

信用等级通知书

东方金诚债评 [2013]022 号

海航旅业控股（集团）有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为AA；同时对贵公司拟发行的“2013年度10亿元公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一三年五月二十七日



信用等级公告

东方金诚债评 [2013]022 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对海航旅业控股（集团）有限公司和其拟发行的“2013 年度 10 亿元公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定海航旅业控股（集团）有限公司主体信用等级为 AA，债券信用等级为 AA。

特此公告

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一三年五月二十七日



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”）与海航旅业控股（集团）有限公司（以下简称“海航旅业”）构成委托关系外，东方金诚、评估人员与海航旅业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，未因海航旅业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业提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 海航旅业 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

2013年5月27日



海航旅业控股（集团）有限公司

2013年度10亿元公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本期债券信用等级：AA
 本期债券发行额度：10 亿元
 本期债券期限：5 年
 偿还方式：按年付息，到期
 一次性还本，附投资者有
 条件回售权

评级时间

2013 年 5 月 27 日

评级小组负责人

朱林

评级小组成员

刘小芳

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”）通过对海航旅业控股（集团）有限公司（以下简称“公司”或“海航旅业”）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，认为公司所处的旅游行业发展前景较好；作为海航集团的五大产业集团之一，公司在旅游市场具有明显的竞争优势；公司通过拓展旅游产业上下游产品和服务，构建了较完整的旅游产业链；海航集团综合实力很强，在旅游资源整合、资金注入和业务拓展等方面对公司的支持力度大。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很大，同时高速铁路建设对航空运输业中短途市场形成竞争压力；近三年公司非经营性收益对利润贡献较大，目前盈利能力较弱。

东方金诚评定海航旅业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期公司债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

主要数据和指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额（亿元）	100.48	223.51	267.16
所有者权益（亿元）	20.28	57.13	57.23
全部债务（亿元）	21.22	82.60	145.15
营业总收入（亿元）	11.01	71.95	118.67
利润总额（亿元）	2.53	4.68	5.00
EBITDA（亿元）	4.03	21.30	14.90
营业利润率（%）	11.34	13.64	17.21
净资产收益率（%）	5.47	5.68	6.05
资产负债率（%）	79.82	74.44	78.58
全部债务资本化比率（%）	51.13	59.11	71.72
流动比率（%）	72.97	76.85	59.94
全部债务/EBITDA（倍）	5.26	3.88	6.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	1.59	1.66
EBITDA/本期发债额（倍）	0.40	2.13	2.22

注：表中数据来源于 2010 年~2012 年经审计的公司合并财务报表。

评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

本期债券发行额度：10 亿元

本期债券期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期
一次性还本，附投资者有
条件回售权

评级时间

2013 年 5 月 27 日

评级小组负责人

朱林

评级小组成员

刘小芳

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

优势

- 受益于经济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；
- 作为海航集团的五大产业集团之一，海航旅业负责海航集团旅游产业链的资源整合和业务拓展，在旅游市场具有明显的竞争优势；
- 公司通过拓展旅游产业上下游产品和服务，构建了较完整的旅游产业链，随着旅游业务的进一步发展，公司的盈利能力将逐步增强；
- 海航集团综合实力很强，在旅游资源整合、资金注入和业务拓展等方面对公司的支持力度大。

关注

- 国际原油价格波动对航空运输业的成本影响很大，同时高速铁路建设对航空运输业中短途市场形成竞争压力；
- 公司近三年非经营性收益对利润贡献较大，目前盈利能力较弱；
- 未来两年内公司转让其控股子公司——北京首都航空有限公司股权的可能性较大，该事项在使公司债务负担大幅下降的同时，可能使公司资产和收入规模明显减少。

主体概况

海航旅业控股（集团）有限公司（以下简称“海航旅业”或“公司”）的前身是成立于 2002 年 3 月 20 日的海南旅游有限公司（以下简称“海南旅游”），初始注册资本 3000 万元，由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）、海航酒店（集团）有限公司（以下简称“海航酒店”）共同出资，其中海航集团持股 60%，海航酒店持股 40%。2004 年 2 月 20 日，海南旅游更名为海南旅游集团有限公司（以下简称“旅游集团”）。2004 年 3 月 9 日，海航酒店将其持有的 40% 股权转让给扬子江投资控股有限公司（以下简称“扬子江控股”）；股权转让后，2 家股东对旅游集团进行增资，旅游集团注册资本增加至 3 亿元，其中海航集团出资 1.8 亿元，持股 60%，扬子江控股出资 1.2 亿元，持股 40%。2007 年 3 月 26 日，旅游集团更名为现名，即海航旅业。2007 年 6 月 25 日，海航集团对公司增资 2.5 亿元，公司注册资本增加至 5.5 亿元，增资后，海航集团出资 4.3 亿元，持股 78.18%；扬子江控股出资 1.2 亿元，持股 21.82%。2008 年 1 月 10 日，扬子江控股将其持有的公司全部股权转让给海航集团，转让后，海航集团持有公司 100% 股权。

2011 年 4 月 21 日，海航集团对公司增资 7 亿元，公司注册资本增加至 12.5 亿元。2011 年 8 月 29 日，海航集团再次对公司增资 28.5 亿元，公司注册资本增加至 41 亿元。截至 2012 年底，海航集团持有公司 100% 股权，公司实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会，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 2012 年底，纳入公司合并范围的全资子公司和控股子公司 25 家，具体情况如下表所示：

表 1：截至 2012 年底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	持股比例
1	北京首都航空控股有限公司	首航控股	航空	150000.00	70.00
2	北京旅游发展基金（有限合伙）	北京旅游基金	投资	100000.00	84.51
3	北京首航直升机通用航空服务有限公司	首航直升机	航空	42000.00	95.57
4	大新华运通控股有限公司	运通控股	旅游	30000.00	100.00
5	上海海航航运有限公司	上海海航	海运	20000.00	100.00
6	大新华运通国际旅行社有限公司	大新华运通	旅游	39215.69	92.25
7	海航思福汽车租赁有限公司	海航思福	汽车租赁	17000.00	100.00
8	新华旅行网络服务有限公司	新华旅行	信息服务	5000.00	70.00
9	龙腾九州国际旅行社有限公司	龙腾国旅	旅游	1000.00	100.00
10	龙腾九州网络有限公司	龙腾网络	信息服务	5000.00	100.00
11	海航旅业邮轮游艇管理有限公司	海航邮轮	旅游	5000.00	100.00
12	海南乐游国际旅行社有限公司	海南乐游	旅游	5000.00	100.00
13	大新华国际会议展览有限公司	大新华会展	旅游	5000.00	100.00
14	北京京旅盛宏投资管理有限公司	北京京旅	旅游地产	3000.00	83.33
15	北京海鸿源投资管理有限公司	北京海鸿	投资	2000.00	100.00
16	北京东方慧思信息技术有限公司	东方慧思	信息服务	5000.00	100.00
17	北京海航体育发展有限责任公司	海航发展	体育运动 项目经营	500.00	100.00
18	Aberdeen Tours	-	旅游	40.00 万美元	100.00
19	海口海航思福机动车检测有限公司	思福机动车	旅游	30.00	100.00
20	海南海航国际酒店管理有限公司	海南酒店管理	酒店管理	10000.00	70.00
21	渤海易生商务服务有限公司	渤海易生	类金融	20000.00	80.00
22	上海驿舟投资管理有限公司	上海驿舟	酒店地产	1000.00	100.00
23	香港康泰旅行社有限公司	香港康泰	旅游	1000.00 万港币	51.00
24	凯撒同盛（北京）投资有限责任公司	凯撒旅游	旅游	1500.00	51.00
25	上海金鹿公务航空有限公司	金鹿公务	航空	95000.00	62.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司目前主营业务为旅游和航空运输等，经营范围包括酒店项目开发、管理；旅游项目投资和管理；装饰装修工程；建筑材料、家用电器、电子产品、通讯设备的销售；公务飞行、直升机引航作业、通用航空包机飞行等。

截至 2012 年底，公司资产总额为 267.16 亿元，所有者权益为 57.23 亿元，2012 年公司实现营业收入 118.67 亿元，利润总额 5.00 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟发行 2013 年度 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 5 年。

本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期债券附有条件回售条款，即在本期债券存续期间，公司正式签署北京首都航空有限公司（以下简称“首都航空”）股权转让¹协议之日（即触发日，该协议导致公司失去首都航空第一大股东地位或实际持有首都航空股权比例低于 30%或导致受同一实际控制人控制的多个第三方通过共同持股取得首都航空控股地位），投资者可以将其持有的全部或部分本期债券按票面金额回售给公司并获得该计息年度的持有期利息。

本期债券到期一次还本，在存续期内每年付息 1 次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金 10 亿元，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。

表 2：本期债券募集资金用途

单位：亿元

募集资金用途	总投资额	拟使用本期募集资金	项目审批/核准/备案情况
购买 3 架空客 A320 系列型号飞机	15.81	6.70	已获得国家发改委发改基础[2011]2206 号批文和国家发改委发改基础[2012]2510 号批文
购买 1 架湾流 G450 型号公务机	2.50	1.10	已获得中国民用航空局民航函[2012]488 号批文
购买 1 架湾流 G550 型号公务机	3.66	1.60	已获得中国民用航空局民航函[2012]992 号批文
购买 2 架 AS350B3 型号直升机	0.43	0.20	已获得国家发改委发改基础 [2011]1005 号批文
购买 2 架 EC135 型号直升机	0.94	0.40	已获得国家发改委发改基础 [2011]1005 号批文
合计	23.34	10.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

（一）飞机购买相关项目基本情况

公司拟使用本期募集资金用于首航控股的全资子公司——北京首都航空有限

¹具体内容详见本报告“重大事项”部分。

公司（以下简称“首都航空”）购买 3 架空客 A320 系列飞机、1 架湾流 G450 型号公务机和 1 架湾流 G550 型号公务机，以及子公司首航直升机购买 2 架 AS350B3 型号直升机和 2 架 EC135 型号直升机。

1、空客 A320 系列飞机

A320 系列飞机是欧洲空中客车工业公司研制生产的单通道双发中短程商用客机。该系列飞机具有乘坐舒适、速度快、噪音低等优势，起降性能与同级别飞机相比所需的跑道较短，从而为运营商提供了前往各种机场更大的灵活性。该机型主要用于定期航线和中型城市之间的短程、低密度航线。另外，A320 系列飞机具有较高的通用性，可使公司节省大量运营和培训成本。公司拟购买的飞机主要供首航控股用于执行国内航线飞行任务，以满足不断增加的航线运力要求。

2、湾流 G450、G550 型号公务机

湾流 G450 型号公务机采用了两台 Rolls-Royce Tay Mk 611-8C 发动机，其航程为 8061 公里，最大巡航高度为 13716 米，最高巡航时速超过 850 公里，可搭载 16 名乘客。作为同类机型中性能最可靠的一款飞机，G450 的运载可靠率达到了 99.89%。所购买的 1 架 G450 型号公务机主要供公司子公司金鹿公务使用，可以更好地满足高端商务旅行市场的需求。

湾流 G550 公务机采用了两台 Rolls-Royce BR710 C4-11 发动机，其航程为 11686 公里，最大巡航高度为 15545 米，最高巡航时速超过 850 公里，可搭载 18 名乘客。湾流 G550 公务机作为世界上用途最广的喷气公务机之一，在高速巡航时能保持海拔 1800 米左右的舱压，而普通公务机只能保持海拔 2400 米左右的舱压，因此该机型使旅客在旅途中感觉更加舒适。所购买的 1 架 G550 型号公务机主要供公司子公司金鹿公务使用，能够更好地满足顶级公务机市场的需求，将成为金鹿公务在国内市场中航程最远、性能最优、客舱最宽敞、舒适性最好的豪华公务机。

3、AS350B3、EC135 型号直升机

欧洲直升机公司（Eurocopter）制造的 AS350B3 型号直升机作为一款衍生高性能机型，采购成本和维护费用较低，并大量采用复合材料减轻飞机重量、提高飞机强度。该机型适用于高温、高原作业，可应用于通用和重载运输、医疗救助、搜救、空中执法、石油平台支持和公务领域。

同为法国欧洲直升机公司制造的 EC135 型号直升机具有优秀的续航性和航程，座舱可容纳 6 名乘客加 2 名飞行员，后部的蚌壳式舱门易于行李、病患或货物的装载，该机型广泛应用于紧急医疗救援、搜救、空中执法、海上石油支持、VIP 公务飞行等领域。

该两款直升机用于首航直升机发展业务，以加快发展步伐，奠定其行业领先地位。

（二）项目审批情况

飞机购买相关项目均已取得有关部门的批复，具体包括国家发改委《国家发展改革委关于“十二五”期间有关航空公司引进 96 架 A320 系列飞机方案的批复》（发改基础[2011]2206 号）、《国家发展改革委关于同意首都航空 2012 年购买 1 架 A320 飞机的批复》（发改基础[2012]2510 号）、《民航总局关于首都航空购买 1 架湾流 G450 和 1 架湾流 G550 型公务机的批复》（民航函[2012]488 号）、《民航总局关于首都航空购买 1 架湾流 G550 和经营租赁 1 架 Falcon7X 公务机的批复》（民航函[2012]992

号)和《关于首航直升机购买3架EC135和3架AS350B3型直升机的批复》(民航函[2011]1005号)。

(三) 项目资金来源

项目资金主要来源于银行贷款、自有资金及其他债务融资等。根据公司的相关飞机购买合同和融资计划,公司将使用本期募集资金中的10.00亿元支付购机款,剩余购机款由公司自筹解决,主要方式为银行融资。

(四) 项目经济效益

根据购买飞机相关项目的可行性研究报告,购买空客A320系列飞机项目的内部收益率为13.72%,预计投资回收期为9.45年;购买湾流G450型号公务机项目的内部收益率为16.50%,预计投资回收期为6.38年;购买湾流G550型号公务机项目的内部收益率为13.33%,预计投资回收期为10.36年;购买AS350B3型号直升机的内部收益率为13.30%,预计投资回收期为13.00年;购买EC135型号直升机的内部收益率为25.00%,预计投资回收期为13.00年。

根据公司对本期债券募投项目预期收益的测算结果,在本期债券存续期内,本期债券募集资金投向项目预计将为公司贡献收入47.97亿元,利润8.05亿元,综合内部收益率为16.15%。

宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年前三季度中国实现国内生产总值(GDP)386762亿元,同比增长7.7%。其中,一季度增长7.7%,二季度增长7.5%,三季度增长7.8%。

在国际市场总体需求仍然低迷的环境下,2012年下半年中国经济的反弹主要得益于国内基础设施建设投资的迅速增长和房地产固定资产投资增速的显著回升,但宏观经济其他主要行业未能普遍回暖。至2013年6月底,全国工业品出厂价格指数(PPI)已连续16个月为同比负增长,全社会用电量增速仍处低位。

进入2013年以来,经济结构调整带来的去库存仍在延续,部分行业产能过剩问题日益严重,房地产市场调控依然从紧,全国固定资产投资和房地产投资增速逐月走低。2013年1-6月固定资产增速已回落至2012年1-4月20.1%的最低水平,全国房地产开发投资同比增长由年初的22.8%回落至20.3%,宏观经济增速再次逼近2008年次贷危机时的低点。同时,受宏观经济悲观预期等因素影响,中国股票市场持续低迷,股权融资基本停滞,全社会债务融资负担日益加重,消费和投资的增长空间受到较大的抑制。未来半年至一年内,如果投资需求进一步回落,经济增长将进一步放缓。

2. 政策环境

中国经济的结构调整是一个渐进的过程,在低增长的环境下将面临更多阻力。2013年7月以来,“稳增长基础上调结构、促改革”的中央经济政策发展思路已越来越明确。

由于国际主要发达经济体量化宽松货币政策带来的输入性通胀以及资源价格、房地产价格、劳动力成本上涨等因素尚未消除,中国通货膨胀的压力依然存在,2013

年6月末，中国广义货币(M2)余额为105.45万亿元，同比增长14.0%；6月份全国居民消费价格总水平同比上涨2.7%。在未来半年至一年内，货币政策难以大幅放松。预计中国将继续推进积极的财政政策，下半年稳增长的宏观政策将陆续出台，宏观经济开始筑底。

城镇化是“稳增长、调结构、促改革”的重要抓手，下半年围绕城镇化的相关政策将陆续推出。同时，有效促进房地产行业平稳健康发展的政策是促进宏观经济稳定增长的重要举措，下半年将会出台加大土地和房屋有效供给、引导刚性需求和改善性需求增长、稳定房价和促进房地产市场交易量水平的相关政策。另外，上半年中央和地方税收增速已经明显放缓，政府性基金收入大幅下降，财政收入已难以支撑基础设施建设投资增速进一步提高；下半年基础设施投资将引入多元的融资渠道，增速将继续维持较高的水平。

综合分析，2013年下半年中国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 and 体制改革提供适宜的宏观经济环境。

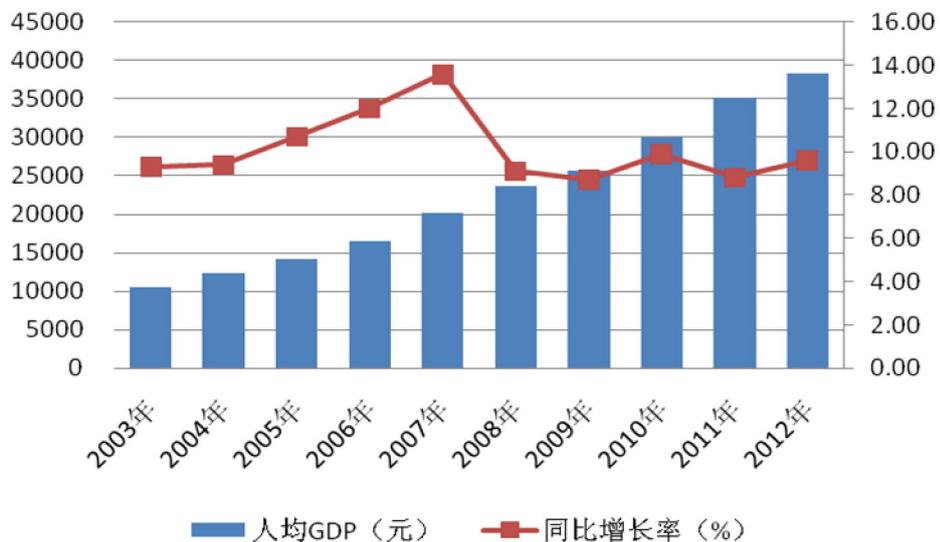
行业环境

旅游行业

1. 行业总体情况

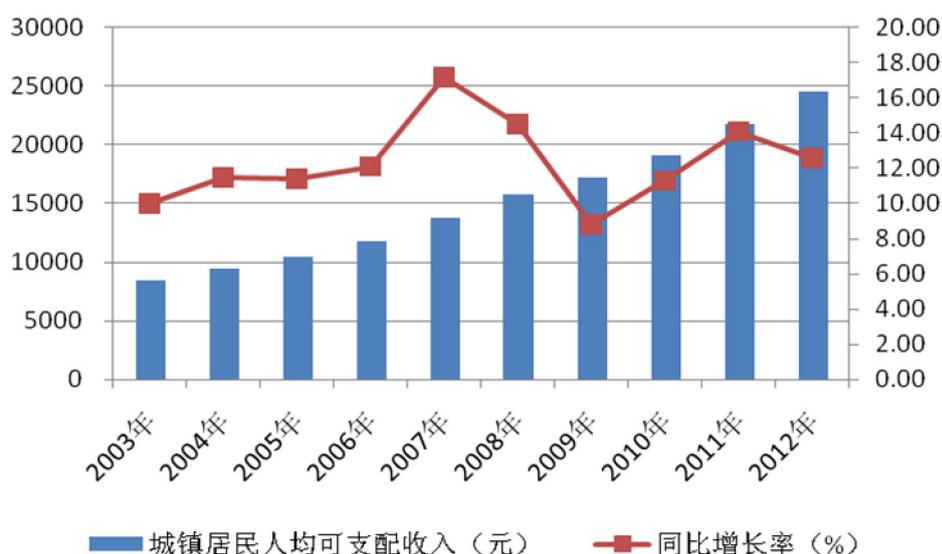
随着我国经济的稳步增长，城乡居民收入持续提升。旅游业作为第三产业的重要组成部分，也相应地呈现出逐步增长的趋势。根据国家统计局数据，2012年，我国人均GDP为38354元，同比增长9.59%；城镇居民人均可支配收入为24565元，扣除价格因素同比增长12.60%。自2003年至今我国人均GDP及城镇居民人均可支配收入均保持了较快的增长速度。

图1：2003年至2012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

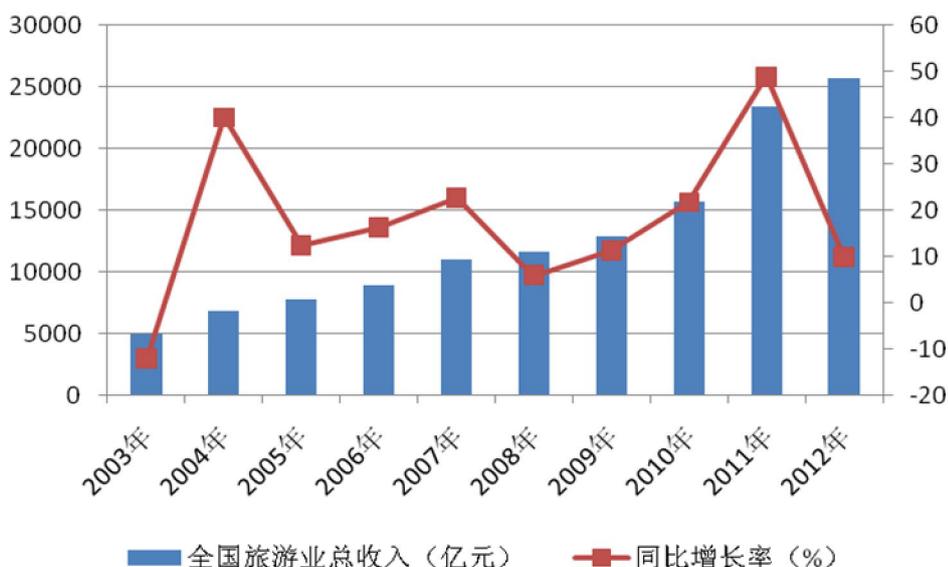
图 2：2003 年~2012 年我国城镇居民人均可支配收入及其增长趋势



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

随着我国经济的稳步增长，城乡居民收入持续提高，旅游业总收入增长较快。根据 Wind 资讯的数据，全国旅游业总收入从 2003 年的 4882 亿元增长至 2012 年的 25700 亿元，复合增长率达到 20.27%，总体上呈快速增长趋势。进入 2012 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有明显放缓。根据国家旅游局披露的数据，预计 2013 年全国旅游业总收入可达 28500 亿元，比 2012 年增长 11%。

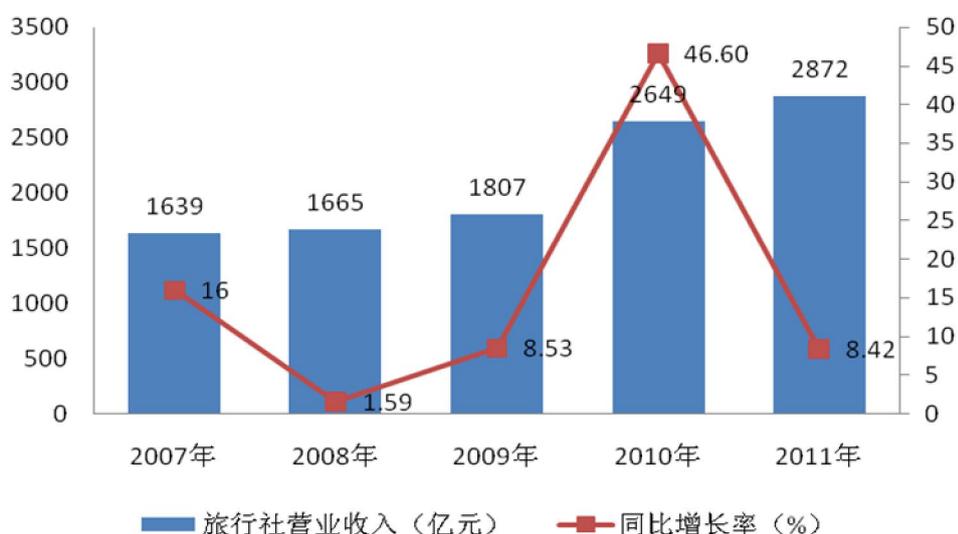
图 3：2003 年~2012 年全国旅游业总收入及其增长趋势



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

在旅游行业中，旅行社是极为重要的经营主体，发挥着桥梁和纽带的作用。自 2002 年以来，我国旅行社营业收入逐年增长，其中 2008 年~2010 年增长较快。

图 4：2007 年~2011 年我国旅行社营业收入及增长趋势



资料来源：中国旅游业统计公报（2007 年~2011 年），东方金诚整理

目前，我国的旅游市场主要由国内游、出境游和入境游三类。近年来，国内游及出境游增速较快，入境游增长相对平稳，旅游市场呈现出“两高一平”的增长格局。2012 年，国内游人数达 29.57 亿人次，同比增长 12.1%；入境游人数 1.32 亿人次，同比下降 2.2%；出境游人数 0.83 亿人次，同比增长 18.4%。

表 3：2011 年我国旅游业结构

单位：万人次、亿元、%

类型	旅游人次	同比增长	旅游收入	同比增长
国内游	246458	25.2	16038	25.5
出境游	7025	22.4	4395	25.0
入境游	13542	1.2	2962	1.5
合计	267025	23.6	23395	24.7

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

(1) 国内游

2012 年国内游收入在全国旅游收入中占比约 88.35%。国内游收入的增长由旅游人数和人均旅游消费两方面因素共同决定。2003 年至 2012 年，国内游收入复合增长率为 23.32%，城镇居民人均旅游消费复合增长率为 7.63%，国内游人数复合增长率为 14.57%。以此来看，国内游收入的增长更多的是来自于旅游人数的增长，而人均旅游消费支出增长较缓慢，对国内旅游收入贡献相对较小。国内游市场整体仍处于观光旅游为主，休闲旅游为辅的阶段。

(2) 出境游

过去十年中，受益于收入分配体制改革的深化和居民收入水平的提高，中高收入人群的增长成为出境游的主要驱动力。根据 Wind 资讯的数据，2012 年我国出境游人数为 8318 万人次，2003 年至 2012 年我国出境游人数年复合增长率为 17.02%。随着人均可支配收入的提升以及可选旅游目的地数量的增多，预计未来几年内出境游人数和收入仍将保持较快增长。

(3) 入境游

近年来受国际金融危机的影响，入境旅游增长乏力。2011 年我国入境游人数同比增长 1.24%，2012 年入境游人数同比增长-2.23%。鉴于发达国家的经济复苏前景并不明朗，短期内我国的入境游市场形势仍将维持相对平衡的状态。

根据 2011 年 12 月发布的《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》提出的目标，到 2015 年，国内旅游人数达 33 亿人次，年均增长 10%；入境过夜游客人数达 9000 万人次，年均增长 8%；出境旅游人数达 8300 万人次，年均增长 9%；全国城乡居民年均出游超过 2 次，旅游消费相当于居民消费总量的 10%；旅游业总收入年均增长 12% 以上。我国旅游行业总体发展前景较好。

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。

2. 产业政策

旅游业作为第三产业的主要支柱产业，具有很强的产业关联性和带动效应。近年来我国出台了一系列产业政策支持旅游业的发展。

2008 年 8 月，国家发改委、国家旅游局、人力资源和社会保障部、商务部、财政部和中国人民银行联合发布《关于大力发展旅游业促进就业的指导意见》，明确指出，旅游业是国民经济的重要产业，是扩大就业的重要渠道。

2009 年上半年，国家旅游局和中央有关部门陆续推出了“全国乡村旅游倍增计划”、“国民休闲计划”、“旅游促进就业行动计划”等一系列刺激计划，旨在结合国家扩大内需政策，采取具体措施倡导奖励旅游、福利旅游等方式，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展。

2009 年 11 月，国务院常务会议通过了《国务院关于加快发展旅游业的意见》（国发[2009]41 号），提出“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”。这表明，我国政府已经把旅游业放在了未来国民经济发展的重要战略位置。

2011 年 3 月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，提出要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2012 年 2 月，中国人民银行、国家发改委、国家旅游局、中国银监会、中国证监会、中国保监会和国家外汇管理局等七部委联合发布了《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》，以加强和改进旅游业金融服务，支持和促进旅游业加快发展。该意见提出支持旅游资源丰富、管理体制清晰、符合国家旅游发展战略和发行上市条件的旅游企业上市融资；积极通过企业债、公司债、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等债务融资工具，进一步加强债券市场对旅游企业的支持力度。此外，旅游业发展也已纳入《文化产业振兴规划》和《服务贸易中长期发展规划纲要》等国家战略。

3. 竞争格局

截至 2011 年 9 月底，我国共有 23273 家旅行社，旅游企业经营规模普遍较小，旅游行业产业集中度低，市场竞争较为激烈。

在出境游市场方面，传统大型旅行社依托门店和经验优势，优势地位仍然稳固；合资旅行社于 2010 年 9 月起开始试点经营出境游业务，再加上外资旅行社具有出境游优势，本土旅行社出境游面临的市场竞争更为激烈。

4. 行业关注

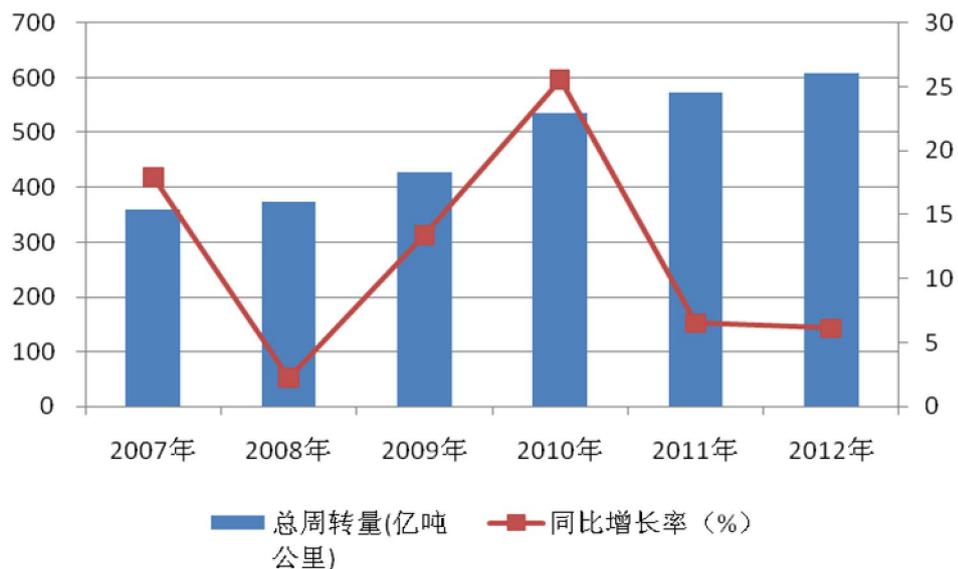
旅游行业周期性较强，与宏观经济周期波动密切相关。2008 年以来，受金融危机影响，国际入境游客规模增长率明显回落，我国各旅游景区的接待人数也相应下滑。此外，旅游行业受社会、经济、重大疫情和自然灾害以及区域突发事件等多种复杂因素制约显著，导致该行业对外部环境依赖性很强。在我国 2003 年 SARS 及 2009 年甲型 H1N1 流感疫情爆发期间，由于社会公众对传染性疾病的恐慌心理，商务出行和旅游活动锐减，旅游产业链中的各类企业经营指标均受到不同程度影响。

航空运输行业

1. 行业总体情况

根据中国民用航空局 2013 年 1 月发布的《中国民航 2012 年 12 月份主要运输生产指标统计》，2012 年中国民航业稳步增长，运输总周转量为 608.16 亿吨公里，同比增长 6.1%，其中旅客周转量 5010.67 亿人公里，同比增长 10.4%；货邮周转量 162.16 亿吨公里，同比减少 6.8%。分地区来看，国内航线完成运输周转量 415.17 亿吨公里，同比增长 9.5%；国际航线完成运输周转量 193.00 亿吨公里，同比减少 0.5%。

图 5：2007 年~2012 年民航运输总周转量



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

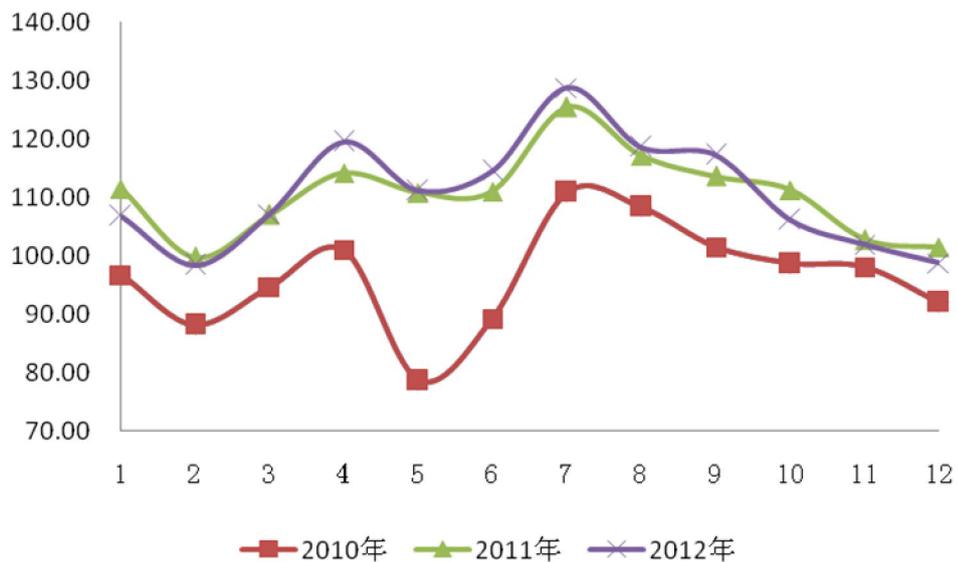
从机队规模看，2009 年国内航线超预期的快速增长使行业过剩运能得到很好的消化。2010 年全年引进飞机 209 架，退出飞机 42 架，净增飞机 167 架，年底

飞机数量达到 1604 架，同比净增长 11.6%。截至 2011 年底，全行业在册飞机 1764 架，比上年增加 167 架。

从运营效率看，2011 年，行业运营效率继续保持高景气，累计正班客座率为 81.8%，比上年提高 1.6 个百分点；累计正班载运率平均为 72.0%，比上年提高 0.4 个百分点。2012 年，累计正班客座率和正班载运率分别 81.3%和 72.4%。

从票价水平看，2010 年至 2012 年，国内航线综合票价指数尽管有所波动，但整体有所提高，特别是 2011 年较 2010 年有较大涨幅。2012 年 12 月国内航线综合票价指数为 98.80（见图 6）。

图 6：2009 年~2012 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

根据中国民用航空局 2011 年 4 月发布的《中国民用航空发展第十二个五年规划》，到 2015 年，民用航空运输总周转量达到 990 亿吨公里，旅客运输量 4.5 亿人，货邮运输量 900 万吨，年均分别增长 13%、11%和 10%，航班正常率高于 80%。同时，通用航空规模快速扩大，基础设施大幅增加，作业领域不断扩展，运营环境持续改善，标准体系初步建立，作业量和飞机数量翻番。

表 4：“十二五”时期民航发展主要指标

类别	指标	2010年	2015年	年均增长
业务规模	航空运输总周转量（亿吨公里）	538	990	13%
	旅客运输量（亿人）	2.68	4.5	11%
	货邮运输量（万吨）	563	900	10%
	通用航空生产作业（万小时）	14	30	16%
	客运周转量在综合交通中的比重（%）	14.5	16	-
发展质量	运输飞行百万小时重大事故率	[0.05]	<[0.20]	-
	航班正常率（%）	81.5	>80	-
	载运率（%）	71.6	>70	-
	运输飞机日利用率（小时/天）	9.4	≥9.6	-
	吨公里燃油消耗（公斤）	[0.306]	<[0.294]	-
保障能力	保障起降架次（万）	605	1040	11%
	全国民用运输机场（个）	175	≥230	-
	运输机队规模（架）	1597	2750	11%
	通用机队规模（架）	1010	>2000	-
	航油供应（万吨）	1600	2850	12%
	飞行员数量（万人）	2.4	4	11%
	民航院校在校生（万人）	5.0	6.3	5%

注：带[]的数据为5年累计数。

资料来源：《中国民用航空发展第十二个五年规划》，东方金诚整理

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。

2. 产业政策

我国加入WTO后，航权²开放成为了不可逆转的大趋势。2004年随着新《中美航空协定》在北京的签署，我国开始逐步开放第五航权³。2007年5月下旬，中美双方对2004年的协议进行了修改，中国民航运输企业可立即不受限制地进入美国民航运输市场。

2008年12月9日，中国民用航空局出台十项措施以促进行业平稳较快发展，其中有多条措施旨在为国内航空公司削减成本、减少支出。此次出台的相关政策为航空运输业顺利渡过行业低谷提供了有力支撑。

2010年4月13日中国民用航空局和国家发展与改革委员会发布了《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》，规定自2010年6月1日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。

2010年4月23日，财政部、国家税务总局发布了《关于国际运输劳务免征营业税的通知》，规定自2010年1月1日起，对中国境内单位或者个人提供的国际运输劳务免征营业税。

2010年11月14日，国务院、中央军委正式发布《关于深化我国低空空域管

²航权是世界航空业通过国际民航组织制定的一种国家性质的航空运输权利。

³第五航权：指市场准入权授权国允许承运人的定期国际航班在授权国下载来自第三国的客、货，或从授权国装载客、货飞往第三国。

理改革的意见》(以下简称“《意见》”),对深化我国低空空域管理改革做出部署。

《意见》提出要适时、有序地推进和深化低空空域管理改革,并确定了具体实施阶段。低空空域管理改革的深化有利于充分开发利用低空空域资源,促进通用航空业和商务包机及其他陆上通航业务的发展。

2012年3月23日,国家发展改革委、中国民用航空局发布《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》(发改价格[2009]2879号),规定自2012年4月1日起执行新的民航国内航线旅客运输燃油附加单位收取率。

3. 竞争格局

基于航空运输企业具有高技术、高投入、高风险、高波动性和低收益的行业特征以及国内部分空域资源饱和等因素,国内航空业的准入门槛较高,从而形成了中国国内航空运输市场竞争格局相对稳定的局面。截至2012年底,国内四大航空公司即中国国际航空股份有限公司、中国东方航空股份有限公司、中国南方航空股份有限公司和海南航空股份有限公司占据了较大的市场份额。

随着国内民航运输市场的逐步开放,不少低成本航空公司开始陆续进入中国国内市场,特别是二线城市,未来航空运输业的竞争将更加激烈。同时,各航空公司在价格、航线及时刻、服务和产品、营销渠道、航空枢纽等方面的竞争将日趋激烈。此外,国内航空公司开展区域性并购及引入战略投资者、与国际航空运输巨头形成航空联盟等举措也进一步加剧了行业竞争。

4. 行业关注

国际原油价格波动对航空运输业的成本影响很大

一般而言,航油成本占国内航空公司总成本的30%~35%,占主营业务成本的40%左右,因此航空公司的利润很大程度上取决于航油价格。目前,国内外航油价格主要受全球市场供需情况影响,随着国内航油自2011年8月1日起逐步实行市场化定价,国内、外的航油价格趋于一致,国际原油价格波动对航空运输业的成本影响很大。

人民币汇率波动对航空运输业的收入、采购成本等影响较大

航空运输业的收入一部分为外币,人民币汇率波动对航空公司收入有较大的影响。同时,航空公司飞机采购支出多以外币结算,人民币汇率波动对实际采购成本影响较大。此外,航空业的收入在很大程度上受对外贸易和旅游业的影响,而这两个行业都属于涉外行业,受汇率影响比较大。

高速铁路建设对航空运输业中短途市场形成竞争压力

根据国际经验,铁路在800公里以下的短途市场中占比有绝对优势,而航空公司主要控制了800公里以上的长途市场,因此未来随着高速铁路网的逐渐建成,航空业在短途市场将面临较大的分流风险。

企业竞争力

企业规模

海航旅业目前业务涵盖旅游、航空运输、金融与 IT 等四大领域，拥有首都航空、金鹿公务、首航直升机、大新华运通、凯撒旅游、香港康泰、大新华会展等多个品牌企业。2011 年和 2012 年，公司连续两年名列中国旅游研究院与中国旅游协会联合发布的中国旅游集团 20 强第六名。

公司通过整合旅游产业链上下游，综合了旅游产品的“吃、住、行、游、娱、购”六要素，并针对不同目标消费群体开发了相对应的旅游产品。另外，公司通过建设自身的营业网点和分销网络，在产业链上下游之间提供航空运输、酒店经营、汽车租赁、第三方支付、货币兑换和全球呼叫中心等全方位配套服务。

海航旅业及其旗下企业围绕旅游产业，在产业上下游提供产品和服务，共同构建了完整的旅游产业链，具有一定规模优势。

股东支持

公司是海航集团下属的全资子公司。海航集团于 2000 年 1 月经国家工商行政管理总局批准组建，目前业务覆盖航空、实业、金融、旅游和物流等五大产业。截至 2012 年底，海航集团总资产 2124.41 亿元，2012 年实现收入 468.57 亿元，综合实力很强。

作为海航集团的五大产业集团之一，海航旅业负责整个海航集团旅游产业链的资源整合和业务拓展，在海航集团产业布局和发展战略中具有重要地位。海航集团近年来对公司大额增资，以支持公司对旅游资源的整合和相关业务拓展。2011 年 4 月和 8 月，海航集团分别以货币资金 7 亿元及 28.5 亿元对公司增资；2011 年和 2012 年，在海航集团的大力支持下，海航旅业通过新设或并购的方式，整合了首航控股、首航直升机、香港康泰、运通控股、海航邮轮、凯撒旅游和海南酒店管理等于子公司及其旅游相关资源。预计未来几年内，海航集团在旅游资源整合、资金注入和业务拓展等方面能够给予海航旅业更大的支持。

品牌优势

经过多年的发展和创新，海航旅业及其子公司已累积获得三十多项旅游业及社会奖项，在市场上享有较高的品牌知名度和美誉度。海航旅业曾获第三届中国品牌与传播大会“影响中国 2010~2011 年度杰出品牌”大奖；凯撒旅游曾获评新京报主办的“2011 年度综合实力旅行社”，并连续多次名列中国出境旅游网组织评选的中国出境游风云榜“中国出境游十大批发商”；金鹿公务凭借雄厚实力与良好口碑，连续五次夺得《胡润百富》杂志评选的“亚洲最佳私人飞机运营商”和“中国富豪最青睐的公务航空品牌”奖项。

业务运营

经营现状

公司核心业务为旅游和航空运输，其他主营业务有酒店与房地产、金融与 IT 等，但占比很小。

2010 年~2012 年，公司营业收入逐年大幅增长，其中，2011 年由于新增了首航控股及香港康泰等业务规模较大的子公司，公司航空运输业务和旅游业务收入增幅很大。2011 年公司旅游业务实现收入 27.71 亿元，比 2010 年大幅增长 214.53%；航空运输业务实现收入 40.50 亿元，比 2010 年大幅增长 3685.05%。2012 年公司旅游业务实现收入 51.44 亿元，比 2011 年大幅增长 85.64%；航空运输业务实现收入 62.78 亿元，比 2011 年大幅增长 55.01%。近三年公司酒店与房地产业务、金融与 IT 业务实现的收入占比均很小。

从毛利率来看，由于旅行社竞争激烈，公司旅游业务毛利率较低，2010 年~2012 年分别为 3.62%、5.11%和 11.19%，但呈逐年提高趋势；航空业务由于航油成本变化较大，导致航空业务毛利率变动也较大，近 3 年分别为 19.17%、16.98%和 21.24%；酒店与房地产、金融与 IT 业务毛利率很高，2012 年分别达到 87.14%和 84.12%。

表 5：公司近年来主营业务经营情况

单位：亿元、%

业务类型	2010 年			2011 年			2012 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游	8.81	82.00	3.62	27.71	39.00	5.11	51.44	43.62	11.19
航空运输	1.07	10.00	19.17	40.50	57.00	16.98	62.78	53.24	21.24
酒店与房地产	0.64	6.00	60.63	2.13	3.00	81.41	3.28	2.78	87.14
金融与 IT	0.21	2.00	83.39	0.71	1.00	71.27	0.42	0.35	84.12
合计	10.74	100.00	10.19	71.05	100.00	14.83	117.92	100.00	18.91

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

旅游业务

公司旅游业务主要包括大新华运通、香港康泰和凯撒旅游三大旅行社品牌，另外还包括提供线下服务⁴的大新华会展、思福汽车和提供线上服务的新华旅行等多家旅游企业。2012 年，公司旅游业务实现收入 51.44 亿元。

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。各个旅行社的主要产品如下表所示：

⁴线上服务指通过互联网实现订购机票、预定酒店等服务，与此相对应，线下服务指提供汽车租赁、酒店、餐饮等服务。

表 6: 公司三大旅行社旅游产品

公司名称	出境游	国内游
大新华运通	欧洲: 法国、英国、意大利、瑞士、瑞典、德国、奥地利、匈牙利、挪威、俄罗斯等国家; 大洋洲: 澳大利亚、新西兰等国家; 亚洲: 日本、韩国、印度、泰国、马来西亚、新加坡、印尼、香港等国家和地区	北京、上海、重庆、南京、厦门、广州、三亚、杭州、长春、吉林、西安、乌鲁木齐、西藏、成都、大同、济南、青岛等
香港康泰	欧洲: 英国、法国、德国、捷克、匈牙利、奥地利、芬兰、挪威、冰岛、俄罗斯等国家; 美洲: 美国、加拿大、墨西哥、古巴、智利、秘鲁、巴西等国家; 非洲: 肯尼亚、南非等国家; 大洋洲: 澳大利亚、新西兰等国家; 亚洲: 泰国、马来西亚、新加坡、越南、柬埔寨、日本、韩国等国家	北京、上海、南京、无锡、杭州、西安、重庆、拉萨、成都、大同、呼和浩特等
凯撒旅游	欧洲: 法国、英国、意大利、荷兰、希腊、瑞士、瑞典、德国、匈牙利、挪威、俄罗斯等国家; 美洲: 美国、加拿大、墨西哥、古巴、阿根廷、巴西等国家; 非洲: 南非、摩洛哥、埃及等国家; 大洋洲: 澳大利亚、新西兰等国家 亚洲: 香港等国家和地区	北京、上海、重庆、成都、洛阳、西安、长江三峡、泰山、大同、平遥、南京、杭州、安徽、九寨沟、厦门等

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

大新华运通成立于 2002 年, 总部位于北京, 目前在全国各地共有控股分社 9 家, 参股分社 3 家, 业务范围主要包括中国公民出境游、外国公民入境游以及国内旅游等业务。2012 年大新华运通实现营业收入 7.57 亿元, 接待旅客量达 46.80 万人次。

香港康泰是总部位于香港的一家主营出入境旅游业务的旅行社, 旗下 30 多家分社遍布香港、澳门、深圳、广州及新加坡。香港康泰目前主要业务范围包括: 国际及国内旅行团业务、入境游业务、票务及自由行业务、商务包团业务等。截至 2012 年底, 香港康泰资产总额为 2.25 亿元⁵; 2012 年实现营业收入 12.52 亿元、净利润 0.10 亿元, 接待旅客量达 45.28 万人次。

凯撒旅游成立于 1993 年, 2012 年成为公司的控股子公司。凯撒旅游目前在伦敦、巴黎、汉堡、北京、广州和上海等全球口岸城市和核心商业城市均设有分支机构, 是中国旅行社协会会员、北京市旅游行业协会会员、亚太旅游组织成员。凯撒旅游经营范围包括入境旅游、国内旅游、出境旅游、会奖旅游、旅游电子商务等业务。截至 2012 年底, 凯撒旅游资产总额为 2.66 亿元; 2012 年实现营业收入 15.95 亿元、净利润 0.30 亿元, 接待旅客量达 12.41 万人次。

从公司各旅游业务接待人次情况来看, 2011 年国内游接待人次与 2010 年基本持平, 但 2012 年受国内外经济不景气影响, 国内游接待人次大幅下降; 出境游接待人次在 2011 年略有增长, 在 2012 年有大幅增长, 这与国内旅游行业中出境游相对比较景气密切相关; 与出境游接待人次变化相似, 入境游接待人次整体也有较大增长, 但总体接待人次占比较小。

⁵已将港币换算为人民币, 下同。

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	2010 年			2011 年			2012 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	65.56	0.92	0.62	65.85	2.50	0.86	40.59	4.36	1.85
香港康泰	40.75	22.23	0.61	39.88	19.65	0.83	10.83	33.84	0.61
凯撒旅游	0.81	4.51	0.32	1.20	7.50	0.10	0.58	11.73	0.10
合计	107.12	27.66	1.55	106.93	29.65	1.79	52.00	49.93	2.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

航空运输业务

公司航空运输业务主要由旗下的首航控股及其全资子公司首都航空、金鹿公务以及首航直升机开展，所提供的服务涵盖了普通客运、商务包机、空中旅游、私人飞行和直升托管等多种类型，形成了较为完整的航空产品体系。截至 2012 年底，海航旅业及其旗下企业自主经营飞机 75 架，航空旅客运输量达 64.3 万人次/年。公司航空运输业务所提供的主要服务如下：

表 8：公司航空运输业务所提供的主要服务

公司名称	主要服务
金鹿公务	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
首都航空	国际国内旅游包机业务及航班飞行业务
首航直升机	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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2012 年，公司航空运输业务实现收入 62.78 亿元，其中首航控股贡献的收入占比最大。

(1) 首航控股

首航控股成立于 2011 年 9 月，注册资本为 15 亿元，由公司和北京京海航程投资有限公司（以下简称“北京京海”）共同筹资组建，其中公司出资 10.5 亿元，占注册资本的 70%，北京京海出资 4.5 亿元，占注册资本的 30%。

首航控股是一家专门从事航空旅游及文化产业项目投资、投资管理和管理咨询的控股公司，目前资产主要为对首都航空的长期股权投资。截至 2012 年底，首都航空拥有运营飞机 54 架，航线条数 145 条，2012 年全年运输总周转量达 88860 万吨公里，客运周转量 951211 万人公里，货运周转量 4837 万吨公里，客运能力、货运能力及市场占有率均有所提高。近三年首都航空运力情况如下：

表 9：首都航空近 3 年营运情况

项目	指标名称	2010 年	2011 年	2012 年
航班正常率	首都航空平均航班正常率 (%)	74.08	79.58	75.40
	中国民航平均航班正常率 (%)	68.96	72.67	74.83
客运能力	旅客周转量 (RPK) (百万客公里)	4291.00	7079.00	9512.00
	旅客运输量 (万人)	303.31	482.66	644.96
	平均客座率 (%)	89.00	88.00	86.00
	国内市场份额 (%)	1.22	1.81	2.21
货运能力	货邮运输量 (万吨)	1.40	2.34	3.28
	货邮周转量 (百万吨公里)	20.51	35.16	48.37
	货邮运市场份额 (%)	0.21	0.19	0.71
	平均载运率 (%)	76.00	73.00	73.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

(2) 金鹿公务

金鹿公务成立于 2004 年，业务运营开始于 2009 年下半年。2009 年 10 月 31 日，民航华东管理局向金鹿公务颁发了“小型航空器商业运输运营人运行合格证”，金鹿公务开始正式以上海浦东机场为基地开展业务；2010 年 9 月 14 日，民航华东管理局向金鹿公务颁发“CCAR-91 部航空器代管人运行合格证书”，金鹿公务获准运行公务机托管业务，成为华东地区第一家获得 CCAR-91 部公务机托管业务运营资质的单位；2010 年 12 月 17 日，民航华东管理局向金鹿公务颁发“CCAR-145 部维修许可证书”，金鹿公务成为华东地区第一家公务机专业维修单位。

截至 2012 年底，金鹿公务自主经营 15 架自有飞机，5 架托管飞机，资产总额 15.98 亿元，负债总额为 6.40 亿元，2012 年实现营业收入 4.89 亿元，净利润 443 万元。

(3) 首航直升机

首航直升机为公司的全资子公司，成立于 2011 年 4 月，2011 年 7 月获得民航华北局颁发的“通用航空企业经营许可证”，以八达岭机场为基地机场。

截至 2012 年底，首航直升机资产总额为 6.11 亿元，负债总额为 1.91 亿元，2012 年首航直升机实现营业收入 0.46 亿元，净利润 7.92 万元。

酒店与房地产业务

公司酒店业务主要为天津中心唐拉雅秀酒店运营业务，房地产业务主要为“天津中心”和“宏源大厦”的出租业务。2012 年公司酒店与房地产业务实现收入 3.28 亿元。

(1) 酒店

天津中心唐拉雅秀酒店是中国大陆首家被美国优质服务科学学会 (The American Academy of Hospitality Sciences, AAHS) 授予“国际六星钻石奖”的酒店，截至 2012 年底拥有客房 116 间，2010 年至 2012 年的入住率分别为 32.7%、57.9%和 56.1%，日均房价分别为 1027.54 元、805.87 元和 805.44 元。

(2) 房地产

“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

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。2012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 9523 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。近三年“宏源大厦”出租率均为 100%，分别获得租金收入 2665 万元、5433 万元和 3053 万元。

金融与 IT 业务

公司金融与 IT 业务主要为金融消费产品和集成化 IT 服务，其中金融业务的运营主体主要为渤海易生商务服务有限公司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 业务的运营主体主要为北京东方慧思信息科技有限公司（以下简称“北京东方慧思”）。2012 年金融与 IT 业务实现收入 0.42 亿元，占公司主营业务收入的比重很小。

金融业务方面，渤海易生以互联网支付、预付卡发行与受理为主要业务，通汇货币提供货币兑换及零售外汇综合服务，海航易生主要提供储值消费卡等综合金融服务；IT 业务方面，北京东方慧思从事线上与线下结合的社区应用开发及运营业务。

总体来看，旅游和航空运输是公司的核心业务，近年来业务规模大幅增加，其中旅游业务的毛利率较低，利润贡献相对较少；酒店与房地产业务、金融与 IT 业务对公司的收入和利润贡献较小。

经营效率

2010 年~2012 年，公司销售债权周转次数分别为 13.41 次、18.21 次和 28.26 次，波动提高；公司存货周转次数分别为 10.19 次、21.97 次和 32.15 次，逐年提高；总资产周转次数分别为 0.17 次、0.44 次和 0.48 次。整体来看，公司经营效率有待提高。

表 10：2010 年~2012 年公司经营效率指标

单位：次

指标	2010 年	2011 年	2012 年
销售债权周转次数	13.41	18.21	28.26
存货周转次数	10.19	21.97	32.15
总资产周转次数	0.17	0.44	0.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

重大事项

根据海南航空股份有限公司（以下简称“海航股份”）2012 年 4 月 12 日发布的《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)⁶，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。

根据海航股份 2012 年 8 月 29 日发布的《海航股份第七届第二次董事会决议公告》（临 2012-024）⁷，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。海航股份收取固定管理费和浮动管理费。固定管理费收取标准为：每年壹佰万元人民币。浮动管理费收取标准为：在委托管理期间，根据航空业的经营情况及标的公司自身的经营状况，若海航股份促成首航控股进行派息或分红，则海航股份按照托管股权所获分红的 25% 收取浮动管理费。

根据海航股份 2012 年 12 月 13 日发布的《海航股份关联交易公告二》（临 2012-049）⁸，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，公司拟以现金 5.0862 亿元人民币受让公司所持有的首航控股 19.6% 的股权。

鉴于海航集团为解决未来可能存在或潜在的同业竞争问题，已公开承诺将首都航空的股权注入海航股份，且海航集团已将首航控股的股权委托给海航股份管理，首航控股 19.6% 的股权已转让给海航股份，未来两年内海航集团将首都航空的股权注入海航股份的可能性较大，但目前公司及海航集团尚未就首都航空股权转让事宜形成具体方案。由于首都航空及其控股股东首航控股是公司航空运输业务的重要运营主体，以普通客运业务为主，如果公司最终将首都航空的股权转让给海航股份，公司将不再从事普通客运业务，从而对公司的业务结构产生重大影响。

截至 2012 年底，首都航空资产总额为 158.73 亿元，负债总额为 141.34 亿元，所有者权益为 17.39 亿元，资产负债率为 89.05%。全部有息债务为 80.46 亿元。2012 年，首都航空实现营业收入 60.75 亿元，净利润 3.34 亿元；首航控股目前全资拥有首都航空，资产主要为对首都航空的长期股权投资。预计首都航空股权转让后，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，也与海航集团对公司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公司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，未来两年内首都航空股权转让的可能性较大，公司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。目前公司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。

⁶公告原文参见：<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2012-04-12/60818158.PDF>

⁷公告原文参见：<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2012-08-29/61498102.PDF>

⁸公告原文参见：<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2012-12-13/61903034.PDF>

企业管理

产权情况

公司实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会。截至 2012 年底，海南航空股份有限公司工会委员会通过海航集团持有公司 100.00% 的股权。

公司治理

公司自成立以来，根据有关法律法规以及公司章程，建立了必要的公司治理结构。

公司由海航集团全资控股，不设股东会。公司设董事会，成员 7 人，董事每届任期三年，任期届满可连选连任，设董事长 1 名；董事会负责向股东报告工作，执行股东的决定，决定公司的经营计划和投资方案等。公司不设监事会，设监事一名，监事任期每届三年，任期届满可连选连任。公司设总裁 1 名，任期三年，由董事会聘任或解聘，可连选连任。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议及公司年度经营计划和投资方案等。

内部管理

公司自成立以来逐步制定和形成了一套包括财务管理制度、品牌管理制度、投融资管理制度、资产管理制度和派出董事、监事管理制度等在内的内部控制系统，为公司的正常经营和业务拓展提供了保障。

财务管理方面，公司制定了相应的基础管理制度和专门管理制度，具体包括公司财务会议制度、预算管理委员会会议制度、资金计划管理办法等，对财务预算、资金管理等方面做出了严格规定。

投资管理方面，公司制定了公司投资与证券业务管理规定、对外投资项目评审委员会制度和投资后管理制度等。

此外，在人事、战略和信息化管理等方面，公司均成立了相关部门以履行相应职责，保证公司正常运转。

人员素质

张岭，男，1977 年 4 月出生，研究生学历，现任公司董事长，北京东方慧思董事长，新华旅行董事长，海航集团国际总部（香港）有限公司副董事长；曾任海航信息董事长，海航集团有限公司信息管理部总经理、国际投资管理部总经理等职务。

杨建红，男，1972 年出生，中共党员，本科学历，现任公司副董事长、首席执行官；曾任海南航空股份有限公司市场销售部总经理、首席市场销售官(CMO)，海航旅业控股（集团）有限公司副总裁，金鹿航空有限公司总裁，幸运国际旅行社有限公司董事长，海航酒店（集团）有限公司董事长，香港航空有限公司及香港快运有限公司总裁、执行董事长。

刘丹，男，1971 年 12 月出生，本科学历，现任公司副董事长兼总裁；曾任海南海航酒店控股有限公司董事，海航集团有限公司计划财务部总经理，中国新华航

空集团有限公司财务总监，海航股份总经理，海航易生董事长，渤海易生董事长等职务。

截至 2012 年底，公司总部员工总数 166 人。从学历结构来看，大专以上学历的占比 98.8%、高中及中专学历的占比 1.2%。从年龄结构来看，30 岁以下的占比 61.4%、30~50 岁的占比 38.0%、50 岁以上的占比 0.6%。公司员工整体文化素质较高，年龄较为年轻。

总体来看，公司高级管理人员具有较丰富的行业从业经历和管理经验；员工构成以中青年为主，文化素质整体较高。

战略规划

根据公司的“十二五”规划，公司未来将重点发展三类业务，即航空旅游业务、旅游消费金融业务和旅游电子商务业务。

航空旅游业务方面，公司战略定位为旅游资源综合运营者和旅游行业战略投资者。旅游相关资源是旅游产业的发展基础，公司及其控股股东拥有航空、汽车租赁等资源并具备成熟的运营经验，通过资源的整合运营及经验输出，将使公司能更牢固掌控旅游产业链，占据未来旅游业的优势竞争地位；通过对景区、旅游地产等进行投资，可构建资源运营业务的资源基础和利润核心，带动整条产业链的价值提升，不以单一的某项业务为发展的最终目标，而要最终成为旅游产业的投资者。

旅游消费金融业务方面，公司战略定位为成为旅游品质服务保障者，能够提供全面的旅游支持服务系统，整合公司提供综合服务的载体（卡）、资金结算和资本运作的后台系统，特别是旅游金融业务及相关支持服务，争取把握未来中国旅游服务品质提升、建立行业标准的关键控制点和旅游行业潜在的利润爆点。

旅游电子商务业务方面，公司战略定位为成为旅行新生活的引领者，能够充分利用公司资源，围绕中国人的“吃住行游购娱”领域，打造高质量内容社区，成为具有影响力的社会化媒体。

财务分析

财务概况

公司提供了 2010 年~2012 年合并财务报表，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。

截至 2012 年底，公司纳入合并范围的公司共 25 家，其中 2012 年新纳入合并范围的公司共 7 家，分别为凯撒旅游、东方慧思、北京京旅、海航邮轮、北京旅游基金、北京海鸿和海南酒店；2012 年不再纳入合并范围的公司共 1 家，为海南新生飞翔购物有限公司。

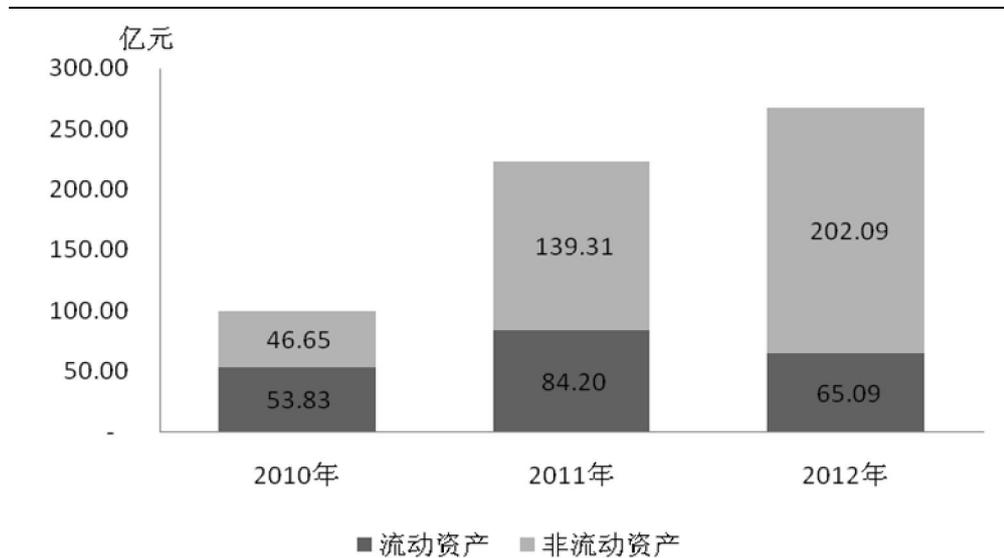
资产构成与资产质量

2010 年~2012 年底，随着公司经营规模的扩大及合并范围的增加，公司资产总额保持了很快的增长速度，年均复合增长率达到 63.06%，特别是在 2011 年，公司因收购了首航控股，导致资产总额同比大幅增长 122.43%。

2010年~2012年底，公司流动资产占资产总额的比例分别为53.57%、37.67%和24.35%，占比逐年下降；非流动资产占资产总额的比例分别为46.43%、62.33%和75.65%，占比逐年提高。截至2012年底，公司资产以非流动资产为主，主要是在2011年和2012年公司采购的飞机数量大幅增加导致固定资产和在建工程大幅增加，以及合并范围增加导致长期股权投资大幅增加所致。

截至2012年底，公司资产总额为267.16亿元，其中流动资产为65.09亿元，非流动资产为202.09亿元。

图7：2010年~2012年底公司资产构成

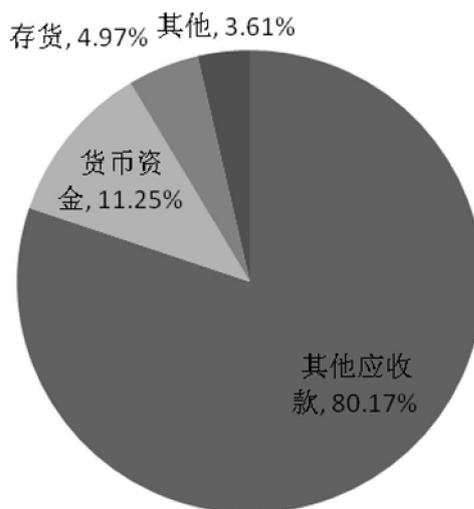


资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

1. 流动资产

2010年~2012年底，公司流动资产从53.83亿元增长至65.06亿元，年均复合增长率为9.94%。截至2012年底，公司流动资产主要由其他应收款和货币资金构成，占比分别为80.17%和11.25%，合计占比达91.42%。

图 8：2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2010 年~2012 年底，公司其他应收款分别为 47.66 亿元、61.69 亿元和 52.16 亿元，占流动资产的比重分别为 88.55%、73.26%和 80.17%，是流动资产最主要的组成部分。2012 年底，公司其他应收款主要由发动机维修费、飞行员人工费和旅游款押金等构成，具体构成情况如下表所示：

表 11：2012 年底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	30.74	58.94
旅游业务	旅游款押金、票款押金	17.84	34.20
酒店与房地产业务	房款押金	1.58	3.03
IT 业务	IT 设备代付款	2.00	3.83
合计	-	52.16	100

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从其他应收款的账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 55.52%，1~2 年的占比 34.23%，2~3 年的占比 7.96%，3 年以上的占比 2.28%。截至 2012 年底，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 0.05 亿元，计提金额较小。

截至 2012 年底，其他应收款欠款前五名单位合计欠款为 5.66 亿元，占其他应收款的比例为 10.86%（见下表），集中度较低，但其他应收款金额较大，影响了资产的流动性。

表 12：2012 年底公司其他应收款金额前 5 名单位情况

单位：亿元、%

单位名称	与公司关系	款项内容	金额	占比
西部航空有限责任公司	关联方	往来款	2.84	5.44
天津信托有限责任公司	非关联方	往来款	1.26	2.42
长安航空有限责任公司	关联方	往来款	0.55	1.05
朗业(天津)国际租赁有限公司	非关联方	购机保证金	0.54	1.04
华南蓝天航空油料有限公司	非关联方	往来款	0.47	0.90
合计	-	-	5.66	10.86

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2010 年~2012 年底，公司货币资金总体上增幅较大，其中 2011 年底大幅增长 235.18%，2012 年底与 2011 年底基本持平。截至 2012 年底，公司货币资金余额为 7.32 亿元，占流动资产总额的比例为 11.25%，其中现金、银行存款和其他货币资金占比分别为 19.46%、52.02%和 28.52%，其他货币资金主要是应付票据保证金。

2. 非流动资产

2010 年~2012 年底，公司非流动资产大幅增长，年均复合增长率为 108.13%。截至 2012 年底，公司非流动资产为 202.09 亿元，以固定资产、在建工程、长期股权投资和投资性房地产为主，其占非流动资产的比重分别为 43.21%、16.97%、14.39%和 13.34%。

2010 年~2012 年底，公司固定资产大幅增长，年均复合增长率为 309.59%，主要是公司在 2011 年和 2012 年购买的飞行器材大幅增加所致。截至 2012 年底，公司固定资产为 87.32 亿元，主要为飞行器材，占比 83.80%。

2010 年~2012 年底，公司在建工程大幅增长，年均复合增长率为 182.67%，主要是公司在 2011 年和 2012 年大量购买飞机所致。截至 2012 年底，公司在建工程为 34.29 亿元，主要是公司已订购的正在制造过程中的飞机。

2010 年~2012 年底，公司长期股权投资大幅增长，年均复合增长率为 193.83%，主要是 2011 年公司对海航集团内相关企业的股权投资大幅增加所致。截至 2012 年底，公司长期股权投资为 29.09 亿元。

2010 年~2012 年底，公司投资性房地产有所增加，年均复合增长率为 12.79%，主要是公司的“天津中心”和“宏源大厦”房地产升值所致。截至 2012 年底，公司投资性房地产为 26.96 亿元。

总体来看，近年来公司资产规模大幅增长，资产以非流动资产为主，流动资产中其他应收款占比很高，影响了资产流动性，整体资产质量尚可。

资本结构

1. 所有者权益

2010 年~2012 年底，公司所有者权益大幅增长，年均复合增长率为 67.98%，主要是 2011 年海航集团对公司增资所致。

截至 2012 年底，归属母公司所有者权益合计 43.80 亿元，其中主要为实收资本为 41.00 亿元，占比 96.38%。

2. 负债

2010年~2012年底，随着公司经营规模的扩大和飞机采购量的增加，公司负债总额大幅增长，年均复合增长率为61.79%。截至2012年底，公司负债总额为209.93亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为51.71%和48.29%。

2010年~2012年底，公司流动负债总体增长较快，其中2011年底大幅增加，同比增长48.52%，2012年底略有下降。截至2012年底，公司流动负债为108.56亿元，主要为短期借款和应付票据，二者分别占比77.83%和16.06%，合计占比93.89%。

2010年~2012年底，随着公司经营规模的扩大及飞机采购力度的加大，公司短期借款逐年大幅增加，年均复合增长率为140.50%。截至2012年底，公司短期借款为84.49亿元，其中抵押借款占比12.43%、保证借款占比41.54%、信用借款占比44.10%，抵押借款的抵押物为公司拥有的房屋和飞机。

2010年~2012年底，公司应付票据大幅增加，年均复合增长率为195.25%，主要是应付航油、航材款。截至2012年底，公司应付票据为17.44亿元。

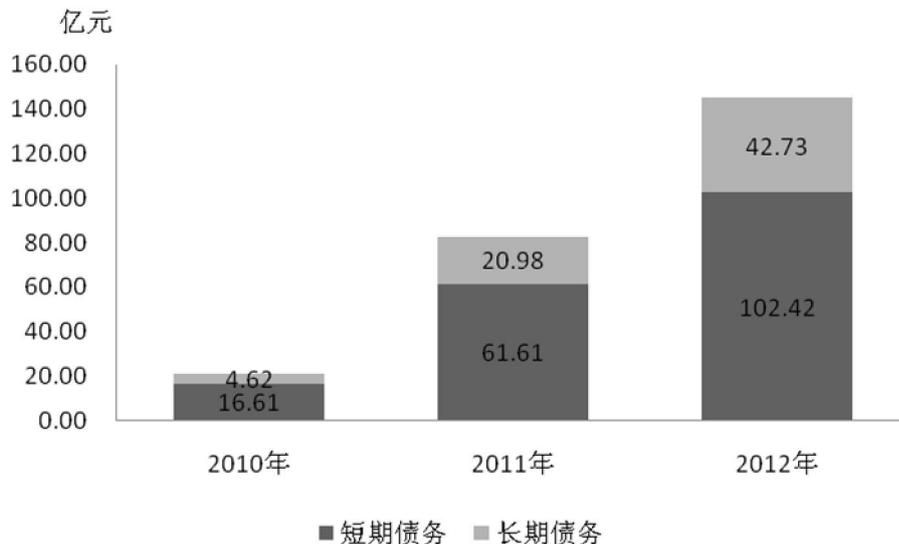
2010年~2012年底，公司非流动负债大幅增加，年均复合增长率为296.92%。截至2012年底，公司非流动负债为101.37亿元，主要为长期借款和长期应付款，分别占比42.15%和54.67%。

2010年~2012年底，公司长期借款增幅较大，年均复合增长率为204.23%。截至2012年底，公司长期借款为42.73亿元，主要为抵押借款和质押借款。

2010年底，公司长期应付款很少；2011年底和2012年底，公司长期应付款大幅增加，分别为32.58亿元和55.42亿元，主要是公司融资租赁款。

2010年~2012年底，公司全部债务大幅增加，年均复合增长率为161.52%。其中，短期债务占比分别为78.25%、74.60%和70.56%，占全部债务比重逐年下降；长期债务占比分别为21.75%、25.40%和29.44%，占全部债务比重逐年增加。截至2012年底，公司全部债务为145.15亿元，其中短期债务为102.42亿元，长期债务42.73亿元，短期债务过多，债务结构不合理。

图9：2010年~2012年底公司债务结构



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2010年~2012年底,公司资产负债率分别为79.82%、74.44%和78.58%,长期债务资本化比率分别为18.54%、26.86%和42.75%,全部债务资本化比率分别为51.13%、59.11%和71.72%,债务负担有加重趋势。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。随着首都航空的股权转让和旅游业务的进一步发展,预计未来2年内公司债务负担将明显下降。

表 13: 2010 年~2012 年底公司债务结构情况

单位: %

指标	2010 年	2011 年	2012 年
资产负债率	79.82	74.44	78.58
长期债务资本化比率	18.54	26.86	42.75
全部债务资本化比率	51.13	59.11	71.72

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

截至2012年底,公司对外担保余额19.23亿元,担保比率33.60%,对外担保比率较高,存在一定的或有负债风险。

总体来看,随着公司经营规模的扩大和飞机采购力度的加大,近3年公司全部债务增加较快,目前债务负担较重。随着首都航空的股权转让和旅游业务的进一步发展,公司债务负担将明显下降。

盈利能力

2010年~2012年,公司经营规模不断扩大,营业收入随之快速增长,年均复合增长率达228.29%。2010年~2012年,公司营业收入分别为11.01亿元、71.95亿元和118.67亿元。

从营业利润率来看,2010年~2012年公司营业利润率分别为11.34%、13.64%和17.21%,呈逐年上涨趋势,公司主营业务获利能力不断增强。

2010年~2012年,公司期间费用大幅增长,分别为4.07亿元、12.15亿元和19.55亿元,占营业收入的比重分别为36.94%、16.89%和16.47%,整体呈下降趋势,公司对期间费用控制较好。从期间费用的构成来看,2012年公司管理费用和销售费用大幅增加,财务费用有所增加。管理费用和销售费用大幅增加的主要原因是公司2012年纳入合并报表范围的凯撒旅游和海南酒店等子公司的员工较多,进而导致相关费用大幅增加。

表 14: 2010 年~2012 年公司期间费用情况

单位: 亿元、%

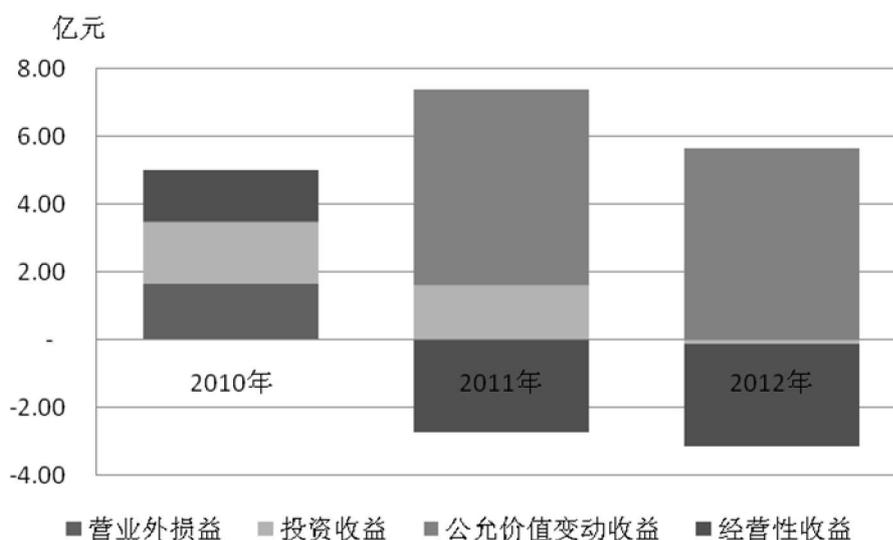
指标	2010 年	2011 年	2012 年
销售费用	0.81	3.79	6.12
管理费用	1.78	2.94	6.86
财务费用	1.49	5.41	6.56
期间费用	4.07	12.15	19.55
期间费用占营业收入的比率	36.94	16.89	16.47

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

2010年~2012年，公司利润总额整体保持增长，分别为2.53亿元、4.68亿元和5.00亿元，2011年同比增幅较大，2012年同比增幅较小。

从利润构成来看，2010年、2011年公允价值变动收益很大，分别为5.64亿元和5.76亿元，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，若扣除公允价值变动收益，公司在2010年和2011年经营性收益均为负值；2011年和2012年，公司利润构成中分别包括投资收益1.64亿元和1.87亿元，主要是公司处置长期股权投资所得。除此之外，在2012年的利润构成中还包括1.68亿元的非经常性损益，主要为政府补助。

图 10：2010 年~2012 年公司利润总额构成情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

从资产盈利能力来看，2010年~2012年，公司净资产收益率略有提高，总资产收益率整体有所下降，盈利能力较差。随着首都航空的股权受让、公司旅游资源整合力度的加大和旅游业务的进一步发展，公司未来盈利能力会有所改善。

总体来看，随着公司经营规模的扩大，公司营业收入近3年大幅增长，但非经营性收益对公司的利润贡献较大，公司盈利能力较差。随着首都航空的股权受让、公司旅游资源整合力度的加大和旅游业务的进一步发展，公司未来盈利能力会有所改善。

现金流

经营活动现金流方面，2010年~2012年，公司经营活动净现金流分别为20.76亿元、-15.24亿元和20.14亿元，波动较大，特别是在2011年因提前支付航油和航材采购款，导致经营活动净现金流为负值。

投资活动现金流方面，2010年~2012年，公司投资活动净现金流分别为-36.81亿元、-82.81亿元和-36.70亿元，投资支出较大，主要是公司近3年对外投资及购买飞机等固定资产所致。

筹资活动现金流方面，2010年~2012年，公司筹资活动净现金流分别为16.95亿元、103.28亿元和16.41亿元，筹资额在2011年大幅增加，主要是当年海航集

团对公司增资所致；筹资活动现金流入在 2010 年和 2011 年主要来自银行贷款和股东增资，2012 年主要来自银行贷款。

总体来看，2010 年~2012 年，公司经营活动净现金流波动较大，对外投资支出较大，资金来源主要为银行贷款和股东增资。随着首都航空股权转让的最终完成，公司资本支出和融资压力将明显减轻。

偿债能力

2010 年~2012 年，公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 59.94%和 56.96%，短期偿债能力较弱。

长期偿债能力方面，2010 年~2012 年，公司 EBITDA 利息倍数整体有所下降，全部债务/EBITDA 则有所提高，截至 2012 年底，公司 EBITDA 利息倍数为 2.44 倍，全部债务/EBITDA 为 9.74 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，未来两年内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。

总体来看，随着公司经营规模的扩大，近 3 年来公司债务规模大幅增长且以短期债务为主，实际偿债能力很强。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业基本信用信息报告》，截至 2012 年底，公司未出现债务违约情况。

本期债券偿债能力

本期债券公司计划募集资金 10.00 亿元，募集金额是公司 2012 年底全部债务和负债总额的 0.07 倍和 0.05 倍，对公司现有债务结构影响很小。

截至 2012 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 78.58%和 71.72%。本期债券发行后，以公司 2012 年底的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 79.35%和 73.05%，与本期债券发行前相比，债务负担没有明显变化。

本期债券发行后，以公司 2012 年底的财务数据为基础，如不考虑其他因素，EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保障倍数分别 1.49 倍、20.21 倍、2.01 倍和-1.66 倍，EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流能够对本期债券的偿还提供一定保障。考虑到公司未来债务大幅下降的可能性较大、公司在海航集团产业布局和发展战略中的地位和海航集团对公司的大力支持，本期债券违约风险很低。

表 15：本期债券偿债能力指标

单位：倍

指标	2010 年	2011 年	2012 年
EBITDA/本期发债额度	0.40	2.13	2.22
经营活动现金流入量/本期发债额度	7.55	12.33	20.21
经营活动现金净流量/本期发债额度	2.08	-1.52	2.01
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-1.60	-9.80	-1.66

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，本期债券的发行对公司现有债务结构影响很小，违约风险很低。

抗风险能力

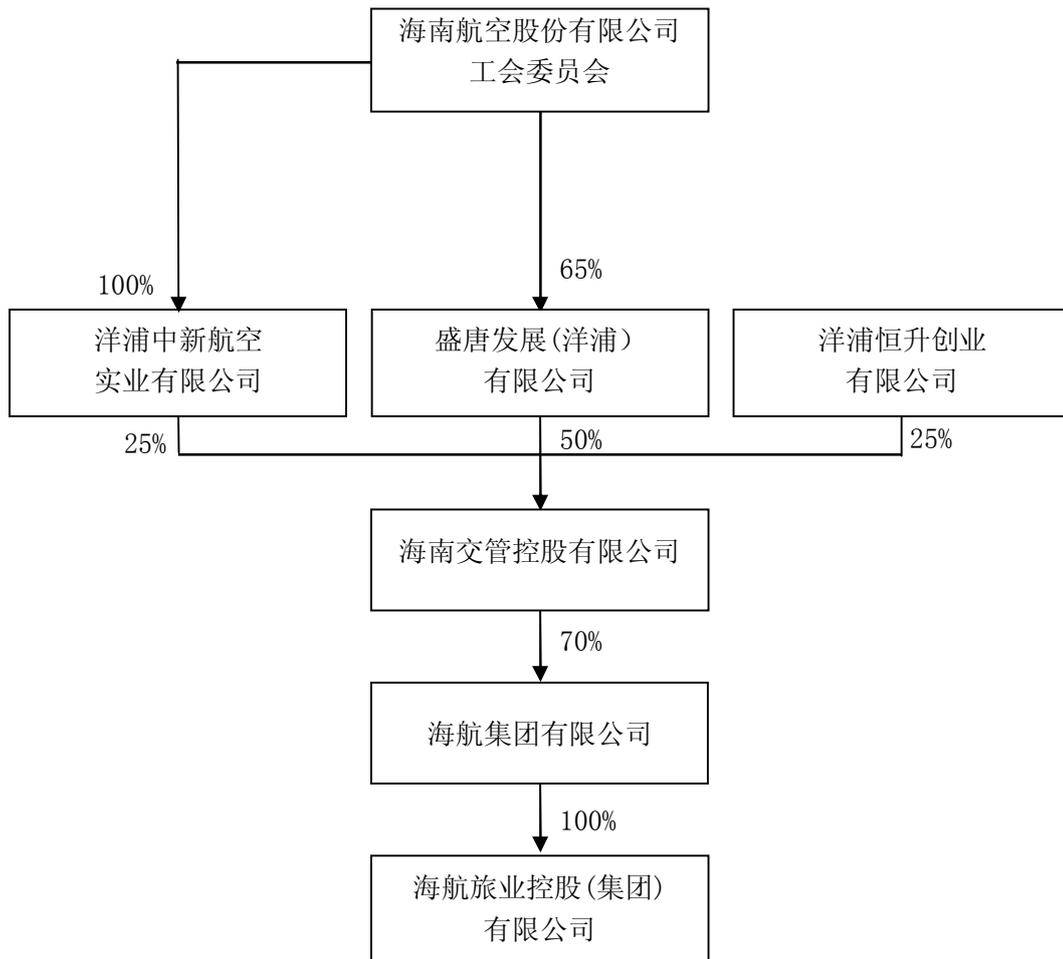
公司以旅游和航空运输为核心业务，具有所处的旅游行业受益于经济的发展和居民收入水平的提高，发展前景较好；作为海航集团的五大产业集团之一，公司负责海航集团旅游产业链的资源整合和业务拓展，在旅游市场具有明显的竞争优势；公司通过拓展旅游产业上下游产品和服务，构建了较完整的旅游产业链，随着旅游业务的进一步发展，公司的盈利能力将逐步增强；海航集团综合实力很强，在旅游资源整合、资金注入和业务拓展等方面对公司的支持力度大等优势。

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很大，高速铁路建设对航空运输业中短途市场形成竞争压力；近三年公司非经营性收益对利润贡献较大，目前盈利能力较弱等不利因素。

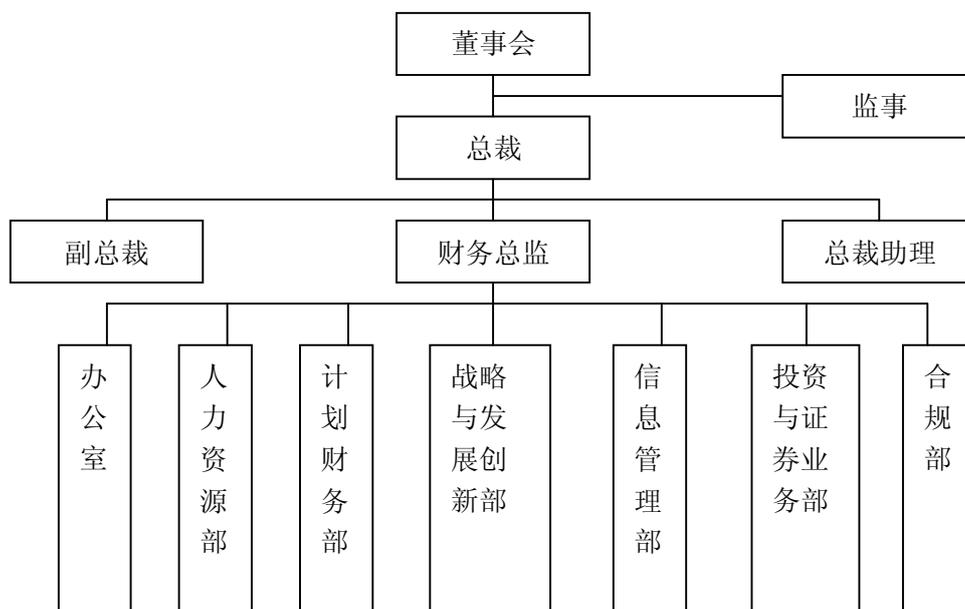
结论

综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：公司截至 2012 年底股权结构图



附件二：公司截至 2012 年底组织结构图



附件三：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2010 年底	2011 年底	2012 年底
流动资产：			
货币资金	22265.76	74630.91	73216.15
应收账款	10166.83	68864.16	15129.67
预付款项	1758.43	34211.21	8359.41
应收利息	-	-	-
应收股利	-	-	-
其它应收款	476629.31	616867.27	521609.18
△买入返售金融资产	-	-	-
存货	27456.58	27634.55	32313.38
一年内到期的非流动资产	-	19689.72	-
其他流动资产	10.68	93.60	6.00
流动资产合计	538287.57	841991.42	650633.80
非流动资产：			
持有至到期投资	4100.00	4100.00	-
长期应收款	-	-	-
长期股权投资	33693.04	315396.37	290887.45
投资性房地产	211897.03	269521.03	269546.23
固定资产	52049.94	480250.70	873207.60
工程物资	-	-	-
在建工程	42912.16	148793.96	342866.99
固定资产清理	0.61	0.61	-
无形资产	134.66	2840.23	4757.41
开发支出	18.08	18.08	43.22
商誉	120467.50	148924.90	178326.64
长期待摊费用	405.51	21350.60	60969.83
递延所得税资产	855.44	1874.71	338.09
其他非流动资产	-	-	-
非流动资产合计	466533.96	1393071.19	2020943.47
资产总计	1004821.53	2235062.61	2671577.27

附件三：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2010 年底	2011 年底	2012 年底
流动负债：			
短期借款	146066.59	460977.93	844847.45
应付票据	20000.00	155156.07	174345.95
应付账款	21754.42	64378.16	9436.00
预收款项	1946.26	12631.21	9945.33
应付职工薪酬	1122.27	3775.67	5347.75
应交税费	2167.63	7383.65	7747.27
应付利息	72.11	-	268.33
应付股利	-	142.88	679.38
其他应付款	544532.99	391152.52	27933.26
一年内到期的非流动负债	-	-	5000.00
流动负债合计	737662.27	1095598.09	1085550.71
非流动负债：			
长期借款	46166.37	209822.35	427286.53
长期应付款	23.10	325828.78	554167.16
预计负债	300.00	300.00	-
递延所得税负债	17855.00	32261.00	32267.30
非流动负债合计	64344.46	568212.14	1013720.99
负债合计	802006.73	1663810.22	2099271.70
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	125000.00	410000.00	410000.00
资本公积	2715.83	2717.34	4840.68
未分配利润	-11100.32	15117.51	23179.12
外币报表折算差额	-	3.00	-
归属母公司所有者权益合计	116615.51	427837.85	438019.80
少数股东权益	86199.29	143414.53	134285.77
所有者权益合计	202814.80	571252.38	572305.57
负债与股东权益合计	1004821.53	2235062.61	2671577.27

附件四：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2010年	2011年	2012年
一、营业总收入	110114.36	719471.67	1186728.57
其中：营业收入	107449.69	710535.05	1186728.57
其中：主营业务收入	-	-	-
其他业务收入	-	-	-
△利息收入	2664.66	8910.88	-
△手续费及佣金收入	-	25.74	-
减：营业成本	96496.92	605191.67	963693.56
△利息支出	-	-	-
△手续费及佣金支出	-	-	-
营业税金及附加	1133.62	16112.12	18843.86
销售费用	8067.03	37946.74	61241.78
管理费用	17757.16	29449.78	68588.44
财务费用	14853.64	54060.69	65639.86
资产减值损失	1834.96	3847.26	-6191.94
加：公允价值变动收益	56420.00	57624.00	25.20
投资收益	-1166.23	16375.57	18654.05
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	25224.78	46862.98	33592.26
加：营业外收入	437.09	403.17	16822.29
减：营业外支出	410.92	428.16	378.28
其中：非流动资产处置损失	-	-	11.25
三、利润总额	25250.96	46837.99	50036.26
减：所得税	14149.05	14363.85	15437.89
加：未确认的投资损失	-	-	-
四、净利润	11101.90	32474.14	34598.37
归属于母公司所有者的净利润	3064.38	23736.94	21380.91
少数股东损益	8037.53	8737.20	13217.46

附件五：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2010年	2011年	2012年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	95318.97	658311.53	1174397.42
△客户存款和同业存放款项净增加额	-	-	-
△向中央银行借款净增加额	-	-	-
△向其他金融机构拆入资金净增加额	-	-	-
△收取利息、手续费及佣金的现金	2.91	-	-
收到税费返还	300.64	143.27	260.37
收到的其他与经营活动有关的现金	659300.13	574638.55	846753.26
经营活动现金流入小计	754922.65	1233093.35	2021411.06
购买商品、接受劳务支付的现金	98846.26	467253.85	1052652.63
△客户贷款及垫款净增加额	-	-	-
△存放中央银行和同业款项净增加额	-	-	-
△支付利息、手续费及佣金的现金	-	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金	7228.03	34565.12	58560.62
支付的各项税费	4996.10	20461.07	50950.91
支付的其他与经营活动有关的现金	436282.11	863218.72	657885.31
经营活动现金流出小计	547352.51	1385498.77	1820049.47
经营活动产生的现金流量净额	207570.15	-152405.41	201361.59
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	1740.00	-	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	247.92	37.01	6.68
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	17816.17	5601.74
收到的其他与投资活动有关的现金	29.48	4831.31	-
投资活动现金流入小计	2017.40	24029.13	30569.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	47809.62	251858.47	377708.06
投资所支付的现金	94367.50	22295.13	6031.51
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	181411.14	567812.26	13780.37
支付的其他与投资有关的现金	46482.91	10114.12	-
投资活动现金流出小计	370071.17	852079.98	397519.94
投资活动产生的现金流量净额	-368053.77	-828050.84	-366950.74

三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	177850.00	571039.41	-
取得借款所收到的现金	289272.82	716937.61	1111865.15
发行债券收到的现金	-	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	47117.94	35281.78	42500.00
筹资活动现金流入小计	514240.76	1323258.80	1154365.15
偿还债务所支付的现金	329917.58	233570.60	794983.15
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	14150.85	43064.09	67331.45
支付其他与筹资活动有关的现金	700.31	13802.70	127929.00
筹资活动现金流出小计	344768.73	290437.39	990243.60
筹资活动产生的现金流量净额	169472.03	1032821.41	164121.55
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	52.85
五、现金和现金等价物净增加额	8988.40	52365.15	-1414.76

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	2010年	2011年	2012年
1、净利润	11101.90	32474.14	34598.37
资产减值准备	1834.96	3847.26	-6191.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1391.25	30524.85	26292.87
无形资产摊销	33.37	127.94	689.45
长期待摊费用摊销	92.73	1396.22	10941.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	159.92	-2.99	-18.10
固定资产报废损失	-	11.82	2.24
公允价值变动损失（减：收益）	-56420.00	-57624.00	-25.20
财务费用	13415.73	44856.38	60008.06
投资损失	1166.23	-16375.57	-18654.05
递延所得税资产减少	-452.94	-1019.27	1536.62
递延所得税负债增加	14105.00	14406.00	6.30
存货的减少	-27414.02	-177.97	-4678.83
经营性应收项目的减少	-372013.93	-674717.56	-205947.93
经营性应付项目的增加	618976.42	473062.62	301691.07
其他	1593.51	-3195.29	1111.52
经营活动产生的现金流量净额	207570.15	-152405.41	201361.59
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
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	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	22265.76	74630.91	73216.15
减：现金的期初余额	13277.35	22265.76	74630.91
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	8988.40	52365.15	-1414.76

附件七：公司主要财务指标

项目	2010年	2011年	2012年
盈利能力			
营业利润率(%)	11.34	13.64	17.21
总资产收益率(%)	5.94	11.92	4.73
净资产收益率(%)	5.47	5.68	6.05
偿债能力			
资产负债率(%)	79.82	74.44	78.58
长期债务资本化比率(%)	18.54	26.86	42.75
全部债务资本化比率(%)	51.13	59.11	71.72
流动比率(%)	72.97	76.85	59.94
速动比率(%)	69.25	74.33	56.96
经营现金流流动负债比(%)	28.14	-13.91	18.55
EBITDA 利息倍数(倍)	2.98	1.59	2.44
全部债务/EBITDA(倍)	5.26	3.88	9.74
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.76	-1.19	-0.11
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-11.85	-7.31	-2.71
经营效率			
销售债权周转次数(次)	13.41	18.21	28.26
存货周转次数(次)	10.19	21.97	32.15
总资产周转次数(次)	0.17	0.44	0.48
现金收入比(%)	86.56	91.50	98.96
增长指标			
资产总额年平均增长率(%)	-	122.43	63.06
营业收入年平均增长率(%)	-	553.39	228.29
利润总额年平均增长率(%)	-	85.49	40.77
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	2.13	2.22
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.55	12.33	20.21
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	2.08	-1.52	2.01
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.60	-9.80	-1.66

附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
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	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
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	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
经营效率指标	
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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据：增长率 = $(\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n年数据：增长率 = $[(\text{本期} / \text{前}n\text{年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

全部债务=长期债务+短期债务

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：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。

关于海航旅业控股（集团）有限公司 2013年度10亿元公司债券跟踪评级安排

根据主管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在海航旅业控股（集团）有限公司年报公布后3个月内以及以后每年度进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

海航旅业控股（集团）有限公司应按东方金诚跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。海航旅业控股（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知东方金诚并提供有关资料。

东方金诚将密切关注海航旅业控股（集团）有限公司的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现海航旅业控股（集团）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对债券信用等级产生较大影响的重大事件时，东方金诚将落实有关情况并及时评估其对债券信用等级产生的影响，确认调整或不调整本期债券的信用等级。

如海航旅业控股（集团）有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，东方金诚将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级撤销，直至海航旅业控股（集团）有限公司提供相关资料。

东方金诚的跟踪评级报告及评级结果将按监管部门要求进行披露。

东方金诚国际信用评估有限公司
2013年5月27日

