资产报酬率[%]	4.45	4.94	6.03
净资产收益率[%]	4.38	6.85	7.18
净资产收益率*[%]	5.58	1.21	10.13
营业收入现金率[%]	84.63	113.65	136.51
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.17	6.36	13.98
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.63	5.64	15.02
EBITDA/利息支出[倍]	1.86	2.11	2.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.13	0.17

注：表中数据依据海航基础产业经审计的 2016~2018 年度的财务数据整理、计算，其中 2016 年数据为 2017 年审计报告中追溯调整后的期初数。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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+应付利息+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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于2014年6月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。