

# 跟踪评级公告

联合[2016]900号

海航资本集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“16海资01”和“16海资02”进行跟踪评级，确定：

海航资本集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

海航资本集团有限公司发行的“16海资01”和“16海资02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年七月十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

# 海航资本集团有限公司



## 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 海资 01	9.92 亿元	3 年	AA+	AA+	2015 年 11 月 12 日
16 海资 02	30.08 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 11 月 12 日

跟踪评级时间: 2016 年 7 月 19 日

### 主要财务数据

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	1,482.43	2,372.39
所有者权益(亿元)	305.40	519.11
长期债务(亿元)	713.84	1,116.62
全部债务(亿元)	956.15	1,553.34
营业收入(亿元)	121.61	145.32
净利润(亿元)	16.50	23.01
EBITDA(亿元)	62.41	93.29
经营性净现金流(亿元)	39.80	23.73
经营活动流入量(亿元)	413.96	659.41
营业利润率(%)	40.70	43.37
净资产收益率(%)	6.07	5.58
资产负债率(%)	79.40	78.12
全部债务资本化比率(%)	75.79	74.95
流动比率(倍)	0.97	1.31
EBITDA 全部债务比(倍)	0.07	0.06
EBITDA 利息倍数(倍)	2.86	2.69
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.56	2.33

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; 2、除特别说明外,均指人民币; 3、本报告中数据如无特别说明均为合并口径; 4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金合计。

### 评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对海航资本集团有限公司(以下简称“公司”或“海航资本”)的评级,反映其业务涉及租赁、信托、房地产、保理等传统业务及创新金融业务,资本规模较大,竞争实力较强,风险管理水平较高。公司主要子公司渤海金控投资股份有限公司(以下简称“渤海金控”)是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主板上市租赁公司,跟踪期内,渤海金控收购了 Avolon100% 的股权,进一步拓展了其国际业务。2015 年,公司业务及资产规模迅速增长,营业收入快速提高,资产质量良好,盈利能力较强。公司股东海航集团有限公司(以下简称“海航集团”)资本实力较雄厚,盈利能力较强,客户资源丰富,2015 年,海航集团对公司进行增资 50 亿元,进一步增强了公司资本实力,体现了在业务发展、资金使用等方面给予公司的大力支持。

目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局,并涉及信托、保理等金融产业,未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革政策落实,同时全球主要发达经济体、新兴市场经济体复苏以及金融市场的发展,公司有望继续保持经营优势,收入和利润水平有望继续提高。

综上,联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级,评级展望维持“稳定”;同时维持“16 海资 01”、“16 海资 02”“AA+”的债项信用等级。

### 优势

1. 跟踪期内公司业务规模进一步扩大,2015 年全年经营收入快速增长
2. 2015 年,渤海金控收购了 Cronos80%

的股权以及2016年1月收购了Avolon100%的股权，进一步拓展了公司海外业务，扩大整体经营规模，提升公司国际化水平，提升公司综合竞争力和增强公司综合实力。

3. 公司控股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；2015年，海航集团对公司进行增资50亿元，体现了其在业务发展、资金使用等方面给予公司的大力支持。

#### 关注

1. 2015年以来，公司进行了多次较大规模的收并购，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，被并购的国外企业预期收益能否实现值得关注。

2. 内部关联交易较多导致的海航资本内部的应收应付占比较高，海航资本的内部担保风险值得关注。

3. 公司租赁业务对海航集团内部客户依赖性较高，经营缺乏一定独立性；未来公司租赁收入稳定性及回款情况需要重点关注。

4. 海航资本的债务负担较重，尤其是2015年新增债务较多，且未来有些债务的到期集中兑付的压力较大，这对企业的流动性管理和偿付能力的管理提出了更高要求。这种集中兑付风险也值得重点关注。

#### 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

陈凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

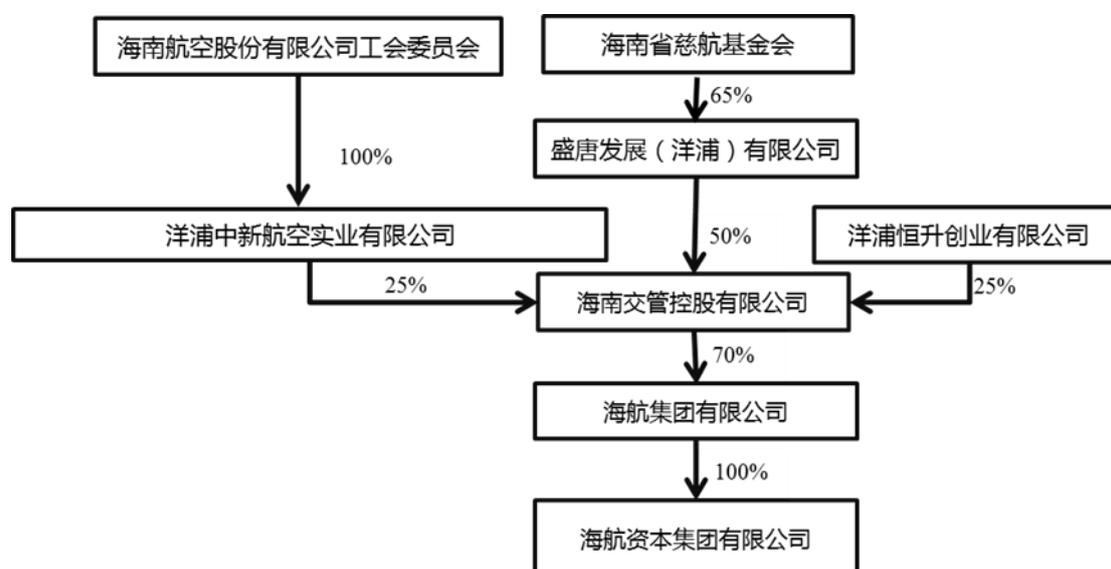
分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

海航资本集团有限公司（以下简称“公司”或“海航资本”）成立于 2007 年 5 月 16 日，由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）出资设立，成立时的名称为海航实业控股有限公司，注册资本为 10,000 万元，在海南省工商行政管理局完成注册登记。2011 年 2 月，公司名称变更为“海航资本控股有限公司”，并于 2011 年 2 月在海南省工商行政管理局完成变更登记。2014 年，公司名称变更为“海航资本集团有限公司”。跟踪期内，公司股东海航集团增资 50.00 亿元，截至 2015 年底，公司注册资本为人民币 154.04 亿元，海航集团占变更后注册资本的 100.00%，是公司的唯一股东，海南慈航基金会为公司的实际控制人，具体情况见下图。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：企业资产重组、购并及项目策划，财务顾问中介服务，信息咨询服务，交通能源新技术、新材料的投资开发，航空器材的销售及租赁业务，建筑材料、酒店管理，游艇码头设施投资。（凡需行政许可的项目凭许可证经营）

截至 2015 年底，公司本部设合规管理部、计划财务部、人力资源部、办公室、战略与发展部和金融数据部共计 6 个职能部门，拥有纳入合并范围的子公司 24 家。截至 2015 年末，公司拥有在职正式员工 85 人，合并范围的员工人数为 2250 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 2,372.39 亿元，负债合计 1,853.28 亿元，所有者权益合计 519.11 亿元（其中少数股东权益 336.12 亿元）；2015 年公司实现合并营业收入 145.32 亿元，净利润 23.01 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 5.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 23.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为 233.63 亿元。

公司注册地址：海南省海口市海秀路 29 号；法定代表人：刘小勇。

## 二、债券概况

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券名称	发行额度	发行期限	票面利率	资金用途
16 海资 01	9.92 亿元	5 年	6.00%	偿还公司债务、补充流动资金
16 海资 02	30.08 亿元	5 年	6.40%	偿还公司债务、补充流动资金

资料来源：联合评级整理

### 1. “16 海资 01”

公司于 2016 年 2 月 3 日发行 9.92 亿元公司债，期限为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率 6.00%，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。本次债券为无担保债券。本次债券起息日为 2016 年 2 月 2 日，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 2 月 2 日，2021 年的应付利息随当年本金的兑付一起支付。若债券持有人行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 2 月 2 日。本次债券于 2016 年 6 月 16 日在深圳证券交易所上市，债券简称“16 海资 01”，证券代码“112335”。

根据瑞华会计师事务所提供的资金到位情况验证报告，确认海航资本扣除发行费用后收到的债券募集资金为 9.84 亿元。本次发行公司债券的募集资金拟全部用于偿还公司债务、补充流动资金。

### 2. “16 海资 02”

公司于 2016 年 3 月 22 日发行 30.08 亿元公司债，期限为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率 6.40%，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。本次债券为无担保债券。

本次债券起息日为 2016 年 3 月 22 日，付息日为 2017 年至 2022 年每年的 3 月 22 日，2021 年的应付利息随当年本金的兑付一起支付。若债券持有人行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 3 月 22 日。本次债券于 2016 年 6 月 21 日在深圳证券交易所上市，债券简称“16 海资 02”，证券代码“112357”。

根据瑞华会计师事务所出具的资金到位情况验证报告，确认海航资本扣除发行费用后收到的债券募集资金为 29.89 亿元。本次发行公司债券的募集资金拟全部用于偿还公司债务、补充流动资金。

跟踪期内，公司发行的上述债券未到付息日。

## 三、经营环境

公司主营业务包括租赁业务、信托业务和房地产业务，主要涉及租赁行业、信托行业和房地产行业。基于此，本报告行业分析围绕上述三个行业展开。

### 1. 宏观经济环境

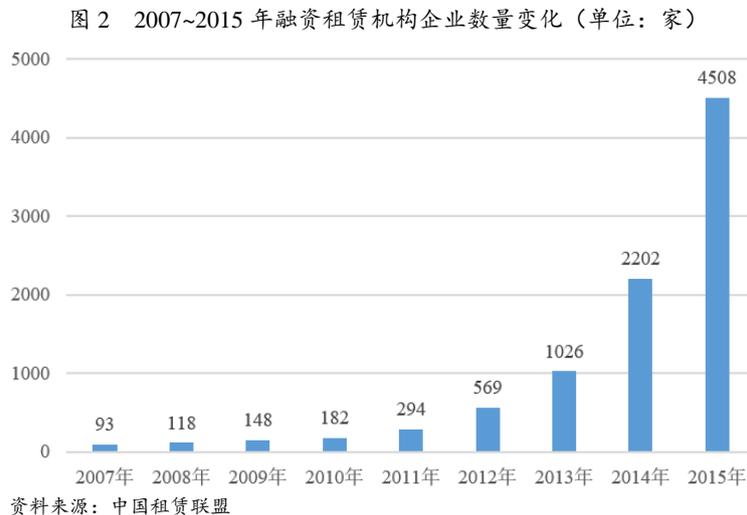
宏观经济方面，据 2015 年国民经济和社会发展统计公报披露的初步统计数据，2015 年全年国内生产总值 67.67 万亿元，同比增长 6.9%。据中国人民银行公布数据，2015 年末，我国社会融

资规模存量为 138.14 万亿元,较 2014 年末增长 12.4%;2015 年社会融资规模增量为 15.41 万亿元,同比减少 4,675 亿元。从存量结构看,2015 年末,对实体经济发放的人民币贷款余额为 92.75 万亿元,较上年增长 13.9%,人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.1%;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 3.02 万亿元,降低 13.0%,外币贷款占比 2.2%;委托贷款余额为 10.93 万亿元,增长 17.2%,委托贷款占比 7.9%;信托贷款余额为 5.39 万亿元,增长 0.8%,信托贷款占比 3.9%;未贴现银行承兑汇票余额为 5.85 万亿元,下降 14.8%,未贴现的银行承兑汇票占比 4.2%;企业债券余额为 14.63 万亿元,增长 25.1%,企业债券余额占比 10.6%;非金融企业境内股票余额为 4.53 万亿元,增长 20.2%,非金融企业境内股票余额占比 3.3%;社会融资存量结构基本保持稳定。截至 2015 年末,信贷资产质量总体可控,商业银行(法人口径,下同)不良贷款余额 12,744 亿元,较上季末增加 881 亿元;商业银行不良贷款率 1.67%,较上季末上升 0.08 个百分点。截至 2015 年末,商业银行正常贷款余额 74.9 万亿元,其中正常类贷款余额 72.0 万亿元,关注类贷款余额 2.89 万亿元。

总体来看,国内经济整体增速持续放缓,随着国家“稳增长”政策的逐步落实,社会融资规模持续扩大,将推动金融行业进一步发展;整体信贷资产质量可控。

## 2. 租赁行业

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。2015 年,我国融资租赁行业发展较快,融资租赁公司的数量保持高速增长;截至 2015 年末,全国在册运营的各类融资租赁公司(不含单一项目融资租赁公司)共 4,508 家,比年初的 2,202 家增加 2,306 家,增长了 104.72%。其中,金融租赁 47 家,比上年增加 17 家;内资租赁 190 家,增加 38 家;外商租赁增加较多,达到 4,271 家,比上年增加 2,251 家。



2015 年,多家租赁企业纷纷扩充资本金,截至 2015 年末,全国融资租赁行业注册资金达到 15,165 亿元人民币,较上年末的 6,611 亿元增加 8,554 亿元,大幅增加 129.39%。从业务发展情况看,截至 2015 年末,全国融资租赁合同余额约 4.44 万亿元人民币,比 2014 年末的 3.20 万亿元增加约 1.24 万亿元,增长幅度为 38.75%;其中,金融租赁业务量占 38.96%,内资租赁公司业务量占 29.28%,外资租赁公司业务量占 31.76%。

2015年，国家和地方出台相关政策或意见，推动和规范融资租赁行业发展。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。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。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。

总体来看，我国融资租赁行业发展较快，国家和地方在监管、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。

### 3. 房地产行业

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增速比1~11月份回落0.3个百分点。2015年，房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方

米，比上年增长1.3%，房屋新开工面积154,454万平方米，下降14.0%，降幅收窄0.7个百分点，政策宽松效果逐步显现。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。进入2015年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

#### 4. 信托行业

2015年，中国宏观经济运行总体平稳、稳中有进，GDP实现了6.9%的增长率。信托业在经受了2015年股市异常波动的考验，更加注重提高发展质量和效益；2015年实现经营收入和利润大幅攀升，信托资产规模跨入“16万亿元”大关，行业转型初露成效，业务结构日趋合理，资产主动管理能力明显提升，资金供给端与资产需求端匹配度不断提高，为2016年供给侧结构性改革条件下信托行业的新发展和深层次调整奠定了良好的基础。

根据中国信托业协会数据，截至2015年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为16.30万亿元，较2014年末13.98万亿元增长16.60%，较2014年28.14%的增速下降11.54个百分点。信托资产增幅放缓有两方面原因，主要有两方面原因：一是宏观经济增速放缓和市场竞争加剧对信托业传统融资信托业务冲击效应的加大；二是类似“通道业务”等传统业务的萎缩速度与创新型产品培育速度之间不匹配造成的“时间落差”。

得益于2015年上半年证券市场的良好表现，信托业业绩全年表现良好。中国信托业协会公布的数据显示，2015年信托业实现营业收入1,176.06亿元，较2014年末的954.95亿元同比增长23.15%，相较2014年14.70%的同比增速上涨8.45个百分点。同期，信托业实现利润总额750.59亿元，较2014年末的642.30亿元增长16.86%。但由于信托公司传统业务模式继续遭受来自其他金融子行业的激烈竞争，新增业务规模增速的持续下降，再加上6月份之后开始的股市震荡，2015年第三季度信托行业实现的经营收入和利润总额较第二季度环比分别下降11.47%和29.52%。

2014年以来，信托资金来源变动的态势呈现两大特点：一是单一资金信托占比持续下降，2013~2015年单一资金信托占比分别为69.62%、62.58%、57.36%；二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳步上升，2013~2015年末集合资金信托占比分别为24.90%、30.70%、32.78%，信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强，2015年末的集合资金信托资产为53,436.43亿元，较2014年底增长24.50%。从增幅来看，财产管理类信托增幅较大，2015年末的财产管理类信托资金为16,088.82亿元，较2014年末增长71.26%。

中国信托业协会数据显示，2015年末14.69万亿元资金信托依然投向工商企业、证券市场、金融机构、基础产业和房地产业五大领域，但各领域占比发生变化。其中，受经济下行社会需求不足影响，2015年末资金信托对基础产业、工商企业的投资规模分别为2.63万亿元和3.31万亿元，较2014年末分别下降5.05%和增长5.75%，投资规模占比分别下降3.35和1.52个百分点；2015年证券投资超越金融机构和基础产业成为资金信托的第二大配置领域，规模为2.99万亿元，较2014年底增长61.62%，2015年末规模占比为20.35%，高于2014年末的14.18%。

表2 2014年和2015年资金信托投向情况表（单位：%）

投向行业	2014年	2015年
基础产业	21.24	17.89
房地产	10.04	8.76
证券市场	14.18	20.35
金融机构	17.39	17.93

工商企业	24.03	22.51
其他	13.12	12.56

数据来源：中国信托业协会

总体看，近年来信托行业从高速增长转向增幅放缓、结构调整的新阶段，传统优势正在减弱，未来同业竞争将会加剧；2016年1月中央政府进一步明确提出各部门要以扎实的思路、举措尽快把短板补齐，从而将供给侧结构性改革的落脚点和抓手放在“补短板”上，而信托公司需要在细分行业、部门、区域的“短板”方面下功夫，找到那些既有利于短期需求扩大来支撑投资收益的领域，又在相当长时期内具有“短板”特征的资本积累部门。随着信托产品需求和发行的逐步上行，信托业将迎来较大发展空间。

#### 四、内控管理分析

跟踪期内，公司主要内控制度、内部组织架构和管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司董事、监事、高管人员未发生变动。

总体看，公司内控管理方面延续了以往模式，经营管理团队保持稳定。

#### 五、经营分析

##### 1. 业务概况

公司主要从事融资租赁、金融租赁、房地产、信托资产管理、投资咨询和保理等多个业务领域。目前，租赁业务在公司投资范围内占有较高的比重，初步打造成了以渤海金控、长江租赁有限公司（以下简称“长江租赁”）、扬子江国际租赁有限公司（以下简称“扬子江租赁”）、浦航租赁有限公司（以下简称“浦航租赁”）为基础的租赁产业平台，租赁业务涉及航空设备租赁、船舶租赁、基础设施租赁等多个业务领域；公司房地产业务、采矿业收入和评审费及担保费收入主要由海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”）负责运营；公司信托资产管理业务主要由渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）负责运营。受益于，公司融资租赁业务的较快发展，2015年，海航资本实现营业收入145.32亿元，同比增长19.49%，其中，主营业务收入135.76亿元，占营业收入比重为93.42%，公司主营业务较为突出；实现净利润23.01亿元，较2014年大幅增长39.44%；

表3 2014~2015年海航资本主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁收入	76.41	67.42	41.78	109.76	80.85	43.92
手续费及佣金净收入等	11.61	10.24	90.27	10.58	7.79	99.36
咨询收入	3.75	3.31	61.52	1.15	0.85	100.00
利息收入	1.56	1.38	100.00	1.91	1.41	100.00
房地产业务收入	19.78	17.45	21.88	12.04	8.87	21.44
采矿业收入	0.23	0.20	28.89	0.2	0.15	13
基金管理及相关服务	--	--	--	0.07	0.05	87.70
评审费及担保费	--	--	--	0.05	0.04	100.00
<b>合计</b>	<b>113.34</b>	<b>100.00</b>	<b>44.70</b>	<b>135.76</b>	<b>100.00</b>	<b>47.51</b>

资料来源：公司提供

从收入构成来看，海航资本租赁收入在主营业务收入中仍保持较高占比，是主要收入来源：受益于租赁业务的较快发展，2015年，租赁收入为109.76亿元，较2014年大幅增长43.65%，占营业收入比重大幅增长至80.85%。受公司转让房地产项目影响，2015年，房地产业务收入较上年大幅减少，实现收入12.04亿元，占主营业务收入比重下降至8.87%，但仍为第二大收入来源；海航资本手续费及佣金收入主要来自信托业务，2015年为10.58亿元，同比下降8.87%，占营业收入比重下降至7.79%；海航资本利息收入、咨询收入和采矿业收入较小，占比不高。

从毛利率水平来看，2015年，海航资本主营业务毛利率为47.51%，较2014年增加2.81个百分点，主要系租赁收入和手续费及佣金净收入（注：手续费及佣金净收入主要是公司的信托业务收入）的毛利率增长所致。具体来看，海航资本信托业务毛利率较高且较为稳定，2015年海航资本信托业务毛利率为99.36%，较2014年增长9.09个百分点；2015年租赁业务毛利率为43.92%，较2014年增长2.14个百分点，主要系海航资本内部租赁业务结构调整影响所致；受国内房地产市场竞争加剧、房地产企业集中度上升，房地产销售业务的毛利率有所下降，2015年房地产业务毛利率为21.44%，较2014年小幅下降0.44个百分点。2015年，海航资本主营业务毛利率为47.51%，较2014年增加2.81个百分点，主要系租赁收入和手续费及佣金净收入的毛利率增长所致。

整体看，2015年，海航资本收入规模保持增长，其中租赁业务、房地产业务和信托业务收入仍为其收入的主要来源；海航资本主营业务毛利率有所提高，整体处于较高水平。

## 2. 租赁业务

目前，租赁业务在公司业务范围内占有较高比重，2015年其占主营业务收入的比重为80.85%；公司已经初步打造成了以渤海金控、长江租赁、扬子江租赁、浦航租赁为基础的租赁产业平台，租赁业务涉及航空设备与器材租赁、航运类基础设施和设备、基础设施和设备租赁等多个业务领域。其中，渤海金控是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主板上市租赁公司，跟踪期内，渤海金控收购了全球第十一大飞机租赁公司Avolon100%的股权，进一步拓展了其国际业务；长江租赁、浦航租赁和天津渤海租赁在“全国租赁企业十强排行榜”中分列第九位、第五位和第六位，资本实力雄厚，竞争力较强；公司的孙公司Seaco SRL为全球第六大集装箱租赁公司，其集装箱出租率、回报率均处于行业领先地位；孙公司Cronos Ltd.作为全球第八大集装箱租赁公司，是全球领先的集装箱租赁公司之一。

### （1）航空设备与器材租赁

公司航空设备与器材租赁业务主要由子公司长江租赁、扬子江国际租赁有限公司和孙公司香港航空租赁有限公司（以下简称“香港航空租赁”或“HKAC”）具体经营，业务涉及融资租赁飞机、经营租赁飞机及管理出租飞机三种业务模式。其中，长江租赁主要负责海航集团内大飞机的租赁业务，扬子江租赁主要负责小飞机、通用飞机及航空设备的租赁业务，而香港航空租赁和Avolon主要负责国际客户的大飞机租赁业务，此外天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海租赁”）也逐步开展飞机租赁业务。

表 4 截止 2015 年底航空设备与器材租赁业务子公司情况 (单位: 亿元, %)

	成立时间	注册资本	资产总额	净资产	营业收入	净利润
长江租赁	2002 年	67.9	312.42	85.14	13.74	0.59
扬子江租赁	1992 年	3.42(美元)	123.51	24.55	4.11	0.23
香港航空租赁	2006 年	4.33(美元)	36.02(美元)	9.30(美元)	2.56(美元)	0.52(美元)
Avolon	2010 年	12.04(美元)	68.61(美元)	16.64(美元)	6.78(美元)	2.29(美元)

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 长江租赁和扬子江租赁仍主要采用融资租赁和经营租赁模式, 其中融资租赁业务模式仍保持较高比重。截至2015年底, 长江租赁的在手合同机队规模分别为46架和17架, 已交付飞机分别为46架和17架, 已起租资产分别为93.81亿元和68.33亿元; 截至2015年底, 扬子江租赁的在手合同机队规模分别为72架和31架, 已交付飞机为31架。长江租赁管理出租飞机9架, 主要出租客户为海航集团旗下航空公司, 如北京首都航空有限公司、天津航空有限责任公司、云南祥鹏航空有限责任公司、海南航空股份有限公司等。在机型方面, 长江租赁持有的主力机型为A320和B737, 此外, 还有少量E190和ERJ145等。租赁期限主要根据机型、使用年限以及客户需求确定, 一般经营租赁期限较短; 截至2015年, 长江租赁已起租飞机租赁项目租赁期为8~13年, 平均租赁期约11年。

跟踪期内, 香港航空租赁(HKAC)仍以从事飞机经营性租赁业务为主, 同时提供全方位的飞机租赁服务。截至2015年末, HKAC实现营业收入15.71亿元, 净利润3.27亿元(合并口径)。HKAC开展飞机租赁业务全部采用经营租赁方式, 截至2015年末, 共拥有及管理飞机80架, 其中管理出租飞机14架, 自有出租飞机66架, 机型多以空客A320-200、波音B737-800为主。从业务区域和客户情况来看, 目前香港航空租赁业务开展面向全球客户, 重点着眼于亚太地区, 主要客户是全球信誉良好的航空公司, 客户分布于15个国家的19家航空公司, 单一国家和地区或单一客户的业务规模不超过总业务规模的16%, 业务受单一国家和地区或单一客户的影响较小。2016年1月, 公司完成爱尔兰飞机租赁公司Avolon100%股权收购。按机队价值计算, Avolon为全球第十一大飞机租赁公司, 服务于全球33个国家的56个航空公司客户, 包括American Airlines、Japan Airlines、Flydubai等全球知名航空公司。截至2015年末, Avolon资产总计1,802.97亿元, 净资产357.12亿元, 全年实现营业收入191.84亿元, 净利润31.10亿元。总体看, 公司对Avolon的收购进一步扩大公司飞机租赁的经营规模, 提升竞争力。随着Avolon并入公司合并财务报表, 公司经营情况及盈利能力将进一步提高。

除此之外, 天津渤海租赁在天津东疆保税区开展飞机租赁业务, 此项业务采用保税区租赁模式, 由天津渤海租赁在境内保税区内设立专门子公司(SPV), 按照境外SPV模式购买飞机, 再将飞机租赁给国内航空公司, 达到降低进口关税和增值税的目的。截至2015年底, 天津渤海租赁的租赁业务飞机数为13家。

表 5 截至 2015 年底飞机租赁业务的飞机数量情况 (单位:架)

项目	长江租赁	扬子江租赁	香港航空租赁	天津渤海租赁	Avolon
其中: 融资租赁飞机	46	31	0	7	0
经营租赁飞机	17	1	66	6	141
管理出租飞机	9	0	14	0	11
合计	72	32	80	13	152

资料来源: 公司提供

公司航空设备与器材租赁融资租赁所需资金主要通过银行贷款、信托产品和优先股等方式取得，其中以银行贷款为主。为保证公司飞机租赁业务的持续融资能力，一方面，公司出租的标的飞机大多为主流机型，这类机型具有较好的保值和增值能力，能够带来的稳定的现金流；另一方面，公司与多家国家开发银行、工商银行、中国进出口银行及建设银行等建立了稳固的业务合作关系，一定程度上保证了飞机租赁业务的融资需求。

总体看，跟踪期内，公司航空设备与器材租赁业务发展稳定，租赁期较长，但长江租赁和扬子江租赁对海航集团内部客户依赖性较高。

#### (2) 航运类基础设施和设备

跟踪期内，公司航运类基础设施和设备租赁业务依然由子公司浦航租赁、孙公司Seaco SRL、Cronos Ltd.负责运营。

#### 浦航租赁

浦航租赁于2009年10月在上海市浦东机场综合保税区（已划入“中国（上海）自由贸易试验区”）注册成立，同年12月获得了由国家商务部批准的第六批内资融资租赁试点企业资质。截至2015年底，浦航租赁总资产181.98亿元，净资产78.57亿元；2015年实现营业收入5.61亿元，净利润0.41亿元。浦航租赁业务主要采用经营租赁模式，租赁期为7年~15年，平均租赁年限为10年。2015年，浦航租赁完成新增项目3笔，租赁合同本金4.33亿元；截至2015年底，浦航租赁累计租赁项目共27笔，租赁合同规模为69.27亿元。单一最大承租人融资余额占净资产的比例为24.05%，集中度较高，回报率为0.53%。

#### Seaco SRL

公司子公司渤海金控于2013年通过定向增发完成收购全球第六大集装箱租赁公司 Seaco SRL，其集装箱出租率、回报率均处于行业领先地位，并已在全球范围内建立起一个相对完整的客户和服务网络。跟踪期内，通过有效整合，Seaco SRL 已进入高效运行状态。Seaco SRL 的主要客户质量优异，包括世界排名前20的航运公司。截至2015年末，Seaco SRL 总资产规模222.18亿元，净资产为64.54亿元；2015年实现营业收入32.83亿元，净利润6.67亿元<sup>1</sup>。

Seaco SRL 装箱队包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱。截至2015年末，Seaco SRL 拥有92.55万个集装箱，较2014年增长8.72%，为世界80多个国家和地区的500多家客户提供全方位的集装箱设备租赁服务，2015年Seaco SRL 整体集装箱平均利用率为95.7%，平均租金为4.09美元/天，较2014年下降2.39%。其中集装箱干柜是Seaco SRL 的数量最多的集装箱产品（占85.70%），集装箱干柜平均利用率为95.8%、平均租金为0.94美元/天。

表6 2015年Seaco SRL 集装箱业务情况表（单位：个，%，美元/天）

名称	数量	平均利用率	平均租金
集装箱干柜	793,149	95.80	0.94
冷藏集装箱	77,319	96.60	4.81
特种集装箱	18,449	96.30	7.89
罐式集装箱	36,546	89.90	2.73
<b>合计</b>	<b>925,463</b>	<b>95.70</b>	<b>4.09</b>

资料来源：公司提供

#### Cronos Ltd.

2015年1月，渤海金控完成了对Cronos Ltd. 80%股权的收购，并相应将其纳入合并范围。Cronos Ltd.作为全球第八大集装箱租赁公司，是全球领先的集装箱租赁公司之一，业务网络覆盖6

<sup>1</sup>该数据为单体财务报表中的金额，与合并报表中的计量基础不同。

大洲，为全球 400 多个客户提供全方位的集装箱租赁服务，客户涵盖了 Mediterranean、CMA、Cosco、CSCL、MOL 等世界前十大航运公司。截至 2015 年末，Cronos Ltd.总资产 24.28 亿美元，净资产 5.87 亿美元，全年实现营业收入 3.15 亿美元，净利润 0.30 亿美元。如下表所示，Cronos Ltd.拥有多样化的集装箱队，包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱，以集装箱干柜为主，截至 2015 年末，Cronos Ltd.共有集装箱 448,342 个，其中集装箱干柜 284,480 个。2015 年，Cronos Ltd.集装箱平均利用率为 93.10%，其中，2015 年，Cronos Ltd. 集装箱干柜、冷藏集装箱、特种集装箱和罐式集装箱的平均租金分别为 0.98 美元/天、10.60 美元/天、3.28 美元/天和 7.31 美元/天，整体平均租金为 5.54 美元/天。

表 7 2015 年 Cronos Ltd.集装箱业务情况表（单位：个，%，美元/天）

名称	数量	平均利用率	平均租金
集装箱干柜	284,480	93.90	0.98
冷藏集装箱	78,876	98.50	10.60
特种集装箱	61,477	83.10	3.28
罐式集装箱	23,509	89.70	7.31
<b>合计</b>	<b>448,342</b>	<b>93.10</b>	<b>5.54</b>

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，随着公司对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd.的有效整合以及浦航业务的稳步推进，公司航运类基础设施和设备业务规模进一步扩大，竞争力进一步增强。

### （3）基础设施和设备租赁

跟踪期内，基础设施和设备租赁业务依然主要由子公司渤海金控即孙公司天津渤海租赁和皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江租赁”）负责运营。

#### 天津渤海租赁

跟踪期内，天津渤海租赁仍以市政基础设施租赁、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为主，并逐步开展了飞机租赁业务。天津渤海租赁总资产规模 260.83 亿元，所有者权益为 67.09 亿元；2015 年实现营业收入 10.50 亿元，净利润 2.71 亿元。

天津渤海租赁采取的租赁方式主要为直接租赁和售后回租。

截至 2015 年底，单一最大承租人融资余额占净资产的比例较上年增加 17.97 个百分点，至 75.40%，集中度较高，单一最大承租人为天津港保税区管委会，是天津市人民政府的派出机构，担保方式为应收融资租赁款质押，租赁款到期不能回收的风险较小。

表 8 2015 年天津渤海租赁主要新完成项目情况（单位：万元）

项目名称	融资金额	项目模式	租赁资产	承租人
长春润德水务管网项目	210,000.00	售后回租	基础设施	长春润德实业有限公司
海南航空 A330 飞机项目(三架)	263,300.00	经营租赁	飞机	海南航空股份有限公司
蓟州新城商业物业项目	33,000.00	售后回租	商业物业	天津蓟州新城建设投资有限公司
金海重工项目	12,000.00	售后回租	机器设备	金海重工股份有限公司
洪达化工项目	25,000.00	售后回租	机器设备	山东洪达化工有限公司
天津航空 E195 飞机项目(两架)	48,000.00	经营租赁	飞机	天津航空有限责任公司
<b>合计</b>	<b>591,300.00</b>			

资料来源：公司提供

2015年,天津渤海租赁完成新增项目19个,较上年增加13个,其中长春润德水务管网项目和海南航空A330飞机项目合计融资金额为47.33亿元,占当年主要完成项目总金额的80.04%,占当年租赁资产总额的27.64%,集中度较高;其中,长春润德实业有限公司成立于2010年4月,为长春市润德投资集团有限公司的全资子公司,目前其主要的收入及利润来源为管网资产租赁业务,利润率较高,每年会收到长春市政府10亿元的管网租赁费,款项由长春市财政局直接拨付;海南航空于1995年12月成立,起步于中国最大的经济特区海南省,是中国发展最快和最有活力的航空公司之一,致力于为旅客提供全方位无缝隙的航空服务;海南航空是海航集团旗下的一员,拥有波音737、767、787系列和空客330、340系列为主的年轻豪华机队,适用于客运和货运飞行,航线网络遍布中国,覆盖亚洲,辐射欧洲、美洲、非洲,开通了国内外航线近500条,其中通航城市90个,开通多条国际及地区定期、包机航线。上述项目承租人均能按时足额支付租金。

截至2015年底,天津渤海租赁累计租赁项目共35笔,租赁合同规模约为240.68亿元,较年初增加22.65%。截至2015年末,天津渤海租赁单体的租赁资产存量171.24亿元,较年初增加21.55%,其中商业物业租赁29.27亿元、基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁91.01亿元、机械设备租赁8.10亿元、飞机租赁42.86亿元。

融资渠道方面,天津渤海租赁由主要依靠单一项目贷款向全方位融资转变,现在已实现项目贷款、流贷、PPN、公司债、并购贷等多渠道融资。

业务拓展方面,天津渤海租赁在全国各地储备了包含基础设施租赁、飞机租赁等一批优质业务资源,初步形成“储备一批、推进一批、实施一批”的项目梯队层次。2015年5月19日(巴西当地时间),天津渤海租赁与中国进出口银行、巴西国家经济社会发展银行、巴西航空工业公司签署融资框架协议,由中国进出口银行及巴西国家经济社会发展银行提供航空信贷资金支持天津渤海租赁从巴西航空工业公司购买40架E190系列飞机,但该框架协议不具有法律约束,结果尚存在不确定性。若该事项得以顺利实施,天津渤海租赁业务规模将进一步扩张。

总体看,天津渤海租赁业务快速发展,基础设施租赁占比较高,同时其租赁业务逐步向国家鼓励的飞机租赁业务渗透,融资渠道不断拓宽

### 皖江租赁

皖江租赁于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。跟踪期内,皖江租赁根据公司租赁业务专业化的发展要求、结合自身优劣势,在城市交通与水务设施、内贸集装箱与物流运输、工业装备与农业机械、通用航空与支线航空,以及医疗、新兴产业等领域重点拓展业务。截至2015年末,皖江租赁总资产规模262.59亿元,净资产为37.02亿元,全年实现营业收入17.02亿元,净利润3.91亿元(合并口径)。

截至2015年底,皖江租赁租赁项目共计1,900笔,较2014年增加730%;租赁合同本金为251.61亿元,较上年增长2.30%;其中当年新增项目1,794笔,新增投放金额173.52亿元,在安徽地区投放金额53.09亿元,较2014年增加45.49%,占当年新增投放额的30.59%;单一最大承租人融资余额占净资产的比例为16.05%,远低于监管要求(低于50%)。皖江租赁项目担保方式多样,主要有保证金、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。截至2015年底,承租人保证金为2.99亿元。

融资渠道方面,受银行信贷政策、经营历史和股东背景等因素限制,皖江租赁在资金来源和成本方面与银行系租赁公司相比存在一定差距。为保证业务发展,皖江租赁积极与合作的金融机构进行沟通,确保已有授信的连续和稳定;同时积极探索与保险、券商等非银行金融机构的合作,

增加新的融资渠道。截至 2015 年末，皖江租赁共获得交通银行、南昌银行等各类金融机构授信额度 491.80 亿元，已使用 194.27 亿元，年内新增信用 145.80 亿元。

业务拓展方面，为扩大优质项目来源，促进持续稳定发展，根据业务发展的需要，皖江租赁已初步完成全国范围内的业务网络布局，重点发展华东区域，2015 年在华东区域投放额 94.34 亿元，同比增长 70.69%，规模占比 54.37%，较上年上升 7.16 个百分点，使得华东区域的营业收入增长至 10.08 亿元，占营业收入比重较上年上升 11.27 个百分点。

总体来看，皖江租赁业务以售后回租为主；并初步完成全国范围内的业务网络布局，为公司的未来发展奠定了基础。

### 3. 房地产业务

跟踪期内，海航资本房地产业务仍然由海航投资具体经营。截至2015年底，海航投资总资产规模87.64亿元，负债总额43.32亿元，所有者权益为44.31亿元；2015年实现营业收入12.31亿元，净利润2.22亿元。

2015年，依据公司发展规划，公司没有新增土地储备。同时公司为了增加流动性，继2015年上半年处置子公司北京亿城物业管理有限公司股权外，跟踪期内，公司亦通过协议转让处置了子公司北京亿城房地产开发有限公司、江苏亿城地产有限公司、北京阳光四季花园房地产开发有限公司100%股权及唐山亿城房地产开发有限公司债权、北京亿城房地产开发有限公司债务，为公司收回资金15.31亿元。2015年，海航投资实现主营业务收入12.31亿元，同比下降38.45%；营业成本9.64亿元，同比下降38.23%，实现净利润2.22亿元，同比上升15.72%。主营业务收入下降主要系跟踪期内房地产销售价格下降导致收入减少所致。

表 9 2014~2015 年海航投资房地产业务经营数据

项目	2014 年	2015 年
房地产开发完成投资额(亿元)	14.25	8.76
房屋施工面积(万平方米)	35.50	38.89
房屋竣工面积(万平方米)	20.01	26.78

资料来源：公司提供

截止2015年底，海航投资实现房屋竣工面积26.78万平方米，同比增长33.83%，主要系前期在建工程逐渐竣工所致；房屋施工面积38.89万平方米，较2014年增长9.55%；房地产开发完成投资额8.76亿元，较2014年减少38.53%，主要系公司转让部分项目，投资额逐渐减少所致。

表 10 2014~2015 年公司房屋销售情况

项目	2014 年	2015 年
房屋销售面积(万平方米)	4.20	6.11
平均销售价格(元/平方米)	17,619.05	12,487.73
实际销售额(亿元)	7.40	7.63
结转面积(万平方米)	13.27	7.84
结转金额(亿元)	19.78	11.53

资料来源：公司提供

2015年，海航投资实现房屋销售面积6.11万平方米，但因房屋销售均价较2014年减少29.12%，故使得海航投资2015年实际销售额同比仅实现小幅增长3.11%至7.63亿元；结转面积及结转金额较2014年分别减少40.92%和41.71%，主要源于处置大部分项目和销售面积增加的原因。

海航投资因战略调整，于2015年分批处置了大部分项目，以及伴随相关项目进入了竣工、交付阶段，所以截至2016年3月底，海航投资在建和在售项目仅有2个，分别为天津亿城堂庭和上海前滩项目。

表11 截至2016年3月在建、在售房地产项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	物业类型	建筑面积	总投资	已投资情况	可售面积	已售面积
天津亿城堂庭	城市综合体 (住宅+写字楼+商业)	53.82	49.27	43.15	33.15	18.91
上海前滩项目	综合体(住宅+写字楼)	9.28	34.96	20.67	6.49	0
<b>合计</b>	--	<b>63.1</b>	<b>84.23</b>	<b>63.82</b>	<b>39.64</b>	<b>18.91</b>

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，海航投资由于房屋产品结构调整及战略转型，未大规模进行土地储备，目前海航投资房地产项目开发与其资金实力基本匹配，虽公司存量房地产业务为上海前滩项目及天津亿城堂庭项目，坐落于国内一线城市且盈利能力较强，但可售房产资源有限，销售情况一般。随着未来海航投资战略调整，房地产开发业务将逐步收缩，房地产销售收入预计将进一步减少。

#### 4. 信托业务

近年来公司信托业务规模稳定增长，业务收入占比仅次于租赁业务和房地产业务。跟踪期内，公司信托业务依然主要由子公司渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）负责运营。渤海信托成立于1982年10月，前身为河北省国际信托投资有限责任公司，是河北省内唯一一家经营信托业务的非银行金融机构。截至2015年底，渤海信托总资产48.48亿元、负债总额6.14亿元，净资产42.34亿元；2015年，渤海信托实现营业收入10.70亿元，净利润为5.49亿元。2015年，在68家信托公司中：按信托资产余额排24位，按净利润排39位，按营业收入排42位。渤海信托业务模式包括自营业务和信托业务。

##### (1) 业务运营

自营业务主要开展贷款、金融机构股权投资、证券投资等，盈利模式为通过自营业务获得投资收益，2015年自营业务的投资收益率为8.00%，投资收益水平一般。2015年，新增项目资产金额10.78亿元，较上年增长114.74%，主要系自营业务项目快速增长所致；存量项目资产金额为37.70亿元，存量项目主要来自于投资信托产品、定向资产管理计划等。

表12 渤海信托自营业务情况表（单位：万元）

项目	2015年
新增项目资产金额	107,839.61
存量项目资产金额	376,980.72
自营业务收入	19,412.30

资料来源：公司提供

从自营业务的投资结构看，渤海信托的投资结构主要包括存放同业款项、投资交易性金融资产、办理贷款业务、投资可供出售金融资产和其他资产；其中可供出售金融资产、贷款和存放同业款项占比较高，分别为61.93%、15.99%和11.47%，其中可供出售金融资产主要由股权投资（5.09亿元）、理财产品（24.57亿元）和信托业保障基金（0.37亿元）构成。

表 13 渤海信托自营业务投资结构 (单位: 万元, %)

项目	2014 年底		2015 年底	
	金额	占比	金额	占比
现金	195,554.63	51.87	0.18	0.00
存放同业款项	--	--	55,598.02	11.47
交易性金融资产	1,853.23	0.49	27,162.89	5.60
贷款	108,234.03	28.71	77,499.34	15.99
可供出售金融资产	56,905.00	15.10	300,271.00	61.93
其它资产	14,433.82	3.83	24,288.90	5.01
<b>合计</b>	<b>376,980.72</b>	<b>100.00</b>	<b>484,820.33</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

从信托业务来看, 渤海信托的主要信托业务种类包括资金信托、财产信托和股权信托等, 盈利模式为收取信托手续费和佣金。截至 2015 年底, 渤海信托管理的信托资产规模为 2,161.72 亿元较 2014 年小幅下降 0.21%, 主要系单一资金信托减少所致; 但从类型分类看, 渤海信托信托资产仍然以单一资金信托为主, 2015 年底占比为 81.58%, 较 2014 年底下降 7.92 个百分点。

从管理模式来看, 2015 年, 渤海信托管理资产依然以被动型管理信托为主, 被动管理型信托资产 1,651.90 亿元, 较 2014 年增加 17.11%, 占受托管理资产总额的 76.42%; 被动管理型信托以融资类信托为主 (占 79.76%), 考虑到融资类业务在风控措施上对担保物的质量要求较高且设置的抵质押率较低 (具体的担保物质量和抵质押率要求为: ①土地使用权抵押率本金不超过 50%, 划拨土地使用权、储备土地使用权、机器设备不能单独作为抵押物, 房地产开发贷款须追加在建工程抵押; ②上市公司股票 (不接受 ST) 质押可以替代实物抵押; ③信用评级为 AA- 的企业, 或者上市公司、大型央企作为保证人的, 可以替代实物抵押; ④如抵押物涉及房产、土地评估的, 房地产评估机构不应低于二级资质, 土地估价机构应为全国执业的土地估价机构; ⑤创业板股票质押率不超过 35%, 主板非银行及保险类股票、中小板股票质押率不超过 45%, 主板银行及保险类股票不超过 55%, 但股票质押率最高不能超过 60%。), 一旦出现风险, 可通过变现抵质押物来保障信托资金的安全, 整体风险可控。

表 14 渤海信托业务分布情况 (单位: 万元)

信托资产	2014 年	2015 年
集合	1,318,591.40	2,909,134.10
单一	19,387,551.80	17,635,051.92
财产权	955,590.25	1,073,093.10
<b>合计</b>	<b>21,661,733.45</b>	<b>21,617,279.12</b>
<b>主动管理型信托资产</b>		
证券投资类	25,100.00	
股权投资类	382,019.50	461,380.00
融资类	6,643,727.30	4,469,080.50
事物管理类	505,500.00	167,770.00
<b>小计</b>	<b>7,556,346.80</b>	<b>5,098,230.50</b>
<b>被动管理型信托资产</b>		
证券投资类	-	197,318.90
股权投资类	725,000.00	1,121,915.60
融资类	11,957,841.20	13,175,255.40
事务管理类	1,422,545.45	2,024,558.72
<b>小计</b>	<b>14,105,386.65</b>	<b>16,519,048.62</b>

资料来源: 公司提供

从信托业务行业投资方向来看，渤海信托主要投向为实业、基础产业和房地产业；截至 2015 年底，实业投放规模为 1,296.88 亿元，占管理总资产规模的 59.99%，基础产业投放规模 392.49 亿元，占管理总资产规模的 18.16%，房地产业投放规模为 181.07 亿元，占管理总资产规模的 8.38%。

表 15 渤海信托资金投向行业业务分布 (单位:万元)

资金投向行业	行业	2014 年	2015 年
	基础产业		3,857,534.50
房地产业		1,918,598.00	1,810,743.60
证券市场		25,100.00	197,318.90
实业		13,481,485.70	12,968,820.50
金融机构		1,924,314.30	2,294,729.90
其他		454,700.95	420,750.42
合计		<b>21,661,733.45</b>	<b>21,617,279.12</b>

资料来源：公司提供

总体看，渤海信托实力雄厚，信托业务经营历史较长，具有丰富的信托管理经验；跟踪期内，信托资产以被动管理型信托为主，其投资方向主要为实业和基础产业。

## (2) 风险管理

跟踪期内，渤海信托风险管理的理念、人员机构的设置、风控程序的设定、风险监测体系的建立以及内控制度的建设等都未发生变化；业务操作程序、风险预警和防范等都在有序、有效的运行。

截至 2015 年底，渤海信托净资本为 34.77 亿元，远远高于 2 亿元的监管标准，较 2014 年底增加 8.32%，主要系 2015 年净资产增加以及减少理财产品投资所致；渤海信托各项业务风险资本之和为 11.30 亿元，较 2014 年底减少 41.56%，系渤海信托各项经营规模减少所致。从主要风控指标来看，2015 年，净资本的增加和各项业务风险资本之和的减少致使渤海信托净资本/各项业务风险资本之和较 2014 年底大幅增长 85.37%至 307.64%；2015 年，净资本/净资产指标为 82.14%，远高于监管标准。

表 16 渤海信托风险监控指标 (单位: 万元, %)

项目	2014 年	2015 年	监管标准
净资本	321,031.70	347,746.99	≥2 亿元
固有业务风险资本	19,482.05	47,632.80	
信托业务风险资本	173,957.88	65,405.32	
其他业务风险资本	-	--	
各项业务风险资本之和	193,439.93	113,038.12	
净资本/各项业务风险资本之和	165.96	307.64	≥100%
净资本/净资产	87.13	82.14	≥40%

资料来源：公司提供

总体看，渤海信托实力雄厚、信托业务经营历史较长，具有丰富的信托管理经验；跟踪期内，信托资产仍以被动管理型信托为主，信托资产规模虽有所下降，但仍位居行业中上水平；随着更趋完善的组织架构和持续优化的业务结构，渤海信托发展将更趋稳健有序，盈利能力及水平将更加可期。同时，跟踪期内，渤海信托的各项监管指标均符合相关监管政策要求，风险管理能力较好。

## 5. 未来发展

公司未来仍将以企业发展生态化、管理水平精细化、投资决策扁平化、经营工具互联化为目标，打造现代化、国际化综合型金融服务提供商、投资管理集团，大力发展以租赁集群、保险集

团为支柱的大型金融集团，积极拓展境外业务形成境内外联动高效金融生态系统。

实施租赁集群经营策略。公司旗下租赁子公司将以跟踪期内建设的风控体系为基础，进一步加强风控体系的建设，完成公司内控体系建设，完善项目风险量化评估模型，建立专业化的风险评审制度，全面推进风险管理体系建设，严控关联交易与资金占用。其次，改善薪酬体系，避免人才过度流失，建立健全公司薪酬福利体系。第三，提升公司市值，将公司旗下优质租赁平台逐步注入渤海金控，加强其作为国内租赁行业龙头的地位，进一步打造全球化租赁产业集团实力。同时，继续开拓国际市场。通过渤海金控并购、以及对已并购企业的资源整合继续所在领域的业务深耕，实现渤海金控各领域国际化业务的做大做强，培育国际化发展的核心竞争力。而且，公司将加强内部资源的整合协同，推动天津渤海、横琴租赁与皖江租赁等境内租赁公司之间的项目、资金资源协同；利用内服公司进行外部项目资源的开发，实现内部的项目资源流动；打通境内外平台间的通道，加强境内外租赁平台在资金、业务、管理等方面的合作。

公司将大力发展保险业务，在未来政策允许条件下，公司将逐步扩大对华安财产保险股份有限公司（目前公司持有其 19.64% 股权）的股权持有控制力度，提升保险业务在公司业务比重，提升公司盈利能力。

总体来看，公司发展战略比较清晰，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2015年度财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2014年，财政部对会计准则进行修订，公司从2014年7月1日起执行修订后的企业会计准则。公司2015年度纳入合并范围的子公司共24户，公司本年度合并范围比上年度增加5户，减少2户，总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

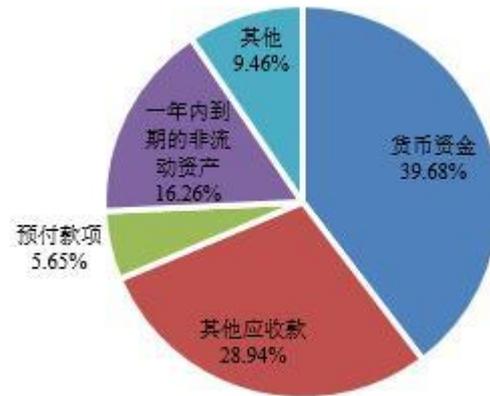
截至2015年末，公司合并资产总额2,372.39亿元，负债合计1,853.28亿元，所有者权益合计519.11亿元，归属于母公司的所有者权益183.00亿元；2015年，海航资本实现合并营业收入145.32亿元，净利润23.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.96亿元；经营活动产生的现金流量净额为23.73亿元，现金及现金等价物净增加额为233.63亿元。

### 2. 资产质量

截至2015年底，海航资本合并资产总额为2,372.39亿元，较2014年底增长60.03%，资产总额快速增长，主要系货币资金、一年内到期的非流动资产、其他应收款和固定资产的快速增加所致。截至2015年末，海航资本流动资产942.90亿元（占比39.74%），非流动资产1,429.50亿元（占比60.26%），仍以非流动资产为主，主要与海航资本的主营业务融资租赁的性质有关。

(1) 流动资产

图3 截至2015年，海航资本流动资产构成图



资料来源：联合评级整理

截至2015年底，公司流动资产为942.90亿元，较2014年底增长115.86%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款和一年内到期的非流动资产快速上涨所致。截至2015年末，海航资本流动资产主要由货币资金（占比39.68%）、其他应收款（占比28.94%）、一年内到期的非流动资产（占比16.26%）和预付款项（占比5.65%）构成。

截至2015年末，海航资本货币资金为374.16亿元，主要由银行存款构成，较2014年底增长207.70%，主要系子公司渤海金控于2015年12月30日完成160亿元非定向增发和12月份新增债券及短期融资券17.8亿元以及其他融资净流入所致。其中，截至2015年末使用受限的货币资金为55.12亿元，主要是用于质押的存款、用于担保的定期存款或通知存款及保证金等，海航资本受限的货币资金占比一般。

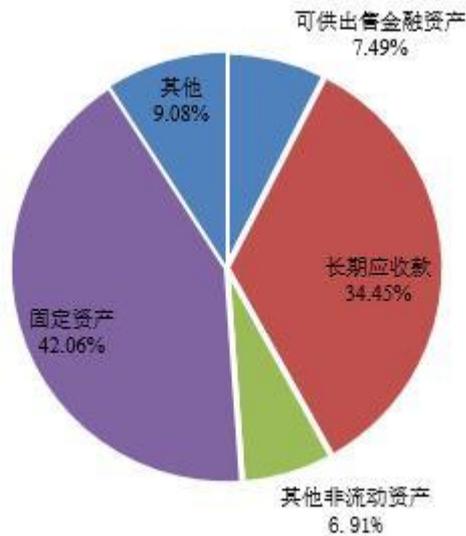
海航资本其他应收款主要由集团内部之间的往来款和与其他业务相关企业的资金往来款项构成，截至2015年底，此数据余额为272.87亿元，较2014年底增长97.35%，主要系关联方资金往来增长所致，其中公司与其关联方海航集团以及海南盈通投资管理有限公司的往来款占其他应收款的比例为34.91%，占比较高，相应的关联交易风险也有所提升。截至2015年末，海航资本对其他应收账款共计提坏账准备0.29亿元，考虑到其他应收款中大部分为集团内部的往来款，且由集团进行统一调配，风险较低因此未进行坏账计提准备。从账龄来看，1年以内占91.03%，1~2年占5.79%，2~3年占2.49%，3年以上占0.69%，整体账龄较短。

截至2015年底，海航资本一年内到期的非流动资产主要由一年内到期的长期应收款、一年内到期的长期待摊费用以及一年内到期的其他非流动资产构成，一年内到期的非流动资产余额153.35亿元，较2014年增长77.08%，主要系子公司渤海金控应收融资租赁款及第三方贷款增加所致。

截至2015年底，海航资本存货主要由开发成本、开发产品及其他存货构成，存货余额38.13亿元，同比下降35.82%，主要系子公司海航投资集团股份有限公司本期转让北京亿城房地产开发有限公司等公司股权，开发产品、开发成本、出租开发产品等相应转出所致。从存货的构成来看，开发成本和开发产品分别占53.34%和46.60%，比较大的项目分别为天津亿城华庭、上海前滩项目等。

(2) 非流动资产

图 4 截至 2015 年，海航资本非流动资产构成图



资料来源：联合评级整理

截至 2015 年末，海航资本非流动资产金额为 1,429.50 亿元，较上年增长 36.71%，主要系可供出售金融资产、固定资产、商誉和其他非流动资产的大幅增加所致。截至 2015 年末，海航资本非流动资产主要由固定资产（占比 42.06%）、长期应收款（占比 34.45%）、和可供出售金融资产（占比 7.49%）构成。

跟踪期内，海航资本固定资产主要由机器设备、飞机、运输设备和集装箱构成，截至 2015 年末，固定资产余额为 601.27 亿元，较年初增长 52.32%，主要系业务扩张增加设备购买所致。其中，海航资本年末用于担保的固定资产账面价值为 509.60 亿元。截至 2015 年末，固定资产累计计提折旧 64.72 亿元，固定资产成新率 89.80%，固定资产成新率较高。

截至 2015 年末，海航资本长期应收款主要由融资租赁业务产生，长期应收款余额为 492.43 亿元，较 2014 年底小幅增长 7.79%，主要系租赁业务扩张所致。截至 2015 年末，海航资本用于担保的长期应收款为 368.97 亿元，占长期应收款总额的 74.93%。截至 2015 年末，海航资本长期应收款中的坏账准备为 1.76 亿元，计提比例较低，存在一定的资产减值风险。

截至 2015 年末，公司可供出售金融资产主要由可供出售权益工具构成，可供出售金融资产余额分别 107.11 亿元，较 2014 年增长 35.28%，主要系公司增加对 HKAC Development Company Limited 18.67 亿元投资所致。

整体看，跟踪期内，海航资本资产仍以非流动资产为主，货币资金比较充足且受限比例较低，其他应收款占比较高，存在一定的资金占用；海航资本固定资产和长期应收款规模大，符合海航资本主营业务特征。海航资本资产整体流动性一般，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2015 年末，海航资本合并负债总额为 1,853.28 亿元，较年初增长 57.45%，主要系短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付债券的快速增加所致。截至 2015 年末，海航资本流动负债 719.11 亿元（占比 38.80%），非流动负债 1,853.28 亿元（占比 61.20%）。海航资本负债结构以非流动负债为主，负债结构与资产结构匹配度较高。

### 流动负债

截至 2015 年末，海航资本流动负债为 719.11 亿元，较年初增长 59.67%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的快速增加所致。截至 2015 年末，海航资本流动负债主要由短期借款（占比 38.16%）、其他应付款（占比 34.63%）和一年内到期的非流动负债（占比 21.39%）构成。

截至 2015 年末，海航资本短期借款主要由质押借款、保证借款、信用借款和拆入资金构成，短期借款余额为 274.43 亿元，较年初增长 83.25%，主要系质押借款和信用借款大幅增加所致，其中主要的质押品为股权、质押物和租赁项目等。截至 2015 年末，渤海金控短期借款（主要为信用借款和担保借款）占短期借款的 70.92%。

截至 2015 年末，海航资本其他应付款为 249.03 亿元，较年初增长 47.45%，主要系应付关联方资金增加所致，一定程度上表明公司与关联方相关交易风险的增加。截至 2015 年底，公司其他应付款前五名分别为海航航空集团有限公司、北京国华荣网络科技有限公司、海南海航航空进出口有限公司、天津航空有限责任公司和北京海航金融控股有限公司。

截至 2015 年末，海航资本一年内到期的流动负债主要由一年内到期的保证借款和抵押借款构成，一年内到期的非流动负债余额为 153.79 亿元，较 2014 年增长 80.77%，主要系一年内到期的保证借款增加所致。

### 非流动负债

截至 2015 年末，海航资本非流动负债规模为 1,134.18 亿元，较年初增长 56.08%，主要系长期借款和应付债券的增加所致。截至 2015 年末，海航资本非流动负债主要由长期借款（占比 82.95%）、应付债券（占比 11.27%）和长期应付款（占比 4.23%）构成。

截至 2015 年末，海航资本长期借款主要由保证借款和抵押借款构成，长期借款余额为 940.83 亿元，较年初增长 57.74%，主要系子公司渤海金控信用借款大幅增加所致。截至 2015 年末，抵押借款余额为 682.60 亿元，占全部长期借款的 72.55%，抵押借款占比较高；质押借款期末余额为 245.08 亿元，占全部长期借款的 26.05%，主要通过固定资产等进行质押。

截至 2015 年末，海航资本应付债券为 127.77 亿元，较年初增长 88.35%，主要系海航投资 2015 年 10 月发行的“15 海投债”（3 年期，16 亿元），渤海金控 9 月发行的“15 渤租 01”（5 年期，10 亿元）和“15 渤租 02”（5 年期，5 亿元）以及其他子公司发行的各期债券所致。

截至 2015 年末，长期应付款为 48.01 亿元，较年初小幅减少 1.59%，主要系完成支付中国国际金融有限公司、恒泰证券股份有限公司的应付款项所致。

截至 2015 年末，海航资本全部债务为 1,553.33 亿元，较上年末增长 62.46%，主要系海航资本短期和长期借款以及应付债券大幅增加所致；其中，短期债务余额为 436.72 亿元（占比 28.11%），长期债务余额为 1,116.62 亿元（占比 71.89%）。2015 年末，海航资本资产负债率为 78.12%，虽较 2014 年末有所下降，但公司负债率仍属较高水平；2015 年末，海航资本全部债务资本化比率为 74.95%，较 2014 年小幅下降 1.11 个百分点；长期债务资本化比率为 68.26%，较 2014 年下降 2.53 个百分点。从负债指标看，海航资本总体债务压力仍属较重。

总体看，公司负债水平较高，尤其是 2015 年新增债务较多，有些债务的到期日相对集中，债务负担较重，这对企业的流动性管理提出更高要求，也对偿付能力提出了一定挑战。

### 所有者权益

2015 年末，海航资本所有者权益（含少数股东权益）为 519.11 亿元，较年初大幅增长 69.98%，主要系实收资本和少数股东权益的增长所致。截至 2015 年末，海航资本所有者权益中少数股东权

益占比 64.75%，归属于母公司的所有者权益占比为 35.25%；归属母公司的所有者权益中实收资本占比 84.18%、资本公积占比 3.59%、未分配利润占比 6.39%；所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年底，公司实收资本 154.04 亿元，较 2014 年大幅增长 48.06%，主要系控股股东海航集团有限公司增资 50.00 亿元所致。

整体看，跟踪期内，公司实收资本有大幅增长，但由于公司少数股东权益占比较高，公司所有者权益结构的稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2015 年，海航资本实现营业收入 145.32 亿元，同比增长 19.49%，主要系租赁业务规模扩大导致租赁业务收入增长所致；海航资本营业成本为 79.14 亿元，较 2014 年增长 15.23%，主要系 2015 年随着营业收入的扩大正常扩张所致；2015 年，海航资本实现净利润为 23.01 亿元，同比增长 39.44%，其中归属母公司所有者的净利润为 5.96 亿元，较 2014 年增长 39.53%；同期，海航资本营业利润率为 43.37%，较 2014 年增长 6.56 个百分点，主要系营业收入的增速高于营业成本的增速所致。

从期间费用看，2015 年，海航资本期间费用为 50.87 亿元，同比增长 48.96%，主要系管理费用和财务费用大幅增长所致；其中，2015 年，管理费用为 17.36 亿元，同比增长 25.57%，系职工薪酬和咨询及服务费用快速增加所致；2015 年，财务费用为 32.29 亿元，同比增长 68.47%，主要系利息支出大幅增加所致。2015 年，海航资本销售费用占比为 2.21%；管理费用占比为 34.12%；财务费用占比为 63.67%，同 2014 年比，各项期间费用占比基本保持稳定。2015 年末，海航资本费用收入比为 35.01%，较年初增长 24.66 个百分点，费用控制能力有所下降。

从投资收益看，2015 年，海航资本实现投资收益为 20.23 亿元，较年初增长 90.50%，占营业利润的比重为 76.64%，占比较高；2015 年投资收益较高主要系理财产品在持有期间的投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益所致。从营业外收入来看，海航资本营业外收入主要是政府补助和固定资产处置利得，截至 2015 年底，海航资本营业外收入为 3.24 亿元，占利润总额的比重为 11.15%，占比不高，海航资本利润对营业外收入依赖性一般。

从盈利指标看，2015 年，海航资本总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率比率分别为 3.36%、3.22%和 5.58%，分别较 2014 年上升 6.45 个百分点、0.78 个百分点和下降 8 个百分点，海航资本整体盈利能力尚可。

总体看，伴随公司整体业务规模的扩大，公司营业收入及利润总额保持稳定增长，但公司利润对投资收益依赖度较高，受债务规模快速增长的影响，整体盈利能力有所下降。

#### 5. 现金流

表 17 海航资本现金流情况（单位：亿元）

项目	2014 年度	2015 年度
经营活动净现金流	39.80	23.73
投资活动净现金流	-222.71	-439.52
筹资活动净现金流	200.04	646.02
现金及现金等价物净额	17.17	233.63

资料来源：联合评级整理

从经营活动来看，2015 年，海航资本经营活动产生的现金流净额较 2014 年快速下降至 23.73 亿元，同比下降 40.39%，主要系固定资产折旧、财务费用以及经营性应付项目的增加致使经营活

动导致的现金流出增加所致。从收入实现质量指标看，2015年，海航资本现金收入比较上年小幅增长，为102.22%，海航资本收入的实现质量较好。

从投资活动来看，2015年，海航资本投资活动现金流仍保持净流出，流出额为439.52亿元，较2014年大幅增加97.35%，主要系拆借款项和支付保证金的快速增加所致。2015年，海航资本投资活动产生的现金流入为451.83亿元，较上年大幅增长56.55%，主要系2015年海航资本收回投资收到的现金大幅增加所致。2015年，海航资本投资活动产生的现金流出为891.35亿元，较年初大幅增长74.32%，主要系2015年海航资本为租赁公司开展租赁项目进行的购买固定资产和投资支付的现金增加所致。

从筹资活动看，2015年，海航资本筹资活动产生的现金流净额为646.02亿元，同比大幅增长222.94%。2015年海航资本筹资活动产生的现金流入为1,190.01亿元，较2014年大幅增加106.90%，主要系取得银行借款收到的现金和吸收投资收到的现金大幅增加所致。2015年海航资本筹资活动产生的现金流出为543.99亿元，同比增长45.02%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致，但考虑到租赁业务特点，海航资本通过承租人每年支付租金来偿还借款，期限严格匹配，不存在到期集中偿付的风险。目前，随着公司业务发展和项目建设的需要，公司不断拓展融资渠道，与多家银行建立了良好的合作关系。

总体看，跟踪期内，由于业务特点，海航资本的融资需求较高，筹资活动净流入金额较大，且海航资本为开展租赁项目进行的固定资产支出规模也较大，主要依赖银行贷款和发行债券来满足资金需求。考虑到未来租赁业务规模继续扩大等的影响，海航资本仍然存在较大的对外融资需求，但是考虑到租赁业务的业务特征以及租赁期限与贷款期限的匹配程度，整体债务风险处于可控水平。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年末海航资本流动比率为1.31倍；速动比率为1.26倍，同比分别上升35.19和50.15个百分点，主要系流动资产大幅增加所致，短期偿债能力尚可。2015年末，海航资本现金短期债务比为0.91倍，海航资本可用现金流量偿付到期债务的能力一般；同期，海航资本经营现金流动负债比率为3.30%，较2014年呈现大幅下降，，主要系因购买商品和支付其他与经营活动有关的现金大幅增长导致经营活动现金流量净额大幅减少所致，面临的短期债务支付压力较大。整体看，海航资本短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2015年，海航资本EBITDA为93.29亿元，同比增加49.28%；同期，海航资本EBITDA利息倍数为2.69倍，同比有所下降，但对利息的保障倍数尚可；2015年末，海航资本EBITDA全部债务比为0.06倍，对全部债务的保障能力较低；海航资本资产负债率为78.12%，较2014年有小幅下降，但负债水平仍属较高水平，有一定的偿债压力。

截至2015年末，公司不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生实质影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

根据中国人民银行《企业信用报告》(NO.B201601290117512231)，截至2016年1月29日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，跟踪期内，公司负债水平较上年有所下降，但仍属较高水平，存在一定的偿债压力。但同时考虑到，公司主营业务之一的融资租赁的业务特征，公司的负债水平虽较高但仍处于行业正常水平，且借款期限与承租期限匹配的业务特征使得公司集中到期风险可控。基于以上分析，公司偿债能力尚可。

## 七、本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年底的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 93.29 亿元，为“16 海资 01”和“16 海资 02”合计发行额度（40.00 亿元）的 2.33 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2015 年经营活动现金流入量为 659.41 亿元，为“16 海资 01”和“16 海资 02”合计发行额度（40.00 亿元）的 16.49 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较好。

未来，随着公司业务平台的扩展和发展，公司经营规模有望继续扩大，盈利能力有望继续提升。

综合以上分析，并考虑到公司租赁业务范围覆盖基础设施租赁、航空租赁、航运租赁，为全球第一大集装箱租赁服务商，行业地位优势明显；同时经营规模不断扩大，以及海外并购的实施；盈利能力有望进一步增强，联合评级认为，公司对“15 公司债”的偿还能力很强。

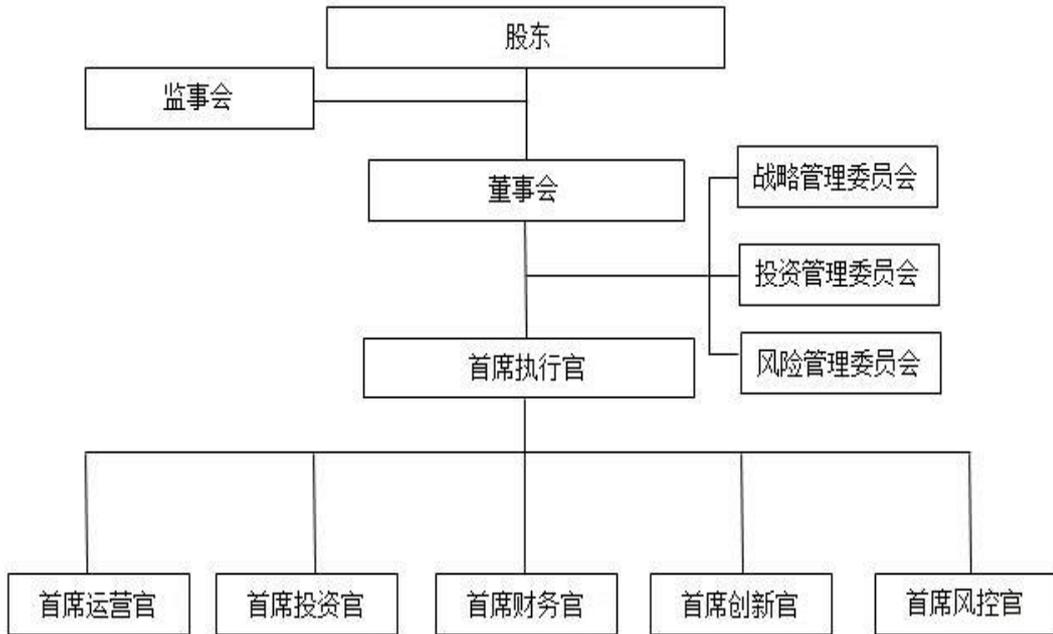
## 八、综合评价

公司业务涉及租赁、信托、房地产等传统业务及创新金融业务，其中租赁业务占比较高，子公司渤海金控是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，为全球第一大集装箱租赁服务商，业务网络覆盖全球六大洲。近年来，公司业务及资产规模迅速增长，资本实力雄厚，营业收入快速提高，资产质量良好，盈利能力较强。公司股东海航集团资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，并涉及信托、保理等金融产业，未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革政策落实，同时全球主要发达经济体、新兴市场经济体复苏以及金融市场的发展，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 海资 01”、“16 海资 02”“AA+”的债项信用等级。

### 附件 1 海航资本集团有限公司 组织结构图



## 附件 2 海航资本集团有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	1,482.43	2,372.39
所有者权益 (亿元)	305.40	519.11
短期债务 (亿元)	242.31	436.72
长期债务 (亿元)	713.84	1,116.62
全部债务 (亿元)	956.15	1,553.33
营业收入 (亿元)	121.61	145.32
净利润 (亿元)	16.50	23.01
EBITDA (亿元)	62.41	93.29
经营性净现金流 (亿元)	39.80	23.73
应收账款周转次数 (次)	11.57	9.71
存货周转次数 (次)	0.94	1.62
总资产周转次数 (次)	0.09	0.08
现金收入比率 (%)	96.01	102.22
总资本收益率 (%)	3.15	1.58
总资产报酬率 (%)	3.19	1.68
净资产收益率 (%)	6.07	5.58
营业利润率 (%)	40.70	43.77
费用收入比 (%)	28.08	35.01
资产负债率 (%)	79.40	78.12
全部债务资本化比率 (%)	75.79	74.95
长期债务资本化比率 (%)	70.04	68.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.86	2.69
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.06
流动比率 (倍)	0.97	1.31
速动比率 (倍)	0.84	1.26
现金短期债务比 (倍)	0.50	0.91
经营现金流流动负债比率 (%)	8.84	3.30
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.56	2.33

注：相关财务指标按照附件 3 公式进行计算

### 附件3 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>	
复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级