

# 跟踪评级公告

联合[2017]949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公开发行的“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公开发行的“16海资01”和“16海资02”债券信用等级均为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十三日

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>

# 海航资本集团有限公司

## 公司债券 2017 年跟踪评级报告



主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA+

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

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	5 年	AA+	AA+	2016 年 7 月 19 日
16 海资 02	30.08 亿元	5 年	AA+	AA+	2016 年 7 月 19 日

评级时间: 2017 年 6 月 23 日

主要财务数据

发行人: 海航资本集团有限公司

项目	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	2,369.61	3,494.95
所有者权益(亿元)	519.11	1,062.48
长期债务(亿元)	1,067.12	1,545.70
全部债务(亿元)	1,522.57	2,159.09
营业收入(亿元)	145.32	319.44
净利润(亿元)	23.01	36.72
EBITDA(亿元)	93.73	166.21
经营性净现金流(亿元)	21.31	107.48
经营活动流入量(亿元)	658.13	782.88
营业利润率(%)	42.72	34.20
净资产收益率(%)	5.58	4.64
资产负债率(%)	78.09	69.60
全部债务资本化比率(%)	74.57	67.02
流动比率(倍)	1.30	1.11
EBITDA 全部债务比(倍)	0.06	0.08
EBITDA 利息倍数(倍)	2.71	2.42
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.34	4.16

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

### 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”)的跟踪评级,反映其业务以租赁和信托为主,整体发展较好,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;2016年,渤海金控完成了对 Avolon100%的股权收购;2017年4月完成了对 CIT Group Inc. 下属飞机租赁业务的收购,其飞机租赁业务竞争力进一步增强,现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。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,2016年,海航集团对公司进行增资 190.76 亿元,进一步增强了公司资本实力,体现其在业务发展、资金使用等方面给予公司的大力支持。此外,2016年,公司引进新股东,新股东对公司增资 40.00 亿元,公司资本实力进一步增强,为公司的进一步发展奠定了基础。

同时,联合评级关注到公司所有者权益中少数股东权益占比较高,所有者权益稳定性一般;近年来,公司进行了多次大规模并购,公司境内外各平台间协同及资产整合的难度有所增加;同时,公司业务涵盖多个行业,增加了公司运营管理难度。

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

### 优势

1. 2016 年,公司业务规模进一步扩大,全年经营收入和净利润快速增长。
2. 2016 年,渤海金控完成了对 Avolon

100%的股权收购；2017年4月完成了对 CIT Group Inc. 下属飞机租赁业务的收购，进一步拓展了公司海外业务，扩大了整体经营规模，提升公司国际化水平，现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。

3. 跟踪期内，海航集团对公司进行了多次增资，同时，公司引进的新股东亦对公司进行增资，公司资本实力得到较大提升，为公司业务的进一步发展奠定了基础。

#### 关注

1. 2016年，公司进行了较大规模的并购，公司境内外各平台间协同及资产整合的难度有所增加，同时，公司业务涵盖多个行业，为公司的运营管理带来了一定的难度；此外，被并购的国外企业预期收益能否实现值得关注。

2. 2016年，公司流动资产中其他应收款占比较高，且内部往来款项占有一定的比例，对公司资金形成了一定的占用，同时增加了公司与集团间的资金关联风险。

3. 2016年，公司投资性现金流保持流出状态，且流出规模较大；公司现金短期债务比倍数较低，表明公司面临一定的流动性紧张问题；此外，公司在2017年面临一定的债务偿还压力，公司的资金流动性管理值得关注。

4. 公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响。

#### 分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

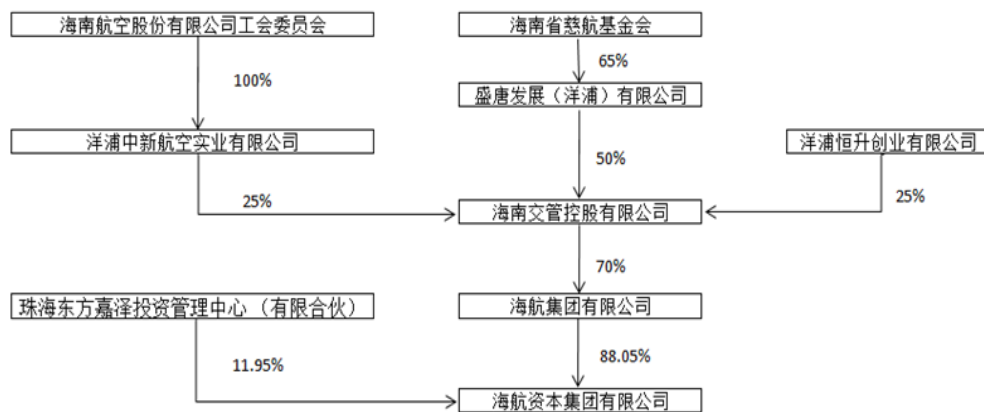


联合信用评级有限公司

## 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，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，初始注册资本为 1.00 亿元。2011 年，公司名称变更为“海航资本控股有限公司”。2014 年，公司名称变更为现名。后续经过公司股东多次增资，截至 2015 年末，公司注册资本为 154.04 亿元。2016 年，公司股东海航集团进一步增资，同时珠海东方嘉泽投资管理中心（有限合伙）（以下简称“东方嘉泽”）对公司以货币方式进行增资 40.00 亿元，成为公司新股东。2016 年 12 月，东方嘉泽认缴款项已全部完成；2017 年 6 月 20 日，公司已完成相应的工商变更。截至本报告出具日，公司注册资本为 334.80 亿元，其中东方嘉泽出资 40.00 亿元，持股 11.95%；海航集团出资 294.80 亿元，持股 88.05%，是公司的控股股东，海南省慈航基金会为公司的实际控制人，具体情况见下图。

图 1 截至本报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围涉及企业资产重组、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。

截至2016年底，公司本部设风险控制部、计划财务部、人力资源部、办公室、战略与企业管理部、投资银行部和金融创新部共计7个职能部门，拥有纳入合并范围的控股子公司23家。截至2016年末，公司拥有劳动合同员工1,252人。

截至2016年底，公司合并资产总额为3,494.95亿元，负债合计2,432.48亿元，所有者权益合计1,062.48亿元（其中少数股东权益684.76亿元）；2016年，公司实现合并营业收入319.44亿元，净利润36.72亿元，其中归属母公司所有者的净利润为18.60亿元；经营活动产生的现金流量净额为107.48亿元，现金及现金等价物净增加额为-136.84亿元。

公司注册地址：海南省海口市海秀路 29 号；法定代表人：汤亮。

## 二、债券概况

### 16 海资 01

公司于 2016 年 2 月 3 日公开发行 9.92 亿元公司债券，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.SZ”。截至本报告出具日，公司已完成 2017 年的付息工作。本期债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于偿还公司债务、补充流动资金，与募集说明书承诺的用途一致。

### 16 海资 02

公司于 2016 年 3 月 22 日公开发行 30.08 亿元公司债券，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.SZ”。截至本报告出具日，公司已完成 2017 年的付息工作。本期债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于偿还公司债务、补充流动资金，与募集说明书承诺的用途一致。

## 三、行业分析

### 1. 租赁行业

(1) 融资租赁行业增速放缓，盈利能力有望提升，但渗透率仍然不高，未来发展前景广阔。

2016 年，融资租赁行业继续保持增长势头。截至 2016 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 7,136 家，比年初的 4,508 家增加 2,612 家，增长了 58.30%。从业务发展情况看，截至 2016 年末，全国融资租赁合同余额约 5.33 万亿元人民币，比 2015 年末的 4.44 万亿元增加 0.89 万亿元，增长幅度为 20.04%；其中，金融租赁合同余额约 2.04 万亿元，增长 17.92%；内资租赁合同余额约 1.62 万亿元，增长 24.62%；外商租赁合同余额约 1.67 万亿元，增长 18.44%。

在盈利方面，由于 2016 年以来利率水平保持稳定，行业内发行债券及资产证券化产品规模持续增加，融资成本较传统的融资渠道（银行借款）大大降低，选取 24 家近年来有发债历史的企业以反映行业的盈利水平情况，2016 年以上样本公司的加权平均 ROE 为 11.58%，较 2015 年小幅增长 0.88 个百分点。

从社会融资渠道选择上来看，使用“当期合同增加额/当期社会融资增加额”反应租赁形式对全社会融资的贡献度，2016 年全年社会融资规模增量为 17.80 万亿元，其中融资租赁合同增量占比为 5.00%，渗透率仍然较低，未来发展前景广阔。

(2) 政策支持引导行业健康发展，但受宏观经济下行影响，违约风险提升，监管仍有待完善。

2016 年国务院在《推进普惠金融发展规划（2016~2020 年）》中明确鼓励金融租赁和融资租赁公司更好地满足小微企业和涉农企业设备投入与技术改造的融资需求，进一步引导行业健康发展。

随着宏观经济持续低迷，各项融资渠道的违约风险持续上升，对于融资租赁企业的不良资产率和逾期率等均需保持关注。融资租赁行业尤其是非金融租赁公司监管尚不规范，对于杠杆率和不良资产率的监管情况仍有待完善。

总体看，融资租赁行业平稳持续发展，随着融资手段的拓宽和成本的降低，盈利能力有望提升。近年来宏观经济下行情况下，融资租赁企业的不良资产率和逾期率等问题值得关注。

## 2. 信托行业

(1) 信托行业继续增长，主动管理能力逐步增强，信托功能逐渐完善。

2016年，信托行业继续保持增长态势。截至2016年末，信托公司信托资产总规模为20.22万亿元，较2015年末16.30万亿元增长24.05%，较2015全年的增速16.68%增加7.37个百分点。

截至2016年末，单一资金信托占比50.07%，集合资金信托占比36.28%，管理财产信托占比13.65%。2014年以来，信托资金来源变动的基本态势呈现两大特点：一是单一资金信托占比一直处于持续下降过程，2014~2016年单一资金信托占比分别为62.58%、57.36%和50.07%；二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，表明信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强。2014~2016年，集合资金信托占比分别为30.70%、32.78%和36.28%。2016年末的集合资金信托资产为7.34万亿元，较年初增长37.45%。从增幅来看，财产管理类信托增幅较大，2016年末的财产管理类信托资金为2.76万亿元，较年初增长71.43%。综合表明信托业为适应市场变化而加快了提升主动管理能力的步伐，转型效应明显。

从信托功能看，2016年，融资类信托占比继续下降，为20.59%，与此同时，事务管理类信托的占比则稳步提升，2016年投资类信托占比为29.62%，事务管理类信托占比为49.79%，由此可见，过去融资信托一枝独秀的局面已经得到根本扭转，融资信托、投资信托和事务管理信托“三分天下”的格局得以形成，并且信托功能逐渐向后两项功能倾斜。

(2) 宏观经济下行，行业竞争加剧，运营管理难度加大。

信托行业目前步入到转型发展阶段。一方面，信托行业自身法律法规仍需进一步健全，明确信托行业的准入制度和市场监管制度；信托公司内部治理水平仍有待提升，风险管控措施仍需完善。另一方面，信托行业面临一定的外部风险，经济下行的背景下，传统实业面临的经营风险加大，信托产品的不良率有所提升；政策层面上的调整加大了银信合作的不确定性，信托公司主动管理的能力提出了更高的要求。

总体看，我国信托行业正处于长时间的转型期，投资信托和服务信托的比重将会不断提升，信托行业正在积极寻找新的业务立足点。

## 四、管理和内控分析

2016年，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。

2016年，公司董事、监事和管理层人员发生一定变动：其中，汤亮先生于2016年2月起任职公司董事长；马合朝先生于2016年5月起任职公司监事长；金川先生于2017年1月起接任公司总经理一职；任凯先生于2017年4月起接任公司财务总监一职。上述人事变动未对公司正常运营管理产生重大影响。

总体看，跟踪期内，公司内控管理方面延续了以往模式，经营管理团队有一定变动，但未对公司正常运营管理产生重大影响。

## 五、经营分析

### 1. 业务概况

公司是一家综合型投资控股企业，业务主要由各子公司开展运营，公司主要从事融资租赁业务，同时涵盖信托资产管理、房地产和投资咨询等多个业务领域。目前，租赁业务在公司业务范围内占有较高的比重，其运营主体为渤海金控，目前渤海金控已经打造成了以天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海租赁”）本部、皖江金融租赁股份有限公司（以下简称为“皖江金融租赁”）、Global Sea Containers Ltd.（以下简称为“GSC”）、Avolon Holdings Ltd.（以下简称为“Avolon”）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。

2016年，公司实现营业收入319.44亿元，同比增长119.82%，主要系公司并购活动使得公司合并范围扩大所致；其中，主营业务收入231.52亿元，占营业收入比重为72.48%，公司主营业务较为突出；非主营业务收入为87.91亿元，占比为27.52%，主要由集装箱业务收入和当期新增的飞机销售收入构成，非主营业务收入具有一定的持续性。2016年，公司净利润为36.72亿元，同比增长59.59%，主要系营收增长所致。

表1 2015~2016年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁收入	109.35	80.54	44.08	168.97	72.98	59.24
商品销售收入	0.41	0.30	1.24	35.71	15.42	0.29
手续费及佣金收入	10.58	7.79	99.36	13.21	5.71	81.51
咨询收入	1.15	0.85	100.00	8.28	3.58	100.00
房地产业收入	12.31	9.07	21.69	2.56	1.11	34.37
利息收入	1.91	1.41	100.00	2.05	0.89	-715.6
服务费收入	--	--	--	0.41	0.18	21.67
其他	0.05	0.04	--	0.34	0.15	--
<b>合计</b>	<b>135.77</b>	<b>100.00</b>	<b>46.82</b>	<b>231.52</b>	<b>100.00</b>	<b>45.73</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：手续费及佣金净收入主要是公司的信托业务收入

从主营业务收入构成来看，租赁收入占比较高，仍是公司主要收入来源；2016年，租赁业务收入规模增加较快，但受信托业务收入增长以及商品销售收入大幅增长的影响，其占主营业务收入比重呈现下降的态势；2016年公司租赁业务实现营业收入168.97亿元，同比增长54.52%，占比72.98%，较上年下降7.56个百分点。2016年，海航投资持续推进战略转型，定位于金融类服务平台，目前正逐步退出房地产业；公司房地产业务实现收入为2.56亿元，同比下降79.20%，占比为1.11%，较年初减少7.96个百分点。2016年，受信托业务发展影响，公司手续费及佣金收入快速增长，但受租赁收入增长以及新增商品销售收入的影响，其收入占比呈下降的趋势，2016年公司手续费及佣金收入13.21亿元，同比增加2.63亿元，占主营业务收入比重为5.71%，较2015年减少2.08个百分点。2015年以来，公司新增商品销售收入，主要为长江租赁有限公司（以下简称“长江租赁”）的子公司海航期货股份有限公司（以下简称“海航期货”）的现货仓单收入；2016年实现收入35.71亿元，同比增加了35.30亿元，主要系当期海航期货现货仓单大幅增长所致，其占比由2015年的0.30%增加至2016年的15.42%。公司利息收入、咨询收入以及其他收入规模较小，占比不高。



从毛利率水平来看，2016年，海航资本主营业务毛利率为45.73%，较2015年小幅下降，主要系海航资本信托业务毛利率下降所致。具体来看，公司信托业务毛利率处于较高水平，2016年毛利率为81.51%，较2015年下降17.85个百分点（主要系当期职工费用大幅增长导致营业成本快速增加所致），但仍在80%以上；2016年租赁业务毛利率为59.24%，较2015年上升15.16个百分点，主要系租赁行业整体发展趋势以及公司内部租赁业务结构调整影响所致；受公司房地产经营战略调整的影响，房地产销售业务的毛利率呈增长趋势，2016年房地产业务毛利率为34.37%，较2015年增加12.68个百分点。

此外，2016年，公司实现投资收益34.59亿元，同比增长70.96%，主要系处置长江租赁等子公司股权和应收款项类投资产生的收益大幅增长所致；同期，投资收益占利润总额的比重为78.76%，较2015年增加9.12个百分点，贡献度较高，但处置长期股权投资获得的收益可持续性不高。

总体看，2016年，海航资本收入规模快速增长，其中租赁业务仍是其收入的主要来源；主营业务毛利率小幅波动，但整体仍处于较高水平；同时，处置长期股权投资和应收款项类投资产生的投资收益较快增长，对公司利润的贡献度较高，但处置长期股权投资获得的收益可持续性不高。

## 2. 租赁业务

目前，租赁业务仍是公司的核心业务，2016年租赁业务收入占比为72.98%。

### （1）经营概况

公司租赁业务由控股上市子公司渤海金控负责整体运营。渤海金控成立于1993年8月，截至2016年末注册资本合计为61.85亿元；经营范围包括：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、投资咨询与服务等。渤海金控围绕基础设施、新能源及设备、飞机租赁等领域开展业务，逐步形成以旗下子公司天津渤海租赁（本部）、皖江金融租赁、GSC、Avolon为核心的项目操作平台。渤海金控于2016年完成了对爱尔兰飞机租赁公司Avolon的收购，并于2017年4月完成了对CIT Group Inc.（以下简称“CIT”）下属飞机租赁业务的收购，现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。2016年，渤海金控对相关业务进行了整合；其中渤海金控将原香港航空租赁有限公司（以下简称“香港航空租赁”或“HKAC”）并入Avolon进行整合，通过将两个管理团队合并为一个管理团队，精简人员和组织架构、整合公司法律结构、统一运营系统和IT系统、合并财务报告、统一飞机采购、强化飞机处置功能，大大提升了公司在飞机租赁及销售的行业竞争力；同时，渤海金控通过GSC完成了对Seaco SRL和Cronos Ltd.的整合，通过将两个管理团队合并为一个管理团队、精简人员队伍、合并办公场所、统一财务系统、统一管理模式实现了集装箱租赁业务的统一采购、统一运营和统一管理，节省了公司的运营成本，规模效应和协同效应逐步显现。

截至2016年底，渤海金控主要业务及子公司情况见下表。渤海金控为控股型公司，母公司不经营具体业务，业务主要通过全资子公司天津渤海租赁本部及其控股子公司皖江金融租赁、Avolon、GSC（统一运营Seaco和Cronos的业务）经营。其中，天津渤海租赁本部、皖江金融租赁从事融资租赁业务，大部分采用售后回租的形式，少部分采用直接租赁的形式；Avolon和GSC主要从事经营租赁业务。

表2 截至2016年末渤海金控主要子公司情况

名称	所处行业	主要产品或服务	注册资本	持股比例
天津渤海租赁	租赁	融资租赁	221.01（亿元）	100.00%
皖江金融租赁	租赁	金融租赁	46.00（亿元）	55.00%
GSC	租赁	集装箱租赁	102（美元）	100.00%
Avolon	飞机租赁	飞机租赁	1 普通股（美元）	100.00%

资料来源：公司提供

在国际飞机租赁业务领域，2016年1月，渤海金控顺利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，并于2017年4月完成了对 CIT 下属飞机租赁业务的收购，现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司；此外，渤海金控与 GE Capital Aviation Services LLC（以下简称“GECAS”）达成了45架飞机资产包收购协议，截至2017年6月2日，该收购协议已全部完成，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。在国际集装箱租赁领域，公司旗下两家集装箱租赁公司 Seaco 和 Cronos 继续保持全球领先地位，协同效应逐步显现。在境内租赁业务领域，渤海金控的租赁业务规模保持了较好的增长态势，全资子公司天津渤海注册资本增至221.01亿元，成为国内最大的内资融资租赁试点企业之一。在融资渠道方面，渤海金控成功拓展了银行间市场超短期融资券、金融债、PPN等融资渠道，对公司租赁业务发展提供了强有力的支持。

2016年以来，渤海金控实施“以租赁产业为基础，构建多元金融控股集团”的发展战略，在积极开拓飞机租赁、集装箱租赁、基础设施租赁等租赁业务同时，通过增资渤海人寿保险股份有限公司（持股20.00%）、注资聚宝互联科技（深圳）股份有限公司、参股天津银行股份有限公司（持股1.77%）等方式进一步增强渤海金控在保险、银行等金融领域的资源配置，完善多元金融业态布局。

截至2016年底，渤海金控总资产2,166.32亿元，所有者权益377.37亿元；2016年实现营业收入242.58亿元，同比增长146.86%；实现净利润28.41亿元，同比增长58.89%。截至2016年末，渤海金控整体应收融资租赁款不良率为1.46%，处于较低水平。

整体看，渤海金控依托多元化租赁平台资源，形成了具有自身特色的租赁业务体系，盈利能力较强。

## （2）渤海金控旗下子公司情况

### 天津渤海租赁

天津渤海租赁成立于2007年，其前身为天津海航租赁控股有限公司，注册地为天津港保税区空港经济区，是经国家商务部和税务总局联合审批的第五批内资融资租赁试点企业。截至2016年底，天津渤海租赁注册资本221.01亿元，位居中国融资租赁十强企业之首。天津渤海租赁业务范围包括经营租赁、杠杆租赁、售后回租、厂商租赁等业务，融资来源主要有银行贷款、战略投资、信托融资等，目前正积极探索资产证券化等融资渠道。

天津渤海租赁本部主营市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁、新能源/清洁能源设施和设备租赁以及飞机租赁业务。2016年，天津渤海租赁本部累计完成了42个融资租赁项目，较上年增长20.00%，累计租赁合同规模为320.26亿元，较上年增长33.06%，主要有基础设施租赁项目、飞机租赁项目、商业物业租赁项目等项目。从项目分布情况看，截至2016年末，天津渤海租赁本部基础设施（包括公路道路、桥梁、管网等）租赁资产余额57.81亿元，占比24.01%；飞机租赁资产余额119.43亿元，占比49.59%；商业物业租赁资产余额56.19亿元，占比23.33%；机械设备租赁资产余额7.40亿元，占比3.07%。

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、并购贷款等多渠道融资。

截至 2016 年底，天津渤海租赁资产总额为 537.64 亿元，较年初大幅增长 72.08%；2016 年，天津渤海租赁实现营业收入为 17.57 亿元，同比增长 43.90%，利润总额为 6.48 亿元，同比增长 56.90%。

总体看，天津渤海租赁业务快速发展，基础设施租赁、商业物业和飞机租赁占比较高，融资渠道不断拓宽。

### 皖江金融租赁

皖江金融租赁成立于 2011 年，由天津渤海租赁、芜湖市建设投资有限公司和美的集团股份有限公司共同出资设立，持股比例分别为 55.00%、33.00% 和 12.00%，注册资本 30.00 亿元，注册地安徽省芜湖市。2015 年 11 月，皖江金融租赁成功登陆新三板，成为国内首家在新三板挂牌的金融租赁公司。

2016 年，皖江金融租赁通过持续深化与当地银行业务的配合、积极开展营销活动等手段，租赁业务实现快速发展。截至 2016 年末，皖江金融租赁租赁项目共计 4,095 笔，租赁合同本金为 488.07 亿元，较上年末增长 47.04%；其中当年新增项目 2,677 笔，新增投放金额 232.01 亿元，在安徽地区投放金额 12.52 亿元，较上年减少 76.42%，占当年新增投放额的 5.40%；单一最大承租人融资余额占净资产的比例为 14.75%，远低于监管要求（低于 50%）。皖江金融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。

皖江金融租赁作为金融租赁公司，具有低成本借贷的资金优势。截至 2016 年底，皖江金融租赁授信总额度 656.22 亿元，已使用 238.58 亿元，年内新增信用额度 164.40 亿元。

截至 2016 年底，皖江金融租赁资产总额 392.69 亿元，较年初增长 47.90%；2016 年，皖江金融租赁实现营业收入为 24.56 亿元，同比增长 47.51%，利润总额为 6.87 亿元，同比增长 31.61%。

总体来看，2016 年，皖江金融租赁业务规模快速增长，资产规模不断增加。

### Avolon

2016 年，渤海金控顺利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，成为全球领先的飞机租赁公司之一；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。2016 年，Avolon 纳入了渤海金控的合并范围。2016 年，公司对相关业务进行了调整，HKAC 被划入了 Avolon，由 Avolon 进行统一运营管理。截至 2016 年末，Avolon 资产总计 999.90 亿元，净资产 345.17 亿元，全年实现营业收入 148.05 亿元，净利润 23.64 亿元。

2016 年 7 月，渤海金控通过 Avolon 等子公司与 GECAS 达成了 45 架飞机资产包收购协议，该协议已于 2017 年 6 月 2 日全部交割完成，进一步巩固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，公司通过渤海金控及 Avolon 启动了对 CIT 下属飞机租赁业务的收购，即收购 CIT 持有的 C2 Aviation Capital LLC（以下简称“C2”）100% 股权，并于 2017 年 4 月完成了此次收购的股权交割，现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。

### GSC

GSC 负责运营 Seaco SRL 和 Cronos Ltd 两公司。

2016 年，渤海金控通过 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。截至 2016 年末，GSC 总资产规模 405.85 亿元，归属于母公司所有者权益

92.47 亿元；2016 年实现营业收入 50.52 亿元，利润总额 4.01 亿元。截至 2016 年末，GSC 拥有 142.16 万个集装箱，2016 年，GSC 整体集装箱平均利用率为 91.70%，平均租金为 1.65 美元/天，其中集装箱干柜是数量最多的集装箱产品（占 77.90%，按照数量计算），集装箱干柜平均利用率为 92.00%、平均租金为 0.80 美元/天。

表 3 2016 年底 GSC 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	1,107,361	92.00	0.80
冷藏集装箱	168,527	95.00	4.83
特种集装箱	103,573	85.70	3.47
罐式集装箱	42,099	86.10	6.72
<b>合计</b>	<b>1,421,560</b>	<b>91.70</b>	<b>1.65</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，跟踪期内，随着收购Avolon和C2的完成，公司综合实力进一步增强；随着公司对租赁业务的整合，相关业务的规模效应和协同效应逐步显现，行业竞争力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司面临一定的资产整合风险，被并购的国外企业预期收益能否实现值得关注；此外，GSC和Avolon等海外公司资产均以美元计价，美元汇率的波动将对公司整体业绩产生一定影响，公司收入的稳定性值得关注。

### 3. 信托业务

2016 年，公司信托业务规模稳定增长，但业务收入占比受租赁收入快速增长的影响呈下降趋势。公司信托业务主要由子公司渤海信托负责运营。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。经中国银监会批准，2004 年 1 月获准重新登记，截至 2016 年末，注册资本 26.40 亿元。截至 2016 年末，渤海信托资产规模为 85.62 亿元，净资产 70.46 亿元；2016 年实现收入 12.52 亿元，净利润 6.74 亿元。

#### （1）业务运营

2016 年，渤海信托业务模式依然包括自营业务和信托业务。

#### 信托业务

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 2016 年底，渤海信託管理的信托资产规模为 3,463.77 亿元，业务规模较上年增加 60.23%。从类型分类看，渤海信托信托资产仍以单一资金信托为主，2016 年的占比为 72.07%，较 2015 年减少 9.51 个百分点。

2016 年，渤海信托主动管理信托规模有所下降，被动型管理信托规模有所上升，相应的信托报酬率也有所下降。截至 2016 年底，渤海信托被动管理型信托资产 3,203.48 亿元，占受托管理资产总额的 92.49%，较上年增加 16.07 个百分点。被动管理型信托仍以融资类信托为主（占 80.99%，较上年减少 6.67 个百分点），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，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，整体风险比较可控。

表 4 渤海信托业务分布情况 (单位: 亿元)

信托资产	2015 年	2016 年
集合	290.91	785.97
单一	1,763.51	2,496.44
财产权	107.31	181.36
<b>合计</b>	<b>2,161.73</b>	<b>3,463.77</b>
<b>主动管理型信托资产:</b>		
证券投资类	--	--
股权投资类	46.14	12.99
融资类	446.91	236.72
事物管理类	16.78	10.58
<b>小计</b>	<b>509.82</b>	<b>260.29</b>
<b>被动管理型信托资产:</b>		
证券投资类	19.73	72.92
股权投资类	112.19	110.61
融资类	1,317.53	2,594.35
事务管理类	202.46	425.59
<b>小计</b>	<b>1,651.90</b>	<b>3,203.48</b>

资料来源: 公司提供

从信托业务行业投资方向来看, 渤海信托仍主要投向为实业、基础产业和金融机构; 截至 2016 年底, 实业投放规模为 1,728.50 亿元, 占管理总资产规模的 49.90%, 基础产业投放规模 519.85 亿元, 占管理总资产规模的 15.01%, 金融机构投放规模为 820.87 亿元, 占管理总资产规模的 23.70%。

表 5 渤海信托资金投向行业分布 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年		2016 年	
	规模	占比	规模	占比
基础产业	392.49	18.16	519.85	15.01
房地产业	181.07	8.38	228.29	6.59
证券市场	19.73	0.91	72.92	2.11
实业	1,296.88	59.99	1,728.50	49.90
金融机构	229.47	10.62	820.87	23.70
其他	42.08	1.95	93.34	2.69
<b>合计</b>	<b>2,161.73</b>	<b>100.00</b>	<b>3,463.77</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

### 自营业务

渤海信托自有资产主要用于同业存款、基金投资和理财产品投资等, 其相应的风险较低。

2016 年以来, 渤海信托自有资产的结构有所调整, 其中, 可供出售金融资产规模 38.67 亿元, 主要为理财产品和股权投资, 占自营资产的 45.17%, 规模较之前年度有小幅提升, 但占比有所下降; 随着贷款和应收利息的回收, 贷款及应收款的占比大幅下降。

2016 年, 渤海信托营业收入和盈利水平快速增长; 2016 年, 渤海信托实现营业收入 12.52 亿元, 同比增长 17.01%, 实现净利润 6.74 亿元, 同比增长 22.77%; 截至 2016 年末, 渤海信托资产合计为 85.62 亿元, 较 2015 年末增长 76.61%, 主要系贷款、投资理财等产品等存量项目的增长所致。

表 6 渤海信托自有资产运用与分布 (单位: 亿元, %)

资产运用	金额	占比
货币资产	26.94	31.46
贷款及应收款	15.75	18.40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3.23	3.78
可供出售金融资产	38.67	45.17
其他	1.02	1.19
<b>资产总计</b>	<b>85.62</b>	<b>100.00</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; 但目前信托资产以被动管理型信托为主, 整体信托报酬率较低。

#### (2) 风险管理

2016 年, 渤海信托净资本快速增加, 截至 2016 年底, 渤海信托净资本为 56.70 亿元, 较 2015 年底增加 63.07%, 主要系 2015 年净利润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 15.88 亿元, 较 2015 年底增长 40.53%, 系渤海信托各项经营规模增加导致风险资本上升所致。从主要风控指标来看, 2016 年, 随着渤海信托净资本的持续增加和各项业务风险资本之和的整体减少, 使得渤海信托净资本/各项业务风险资本之和呈持续上升态势, 截至 2016 年底该指标为 356.94%, 较 2015 年增加 49.30 个百分点。2016 年, 净资本/净资产指标持续减少, 截至 2016 年底该指标为 80.47%, 但仍远高于监管标准。

表 7 渤海信托风险监控指标 (单位: 亿元, %)

项目	2015 年	2016 年	监管标准
净资本	34.77	56.70	≥2
固有业务风险资本	4.76	9.19	--
信托业务风险资本	6.54	6.69	--
各项业务风险资本之和	11.30	15.88	--
净资本/各项业务风险资本之和	307.64	356.94	≥100%
净资本/净资产	82.14	80.47	≥40%

资料来源: 公司提供

整体来看, 2016 年, 渤海信托稳健发展, 营业收入和净利润快速增长, 主要风险监控指标均符合相关监管政策要求。

#### 4. 房地产业务

2016 年, 海航资本房地产业务仍由海航投资具体经营。海航投资成立于 1993 年, 于 1996 年在深圳证券交易所上市, 股票代码“000616.SZ”。2002 年, 海航投资主营业务由原来以酒店业、房地产业、生物制药业为主, 调整为以房地产业、教育产业、酒店旅游业为主。经历次更名, 2015 年 2 月, 海航投资更名为现用名, 证券简称由原“亿城投资”变更为“海航投资”。截至 2016 年底, 海航投资总资产规模 88.98 亿元, 负债总额 45.49 亿元, 所有者权益为 43.49 亿元; 2016 年实现营业收入 2.87 亿元, 净利润 -4.77 亿元, 主要系当期房地产销售收入下降所致。

2016 年, 海航投资持续推动经营战略转型, 逐渐处置所持有的房地产项目, 以致海航投资房地产收入以及在建项目逐年减少。

##### (1) 项目建设开发情况

2016 年, 伴随海航投资的逐步转型, 房地产投资及建设规模逐年减少。截至 2016 年末, 海航

投资持有房地产开发项目仅包括上海前滩项目和天津亿城堂庭项目。2016年，海航投资当年完成房地产开发投资4.10亿元，房屋施工面积9.28万平米（上海前滩项目），当年无竣工项目。

表 8 2015~2016 年海航投资房地产业务经营数据（单位：亿元，万平米）

项目	2015 年	2016 年
房地产开发完成投资额	8.76	4.10
房屋施工面积	26.78	9.28
房屋竣工面积	9.28	--

资料来源：公司提供

## （2）房产销售情况

2016年，受在建、在售项目减少的影响，海航投资当期仅销售房屋1.33万平方米，同比减少78.23%。从房产销售价格来看，2016年，海航投资房产销售平均价格较2015年增长15.52%，主要是因为海航投资销售房屋户型及销售时间不同，销售均价存在一定差异所致。从结转面积来看，2016年，由于海航投资完工面积大幅下降使得结转面积明显下降。

表 9 2015~2016 年公司房屋销售情况（单位：万平方米，元/平方米，亿元）

项目	2015 年	2016 年
房屋销售面积（万平方米）	6.11	1.33
平均销售价格（元/平方米）	13,682.49	15,805.70
实际销售额（亿元）	8.36	2.56
结转面积（万平方米）	7.84	1.33
结转金额（亿元）	11.54	2.56

资料来源：公司提供

截至2016年底，海航投资在建项目1个（上海前滩项目）和在售项目1个（天津亿城堂庭项目）。

表 10 截至 2016 年底在建、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）	53.83	49.50	45.27	33.15	19.61
上海前滩项目	综合体（住宅+写字楼）	9.28	34.96	21.81	6.49	0.00
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>63.11</b>	<b>84.46</b>	<b>67.08</b>	<b>39.64</b>	<b>19.61</b>

资料来源：公司提供

海航投资转型方面，自2013年下半年以来，海航投资确立了“打造金融投资平台”的发展战略。为加快战略转型，海航投资2016年持续推进52.00亿元非公开发行股票项目，以所募集资金分别收购华安保险19.64%股权和新生医疗100%股权，目前该项目已获中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核通过。同时，海航投资也大力拓展基金业务，当前已与铁狮门基金合作，共同管理3.38亿美元基金，并与恒泰证券成立了投资管理公司负责投资类业务的运营；此外，海航投资还努力发展养老业务，在推进全资子公司北京养正投资有限公司养老业务发展的基础上，又与欧洲最大的养老康复集团法国欧葆庭之欧葆庭（上海）企业管理咨询有限公司开展合作，努力谋求在中高端养老领域的发展。

总体看，2016年，海航投资持续推进发展战略转型，未再新增土地储备与传统房地产开发项目，目前仅余少量在建、在售项目；海航投资在打造金融投资平台方面已有所发展，现已开展基

金管理等业务。未来，随着海航投资的战略转型推进，房地产销售收入预计将进一步减少，收入将逐步得到改善并实现多元化。

## 5. 重大事项

2016年10月，公司旗下子公司渤海金控发布渤海金控及其全资子公司收购C2 100%股权的提示性公告；公告称渤海金控拟通过下属全资子公司Avolon以支付现金的方式收购美国纽约证券交易所上市公司CIT Group Inc.下属飞机租赁业务即CIT子公司C2 100%的股权，C2 100%股权的交易价格约为99.95亿美元；2017年4月4日，本次收购交易已完成股权交割，渤海金控的飞机租赁业务规模和市场占有率得到进一步提升，行业竞争力得到进一步增强，现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。

## 6. 未来发展

公司未来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。

公司旗下租赁子公司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、资源整合等手段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。

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年财务数据已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司提供的2016年财务数据经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。总体看，随着公司并购业务的开展，公司合并范围有所变化，对公司整体资产规模产生一定影响，因此财务数据可比性一般。

表11 2016年公司合并范围变化情况（单位：%）

变动原因	公司名称	方向	持股比例
新设	北京鼎元投资基金合伙企业（有限合伙）	增加	33.33
新设	天津航诚投资合伙企业（有限合伙）	增加	33.11
新设	嘉兴永文明体投资合伙企业（有限合伙）	增加	50.00
股权受让	天津盛祥投资合伙企业（有限合伙）	增加	100.00
股权转让	长江租赁有限公司	减少	4.57
股权转让	扬子江国际租赁有限公司	减少	--
股权转让	浦航租赁有限公司	减少	19.54



股权转让	海航租赁控股（北京）有限公司	减少	--
股权转让	天津盛兴投资合伙企业（有限合伙）	减少	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 3,494.95 亿元，负债合计 2,432.48 亿元，所有者权益合计 1,062.48 亿元，其中少数股东权益 684.76 亿元；2016 年，公司实现合并营业收入 319.44 亿元，净利润 36.72 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 18.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 107.48 亿元，现金及现金等价物净增加额为-136.84 亿元。

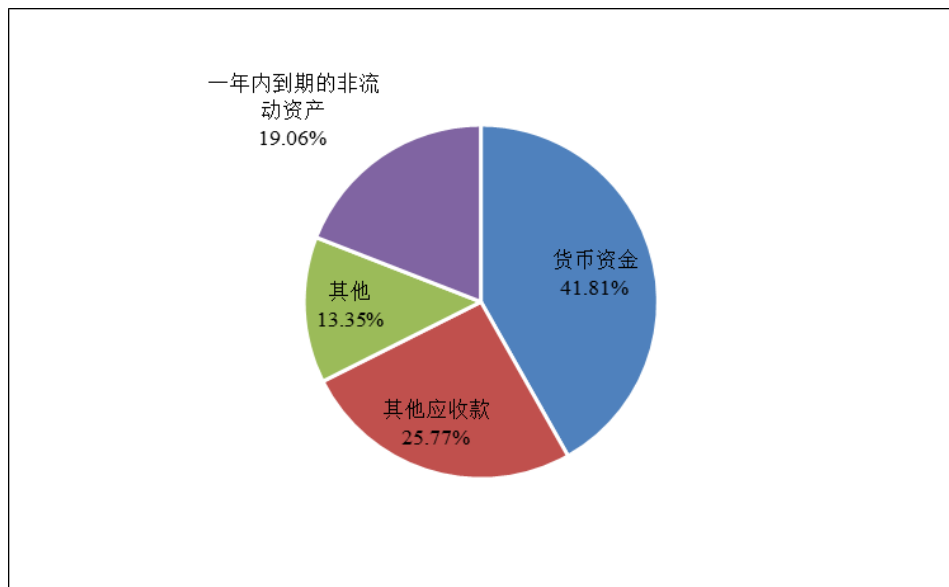
## 2. 资产质量

截至 2016 年末，公司合并资产总额为 3,494.95 亿元，较年初增长 47.49%，主要系公司子公司渤海金控进行并购使得合并范围增大所致。截至 2016 年底，公司流动资产 849.98 亿元（占比 24.32%）、非流动资产 2,644.97 亿元（占比 75.68%），公司资产结构仍以非流动资产为主，主要与公司的主营业务融资租赁的性质有关。

### 流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产为 849.98 亿元，较年初减少 9.59%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 41.81%）、其他应收款（占比 25.77%）和一年内到期的非流动资产（占比 19.06%）构成，具体见下图所示。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告, 联合评级整理。

2016 年，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成；截至 2016 年末，货币资金余额为 355.41 亿元，较年初减少 5.01%，主要系公司偿还部分债务所致。其中，截至 2016 年底使用受限的货币资金为 182.01 亿元，占全部货币资金的 51.21%，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，公司受限的货币资金占比较高。

2016 年，公司其他应收款主要由海航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 2016 年末，公司其他应收款余额为 219.06 亿元，较年初减少 18.95%，主要系应收关联方款项减少所致。截至 2016 年底，公司对其他应收账款共计提坏账准备 0.11 亿元，计提比例为 0.05%，考虑到其他应收款中部分为关联方的往来款，风险较低，因此未进行坏账计提

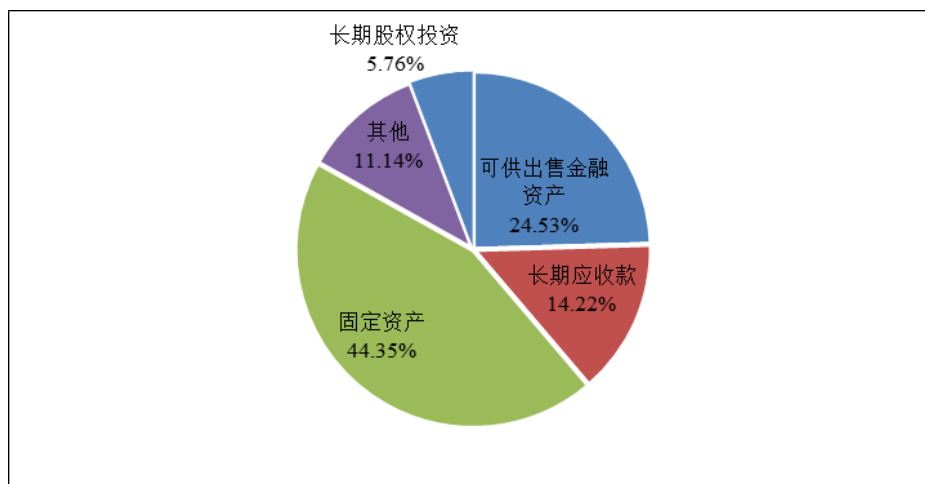
准备，公司其他应收款坏账准备计提比例较为合理；但该款项对公司资金形成了一定程度的占用，亦增加了与关联方的资金关联风险。

公司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、应收款项类投资以及持有至到期投资构成。截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动资产余额为 162.02 亿元，较年初增长 5.65%，主要系子公司渤海金控一年内到期的应收融资租赁款增加所致。

### 非流动资产

截至 2016 年末，公司非流动资产为 2,644.97 亿元，较年初大幅增长 85.03%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和固定资产的大幅增加所致。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 24.53%）、长期应收款（占比 14.22%）、长期股权投资（占比 5.76%）固定资产（占比 44.35%）构成，具体见下图所示。

图 3 截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016 年，公司可供出售金融资产主要由权益投资、基金投资和信托产品构成。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产为 648.77 亿元，较年初大幅增长 305.89%，主要系公司大幅增加基金投资所致。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产中权益投资占比 29.68%，基金投资占比 64.89%，信托产品投资占比 3.33%。

2016 年，公司长期应收款主要由应收融资租赁款构成；截至 2016 年末，公司长期应收款余额为 376.15 亿元，较年初减少 23.59%，主要系公司应收融资租赁款下降所致。截至 2016 年末，公司长期应收款计提的坏账准备为 4.93 亿元，占期末账面价值的 0.93%，计提比例较低，存在一定的资产减值风险。

2016 年，公司长期股权投资主要为对联营企业的投资；截至 2016 年末，长期股权投资账面价值为 152.42 亿元，较年初大幅增长 223.44%，主要系公司增加对联营企业的股权投资所致。截至 2016 年末，公司长期股权投资中用于质押的账面价值为 46.39 亿元，占比为 30.44%，担保比例一般。

2016 年，公司固定资产主要由机器设备、飞机和运输设备构成；截至 2016 年末，固定资产净额为 1,172.97 亿元，较年初增长 95.08%，主要系公司业务扩张增加设备购买以及并购业务导致飞机及发动机增加所致。其中，2016 年末用于担保的固定资产账面价值为 1,066.43 亿元，担保比例高。截至 2016 年末，固定资产累计计提折旧 86.91 亿元，计提减值准备 5.16 亿元，固定资产成新率为 91.74%，固定资产成新率较高。

总体来看，跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，货币资金比较充足但受限资金占比较高；其他应收款占比较高，存在资金占用与关联方资金关联风险；公司固定资产规模大，符合公司主营业务特征，但用于担保的固定资产比例较高。整体看，公司受限资产占比较高，资产流动性一般，资产质量一般。

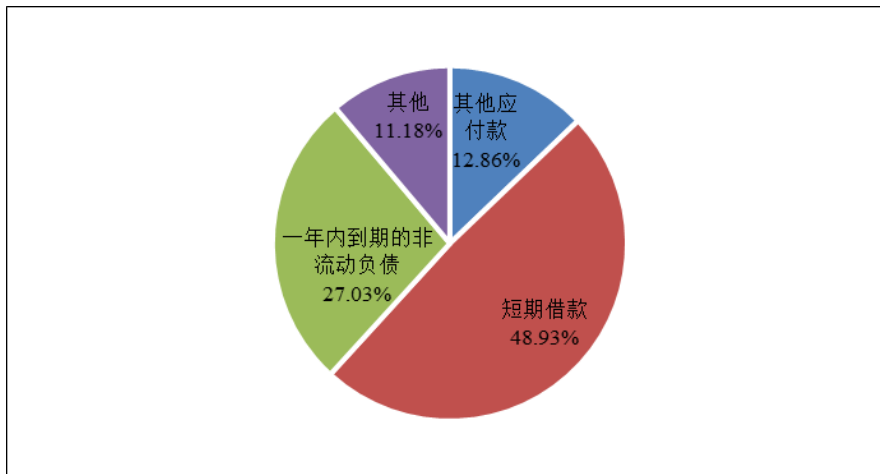
### 3. 负债及所有者权益

截至 2016 年末，公司负债总额为 2,432.48 亿元，较年初增长 31.45%，主要系长期借款快速增长导致非流动负债的快速增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债 767.90 亿元（占比 31.57%）、非流动负债 1,664.58 亿元（占比 68.43%），公司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 2016 年末，公司流动负债 767.90 亿元，较年初增长 6.22%，主要系短期借款和一年内到期非流动负债的快速增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 48.93%）、其他应付款（占比 12.86%）和一年内到期的非流动负债（占比 27.03%）构成，具体情况见下图。

图 4 截至 2016 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016 年，公司短期借款主要由抵质押借款、保证借款和信用借款构成；截至 2016 年末，公司短期借款余额为 375.72 亿元，较年初增长 36.41%，主要系抵质押借款和信用借款大幅增加所致，其中主要的抵、质押品为股权和固定资产等。

2016 年，公司其他应付款主要由关联方往来款和第三方款项构成；截至 2016 年末，公司其他应付款为 98.76 亿元，较年初大幅减少 58.03%，主要系应付关联方资金大幅减少所致，一定程度上表明公司与关联方相关交易风险的降低。截至 2016 年底，公司其他应付款前五名（主要为公司关联方）占比 42.69%，分别为北京海航金融控股有限公司、海航航空集团有限公司、扬子江航空股份有限公司、Sinca Investment Limited、和海航物流集团有限公司，集中度一般。

2016 年，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款和应付债券构成；截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 207.58 亿元，较年初增长 49.22%，主要系公司一年内到期的长期借款增加所致。

#### 非流动负债

截至 2016 年末，公司非流动负债为 1,664.58 亿元，较年初增长率为 47.63%，主要系长期借

款和应付债券的增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 78.58%）和应付债券（占比 14.28%）构成。

2016 年，公司长期借款主要由质押借款和抵押借款构成；截至 2016 年末，公司长期借款余额为 1,308.01 亿元，较年初增长 38.76%，主要系公司质押借款和抵押借款大幅增加所致。截至 2016 年底，质押借款余额为 410.59 亿元，占全部长期借款的 27.33%，抵押借款期末余额为 931.46 亿元，占全部长期借款的 62.00%，抵押借款占比较高，主要通过固定资产等进行抵押。

2016 年，公司应付债券快速增长，截至 2016 年末，公司应付债券为 237.69 亿元（主要由公司债、短期融资券和资产支持证券等构成），较年初大幅增长 90.96%，主要系公司通过发行公司债券和资产支持证券等融资工具增加融资所致。

2016 年，公司全部债务规模呈快速增长趋势；截至 2016 年底，公司全部债务为 2,159.09 亿元，较 2015 年底增加 41.81%，主要系公司发行债券以及对外借款增加所致；其中，短期债务余额为 613.39 亿元，占全部债务比重为 28.41%，长期债务余额为 1,545.70 亿元，占全部债务比重为 71.59%。从集中兑付情况来看，截至 2016 年末，公司存续期内债务到期情况如下表，整体看，期限分布较为分散，其中在 2017 年到期的占比 28.04%，面临一定的短期债务偿付压力。

表 12 截至 2016 年末公司债务集中兑付情况分析（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
2017 年	613.20	28.04
2018 年	310.45	14.20
2019 年	219.35	10.03
2010 年	226.09	10.34
2021 年及以	817.89	37.40
<b>合计</b>	<b>2,186.98</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2016 年末，公司资产负债率为 69.60%，较年初减少 8.49 个百分点，主要系公司所有者权益持续快速增长所致，杠杆水平仍属较高；公司全部债务资本化比率为 67.02%，较上年减少 7.55 个百分点；长期债务资本化比率为 59.26%，较上年减少 8.01 个百分点。从负债指标看，2016 年，公司负债压力有所下降，但总体债务压力仍属较重。

总体看，2016 年，公司债务规模较高，债务水平有所下降，但仍属较高水平。

#### 所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 1,062.48 亿元，较年初大幅增长 104.67%，主要系实收资本和少数股东权益的增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 377.71 亿元，占比 35.55%，其中，实收资本占比 88.64%，资本公积占比 2.36%，其他综合收益占比 0.26%，未分配利润占比 7.79%，盈余公积占比 0.16%。截至 2016 年底，公司实收资本为 334.80 亿元，较年初大幅增长 117.34%，主要系控股股东海航集团增资所致。截至 2016 年末，公司少数股东权益为 684.76 亿元，较年初大幅增长 103.73%，主要系公司子公司持续开展并购导致合并范围内控股公司数量增多所致。公司所有者权益中少数股东权益占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

整体看，2016 年，随着公司股东的持续增资及并购的增多，所有者权益规模持续大幅增长，但公司少数股东权益占比较高，整体所有者权益结构的稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入319.44亿元，同比大幅增长119.82%，主要系公司收购多家公司，经营规模扩大使得租赁业务收入增长所致；同期，公司营业成本快速增长，为208.65亿元，同比增长160.54%，主要系随着营业规模的扩大正常增长所致。2016年，公司实现净利润36.72亿元，同比增长59.59%；其中2016年归属母公司所有者的净利润为18.60亿元，同比大幅增长212.21%。

从期间费用看，2016年公司期间费用为87.93亿元，同比增长72.85%，销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长109.19%、37.46%和90.54%；其中，公司财务费用的增加主要系公司对外融资大幅增加所致。2016年，公司销售费用占比为2.68%；管理费用占比为27.13%；财务费用占比为70.19%，销售费用占比较低，财务费用占比较高且占比快速增长。2016年，受营业收入快速增长的影响，公司费用收入比有所下降，由2015年的35.01%下降至27.53%，较上年减少了7.48个百分点。

从投资收益看，2016年公司实现投资收益34.59亿元，同比大幅增长70.96%，占当期营业利润84.58%，对营业利润的贡献度高；2016年投资收益较高主要系处置长江租赁等子公司股权和应收款项类投资收益增长所致，但其持续性不高。

从营业外收入来看，公司营业外收入主要是政府补助（主要为地方政府补贴和税收返还，具有一定的持续性）和固定资产处置利得，2016年公司营业外收入3.26亿元，同比增长0.65%，对公司利润形成了有效补充。

从盈利指标看，2016年，公司营业利润率为34.20%，较上年减少8.52个百分点，主要受营业成本的增速高于营业收入的增速所致；同期，受利润总额和计入财务费用的利息支出快速增长的影响，公司总资本收益率和总资产报酬率均较2015年有所增长，但受所有者权益增加的影响，净资产收益率较2015年有所下降，2016年，上述三项比率分别为3.96%、3.80%和4.64%，公司整体盈利能力一般。

总体看，2016年，随着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，但投资收益对公司盈利的贡献度高，同时其财务费用支出规模较大且快速增长，整体盈利能力一般。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2016年公司经营活动产生的现金流仍为净流入状态，且流入规模有所扩大；2016年，公司经营活动现金净流入107.48亿元，较2015年增长404.44%。2016年公司经营活动产生的现金流入为782.88亿元，较2015年增长18.96%，主要系公司经营规模扩张以致收到的现金大幅增加和收到关联方的款项增加所致；2016年公司经营活动产生的现金流出为675.40亿元，较2015年增长6.06%，主要系支付给关联方的资金大幅增加所致。从收入实现质量指标看，2016年，公司现金收入比为84.14%，较上年减少26.65个百分点，公司收入的实现质量一般。

从投资活动来看，2016年，公司投资活动产生的现金流仍为净流出状态，且流出规模快速增长；2016年，公司投资性现金净流出1,199.71亿元，较2015年增长174.47%。2016年，公司投资活动产生的现金流入为650.28亿元，较2015年增长90.00%，主要系2016年公司处置部分子公司股权使得收回投资收到的现金大幅增加所致。2016年，公司投资活动产生的现金流出为1,849.99亿元，较2015年增长137.37%，主要系2016年公司子公司为开展租赁项目进行的购买固定资产以及增加对外投资所致。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动产生的现金流仍为净流入状态，且流入规模逐渐扩大；2016年，公司筹资性现金净流入955.39亿元，较2015年增长47.89%。2016年，公司筹资活动产

生的现金流入为 2,111.09 亿元，较 2015 年增长 77.40%，主要系发行债券和取得银行借款收到的现金大幅增加所致。2016 年，公司筹资活动产生的现金流出为 1,155.70 亿元，较 2015 年大幅增长 112.45%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致。

表13 2015~2016年公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	21.31	107.48
投资性现金流量净额	-437.10	-1,199.71
筹资性现金流量净额	646.02	955.39
现金及现金等价物净增加额	230.22	-136.84
期末现金及现金等价物余额	319.04	184.90

资料来源：公司审计报告

总体看，2016 年，公司投资活动频繁且规模较大，公司主要依赖对外融资来满足投资的资金需求，使得筹资活动净流入金额较大。考虑到未来租赁业务规模继续扩大等的影响，公司仍然存在较大的对外融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年公司流动比率为 1.11 倍，较上年减少 0.19 倍；速动比率为 1.06 倍，较上年减少 0.19 倍，但公司短期偿债能力仍尚可。从现金类资产对短期债务的覆盖程度看，公司现金短期债务比指标由 2015 年的 0.82 倍下降至 2016 年的 0.58 倍，属较低水平，公司面临一定的流动性紧张问题。从经营活动现金流净额对流动负债的覆盖程度看，2016 年，公司经营现金流流动负债比率为 14.00%，较上年增加 11.05 个百分点，但公司经营性现金流量净额对流动负债的保障程度仍较低。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 166.21 亿元，同比增长 76.80%；公司 2016 年的 EBITDA 由折旧（占 31.52%）、摊销（占 1.21%）、计入财务费用的利息支出（占 40.76%）和利润总额（占 26.51%）组成，计入财务费用的利息支出和折旧在 EBITDA 构成中占比较大。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.42 倍，较上年减少 0.29 倍，但对利息的保障倍数能力较好；公司 EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，较上年增加 0.02 倍，但对全部债务的保障能力仍属较低水平。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 12.86 亿元，对外担保规模一般，被担保企业主要为关联担保，或有负债风险不高。

截至 2016 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。

截至 2016 年底，公司合并口径共获得银行授信额度总额超过 1,101.94 亿元，其中 653.41 亿元尚未使用。公司控股子公司渤海金控和海航投资均为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》，截至 2017 年 4 月 13 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息记录。公司债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较低；但考虑到，公司融资租赁的业务特征以及资产规模较大，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，公司偿债能力很强。

## 七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司净资产总额为 1,062.48 亿元，为公司“16 海资 01”和“16 海资 02”本金合计（40.00 亿元）的 26.56 倍，公司净资产对债券的覆盖程度高；净资产能够对“16 海资 01”和“16 海资 02”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 166.21 亿元，为债券本金合计（40.00 亿元）的 4.16 倍，公司盈利对“16 海资 01”和“16 海资 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金净流入 107.48 亿元，为债券本金合计（40.00 亿元）的 2.69 倍，公司经营活动现金净流量对公司债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司租赁业务行业地位优势明显，经营规模不断扩大，以及较强的股东背景，公司对“16 海资 01”和“16 海资 02”的偿还能力很强。

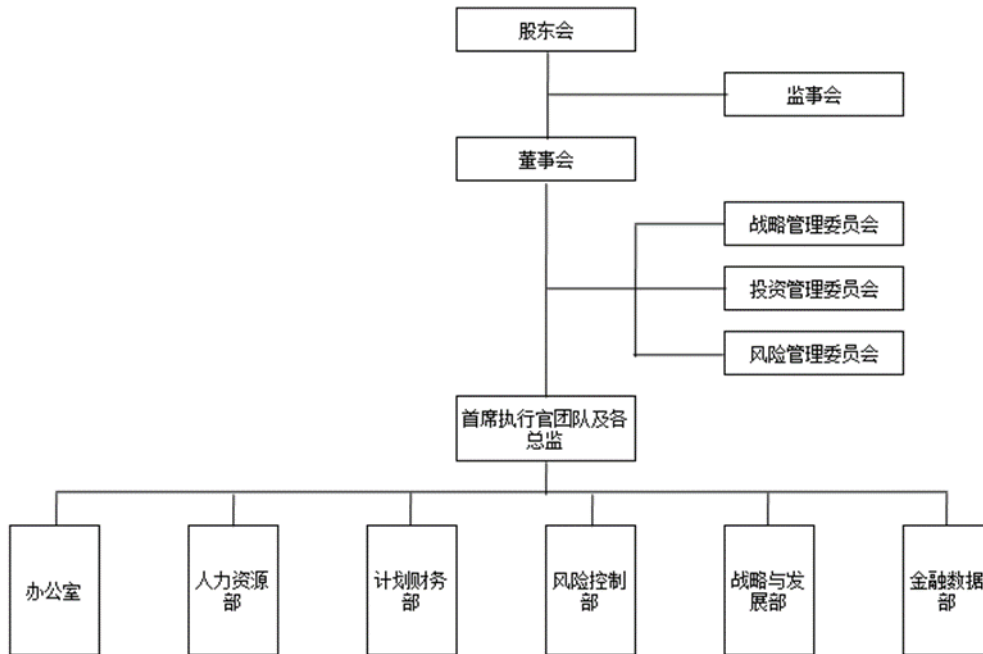
## 八、综合评价

联合评级对海航资本的跟踪评级，反映其业务以租赁和信托为主，整体发展较好，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；2016 年，渤海金控完成了对 Avolon100%的股权收购；2017 年 4 月完成了对 CIT 下属飞机租赁业务的收购，其飞机租赁业务竞争力进一步增强，现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。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，2016 年，海航集团对公司进行增资 190.76 亿元，进一步增强了公司资本实力，体现其在业务发展、资金使用等方面给予公司的大力支持。此外，2016 年，公司引进新股东，新股东对公司增资 40.00 亿元，公司资本实力进一步增强，为公司的进一步发展奠定了基础。

同时，联合评级关注到公司所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般；近年来，公司进行了多次大规模并购，公司境内外各平台间协同及资产整合的难度有所增加；同时，公司业务涵盖多个行业，增加了公司运营管理难度。

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

### 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	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	2,369.61	3,494.95
所有者权益 (亿元)	519.11	1,062.48
短期债务 (亿元)	455.45	613.39
长期债务 (亿元)	1067.12	1,545.70
全部债务 (亿元)	1522.57	2,159.09
营业收入 (亿元)	145.32	319.44
净利润 (亿元)	23.01	36.72
EBITDA (亿元)	93.73	166.21
经营性净现金流 (亿元)	21.31	107.48
应收账款周转次数 (次)	9.77	18.69
存货周转次数 (次)	1.64	5.48
总资产周转次数 (次)	0.08	0.11
现金收入比率 (%)	110.79	84.14
总资本收益率 (%)	3.44	3.96
总资产报酬率 (%)	3.22	3.80
净资产收益率 (%)	5.58	4.64
营业利润率 (%)	42.72	34.20
费用收入比 (%)	35.01	27.53
资产负债率 (%)	78.09	69.60
全部债务资本化比率 (%)	74.57	67.02
长期债务资本化比率 (%)	67.27	59.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.71	2.42
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.08
流动比率 (倍)	1.30	1.11
速动比率 (倍)	1.25	1.06
现金短期债务比 (倍)	0.82	0.58
经营现金流动负债比率 (%)	2.95	14.00
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.34	4.16

### 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