

# 信用等级公告

联合[2018]1745号

渤海金控投资股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对渤海金控投资股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，确定：

**渤海金控投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**渤海金控投资股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  3421 柳

二零一八年九月二十一日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 渤海金控投资股份有限公司2018年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过（含）18.23 亿元

债券期限：3 年，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2018 年 9 月 26 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	1,319.01	2,166.32	3,003.94	2,922.43
所有者权益（亿元）	325.39	377.37	354.14	370.36
长期债务（亿元）	624.70	1,207.13	1,792.74	1,801.60
全部债务（亿元）	908.91	1,639.53	2,366.43	2,294.28
营业收入（亿元）	98.26	242.58	359.34	198.70
净利润（亿元）	17.88	28.41	31.56	13.95
经营性净现金流（亿元）	70.14	139.45	210.23	101.44
营业利润率（%）	48.78	36.33	40.97	37.42
净资产收益率（%）	7.92	8.09	8.63	3.85
资产负债率（%）	75.33	82.58	88.21	87.33
全部债务资本化率（%）	73.64	81.29	86.98	86.10
流动比率（倍）	1.27	0.92	0.74	0.87
EBITDA（亿元）	61.28	123.49	209.35	106.30
EBITDA 利息倍数（倍）	3.68	3.05	2.61	2.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.08	0.09	0.05
EBITDA/ 本期发债额度（倍）	3.36	6.80	11.48	5.83

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2018 年 6 月财务数据未经审计，相关指标均未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对渤海金控投资股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海金控”）的评级反映了其作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面具有很强的竞争力。近年来受并购规模较大的影响，业务及资产规模迅速增长，营业收入水平及利润规模较快增长。公司股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）和其股东海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）资本实力较强，客户资源丰富，作为其下属子公司，公司在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了股东的大力支持。

同时，联合评级也关注到，近年来，伴随着租赁业务规模的扩张，公司刚性债务规模增长较快，杠杆水平较高；公司境内外各平台间协同效果及资产整合情况需进一步关注。

中国融资租赁业市场渗透率远低于发达国家，市场发展空间较大；同时，目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，未来公司将继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。联合评级对公司的评级展望为“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综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，近年来随着海外并购及对子公司的整合，飞机租赁业务竞争力大幅提升，集装箱租赁业务在全球保持很强的竞争力。

2. 受合并范围扩大及股东增资的影响，近年来公司业务规模和资产规模迅速增长，营业

收入及利润较快增长，整体盈利能力较强。

3. 公司股东海航资本和其股东海航集团的资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，公司作为其下属子公司，在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了海航集团的大力支持。

#### 关注

1. 近年来，公司海外并购较频繁且规模较大，对公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力提出了更高的要求。另外，公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响，存在一定的汇率风险。

2. 目前，公司的租赁业务产生的应收融资租赁款中用于抵、质押以取得借款的占比较大，受限资产比例较大，资产流动性偏弱。另外，随着信用风险的攀升，公司境内资产质量下行压力增加，其中天津渤海关注类资产呈逐年增长趋势。

3. 伴随着租赁业务规模的扩张，公司债务规模增长较快，整体杠杆水平较高，其中一年内到期的债务近 500 亿元，公司存在一定短期偿债压力。

4. 海航资本已将其持有的渤海金控股份中的超过 95% 对外质押，需对此持续关注。

#### 分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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

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

分析师：

刘子豪 曹一晗



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

渤海金控投资股份有限公司(以下简称“渤海金控”或“公司”),原名渤海租赁股份有限公司,其前身为新疆汇通(集团)股份有限公司(以下简称“新疆汇通”),于1993年8月成立。1996年7月,经中国证监会证监发审字[1996]95号和证监发审字[1996]96号文件批准,公司股票在深交所挂牌交易,股票简称“渤海租赁”,股票代码为“000415.SZ”。2016年1月,公司中文名称由“渤海租赁股份有限公司”变更为“渤海金控投资股份有限公司”,自2016年2月23日起,公司债券简称由“渤海租赁”变更为“渤海金控”,证券代码不变。

近年来,公司持续进行增资扩股,股本规模不断增加;截至2018年6月末,公司股本总额为61.85亿元;其中,第一大股东海航资本集团有限公司(以下简称“海航资本”)持股比例为34.91%,其一致行动人持股比例为17.87%,合计持股52.78%;前五大股东持股比例合计56.96%(见表1),公司最终实际控制人为海南省慈航公益基金会(见附件1)。

根据公司2018年8月23日发布的公告,海航资本已将其持有的渤海金控股份中的98.98%对外质押。

表1 截至2018年6月末公司前十大股东持股情况(单位:%)

项目	持股比例
海航资本集团有限公司	34.91
深圳兴航融投股权投资基金合伙企业(有限合伙)	8.52
天津燕山股权投资基金有限公司	5.01
西藏瑞华资本管理有限公司	4.26
广州市城投投资有限公司	4.26
天津通万投资合伙企业(有限合伙)	4.26
上海贝御投资管理有限公司	4.26
中加基金-邮储银行-中国邮政储蓄银行股份有限公司	4.26
中信建投基金-中信证券-中信建投定增11号资产管理计划	4.26
宁波梅山保税港区德通顺和投资管理有限公司	2.27
<b>合计</b>	<b>76.27</b>

数据来源:公司2018年半年报,联合评级整理。

公司营业范围:市政基础设施租赁;电力设施和设备租赁;交通运输基础设施和设备租赁以及新能源、清洁能源设施和设备租赁;水务及水利建设投资;能源、教育、矿业、药业投资;机电产品、化工产品、金属材料、五金交电、建筑材料、文体用品、针纺织品、农副产品的批发、零售,租赁业务的咨询服务,股权投资、投资咨询与服务。【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】

截至2018年6月底,公司内设业务部一部、二部、三部、计划财务部、综合管理部、创新投资部、风险控制部、审计部、董事会办公室和纪检监察部等10个职能部门;截至目前,公司下设全资子公司天津渤海租赁有限公司(以下简称“天津渤海”),并通过其控股皖江金融租赁股份有限公司(以下简称“皖江金租”)、香港渤海租赁资产管理有限公司(以下简称“香港渤海资产管理”)、横琴国际融资租赁有限公司(以下简称“横琴租赁”)三家子公司(见附录1)。其中,香港渤海资产管理作为公司的海外投资平台,持有Global Sea Containers Ltd.(以下简称“GSC”)和Global Aviation Leasing Co.,Ltd(以下简称“GAL”)100%的股权,前者持有Seaco SRL(以下简称“Seaco”)100%的股权和Cronos Ltd.(以下简称“Cronos”)80%的股权;后者持有Avolon Holdings Limited

（以下简称“Avolon”）62.95%的股权，同时，香港渤海资产管理直接持有 Avolon 剩余 37.05% 股权。公司通过 Avolon 全资持有香港航空租赁有限公司（以下简称“香港航空租赁”或“HKAC”）和 C2 Aviation Capital LLC（以下简称“C2”）的股权；公司在职员工 801 人。

截至 2017 年末，公司合并口径下资产总额 3,003.94 亿元，其中应收融资租赁款净额 572.73 亿元，固定资产 1,802.98 亿元；负债总额 2,649.81 亿元；所有者权益合计 354.13 亿元，其中，归属母公司所有者权益 316.37 亿元；2017 年，公司实现营业收入 359.34 亿元，净利润 31.56 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 26.30 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司合并口径下资产总额 2,922.43 亿元，其中应收融资租赁款净额 462.88 亿元，固定资产 1,756.16 亿元；负债总额 2,552.07 亿元；所有者权益合计 370.36 亿元，其中，归属母公司所有者权益 331.50 亿元；2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 198.70 亿元，净利润 13.95 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 12.90 亿元。

公司注册地址：新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市黄河路 93 号，法定代表人：卓逸群。

## 二、本期债券概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“渤海金控投资股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”，发行规模不超过（含）18.23 亿元。本期债券采取公开发行的方式发行；债券票面金额 100 元/张，平价发行；本期债券的期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，在存续期内前 2 年固定不变，在本期债券存续期的第 2 年末，如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 1 年票面利率加上调基点，并在债券存续期后 1 年固定不变。债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

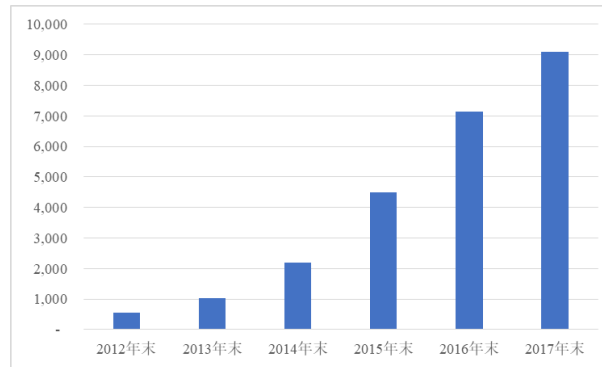
本期发行公司债券的募集资金扣除相关发行费用后拟全部用于补充流动资金。

## 三、行业分析

### 1. 行业概况

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自身的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式，但在我国发展一直较为缓慢。2007 年 3 月，中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）为应对 WTO 协定中允许外资银行在华开展融资租赁业务的规定，颁布实施了修订后的《金融租赁公司管理办法》，允许符合资质的商业银行和其他机构设立或参股金融租赁公司。另外，2009 年商务部发布了《关于由省级商务主管部门和国家级经济技术开发区负责审核管理部分服务业外商投资企业审批事项的通知》，原由商务部批准设立的外资融资租赁公司的变更事项由省级商务主管部门和国家级经济技术开发区依法审批。自此，我国融资租赁公司的数量实现了快速增长。

图 1 我国融资租赁机构数量变化 (单位: 家)



资料来源: 中国租赁联盟

目前我国有两类融资租赁公司:一类是由银监会批准成立的金融租赁公司,按出资人不同,可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司,属于非银行金融机构;另一类是由商务部批准成立的租赁公司,主要是由非金融机构设立,注册资本相对较小。此外,按企业形式不同,该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资。截至 2017 年末,全国融资租赁企业(不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司)总数为 9,090 家,其中金融租赁 69 家,较年初增加 10 家;内资租赁 276 家,较年初增加 72 家;外资租赁 8,745 家,较年初增加 1,862 家。随着政策环境持续优化,尤其是自贸区制度设计创新,上海、广东、天津三地租赁公司数量均过千家,地区集聚效应凸显。

从业务发展情况看,近年来,全国融资租赁合同余额保持较快增长(见下表)。截至 2017 年末,我国融资租赁合同余额总量为 60,600 亿元,较年初增长 13.70%,其中金融租赁合同余额 22,800 亿元,占比 37.62%;内资租赁合同余额 18,800 亿元,占比 31.02%;外资租赁合同余额 19,000 亿元,占比 31.35%,三类租赁公司的市场份额相对均衡。

表 2 我国融资租赁合同余额情况 (单位: 亿元)

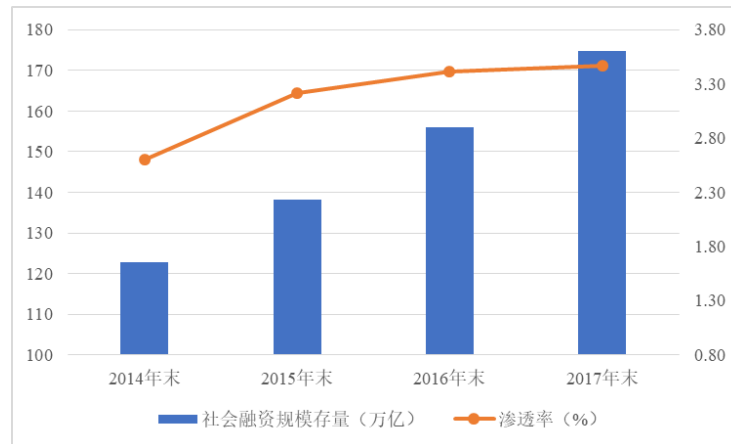
项目	金融租赁公司	内资租赁公司	外资租赁公司	合计
2007 年	90	100	50	240
2008 年	420	630	500	1,550
2009 年	1,700	1,300	700	3,700
2010 年	3,500	2,200	1,300	7,000
2011 年	3,900	3,200	2,200	9,300
2012 年	6,600	5,400	3,500	15,500
2013 年	8,600	6,900	5,500	21,000
2014 年	13,000	10,000	9,000	32,000
2015 年	17,300	13,000	14,100	44,400
2016 年	20,400	16,200	16,700	53,300
2017 年	22,800	18,800	19,000	60,600

资料来源: 中国租赁联盟

行业渗透率方面,近年来,我国融资租赁行业已取得长足发展,市场规模和企业竞争力显著提高,行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看,融资租赁行业渗透率仍然较低,存在较大的行业发展空间。联合评级使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平,近年来,融资租赁行业渗透率呈上升趋势但仍处于较低水平,截至 2017 年末,融资

租赁行业渗透率为 3.47%，仍持续处于较低水平。

图 2 融资租赁行业渗透率



资料来源：中国人民银行、中国租赁联盟，联合评级整理。

总体看，近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，但行业渗透率持续处于低位，融资租赁行业仍存在广阔的发展空间。

## 2. 行业竞争

目前全国实力较强的融资租赁公司集中于政策扶持力度较大的天津、上海等地，以注册资本金排序情况如下表：

表 3 截至 2017 年末全国融资租赁企业 10 强排行榜（以注册资金为序）

排名	企业	注册时间	注册地	注册资金 (亿元)
1	天津渤海租赁有限公司	2008 年	天津	221.01
2	浦航租赁有限公司	2009 年	上海	126.83
3	国银金融租赁有限公司	1984 年	深圳	126.42
4	远东国际租赁有限公司	1991 年	上海	125.35
5	平安国际租赁有限公司	2012 年	上海	122.11
6	工银金融租赁有限公司	2007 年	天津	110.00
7	长江租赁有限公司	2004 年	天津	107.90
8	芯鑫融资租赁有限责任公司	2015 年	上海	106.50
9	郎丰国际融资租赁（中国）有限公司	2016 年	珠海	103.50
9	上海易鑫融资租赁有限公司	2014 年	上海	103.50

资料来源：中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院，联合评级整理。

目前国内融资租赁行业中，金融租赁行业在资产规模和利润上虽仍占据行业 50% 以上的份额。近年来，金融租赁企业中，前四大企业在资产和利润等指标上的行业集中度也有所下降，并且组成开始变化，只有工银金融租赁有限公司和国银金融租赁有限公司的地位比较稳定。

近年来，行业创新不断丰富。从行业产品创新来看，直接租赁的规模增长在金融租赁行业资产变化指标中增速最快；同时，转口租赁、保税租赁、联合租赁等形式层出不穷，并且适应中小企业的租赁产品在工银租赁和民生租赁等已经很好地实现了标准化。从行业融资渠道来看，企业债券和资产证券化等途径正逐步放宽落实，这不仅为行业发展提供了更充分的资金来源，而且是与资产特性匹配度更高的资金来源。



从资产管理能力来看，行业服务的产业广度有所增加，飞机、船舶、电力和轨道等大型设备领域的租赁服务继续扩大的同时，中小企业租赁市场逐渐发展。中小企业租赁市场开拓以来，融资租赁行业积极配合国家经济发展的产业政策，在“三农”和“城镇化”领域、“医疗”和“教育”等领域都有所突破。

总体来看，近年来，融资租赁行业集中度有所增加，行业创新不断丰富，随着整个行业的不断发展，行业规模不断扩大。

### 3. 监管与外部支持

近年来，各监管部门针对租赁公司相继颁布了多部法律法规。2015年9月，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，全面系统部署加快发展融资租赁业。该意见提出坚持市场主导与政府支持相结合、发展与规范相结合、融资与融物相结合、国内与国外相结合的基本原则；鼓励融资租赁公司积极服务“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造2025”和新型城镇化建设等国家重大战略，又要加快发展中小微企业融资租赁服务。到2020年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列的发展目标。

2016年3月，商务部、税务总局发布《关于天津等4个自由贸易试验区内资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》，将内资租赁公司审批权下放，自2016年4月1日起，商务部、税务总局将注册在自贸试验区内的内资租赁企业融资租赁业务试点确认工作委托给各自贸试验区所在的省、直辖市、计划单列市级商务主管部门和国家税务局。

同时，上海、广东、北京、天津等地区不断出台地方政策，鼓励融资租赁产业的发展。如深圳、广州、珠海相继推出融资租赁扶持政策，引导融资租赁企业落户。北京市政府根据自身特点，结合中关村国家自主创新示范区规划，以科技金融创新为中心，鼓励中关村科技企业通过融资租赁方式实现发展，鼓励融资租赁企业不断创新融资租赁经营模式。上海自贸区外商融资租赁企业外汇资本金实行意愿结汇，融资租赁公司开展对外融资租赁业务时，不受现行的境内企业境外放款额度限制，允许融资租赁公司开立自由贸易账户等。

2018年5月，商务部网站发布了《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》（以下简称“《通知》”），商务部公告已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”），自4月20日起，有关职责由银保监会履行。融资租赁公司和金融租赁公司都由银保监会管理后，租赁市场将更加规范，监管环境由多头监管变为统一监管。

总体看，近年来中国融资租赁行业在监管、法律、税收、会计层面的政策环境都取得了较大进展，融资租赁业的政策环境逐步改善。

### 4. 行业关注

融资租赁行业面临一定的融资渠道受限的影响。融资租赁项目大多是中长期业务，银行短期贷款与租赁业务期限不匹配，将给企业留下了流动性风险隐患。为降低流动性风险，部分企业开始尝试租赁资产证券化、发行信托产品、引入保险资金、通过自贸区融入境外资金等渠道，但由于受市场认可度、融资成本等因素限制，短期内难以改变融资租赁企业对银行资金的依赖。而非金融租赁企业在资金来源上，就面临较高的筹资成本问题和资金规模受限的问题，在市场竞争中处于不利地位。尤其近年来在“去杠杆”背景下，融资难度增加，成本上升，对于融资租赁企业

的盈利能力提升和业务规模的扩张产生负面影响。

业务风险方面，近年来，宏观经济下行压力较大，实体经济尤其是中小企业经营困难的问题凸显，逐渐攀升，违约事件频发；另外，融资租赁业务行业集中度总体较高，集中度风险不容忽视，融资租赁行业面临着由于经济周期及外部信用环境的变化所导致的资产质量下降的压力。

行业竞争加剧面临市场重新整合的问题。近几年，国内租赁企业数量大幅上升，但从融资方面，ABS 新规使得大多数中小企业融资受限，并且随着《通知》的发布，未来趋于严格及统一成为必然趋势。这也必会使租赁行业面临重新整合的问题，信用风险高的中小型租赁公司面临着更为严峻的生存环境，甚至面临着被市场清退的风险。

#### 5. 未来发展

中国租赁业的现状与中国高速发展水平很不相称，若以国际通用的融资租赁渗透率来衡量租赁行业发展成熟度，可以看出中国融资租赁业尚处于成长阶段初期，未来市场潜力巨大。根据《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，到 2020 年，融资租赁业务领域覆盖面不断扩大，融资租赁市场渗透率显著提高，成为企业设备投资和技术更新的重要手段。该《意见》明确，建设法治化营商环境，研究出台融资租赁行业专门立法；完善财税政策，加大政府采购支持力度，鼓励地方政府探索通过风险补偿、奖励、贴息等政策工具，引导融资租赁公司加大对中小企业的融资支持力度；拓宽融资渠道，积极鼓励融资租赁公司通过债券市场募集资金，支持符合条件的融资租赁公司通过发行股票和资产证券化等方式筹措资金。

从行业规模来看，随着内资试点企业申报流程的简化，以及《外商投资租赁业管理办法》修订等行业政策的进一步完善，以及融资租赁社会认知度的进一步提高，融资租赁企业设立将更加便捷，企业数量将继续较快增长，行业渗透率将进一步提升。

发展区域方面，依托“一带一路”、“京津冀一体化”等国家重大战略，融资租赁企业将逐步从沿海地区集中分布逐渐向中西部、东北部扩张，行业将在集聚发展基础上，逐步调节区域平衡。

业务领域方面，受我国宏观经济结构调整和政策规划引导影响，融资租赁在继续保持飞机、轮船、机械设备等大型固定资产业务发展的基础上，将在农机、科技、创投、文化、教育、卫生及基础设施等诸多领域开展业务，逐步改变公共领域单纯依靠政府投入的局面，并向电子信息、大生命健康、节能环保及新能源等高精尖产业布局，使业务范围加速扩展，产业对接进一步加快。

总体看，融资租赁行业在我国仍然处于起步阶段，法律、税收等方面仍需完善，且需要政府的政策扶持，资金来源有限在一定程度上束缚了资本金不够充足的融资租赁公司的发展。但是，该行业属于朝阳产业，拥有广阔的发展前景，并且为解决中小企业融资难等问题提供了新的解决途径。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司系国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，公司租赁业务实现全牌照经营，形成了国内外并行的租赁操作平台，同时打通了国内银行间市场和证券市场的融资渠道，拥有较强的业务牌照优势和融资渠道优势，能够为客户提供更加全

面的租赁服务。截至 2017 年末，公司合并口径下资产总额 3,003.94 亿元，其中应收融资租赁款净额 572.73 亿元，固定资产 1,802.98 亿元；股东权益合计 354.13 亿元；2017 年，公司实现营业收入 359.34 亿元，净利润 31.56 亿元。

飞机租赁业务方面，截至 2018 年 6 月末，公司自有、管理及订单飞机合计 925 架，主要为空客 A320 系列及波音 737 系列等主流单通道窄体机型，平均机龄约 5.2 年，服务于全球 156 家客户，已成为仅次于 AerCap、GECAS 的全球第三大飞机租赁公司。

截至 2018 年 6 月末，公司下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 自有和管理的集装箱合计 350 万 CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。

总体来看，公司业务规模和范围较大，业务种类多元化，在国内外市场具备很强的竞争力。

## 2. 人员素质

公司董事长卓逸群先生，1973 年出生，清华大学民商法硕士，自 2011 年起先后担任香港航空租赁有限公司副总裁，TIP Trailer Services 副 CEO。2017 年 5 月出任公司董事长兼首席执行官，并兼任天津燕山股权投资基金有限公司董事长、航美投资管理有限公司董事。

公司财务总监陈曦女士，1973 年生，暨南大学统计学学士，会计师。自 2012 年起先后担任浦航租赁有限公司财务总监、总经理、董事长。现任公司财务总监；扬子江国际租赁有限公司董事。

截至 2018 年 6 月末，公司正式员工 801 人。从学历构成来看，研究生及以上学历 269 人，占 33.58%；本科学历 498 人，占 62.17%。

总体看，公司管理层具有较长从业经验，员工的学历水平较高，能够满足公司持续发展的需要。

## 3. 股东支持

海航资本持有公司 34.91% 的股份，为渤海金控控股股东；海航资本系海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）核心产业集团之一。

海航集团于 2000 年 1 月经国家工商行政管理局批准组建，是一家以航空旅游、航空物流为核心发展方向，以航空租赁、航空技术为辅助支撑平台，夯实航空主业可持续发展的根基，致力于打造现代航空服务综合运营商。一方面，海航集团经过多年的运营经验，积累了雄厚的金融资源和业务资源，与很多客户建立了良好的合作关系，这为公司今后业务扩张提供了强有力的支持。另一方面，海航集团与国内多地的政府建立了良好的战略合作关系，在各地业务开拓过程中给予公司一定的支持。

海航资本承载海航集团金融板块职能，海航资本拥有租赁、保险、信托、证券、期货、基金、保理等传统及创新金融业务，截至 2017 年末，海航资本总资产 4,416.86 亿元、净资产 1,061.59 亿元，全资拥有或控股 25 家子公司，拥有国内营业网点逾 1,200 家，业务遍及北京、天津、上海、深圳、香港、新加坡、悉尼、伦敦、都柏林、奥斯陆、纽约等 30 个大中城市，与公司在全国范围内共享业务信息和客户资源。

总体来看，海航资本以及海航集团以其强大的资本实力、广泛的融资渠道、多元化的产业平台，在经营、管理等方面给予了公司较大的支持，但同时联合评级关注到，根据公司于 2018 年 8 月 23 日的公告，海航资本已将其持有的渤海金控股份中的 98.98% 对外质押，需对此事项保持持续关注。

#### 4. 区位优势

天津既是公司最为重视的区域市场，也是其发展的基础，公司在中国大陆的业务主要集中在天津市。天津市处于环渤海的中心地带，产业基础雄厚，近年来滨海新区成为天津市各种发展与改革的热点区域。天津滨海新区包括塘沽区、汉沽区、大港区三个行政区和天津经济技术开发区、天津港保税区等，天津港保税区作为我国北方规模最大的保税区，其固定资产投资、货运总量、实际利用外资、合同利用外资、税收总额和地区生产总值等指标在全国 15 个保税区综合排名中位居第二位，目前已形成了拥有海港保税区、空港保税区、空港物流加工区、空港国际物流区和保税物流园区联动的发展格局。此外，天津市金融改革创新成效显著，金融环境较好，金融业规模实力持续扩大，为公司的发展提供了良好和充满机遇的发展环境。

公司下属子公司香港渤海租赁资产管理有限公司位于香港。香港是继纽约和伦敦之后的世界第三大金融中心，其地理位置优越，是连接北美与欧洲的桥梁，与内地及其他东南亚经济体联系紧密，资金可以自由进出，法律架构、监管制度成熟，政策完善、稳定，同时还是成衣、钟表、玩具、游戏、电子和某些轻工业产品的主要出口地，出口总值位列全球高位。香港航空租赁有限公司和香港渤海租赁资产管理有限公司以香港岛为依托，面向国际市场，在地理位置、经济环境等方面更具优势。

总体上看，公司及下属公司位于租赁业务发展优势明显的区域，较好的区域优势，有利于公司整体业务的发展。

### 五、公司治理与内控

#### 1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规及有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治理水平。

公司经营决策体系由股东大会、董事会、监事会和其他高级管理人员组成。股东大会是公司的权力机构；董事会是股东大会的常设执行机构，由 9 人组成，对股东大会负责；公司监事会设有 3 名监事，监事主要负有监督职责。

公司股东大会依法决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等；对公司增加或减少注册资本、发行债券等作出决议；审议公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产 30% 的事项；审议公司交易金额超过公司最近一期经审计净资产 30% 的对外投资事项（含委托理财、委托贷款、对子公司投资等）；审议公司连续十二个月内累计证券投资总额占公司最近一期经审计净资产 30% 以上的事项；审议批准公司拟与关联人发生的交易金额在 3,000 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易。

公司董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长一人，由二分之一以上董事选举产生。董事会行使下列职权：负责向股东大会报告工作；执行股东大会的决定；审定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券方案；拟订公司重大收购、收购本公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；根据董事长的提名，聘任或者解聘公司经理（首席执行官）、董事会秘书，聘任或者解聘董事会各专门委员会主任。

公司设立 3 名监事，其中监事会主席 1 名，监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事行使下列职权：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东大会提出提案；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼；公司章程规定的其他职权。监事任期届满未及时改选，或者监事在任期内辞职导致监事成员低于法定人数的，在改选出的监事就任前，原监事仍应当依照法律、行政法规、公司章程的规定履行监事职务。监事可列席董事会会议，并对会议决议事项提出质询或者建议。公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。

公司设首席执行官（经理）1 名、运营总裁（副经理）1 名、创投总裁（副经理）1 名、财务总监（副经理）1 名、风控总监（副经理）1 名，董事会秘书 1 名，由董事会聘任或解聘。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，能够与公司的业务发展相适应。

## 2. 管理体制与内控机制

公司按照相关法律、法规及公司章程等要求，遵照合法合规性、健全性、审慎性、适时性的原则，制定了涉及公司治理、内部管理、业务制度及流程、会计制度、稽核审计等方面的内部控制制度，并结合发展需要及时修订与增订。公司实行分级授权、权责一致的管理原则。授权控制贯穿经营活动始终，被授权人在授权权限范围内开展经营管理活动，并承担相应责任。公司推行目标管理和岗位责任制，建立经营风险责任制，明确各部门、各岗位的风险责任，对未履行相应风险责任、给公司造成损失的部门和个人实施追究制度。公司制定了突发事件、法律诉讼事件应急预案，初步建立了危机处理机制和程序。

财务管理制度方面，公司依照法律、行政法规和国家有关部门的规定，并结合租赁行业特点和公司经营管理的需要，编制了《财务管理手册》，分别按照预算管理类、会计核算类、财务管理类和基础制度类四大类制定财务管理办法。

内部审计方面，公司实行内部审计制度，配备专职审计人员，对公司财务收支和经济活动进行内部审计监督。公司内部审计制度和审计人员的职责，经董事会批准后实施。审计负责人向董事会审计委员会负责并报告工作。

融资管理制度方面，为了加强公司及控股公司对筹资业务的内部控制，防范融资风险，降低融资成本，根据《公司法》、《证券法》、《公司章程》、《企业内部控制基本规范》等法律法规的规定，结合公司具体情况制定融资管理制度。融资的基本原则：遵守国家法律法规的原则、合理权衡降低成本的原理、围绕公司战略与发展主营业务的原则、适度负债防范风险的原则。公司与银行等金融机构借款有关的主要业务活动由公司财务部门负责办理；与发行公司股票、债券有关的主要业务活动由公司董事会办公室和财务部门分别在各自的职责范围内办理。融资业务的授权人和执行人、会计记录人之间应相互分离。融资活动中，公司发行公司债券需由股东大会审议通过，股东大会授权董事会对单项金额不超过公司最近一期经审计净资产 30% 的公司融资（不包括权益性融资）行使决策权。董事会办公室和财务部门指定专人负责保管与融资活动有关的文件、合同、协议、契约等相关资料。公司融资行为相关的财务处理与记账以及税务处理事项，均需严格依照国家相关的法律、法规与政策执行，如遇相关法律、法规与政策调整，则公司相应调整财务、税务等处理方法。

对外投资方面，公司对外投资行为必须符合国家相关法律法规及相关产业政策，符合公司的发展战略，有利于增强公司竞争能力，有利于合理配置企业资源，创造良好的经济效益，促进公司的

可持续发展。公司股东大会、董事会负责公司对外投资的决策，各自在其权限范围内，对公司的对外投资做出决策。投资活动中，股东大会授权董事会对单项金额不超过公司最近一期经审计净资产 30% 的公司对外投资（不包括股票投资）行使决策权。除此之外，该制度还包括不同标准确定对应的对外投资决策程序；对外投资权限；相关部门在该制度中的应该履行的职责；对外投资项目内部审计监督；对外投资决策流程；对外投资的处置等。

对外担保制度方面，公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。该制度明确了可担保的对象条件、审批程序及审批权限、担保事宜披露及后续管理等。

对子公司的管理方面，公司在执行业务控制过程中，对人、财、物实行集中归口管理，公司采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，强化对业务处理过程中关键点的控制，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。公司注重对子/分公司的管理控制，并对部分制度进行修订，在经营决策、对外担保、关联交易、对外投资、信息披露等方面进行明确规定，严格履行必要的审批程序，严禁子公司擅自进行证券和金融衍生产品的投资。

总体看，公司内部控制体系比较完善，各项内控制度基本健全，执行情况较好。联合评级同时注意到公司近两年海外并购较为频繁，对公司的内部控制提出了更高的要求。

## 六、业务运营

### 1. 业务概况

公司作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，近年来融资租赁业务发展态势较好；随着海外并购及对子公司的整合，飞机租赁业务竞争力大幅提升，集装箱租赁业务在全球保持很强的竞争力。公司主要通过子公司运营，境内租赁业务主要由天津渤海、皖江金租和横琴租赁运营；境外方面，Avolon 主要经营飞机租赁及销售业务，GSC 主要经营集装箱租赁及销售业务。

近年来，公司营业收入及净利润持续增长，年均复合增长率分别为 91.23% 和 32.85%。2016 年将 Avolon 纳入合并范围使得当年营业收入大幅增长；2017 年公司将 C2 纳入合并范围，当年实现营业收入 359.34 亿元，同比大幅增长 48.14%，实现净利润 31.56 亿元，同比增长 11.08%，增幅小于收入主要系支出并购费用所致。2015 年公司收入构成中融资租赁及融资租赁咨询、经营租赁占比较大，合计占比近 90%；2016 年以来，随着 Avolon 的并表，公司经营租赁收入和飞机销售收入均大幅增加，受此影响，公司收入结构有较大变化。近三年公司融资租赁及咨询业务稳步增长，年均复合增长 24.11%，占比逐年下降，分别为 31.03%、16.03% 和 13.07%；随着合并范围的扩大，经营租赁及飞机/集装箱销售收入增长较快，呈逐年增长态势，收入合计年均复合增长率为 118.87%，近三年占比合计分别为 65.72%、82.51% 和 86.09%；其他业务占比较小。

从地区分布看，公司营业收入以海外收入为主，且占比持续增长。2017 年全年其他国家和地区实现营业收入 280.84 亿元，近三年占营业收入比重分别为 63.26%、73.69% 和 78.15%。

从毛利率水平来看，2016 年以来随着合并范围的大幅变动，公司业务结构变化较大，毛利率亦变化较大。由于公司 2016 年以来的融资成本下降，融资租赁业务成本有所下降，毛利率由 2015 年的 44.02% 增加至 53.49%；但由于毛利率较低的飞机/集装箱销售业务占比增长，因此 2016 年，公司整体毛利率为 36.66%，较上年大幅下降 12.96 个百分点。2017 年以来随着融资成本攀升，融

融资租赁及融资租赁咨询业务毛利率有所下降，但同时收入占比较大的经营租赁和飞机/集装箱销售毛利率有所上涨，综合毛利率增至 41.14%。

表 4 公司营业收入情况 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
融资租赁和融资租赁咨询	30.49	31.03	44.02	38.88	16.03	53.49	46.97	13.07	47.84	18.93	9.53	40.03
经营租赁	57.19	58.19	57.99	115.72	47.71	54.58	211.34	58.81	56.05	110.57	55.65	57.29
飞机/集装箱销售	7.40	7.53	32.72	84.45	34.81	4.58	98.02	27.28	6.78	67.84	34.14	5.03
其他	3.19	3.25	35.66	3.52	1.45	35.92	3.01	0.84	8.28	1.37	0.69	15.62
<b>合计</b>	<b>98.26</b>	<b>100.00</b>	<b>49.62</b>	<b>242.58</b>	<b>100.00</b>	<b>36.66</b>	<b>359.34</b>	<b>100.00</b>	<b>41.14</b>	<b>198.70</b>	<b>100.00</b>	<b>37.52</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

从关联交易方面来看, 公司关联交易主要系关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务。2017 年公司合并范围产生的关联企业的租赁收入共计 25.23 亿元, 其中经营租赁收入 23.87 亿元, 融资租赁收入 1.36 亿元, 公司关联交易额度占营业收入比重不高, 且主要以与关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务为主。

2018 年 1~6 月, 公司实现营业收入 198.70 亿元, 较上年同期变化不大, 构成方面, 融资租赁及经营租赁业务收入占比有所下降, 飞机及集装箱销售收入占比增至 34.14%; 毛利率方面, 由于毛利率较低的飞机及集装箱销售业务收入占比有所增加, 另外 2018 年以来融资成本的提高, 融资租赁及咨询业务的毛利率有所下降; 因此综合毛利率下降至 37.52%; 同期实现净利润 13.95 亿元, 同比增长 9.10%, 主要系上年同期支付了较多的并购相关费用以及本期所得税费用的降低所致。

总体来看, 随着公司合并规模进一步扩大, 业务规模持续快速增长, 海外并购及整合使得公司在飞机租赁行业的全球竞争力显著增强, 集装箱租赁业务保持很强的竞争力, 近年来公司营业收入及利润保持增长态势。同时, 联合评级关注到公司海外业务占比较大, 容易受到汇率变动的影响。

## 2. 天津渤海业务

天津渤海租赁业务以市政基础设施租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及飞机租赁业务为主。

近年来, 天津渤海业务规模持续增长, 期末合同余额年均复合增长率为 11.13%, 尤其 2016 年增速较快, 年末较年初增长 22.17%, 截至 2017 年末, 天津渤海租赁合同余额 245.62 亿元, 较年初基本持平, 主要包括天保道路管网项目、武汉大桥联合租赁等项目。从项目分布情况看, 随着天津渤海逐步拓展飞机租赁业务, 截至 2017 年末, 天津渤海租赁业务中飞机租赁占比最大, 飞机融资租赁项目余额 148.54 亿元, 占比 60.48%, 近三年末呈持续增长态势; 基础设施 (包括公路道路、桥梁、管网等) 租赁项目余额 41.55 亿元, 占比逐年下降, 2017 年末为 16.92%; 商业物业租赁项目余额 45.02 亿元, 占比 18.33%; 机械设备租赁项目余额 10.51 亿元, 占比 4.28%。截至 2018 年 6 月末, 天津渤海租赁合同余额 235.23 亿元, 规模较年初略有下滑, 仍主要以飞机租赁为主, 构成较年初变化不大。

表 5 天津渤海本部及 SPV 公司租赁项目分布情况 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁	80.98	40.72	57.81	23.79	41.55	16.92	36.50	15.52
飞机租赁	57.23	28.77	121.58	50.04	148.54	60.48	144.51	61.43
商业物业租赁	50.06	25.17	56.19	23.12	45.02	18.33	43.68	18.57
机械设备租赁	10.62	5.34	7.40	3.05	10.51	4.28	10.54	4.48
<b>合计</b>	<b>198.89</b>	<b>100.00</b>	<b>242.98</b>	<b>100.00</b>	<b>245.62</b>	<b>100.00</b>	<b>235.23</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

租赁资产质量方面, 仅应收融资租赁款的五级分类参照银行分类来标准制定, 近年来天津渤海正常类资产占比持续下降, 资产质量下降明显, 关注类资产大幅增加, 主要系承租人受到所处行业政策变化和趋严的影响, 致使其自身的经营前景不乐观所致; 截至 2018 年 6 月末关注类资产占比 24.19%, 相关风险需关注。不良率方面, 天津渤海近年来不良资产呈增长趋势, 全部为可疑类, 截至 2018 年 6 月末不良率为 0.90%, 总体资产质量尚可。

表 6 天津渤海本部融资租赁业务资产信用风险分级分类情况 (单位: 亿元, %)

类别	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类资产	127.58	99.63	113.86	93.70	79.20	81.56	67.96	74.91
关注类资产	0.47	0.37	6.90	5.67	17.09	17.60	21.94	24.19
次级类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可疑类资产	0.00	0.00	0.76	0.63	0.81	0.84	0.81	0.90
损失类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>128.05</b>	<b>100.00</b>	<b>121.52</b>	<b>100.00</b>	<b>97.10</b>	<b>100.00</b>	<b>90.72</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

注: 五级分类仅适用于融资租赁业务, 因此以上表格列式应收融资租赁款, 不含经营租赁。

融资渠道方面, 天津渤海由主要依靠单一项目贷款向全方位融资转变; 融资渠道包括项目贷款、中期流动资金贷款、私募债券 (PPN)、公司债券及其他直接融资工具。天津渤海融资渠道及占比情况如下表, 其中项目贷款仍是最主要的融资方式, 但占比呈下降趋势, 由 2015 年末的 70.20% 降低为 2018 年 6 月末的 53.87%, 公司债券近年来占比逐年小幅下降, 尤其在债券市场低迷背景下 2017 年末占比由 2015 年末的 22.65% 降至 9.75%; 除以上两种融资方式之外, 天津渤海还通过中期流动资金贷款、私募债券及其他融资方式获得资金; 2017 年天津渤海其他融资渠道主要有信托借款、应收租赁款转让或质押借款、固定资产抵押借款、关联方委托贷款 (与渤海金控)、关联方借款 (与海航资本) 等, 融资成本约为 5%~6.4%, 总体看, 天津渤海融资渠道较丰富。

表 7 天津渤海融资结构情况 (单位: 亿元, %)

借款明细	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目贷款	117.93	70.20	154.99	69.25	180.07	58.97	164.51	53.87
中期流动资金贷款	7.00	4.17	13.8	6.17	13.60	4.45	11.50	3.77
私募债券 (PPN)	5.00	2.98	10.00	4.47	10.00	3.27	10.00	3.27
公司债券	38.05	22.65	45.02	20.12	29.77	9.75	29.82	9.77
其他	--	--	--	--	71.92	23.55	40.67	13.32
<b>合计</b>	<b>167.98</b>	<b>100.00</b>	<b>223.81</b>	<b>100.00</b>	<b>305.35</b>	<b>100.00</b>	<b>256.49</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供



总体来看，近年来，天津渤海业务规模持续增长，业务构成方面，基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁和机械设备类占比有所下降，逐步向飞机租赁业务转型；租赁资产中关注类资产规模增加较快，需关注其相关风险；融资渠道较丰富，仍以项目贷款为主，但占比呈下降趋势。

### 3. 皖江金租业务

皖江金租成立于 2011 年，初始注册资本为 46.00 亿元，皖江金租于 2015 年 11 月 24 日成功登陆新三板系统，成为国内首家在新三板挂牌的金融租赁公司，截至 2018 年 6 月末，公司间接持股 53.65%。

随着皖江金租业务的发展，近年来皖江金租合同余额持续增长，年均复合增长 28.80%，截至 2017 年末，皖江金租项目合同余额 417.43 亿元；从租赁合同标的资产来看，近年来，皖江金租考虑到政府加大基础设施建设投入，风险相对可控，同时有利于皖江金租的存量融资，市场认可度较高，因此以政府为主的基础设施类占比有所增加，截至 2017 年末，皖江金租基础设施合同余额为 314.55 亿元，占比 73.35%；随着皖江金租大力发展基础设施租赁业务，机械设备占比逐年大幅下降，截至 2017 年末，皖江金租机器设备合同余额 69.84 亿元，占比由 2015 年末的 31.95% 降至 16.73%；飞机租赁合同余额较少。按项目地区划分，华东地区仍然占比最高，但呈逐年下降趋势，截至 2018 年 6 月末，该占比为 24.95%，华中、西南、华北地区占比均超过 10%，地区集中度尚可，分布较为均匀。

2018 年以来，随着租赁合同的到期及租赁业务发展放缓的影响，截至 2018 年 6 月末，皖江金租合同余额 317.40 亿元，较年初下降 23.94%；行业分布较年初变化不大，集中于基础设施行业，占比 74.86%。

表 8 皖江金租合同余额行业分布情况（单位：亿元，%）

行业	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机器设备	80.40	31.95	68.00	19.06	69.84	16.73	52.51	16.54
基础设施	156.26	62.10	275.94	77.33	314.55	73.35	237.60	74.86
飞机	4.55	1.81	0.95	0.27	3.23	0.77	2.92	0.92
其他	10.41	4.14	11.95	3.35	29.82	7.14	24.37	7.68
合计	251.61	100.00	356.84	100.00	417.43	100.00	317.40	100.00

资料来源：公司提供

表 9 皖江金租合同余额地区分布情况（单位：亿元，%）

地区	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	140.80	55.96	135.69	38.03	130.55	31.27	79.20	24.95
华中	39.33	15.63	64.59	18.10	65.99	15.81	53.24	16.78
西南	27.32	10.86	53.99	15.13	87.14	20.88	76.09	23.97
西北	19.56	7.77	34.09	9.55	33.52	8.03	24.02	7.57
华北	16.97	6.74	43.28	12.13	65.52	15.69	54.18	17.07
华南	3.95	1.57	1.54	0.43	3.99	0.96	3.70	1.16
东北	3.68	1.46	23.67	6.63	30.72	7.36	26.98	8.50
合计	251.61	100.00	356.84	100.00	417.43	100.00	317.40	100.00

资料来源：公司提供

皖江金租项目担保方式多样，主要有风险抵押金、保证金、第三方公司担保、土地和房产抵押、

股权质押、个人无限连带责任等多种方式，具体根据项目的交易结构设计确定，确保每个项目的风险缓释措施到位。随着皖江金租业务规模的扩大，租赁资产规模逐年增加，由2015年末的251.61亿元增长至2017年末的453.91亿元，其中正常类占比96.26%，近年来逐年小幅波动上升。截至2018年6月末，皖江金租租赁资产总额331.22亿元，其中正常类占比95.88%；不良资产方面，随着皖江金租业务规模的扩大，不良资产逐年增长，不良率（不良资产/租赁资产合计）总体呈增长趋势，2015~2017年波动增长，由1.24%增至1.62%，2018年以来皖江金租核销了部分不良资产，不良资产余额将至5.83亿元，不良率小幅增长，6月末为1.75%。

表10 皖江金融租赁资产信用风险分级分类情况（单位：亿元，%）

类别	2015年末		2016年末		2017年末		2018年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类资产	235.98	93.79	334.02	93.60	436.95	96.26	317.57	95.88
关注类资产	12.51	4.97	16.92	4.70	9.60	2.12	7.82	2.36
次级类资产	2.76	1.10	2.44	0.70	3.54	0.78	1.47	0.44
可疑类资产	0.36	0.14	3.46	1.00	3.43	0.76	2.92	0.88
损失类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.39	0.09	1.44	0.43
<b>合计</b>	<b>251.61</b>	<b>100.00</b>	<b>356.84</b>	<b>100.00</b>	<b>453.91</b>	<b>100.00</b>	<b>331.22</b>	<b>100.00</b>
不良资产	3.12	1.24	5.90	1.70	7.36	1.62	5.83	1.75

资料来源：公司提供

注：1、不良资产=次级类资产+可疑类资产+损失类资产；

2、正常类项目不仅包括融资租赁资产余额，还包括计提拨备的其他项目：应收款项、存放同业等，故与租赁合同余额略有差异。

总体来看，皖江金租业务发展较迅速，近年来合同余额呈增长趋势，租赁资产质量尚可，但不良率有所增长，对于相关风险将保持关注，项目区域集中度大幅下降，但行业集中于基础设施且占比有所提高，存在一定的系统性风险。

#### 4. 横琴租赁业务

横琴租赁为商务部监管的中外合资租赁公司，成立于2013年，初始注册资本为1,000万美元，2017年公司全资子公司天津渤海、澳门南通信托投资有限公司和珠海大横琴投资有限公司合计对横琴租赁增资0.60亿美元，增资后横琴租赁注册资本1.00亿美元，公司间接持股64.00%。横琴租赁业务方向上以新能源汽车租赁业务、医疗器械租赁业务为主，以高端制造业设备租赁为辅。其中，新能源业务的目标客户主要包括具有较强技术储备及较大市场份额的新能源整车生产企业、动力电池生产企业、充电设备生产企业、公交环卫运营企业、物流运营企业和其它运营企业等；医疗行业的目标客户主要是社会声誉较高、资质良好、经营正常的医院，以及成长性良好、细分领域内市场占有率高的医疗设备厂商，高端制造业必须是国家鼓励和支持的行业，重点投向国企、上市公司和龙头民企。2015~2016年，横琴租赁业务发展较快，分别新增项目6个和13个，签约金额分别为5.28亿元和13.02亿元，2017年横琴租赁受到融资成本高的影响，项目审核中，收到资金匹配压力较大，过会率低，因此全年仅新增1单，签约金额为1.00亿元。

表11 横琴租赁租赁合同签约情况（单位：个，亿元）

行业	2015年		2016年		2017年	
	签约数量	签约金额	签约数量	签约金额	签约数量	签约金额
医疗	2	1.33	1	0.30	--	--
新能源	2	2.55	8	4.67	--	--
传统设备	2	1.40	3	6.05	--	--

其他	0	0.00	1	2.00	1	1.00
合计	6	5.28	13	13.02	1	1.00

资料来源：公司提供

2015年以来,随着横琴租赁业务的发展,总资产和应收融资租赁款有所增加,截至2016年底,横琴租赁总资产和应收融资租赁款净额分别为15.36亿元和14.68亿元,分别较年初增加121.81%和140.49%;2017年以来随着存量项目逐渐到期并且新增项目较少,总资产和应收融资租赁款净额分别降至12.34亿元和11.24亿元。受以上因素影响,风险资产<sup>1</sup>余额有所波动,近三年末分别为6.11亿元、14.77亿元和11.30亿元,风险资产/净资产分别为2.31倍、5.21倍和1.51倍,2017年以来受股东增资的影响资金杠杆大幅下降。资产质量方面,横琴租赁近年来均无不良资产,资产质量较好。

表12 横琴租赁资产情况(单位:亿元,倍)

项目	2015年末	2016年末	2017年末
资产总额	6.92	15.36	12.34
净资产	2.65	2.84	7.47
应收融资租赁款净额	6.10	14.68	11.24
风险资产	6.11	14.77	11.30
风险资产/净资产	2.31	5.21	1.51
不良资产	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

总体看,近年来,横琴租赁业务波动较大,2017年仅完成1单业务,近年来均无不良资产,租赁资产质量较好;随着股东注资,资金杠杆大幅下降,未来仍有业务扩张的空间。

### 5. Avolon 飞机租赁业务

2016年1月,公司完成美国纽约证券交易所上市飞机租赁公司Avolon 100%股权交割,将原飞机租赁业务的运营主体HKAC并入Avolon,成为全球领先的飞机租赁公司之一,Avolon完成股权过户后,公司即推动了Avolon和HKAC的人员和组织架构调整,剔除HKAC原有组织架构,原有团队重新竞聘Avolon相应岗位,Avolon根据整合后业务发展需要,保留HKAC少数核心员工。目前公司飞机租赁和销售业务主要由Avolon运营。

因2016年公司对Avolon的收购,公司飞机租赁及销售规模迅速增加,2016年与2015年可比性较差。2017年公司实现飞机租赁收入76.65亿元,飞机销售79.50亿元,分别同比增加330.94%及4,647.88%。

2016年7月,公司通过Avolon等子公司与GECAS达成了45架飞机资产包收购协议,截至2017年5月3日,该收购协议已累计交割飞机44架,进一步巩固了公司在全球飞机租赁市场的领先地位和市场占有率。2016年10月公司通过Avolon等子公司启动了对CIT下属飞机租赁业务的收购,即收购CIT持有的C2的100%股权,并于2017年4月完成了此次收购的股权交割,现已成为全球第三大飞机租赁公司。截至2018年6月末,Avolon自持飞机567架,管理飞机30架,飞机型号主要以A320、B737为主。Avolon下游主要客户为境外各航空公司,目前已与遍布全球30多个国家的50余家航空公司合作。

<sup>1</sup> 风险资产=总资产-现金-银行存款-国债-委托租赁资产

公司飞机租赁板块资金来源主要为境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品。截至 2018 年 6 月末，公司飞机租赁板块境外银行借款余额人民币 180.49 亿美元。除飞机租赁业务外，飞机销售为公司重要的收入来源。Avolon 的管理团队在飞机资产投资、资产定价、租期管理和资产退出方面拥有成熟的经验，对市场具有较强的研判和提前布局能力。Avolon 专门成立了飞机处置部门，结合对市场的研判和飞机资产的跟踪，将飞机继续租赁的产生的现金流现值和处置收入进行对比，若处置飞机相对有利时，便以变卖飞机或转租赁等形式迅速处置相应飞机，2016 年、2017 年及 2018 年 1~6 月，Avolon 分别实现飞机销售收入 79.50 亿元、91.09 亿元和 64.01 亿元，逐渐成为公司重要收入来源之一。

总体来看，公司通过连续收购国外飞机租赁公司以及整合原有飞机租赁公司业务，目前已成为全球第三大飞机租赁公司，市场竞争力显著增强，随着公司海外并购规模的扩大，飞机租赁业务规模及竞争力有望进一步增强。

## 6. GSC 集装箱租赁服务

集装箱业务方面，公司在全球范围内保持了很强的竞争力，2016 年，公司通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 的整合，集装箱业务信息按照 GSC 口径统一反映（对 2015 年数据进行调整）。截至 2018 年 6 月末，Seaco 和 Cronos 自有和管理的集装箱合计 350 万 CEU，服务于全球 768 家客户，集装箱分布于全球的 161 个港口，为全球第二大集装箱租赁公司（以 CEU 计）。

近年来 GSC 集装箱数量持续增长，年均复合增长 7.79%，截至 2017 年共有可租集装箱 154.87 万个。2016 年，航运市场处于近年来最低谷，国际集装箱运输需求减弱，加之同年 9 月份韩进船运公司破产，Seaco SRL 一次性计提坏账损益（截至 2017 年 6 月 23 日，涉及韩进船运公司的集装箱复原率为 86.5%），集装箱业务小幅下滑，2016 年 GSC 整体集装箱平均利用率和平均租金均同比下降，分别由 92.70% 和 4.13 美元/天降为 91.70% 和 3.23 美元/天。2017 年以来，受大宗干散货供需变化、全球经济增长提速等多重因素刺激，波罗的海干散货指数（BDI）创下近年新高，全球航运及集装箱租赁市场呈现向好趋势，各种集装箱出租率均有所增长，平均出租率亦增至 96.40%。2018 年以来，除集装箱干柜出租率略有下降之外，其余种类平均出租率稳中有升，近两年租金变化较小。

表 13 GSC 集装箱业务情况表（单位：万个，%，美元/天）

名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	期末数量	平均出租率	平均租金	期末数量	平均出租率	平均租金	期末数量	平均出租率	平均租金	期末数量	平均出租率	平均租金
集装箱干柜	103.72	95.20	0.95	110.74	92.00	0.80	121.88	97.30	0.79	120.65	97.20	0.79
冷藏集装箱	15.59	97.60	5.20	16.85	95.00	4.83	18.14	96.70	4.61	18.25	97.60	4.58
特种集装箱	9.80	85.50	3.82	10.36	85.70	3.47	10.61	89.40	3.49	8.57	91.00	3.57
罐式集装箱	4.19	92.50	7.65	4.21	86.10	6.72	4.23	86.20	6.51	4.16	88.40	6.24
合计	<b>133.30</b>	--	--	<b>142.16</b>	--	--	<b>154.87</b>	--	--	<b>151.63</b>	--	--

资料来源：公司提供

注：平均利用率及平均租金合计数为各种集装箱的平均值按数量占比加权平均计算所得。

总体看，GSC 在集装箱租赁领域经营上已相对成熟，竞争优势明显。联合评级同时关注到集装箱业务易受航运市场的影响，未来收入具有一定的不确定性。

## 7. 重大事项

公司正在筹划重大资产重组事项，截至 2018 年 8 月 14 日，本次重大资产重组的初步方案为公司拟向海航资本发行股份购买其持有的渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）部分股权，并通过现金方式进一步向渤海信托增资，最终持有渤海信托 51.00% 的股权。本次交易构成关联交易，拟非公开发行股份募集配套资金。公司将根据《上市公司重大资产重组管理办法》及深圳证券交易所有关规定，及时履行信息披露义务，每十个交易日发布一次重大资产重组事项的进展公告。

公司 2018 年第三次临时董事会审议通过了《关于公司全资子公司天津渤海租赁有限公司拟转让皖江金融租赁股份有限公司部分股权的议案》。根据公司 2018 年 6 月发布的进展公告，安徽省交通控股集团有限公司（以下简称“安徽交投”）向公司全资子公司天津渤海出具了《股权收购意向函》，安徽交投有意收购天津渤海拟出售的皖江金租 16.5 亿股股权。预计股权交易完成后，天津渤海租赁持有皖江金融租赁的股权比例将由 53.65% 下降至 17.78%，公司将丧失对皖江金融租赁的控制权。截至 2017 年末，皖江金租全部债务 344.21 亿元，占公司合并范围全部债务的 14.55%，其中短期债务 229.87 亿元，长期债务 114.34 亿元。公司计划出售皖江金租股权，若股权转让完成，公司将不再将其纳入合并范围，公司的债务负担将在一定程度上有所减轻。

公司拟通过全资子公司 Global Aviation Leasing Co., Ltd（以下简称“GAL”）向东京证券交易所及纽约证券交易所上市公司 ORIX Corporation（以下简称“ORIX”）的下属子公司 ORIX Aviation Systems Limited（以下简称“ORIX Aviation”）转让 Avolon 30% 股权。2018 年 8 月 8 日，渤海金控、天津渤海及其全资子公司香港渤海租赁资产管理有限公司（以下简称“香港渤海”）、GAL 与 ORIX、ORIX Aviation 签署了《股权购买协议》等相关交易文件。本次交易的基本情况如下：ORIX Aviation 拟以支付现金方式购买 Avolon 30% 股权（以下简称“标的资产”）。本次交易的最终交易价格将根据 Avolon 于交割日的账面净资产值（根据国际会计准则编制）的 30% 加上固定溢价 1,500 万美元进行确定。本次交易将不会导致公司合并范围的变化。

总体看，公司拟进行的重大资产重组及出售部分皖江金租及 Avolon 股权事宜仍在进行中，未来仍存在一定的不确定性，联合评级将对以上事项保持关注。

## 8. 经营关注

### 产业升级转型带来的风险

由于国家当前正在进行产业结构调整，而租赁公司服务的大部分企业也都在转型升级的过程中，企业转型升级导致的业务稳定性将间接影响公司的经营状况。

### 资产整合风险

继大规模并购后，公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力需进一步提升，公司正在积极消化吸收境外先进的管控经验，提升整体管控及资产整合水平。

### 汇率风险

目前公司旗下境外子公司主要有 Seaco SRL、Cronos 和 Avolon（含 HKAC 和 C2）等，其资产均以美元计价，美元汇率波动会对自身整体业绩产生一定影响。

### 资产质量下行压力

近年来国内经济下行，企业信用风险攀升，境内融资租赁业务资产质量遇到一定的下行压力。

## 9. 未来发展

近年来，公司以成为“全球领先的租赁产业集团”为目标，抓住有利时机，迅速实现了租赁主业的拓展和全球化的布局，已成为全球第二大集装箱租赁集团及第三大飞机租赁集团，在国际市场上形成了一定品牌效应和影响力。但值得注意的是，2017年以来，面临国内降杠杆、金融监管趋严的环境，加之海航系舆情对公司的资金流动性、融资成本都产生了负面影响，加大了公司的融资难度，公司面临的流动性压力有所上升。

2018年，公司根据国内外经济环境制定了最新的发展战略，主要包括以下方面：深耕细作，加强对现有租赁资产的整合提升；建立境内外联动机制，提升租赁业务服务中国实体经济能力；探索新型业务领域和区域，助力中国产品走出去；优化资产结构、降低财务杠杆。

总体看，公司的发展规划符合公司自身定位，并根据国内外经济环境及时进行转型，未来发展效果仍有待观察。

## 七、风险管理分析

### 1. 风控架构及风控制度

公司为建立有效的风险管控体系，提高风险防范与管理水平，促进公司稳健运行和持续发展。根据《公司法》、《银行业金融机构全面风险管理指引》、《中央企业全面风险管理指引》、《企业内部控制基本规范》等法律、法规和规范性文件的有关规定，结合公司实际情况，制定《全面风险管理办法》。

公司全面风险管理工作与其他管理工作紧密结合，按照管理工作的职能定位不同，全面风险管理工作形成三道防线，主要由董事会、审计委员会、审计部、合规风控部、业务部、子公司和职能部门组成。其中：业务条线承担风险管理的直接责任，形成第一道防线；风险管理条线承担制定政策和流程，日常监测和管理风险的责任，形成第二道防线；内审部门承担业务部门和风险管理部门履责情况的审计责任，形成第三道防线。

董事会承担全面风险管理的最终责任，可以授权其下设的风险管理委员会履行其全面风险管理的部分职责。审计委员会是董事会下设专业审计监督机构，主要负责监督公司内部控制管理工作；审核公司与内部控制有关的制度；审议公司内部控制评价报告；督促经营管理团队对内部控制缺陷进行整改。审计部是公司全面风险管理工作的监督机构；合规风控部是公司全面风险管理日常执行机构，负责公司整体层面的风险管理具体事务。经营管理团队承担全面风险管理的实施责任，执行董事会的决议。主要负责建立适应全面风险管理的经营管理架构，明确全面风险管理职能部门、业务部门以及其他部门在风险管理中的职责分工，建立部门之间有效制衡、相互协调的运行机制；制定清晰的执行和问责机制，确保风险偏好、风险管理策略和风险限额得到充分传达和有效实施；对董事会设定的风险限额进行细化并执行，包括但不限于行业、区域、客户、产品等维度；制定风险管理政策和程序，定期评估，必要时调整；评估全面风险和各类重要风险管理状况并向董事会报告；建立完备的管理信息系统和数据质量控制机制；对突破风险偏好、风险限额以及违反风险管理政策和程序的情况进行监督，根据董事会的授权进行处理等。公司设立首席风险官职位，首席风险官保持充分独立性，可以直接向董事会报告全面风险管理情况。

总体看，公司风险架构可以满足自身经营管理的需要，风控制度比较完善，风险管理水平较高。

## 2. 风险管理流程与措施

各职能部门、业务单位是风险管理的执行机构，各部门负责人是风险管理的第一责任人，负责主导管理本部门面临的相关风险，并协调和支持其他职能部门或业务单位的风险管理活动。业务部对信用风险负主导管理责任。对现有租赁项目的风险状况进行持续的监控，制定、监督落实租后风险管理的控制措施。

风险管理政策和程序方面，公司在法人层面对境内和境外各子公司、各附属机构、分支机构、业务条线涉及的各类风险，进行识别、计量、评估、监测、报告、控制或缓释。合规风控部每年一季度开展风险评估工作。合规风控部编写风险评估报告，内容包括：工作基本情况、评估过程与方法、风险分析与评价结论、重大风险分析与应对等。各职能部门、各业务单位根据风险评估报告管理相关重大风险。在风险应对策略方面，公司对不同风险可分别采取风险规避、风险控制、风险转移和风险接受的不同策略或策略组合。各职能部门、业务单位结合风险承受度，权衡收益与成本，制订具体的风险应对措施。

风险监控方面，公司合规风控部根据公司风险偏好，确定重大风险度量指标及风险承受度，建立预警指标体系，预警内容包括风险指标的现状；风险指标的变化趋势及对公司的影响；风险管理的效率和效果。各职能部门、各业务单位对其管理的重大风险及相关风险指标进行持续的日常监控。对风险监控结果进行分析评价，包括风险变化的原因、潜在影响、变化趋势等，并将监控及分析结果汇总提交合规风控部。

公司已建立风险与危机处理机制，在风险事件发生后，应对风险事件进行应急处理，具体流程根据已下发的《渤海租赁股份有限公司风险应急处理管理办法》（渤海租风控【2015】43号）执行。

总体看，公司建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，风险控制措施比较到位，整体风险控制能力较强。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度审计报告及 2018 年半年度财务数据，2015~2016 年度审计报告均由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见，2017 年由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见，2018 年半年度数据未经审计。2016 年 1 月公司收购了 Avolon 的 100% 的股权，并于当年纳入公司合并报表范围，Avolon 资产规模及收入贡献均较大，未进行追溯调整；2017 年将 C2 纳入合并范围且天津航空金融服务有限公司不再纳入合并范围，财务数据可比性较差。

截至 2017 年末，公司合并口径下资产总额 3,003.94 亿元，其中应收融资租赁款净额 572.73 亿元，固定资产 1,802.98 亿元；负债总额 2,649.81 亿元；所有者权益合计 354.13 亿元，其中，归属母公司所有者权益 316.37 亿元；2017 年，公司实现营业收入 359.34 亿元，净利润 31.56 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 26.30 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司合并口径下资产总额 2,922.43 亿元，其中应收融资租赁款净额 462.88 亿元，固定资产 1,756.16 亿元；负债总额 2,552.07 亿元；所有者权益合计 370.36 亿元，其中，归属母公司所有者权益 331.50 亿元；2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 198.70 亿元，净利润 13.95 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 12.90 亿元。

## 2. 资产质量

近年来，随着公司经营规模及合并范围的增长，公司资产快速增长，2015~2017 年年均复合增长 50.91%，截至 2017 年底，公司合并资产总额为 3,003.94 亿元，较年初增长 38.67%；其中货币资金占比 8.85%，应收融资租赁款净额占比 19.13%，固定资产占比 60.02%。

2015~2017 年，公司货币资金有所波动，年均复合变动率为-2.96%，截至 2017 年末，公司货币资金为 265.91 亿元，较年初增长 37.23%。货币资金中，存放于境外的货币资金为 139.65 亿元；所有权受到限制的货币资金 100.85 亿元，主要为质押的资金以及保证金和存放中央银行的法定准备金以及收到的融资租赁资产证券化的本金和利息，均为境内资金。

2015~2017 年，公司应收融资租赁款净额持续增长，年均复合增长 16.64%，截至 2017 年末，公司应收融资租赁款净额 574.64 亿元，较年初增加 9.13%，主要系融资租赁业务发展对应的融资租赁款增加所致（其中，长期应收款 418.02 亿元，一年内到期的长期应收款 156.63 亿元）。从账龄分布来看，长期应收款中，1 年以内的占比 27.10%，1~2 年的占比 26.54%；2~3 年的占比 18.84%；3 年以上的占 27.52%；长期应收款共计计提坏账准备 5.78 亿元（一年内到期的部分未计提坏账准备）；长期应收款中用于质押借款的融资租赁余额占比 43.18%，受限资产占比较大。

公司固定资产主要为用于经营租赁的飞机及发动机、集装箱等，随着租赁业务的发展及合并范围的扩大，公司固定资产净值快速增长，2015~2017 年年均复合增长 94.08%。截至 2017 年底，公司固定资产净值 1,802.98 亿元，较年初大幅增加 53.73%；累计计提折旧 135.99 亿元，固定资产成新率 92.78%，较年初基本持平，成新率较好；其中为取得借款而抵押的固定资产账面价值 1,661.83 亿元，占比 92.17%，已抵押固定资产占比较大，公司飞机、集装箱及境内融资租赁的租赁物大多用来抵押获得银行借款和 ABS 融资等。

截至 2018 年 6 月末，公司资产总额 2,922.43 亿元，较年初下降 2.71%，主要系融资租赁规模的下降导致长期应收款减少所致，构成较年初变化不大。

总体看，近年来由于业务规模的扩张，公司资产规模快速增长；公司资产以应收融资租赁款和固定资产为主，资产质量较好，但受限程度较高，流动性偏弱。

## 3. 负债及所有者权益

### 负债

近年来，公司租赁业务的快速发展带动公司负债规模较快速增长，2015~2017 年年均复合增长率为 63.30%。截至 2017 年末，公司负债总额 2,649.81 亿元，较年初增长 48.12%，其中有息债务 2,366.40 亿元，占比 89.31%。全部债务中，长期债务占比较大，截至 2017 年末占比 75.76%，较年初小幅提升 2.13 个百分点。随着公司债务规模的增长，杠杆水平增长较快，近三年资产负债率分别为 75.33%、82.58%和 88.21%，全部债务资本化比率分别为 73.64%、81.29%和 86.98%，均呈持续增长趋势，公司债务负担较大。

2018 年以来，随着偿还部分债务，负债水平有所下降，6 月末公司负债总额降至 2,552.07 亿元，全部债务降至 2,294.28 亿元，较年初减少 3.05%，从期限来看，债务到期分布较为均匀，总体分布较为合理。同时，联合评级注意到公司于一年内将有近 500 亿债务到期，需关注其短期偿付压力。

表 14 截至 2018 年 6 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
1 年以内	492.68	21.47
1~2 年	233.82	10.19



2~3 年	279.10	12.17
3~4 年	268.73	11.71
4~5 年	351.24	15.31
5 年以上	668.71	29.15
<b>合计</b>	<b>2,294.28</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

总体看，随着公司业务规模的扩大及近两年并购活动融入资金，融资规模呈增长趋势，债务负担增长明显，杠杆率较高，债务结构较为合理，期限分布较为均匀；但一年内到期近 500 亿元，存在一定短期偿债压力。

### 所有者权益

近年来公司所有者权益的增长主要依靠利润留存，2015~2017 年年均复合增长 4.32%。截至 2017 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 354.14 亿元，较年初下降 6.16%，主要系少数股东权益的减少所致，其中，归属母公司所有者权益 316.37 亿元；归属于母公司所有者权益中，主要由股本（占比 19.55%）、资本公积（占比 53.98%）和未分配利润（占比 24.59%）等构成，资本公积主要由股本溢价构成，公司权益稳定性尚可。截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益 370.36 亿元，较年初增长 4.58%，主要系利润留存所致，总体构成较年初变化不大。

总体看，近年来随着利润留存，公司所有者权益规模较为稳定，整体呈增长态势，且稳定性较好。

### 4. 现金流

从经营活动现金流来看，随着公司重大资产重组后，租赁项目投放的金额逐年增长，故租金回收亦大幅增加，2015~2017 年年均复合增长 65.46%；与此同时公司经营支出持续增长，现金流出年均复合增长 46.27%，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 70.14 亿元、139.45 亿元和 210.23 亿元，公司经营活动产生的现金净流入规模较大。

从投资活动来看，近年来，公司购入固定资产规模较大且并购活动频繁，投资活动现金流持续呈净流出态势，且净流出规模逐年增加，年均复合增长 70.65%。2017 年，公司投资活动现金流出规模为 1,903.46 亿元，同比增长 50.15%，现金流出规模大。

从筹资活动来看，公司通过银行借款、发行债券、股权融资等多种方式筹集资金，以满足公司投资需求，筹资活动保持净流入状态，2015~2017 年呈波动变化，三年分别为 447.24 亿元、259.19 亿元和 656.42 亿元。公司投资活动所需资金较大，经营活动产生现金净流入无法满足投资需要，公司有较大的筹资需求。

表 15 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
经营性现金流量净额	70.14	139.45	210.23	101.44
投资性现金流量净额	-292.19	-555.85	-850.91	64.97
筹资性现金流量净额	447.24	259.19	656.42	-115.29
现金及现金等价物净增加额	228.97	-152.68	24.77	51.84
期末现金及现金等价物余额	252.70	100.02	124.79	176.63

资料来源：公司审计报告、半年报

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生现金流入净额 101.44 亿元；公司融资租赁规模缩减，投资

活动现金流出下降，投资活动产生现金净流入 64.97 亿元；筹资活动现金净流出 115.29 亿元。

总体看，公司作为上市公司，融资渠道较为畅通；公司投资活动资金需求较大，经营活动对投资需求的保障程度弱，公司投资活动对外部融资依赖程度较高。

## 6. 盈利能力

近年来，公司租赁业务发展较快，并且随着合并范围的增加，营业收入及净利润规模快速增长，2015~2017 年年均复合增长率分别为 91.23% 和 32.85%。2017 年，公司实现营业收入 359.34 亿元，同比增长 48.14%，飞机销售和经营性租赁对收入的贡献度大幅提高；同期实现净利润 31.56 亿元，同比增长 11.08%，其中，归属于母公司的净利润为 26.30 亿元。

从营业成本来看，由于计提折旧较为充分及 2017 年以来融资成本攀升的影响，营业成本增幅高于收入，近三年年均复合增长 106.71%。从期间费用来看，随着业务规模的扩大，期间费用持续增长，年均复合增长 96.95%，2017 年公司期间费用总额 101.05 亿元，同比增长 91.79%，主要系财务费用大幅增加所致，期间费用中财务费用占比最大，2017 年为 79.52 亿元，占比达到 78.70%；其中利息支出 80.20 亿元，同比增长 97.51%，主要系债务规模增长以及融资成本攀升所致。近三年公司费用收入比分别为 26.51%、21.72% 和 28.12%，整体呈波动增长趋势，公司费用控制能力较好。

表 16 公司各项盈利指标情况（单位：%）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
总资本收益率	3.79	4.25	4.72
总资产报酬率	3.77	4.23	4.67
净资产收益率	7.92	8.09	8.63
营业利润率	48.78	36.33	40.97
费用收入比	26.51	21.72	28.12

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从各项盈利指标来看，受 2015 年末股东增资的影响，当年公司收益率指标有所摊薄，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.79%、3.77% 和 7.92%；2017 年由于毛利率较高的经营租赁规模增长的影响，各项盈利指标均有所增长，2017 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 4.72%、4.67% 和 8.63%，较 2016 年分别增长 0.47、0.45 和 0.54 个百分点。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 198.70 亿元，较上年同期变化不大，构成方面，融资租赁及经营租赁业务占比有所下降，飞机及集装箱销售收入占比增至 34.14%。由于毛利率较低的飞机及集装箱销售业务收入占比有所增加，另外 2018 年以来融资成本的提高，融资租赁及咨询业务的毛利率有所下降，综合毛利率亦下降至 37.52%；同期实现净利润 13.95 亿元，同比增长 9.10%，主要系上年同期支付了较多的并购相关费用以及本期所得税费用的降低所致。

总体看，随着租赁业务的发展及合并范围的扩大，公司收入及利润规模均呈增长趋势，公司整体盈利能力较好。

## 7. 偿债能力

短期偿债能力方面，近年来公司流动资产持续增长，主要系 2016 年以来随着部分长期应收款距到期不足一年转入流动资产以及 2017 年受货币资金增长的影响，截至 2017 年末，公司流动资产 493.47 亿元，较年初增加 10.61%；同期，受短期债务持续增长的影响，流动负债持续大幅增长，

年均复合增长 41.92%，截至 2017 年末，公司流动比率和速动比率分别为 0.74 倍和 0.71 倍，较年初有不同程度下降；经营性现金流方面，随着经营性现金流净流入规模的增长，经营性现金流净额/短期债务逐年增加，分别为 0.25 倍、0.32 倍和 0.37 倍，但仍不能形成较好覆盖，公司短期偿债压力较大。

长期偿债能力方面，随着经营规模的扩大，利润总额大幅增加，另外融资需求的增加导致利息支出增加，受以上因素影响，近年来公司 EBITDA 持续增长，年均复合增长率为 84.83%，2017 年公司 EBITDA 为 209.35 亿元，较 2016 年增加 68.96%，构成以折旧、利息支出和利润总额为主，分别占比 41.39%、38.31%和 19.40%；EBITDA 利息倍数逐年下降，2015~2017 年分别为 3.68 倍、3.05 倍和 2.61 倍，主要系融资成本增长导致利息支出增加所致；EBITDA 全部债务比逐年小幅增长，近三年分别为 0.07 倍、0.08 倍和 0.09 倍；公司盈利对于利息的覆盖程度较好，但对债务的覆盖倍数较低。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 6 月底，公司共获境内金融机构授信总额 831.40 亿元，实际已使用额度 499.67 亿元，公司间接融资能力较强、融资渠道通畅；另外，公司作为上市公司，直接融资能力较强。

根据中国人民银行征信中心出具的企业征信报告显示，截至 2018 年 8 月 24 日，公司已结清信贷业务中曾有过 6 次欠息记录，均在 2009 年及之前结清，未结清业务中均为正常类。

总体看，近年来公司负债规模增长较快，短期偿债指标表现一般，盈利对债务的覆盖倍数较低，但对于利息的覆盖程度仍然较好。考虑到公司作为国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，资本实力强，盈利能力较强，公司整体偿债能力极强。

## 九、本期债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 6 月末，公司全部债务合计为 2,294.28 亿元，本期拟发行公司债券规模为不超过（含）18.23 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较小，债务负担增加不大。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 18.23 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别小幅增加至为 87.95%、86.20%和 83.09%，债务负担水平影响不大。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担增加不大。

### 2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，2017 年经营活动产生的现金净流入 210.23 亿元，为本期债券发行额度（18.23 亿元）的 11.53 倍，公司经营活动现金净流入量对本期债券覆盖程度较好；2017 年公司 EBITDA 为 209.35 亿元，为本期债券发行额度（18.23 亿元）的 11.48 倍，公司盈利规模对公司债券的覆盖程度较高。

总体看，公司现有现金流对本期债券的保障能力较好，并且期限较长的公司债券有利于公司负债结构的改善，有利于公司业务规模的发展，并考虑到公司作为上市公司，直接及间接融资能力强，公司对本期债券的偿付能力极强。

## 十、综合评价

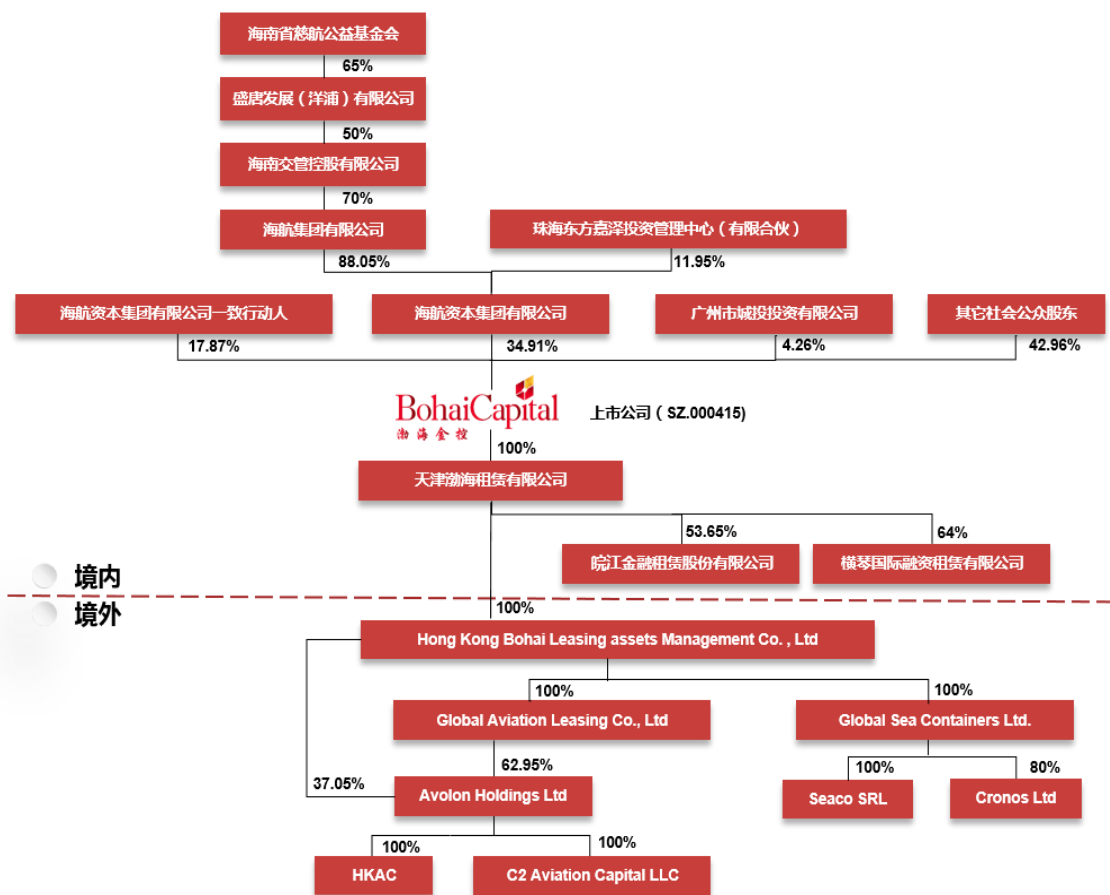
公司作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面具有很强的竞争力。近年来受并购规模较大的影响，业务及资产规模迅速增长，营业收入水平及利润规模较快增长。公司股东海航资本和其股东海航集团资本实力较强，客户资源丰富，作为其下属子公司，公司在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了股东的大力支持。

同时，联合评级也关注到，近年来，伴随着租赁业务规模的扩张，公司刚性债务规模增长较快，杠杆水平较高；公司境内外各平台间协同效果及资产整合情况需进一步关注。

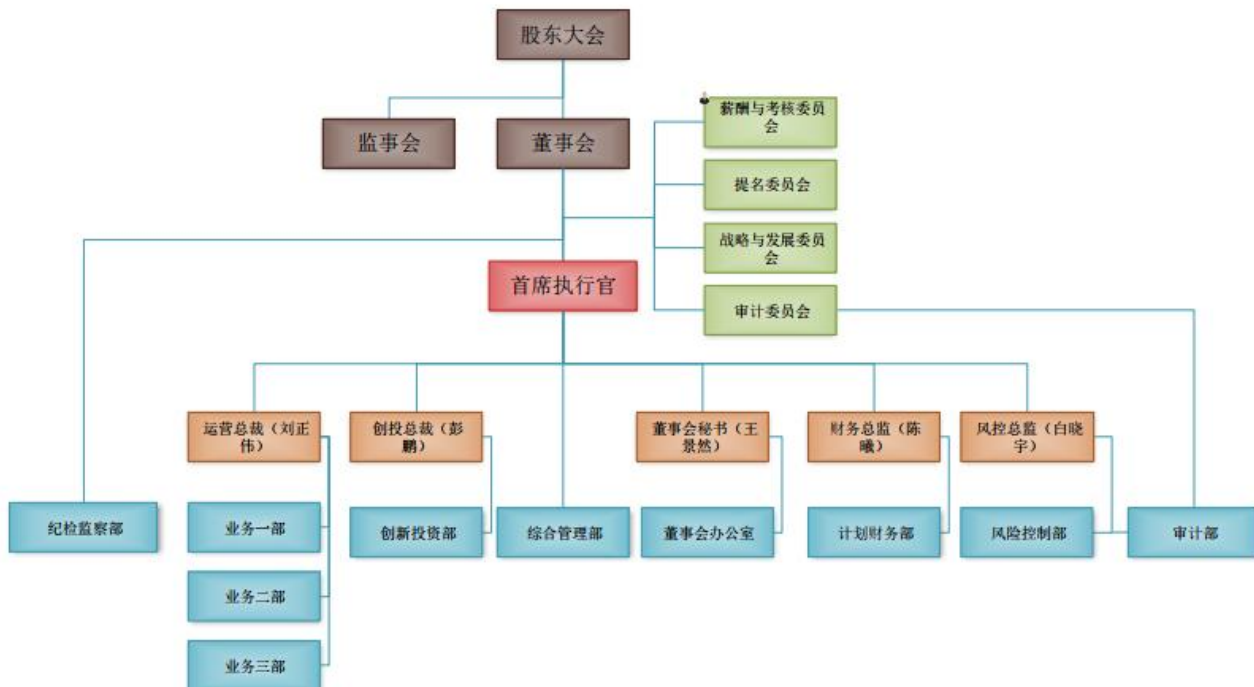
中国融资租赁业市场渗透率远低于发达国家，市场发展空间较大；同时，目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，未来公司将继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 渤海金控投资股份有限公司 股权结构图



## 附件 2 渤海金控投资股份有限公司 组织结构图



### 附件 3 渤海金控投资股份有限公司 主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	1,319.01	2,166.32	3,003.94	2,922.43
所有者权益 (亿元)	325.39	377.37	354.14	370.36
短期债务 (亿元)	284.21	432.40	573.69	492.68
长期债务 (亿元)	624.70	1,207.13	1,792.74	1,801.60
全部债务 (亿元)	908.91	1,639.53	2,366.43	2,294.28
营业收入 (亿元)	98.26	242.58	359.34	198.70
净利润 (亿元)	17.88	28.41	31.56	13.95
经营性净现金流 (亿元)	70.14	139.45	210.23	101.44
总资本收益率 (%)	3.76	4.25	4.72	2.21
总资产报酬率 (%)	3.77	4.23	4.67	2.09
净资产收益率 (%)	7.92	8.09	8.63	3.85
营业利润率 (%)	48.78	36.33	40.97	37.42
费用收入比 (%)	26.51	21.72	28.12	27.50
资产负债率 (%)	75.33	82.58	88.21	87.33
全部债务资本化比率 (%)	73.64	81.29	86.98	86.10
长期债务资本化比率 (%)	65.75	76.18	83.50	82.95
流动比率 (倍)	1.27	0.92	0.74	0.87
速动比率 (倍)	1.26	0.89	0.71	0.85
现金短期债务比 (倍)	0.99	0.45	0.46	0.57
经营现金流动负债比率 (%)	21.29	28.81	31.68	17.80
EBITDA (亿元)	61.28	123.49	209.35	106.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.68	3.05	2.61	2.34
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.08	0.09	0.05
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.36	6.80	11.48	5.83

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益



## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 渤海金控投资股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年渤海金控投资股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

渤海金控投资股份有限公司应按联合评级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。渤海金控投资股份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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注渤海金控投资股份有限公司的相关状况，如发现渤海金控投资股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如渤海金控投资股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至渤海金控投资股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送渤海金控投资股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年九月二十六日