

# 联合资信评估有限公司

## 承诺书

本机构承诺出具的渤海金控投资股份有限公司 2017 年度跟踪信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



# 跟踪评级公告

联合[2017] 765号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定上调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，并维持“17渤海金控 CP001” A-1 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月六日

评级业务专用章

1101030045109

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

# 渤海金控投资股份有限公司

## 短期融资券跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 渤海金控 CP001	15 亿元	2017/4/24-2018/4/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 6 日

### 主要数据

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产总额(亿元)	2851.68	2166.32	1319.01	677.21
应收融资租赁款(亿元)	559.18	530.91	423.14	323.99
固定资产(亿元)	1172.27	1172.83	478.66	272.94
股东权益(亿元)	381.62	377.37	325.39	125.98
归属于母公司股东权益(亿元)	312.95	311.48	272.91	97.89
全部债务(亿元)	2375.84	1686.52	938.76	498.99
资产负债率(%)	86.62	82.58	75.33	81.40
全部债务资本化比率(%)	86.16	81.72	74.26	79.84
长期债务资本化比率(%)	83.08	76.84	66.70	72.99
流动比率(%)	205.93	92.17	126.84	66.10
项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入(亿元)	95.01	242.58	96.59	68.52
净利润(亿元)	5.60	28.41	17.88	11.79
EBITDA(亿元)	-	123.59	62.08	40.25
经营性净现金流(亿元)	29.24	139.45	70.14	47.35
费用收入比(%)	-	21.72	26.97	24.35
平均总资产收益率(%)	-	4.13	3.74	3.99
平均净资产收益率(%)	-	1.63	1.79	1.89
平均净资产收益率(%)	-	8.09	7.92	11.23
经营现金流动负债比(%)	5.41	28.81	21.29	23.52
EBITDA 全部债务比(%)	-	7.33	6.61	8.07
EBITDA 利息倍数(倍)	-	3.07	3.55	3.84

数据来源: 公司 2014~2016 年审计报告及 2017 年 3 月末财务报表, 联合资信整理; 2017 年 1~3 月财务数据未经审计; 以上财务数据及指标均为合并口径。

### 分析师

刘睿 卢司南

电话: 010-85679696 传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

### 评级观点:

渤海金控投资股份有限公司的前身是 1993 年以定向募集方式设立的新疆汇通(集团)股份有限公司, 历经多次股权转让及增资扩股, 2011 年 6 月, 新疆汇通(集团)股份有限公司正式变更为渤海租赁股份有限公司(以下简称“渤海租赁”); 2016 年 2 月, 渤海租赁更名为“渤海金控投资股份有限公司”(以下简称“公司”)。公司是国内首家拥有上市融资平台的租赁公司, 且拥有内资融资租赁牌照、金融租赁牌照和境外租赁业务平台。公司治理机制运行良好, 依托多元化的租赁平台资源, 业务收入快速增长, 公司盈利能力较强。海航集团资本实力强, 融资渠道广泛, 拥有多元化的产业服务平台, 能够在业务发展等方面给予公司较大支持。同时, 公司资本运作频繁, 债务规模及杠杆水平快速上升, 财务负担重。

近年来, 通过多次战略并购, 公司逐步实现了境内、境外和不同行业租赁业务的布局, 国际化战略基本实现; 公司来源于境外业务的收入占总收入的比例超过 80%。2017 年 4 月, 公司通过全资子公司 Avolon 收购的 CIT 集团旗下飞机租赁资产完成标的股权过户, 已成为仅次于 GECAS 与 AerCap 的全球第三大飞机租赁公司, 未来将在此业务领域中形成明显的竞争优势。此外, 随着发展规划的逐步推进, 公司通过增资渤海人寿保险股份有限公司(以下简称“渤海人寿”)、积极推进收购华安财产保险股份有限公司股权暨重大重组项目、参股聚宝互联科技(深圳)股份有限公司、天津银行股份有限公司等方式进一步增强公司在保险、银行等金融领域的资源配置, 完成公司的多元金融业态布局, 增强自身的抗风险能力。

综上, 联合资信评估有限公司上调渤海

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，并维持“17渤海金控CP001”信用等级为A-1。

#### 优势

- 公司是国内首家拥有上市融资平台的租赁公司，拥有内资融资租赁牌照、金融租赁牌照和境外租赁业务平台，逐步形成具有自身特色的租赁业务体系，且在部分业务领域具有一定竞争优势；
- 公司已逐步形成了涵盖保险、银行、租赁等业务板块的金控平台，抗风险能力强；
- 随着海外并购的推进及对子公司的整合，飞机租赁和集装箱租赁业务规模效应逐步凸显，在全球市场均具有很强的竞争优势；
- 融资渠道较为多元化，在目前资产负债率水平较高的情况下，公司未来将更多考虑采用股权融资的方式；
- 受战略并购的影响，公司营业收入快速增长，盈利能力处于较高水平；
- 海航集团资本实力强，拥有多元化的产业服务平台，能够在业务发展等方面给予公司较大支持。

#### 关注

- 经营活动对资金需求较大，债务规模及杠杆水平快速上升，杠杆水平持续保持在高位，对外部资金依赖度较高；收购CIT Leasing的飞机租赁业务将使公司的债务负担进一步加重；
- 公司受限资产规模较大，需关注其带来的流动性风险；同时，公司海外业务占比较高，面临一定的汇率风险；
- 资本运作过程中存在一定的不确定风险，需关注未来对不同业务板块的整合效果；
- 业务规模的快速增长及多元化金融战略

的推进对公司风险管理能力提出更高要求；

- 宏观经济增速放缓、行业竞争加剧对租赁公司形成一定运营压力。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与渤海金控投资股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与渤海金控投资股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因渤海金控投资股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由渤海金控投资股份有限公司，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“17 渤海金控 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 渤海金控投资股份有限公司

## 短期融资券跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于渤海金控投资股份有限公司主体长期信用及存续期内短期融资券“17 渤海金控 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

渤海金控投资股份有限公司前身为新疆汇通(集团)股份有限公司(以下简称“新疆汇通”),是1993年经新疆维吾尔自治区股份制企业试点联审小组批准,以定向募集方式设立的股份有限公司,初始股本总额为2886.30万股,并于1996年6月在深圳证券交易所首次公开发行股票并上市。2011年10月,新疆工商行政管理局核准变更登记,新疆汇通变更为“渤海租赁股份有限公司”(以下简称“渤海租赁”),经深交所核准,证券简称由“ST 汇通”变更为“渤海租赁”,证券代码000415;2016年2月,渤海租赁更名为“渤海金控投资股份有限公司”(以下简称“渤海金控”或“公司”)。近年来,公司持续进行增资扩股,股本规模不断增加;2015年4月,公司以资本公积向全体股东每10股转增10股,分红后总股本增至35.49亿股;2015年12月,公司非公开发行股份26.36亿股,募集资金160.00亿元。截至2017年3月末,公司股本总额为61.85亿股,前五大股东持股比例合计56.61%(见表1)。

表1 公司前五大股东持股情况 单位: %

序号	项目	持股比例
1	海航资本集团有限公司	34.56

2	深圳前海融祺股权投资合伙企业(有限合伙)	8.52
3	天津燕山股权投资基金有限公司	5.01
4	西藏瑞华资本管理有限公司	4.26
5	广州市城投融资有限公司	4.26
<b>合计</b>		<b>56.61</b>

数据来源:公司2017年一季度报,联合资信整理。

公司经营范围包括: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;租赁业务的咨询服务;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;股权投资、投资咨询与服务。

截至2017年3月末,公司下设全资子公司天津渤海租赁有限公司(以下简称“天津渤海租赁”),并通过其控股皖江金融租赁股份有限公司(以下简称“皖江金融租赁”)、香港渤海租赁资产管理有限公司(以下简称“渤海资产管理”)、横琴国际融资租赁有限公司(以下简称“横琴国际租赁”)、天津航空金融服务有限公司(以下简称“天津航空金服”)四家子公司。其中,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”)100%的股权;公司在职工684人。

截至2016年末,公司资产总额2166.32亿元,其中应收融资租赁款530.91亿元,固

定资产 1172.83 亿元；负债总额 1788.95 亿元，其中长期借款 1074.06 亿元；股东权益合计 377.37 亿元；2016 年，公司实现营业收入 242.58 亿元，净利润 28.41 亿元。

截至 2016 年末，母公司资产总额 376.76 亿元，负债总额 111.19 亿元，所有者权益 265.57 亿元。2016 年，母公司实现投资收益 6.04 亿元，净利润 3.07 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 2851.68 亿元，其中应收融资租赁款 559.18 亿元，固定资产 1172.27 亿元；负债总额 2470.06 亿元，其中长期借款 1681.56 亿元；股东权益合计 381.62 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 95.01 亿元，净利润 5.60 亿元。

截至 2017 年 3 月末，母公司资产总额 406.06 亿元，负债总额 142.14 亿元，所有者权益 263.92 亿元。2017 年 1~3 月，母公司实现投资收益-0.41 亿元，净利润-1.65 亿元。

注册地址：新疆乌鲁木齐市沙依巴克区黄河路 93 号

法定代表人：金川

### 三、宏观经济环境分析

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消（见表 2）。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居

民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确

定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

表2 宏观经济主要指标 单位：%/亿美元

项目	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年
GDP增长率	6.7	6.9	7.4	7.7	7.8
CPI增长率	2.0	1.4	2.0	2.6	2.6
PPI增长率	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7
M2增长率	11.3	13.3	12.2	13.6	13.8
固定资产投资增长率	8.6	10.0	15.7	19.3	20.6
社会消费品零售总额增长率	9.6	10.7	10.9	13.1	14.3
进出口总额增长率	-0.9	-7.0	2.3	7.6	6.2
进出口贸易差额	33523	36865	23489	2592	2311

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind资讯，联合资信整理。

注：2014-2016年进出口贸易差额的单位为亿元。

#### 四、行业分析

##### (1) 行业概况

融资租赁是与银行贷款、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己的特点和优势，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。

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



融资租赁公司，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；按企业形式划分，该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资；按公司背景划分，还可划分为厂商系和独立第三方租赁公司。

自 2009 年总投资 5000 万美元以下的外资租赁公司的审批权限由商务部下放到省级商务委和国家级经济开发区后，外商租赁公司的数量每年都有大幅增加。此外，随着中国（上海）自贸区的正式运营，外资租赁公司发展速度进一步加快。据统计，大约有 2/3 的外资租赁公司系由中资境外机构作为境外投资人而设立的融资租赁公司，形成这种局面的主要原因是中国目前在对融资租赁业的监管方面存在着较大的内外资差别待遇，市场准入上外资具有“超国民待遇”，并且不同监管类型的融资租赁公司在租赁物的经营范围、外债管理等方面的要求也不尽相同，客观上形成了监管套利。由商务部流通业发展司及国家税务总局联合审批和监管的内资融资租赁试点企业数量稳步增长，由于内资试点企业相对来说准入门槛较高，并且有较多由国内具有厂商背景的公司投资设立，因此从总体来说内资试点企业运营和发展前景较好。厂商系租赁公司主要以自产的大型工程机械、医疗设备和印刷设备等作为业务重点领域，融资租赁业务来源比较稳定，但行业集中风险较高，且容易成为厂商的销售平台，经营风险较大。独立第三方租赁公司的业务模式相对简单，主要限于全额清偿的直接融资租赁模式或者售后回租模式。截至 2016 年末，据中国租赁联盟统计，中国各类融资租赁公司总数达到 7136 家，较年初增加 2628 家，增长 58.30%。其中，金融租赁公司 59 家，较年初增加 12 家；内资租赁公司 205 家，较年初增加 15 家；外商租赁公司 6872 家，较年初增加 2601 家。

## （2）行业竞争

资本市场融资、银行贷款以及融资租赁是

企业融资的主要渠道。融资租赁是一种以实物为载体的融资手段和营销方式，与银行传统信贷业务和资本市场融资有着明显的区别，具有自身的优势和特点。首先，企业选取融资租赁方式进行融资时，无须一次性筹措引进设备的所有资金，且能够根据自身财务状况，灵活地选取定期付款的额度、付款周期等。其次，融资租赁具有一定成本优势，担保和抵押的方式灵活变通，融资条件相对比较宽松。再次，企业在整个融资租赁期满时，可以自由地选择退出方式，既可以退租、续租，也可以购买。最后，作为一种新型的企业融资渠道，融资租赁使得企业融资不再局限于传统的融资渠道，可以根据自身的需求，在不同的情况下采取不同的租赁方式来满足自身对于资金的需求。

由于商务部下辖的融资租赁公司缺乏稳定的长期资金来源，融资途径主要依靠股东增资和银行借款，对信托、租赁投资基金、资产证券化等新型融资方式未充分利用，融资渠道狭窄，且融资成本较高，相对于银行的渠道优势和良好的客户资源，商务部下辖的融资租赁公司面临相当大的挑战。

银行系金融租赁公司依托于母行，具有资金实力雄厚、融资成本低、信用信息完善、客户群体多等优势，银行系金融租赁公司将其业务发展定位于交通、船舶、大型设备制造业等行业，业务发展更加突出，资产扩张迅速。由于受到资本金和融资渠道的限制，非银行系金融租赁公司多将业务定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业。上述行业对融资租赁业务需求旺盛，且相对于飞机、船舶等大型设备来说，一次性投入资金量较小，适合资本金规模较小和融资渠道有限的金融租赁公司。2016 年，金融租赁公司快速发展，据中国租赁联盟统计，金融租赁业务总量约占全国融资租赁业务总量的 38%，中国银监会披露，金融租赁业务不良资产比例不超过 1%。

总体看，作为三大融资手段之一的融资租赁，具有一定的融资优势，在一定程度上与银

行贷款以及资本市场形成了互补。在融资租赁行业内部，银行系金融公司与非银行系金融租赁公司、商务部下辖的融资租赁公司在业务定位上存在着较为明显的差别。随着融资租赁行业的不断发展，行业规模的不断扩大，融资租赁行业竞争将日趋激烈。

### (3) 监管与外部支持

金融租赁公司由银监会负责监管。近年来，银监会颁布实施多项管理办法，2007年，银监会发布修订后的《金融租赁公司管理办法》，在股东资格、资本金要求、业务范围以及监管规则等方面进行了修订。2014年3月，银监会发布并实施修订后的《金融租赁公司管理办法》（以下简称“新办法”），新办法较2007年发布的管理办法有多处修订，包括降低发起人出资比例、强化发起人约束和责任、拓宽金融租赁公司业务范围和融资渠道、以及强化风险管理和监督等，同时新办法明确规定经营状况良好、符合条件的金融租赁公司经批准后可开办资产证券化业务。新办法的实施将有助于吸引多元化资本进入金融租赁行业，加强发起人对金融租赁公司的责任，为解决资金瓶颈难题提供新的渠道，有利于金融租赁公司强化对租赁物的管理，提高风险管理的精细化水平，金融租赁公司有望迎来新的发展机遇。

按照商务部有关规定，从事融资租赁业务的融资租赁公司由商务部及省级商务主管部门负责监管。近年来，商务部相继颁布多项管理办法，2004年，商务部、国家税务总局发布了《关于从事融资租赁业务有关问题的通知》；2005年，商务部发布了《外商投资租赁业务管理办法》。2013年9月，商务部发布并于10月实施《融资租赁企业监督管理办法》，该办法将内外资融资租赁企业纳入统一管理，实现了内外资租赁企业监管办法的并轨，同时更侧重对于经营活动、经营风险的监督管理。根据办法规定，融资租赁企业的监管职责由省级商务主管部门负责。新办法的实施将更好的保障融资

租赁行业的健康发展。近期，商务部办公厅发布《关于开展融资租赁业风险排查工作的通知》，风险排查对象涵盖所有内资融资租赁试点企业和外商投资融资租赁企业，就存在关联交易、业务规模短期内超常规速度增长、主营业务占比偏低、长期（超过一年）未开展业务、注册资本实到率偏低（不足30%）等情况的企业进行重点检查，同时要求各地商务主管部门针对检查发现的问题分类施策，并从源头治理，形成长效监管机制。

近年来，融资租赁业的政策环境得到逐步改善。《财政部海关总署、国家税务总局关于在天津市开展融资租赁船舶出口退税试点的通知》、《中国银监会关于金融租赁公司在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务有关问题的通知》、《国家税务总局关于融资性售后回租业务中承租方出售资产行为有关税收问题的公告》等政策性文件的相继出台，较好地解决了租赁公司开展租赁船舶出口、保税区租赁、售后回租交易中的难题。另外，上海、天津、重庆等城市均将发展融资租赁作为重要的战略举措。

2011~2013年，财政部和国税总局陆续联合发布了一系列法规通知：《关于印发〈营业税改征增值税试点方案〉的通知》、《关于在上海市开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点的通知》、《关于在北京等8省市开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点的通知》、《关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》、《关于将铁路运输和邮政业纳入营业税改征增值税试点的通知》，将有形动产租赁服务纳入增值税征税范围，试点范围起于上海，继而扩大至北京、天津等9个地区，目前已在全国范围内统一实施。此次税改使租赁行业与消费型增值税改革顺利衔接，租赁公司纳入增值税主体，使租赁业务形成完整的增值税抵扣链条。2013年末，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见》，

给予飞机租赁企业在业务开展、税收优惠、拓宽资金来源等方面给予支持，旨在推动飞机租赁业务加快发展。2014年7月，国务院发布《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》，大力推广大型制造设备、施工设备、运输工具、生产线等融资租赁服务，鼓励融资租赁企业支持中小微企业发展；鼓励采用融资租赁方式开拓国际市场；引导租赁服务企业加强与商业银行、保险、信托等金融机构合作，充分利用境外资金，多渠道拓展融资空间，实现规模化经营。2015年国务院办公厅通过印发《关于加快融资租赁业务发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》进一步促进租赁行业健康发展，有效服务实体经济，支持融资租赁和金融租赁业务与互联网融合发展的理念；加强租赁与银行、保险、基金等金融机构的合作；明确租赁业务发展思路和资产投放方向；并且鼓励融资租赁公司通过债券市场和资产证券化等方式筹措资金，允许金融租赁公司发行“三农”和中小微企业金融债券，发行资产证券化产品，探索上市，发行优先股等方式进一步支持融资租赁行业快速发展。2014年以来，部分非银行系租赁公司开始通过发行超短期融资券、短期融资券和中期票据，金融租赁公司通过发行金融债券的方式筹集资金。2016年，融资租赁ABS业务在数量和规模上均呈爆发性增长，2016年末全国共有118单租赁ABS发行，总规模达到1167.16亿元。此外，针对金融租赁公司，2016年9月，银监会发布《关于金融租赁公司发行二级资本债券有关事项的通知》，支持金融租赁公司通过发行二级资本债券缓解资本压力。预计随着国内金融环境的变化和融资租赁公司业务规模的提升，债务融资工具有望成为融资租赁公司重要的融资工具之一。

2016年3月23日《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》颁布，全面营改增启动，2016年5月1日增值税全面替代营业税。全面“营改增”之后，对于融资租赁交易的分

类征税将更加科学合理，对融资租赁企业的资本要求将更加严格，整体上将有利于融资租赁行业的长期良性发展。

总体看，作为金融机构，金融租赁公司受到银监会严格的监管，银监会参照银行相关的监管要求对金融租赁公司在内部治理、资本充足性、融资集中度、资产质量、经营规范以及关联交易等方面进行监管。商务部下辖的融资租赁公司相较于金融租赁公司而言，面临的监管环境较为宽松，新融资租赁企业管理办法的实施将有助于内外资融资租赁公司的统一化、规范化管理，但随着融资租赁业务的快速发展，行业风险开始暴露，监管将趋严。

#### （4）发展前景

我国融资租赁行业仍处于起步阶段，在欧美等发达国家，融资租赁渗透率约为15%，有的国家甚至可达到30%。我国目前的融资租赁渗透率较发达国家仍然有很大的上升空间。

融资租赁行业的不断发展为解决我国中小企业贷款难等问题提供了一条新的解决途径。融资困难是制约我国中小企业发展的重要因素之一。虽然国内商业银行推出了一系列的措施以缓解该问题，但是并没有从根本上解决中小企业融资难的问题。随着金融租赁行业的不断发展，租赁产品范围的不断扩大，中小企业对租赁行业认知度的不断加深，融资租赁公司可以为中小企业提供更为便捷、经济的融资服务，并在一定程度上可以替代银行贷款。

融资租赁行业在我国仍然处于起步阶段，法律法规、税收政策等方面均不够完善。在融资租赁发达的国家，政府对融资租赁行业大都给予了特殊优惠政策，包括税收、保险、信贷和财政补贴等。目前，我国还没有制定专门针对融资租赁的税法及相应的税收优惠政策。

目前我国租赁公司的资金来源主要包括资本金、银行贷款、同业拆借、股东定期存款、资本市场以及回购业务。对于非银行系融资租赁公司来讲，实收资本金规模较小，拆借资金

不具备成本优势，资本市场准入门槛较高，票据市场流通发达程度低，在一定程度上限制了非银行系融资租赁公司的发展。

相较于 2007 年的管理办法，2014 年发布的新办法拓宽了金融租赁公司的业务范围和融资渠道，将吸收非银行股东的定期存款由原来的 1 年（含）以上调整为 3 个月（含）以上，将原来的发行金融债券调整成为发行债券，放宽了发债品种的限制，并新增了资产证券化业务，上述几点对解决金融租赁公司的资金瓶颈问题意义重大，对金融租赁公司的长期发展产生了积极影响。

总体看，融资租赁行业在我国仍然处于发展初期，相关法律、税收政策仍需完善。但是，该行业仍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，未来该行业仍将保持较快的发展速度。

## 五、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司是国内首家拥有上市融资平台的租赁公司，拥有内资融资租赁牌照、金融租赁牌照和境外租赁业务平台。内资租赁企业受监管政策影响，在项目规模、租赁业务结构设计、业务领域等方面有较大优势；金融租赁公司拥有同业借款、同业拆借、发行金融债券和二级资本债券等多元化的融资渠道；境外租赁平台有助于实现境内外租赁平台的互动。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。

在融资租赁业务方面，公司全资子公司天津渤海租赁注册资本已增至 221.01 亿元，是目前国内注册资本最大的融资租赁公司，立足于天津自贸区，布局京津冀，在基础设施、大型设备及飞机等资本密集型项目上具有较强的业

务优势；公司控股子公司皖江金融租赁拥有金融租赁牌照并成为新三板挂牌公司，立足于皖江经济带，面向长三角，主要定位于为中小企业提供定制化、多样化的租赁服务；公司控股子公司横琴国际租赁拥有中外合资租赁业务牌照，面向前海金融改革区，定位于提供新能源、医疗项目等租赁服务；公司控股子公司天津航空金服致力于为客户提供国内飞机资产交易与管理咨询服务。在经营租赁业务方面，公司主要为客户提供全球集装箱租赁、飞机租赁服务。截至 2016 年末，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 403 万 CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。飞机租赁业务方面，2016 年 1 月，公司完成爱尔兰飞机租赁公司 Avolon 100% 股权收购，公司自有及管理机队规模迅速扩大。截至 2016 年末，公司自有、管理及订单飞机合计 461 架，跻身全球领先的飞机租赁公司之列。目前，公司通过 Avolon 收购美国纽约证券交易所上市公司 CIT Group Inc.（以下简称“CIT”）下属全资子公司 C.I.T. Leasing Corporation（以下简称“CIT Leasing”）的飞机租赁业务已完成标的资产的股权过户，公司自有、管理及订单飞机合计达到近 900 架，成为全球第三大飞机租赁公司。

此外，根据公司“以租赁产业为基础，构建多元金融控股集团”的发展战略，公司已初步形成以租赁产业为主业，保险、证券等多元金融业态协同发展的局面。通过各金融业态在客户资源、融资渠道、上下游产品开发等方面的深入合作和协同发展，公司综合金融服务能力和核心竞争力不断提升。

总体看，公司租赁牌照齐全，在部分业务领域具有一定的竞争优势，境内外资源不断整合，积极布局多元金融，公司竞争力有望进一步提升。

### 2. 人员素质

公司于 2017 年 5 月 31 日召开 2017 年第六次临时董事会会议，经公司董事会提名委员会

审查与建议，拟推选卓逸群先生担任公司第八届董事会董事长，任期至公司第八届董事会届满之日止。新任董事长卓逸群先生，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。现任渤海金控投资股份有限公司董事；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。

截至 2016 年末，公司在职工共 640 人。从专业构成来看，财务行政类 130 人，占比 20.31%；风控合规类 67 人，占比 10.47%；金融业务类 336 人，占比 52.50%。从教育程度来看，硕士及以上学历 239 人，占比 37.34%；本科学历 390 人，占比 60.94%；本科以下学历 11 人，占比 1.72%。

总体看，公司高级管理层具有较丰富的从业及管理经验，员工专业素质整体较高，能够满足公司持续发展的需要。

### 3. 股东实力

截至 2017 年 3 月末，海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）持有公司 34.56% 的股份，为公司的控股股东；海航资本为海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）的全资子公司，是海航集团核心产业集团之一；公司实际控制人为海南省慈航公益基金会（以下简称“慈航基金会”）。公司股权结构图见附录 1。截至本报告出具日，海航资本已将其持有的渤海金控 33.80% 的股份对外质押。

海航资本承载海航集团金融板块职能，是一家以租赁、保险、互联网金融、证券、期货等业务为主的综合型金融集团公司，下辖各类成员公司 30 余家，总资产逾 3400 亿元，年收入逾 300 亿元，业务遍布全球 100 多个城市和地区。海航集团自 1993 年创立至今，从单一的地方航空运输企业发展成为覆盖航空、酒店、旅游、地产、商品零售、金融、物流、船舶制造、生态科技等多业态大型企业集团。通过产业间的资源优化配置，海航集团构建了航空旅游、现代物流和现代金融服务三大支柱产业。

海航集团多元化的产业集群、国际化的网络布局以及与各地政府建立的良好战略合作关系，为公司未来业务发展提供了有力支持。

总体看，海航集团资本实力强，融资渠道广泛，拥有多元化的产业服务平台，能够在业务发展等方面给予公司较大的支持。

## 六、公司治理及内部控制

### 1. 公司治理

近年来，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深交所股票上市规则》及其他相关法律法规的要求，不断完善法人治理结构，形成了股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的“三会一层”治理架构，并持续规范公司经营决策和日常运行机制。公司制定了股东大会、董事会、监事会和高级管理层各自的议事规则及工作程序，保证“三会一层”各司其职、有效制衡、运行有序，形成了决策、执行、监督的职责权限分工和相互制衡的内部运行机制。

股东大会是公司的最高权力机构。公司按照《公司章程》和相关议事规则，召集和召开股东大会，保证全体股东特别是中小股东充分行使权力。近年来，公司股东大会审议通过了董事会工作报告、监事会工作报告、变更公司名称和经营范围、发行公司债券、公司章程修改等重大议案。

董事会是公司的经营决策机构。目前董事会由 9 名董事组成，其中海航资本推荐董事 5 名，独立董事 3 名。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会。近年来，董事会审议通过了发行公司债券、募集资金管理办法、内部审计管理制度、关联交易等重大议案。董事会下设各委员会职责明确，整体运行情况良好；独立董事对相关事项进行审核并发表了独立意见。

监事会是公司的监督机构。目前监事会由 3 名监事组成，其中职工监事 1 名。近年来，

公司监事会持续对公司经营运作、财务状况以及公司董事、高级管理层履职的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益，较好地履行了监督职能。

公司高级管理层设首席执行官、首席运营官、首席投资官、首席风险官、首席创新官、首席财务官和董事会秘书。首席执行官负责公司的日常经营管理，对董事会负责。公司高级管理层均具有较丰富的从业和管理经验，能够按照相关授权开展公司日常经营管理工作。

公司具有独立完整的业务及自主经营能力，拥有独立完整的生产经营系统及各项固定资产、无形资产和流动资产；设立了独立的财务部门，建立了独立的会计核算体系和财务管理制度，独立作出财务决策；设立了独立的组织机构，并保持了运作的独立性。公司按照《信息披露管理制度》等有关法律法规的要求，通过发布定期报告和临时报告的方式，较好地履行了信息披露的管理责任。

总体看，渤海金控公司治理架构较为完善，运营透明度较高，注重保持独立完整性，公司治理机制运行良好。

## 2. 内部控制

公司组织机构包括专门委员会和常设机构。专门委员会包括董事会下设的四个专门委员会；常设机构包括业务部、资产运营部、战略与创新部、财务部、金融信息服务部、合规风控部、审计部、综合管理部及董事会秘书办公室。公司明确了各部门的工作职责，形成了前中后台相互分离的有序分工，组织结构图见附录 2。

近年来，公司持续加强内部控制体系建设工作，对公司业务、管理流程进行全面梳理并制定了相应管理办法，同时形成《渤海金控内部控制管理办法》、《渤海金控全面风险管理办法》以及《渤海金控内部控制评价管理办法》。公司完成了各项内部流程的梳理及相应风险控制点的确认，并形成《内控应用手册》。同时，

各部门按照手册要求对现行制度进行了增补和修订，涉及资金营运、投融资管理、租赁资产管理、合同管理等各个层面，公司内部控制制度体系进一步完善。

合规风控部作为公司风险管理部门，对存续租赁项目进行风险分析、监测和评估，定期进行租后检查；对发生风险隐患的项目，根据风险管理需要，加强风险动态监测和评估，并及时采取有效应对措施。近年来，为加强对下属公司的管理，公司审计部围绕租赁业务，拓展了稽核工作范围和领域，不断加强风险控制和风险防范。公司稽核重点工作涵盖内部控制评价、募集资金使用专项审计、离任审计、其他财务和业务类专项审计等。公司建立了非现场监控机制，要求各子公司每月定期报送当月租赁项目存续、人员流动、银行账户等信息，并就异常事项持续跟踪，防范潜在经营风险，保障公司有效运转。

为规范公司与控股子公司、各关联方之间的关联交易，保证关联交易的合法性、公允性、合理性，公司制定了《渤海金控投资股份有限公司关联交易管理制度》，并针对年度关联交易进行预计公告，对应收控股股东及其他关联方款项及向控股股东及控股股东所属企业提供担保情况进行专项说明，及时披露相关信息。

总体看，公司内部控制制度比较健全，风险控制体系能基本满足当前业务开展的需要。

## 3. 发展战略

近年来，公司主动进行战略布局，通过兼并收购或发起设立子公司，完成租赁牌照全覆盖，从而打破单牌照的局限性，致力于将公司建设成为综合租赁服务集成平台，为客户提供全方位的融资租赁服务。2015 年，公司确立了“以租赁业为基础，构建多元金融控股集团”的战略发展规划。公司已初步形成以租赁产业为主，保险、证券等多元金融服务业态协同发展的局面，通过各金融业态在客户资源、融资渠道、上下游产品开发等方面的深入合作和协

同发展，提升公司综合金融服务能力；充分发挥公司全球化布局的优势，加快提升公司专业化水平，加强境内外业务的协同和互补，在全球范围内分散经营风险，保持公司持续快速发展；完善管控体系和落实激励机制，培养专业化、国际化的租赁人才队伍，全力打造国内优秀上市公司、行业内最佳管理公司形象，使公司具备前瞻性、创新性的核心竞争力，具备持续的国内外业务拓展能力、强大的资本市场融资与资本运作能力。

2017年，公司将持续做大做强租赁主业，继续落实“以租赁业为基础，构建多元金融控股集团”的发展战略，不断延伸和拓展公司金融产业链条，充分发挥各金融板块协同效应，提升公司综合金融服务能力；优化和完善全球化产业布局，并购整合国际优质资产，实现外延式并购的规模效益，进一步提升飞机租赁和集装箱租赁板块竞争力；整合境内外核心资源，加强境内外业务板块的协同和联动，形成互补互益的良好机制。公司拟采取的战略举措如下：一是在境内以天津渤海租赁、皖江金融租赁和横琴国际租赁为支点进行区域分布，坚持有特色的专业化发展；二是在境外以飞机租赁、集装箱租赁为重点，坚持行业深耕发展，打造国际知名的租赁品牌；三是加快创新步伐，积极推动融资、投资和资产管理等领域的创新，进一步完善多元金融布局，发挥各金融产业之间的协调效应，提升资源的优化配置。

总体看，公司的发展规划符合公司自身定位，有助于公司各项业务全面发展。但多元化金融的发展方向将对公司内部控制和风险管理水平提出更高要求。

## 七、主要业务经营分析

近年来，公司围绕基础设施、机器设备、飞机、集装箱等领域开展境内与境外租赁业务；自2011年上市以来，公司相继进行了多次战略并购，实现了境内、境外和不同行业租赁业务的战略布局。2012年，公司收购了全球领先的飞机租赁公司HKAC，首次进入了国际飞机租赁市场，飞机租赁是当前租赁业务中增速最快的行业之一；2013年，公司收购了全球第六大集装箱租赁公司Seaco 100%股权，将业务范围拓展至国际集装箱租赁领域；2015年1月，公司完成了对全球第八大集装箱租赁公司Cronos 80%股权的收购，进一步扩大集装箱租赁产业的布局。2016年1月，公司完成了对纽约证券交易所上市飞机租赁公司Avolon 100%股权收购，打造境外飞机租赁运营平台。2016年6月，公司向GECAS收购了45架附带租约的飞机租赁资产，飞机租赁业务进一步增强。2017年4月4日，公司通过全资子公司Avolon收购的CIT集团旗下飞机租赁资产完成标的股权过户，已成为仅次于GECAS与AerCap的全球第三大飞机租赁公司。

此外，随着发展规划的逐步推进，公司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的同时，通过增资渤海人寿保险股份有限公司（以下简称“渤海人寿”）、积极推进收购华安财产保险股份有限公司股权暨重大重组项目、参股聚宝互联科技（深圳）股份有限公司、天津银行股份有限公司等方式进一步增强公司在保险、银行等金融领域的资源配置，完成公司的多元金融业态布局。截至2017年3月末，公司主要业务及子公司情况见表3。

表3 公司主要子公司情况

单位：%

名称	公司类型	注册地	经营范围	注册资本	持股比
天津渤海租赁	有限责任公司	天津	租赁、企业资产重组、并购及项目策划	22100850000元	100.00
皖江金融租赁	股份有限公司	安徽	融资租赁业务、同业拆借等	4600000000元	53.65
香港航空租赁	有限责任公司	香港	租赁及租赁相关的投资及咨询业务	11577108195港币	89.99

横琴国际租赁	有限责任公司	珠海	融资租赁业务、租赁交易咨询和担保等	100000000 美元	64.00
Seaco	有限责任公司	巴巴多斯	集装箱租赁	245864602 美元	100.00
Cronos	有限责任公司	百慕大公司	集装箱租赁、集装箱贸易及相关业务	274562485 美元	80.00
Avolon	有限责任公司	爱尔兰	飞机租赁业务	0.000004 美元	100.00

数据来源：公司 2016 年年报，联合资信整理。

### 1. 境内融资租赁业务

公司境内融资租赁业务主要通过子公司天津渤海租赁、皖江金融租赁和横琴国际租赁开展，主要经营模式为售后回租融资租赁和直接融资租赁。

天津渤海租赁有限公司成立于 2007 年 12 月，2016 年末注册资本为 221.01 亿元，位居商务部审批监管的内资融资租赁公司之首，资本实力强。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。截至 2016 年末，天津渤海租赁本部合计完成了 42 个租赁项目，项目合同总金额 320.26 亿元，租赁资产余额 240.83 亿元，主要包括天保道路管网项目、武汉大桥联合租赁项目等项目。截至 2016 年末，天津渤海租赁资产总额为 2102.38 亿元，净资产为 335.31 亿元；2016 年，天津渤海租赁实现营业收入 242.51 亿元，营业利润 32.78 亿元，净利润 31.25 亿元。

皖江金融租赁成立于 2011 年 12 月，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，注册地安徽省芜湖市。2015 年 11 月 24 日，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 12 月，皖江金融租赁完成增资扩股，发行股份 16.00 亿股，共募集资金 19.52 亿元，资本实力得到提升。近年来，皖江金融租赁陆续在芜湖、合肥、北京、深圳、西安、重庆、上海设立了 8 个前台业务部门，同时设立了航空金融、航运金融、车辆金融三个专业事业部，初步完成全国范围内的业务网络布局。自成立以来，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，皖江金融租赁项目合同总金额 488.05 亿元，主要有芜湖建设、昆明轨道交通等项目。按租赁合同标的资产划分，机器设备合同金额 137.18 亿元，占比 28.11%；基础设施合同金额 349.15 亿元，占比 71.54%；飞机合同金额 1.72 亿元，占比 0.35%。截至 2016 年末，皖江金融租赁资产总额 388.06 亿元，净资产 58.86 亿元；2016 年，皖江金融租赁实现营业收入 24.95 亿元，营业利润 6.20 亿元，净利润 5.06 亿元。

横琴国际租赁拥有中外合资融资业务牌照，面向前海金融改革区，定位于提供新能源、医疗项目等租赁服务。截至 2016 年末，横琴国际租赁资产总额为 15.33 亿元，净资产为 2.84 亿元；2016 年，横琴国际租赁实现营业收入 0.97 亿元，营业利润 0.41 亿元，净利润 0.31 亿元。

### 2. 飞机租赁业务

公司飞机租赁业务主要通过子公司香港航空租赁和 Avolon 开展，主要为中长期经营租赁，主要经营模式为通过与航空公司进行售后回租、向飞机制造商直接购买飞机并出租给航空公司以及向其他出租人购买飞机资产包并出租给航空公司等方式为客户提供飞机租赁业务。

2012 年，公司收购香港航空租赁进入了全球飞机租赁行业，在 2016 年 1 月完成 Avolon 收购后，公司在飞机租赁领域的市场份额进一步扩大。香港航空租赁总部位于香港，并在伦敦和都柏林设立办事处。香港航空租赁出租的机型大部分为国际上较受航空公司欢迎的机型，主要出租给国际上知名的航空公司。香港航空租赁在致力于发展飞机租赁业务的同时也大力开展与飞机租赁相关的投资咨询服务，为



其他租赁公司、航空公司提供飞机的买卖、出租、转租、转售以及市场分析、风险管理和业务咨询等服务。Avolon 主要从事飞机租赁业务，是一家全球领先的飞机租赁公司，并于 2014 年 12 月在美国纽交所成功上市。Avolon 总部位于爱尔兰，在中国、迪拜、新加坡和美国设立了办事处，为全球 33 个国家的 56 家航空公司提供飞机租赁业务。2016 年 7 月，公司通过香港航空租赁、Avolon 与 GE Capital Aviation Services Limited 及相关方签订了 45 架附带租约的飞机资产包收购协议，目前已累计交割飞机 45 架。2016 年，公司拟通过 Avolon 收购美国纽约证券交易所上市公司 CIT 下属飞机租赁业务。本次收购以支付现金的方式完成，交易价格大约为 104 亿美元，目前本次交易已完成标的资产的股权过户。交易完成后，公司自有、管理及订单飞机合计达到近 900 架，公司规模优势将进一步巩固；但由于本次交易的收购资金大部分来自银行借款，公司的负债水平将进一步上升。截至 2016 年末，Avolon(含香港航空租赁)资产总额为 999.90 亿元，净资产为 347.15 亿元；2016 年，Avolon 实现营业收入 148.05 亿元，营业利润 24.51 亿元，净利润 23.64 亿元。预计随着公司飞机租赁业务的不断整合，协同效应和整合后规模效应的充分发挥，公司将进一步巩固在全球飞机租赁市场的领先地位和市场占有率，有利于提高公司的持续盈利能力和核心竞争力。

### 3. 集装箱租赁业务

公司集装箱租赁业务主要通过香港渤海资产管理全资子公司 GSCL 控制的 Seaco 和 Cronos 开展。2013 年 12 月，GSCL 收购海航集团控制的境外下属公司 Global Sea Containers Two SRL 持有的 Seaco SRL 的 100% 股权，交易金额达 81.00 亿元。2015 年 1 月，公司完成 Cronos 80% 股权收购。公司集装箱租赁业务主要为经营租赁业务，主要经营模式为向集装箱制造商购买集装箱并出租给船运公司等客户，

获得租金收益，通过多样化的集装箱投资组合（包括干箱、冷藏箱、油罐箱、特种箱），以长期租赁为主、短期租赁为辅的多种租赁方式为客户提供多元化的集装箱租赁服务。

Seaco 总部注册在巴巴多斯，主要的决策机构位于新加坡，在上海、首尔、东京、孟买、莫斯科、台北、休斯顿、开普敦、巴黎、安特卫普及哥德堡等地设立了分支机构。Seaco 是全球最大的集装箱租赁公司之一，拥有并管理上百万的标准集装箱，为世界 80 多个国家和地区的客户的全方位的集装箱租赁服务，其中包括标准干货集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱、特种集装箱等。截至 2016 年末，Seaco 资产总额 226.30 亿元，净资产为 76.87 亿元；2016 年，Seaco 实现营业收入 29.57 亿元，净利润 1.04 亿元。

Cronos 作为全球领先的集装箱租赁公司之一，注册地址位于百慕大，业务网络覆盖 6 大洲，为全球 400 多个客户提供全方位的集装箱租赁服务。Cronos 可以提供全系列的集装箱租赁服务，包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱等。截至 2016 年末，Cronos 资产总额为 177.59 亿元，净资产 44.13 亿元。2016 年，公司实现营业收入 21.51 亿元，净利润 3.54 亿元。

2016 年以来，两家集装箱公司 Seaco 和 Cronos 继续保持全球领先地位，协同效应逐步显现。截至 2016 年末，公司下属 Seaco 和 Cronos 自有和管理的集装箱合计 403 万 CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。

## 八、风险管理分析

公司通过借鉴国内外租赁公司经验，制定了科学、有效、严格的项目风险评估系统和风险持续跟踪系统，所有租赁项目从立项起就经过严格的风险分析和评测，包括但不限于对交易对手的资质评审、项目现金流匹配风险评审等。公司风险管控体系借鉴了国内外各监管机

构监管要求，制定完善了相对科学、合理的风险控制标准，强化了公司对项目风险的甄别能力以及抗风险能力。公司为控股型公司，主要通过委派董事以及构建全面风险管理框架体系的方式对下属子公司进行风险管理。公司按照现代企业内部控制要求设置组织架构，机构及职责设置符合租赁公司风险管理的基本要求，公司形成了包括董事会及其下设的审计委员会、监事会、高级管理层及其下设的业务评审委员会、合规风控部、审计部、资产运营部等机构在内的全面风险管理体系，明确了相应的风险管理职责和报告路径。公司下属子公司在制度和框架范围内均构建了各自的风险管理体系。

公司董事会负责风险控制体系的建设及实施，审批整体经营战略和重大政策并定期检查及评价执行情况，明确设定经营中可接受的风险程度，确保高级管理层采取必要措施识别、计量、监测并控制风险以及公司在法律和政策的框架内审慎经营，保证高级管理层监测并评估内部控制体系的充分性和有效性。审计委员会主要承担内部控制的监督以及独立的审计和稽核职能，内部控制规则和实施情况的审查和监督，稽核能力的评估，外部审计师的聘任以及财务资料和相关信息披露的审核。监事会负责经营决策、风险管理和内部控制的监督，以及董事会、高级管理层对内部控制和风险管理体系的完善工作的监督。

高级管理层主要负责与业务运营有关风险的管理、董事会及下设的专业委员会制定的风险管理战略、规划、政策和系统的实施和执行，向董事会汇报整体风险管理事务并提供建议。高级管理层中首席风险官负责租赁项目风险和运营风险的管理，财务总监负责流动性风险和利率风险的管理，业务评审委员会负责租赁项目的审议。合规风控部是落实公司风险管理的归口部门，负责风险识别、计量、监测以及风险控制相关制度、程序、方法的制定和实施，重大投资、并购项目的法律合规风险、交易对

手信用风险的审核；审计部负责稽核审计与法律监督体系以及内部控制评价体系的建立；资产运营部负责租赁项目客户的跟踪调查，应收融资租赁款的风险管理。

公司租赁业务面临的风险主要是由承租人无力或不履行其支付租金的义务导致的信用风险。子公司依照租赁业务管理知识，规范项目风险审批流程，形成了一套较完善的项目风险管控模式。租赁前，公司根据租赁业务特点制定业务操作制度和风险评估制度，开展项目尽职调查，完成项目可研报告和风险评估报告，使得项目风险识别标准化、流程化。租赁期间，公司通过三级风险管控体系，对项目运行进行全程预警和跟踪，对重大风险事件制定风险处置方案。为进一步降低面临的信用风险，公司要求承租人的关联公司或第三方担保机构提供担保。此外，为了有效管理客户信用风险，提高融资租赁资产质量，公司开发了风险管理信息系统，综合考虑客户规模、财务实力、经营历史、信用记录等多方面因素评估客户的信用风险状况，并以此对资产、资金和风险进行实时监控。目前，公司现有各租赁业务领域的承租人信用等级较高，信用记录良好，并且公司各租赁成员公司均制定了对已起租租赁项目的持续跟踪制度，及时了解承租人财务、信用等方面信息，控制信用风险。

流动性风险管理方面，天津渤海租赁、香港航空租赁大都采用资产与负债相匹配的业务模式，面临的流动性风险较小。皖江金融租赁的资金来源以短期银行借款为主，而租赁资产具有中长期的特点，面临一定的流动性风险压力。利率风险管理方面，公司已打通了资本市场、银行间市场及境外融资市场，且使用衍生金融产品对利率风险敞口进行对冲，但公司所处的飞机租赁、集装箱租赁行业杠杆率较高，融资规模较大，公司整体的租赁收入和利息支出受利率波动影响较大。汇率风险管理方面，公司下属香港航空租赁、Avolon、Seaco 和 Cronos 等海外公司的资产均以美元计价，且占

比较高，美元汇率波动会直接影响海外公司的人民币价值，对公司财务状况产生影响，公司面临一定的汇率风险。

总体看，公司建立了较为完善的风险控制体系和业务操作流程，整体风险控制能力较强，能基本满足当前业务开展的需要。

## 九、财务分析

公司提供了2014~2016年和2017年一季度合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对2014~2016年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2017

年一季度合并财务报表未经审计。公司财务报表合并口径包括香港渤海租赁资产管理有限公司以及其控股的 Seaco 和 Cronos、Avolon、皖江金融租赁、天津渤海租赁、香港航空租赁、横琴国际租赁以及天津航空金服。

### 1. 资产质量

近年来，公司不断进行兼并重组，财务报表合并口径不断扩大，资产规模显著上升。公司资产以长期应收款、固定资产和货币资金为主（见表4），截至2016年末，公司资产总额2166.32亿元，较上年末增加64.24%，其中流动资产占比20.59%，非流动资产占比79.41%。

表4 公司（合并）资产结构 单位：亿元/%

项 目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
<b>流动资产</b>	<b>446.15</b>	<b>20.59</b>	<b>417.93</b>	<b>31.69</b>	<b>133.08</b>	<b>19.65</b>
其中：货币资金	193.77	8.94	282.39	21.41	47.26	6.98
一年内到期的非流动资产	150.85	6.96	112.40	8.52	75.12	11.09
其他类流动资产	101.53	4.69	23.15	1.75	10.70	1.58
<b>非流动资产</b>	<b>1720.17</b>	<b>79.41</b>	<b>901.07</b>	<b>68.31</b>	<b>544.13</b>	<b>80.35</b>
其中：长期应收款	375.74	17.34	309.99	23.50	248.57	36.71
固定资产	1172.83	54.14	478.66	36.29	272.94	40.30
其他类非流动资产	171.60	7.92	112.43	8.52	22.62	3.34
<b>合 计</b>	<b>2166.32</b>	<b>100.00</b>	<b>1319.01</b>	<b>100.00</b>	<b>677.21</b>	<b>100.00</b>

注：1、其他类流动资产包括应收账款、预付款项、其他流动资产等；其他类非流动资产包括可供出售金融资产、交易性金融资产、商誉、长期待摊费用等；

2、数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

公司流动资产以货币资金和一年内到期的非流动资产为主。近年来，公司货币资金规模波动较大，2015年公司完成160.00亿非公开发行股票，致使货币资金余额大幅上升。2016年，公司的投资、筹资活动使货币资金明显减少；截至2016年末，公司货币资金193.77亿元，其中使用权受到限制的资金93.75亿元，包括用于取得银行借款而质押的货币资金39.69亿元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54.06亿元。2014~2016年，公司一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的应收融资租赁

款，随着公司业务规模的扩大逐年增长。

公司非流动资产主要由长期应收款和固定资产构成。近年来，公司长期应收款稳步增长，截至2016年末，长期应收款余额375.74亿元，全部为到期期限在一年以上的应收融资租赁款，占资产总额的比例为17.34%，占比逐年下降。2014~2016年，公司应收融资租赁款在资产总额中的占比分别为24.56%、19.53%和18.62%，逐年下降。截至2016年末，公司应收融资租赁款合计530.91亿元（含一年内到期的应收融资租赁款150.23亿元），应收融资租赁款减值准备4.93亿元，应收融资租赁款净额

525.97 亿元。从期限分布来看，剩余期限 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年和 3 年以上的应收融资租赁款分别占比 28.32%、22.75%、17.91% 和 31.02%。

固定资产是公司最主要的资产组成部分，固定资产账面价值在资产总额中的占比已提升至 50% 以上。2015 年以来，公司固定资产规模显著增加，这一方面是由于公司于 2015 年完成境外子公司 Cronos 的收购，合并范围扩大；另一方面，公司因业务发展需求不断购置集装箱及飞机资产，导致固定资产规模大幅增长。截至 2016 年末，公司固定资产原值 1263.91 亿元，主要由经营性租赁的集装箱和飞机及发动机构成。公司固定资产折旧采用年限平均法计提，飞机及发动机使用寿命为 25 年与剩余租赁年限孰短，年折旧率为初始成本的 4%~6.5%；集装箱使用寿命为 15~20 年，年折旧率为初始成本的 2.9%~6.2%。截至 2016 年末，公司针对固定资产累计计提折旧 86.70 亿元，累计折旧占固定资产原值的比例为 6.86%；固定资产减值准备余额为 4.38 亿元。

2017 年 1~3 月，公司为筹集收购 CIT 下属 C2 Aviation Capital Inc.（以下简称“C2”）100% 股权资金相应筹资活动现金流入增加。受此影响，公司货币资金大幅增加。截至 2017 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 2851.68 亿元，较 2016 年末增长 31.64%，其中货币资金余额 871.26 亿元；流动资产和非流动资产在资产总额中的占比分别为 39.04% 和 60.96%。

截至 2016 年末，渤海金控母公司资产总额 376.76 亿元，其中流动资产占比为 25.62%，以货币资金和其他应收款为主，其他应收款主要为账龄在 1 年以内的应收天津渤海租赁的款项，未计提减值准备。渤海金控母公司非流动资产主要为以成本法核算的对子公司天津渤海租赁以及联营企业渤海人寿的长期股权投资；2016 年，渤海金控母公司对天津渤海租赁增资 158.40 亿元，对渤海人寿增资 14.40 亿元。截至 2016 年末，渤海金控母公司长期股权投资余

额为 249.93 亿元，占资产总额的 66.34%。

2017 年以来，渤海金控母公司资产总额为 406.06 亿元，较 2016 年末有所增长，主要是由于其他应收款的增长所致。

总体看，近年来公司由于不断兼并重组，资产规模显著增长，固定资产成为资产结构中最主要的组成部分，流动资产在资产总额中的占比较低，需关注其流动性风险。

## 2. 资本结构与杠杆水平

公司资金主要来源于自有资本金和银行贷款。近年来，公司负债规模大幅增长，其中，流动负债的占比不断下降，非流动负债的占比相应提升（见表 5）。

公司流动负债以短期借款和一年内到期的非流动负债为主。近年来，公司短期借款规模上升较快；截至 2016 年末，短期借款余额 271.79 亿元，其中信用借款余额 202.39 亿元，借款年利率在 1.15% 至 7.31% 之间；公司拆入资金年末余额 11.10 亿元，主要是皖江金融租赁的同业拆入资金；另有部分担保借款，是由公司通过固定资产抵押、保证金质押、集团内关联方定期存单质押、应收融资租赁款质押、关联方股权质押或关联方担保取得的借款。2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的借款，随着融资渠道的拓宽逐年增长。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中，长期借款的规模增长较快。截至 2016 年末，公司长期借款余额 1074.06 亿元，相当于 2014 年末的 3.74 倍；从资金的获取渠道来看，公司主要是利用固定资产抵押、质押关联方股权以及关联方保证担保取得长期借款。此外，近年来公司应付债券的余额不断上升，主要是由于公司及其下设的子公司发行了不同期限的公司债券、资产支持类债券和债务融资工具等，一定程度上拓宽了公司的融资渠道，但目前长期借款仍是公司最主要的资金来源。截至 2016 年末，公司的权利受限资产规模

合计 1307.62 亿元，其中货币资金、长期应收款和固定资产的占比分别为 7.17%、11.28% 和 81.55%；公司利用抵质押上述资产的方式取得

银行借款，因此造成该部分资产的所有权受到限制，需关注其带来的流动性风险和市场风险。

表 5 公司（合并）负债结构 单位：亿元/%

项 目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金 额	占 比	金 额	占 比	金 额	占 比
<b>流动负债</b>	<b>484.04</b>	<b>27.06</b>	<b>329.50</b>	<b>33.16</b>	<b>201.33</b>	<b>36.52</b>
其中：短期借款	271.79	15.19	194.63	19.59	91.55	16.60
其他应付款	5.16	0.29	20.32	2.05	29.90	5.42
一年内到期的非流动负债	132.92	7.43	72.57	7.30	67.06	12.17
应付债券	30.08	1.68	18.00	1.81	-	-
其他类流动负债	44.08	2.46	41.97	4.22	12.86	2.33
<b>非流动负债</b>	<b>1304.91</b>	<b>72.94</b>	<b>664.13</b>	<b>66.84</b>	<b>349.89</b>	<b>63.48</b>
其中：长期借款	1074.06	60.04	569.94	57.36	287.04	52.07
应付债券	133.07	7.44	54.76	5.51	34.93	6.34
其他类非流动负债	97.78	5.47	34.93	3.97	27.92	5.07
<b>合 计</b>	<b>1788.95</b>	<b>100.00</b>	<b>993.62</b>	<b>100.00</b>	<b>551.23</b>	<b>100.00</b>

注：1、其他类流动负债包括交易性金融负债、应付账款、预收款项、应交税费等；其他类非流动负债包括长期应付款、其他非流动负债等。

2、数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

2014 年以来，公司股东权益规模增幅较大，这主要是由于 2015 年末公司通过非公开发行股票募集资金 160.00 亿元所致，其中 132.03 亿元计入资本公积中的股本溢价。此外，近年来公司少数股东权益的规模不断扩大，这主要是由于公司纳入合并范围的非全资控股子公司持续增加所致。截至 2016 年末，公司股东权益总额 377.37 亿元，其中包含少数股东权益 65.89 亿元；归属于母公司的股东权益中，股本规模 61.85 亿元，资本公积 172.45 亿元，未分配利润 60.16 亿元，未分配利润在股东权益中的占比由 2014 年末的 19.57% 降至 2016 年末的 14.88%。整体来看，公司股东权益增速较快，主要通过增资扩股进行资本金的补充，利润留存对资本的补充作用较小。

随着业务的快速发展，公司融资需求显著上升。2014~2016 年，公司全部债务规模随着长期借款、短期借款的扩大而快速增长；截至 2016 年末，公司全部债务余额为 1686.52 亿元，较上年末增长 79.65%，其中短期借款及长期借款合计占比 79.80%。随着全部债务的快速上

升，公司的杠杆水平不断提高。截至 2016 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.58%、81.72% 和 76.84%（见表 6），较之前年度均呈上升态势，债务负担较重。

表 6 公司杠杆水平情况 单位：亿元/%/倍

项 目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
应收融资租赁款净额/股东权益	1.41	1.30	2.56
全部债务	1686.52	938.76	498.99
资产负债率	82.58	75.33	81.40
全部债务资本化比率	81.72	74.26	79.84
长期债务资本化比率	76.84	66.70	72.99

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

2017 年以来，由于筹集收购 C2 股权导致长期借款增加，公司负债规模进一步上升。截至 2017 年 3 月末，公司的负债总额为 2470.06 亿元，其中长期借款及短期借款合计占比为 80.28%；公司全部债务合计 2375.84 亿元，较 2016 年末增加 40.87%。从财务杠杆水平指标来看，公司的债务负担仍然较重；截至 2017

年3月末，公司股东权益规模为381.62亿元，较2016年末略有上升；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为86.62%、86.16%和83.08%，均较2016年末有所提高。

近年来，渤海金控母公司的负债规模保持较快增长，增长部分主要来源于应付债券和长期借款的增加。截至2016年末，渤海金控母公司负债总额111.19亿元，其中应付债券79.77亿元。2014~2016年，渤海金控母公司股东权益规模的增长是由于2015年末非公开发行股票募集资金所致，此部分资金计入资本公积和股本项下。截至2016年末，渤海金控母公司股东权益规模265.57亿元，其中股本规模61.85亿元，资本公积为195.53亿元。

截至2017年3月末，渤海金控母公司负债总额为142.14亿元，较2016年末增长的部分主要来源于应付债券规模的增长。截至2017年3月末，渤海金控母公司股东权益规模263.92亿元，较2016年末有所减少，主要是由于未分配利润规模下降所致。

总体看，公司融资渠道较为多元化，银行借款、股东和关联方借款、发行债券等融资方式得到充分运用；作为上市公司，建立了资本补充机制。但公司财务杠杆水平不断上升、债务负担较重、大部分自有资产使用权受限，使其对外部资金的依赖度较大，需关注流动性风险和市场风险。

### 3. 经营效率和盈利能力

近年来，随着纳入合并报表范围的子公司数量增加以及融资租赁业务的较快发展，公司营业收入快速增长，2016年的增幅尤为明显，主要是由于收购Avolon后，公司的合并范围发生变化，同时随着公司2015年度非公开发行股票的募集资金逐步投放导致的业务收益显现以及境外公司投资收益增加所致。2016年，公司实现营业收入242.58亿元，较2015年增加151.14%（见表7）。

表7 公司（合并）盈利指标 单位：亿元/%

项 目	2016年	2015年	2014年
营业收入	242.58	96.59	68.52
其中：融资租赁及相关收入	38.88	30.49	24.79
经营租赁及相关收入	115.72	57.19	36.26
集装箱销售收入	4.95	5.72	5.72
飞机销售收入	79.50	1.67	-
营业支出	216.57	78.88	56.41
其中：营业成本	153.65	48.37	36.71
销售费用	1.23	0.59	0.59
管理费用	12.26	8.81	6.18
财务费用	39.20	16.66	9.92
资产减值准备	9.44	3.63	2.42
净利润	28.41	17.88	11.79
费用收入比	21.72	26.97	24.35
平均总资本收益率	4.13	3.74	3.99
平均资产收益率	1.63	1.79	1.89
平均净资产收益率	8.09	7.92	11.23

注：1、融资租赁及相关收入包括融资租赁利息收入和咨询费收入，经营租赁及相关收入指经营租赁租金收入。

2、数据来源：公司年度报告，联合资信整理。

近年来，经营租赁收入是公司营业收入最主要的来源，尤其是公司2016年收购Avolon导致当年经营租赁及相关收入大幅增加，此外飞机处置收入逐渐成为主要的收入来源，而融资租赁收入及相关收入对营业收入的贡献度逐渐下降。从行业分布来看，2016年，飞机租赁、飞机销售、集装箱租赁及集装箱销售在营业收入中的占比分别为31.60%、32.77%、17.41%和2.04%。从营业收入的贡献地区来看，近年来中国大陆地区收入贡献度持续下降，2016年公司在大陆实现营业收入63.82亿元，占主营业务收入的比例为26.31%。

公司营业支出主要由营业成本和财务费用构成。近年来，公司营业成本较快增长，一方面是由于公司收购的境外公司主营业务为经营租赁，固定资产折旧规模增加所致；另一方面，公司将融资租赁业务产生的利息费用计入营业成本，近年来，公司融资租赁业务快速开展导致的利息费用上升也导致了营业成本的增加。此外，由于公司的飞机销售业务规模大幅上升，而飞机销售业务毛利率较低，营业成本增幅明

显。财务费用方面，受长、短期借款规模快速上升带来利息支出增长的影响，公司财务费用增速较快。整体来看，公司营业成本、财务费用近年来增幅较大，但由于营业收入上升的速度较快，费用收入比整体呈下降趋势，公司成本控制能力较强。

从盈利能力来看，近年来，公司净利润实现较快增长。2016年，公司实现净利润28.41亿元，相当于2014年的2.41倍。从盈利指标来看，2016年，公司平均总资产收益率和平均净资产收益率分别为4.13%和8.09%，较2015年度有所上升；平均资产收益率受近年来资产规模快速增长的影响，逐年下降。整体看，公司的盈利能力较强。

2017年1~3月，公司营业收入、营业成本较上年同期均有大幅增加，主要是由于出售飞机数量增加以及业务增长，同时由于飞机销售毛利较低，总体毛利率下降所致；财务费用较上年同期数增加88.69%，是由于长短期借款及债券的利息增加所致。此外，公司因筹集收购C2股权所需资金导致财务费用增加，但2017年3月末尚未完成C2公司的股权过户，因此经营效益在一季度尚未完全体现。2017年1~3月，公司实现营业收入95.01亿元，净利润5.60亿元。

渤海金控作为控股型公司，母公司不经营实际业务，其营业收入主要来自持有的天津渤海租赁和渤海人寿股权带来的投资收益，营业支出以管理费用和财务费用为主。2016年，渤海金控母公司实现投资收益6.04亿元，主要为天津渤海租赁和渤海人寿的股利分配，净利润3.07亿元。2017年1~3月，渤海金控母公司实现投资收益-0.41亿元，净利润-1.65亿元。

总体看，公司营业收入较快增长，盈利能力较强，2016年完成了对Avolon的收购后，盈利水平得到进一步提升。2015年以来，公司营业收入的结构有所调整，飞机销售收入的占比不断提升，但较低的毛利润率导致营业成本随之增加。此外，未来境内外租赁业务的进一

步整合对公司的盈利水平产生的影响仍尚待观察。

#### 4. 现金流

近年来，公司业务规模不断上升，存量租赁项目回款情况良好，经营活动现金净流入额逐年增加；由于公司合并范围扩大、租赁项目增加，导致购建固定资产和其他长期资产支付的现金及并购项目支付收购对价相应增长，因此公司持续加大对固定资产和其他长期资产的投资力度，投资性现金流保持净流出，且净流出规模较大，整体呈扩大趋势；同时，公司需加大融资力度以匹配租赁业务的现金需求，融资性现金流保持净流入状态（见表8）。

2017年1~3月，公司经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额分别为29.24亿元、-31.28亿元和46.25亿元；期末现金及现金等价物余额为143.62亿元。2017年以来，公司投资活动产生的现金流量净流出额较上年同期减少86.75%，主要系取得子公司Avolon所支付的现金净额较大所致；筹资活动产生的现金流量净流入额较上年同期减少48.11%，主要是由于偿还贷款及债券等各项融资费用增加所致。整体来看，2017年以来公司内生现金流水平有待提高、对外部流动性依赖度较高的情况基本没有改变。

总体看，基于对公司现金流净增加额状况的分析，公司整体的现金流状况趋紧，现金流入主要依赖筹资性现金流，公司对外部流动性的依赖度较高，内生现金流水平有待提高。

表8 公司（合并）现金流情况 单位：亿元

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量净额	139.45	70.14	47.35
投资活动产生的现金流量净额	-555.85	-292.19	-125.98
筹资活动产生的现金流量净额	259.19	447.24	81.12
现金及现金等价物净增加额	-152.68	228.97	2.50
年末现金及现金等价物余额	100.02	252.70	23.73

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

渤海金控母公司现金流活动主要集中在投资与筹资活动中。近年来，渤海金控母公司投资活动产生的现金流量保持净流出状态，2016年净流出规模显著增加，主要是由于对天津渤海租赁、渤海人寿进行了增资；2014~2015年，因发行债券和定向发行股份导致筹资活动现金流入显著增加，筹资活动产生的现金流量呈净流入状态；2016年，由于偿还债务支付的现金规模较大，加之使用受限制资金的规模有所增加，筹资活动现金流净额由正转负。2016年，渤海金控母公司经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额分别为5.96亿元、-160.88亿元和-4.11亿元，期末现金及现金等价物余额为2.11亿元。

2017年1~3月，渤海金控母公司经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额分别为-31.06亿元、0.01亿元和29.49亿元，期末现金及现金等价物余额为0.56亿元。整体来看，母公司现金流规模小。

#### 5. 偿债能力

近年来，为满足融资租赁业务快速发展所需要的资金，公司综合运用银行借款、股东借款、发行债券等方式拓宽资金来源。从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率呈现一定的波动，2016年末公司流动比率为92.17%；随着合并范围的扩大，公司业务规模不断增加，经营现金流动负债比整体上有所提高（见表9）。从长期偿债指标来看，2014~2016年，公司EBITDA整体上呈上升趋势，主要是由于营业收入快速增长所致。从EBITDA对利息支出的保障水平来看，近年来公司EBITDA利息倍数逐年下降，表明公司盈利对利息支出的保障能力有所减弱；EBITDA全部债务比整体上呈下降趋势，EBITDA对债务的保障程度较弱。综合考虑到公司良好的资产质量、较强的业务竞争力、较大规模的银行授信以及股东的财务支持等因素，公司的整体偿债能力强。

表9 公司（合并）偿债能力指标 单位：亿元/%/倍

项 目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
流动比率	92.17	126.84	66.10
经营现金流动负债比	28.81	21.29	23.52
EBITDA	123.59	62.08	40.25
EBITDA 全部债务比	7.33	6.61	8.07
EBITDA 利息倍数	3.07	3.55	3.84

数据来源：公司年度报告，联合资信整理。

截至2016年末，渤海金控母公司流动比率为257.10%，呈逐年下降趋势，但流动资产对流动负债的保障能力强；由于对子公司天津渤海租赁、渤海人寿进行了增资，整体现金流出规模较大。

截至2017年3月末，公司及下属子公司共获得境内金融机构授信总额1230.68亿元，其中美元授信总额16.91亿元，尚未使用授信额度576.45亿元；整体看，公司间接融资能力较强，融资渠道通畅。从担保情况来看，截至2017年3月末，公司担保余额为1413.76亿元。其中，对外担保8.45亿元，此为海航集团申请并购贷款对天津渤海租赁子公司香港航空租赁注资时，天津渤海租赁用持有的香港航空租赁3.90亿普通股股权提供了质押担保；对内担保1405.31亿元，其中渤海金控、天津渤海租赁、Avolon作为担保方提供的担保余额分别为64.32亿元、333.15亿元、1007.85亿元。从担保分类来看，公司纯保证担保、纯抵押担保、纯质押担保、保证担保及质押担保余额分别为1150.91亿元、0.19亿元、114.86亿元、147.80亿元。总体看，公司的担保主要为合并范围内子公司或子公司之间的担保。

#### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至2017年5月10日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清信贷有18笔不良类贷款，22笔关注类贷款。公司不良信贷记录主要发生于2002~2011年间，借款主体均为新疆汇通（集团）股份有限公司，海航资本入股后公司无不良信贷信息记录。



## 7. 抗风险能力

基于对公司自身经营能力和财务状况，以及实际控制人海航集团的资本实力的综合判断，公司整体抗风险能力强。

## 十、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内短期融资券为“17渤海金控 CP001”，额度 15 亿元。

2016 年，公司经营活动现金流入量为 188.06 亿元，对短期融资券额度的覆盖倍数为 12.54 倍；公司经营活动现金净流量为 139.45 亿元，为短期融资券额度 9.30 倍。

截至 2016 年末，公司现金类资产（剔除受限资金）对短期融资券额度的覆盖倍数为 6.67 倍。

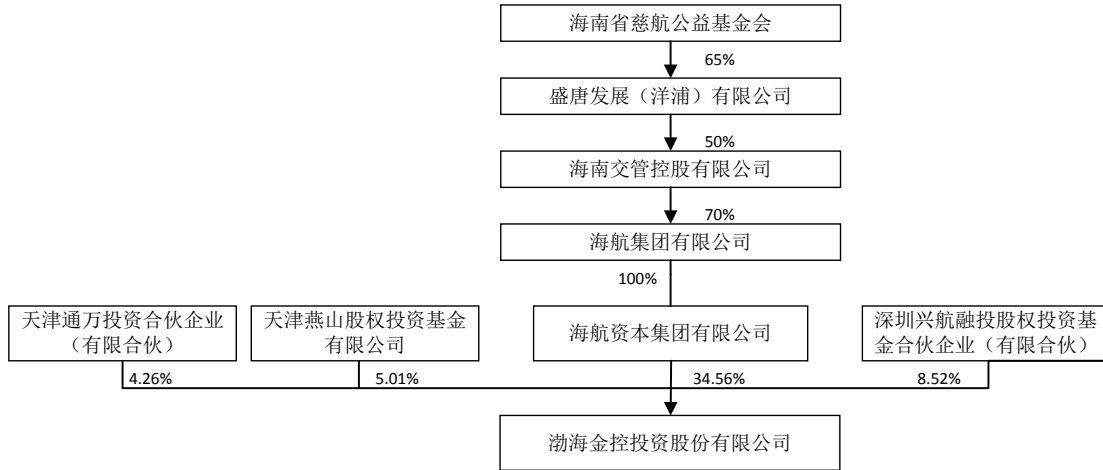
总体看，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量对短期融资券的保障能力较好，现金类资产对短期融资券的保障能力强。

## 十一、结论

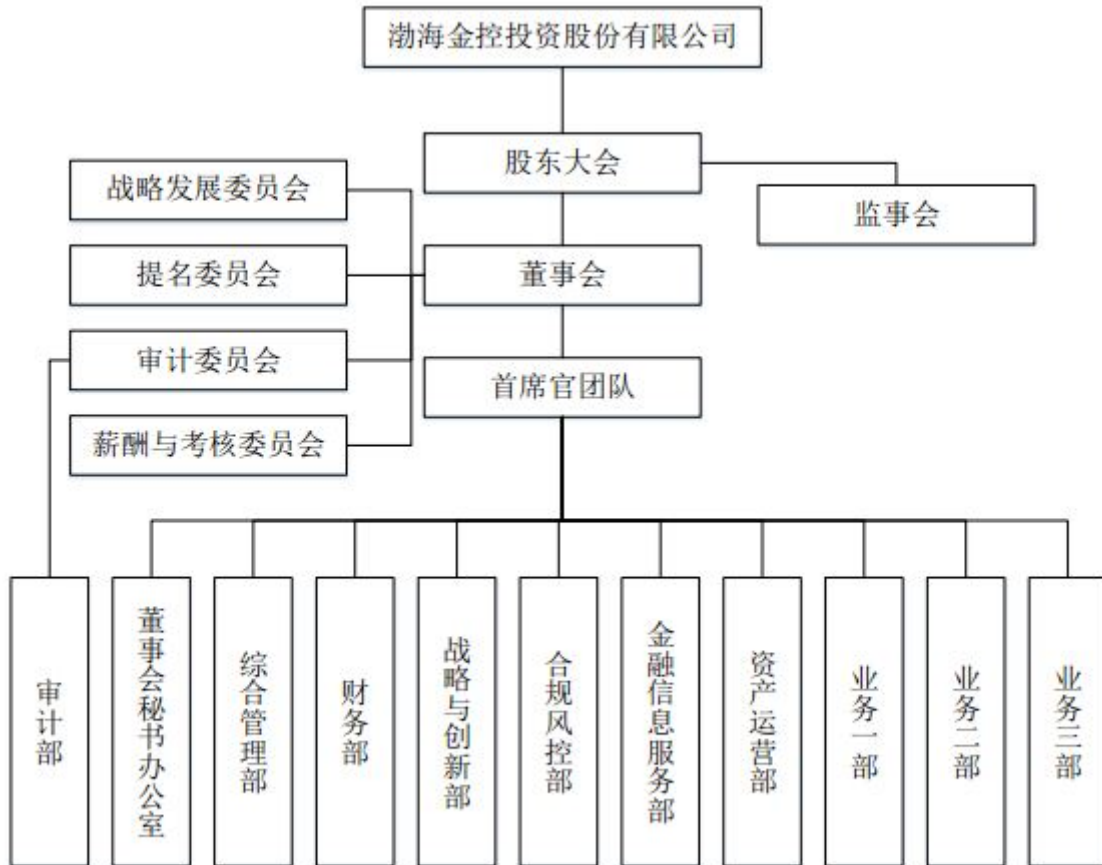
公司是国内首家拥有上市融资平台的租赁公司，拥有内资融资租赁牌照、金融租赁牌照和境外租赁业务平台。近年来公司治理机制运行良好，依托多元化租赁平台资源，形成了具有自身特色的租赁业务体系；通过持续的战略并购，公司资产规模实现快速扩张，盈利明显提升。此外，随着发展规划的逐步推进，公司在积极开拓飞机租赁、集装箱租赁、基础设施租赁等租赁业务的同时，通过增资渤海人寿、积极推进收购华安财产保险股份有限公司股权暨重大重组项目、参股聚宝互联科技（深圳）股份有限公司、天津银行股份有限公司等方式进一步增强公司在保险、银行等金融领域的资源配置，完成公司的多元金融业态布局，增强了自身的抗风险能力。海航集团资本实力强，融资渠道广泛，拥有多元化的产业服务平台，能够在业务发展等方面给予公司较大支持。另

一方面，公司负债规模大，杠杆水平较高，债务负担较重，租赁业务规模的快速增长以及多元化金融战略的推进对公司风险管理能力提出了更高要求，同时宏观经济增速放缓、行业竞争加剧将会对租赁公司形成一定运营压力。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内公司信用水平将保持稳定。

## 附录 1 股权结构图



## 附录 2 组织架构图



### 附录 3 主要财务数据及指标

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
现金类资产(亿元)	871.26	193.77	282.39	47.26
资产总额(亿元)	2851.68	2166.32	1319.01	677.21
所有者权益(亿元)	381.62	377.37	325.39	125.98
全部债务(亿元)	2375.84	1686.52	938.76	498.99
营业收入(亿元)	95.01	242.58	96.59	68.52
净利润(亿元)	5.60	28.41	17.88	11.79
EBITDA(亿元)	-	123.59	62.08	40.25
经营性净现金流(亿元)	29.24	139.45	70.14	47.35
费用收入比(%)	-	21.72	26.97	24.35
资产负债率(%)	86.62	82.58	75.33	81.40
平均总资本收益率(%)	-	4.13	3.74	3.99
平均资产收益率(%)	-	1.63	1.79	1.89
平均净资产收益率(%)	-	8.09	7.92	11.23
流动比率(%)	205.93	92.17	126.84	66.10
经营现金流动负债比(%)	5.41	28.81	21.29	23.52
EBITDA 全部债务比(%)	-	7.33	6.61	8.07
EBITDA 利息倍数(倍)	-	3.07	3.55	3.84
全部债务资本化比率(%)	-	81.72	74.26	79.84
长期债务资本化比率(%)	-	76.84	66.70	72.99

注：1. 以上财务数据及指标均为合并口径；

2. 数据来源：渤海金控 2014~2016 年审计报告，联合资信整理；2017 年 1~3 月财务数据未经审计。

## 附录 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>	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>盈利指标</b>	
平均总资产收益率	(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%
平均资产收益率	当期净利润*2 / (期初资产总额+期末资产总额) × 100%
平均净资产收益率	当期净利润*2 / (期初所有者权益+期末所有者权益) × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总额×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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据+应付债券

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销(公司融资租赁业务中,收取租金中本金部分不计入 EBITDA)

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附录 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

级别	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

## 附录 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息