

# 信用等级通知书

东方金诚跟踪 [2014]014 号

---

海航旅游集团有限公司:

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款,在对贵公司 2013 年以来的经营情况及相关行业进行综合分析的基础上,我对公司及“13 海旅业”的信用状况跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定,此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA,评级展望为稳定;同时维持“13 海旅业”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一四年六月十七日



# 信用等级公告

东方金诚跟踪 [2014] 014 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对海航旅游集团有限公司及其拟发行的“13 海旅业”信用状况进行了跟踪评级，经东方金诚国际信用评估有限公司评级委员会审定，维持海航旅游集团有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“13 海旅业”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一四年六月二十七日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与海航旅游集团有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与海航旅游集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，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。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因海航旅游集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由海航旅游集团有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 海航旅游集团有限公司 2013 年度 10 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2014年6月27日



## 海航旅游集团有限公司主体及 “13海旅业” 2014年度跟踪评级报告

### 本次跟踪

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
债项信用等级：AA  
评级时间：2014年6月27日

### 首次评级

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
债项信用等级：AA  
债项简称：13海旅业  
发行总额：10亿元  
债券期限：5年  
评级时间：2013年5月27日

### 评级小组负责人

刘小芳

### 评级小组成员

李燕勃

### 邮箱：

gongshang@goldencredit.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市海淀区西直门北大  
街54号伊泰大厦5层  
100082

### 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对海航旅游集团有限公司（以下简称“海航旅游”或“公司”）经营环境、竞争力、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为受益于经济的发展和居民收入水平的提高，我国旅游行业总收入持续增长，发展前景较好；跟踪期内，公司旅游和航空运输业务收入均保持增长态势，盈利水平进一步提升；跟踪期内，公司股东以货币资金向公司增资20亿元，公司资本实力相应增强，债务负担有所下降。

同时，东方金诚也关注到国际原油价格波动对航空运输业的成本影响明显，给航空运输企业带来一定的成本控制压力；跟踪期内，非经营性收益对公司利润贡献仍然较大，盈利能力有待进一步加强。

综合考虑，东方金诚维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持公司发行的“13海旅业”公司债券信用等级为AA。

### 主要数据和指标

项 目	2011年	2012年	2013年
资产总额(亿元)	223.51	267.16	326.96
所有者权益(亿元)	57.13	57.23	81.75
全部债务(亿元)	115.03	198.59	231.10
营业总收入(亿元)	71.95	118.67	135.99
利润总额(亿元)	4.68	5.00	5.69
EBITDA(亿元)	21.30	14.90	19.20
营业利润率(%)	13.64	17.21	17.68
净资产收益率(%)	5.68	6.05	4.30
资产负债率(%)	74.44	78.58	75.00
全部债务资本化比率(%)	66.82	77.63	73.87
流动比率(%)	76.85	59.94	81.11
全部债务/EBITDA(倍)	5.40	13.33	12.04
EBITDA利息倍数(倍)	1.59	2.44	2.44
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.13	1.49	1.92

注：表中数据来源于2011年~2013年经审计的公司合并财务报告。

### 本次跟踪

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
债项信用等级：AA  
评级时间：2014 年 6 月 27 日

### 首次评级

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
债项信用等级：AA  
债项简称：13 海旅业  
发行总额：10 亿元  
债券期限：5 年  
评级时间：2013 年 5 月 27 日

### 评级小组负责人

刘小芳

### 评级小组成员

李燕勃

邮箱：

[gongshang@goldencredit.com.cn](mailto:gongshang@goldencredit.com.cn)

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市海淀区西直门北大  
街 54 号伊泰大厦 5 层  
100082

### 优势

- 受益于经济的发展和居民收入水平的提高，我国旅游行业总收入持续增长，发展前景较好；
- 跟踪期内，公司旅游和航空运输业务收入均保持增长态势，盈利水平进一步提升；
- 跟踪期内，公司股东以货币资金向公司增资 20 亿元，公司资本实力相应增强，债务负担有所下降。

### 关注

- 国际原油价格波动对航空运输业的成本影响明显，给航空运输企业带来一定的成本控制压力；
- 跟踪期内，非经营性收益对公司利润贡献仍然较大，盈利能力有待进一步加强。

## 跟踪评级原因

“13 海旅业”（以下简称“本期债券”）已于 2013 年 12 月 4 日发行，按照相关监管要求和海航旅游集团有限公司（以下简称“海航旅游”或“公司”）本期债券的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

海航旅游集团有限公司主营业务为旅游和航空运输，是海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）全资子公司，公司实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会。

海航旅游的前身海航旅业控股（集团）有限公司（以下简称“海航旅业”）成立于 2002 年 3 月 20 日，初始资本 3000 万元。后经多次股权转让和增资，截至 2012 年末，海航旅业注册资本 41 亿元，是海航集团全资子公司，海南航空股份有限公司工会委员会为海航旅业实际控制人。2013 年 8 月，海航集团以货币资金向公司增资 20 亿元，公司注册资本增至 61 亿元。2014 年 4 月，海航旅业更名为现名，注册资本和股权结构均未发生变化，注册地址为海口市海秀路海航发展大厦，法定代表人为张岭。

截至 2013 年末，纳入海航旅游合并范围的全资子公司和控股子公司 26 家，具体情况如下表所示：

表 1：截至 2013 年末公司直接控股的子公司情况

单位：万元、%

序号	子公司名称	简称	主营业务	注册资本	直接持股比例	表决权比例
1	海南乐游国际旅行社有限公司	海南乐游	旅游	5000	99.78	100.00
2	大新华国际会议展览有限公司	大新华会展	旅游	5000	99.85	100.00
3	海口海航思福机动车检测有限公司	思福机动车	旅游	30	100	100.00
4	新华旅行网络服务有限公司 <sup>1</sup>	新华旅行	旅游	5000	56.70	56.70
5	龙腾九州网络有限公司	龙腾网络	旅游	5000	100.00	100.00
6	海航思福汽车租赁有限公司 <sup>2</sup>	海航思福	旅游	18200	100.00	100.00
7	北京海航体育发展有限责任公司	海航发展	旅游	500	100.00	100.00
8	龙腾九州国际旅行社有限公司	龙腾国旅	旅游	1000	98.51	100.00
9	大新华运通控股有限公司 <sup>3</sup>	运通控股	旅游	60801	96.81	100.00
10	Aberdeen Tours	-	旅游	40 万美元	100.00	100.00
11	上海海航航运有限公司	上海海航	海运	20000	100.00	100.00
12	北京首航直升机通用航空服务有限	首航直升机	航空	42000	95.67	100.00

<sup>1</sup> 公司对新华旅行的持股比例由 2012 年末 70%减少至 2013 年末的 56.7%。

<sup>2</sup> 海航思福的注册资本由 2012 年末的 1.7 亿元增至 2013 年末的 1.82 亿元。

<sup>3</sup> 运通控股的注册资本由 2012 年末的 3 亿元增至 2013 年末的 6.08 亿元。

公司						
13	北京首都航空控股有限公司	首航控股	航空	150000	70.00	70.00
14	北京东方慧思信息技术有限公司	东方慧思	IT	1000	99.97	100.00
15	北京京旅盛宏投资管理有限公司	北京京旅	金融	3000	83.33	83.33
16	海航旅业邮轮游艇管理有限公司	海航邮轮	旅游	5000	97.13	100.00
17	北京旅游发展基金（有限合伙）	北京旅游基金	金融	100000	84.83	85.00
18	北京海鸿源投资管理有限公司	北京海鸿	房地产	2000	100.00	100.00
19	大新华运通国际旅行社有限公司	大新华运通	旅游	39215.69	92.57	100.00
20	海航体坛文化发展有限公司	海航体坛	旅游	500	60.00	60.00
21	海南海航国际酒店管理有限公司	海南酒店管理	酒店	10000	70.00	70.00
22	易生支付有限公司 <sup>4</sup>	易生支付	类金融	20000	80.00	80.00
23	上海驿舟投资管理有限公司	上海驿舟	酒店地产	1000	100.00	100.00
24	香港康泰旅行社有限公司	香港康泰	旅游	1000 万港币	51.00	51.00
25	凯撒同盛（北京）投资有限责任公司	凯撒旅游	旅游	1500	51.00	51.00
26	上海金鹿公务航空有限公司	金鹿公务	航空	95000	62.63	62.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2013 年末，海航旅游资产总额为 326.96 亿元，所有者权益为 81.75 亿元，资产负债率 75.00%；2013 年公司实现营业收入 135.99 亿元，利润总额 5.69 亿元。

## 募集资金使用情况

海航旅游发行的 2013 年度公司债券（以下简称“本期债券”）共募集资金 10 亿元。该募集资金计划用于购买 3 架空客 A320 系列型号飞机、1 架湾流 G450 型号公务机、1 架湾流 G550 型号公务机、2 架 AS350B3 型号直升机和 2 架 EC135 型号直升机，总投资 23.34 亿元，本期债券募集资金占项目总投资额的 42.84%。

截至 2013 年末，本期债券所募集资金尚未用于上述飞机购买支出，暂存于海航旅游的银行账户中。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

根据国家统计局初步核算，2014 年 1 季度中国实现国内生产总值(GDP)128213 亿元；按可比价格计算，季度 GDP 同比增长 7.4%，增速连续两个季度下滑，创两年内新低。总体来看，中国经济增长企稳的基础尚未巩固，投资对经济增长的拉动作用趋于减弱，经济下行压力有所加大。

<sup>4</sup> 渤海易生商务服务有限公司 2013 年 12 月 27 日更名为易生支付有限公司。

分产业看，国内经济结构仍处于深层次调整过程中，部分行业需求下降、产能过剩、经济效益下滑等问题较为突出。2014年1季度第二产业及第三产业同比增速较上年同期相比均略有放缓；全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长8.7%，增幅较上年同期回落0.8个百分点。2014年3月，工业生产者购进价格同比下降2.5%，环比下降0.5%。至2014年3月末，全国工业品出厂价格指数（PPI）已连续25个月同比负增长。

2014年1季度，国内市场销售表现稳定，社会消费品零售总额同比名义增长12.0%，但外贸出口情况仍不容乐观，进出口总额同比下降1.0%。2014年1季度，全国固定资产投资及房地产开发投资同比名义增长17.6%和16.8%，增幅分别较上年同期回落3.3个百分点和3.4个百分点，投资对经济增长的拉动作用有所削弱。

### 政策环境

中国经济结构调整是一个渐进的过程，经济增长下滑过快将使结构调整面临更多阻力。2013年下半年以来，中央政府已明确了“在稳增长基础上调结构、促改革”的经济发展思路，并陆续出台了关于棚户区改造、铁路和城市基础设施投资、设立区域自由贸易区、土地流转试点以及促进节能环保和光伏产业发展等方面的政策措施。

城镇化是“稳增长、调结构、促改革”的重要抓手，国家将继续推进新型城镇化建设，同时加快建立促进基础设施建设、房地产市场健康发展的长效机制，继续发挥基础设施和房地产投资对经济增长的重要作用。考虑到2013年以来中央和地方政府税收收入增长已经明显放缓，地方政府土地出让收入增长空间有限，预计未来基础设施建设投资将引入多元的融资渠道。

近一年多来，国际主要发达经济体量化宽松货币政策有所分化，国内资源价格、房地产价格、劳动力成本上涨等因素影响趋于减弱，通货膨胀压力有所缓和。2014年3月末，中国广义货币（M2）余额116.07万亿元，同比增长12.1%，狭义货币（M1）余额32.77万亿元，增长5.4%；1季度全国居民消费价格同比上涨2.3%。2013年第4季度以来国内金融市场流动性再度趋紧，虽然近期货币市场利率有所企稳，但实体经济中长期融资成本降幅有限，短期内央行可能通过公开市场操作维持适度的流动性，货币政策稳中偏松。

综合以上分析，预计2014年中国将继续推进积极的财政政策，货币政策可能略有松动，宏观经济增长将企稳筑底，总体保持平稳运行，物价保持在合理区间，为产业结构调整和经济体制改革提供适宜的环境。

### 经营环境

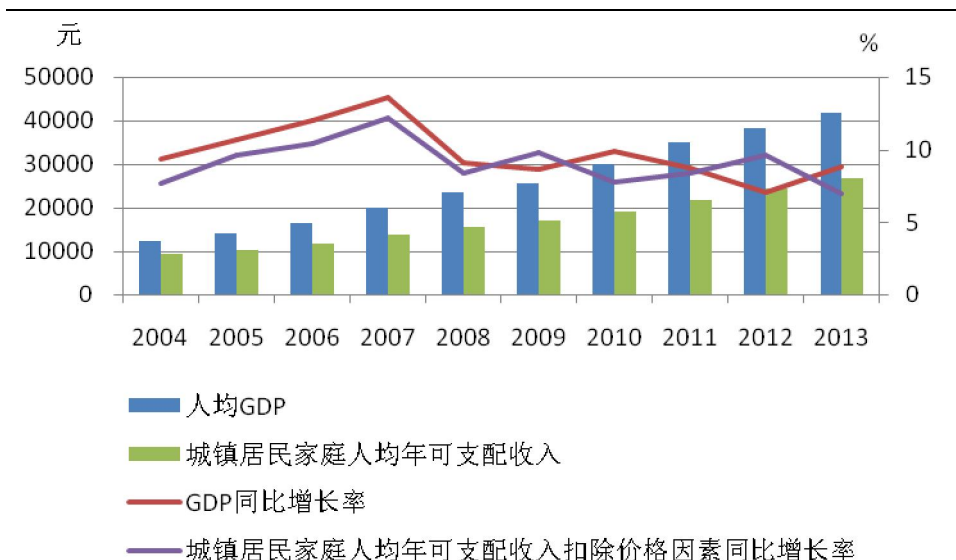
海航旅游主营业务为旅游和航空运输，分别所属旅游业和航空运输业。

#### 旅游行业

跟踪期内，我国经济的稳步增长，城乡居民收入持续提升。根据国家统计局数据，2013年，我国人均GDP为41804.72元，同比增长8.81%；城镇居民家庭人均可支配收入为26955.00元，扣除价格因素同比增长7.00%。



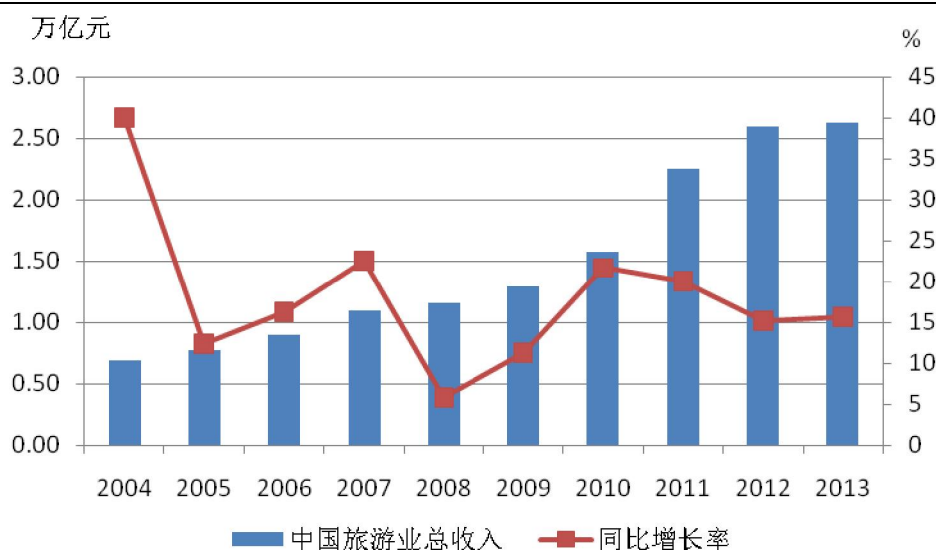
图 1：2004 年至 2013 年我国人均 GDP 及其增长趋势



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

随着经济增长和城乡居民收入提升，旅游业作为第三产业的重要组成部分，近年来也相应地呈现出逐步增长的趋势。但 2012 年下半年以来，在世界经济增长乏力和国内经济下行压力加大的影响下，全国旅游业总收入增长速度明显放缓，2013 年实现收入 26300 亿元，同比增长仅 1.54%。

图 2：2004 年至 2013 年我国旅游业总收入及其增长趋势



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

在旅行社方面，2012 年，我国旅行社实现营业收入 3374.75 亿元，同比增长 17.52%。受中高收入人群进一步扩大的影响，2013 年，我国国内游和出境游市场均持续快速增长，入境旅游市场小幅萎缩。

表 2：2013 年我国旅游业结构

单位：亿人次、亿元、%

类型	旅游人次	同比增长	旅游收入	同比增长
国内游	32.62	10.30	26276.00	15.70
出境游	0.98	18.00	-	-
入境游	1.29	-2.50	3152.10 <sup>5</sup>	3.30
<b>合计</b>	<b>34.89</b>	<b>5.36</b>	<b>2.59</b>	<b>15.20</b>

资料来源：旅游研究院、中华人民共和国国家旅游局，东方金诚整理

2013 年 10 月 1 日，《中华人民共和国旅游法》（以下简称“《旅游法》”）正式实施。《旅游法》是我国旅游行业的首部法律，其颁布和实施有利于规范行业竞争，促进旅游业的健康发展。

总体来看，受益于经济的发展和居民收入水平的提高，旅游业总收入增长较快，发展前景较好，特别是随着我国中高收入人群的扩大，出境游市场具有较大的发展空间。

### 航空运输行业

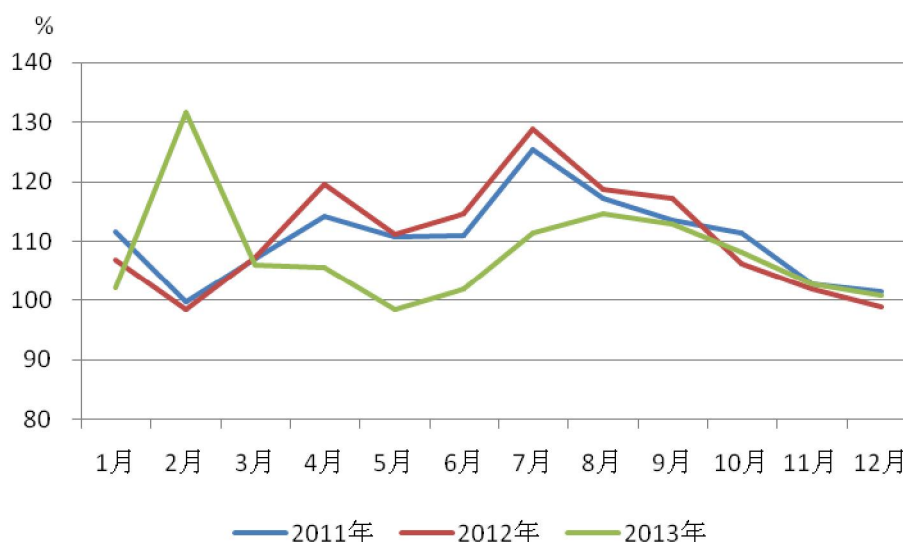
跟踪期内，在经济增长的带动下，我国民航业稳步增长。根据中国民用航空局 2013 年 12 月发布的《中国民航 2013 年 11 月份主要运输生产指标统计》，2013 年 1~11 月民航全行业运输总周转量为 616.00 亿吨公里，同比增长 6.1%，其中旅客周转量 5198.49 亿人公里，同比增长 12.70%；货邮周转量 135.81 亿吨公里，同比增长 3.00%。分地区来看，国内航线完成运输周转量 423.30 亿吨公里，同比增长 11.20%；国际航线完成运输周转量 129.70 亿吨公里，同比增长 8.30%。

从运营效率看，2013 年，行业运营效率继续保持高景气度，累计正班客座率平均为 81.79%，比上年提高 0.58 个百分点；累计正班载运率平均为 72.88%，比上年提高 0.49 个百分点。

从票价水平看，2013 年，随着油价稳定且有所下降，同时受限制“三公消费”及高铁分流等因素的影响，国内及国际航线综合票价指数呈下降趋势。2013 年 12 月国内航线综合票价指数为 100.90%。

<sup>5</sup> 2013 年入境游收入为 517 亿美元，按照 2013 年 12 月 31 日 1 美元兑换 6.0969 人民币汇率进行换算。

图 3：2011 年~2013 年国内航线综合票价指数（2004 年 1 月=100）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

航油成本是航空公司的主要成本，占航空公司运输服务业务成本的 30%以上，航空燃油价格的波动直接影响航空运输服务业业务成本的波动，进而影响航空运输企业经营的稳定性。

2013 年受全球经济增速放缓影响，原油需求有所下降，国际原油价格出现短期波动下降，我国原油进口价格同比小幅下降。国内航油价格方面，受国际原油价格影响，出现波动下降，短期内有助于缓解航空公司的成本压力，但长期来看，国内航油价格将继续保持高位。航空公司成本压力依然较大。

图 4：2010 年 4 月~2014 年 4 月航空煤油出厂价



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

在产业政策方面，2013 年 5 月份以来，民航局重启新设航空公司审批，先后批准了瑞丽航空、青岛航空、乌鲁木齐航空、福州航空及九元航空公司的筹建，其中，瑞丽航空和九元航空均为民营航空公司。这一政策有助于推动航空行业良性竞

争。

2013年11月7日，民航局和发改委联合发布《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》，取消民航国内航空旅客运输票价下浮幅度限制，适当扩大实行市场调节的航线范围，对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线（干线和支线），均取消票价下浮幅度限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。这一政策有利于优化资源配置，同时可以促进支线航空发展，也表明了支持发展低成本航空的政策导向。

总体来看，近年来我国航空运输业稳步增长，未来具有较大的发展潜力。

## 业务经营

### 经营现状

跟踪期内，海航旅游核心业务仍为旅游和航空运输，其他主营业务有酒店与房地产、金融与IT等，但收入占比较小。

2013年海航旅游营业收入为135.99亿元，同比增长14.60%；从收入构成来看，2013年旅游和航空运输仍然是营业收入的主要来源，分别占营业收入比重42.06%和53.65%；酒店与房地产收入占营业收入比重2.83%，同比略有增长；金融与IT收入同比明显下降，占营业收入比重仅0.02%；其他业务收入主要包括利息、手续费及佣金收入等，稳定性较弱且占营业收入比重较低，2013年其他业务收入达1.95亿元，同比增长157.74%，主要由当年处置较多航材所致。

表3：公司近年来业务经营情况

单位：亿元、%

业务类型	2011年		2012年		2013年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
<b>主营业务收入</b>	<b>71.05</b>	<b>98.76</b>	<b>117.92</b>	<b>99.36</b>	<b>134.04</b>	<b>98.57</b>
旅游	27.71	38.52	51.44	43.35	57.20	42.06
航空运输	40.50	56.29	62.78	52.90	72.96	53.65
酒店与房地产	2.13	2.96	3.28	2.76	3.85	2.83
金融与IT	0.71	0.99	0.42	0.35	0.03	0.02
<b>其他业务收入</b>	<b>0.89</b>	<b>1.24</b>	<b>0.76</b>	<b>0.64</b>	<b>1.95</b>	<b>1.43</b>
<b>合计</b>	<b>71.95</b>	<b>100.00</b>	<b>118.67</b>	<b>100.00</b>	<b>135.99</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

毛利润方面，2013年海航旅游毛利润35.99亿元，同比增长61.38%；旅游和航空运输是毛利润的重要来源，特别是旅游业务，受公司业务转型，大力拓展出境游、会奖旅游等高毛利润业务影响，旅游业务毛利润规模及占比较2012年均显著提升。

表 4：公司近年来毛利润情况

单位：亿元、%

业务类型	2011 年		2012 年		2013 年	
	毛利润	占比	毛利润	占比	毛利润	占比
<b>主营业务</b>	<b>10.53</b>	<b>92.18</b>	<b>22.30</b>	<b>99.98</b>	<b>35.48</b>	<b>98.57</b>
旅游	1.42	12.39	5.76	25.81	15.14	42.06
航空运输	6.88	60.17	13.34	59.79	19.31	53.65
酒店与房地产	1.74	15.18	2.86	12.80	1.02	2.83
金融与 IT	0.51	4.43	0.35	1.57	0.01	0.02
<b>其他业务</b>	<b>0.89</b>	<b>7.82</b>	<b>0.00</b>	<b>0.02</b>	<b>0.52</b>	<b>1.43</b>
<b>合计</b>	<b>11.43</b>	<b>100.00</b>	<b>22.30</b>	<b>100.00</b>	<b>35.99</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

毛利率方面，2013 年海航旅游综合毛利率 18.48%，同比保持稳定；受出境游业务利润空间较大且增幅明显的影响，旅游业务毛利率由 2012 年 11.19% 小幅提高至 12.04%；航空运输毛利率由 2012 年 21.24% 下降至 17.97%，主要由于当年票价同比明显下降所致。

表 5：公司近年来毛利率情况

单位：%

业务类型	2011 年	2012 年	2013 年
<b>主营业务</b>	<b>14.83</b>	<b>18.91</b>	<b>17.44</b>
旅游	5.11	11.19	12.04
航空运输	16.98	21.24	17.97
酒店与房地产	81.41	87.14	86.65
金融与 IT	71.27	84.12	100.00
<b>其他业务</b>	<b>100.00</b>	<b>0.61</b>	<b>89.99</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>15.88</b>	<b>18.79</b>	<b>18.48</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 旅游业务

2013 年海航旅游的旅游业务实现收入 57.20 亿元，同比增长 11.20%。该业务板块仍主要由大新华运通、香港康泰和凯撒旅游负责运营。

表 6：公司旅游业务主要运营主体 2013 年经营情况

单位：万元

公司名称	注册资本	主营业务	资产总额	营业收入	净利润
大新华运通	39215.69	中国公民出境游、外国公民入境游以及国内旅游等	96023.54	76916.34	1734.67
香港康泰	810.70	国际及国内旅行团业务、入境游业务、票务及自由行业务、商务包团业务	29099.76	153661.56	861.40
凯撒旅游	1500.00	入境旅游、国内旅游、出境旅游、会奖旅游、旅游电子商务等	45809.81	196422.84	3752.79
合计			170933.11	427000.74	6348.86

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司融合大新华运通、香港康泰及凯撒旅游三大旅行社品牌，针对不同客户、不同旅游目的地，提供差异化的旅游产品，形成三大品牌良性互补、协同提升的效果。跟踪期内，顺应国内旅游市场出境游发展势头强劲的态势，公司积极调整产品结构，在保留原有国内游和入境游业务的同时，借助公司在欧洲、美洲、澳新、中东非、亚洲搭建的国际化经营网络，加大出境游市场拓展力度，为出境游消费者提供丰富的定制旅游产品，出境游业务得到明显增长。

从公司各旅游业务接待人次情况来看，跟踪期内，受公司旅游板块产品结构调整的影响，2013 年国内游接待人次较 2012 年 52.00 万人次明显下降至 44.32 万人次，降幅达 14.77%；出境游接待人次由 2012 年 49.93 万人次增长至 56.68 万人次，同比增长 13.52%；入境游总体接待人次规模较小，2013 年入境游接待人次由 2012 年 2.56 万人次大幅下降至 0.91 万人次。

表 7：近三年公司各旅游业务接待人次情况

单位：万人次

业务类型	2011 年			2012 年			2013 年		
	国内游	出境游	入境游	国内游	出境游	入境游	国内游	出境游	入境游
大新华运通	65.85	2.50	0.86	40.59	4.36	1.85	31.90	6.53	0.44
香港康泰	39.88	19.65	0.83	10.83	33.84	0.61	9.22	34.15	0.47
凯撒旅游	1.20	7.50	0.10	0.58	11.73	0.10	3.20	16.00	-
合计	106.93	29.65	1.79	52.00	49.93	2.56	44.32	56.68	0.91

资料来源：公司提供，东方金诚整理

除大新华运通、香港康泰和凯撒旅游三大旅行社的运营收入外，公司的旅游业务收入还包括机票和酒店预订等线上服务，以及汽车租赁、酒店和餐饮等线下服务收入。2013 年，该部分业务实现营业收入 14.50 亿元，其中子公司新华旅行、海南乐游和海南思福的相关收入规模较大，分别为 8.06 亿元、3.45 亿元和 0.91 亿元。

## 航空运输业务

跟踪期内，海航旅游的航空运输业务仍由首航控股<sup>6</sup>及其全资子公司首都航空、金鹿公务以及首航直升机负责运营。2013年，公司航空运输业务实现收入 72.96 亿元，同比增长 16.21%，其中首都航空贡献的收入占比最大。

表 8：公司航空运输业务运营主体 2013 年情况

单位：亿元、%

公司名称	注册 资本	主营业务	资产总 额	营业 收入	净利 润
首都航空	13.15	国际国内旅游包机业务及航班飞行业务	187.20	70.84	3.65
首航直升机	4.20	政府公务、医疗、应急救援、电力巡线、航拍测绘、空中旅游、私人飞行、直升托管等陆上通航业务	6.60	0.93	0.03
金鹿公务	9.50	VIP 商务和私人包机飞行，私人飞机执管，外籍公务机地面代理、空中医疗救援飞行以及为飞机购买者提供飞机选型咨询和购机方案等各项服务	23.31	5.69	0.07
合计			217.11	77.46	3.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司的航空运输业务收入仍然主要来自于客运收入，货运收入不足 1%。受益于我国民用航空运输市场的快速发展，海航旅游不断扩大机队规模。截至 2013 年末，公司机队自主运营 102 架飞机，其中公共航空运输机<sup>7</sup>45 架，公务机<sup>8</sup>57 架；机队规模在全国航空公司的机队规模中排名前列。公共航空运输机方面，从飞机构成来看，全部为空客飞机，是国内唯一的单一空客机队，平级机龄 3 年；从飞机机型来看，主要为 A319 和 A320。

基地建设方面，截至 2013 年末，海航旅游形成了以三亚分公司及北京、西安、海口、杭州、广州、丽江等 7 个过夜基地为主线及中心辐射周边的区域式航线网络结构。

航线方面，截至 2013 年末，公司共有 143 条航线（往返记为一条航线），全部为国内航线，通航城市遍布除北京、上海以外的国内省会城市和主要旅游城市。

跟踪期内，公司总体运力（客运能力、货运能力及市场占有率）保持稳定增长态势。截至 2013 年末，全年运输总周转量达 1134.68 百万吨公里，同比增长 27.69%；客运周转量 12154.51 百万人公里，同比增长 27.78%；货运周转量 64.77 百万吨公里，同比增长 33.90%。

受华东区域、海南区域流量控制和飞行保障原因影响，2013 年首都航空平均航班正常率同比明显下降，近年来首次低于中国民航平均航班正常率。

从运营效率来看，公司飞行公里数由 2011 年 0.53 亿公里上升至 2013 年 0.93 亿公里。随着机队规模增长，公司的飞机日利用率逐年提高，由 2011 年 8.31 小时

<sup>6</sup> 首航控股全资拥有首都航空，资产主要为对首都航空的长期股权投资。

<sup>7</sup> 主要由首都航空负责运营。

<sup>8</sup> 主要由金鹿航空和首都航空负责运营，其中金鹿航空运营 27 架（20 架为托管飞机，按照托管合同，收取托管费用 500 万元/年、架），首都航空运营 30 架。

/日提高至 2013 年 9.19 小时/日；此外，公司的平均客座率一直保持在 86%以上，在行业内<sup>9</sup>处于较高水平。总体来看，公司的运营效率处于行业内较高水平。

表 9：近 3 年海航旅游公共航空运输营运情况

项目	指标名称	2011 年	2012 年	2013 年
航班正常率	首都航空平均航班正常率 (%)	79.58	75.40	68.69
	中国民航平均航班正常率 (%)	72.67	74.83	72.34
客运能力	旅客周转量 (RPK) (百万人公里)	7079.00	9512.00	12154.51
	旅客运输量 (万人)	482.66	644.96	816.9
	国内市场份额 (%)	1.81	2.21	2.31
货运能力	货邮运输量 (万吨)	2.34	3.28	4.22
	货邮周转量 (百万吨公里)	35.16	48.37	64.77
	货邮运市场份额 (%)	0.19	0.71	1.07
运营效率	飞行公里数 (亿公里)	0.53	0.73	0.93
	飞机日利用率 (小时/日)	8.31	8.93	9.19
	航班数量 (万架次)	3.95	5.52	7.04
	平均客座率 (%)	88.00	86.00	86.00
	平均载运率 (%)	73.00	73.00	73.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

海航旅游机票主要通过海南航空、各旅行社和各票务公司进行销售，机票回款方式主要为 T+1 及 T+2<sup>10</sup>。公司机票销售方式使得公司具有较好的现金回笼能力。跟踪期内，受“取消民航国内航空旅客运输票价下浮幅度限制”政策以及公司为抢占市场份额主动降低机票水平等因素影响，2013 年公司机票平均价格同比下降 4.10%。

表 10：公司机票价格

单位：元、%

项目	2011 年	2012 年	2013 年
平均票价	811.00	902.00	865.00
平均折扣	58.80	64.30	60.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

海航旅游航空运输业务的成本主要由航油费、飞机租金、机场起降服务费、发动机维修费等构成，其中航空油料成本占比 40%以上。跟踪期内，受公司机队扩建、航线增加影响，飞机折旧费、飞行员工资及福利费和机场起降服务等运营成本略有小幅增长，但成本总体构成变化不大。总体来看，航油费占比仍然较高，未来航油价格波动依然会给公司带来一定成本压力。

<sup>9</sup> 根据 2013 年 12 月 31 日中国民用航空局公布的《中国民航 2013 年 11 月份主要运输生产指标统计》，截至 2013 年 11 月末，民航当年正班平均客座率 81.50%。

<sup>10</sup> 指机票付款日之后 1 到 2 个工作日。



表 11：公司近年来航空运输业务成本构成明细

单位：%

项目	2011 年	2012 年	2013 年
航油费	47.44	46.22	43.25
飞机租金	16.19	10.66	10.24
机场起降服务费	11.76	13.34	13.66
工程管理费	4.71	2.31	2.65
发动机修理费	4.15	2.78	3.93
民航建设基金	2.62	2.84	3.15
其他 <sup>11</sup>	13.14	21.85	23.14
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 酒店与房地产业务

跟踪期内，海航旅游酒店业务仍为天津中心唐拉雅秀酒店运营业务，房地产业务为“天津中心”和“宏源大厦”的出租业务。2013 年公司酒店与房地产业务实现收入 3.85 亿元，较 2012 年小幅增加。

截至 2013 年末，天津中心唐拉雅秀酒店拥有客房 116 间，2011 年至 2013 年的入住率分别为 57.9%、56.1%和 66.01%，日均房价分别为 805.87 元、805.44 元和 755.42 元；2013 年唐拉雅秀酒店收入约 4720.73 万元，同比增长 8.82%。

“天津中心”位于天津市和平区南京路与贵阳路交口，总建筑面积 157079 平方米，包括公寓、写字楼、唐拉雅秀酒店及购物中心四种业态，并特聘世邦魏理仕物业顾问有限公司为业主提供专业物业管理及资产管理服务。2013 年，“天津中心”写字楼及商场租赁（包含酒店式公寓出租）收入为 8918.96 万元。

“宏源大厦”位于北京市朝阳区酒仙路 4 号院，总建筑面积为 57711.14 平方米，用途为公寓、写字楼，近年来出租率均为 100%，2013 年租金收入 3470.74 万元。

### 金融与 IT 业务

跟踪期内，海航旅游金融业务的运营主体仍主要为易生支付以及天津渤海通汇货币兑换有限公司（以下简称“通汇货币”）和海航易生控股有限公司（以下简称“海航易生”）等间接控股子公司；IT 业务的运营主体仍主要为东方慧思，但海航旅游出于战略调整的需要，2013 年以来逐步收缩 IT 业务，计划未来最终停止该业务。2013 年金融与 IT 业务实现收入 0.03 亿元，占公司主营业务收入的比重较 2012 年进一步减小。

总体来看，跟踪期内，公司旅游和航空运输业务收入均保持增长态势，对公司收入和利润贡献均超过 90%以上；酒店与房地产业务、金融与 IT 业务总体稳定，但对公司的收入和利润贡献较小。

<sup>11</sup> 主要为飞机折旧费、飞行员工资及福利费等。

## 重大事项

2012年，为解决未来可能存在或潜在的同业竞争问题，海航集团将首航控股委托给海南航空股份有限公司（以下简称“海航股份”）进行管理<sup>12</sup>，并将海航旅游所持有的首航控股19.6%的股权转让给海航股份<sup>13</sup>，同时海航集团公开承诺将其间接持有的首都航空的股权注入海航股份<sup>14</sup>，未来海航集团将首都航空的股权注入海航股份的可能性较大。

首都航空及其控股股东首航控股是海航旅游航空运输业务的重要运营主体，首都航空股权转让这一事项实施将对海航旅游的业务结构产生重大影响，预计公司资产和收入规模将大幅减少，但公司资本支出和融资压力将明显减轻，债务负担将大幅下降。东方金诚关注到，首都航空股权转让符合监管部门关于解决上市公司同业竞争问题的相关监管要求，也与海航集团对海航旅游以旅游为主业的战略定位相一致，首都航空股权转让有助于海航旅游进一步加大旅游产业链的资源整合力度，从而促进旅游业务盈利能力的提高和长远发展。

总体来看，未来首都航空股权转让的可能性较大，海航旅游资产和收入规模可能大幅减少，但债务负担将大幅下降，并有助于公司进一步加大旅游产业链的资源整合力度。截至2014年5月末，海航旅游及海航集团尚未就首都航空股权转让事宜形成具体方案，东方金诚将对该事项的进展情况予以关注。

## 企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理方面无重大变化。

截至2013年末，公司总部员工总数159人。从学历结构来看，本科（含）以上学历占比97%；专科（含）以下学历占比3%；从年龄结构来看，30岁以下的占比44%，30~50岁的占比52%，50岁以上的占比6%。公司员工整体文化素质较高，年龄较为年轻。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了2011年~2013年合并财务报告，财务数据均经中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

<sup>12</sup> 2012年8月29日海航股份发布《海航股份第七届第二次董事会决议公告》（临2012-024），海航股份按照《首航控股股权委托管理合同》受托管理公司所持有的首航控股70%的股权，委托期限三年。

<sup>13</sup> 2012年12月13日海航股份发布《海航股份关联交易公告二》（临2012-049），为加快推进《海航集团关于解决未来可能存在或潜在的同业竞争问题的承诺》履行进程，促进公司航空运输主业发展，海航股份以现金5.0862亿元人民币受让海航旅游所持有的首航控股19.6%的股权。

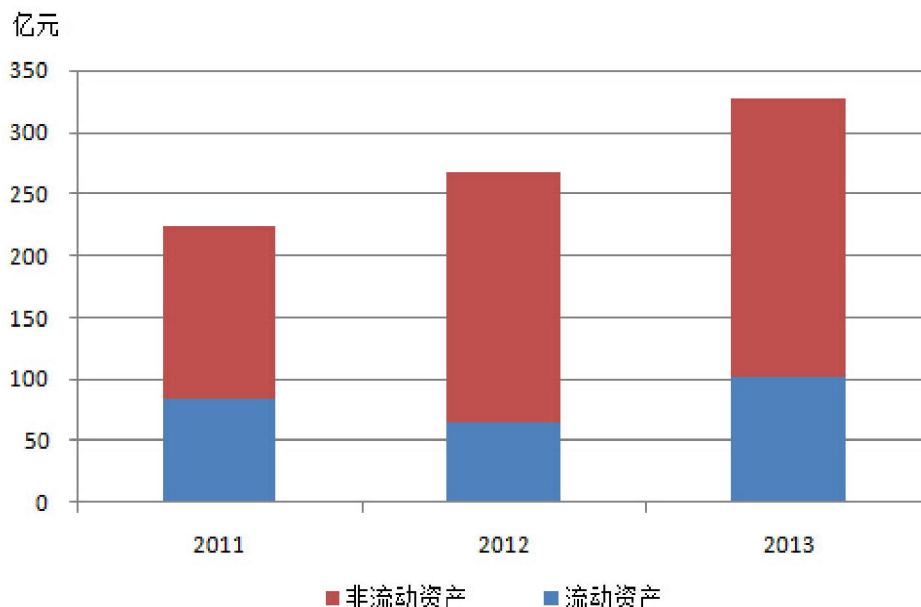
<sup>14</sup> 2012年4月12日海航股份发布《海航股份关于股东承诺解决未来可能存在或潜在的同业竞争问题的公告》（临2012-012），为避免并有效解决与海航股份未来可能存在或潜在的同业竞争情形，海航集团承诺：根据海航股份主营业务发展需要及盈利状况，自海航股份本次非公开发行股票实施之日起36个月内，依据国家及相关地区法律法规的规定及行业主管部门的批复同意，通过股权转让或其他重组行为，将海航集团直接或间接持有的包括首都航空在内的航空公司股权注入海航股份。

截至 2013 年末，公司纳入合并范围的公司共 26 家，其中子公司海航体坛于当年新纳入合并范围。

### 资产构成及资产质量

截至 2013 年末，公司资产总额为 326.96 亿元，同比增长了 22.38%。其中，流动资产占总资产的比重为 31.11%，非流动资产占总资产的比重为 68.89%。公司资产以非流动资产为主。

图 5：2011 年~2013 年末公司资产构成情况

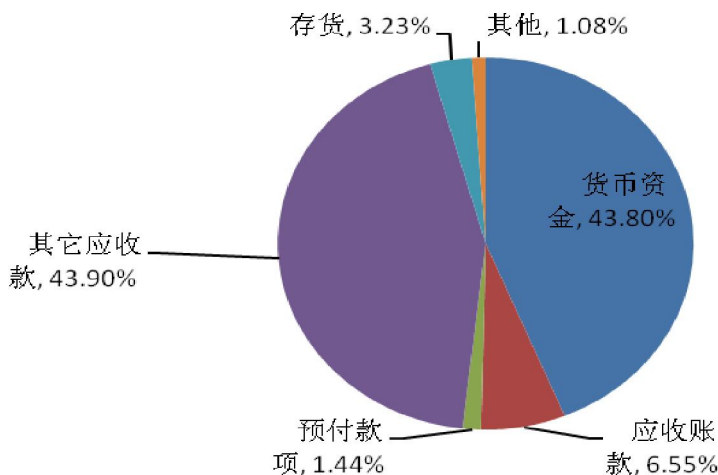


资料来源：公司提供，东方金诚整理

#### 1. 流动资产

截至 2013 年末，公司流动资产为 101.70 亿元，同比增长 56.31%，主要是货币资金和应收账款的增加。

图 6：截至 2013 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于股东增资和本期债券的发行，截至 2013 年末，公司货币资金为 44.55 亿元，同比增长 508.44%，其中库存现金、银行存款和其他货币资金占货币资金比重分别为 0.19%、63.37%和 36.44%。其他货币资金主要是应付票据保证金。不存在因抵押、质押或冻结等对外使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的款项。

截至 2013 年末，公司存货 3.29 亿元，同比增长 1.71%，主要是旅游用品的库存商品和周转材料，占比分别为 82.98%和 13.37%。公司未对存货计提跌价准备。

公司应收账款主要为未结算的航空服务款。截至 2013 年末，公司应收账款净额为 6.66 亿元，同比增长 340.23%，主要是由机票主动降价销售，从而当年线上销售机票款增加所致。截至 2013 年末，应收账款账面总额 6.85 亿元，其中按组合计提坏账准备的应收账款 6.79 亿元，从账龄分布来看，账龄在 1 年以内的占比 69.13%，1~2 年的占比 18.10%，2~3 年的占比 9.10%，3 年以上的占比 3.67%；公司根据账龄对应收账款共计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例较小。截至 2013 年末，应收账款前 5 名占应收账款总额的比重为 59.32%，集中度较高。

表 12：2013 年末公司应收账款前 5 名情况

单位：亿元、%

单位名称	金额	账龄	占比 <sup>15</sup>
国际航空运输协会北京办事处	2.44	1 年以内	35.67
快钱支付清算信息有限公司	0.58	1 年以内	8.46
内蒙古呼和浩特白塔国际机场有限责任公司	0.48	1 年以内	7.07
拜耳（中国）有限公司	0.30	1 年以内	4.32
天津航空有限责任公司	0.26	1 年以内	3.81
<b>合计</b>	<b>4.06</b>	<b>-</b>	<b>59.32</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2013 年末，公司其他应收款净额 44.64 亿元，同比下降 11.41%，占流动资产比重为 43.90%，主要为租赁保证金和往来款。

表 13：2013 年末公司其他应收款构成情况

单位：亿元、%

业务类型	交易内容	金额	占比
航空运输业务	发动机维修费、飞行员人工费等	16.73	37.48
旅游业务	旅游款押金、票款押金	14.96	33.51
酒店与房地产业务	房款押金	12.95	29.01
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>44.64</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截止 2013 年末，其他应收款账面总额 44.82 亿元，全部为按组合计提坏账准备的账款，从账龄分布来看，账龄在 1 年以内的占比 78.53%，1~2 年的占比 15.65%，2~3 年的占比 5.03%，3 年以上的占比 0.79%。截至 2013 年末，公司对账龄在 1 年以内的其他应收款和对关联方的其他应收款未计提坏账准备，对其他应收款共计提坏账准备 0.17 亿元，计提金额较小。截至 2013 年末，其他应收款金额前 5 名合计占其他应收款总额的比重为 50.80%，集中度较高，且涉及金额较大，影响了资

<sup>15</sup> 占当年应收账款账面总额的比重。

产的流动性。

表 14：2013 年末公司其他应收款前 5 名情况

单位：亿元、%

单位名称	内容	金额	账龄	占比 <sup>16</sup>
海航酒店（集团）有限公司	往来款	12.95	2~3 年	28.90
天津信托有限责任公司	往来款	4.26	1~2 年	9.51
西部航空有限责任公司	往来款	3.45	1~2 年	7.69
云南祥鹏航空有限责任公司	往来款	1.49	1~2 年	3.33
朗业（天津）国际租赁有限公司	租赁保证金	0.52	1~2 年	1.16
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>22.68</b>	<b>-</b>	<b>50.61</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 2. 非流动资产

截至 2013 年末，公司非流动资产为 225.26 亿元，同比增长 11.46%，主要为固定资产的增加。

截至 2013 年末，公司长期股权投资 28.80 亿元，略有减少。

截至 2013 年末，公司投资性房地产 29.68 亿元，同比增长 10.11%，主要由“天津中心”和“宏源大厦”房地产升值所致。

公司固定资产主要为飞行器材。截至 2013 年末，固定资产账面价值 109.79 亿元，其中飞行器材占比 86.59%。融资租赁租入的飞行器材的固定资产账面价值 46.43 亿元。

公司在建工程主要是 8 架已订购的正在制造过程中的飞机。截至 2013 年末，在建工程 31.52 亿元，同比下降 8.06%，其中制造过程中的飞机所占比重为 89.95%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产中流动资产所占比重明显提高，但仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金大幅增加，资产流动性明显改善。

## 资本结构

### 1. 所有者权益

截至 2013 年末，公司所有者权益为 81.75 亿元，同比增长 42.84%，主要是实收资本的增加。

截至 2013 年末，归属母公司所有者权益合计 64.94 亿元，其中公司实收资本 61 亿元，同比增长 48.78%，主要由 2013 年股东海航集团以货币形式增资 20 亿元所致。

跟踪期内，公司所有者权益明显增加，主要来自于实收资本；公司资本实力进一步增强。

### 2. 负债

截至 2013 年末，公司负债总额为 245.21 亿元，同比增长 16.81%，其中流动负债和非流动负债占负债总额的比重分别为 51.14%和 48.86%；负债结构较 2012 年末变化不大。

<sup>16</sup> 占当年其它应收款账面总额的比重。

截至 2013 年末，公司流动负债为 125.39 亿元，同比增长 15.51%，主要是一年内到期的非流动负债的增长。

截至 2013 年末，公司短期借款为 78.75 亿元，同比减少 6.79%，其中质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占短期借款比重分别为 8.56%、23.39%、38.54% 和 29.52%。公司用于抵押的资产为房产；保证借款的担保单位主要是海航集团。

截至 2013 年末，公司应付票据为 20.35 亿元，同比增长 16.72%，主要是应付航油、航材款。

截至 2013 年末，一年内到期的非流动负债由 2012 年末 0.50 亿元增加至 17.10 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2013 年末，公司非流动负债为 119.82 亿元，同比增长 18.19%，主要是应付债券和长期应付款的增长。

截至 2013 年末，公司长期借款 39.25 亿元，同比减少 8.14%，其中质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占长期借款比重分别为 10.65%、73.18%、6.92% 和 9.25%。公司用于抵押的财产主要是飞机和房产；保证借款的担保单位主要是海航集团。

表 15：截至 2013 年末公司金额前 5 名长期借款相关情况

单位：亿元、%

银行或机构	贷款性质	贷款余额	利率	借款日期	还款日期	用途
中国进出口银行	抵押	6.26	6.40	2011/8/26	2022/8/26	飞机购置
渤海银行股份有限公司天津支行	抵押	5.90	5.60	2011/4/27	2021/4/26	经营性资金
渤海国际信托有限公司	信用担保	5.00	5.02	2013/3/13	2014/9/13	经营性资金
交通银行深圳科技园支行	抵押	4.45	5.02	2012/7/24	2024/7/24	飞机购置
交通银行深圳市科技园支行	抵押	3.15	6.55	2010/1/22	2022/1/22	飞机购置
<b>合计</b>		<b>24.77</b>	-	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

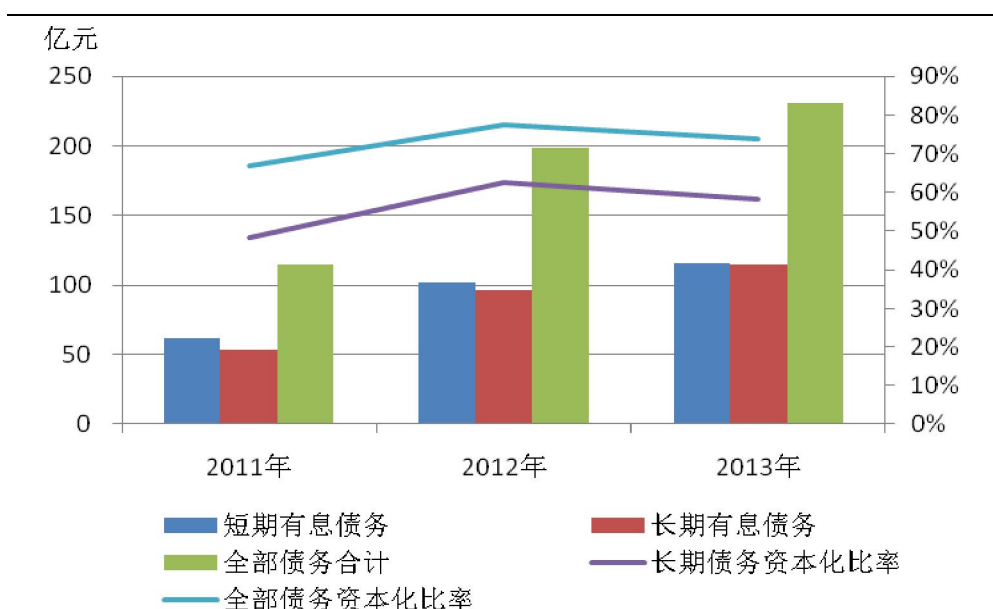
截至 2013 年末，公司应付债券 10 亿元，主要为公司首次发行的本期债券。

截至 2013 年末，公司长期应付款 66.66 亿元，同比增长 20.28%，主要是公司融资租赁款。

有息债务方面，截至 2013 年末，公司全部债务<sup>17</sup>231.10 亿元，同比增长 16.37%；短期有息债务和长期有息债务所占比重分别为 50.28% 和 49.72%。

<sup>17</sup> 截至 2013 年末，有息债务中，其它短期有息债务为 0，其他长期有息债务为融资租赁款 65.65 亿元。

图 7：2011 年~2013 年末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2013 年末，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 75.00%、73.87%和 58.43%，较 2012 年均有所下降。公司目前债务负担较重，主要是航空运输业务负债较多造成的。未来随着首都航空的股权受让和旅游业务的进一步发展，预计未来公司债务负担将会明显下降。

截至 2013 年末，公司对外担保余额 15.65 亿元，担保比率 19.14%，对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

总体来看，跟踪期内，公司资产负债率有所下降，但目前债务负担仍然较重。未来首都航空的股权受让和旅游业务的进一步发展将有助于公司债务负担的下降。

### 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入主要来源于旅游、航空运输和酒店及房地产业务收入。2013 年，公司营业收入为 135.99 亿元，同比增长 14.60%；营业利润率为 17.68%，同比保持稳定。

2013 年公司期间费用 23.17 亿元，同比增长 18.51%，占营业收入比重为 17.03%，较 2012 年小幅提高，主要由公司业务规模扩大以及发行债券导致相应费用增加所致，公司对期间费用的控制有待进一步加强。

表 16：2011 年~2013 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

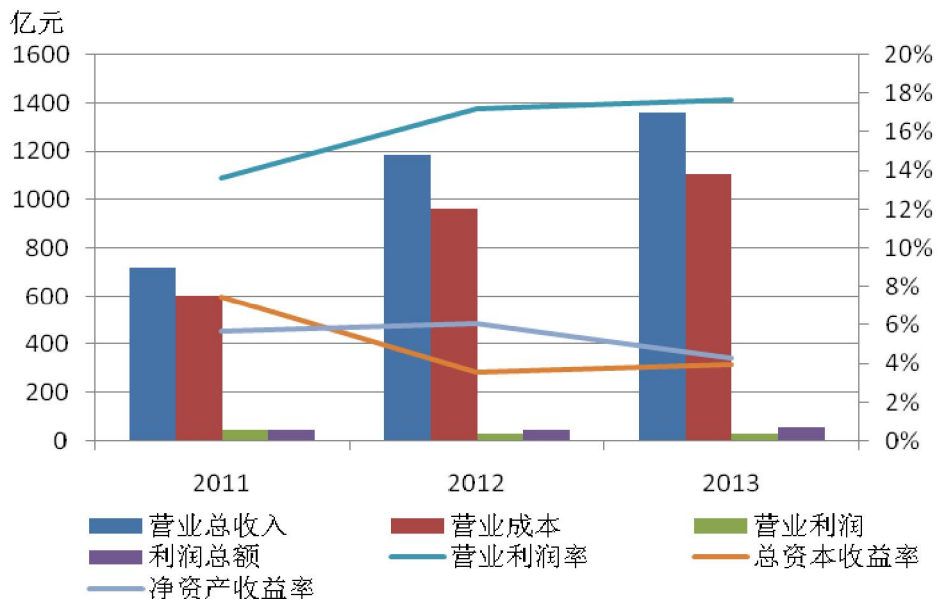
指标	2011 年	2012 年	2013 年
销售费用	3.79	6.12	7.28
管理费用	2.94	6.86	7.89
财务费用	5.41	6.56	8.00
期间费用	12.15	19.55	23.17
期间费用占营业收入的比率	16.88	16.47	17.03

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2013 年公司利润总额为 5.69 亿元，同比增长 13.64%。

从利润构成来看，2013 年公允价值变动收益 2.72 亿元，主要是公司的“天津中心”和“宏源大厦”房地产公允价值变动所致，若扣除该因素，公司经营性收益仅为 0.35 亿元。除此之外，在 2013 年的利润构成中还包括 2.65 亿元的营业外收入，主要为政府补助。

图 8：2011 年~2013 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

从资产盈利能力来看，2013 年公司总资本收益率较 2012 年略有提高，净资产收益率较 2012 年有所下降，盈利能力较差。未来随着公司旅游资源整合力度的加大和旅游业务的进一步发展将有助于公司盈利能力的改善。

表 17：2011 年~2013 年公司盈利能力情况

单位：%

指标	2011 年	2012 年	2013 年
总资本收益率	7.48	3.55	3.96
净资产收益率	5.68	6.05	4.30

资料来源：公司提供，东方金诚整理



总体来看，2013 年公司营业收入有所增长，非经营性收益对公司的利润贡献较大，公司盈利能力较差。未来随着公司旅游资源整合力度的加大和旅游业务的进一步发展，公司盈利能力或会有所改善。

### 现金流状况

经营活动现金流方面，2013 年公司经营活动现金流入为 203.14 亿元，同比保持稳定；现金收入比为 101.29%，收入获得现金的能力较强。

同期，经营活动现金流出为 179.93 亿元，同比略有减少 22.79%。2013 年，公司经营净现金流为 23.22 亿元，同比增长 15.30%。公司经营活动现金流状况有所改善。

投资活动现金流方面，2013 年公司投资活动现金流入较少，投资活动产生的现金流净额为-5.72 亿元，较 2012 年 36.70 亿元大幅减少，主要是公司 2013 年购买飞机数量较 2012 年明显减少所致。

筹资活动现金流方面，2013 年公司筹资活动净现金流为 19.71 亿元，筹资活动现金流入主要是银行借款、股东增资和发行债券款项；筹资活动现金流出主要是偿还债务所支付的现金。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况有所改善，对外投资支出明显减少，融资压力有所减轻。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2013 年末，公司流动比率和速动比率分别为 81.11%和 78.49%，同比均大幅提高。2013 年末公司经营净现金流流动负债比为 18.52%，同比保持稳定。综合来看，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标来看，2013 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.44 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 12.04 倍。相关指标显示，公司的长期偿债能力一般，考虑到公司债务主要集中于航空运输业务，随着首都航空股权转让和旅游业务的进一步发展，未来公司债务大幅下降的可能性较大，同时公司在海航集团产业布局和发展战略中具有重要地位，在旅游资源整合、资金注入和业务拓展等方面能够得到海航集团的大力支持，公司的实际偿债能力很强。

表 18：2011 年~2013 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年
流动比率	76.85	59.94	81.11
速动比率	74.33	56.96	78.49
经营性净现金流流动负债比	-13.91	18.55	18.52
EBITDA 利息倍数	1.59	2.44	2.44
全部债务/EBITDA 倍数	5.40	13.33	12.04

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 过往债务履约情况

根据海航旅游提供、中国人民银行征信管理中心出具的海航旅游集团有限公司《企业信用信息报告》，截至 2014 年 2 月 18 日，公司贷款卡按时通过年审，未发生违贷事件，信用状况良好。

### 抗风险能力

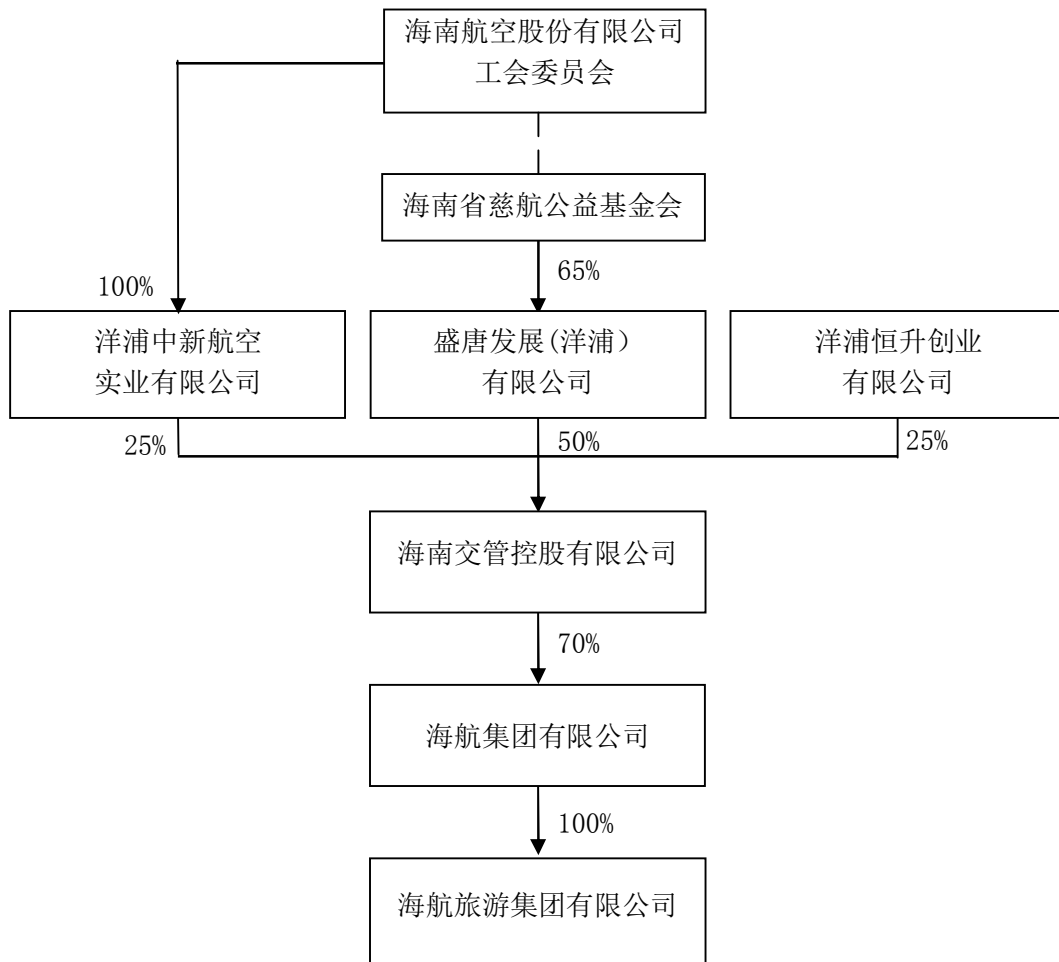
受益于经济的发展和居民收入水平的提高，我国旅游行业总收入持续增长，发展前景较好；跟踪期内，公司旅游和航空运输业务收入均保持增长态势，盈利水平进一步提升；跟踪期内，公司股东以货币资金向公司增资 20 亿元，公司资本实力相应增强，债务负担有所下降。

同时，东方金诚也关注到国际原油价格波动对航空运输业的成本影响明显，给航空运输企业带来一定的成本控制压力；跟踪期内，非经营性收益对公司利润贡献仍然较大，盈利能力有待进一步加强。

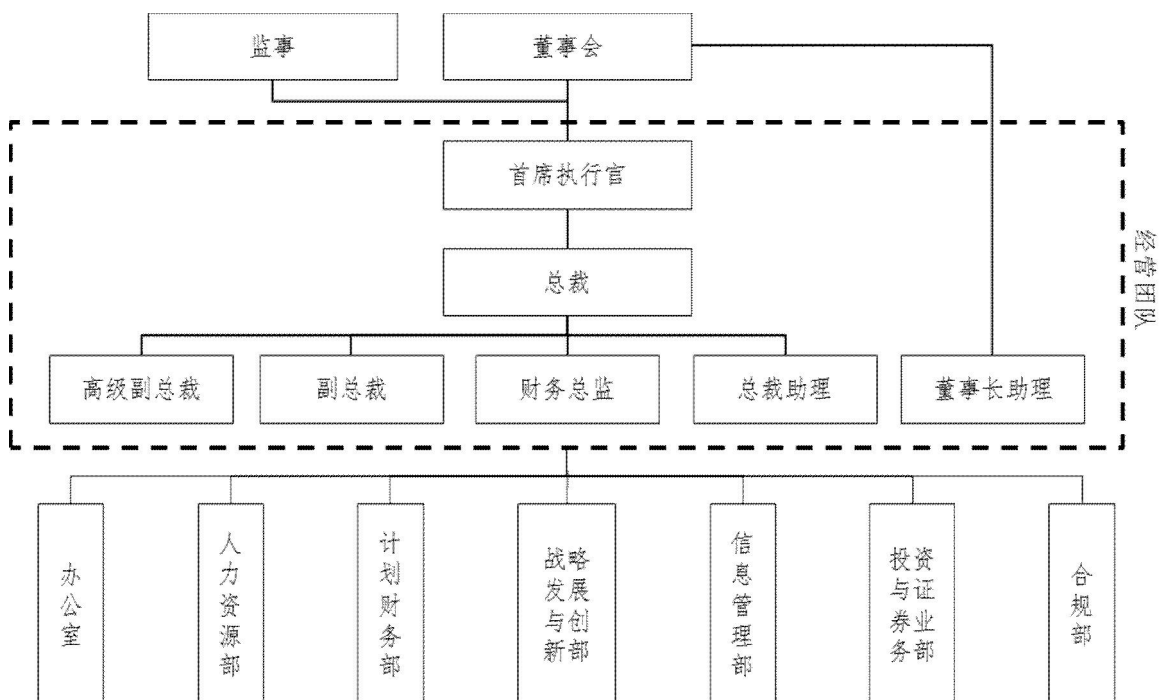
### 结论

综合考虑，东方金诚维持海航旅游的 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 海旅业”AA 的信用等级。

附件一：截至 2013 年末公司股权结构图



附件二：截至 2013 年末公司组织结构图



附件三：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2011 年末	2012 年末	2013 年末
流动资产：			
货币资金	74630.91	73216.15	445478.27
应收账款	68864.16	15129.67	66605.48
预付款项	34211.21	8359.41	14635.37
应收利息	-	-	-
应收股利	-	-	-
其它应收款	616867.27	521609.18	446435.30
△买入返售金融资产	-	-	-
存货	27634.55	32313.38	32864.57
一年内到期的非流动资产	19689.72	-	10987.77
其他流动资产	93.60	6.00	6.00
流动资产合计	841991.42	650633.80	1017012.76
非流动资产：			
持有至到期投资	4100.00	-	-
长期应收款	-	-	101.03
长期股权投资	315396.37	290887.45	288015.15
投资性房地产	269521.03	269546.23	296806.10
固定资产	480250.70	873207.60	1097879.78
工程物资	-	-	-
在建工程	148793.96	342866.99	315239.66
固定资产清理	0.61	-	-
无形资产	2840.23	4757.41	5102.53
开发支出	18.08	43.22	138.94
商誉	148924.90	178326.64	178486.69
长期待摊费用	21350.60	60969.83	69960.18
递延所得税资产	1874.71	338.09	819.99
其他非流动资产	-	-	-
非流动资产合计	1393071.19	2020943.47	2252550.05
资产总计	2235062.61	2671577.27	3269562.81

附件三：公司合并资产负债表 (续表)

单位：万元

项目名称	2011 年末	2012 年末	2013 年末
流动负债：			
短期借款	460977.93	844847.45	787493.61
应付票据	155156.07	174345.95	203500.00
应付账款	64378.16	9436.00	23311.89
预收款项	12631.21	9945.33	23960.03
应付职工薪酬	3775.67	5347.75	6947.58
应交税费	7383.65	7747.27	15042.69
应付利息	-	268.33	12.02
应付股利	142.88	679.38	-
其他应付款	391152.52	27933.26	22669.73
一年内到期的非流动负债	-	5000.00	170990.00
流动负债合计	1095598.09	1085550.71	1253927.54
非流动负债：			
长期借款	209822.35	427286.53	392513.38
应付债券	-	-	100000.00
长期应付款	325828.78	554167.16	666564.27
预计负债	300.00	-	-
递延所得税负债	32261.00	32267.30	39079.26
非流动负债合计	568212.14	1013720.99	1198156.91
负债合计	1663810.22	2099271.70	2452084.46
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	410000.00	410000.00	610000.00
资本公积	2717.34	4840.68	4350.75
未分配利润	15117.51	23179.12	35085.13
外币报表折算差额	3.00	-	-67.72
归属母公司所有者权益合计	427837.85	438019.80	649368.16
少数股东权益	143414.53	134285.77	168110.19
所有者权益合计	571252.38	572305.57	817478.35
负债与股东权益合计	2235062.61	2671577.27	3269562.81

附件四：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2011年	2012年	2013年
一、营业总收入	719471.67	1186728.57	1359943.91
其中：营业收入	710535.05	1186728.57	1359943.91
其中：主营业务收入	-	-	-
其他业务收入	-	-	-
△利息收入	8910.88	-	-
△手续费及佣金收入	25.74	-	-
减：营业成本	605191.67	963693.56	1108687.36
△利息支出	-	-	-
△手续费及佣金支出	-	-	-
营业税金及附加	16112.12	18843.86	10782.47
销售费用	37946.74	61241.78	72762.31
管理费用	29449.78	68588.44	78858.38
财务费用	54060.69	65639.86	80038.30
资产减值损失	3847.26	-6191.94	1927.57
加：公允价值变动收益	57624.00	25.20	27247.85
投资收益	16375.57	18654.05	-3375.92
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-
汇兑收益	-	-	-
二、营业利润	46862.98	33592.26	30759.46
加：营业外收入	403.17	16822.29	26477.46
减：营业外支出	428.16	378.28	373.35
其中：非流动资产处置损失	-	11.25	19.35
三、利润总额	46837.99	50036.26	56863.56
减：所得税	14363.85	15437.89	21700.75
加：未确认的投资损失	-	-	-
四、净利润	32474.14	34598.37	35162.81
归属于母公司所有者的净利润	23736.94	21380.91	17116.43
少数股东损益	8737.20	13217.46	18046.38

附件五：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2011年	2012年	2013年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	658311.53	1174397.42	1377548.78
收到税费返还	143.27	260.37	64.97
收到的其他与经营活动有关的现金	574638.55	846753.26	653814.76
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>1233093.35</b>	<b>2021411.06</b>	<b>2031428.51</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	467253.85	1052652.63	1212479.39
支付给职工以及为职工支付的现金	34565.12	58560.62	79862.98
支付的各项税费	20461.07	50950.91	42832.35
支付的其他与经营活动有关的现金	863218.72	657885.31	464088.38
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>1385498.77</b>	<b>1820049.47</b>	<b>1799263.10</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-152405.41</b>	<b>201361.59</b>	<b>232165.41</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>			
收回投资所收到的现金	-	6254.72	-
取得投资收益所收到的现金	1344.64	18706.05	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	37.01	6.68	4.79
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	17816.17	5601.74	194.76
收到的其他与投资活动有关的现金	4831.31	-	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>24029.13</b>	<b>30569.20</b>	<b>199.55</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	251858.47	377708.06	45289.94
投资所支付的现金	22295.13	6031.51	1200.00
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	567812.26	13780.37	-
支付的其他与投资有关的现金	10114.12	-	10941.22
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>852079.98</b>	<b>397519.94</b>	<b>57431.16</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-828050.84</b>	<b>-366950.74</b>	<b>-57231.61</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>			
吸收投资所收到的现金	571039.41	-	212941.71
取得借款所收到的现金	716937.61	1111865.15	990037.46
发行债券收到的现金	-	-	100000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	35281.78	42500.00	101.30
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>1323258.80</b>	<b>1154365.15</b>	<b>1303080.46</b>



偿还债务所支付的现金	233570.60	794983.15	909864.93
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	43064.09	67331.45	83705.39
支付其他与筹资活动有关的现金	13802.70	127929.00	112397.11
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>290437.39</b>	<b>990243.60</b>	<b>1105967.43</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1032821.41</b>	<b>164121.55</b>	<b>197113.03</b>
四、汇率变动对现金的影响额	-	52.85	-
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	<b>52365.15</b>	<b>-1414.76</b>	<b>372046.83</b>

附件六：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2011年	2012年	2013年
1、净利润	32474.14	34598.37	35162.81
资产减值准备	3847.26	-6191.94	1927.57
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	30524.85	26292.87	41320.90
无形资产摊销	127.94	689.45	526.63
长期待摊费用摊销	1396.22	10941.16	14590.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2.99	-18.10	16.06
固定资产报废损失	11.82	2.24	-
公允价值变动损失（减：收益）	-57624.00	-25.20	-27247.85
财务费用	44856.38	60008.06	78666.64
投资损失	-16375.57	-18654.05	3375.92
递延所得税资产减少	-1019.27	1536.62	-481.89
递延所得税负债增加	14406.00	6.30	6811.96
存货的减少	-177.97	-4678.83	-551.19
经营性应收项目的减少	-674717.56	-205947.93	17422.12
经营性应付项目的增加	473062.62	301691.07	60625.00
其他	-3195.29	1111.52	-
经营活动产生的现金流量净额	-152405.41	201361.59	232165.41
<b>2、不涉及现金收支的投资和筹资活动</b>			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
<b>合计</b>	-	-	-
<b>3、现金与现金等价物净增加情况</b>			
现金的期末余额	74630.91	73216.15	445478.27
减：现金的期初余额	22265.76	74630.91	73431.44
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>52365.15</b>	<b>-1414.76</b>	<b>372046.83</b>

附件七：主要财务指标

项目	2011年	2012年	2013年
<b>盈利能力</b>			
营业利润率(%)	13.64	17.21	17.68
总资本收益率(%)	7.48	3.55	3.96
净资产收益率(%)	5.68	6.05	4.30
<b>偿债能力</b>			
资产负债率(%)	74.44	78.58	75.00
长期债务资本化比率(%)	48.32	62.69	58.43
全部债务资本化比率(%)	66.82	77.63	73.87
流动比率(%)	76.85	59.94	81.11
速动比率(%)	74.33	56.96	78.49
经营现金流流动负债比(%)	-13.91	18.55	18.52
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	2.44	2.44
全部债务/EBITDA(倍)	5.40	13.33	12.04
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.59	-0.08	0.08
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-7.31	-2.71	2.22
<b>经营效率</b>			
销售债权周转次数(次)	18.21	28.26	33.28
存货周转次数(次)	21.97	32.15	34.02
总资产周转次数(次)	0.44	0.48	0.46
现金收入比(%)	91.50	98.96	101.29
<b>增长指标</b>			
资产总额年平均增长率(%)	-	19.53	20.95
营业收入年平均增长率(%)	-	0.18	19.63
利润总额年平均增长率(%)	-	64.94	37.48
<b>本期债券偿债能力</b>			
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.13	1.49	1.92
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.33	20.21	20.31
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.52	2.01	2.32
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-9.80	-1.66	1.75

附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n年数据: $\text{增长率} = \left[ (\text{本期} / \text{前}n\text{年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA} / \text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

## 附件九：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。