

跟踪评级公告

联合[2018]1484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和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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” 及 “16 海资 02” 的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月十七日

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 2018 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	5 年	AA+	AA+	2017 年 6 月 23 日
16 海资 02	30.08 亿元	5 年	AA+	AA+	2017 年 6 月 23 日

评级时间: 2018 年 7 月 17 日

主要财务数据

发行人: 海航资本集团有限公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	3,494.95	4,416.86
所有者权益 (亿元)	1,062.48	1,061.59
长期债务 (亿元)	1,545.70	2,135.67
全部债务 (亿元)	2,159.09	2,929.02
营业收入 (亿元)	319.44	391.33
净利润 (亿元)	36.72	21.64
EBITDA (亿元)	165.69	238.62
经营性净现金流 (亿元)	107.48	210.19
经营活动流入量 (亿元)	782.88	796.13
营业利润率 (%)	34.20	44.23
净资产收益率 (%)	4.64	2.04
资产负债率 (%)	69.60	75.97
全部债务资本化比率 (%)	67.02	73.40
流动比率 (倍)	1.11	0.92
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.42	2.07
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.16	5.97

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说明均为合并口径; 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; 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; 2017 年渤海金控完成对 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; 子公司渤海国际信托股份有限公司 (以下简称“渤海信托”) 资本实力进一步增加, 信托管理规模、营业收入和净利润保持快速增长。

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; 另一方面, 公司与集团间存在一定的关联方往来款、关联方交易及关联方担保, 存在着一定的资金占用及潜在风险; 公司在 2018 年面临一定的债务偿还压力, 资金流动性管理值得关注。此外, 公司及一致行动人质押所持有的渤海金控股股份比例分别达 99.21% 和 100.00%, 若渤海金控股价出现较大下跌, 或将给公司质押借款带来一定压力。

综上, 联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级, 评级展望为“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. 2017 年, 公司业务规模进一步扩大, 租赁和信托业务发展较快, 全年经营收入快速增长。

2. 2017 年, 渤海金控完成了对 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. 海航集团的资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，公司作为其下属子公司，在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了海航集团的大力支持。

关注

1. 2017 年，公司进行了较大规模的并购并计划出售部分资产，公司境内外各平台间协同及资产整合的难度有所增加；此外，被并购的国外企业预期收益能否实现值得关注；另外，公司子公司渤海金控与安徽省交通控股集团有限公司达成出售皖江金租的意向；同时，公司子公司海航投资计划退出房地产业务并整合集团内外资源进入医疗大健康行业，公司未来发展存在一定的不确定性。

2. 2017 年，公司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。此外，公司关联方交易及关联方担保有一定的规模，存在着一定的潜在风险。

3. 2017 年，公司投资性现金流保持流出状态，且流出规模较大；伴随着租赁业务规模的扩张，公司债务规模增长较快，整体杠杆水平较高；此外，公司在 2018 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. 公司及一致行动人质押所持有的子公司渤海金控的股份比例分别为 99.21% 和 100.00%，质押比例很高。2018 年以来，股票市场波动较大，若渤海金控股票股价出现大幅下跌，公司进行的股票质押融资可能产生平仓风险或追加保证金压力。

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：



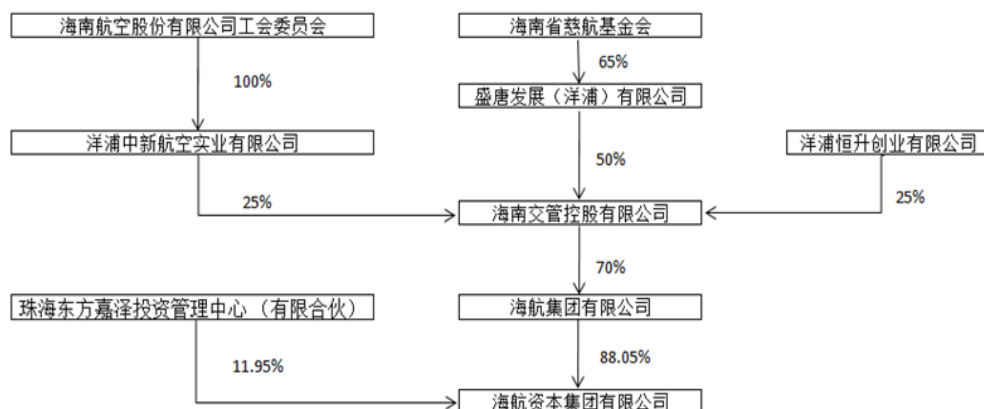
联合信用评级有限公司

张晨露

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 2017 年末，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 2017 年末公司股权结构图



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 2017 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 25 家。截至 2017 年末，公司拥有劳动合同员工 103 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 4,416.86 亿元，负债合计 3,355.27 亿元，所有者权益合计 1,061.59 亿元，其中少数股东权益 696.82 亿元；2017 年，公司实现合并营业收入 391.33 亿元，净利润 21.64 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 -4.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 210.19 亿元，现金及现金等价物净增加额为 63.34 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、跟踪债券概况

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。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”。跟踪期内，公司付息正常。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 2021 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。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”。跟踪期内，公司付息正常。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

融资租赁行业平稳发展，但对社会融资的贡献度仍很低。

2017 年，融资租赁行业继续保持增长势头。截至 2017 年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为 9,090 家，较年初增长 27.38%。截至 2017 年末，我国融资租赁合同余额总量为 60,600 亿元，较年初增长 13.70%；其中金融租赁合同余额 22,800 亿元，占比 37.62%；内资租赁合同余额 18,800 亿元，占比 31.02%；外资租赁合同余额 19,000 亿元，占比 31.35%，三类租赁公司的市场份额相对均衡。

从社会融资渠道选择上来看，使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”反应租赁形式对社会融资的贡献度，截至 2017 年末，融资租赁行业渗透率为 3.47%，仍持续处于较低水平。

融资成本攀升，盈利指标面临下滑压力；宏观经济下行，资产质量仍需关注。

在金融体系降杠杆防风险的主基调上，流动性或仍将呈现趋紧状态，融资成本攀升，盈利指标将面临一定的下行压力。另外，由于宏观经济面临下行压力，融资租赁企业的资产质量下行压力及租金回收风险不断上升，融资租赁企业资产质量仍是关注重点。

监管环境趋于统一，政策环境有所改善。

2018 年 5 月，商务部公告已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”），自 4 月 20 日起，有关职责由银保监会履行。融资租赁公司和金融租赁公司都由银保监会管理后，租赁市场将更加规范，监管环境由多头监管变为统一监管。

2018 年是全面贯彻十九大精神、决胜全面建成小康社会的第一年，随着国家多个重大战略实施以及金融工作回归服务实体经济本源，融资租赁行业政策环境会进一步得到改善，融资租赁企业有望面临重要发展机遇。

总体来看，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，整体资本实力增强，但行业渗透率持续处于低位，融资租赁行业仍存在广阔的发展空间，资产质量仍需保持关注。

2. 信托行业

据中国信托业协会发布的数据显示，信托业积极推进自身的供给侧结构性改革，加速转型升级，强化风险治理，寻求增长动力，实现行业可持续发展，目前信托行业已经成为服务实体经济

的重要力量和创造国民财富的重要途径。

在资金来源方面，近年来，单一类资金信托占比整体呈下降趋势，而集合类资金信托和管理财产类信托占比上行趋势愈加明显。截至 2017 年年末，单一类信托占比由 2016 年年末的 50.07% 降至 45.73%，下降幅度为 4.34 个百分点；集合类信托占比由 36.28% 增至 37.74%，上升幅度为 1.46 个百分点；管理财产类信托占比由 13.65% 增至 16.53%，上升幅度为 2.88 个百分点。信托资金来源持续向多样化和均衡化发展。

在资产功能方面，2017 年年末事务管理类信托余额为 156,465.55 万亿元，占比 59.62%；投资类信托余额为 61,702.72 万亿元，占比 23.51%；融资类信托余额为 44,284.68 万亿元，占比 16.87%。投资类、融资类和事务管理类信托产品三分天下局面进一步改变，事务管理类信托产品发展速度明显快于其他两类产品。

固有资产类别体现了信托公司主动配置资产的能力。截至 2017 年年末，信托行业固有资产规模达到 6,578.99 亿元（平均每家信托公司 96.75 亿元），同比增长 18.12%，环比增长 3.69%，同比增速较 2017 年 3 季度的 25.88% 有所回落，但固有资产规模依旧持续增长。从固有资产的结构来看，投资类资产依然是主要形式，规模为 4,961.07 亿元，占固有资产的比例为 75.41%；货币类资产规模为 656.81 亿元，占比 9.98%；贷款类资产规模为 380.71 亿元，占比仅为 5.79%。固有业务杠杆率有所提升。在信托业保障基金建立后，信托公司可以获取流动性支持，一定程度上提高了行业的杠杆率水平。2017 年信托行业平均杠杆率 1.25，较 2016 年增长 0.01 个百分点。

从所有者权益来看，2017 年年末信托全行业规模为 5,250.67 亿元（平均每家信托公司 77.22 亿元），同比增长 16.63%，环比增长 5.10%。从所有者权益的构成来看，2017 年年末实收资本占所有者权益的比例为 46.05%，与 2016 年年末相比，所占比例提高了 0.78 个百分点；未分配利润占比 29.52%，所占比例下降了 0.03 个百分点；信托赔偿准备占比 4.21%，所占比例上升了 0.06 个百分点。

随着信托行业评级的实施和信托监管评级的调整，信托公司资本扩张的动力增强。2017 年年末，信托全行业实收资本由 2016 年年末的 2,038.16 亿元上升至 2,417.70 亿元，同比增长 18.62%，环比增长 8.22%；未分配利润由 13,30.50 亿元上升至 15,50.09 亿元，同比增长 16.50%，环比降低 0.62%。实收资本增加是近两年来信托公司持续增资扩股效应的直接体现，留存利润积累进一步促进了固有资产和所有者权益的增长。就信托赔偿准备而言，截至 2017 年末，信托赔偿准备上升至 221.12 亿元，同比增长 18.23%，环比增长 12.78%，信托赔偿准备规模的不断扩大能直接提升信托公司抵御风险的能力。

信托风险项目个数和规模有所上升；截至 2017 年年末，信托行业风险项目有 601 个，比 2016 年年末增加 56 个，比 2017 年 3 季度增加 7 个；风险项目规模为 1,314.34 亿元，较 2016 年年末的 1,175.39 亿元同比增长 11.82%，较 2017 年 3 季度的 1,392.41 亿元环比下降 5.61%；全行业不良率水平为 0.50%，较 2016 年年末的 0.58% 下降了 0.08 个百分点，较 2017 年 3 季度的 0.57% 下降了 0.07 个百分点。尽管在管理信托资产规模稳步增长的背景下，全行业不良率水平在持续下降，但风险项目个数和规模的同比上升态势依然不容忽视，2017 年以来，信托产品违约案例增加，也给信托公司带来风险；信托公司应进一步增强防范风险的意识，提高防控风险的效率，丰富化解风险的手段。

总体看，信托公司依赖于外部市场环境刺激、利用相对灵活的制度安排追求“短平快”短期套利模式已经不可持续，信托公司积极调整业务结构，信托业务规模快速增长并创历史新高；但近年来，信托风险项目个数和规模呈上升趋势且违约案例不断增多，信托公司面临风险增加。

四、管理和内控分析

2017 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。

董事、监事和管理层人员发生一定变动：2017 年 1 月 5 日，公司任命金川担任公司总经理，原总经理刘小勇不再担任该职务；2017 年 4 月 9 日任命任凯担任公司财务总监，原财务总监郑宏不再担任该职。根据《海航资本集团有限公司股东会关于修订公司章程并变更董事、监事的决议》（海航资本股[2017]15 号）及 2017 年 8 月 22 日《海航资本集团有限公司章程修正案》，公司章程中“公司设董事会，成员为七人，由股东选派”变更为“公司设董事会，成员为五人，由股东选派”，且聘任金川、郑宏、孙志坤担任海航资本集团有限公司董事，原董事谭向东、黄琪琚、刘小勇、金平、成小云不再担任该职务；同意包括担任公司监事，原监事闻安民不再担任该职务。根据《关于更换职工监事的决议》（海航资本职代[2017]1 号），同意选举陈龙担任公司职工监事，原监事童甫不再担任该职务。公司新任董事及监事均为股东海航集团选派，新增股东东方嘉泽未选派董事及监事。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，2017 年，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，目前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“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、集装箱租赁、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，目前海航投资持续推进战略转型，定位于金融类服务平台，正逐步退出房地产业；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。

2017 年，公司实现营业收入 391.33 亿元，同比增长 22.51%，主要系公司租赁业务规模持续增长所致；其中，主营业务收入 290.19 亿元，占营业收入比重为 74.15%；非主营业务收入为 101.14 亿元，占比为 28.85%，主要由飞机销售收入和集装箱销售业务收入构成，非主营业务收入具有一定的持续性。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁收入	168.97	72.98	50.20	264.42	91.12	55.61
手续费及佣金收入	13.21	5.71	81.51	19.26	6.64	87.49
利息收入	2.05	0.88	100.00	3.56	1.23	71.39
服务费收入	0.41	0.18	21.67	1.25	0.43	75.84
咨询收入	8.28	3.58	83.07	0.69	0.24	100.00
房地产收入	2.57	1.11	34.37	0.54	0.18	26.92
商品销售收入	35.71	15.42	0.29	--	--	--

其他	0.34	0.15	89.41	0.48	0.17	56.44
合计	231.52	100.00	45.73	290.19	100.00	58.06

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，租赁收入占比进一步提升，是公司主要收入来源。2017年公司租赁业务实现营业收入264.42亿元，同比增长56.49%，占主营业务收入比重提升至91.12%。2017年，海航投资持续推进战略转型，逐步降低房地产业务收入占比；公司房地产业务实现收入为0.54亿元，同比下降79.06%，占比降至0.18%。2017年，受信托业务发展影响，公司手续费及佣金收入快速增长，收入19.26亿元，同比增长45.73%，占主营业务收入比重提升至6.64%。2017年公司无商品销售收入，主要系公司于2016年12月处置长江租赁有限公司（以下简称“长江租赁”）股权，其子公司海航期货股份有限公司（以下简称“海航期货”）的现货仓单收入不再合并所致。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，2017年，海航资本主营业务毛利率为58.06%，较2016年增加12.33个百分点，主要系租赁业务和信托业务毛利率增加所致。

表2 2016~2017年公司非主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
飞机销售收入	79.50	90.42	4.58	91.09	90.06	5.42
集装箱销售收入	4.95	5.63	1.09	6.93	6.85	24.69
维修收入	3.38	3.85	33.17	2.97	2.94	7.18
其他	0.09	0.10	92.40	0.14	0.14	95.22
合计	87.92	100.00	5.57	101.14	100.00	6.92

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

公司非主营业务收入主要由飞机销售收入和集装箱销售收入构成。2017年，公司非主营业务实现收入101.14亿元，同比增长15.04%，主要系子公司渤海金控飞机销售收入规模上升所致，公司非主营业务收入有一定的持续性。2017年，公司飞机销售实现收入91.09亿元，同比增长14.58%，占非主营业务收入比重较上年变化不大；公司集装箱销售实现收入6.93亿元，同比增长40.08%，占非主营业务收入比重较上年增长1.22个百分点，公司非主营业务收入结构变化不大。

此外，2017年，公司实现投资收益36.57亿元，同比小幅增长5.74%，占当期营业利润的104.18%，对营业利润的贡献度高；2017年投资收益较高主要系公司长期股权投资和可供出售金融资产带来的投资收益增长所致。

总体看，2017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且占比进一步提升；主营业务毛利率有所增长，整体仍处于较高水平；同时，长期股权投资和可供出售金融资产产生的投资收益较快增长，对公司利润的贡献度较高。

2. 租赁业务

目前，租赁业务仍是公司的核心业务，2017年租赁业务收入占主营业务收入比为91.12%。

（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。2017年渤海金控将C2 Aviation Capital LLC（以下简称“C2”）纳入合并范围，当年实现营业收入359.34亿元，同比大幅增长48.14%，实现净利润31.56亿元，同比增长11.08%，增幅小于收入主要系并购产生的融资利息支

出及其他相关管理费用增长所致。渤海金控收入主要来源于融资租赁业务、经营租赁业务和飞机销售业务，随着 C2 纳入合并范围，经营租赁收入增长较快，2017 年实现收入 211.34 亿元，同比大幅增长 82.63%，占比亦由 2016 年的 47.71% 增至 58.81%。受此影响，渤海金控其他各板块收入占比均有不同程度的下降，2017 年渤海金控实现融资租赁和融资租赁咨询收入 46.97 亿元，同比增长 20.81%，占比为 13.07%，同比下降 2.96 个百分点；飞机/集装箱销售收入 98.02 亿元，同比增长 16.07%，占比为 27.28%，同比下降 7.53 个百分点。

从地区分布看，渤海金控营业收入以海外收入为主，且占比延续了近年来的增长态势。2017 年全年其他国家和地区实现营业收入 280.84 亿元，占营业收入比重为 78.15%，同比增长 4.46 个百分点。

从毛利率水平来看，2017 年以来随着融资成本攀升，融资租赁及融资租赁咨询业务毛利率有所下降，但同时收入占比较大的经营租赁和飞机/集装箱销售毛利率有所上涨，综合毛利率增至 41.14%。

表 3 渤海金控营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
融资租赁和融资租赁咨询	38.88	16.03	53.49	46.97	13.07	47.84
经营租赁	115.72	47.71	54.58	211.34	58.81	56.05
飞机/集装箱销售	84.45	34.81	4.58	98.02	27.28	6.78
其他	3.52	1.45	35.92	3.01	0.84	8.28
合计	242.58	100.00	36.66	359.34	100.00	41.14

资料来源：渤海金控提供，联合评级整理。

从关联交易方面来看，渤海金控关联交易主要系关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务。2017 年渤海金控合并范围产生的关联企业的租赁收入共计 25.23 亿元，其中经营租赁收入 23.87 亿元，融资租赁收入 1.36 亿元，渤海金控关联交易额度占比不高，且主要以与关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务为主。

总体来看，随着渤海金控合并规模进一步扩大，业务规模进一步提高，2017 年以来渤海金控租赁业务保持良好发展势头，营业收入及利润保持增长态势，同时联合评级关注到渤海金控海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响。

（2）渤海金控旗下子公司业务情况

天津渤海本部租赁业务

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 2017 年末，天津渤海租赁合同余额 245.62 亿元，较年初基本持平，主要包括天保道路管网项目、武汉大桥联合租赁等项目。从项目分布情况看，随着天津渤海逐步拓展飞机租赁业务，截至 2017 年末，天津渤海租赁业务中飞机租赁占比最大，飞机融资租赁项目余额 148.54 亿元，占比 60.48%，呈增长态势；基础设施（包括公路道路、桥梁、管网等）租赁项目余额 41.55 亿元，占比持续下降，2017 年末为 16.92%；商业物业租赁项目余额 45.02 亿元，占比 18.33%；机械设备租赁项目余额 10.51 亿元，占比 4.28%。截至 2018 年 3 月末，天津渤海本部租赁项目余额 238.70 亿元，规模略有下滑，仍主要以飞机租赁为主，构成较年初变化不大。截至 2018 年 3 月末，天津渤海本部主要存续项目中前五大客户合同金额合计 77.95 亿元，占比 32.66%，集中度尚可。

表 4 天津渤海本部及 SPV 公司租赁项目分布情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁	57.81	23.79	41.55	16.92	39.02	16.35
飞机租赁	121.58	50.04	148.54	60.48	144.88	60.69
商业物业租赁	56.19	23.12	45.02	18.33	44.27	18.54
机械设备租赁	7.40	3.05	10.51	4.28	10.53	4.41
合计	242.98	100.00	245.62	100.00	238.70	100.00

资料来源：公司提供

租赁资产质量方面，仅应收融资租赁款有五级分类标准，近年来天津渤海本部正常类资产占比持续下降，资产质量下降明显，关注类资产大幅增加，主要系承租人受到所处行业政策变化和趋严的影响，致使其自身的经营活动前景不乐观所致；截至 2018 年 3 月末关注类资产 21.85 亿元，行业主要集中于机械设备及商业物业不动产，其中单笔最大的项目金额为 11.30 亿元（成都大鼎置业有限公司），占比较高，关注类资产中其中已出现逾期的 0.09 亿元，相关风险需关注。不良率方面，天津渤海近年来不良资产呈增长趋势，全部为可疑类，截至 2018 年 3 月末不良率为 0.87%。经营租赁方面，截至 2018 年 4 月末，天津渤海经营租赁产生的逾期租金合计 2.28 亿元，其中逾期 30 天以内的 0.75 亿元，30~60 天的 0.86 亿元，60~90 天的 0.19 亿元，90~180 天的 0.49 亿元，无 180 天以上逾期。

表 5 天津渤海本部融资租赁业务资产信用风险分级分类情况（单位：亿元，%）

类别	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类资产	113.86	93.70	79.20	81.56	71.15	75.84
关注类资产	6.90	5.67	17.09	17.60	21.85	23.29
次级类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可疑类资产	0.76	0.63	0.81	0.84	0.81	0.87
损失类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	121.52	100.00	97.10	100.00	93.82	100.00

资料来源：公司提供

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

总体来看，天津渤海本部业务规模有所增长，业务构成方面基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁类占比有所下降，逐步向飞机租赁业务渗透；租赁资产中关注类占比大幅增长，需对其资产质量保持关注。

皖江金融租赁业务

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，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，截至 2017 年末，天津渤海租赁持股 53.65%。

截至 2017 年末，皖江金租总资产规模 447.62 亿元，较年初增长 15.48%，净资产为 60.41 亿元，较年初增长 3.42%；全年实现营业收入 32.49 亿元，同比增长 30.22%，净利润 5.44 亿元，同比增长 7.54%。随着皖江金租业务的发展，截至 2017 年末，皖江金融租赁项目合同余额 417.43 亿元，较年初增长 16.98%，按行业划分，基础设施合同余额占比仍然最大，2017 年末为 73.35%；机械设备合同余额 69.84 亿元，占比 16.73%，行业集中度高。按项目地区划分，华东地区占比最

高，达到 31.27%，华中、西南、华北地区占比均超过 10%，单一地区集中度有所下降，地区集中度尚可，分布较为均匀。

皖江金租项目担保方式多样，主要有风险抵押金、保证金、第三方公司担保、土地和房产抵押、股权质押、个人无限连带责任等多种方式。随着皖江金租业务规模的扩大，租赁资产规模逐年增加，2017 年末由年初的 356.84 亿元增长至 453.91 亿元，增幅 27.20%，其中正常类占比 96.26%，较年初小幅增加，但 2017 年新增损失类资产 0.39 亿元，占比 0.09%。2018 年以来不良率小幅增长，3 月末为 1.77%。

总体来看，皖江金租业务较快增长，租赁资产质量尚可，正常类项目占比保持较高水平，项目行业集中于基础设施建设，存在一定的系统性风险。

横琴租赁业务

横琴租赁为商务部监管的中外合资租赁公司，2017 年 2 月，渤海金控及澳门南通信托投资有限公司、珠海大横琴投资有限公司合计对横琴租赁增资 4.12 亿元，截至 2017 年末，横琴租赁注册资本 6.60 亿元，渤海金控持股 64.00%。2017 年横琴租赁受到融资成本高的影响，项目审核中，受到资金匹配压力较大，过会率低，因此全年仅新增 1 单，签约金额为 1.00 亿元。针对资金方面，横琴租赁未来将加大外部融资渠道开拓，包括加强同银行及融资租赁同业机构的合作等；加强内部资金协调，盘活现有资产，提高资金使用效率。

2017 年以来随着存量项目逐渐到期并且新增项目较少，总资产和应收融资租赁款净额分别降至 12.34 亿元和 11.24 亿元，降幅分别为 19.66%和 23.43%。受以上因素影响，风险资产¹余额有所下降，2017 年末为 11.30 亿元，较年初下降 23.49%，风险资产/净资产为 1.51 倍，较年初下降 3.70 倍，2017 年以来受股东增资的影响资金杠杆大幅下降。资产质量方面，2017 年横琴租赁仍无不良资产，资产质量较好。

总体看，2017 年业务发展速度放缓，仅完成 1 单业务；租赁资产质量较好，2017 年以来仍无不良资产；随着股东注资，资金杠杆大幅下降，未来仍有业务扩张的空间，但未来的融资成本的控制情况对横琴租赁业务发展的影响仍需关注。

Avolon 飞机租赁业务

2016 年 10 月渤海金控通过 Avolon 等子公司启动了对 CIT 下属飞机租赁业务的收购，即收购 CIT 持有的 C2 的 100%股权，并于 2017 年 4 月完成了此次收购的股权交割，现已成为全球第三大飞机租赁公司。

截至 2018 年 3 月末，Avolon 自持飞机 576 架，管理飞机 2 架，飞机型号主要以 A320、B737 为主。Avolon 下游主要客户为境外各航空公司，目前已与遍布全球 30 多个国家的 50 余家航空公司合作。公司当前和未来的客户主要集中在高性能低成本航空公司（以下简称“廉航”），全世界范围内对中短途航线的需求的快速增长带动了廉航的快速发展，为快速发展的各廉航提供优质高效的飞机租赁业务是公司当前业务的发展重心。

渤海金控飞机租赁板块资金来源主要为境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品。截至 2018 年 3 月末，渤海金控飞机租赁板块境外银行借款余额人民币 1,153.38 亿元。除飞机租赁业务外，飞机销售为公司重要的收入来源。Avolon 的管理团队在飞机资产投资、资产定价、租期管理和资产退出方面拥有成熟的经验，对市场具有较强的研判和提前布局能力。Avolon 专门成立了飞机处置部门，结合对市场的研判和飞机资产的跟踪，将飞机继续租赁的产生的现金流现值和处置收入进行对比，若处置飞机相对有利时，便以变卖飞机或转租赁等形式迅速处置相应飞机。目前飞机销售成为渤海金控重要的收入来源，2017 年实现收入 91.09 亿元，占渤海金控营业收入比重

¹ 风险资产=总资产-现金-银行存款-国债-委托租赁资产

的 25.35%。

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

GSC集装箱租赁服务

2016 年，公司通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd.的整合，集装箱业务信息按照 GSC 口径统一反映。截至 2017 年末，Seaco 和 Cronos 自有和管理的集装箱合计 355 万 CEU，服务于来自 76 个国家的 775 家客户，集装箱分布于全球的 163 个港口，为全球第二大集装箱租赁公司（以 CEU 计）。

2017 年以来，GSC 集装箱数量有所增长，截至年末共有集装箱 154.87 万个，较年初增长 8.94%，构成仍以集装箱干柜为主，占比 78.70%。2017 年以来，受大宗干散货供需变化、全球经济增长提速等多重因素刺激，波罗的海干散货指数（BDI）创下近年新高，全球航运及集装箱租赁市场呈现向好趋势，各种集装箱出租率均有所增长，分别同比增长 5.30、1.70、3.70 和 0.10 个百分点。租金方面，各种集装箱平均租金均较上年变化不大。

表 6 GSC 集装箱业务情况表（单位：万个，%，美元/天）

名称	2016 年			2017 年		
	期末数量	平均出租率	平均租金	期末数量	平均出租率	平均租金
集装箱干柜	110.74	92.00	0.80	121.88	97.30	0.79
冷藏集装箱	16.85	95.00	4.83	18.14	96.70	4.61
特种集装箱	10.36	85.70	3.47	10.61	89.40	3.49
罐式集装箱	4.21	86.10	6.72	4.23	86.20	6.51
合计	142.16	--	--	154.87	--	--

资料来源：公司提供

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

3. 信托业务

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，2017 年 2 月，渤海信托新引入关联企业股东北京海航金融控股有限公司（以下简称“海航金融”），注册资本增加至 36.00 亿元。公司与海航金融分别出资 6.40 亿元和 9.60 亿元，增资后公司持股为 51.23%，海航金融持股 26.67%，中国新华航空集团有限公司持股 22.10%。2017 年，渤海信托营业收入和盈利规模均快速增长；2017 年，渤海信托实现营业收入 21.36 亿元，同比增长 70.54%，实现净利润 12.64 亿元，同比增长 87.45%；截至 2017 年末，渤海信托资产合计为 140.14 亿元，较 2016 年末增长 63.68%，主要系增资后货币资金增加以及加大贷款投放所致。

（1）业务运营

2017 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 2017 年底，渤海信托管理的信托资产规模为 7,549.75 亿元，业务规模较上年增加 117.96%。从资产来源看，渤海信托信托资产仍以单一资金信托为主，2017 年的占比为 64.42%，较 2016 年减少 7.65 个百分点。

2017 年，渤海信托主动管理信托规模有所增加，被动型管理信托规模进一步上升，信托报酬率为 0.28%，较上年下降 0.05 个百分点。截至 2017 年底，渤海信托被动管理型信托资产 7,199.28 亿元，占受托管理资产总额的 95.36%，较上年增加 2.87 个百分点。被动管理型信托仍以融资类信托为主（占 75.62%，较上年减少 5.37 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 7 渤海信托业务分布情况（单位：亿元）

信托资产	2016 年	2017 年
集合	785.97	1,686.74
单一	2,496.44	4,863.82
财产权	181.36	999.18
合计	3,463.77	7,549.75
主动管理型信托资产：		
证券投资类	--	--
股权投资类	12.99	6.56
融资类	236.72	335.91
事物管理类	10.58	8.00
小计	260.29	350.47
被动管理型信托资产：		
证券投资类	72.92	313.38
股权投资类	110.61	393.90
融资类	2,594.35	5,444.27
事务管理类	425.59	1,047.73
小计	3,203.48	7,199.28

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 2017 年底，实业投放规模为 3,815.80 亿元，占管理总资产规模的 50.54%，基础产业投放规模 621.84 亿元，占管理总资产规模的 8.24%，金融机构投放规模为 1,811.01 亿元，占管理总资产规模的 23.99%。

表 8 渤海信托资金投向行业分布（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	规模	占比	规模	占比
基础产业	519.85	15.01	621.84	8.24
房地产业	228.29	6.59	513.40	6.80
证券市场	72.92	2.11	313.38	4.15
实业	1,728.50	49.90	3,815.80	50.54
金融机构	820.87	23.70	1,811.01	23.99
其他	93.34	2.69	474.32	6.28
合计	3,463.77	100.00	7,549.75	100.00

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。

2017 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 32.65 亿元，主要为理财产品和股权投资，占自营资产的 23.29%，规模和占比均有所下降；贷款和应收款规模为 56.27 亿元，较上年末大幅增长 257.27%，占比随之提升 21.76 个百分点至 40.16%，主要系因渤海信托完成增资后资本金获得补充，资金流动性充足，而采取新增贷款类项目的方式获取收益所致；渤海信托新增贷款以信用贷款为主，根据资产质量五级分类均划分为正常贷款，其余贷款已附加抵押物或其他担保。截至 2017 年末，渤海信托贷款不良率为 0.55%，占比较低。截至 2017 年末，渤海信托租赁和商务服务业客户贷款占比达 88.30%，贷款集中度较高；同时，渤海信托 2017 年新增贷款规模较大，贷款业务存在一定信用风险。

表 9 渤海信托自有资产运用与分布（单位：亿元，%）

资产运用	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资产	26.94	31.46	49.52	35.33
贷款及应收款	15.75	18.40	56.27	40.19
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	0.91	0.65
可供出售金融资产	38.67	45.17	32.65	23.29
其他	1.02	1.19	0.79	0.57
资产总计	85.62	100.00	140.14	100.00

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。同时，联合评级也关注到，2017 年子公司渤海信托贷款业务集中度较高，新增规模也较大，贷款业务存在一定信用风险。

（2）风险管理

2017 年，渤海信托随着增资完成净资本快速增加，截至 2017 年底，渤海信托净资本为 91.92 亿元，较 2016 年底增加 62.12%；渤海信托各项业务风险资本之和为 32.76 亿元，较 2016 年底增长 106.30%，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，2017 年，渤海信托净资本/各项业务风险资本之和较 2016 年下降至 280.58%；净资本/净资产指标为 79.63%，较 2016 年下降 0.84 个百分点，但仍远高于监管标准。

表 10 渤海信托风险监控指标（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	监管标准
净资本	56.70	91.92	≥2
固有业务风险资本	9.19	11.72	--
信托业务风险资本	6.69	21.04	--
各项业务风险资本之和	15.88	32.76	--
净资本/各项业务风险资本之和	356.94	280.58	≥100%
净资本/净资产	80.47	79.63	≥40%

资料来源：公司提供

整体来看，2017 年，渤海信托资本实力进一步增加，信托管理规模、营业收入和净利润保持快速增长，主要风险监控指标均符合相关监管政策要求。

4. 重大事项

重大资产重组

2018年1月，子公司渤海金控因涉及重大事项申请停牌，本次重大资产重组的初步方案为渤海金控拟向公司发行股份购买其持有的渤海国际信托部分股权，并可能涉及向渤海信托进一步增资。目前，公司及有关各方将全力推进本次重大资产重组事项的各项工作。

2018年1月，子公司海航投资因控股股东筹划涉及本公司的重大事项申请停牌，本次重大资产重组涉及的审计、资产评估、尽职调查等相关工作还在进行中。因公司本次重大资产重组涉及的资产范围较广、规模较大，涉及商讨事项较多，公司及有关各方仍需就相关事项深入协商、论证后达成交易方案，相关工作还需要时间推进完成。

渤海金控拟出售皖江金租部分股权

2018年3月，渤海金控计划出售皖江金融租赁部分股权，预计股权交易完成后，天津渤海租赁持有皖江金融租赁的股权比例将由53.65%下降至17.78%，渤海金控将丧失对皖江金融租赁的控制权。渤海金控计划出售皖江金租股权，若股权转让完成，渤海金控将不再将其纳入合并范围，公司的债务负担将在一定程度上有所减轻。

截至2018年6月26日，安徽省交通控股集团有限公司（以下简称“安徽交投”）向公司全资子公司天津渤海出具了《股权收购意向函》，安徽交投有意收购天津渤海拟出售的皖江金租16.5亿股股权。

公司及一致行动人持有的渤海金控股份被质押

截至2018年6月28日，公司持有渤海金控21.59亿股，占渤海金控总股本的34.91%，累计已质押21.42亿股，占渤海金控总股本的34.63%，质押占公司持有渤海金控股份的比例为99.21%。同时，公司一致行动人深圳兴航融投股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“兴航融投”）及天津通万投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“通万投资”）共计持有渤海金控7.91亿股，占渤海金控总股本的12.78%，累计已质押7.91亿股，占渤海金控总股本的12.78%，质押占兴航融投及通万投资持有渤海金控股份的比例为100.00%。2018年1月17日至2018年7月16日，子公司渤海金控股票交易因重大事项停牌，公司质押子公司渤海金控股股权的比例较高。在股票市场波动较大的环境下，子公司渤海金控股票价格存在较大下跌风险，公司进行的股票质押融资可能产生平仓风险和追加保证金压力。

总体看，公司拟进行的重大资产重组及出售部分皖江金租股权事宜仍在进行中，未来仍存在较大不确定性，联合评级将对以上事项保持关注。同时，联合评级也关注到，公司及一致行动人质押所持有的子公司渤海金控的股份比例较高，在股票市场波动较大的背景下，公司进行的股票质押融资存在一定压力。

5. 未来发展

公司未来发展主要定位于大型的投资控股集团，通过发挥公司在航空、租赁等领域的资源和专业优势，以设立、重组、并购等股权投资方式进入相关的优势产业。公司已经先后进入了租赁、信托、投资管理、投资咨询、保理等相关领域，子公司海航投资也正在逐步退出房地产行业。目前，租赁业务在公司的投资范围内还占有比较高的比重，随着其他业务稳步发展，以及在优势产业投资规模进一步扩大，公司将逐渐发展成为跨领域、多元化发展的大型投资控股集团。同时，公司子公司海航投资着力整合集团内外资源进入医疗大健康行业，公司子公司渤海金控计划向公司购买渤海信托的部分股权。目前，公司子公司海航投资与渤海金控仍在重组过程中，未来发展方向仍存在着一定的不确定性。

总体来看，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。同时，

联合评级也关注到，公司所属两个上市子公司渤海金控与海航投资均在重组过程中，未来发展方向仍存在着一定的不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的公司提供的2017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，出具了无保留意见的审计结论。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 2017年公司合并范围变化情况（单位：%）

变动原因	公司名称	持股比例
新增子公司	霍尔果斯联达永铭股权投资管理有限公司	100.00
新增子公司	黄海丝路财富投资管理（青岛）有限公司	70.00
新增子公司	天津华晨永盈投资有限公司	100.00
非同一控制下企业合并	C2 Aviation Capital LLC（C2）	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 4,416.86 亿元，负债合计 3,355.27 亿元，所有者权益合计 1,061.59 亿元，其中少数股东权益 696.82 亿元；2017 年，公司实现合并营业收入 391.33 亿元，净利润 21.64 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为-4.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 210.19 亿元，现金及现金等价物净增加额为 63.34 亿元。

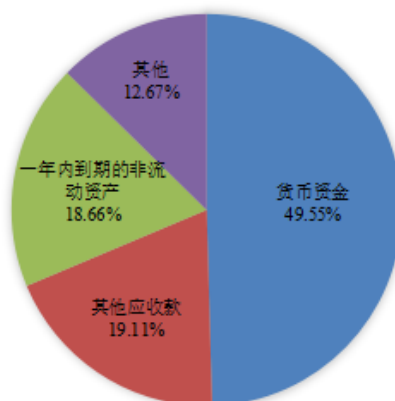
2. 资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额为 4,416.86 亿元，较年初增长 26.38%，主要系公司非同一控制下企业合并并入的公司中飞机及发动机资产规模较大所致。截至 2017 年底，公司流动资产 921.42 亿元（占比 20.86%）、非流动资产 3,495.44 亿元（占比 79.14%），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 2017 年末，公司流动资产为 921.42 亿元，较年初增加 8.40%，主要系货币资金增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 49.55%）、其他应收款（占比 19.11%）和一年内到期的非流动资产（占比 18.66%）构成，具体见下图所示。

图 2 截至 2017 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。

2017 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 2017 年末，货币资金余额为 456.61 亿元，较年初增加 28.47%，主要系公司经营性现金流入情况良好且大幅度降低投资活动支出所致。其中，使用受限的货币资金为 223.86 亿元，占全部货币资金的 49.03%，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。

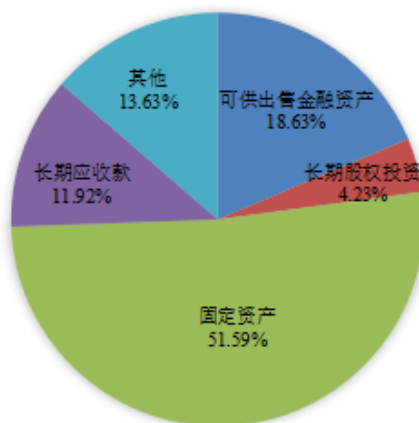
2017 年，公司其他应收款主要由海航集团内部之间的往来款和与其他业务相关企业的资金往来款项构成；截至 2017 年末，公司其他应收款余额为 176.07 亿元，较年初减少 19.62%，主要系应收关联方款项减少所致，公司其他应收款期限主要集中在 1 年至 2 年，占比 50.70%；其中，海航集团内部往来款 90.07 亿元，占比 51.15%。截至 2017 年底，公司对其他应收账款共计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例为 0.07%，考虑到其他应收款中部分为关联方的往来款，风险较低，因此未进行坏账计提准备，公司其他应收款坏账准备计提比例较为合理；但该款项对公司资金形成了一定程度的占用，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 2017 年末，公司一年内到期的非流动资产余额为 171.95 亿元，较年初增长 6.13%，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 2017 年末，公司非流动资产为 3,495.44 亿元，较年初增长 32.15%，主要系公司通过企业合并和购买的等方式取得大量飞机及发动机，使得公司固定资产规模大幅上升。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 18.63%）、长期应收款（占比 11.92%）、长期股权投资（占比 4.23%）和固定资产（占比 51.59%）构成，具体见下图所示。

图 3 截至 2017 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。

2017 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 2017 年末，公司可供出售金融资产为 651.20 亿元，较年初变化不大，其中，公司计提资产减值损失 1.21 亿元。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产中权益投资占比 30.45%，基金投资占比 64.64%，信托产品投资占比 3.23%。

2017 年，公司长期应收款主要由应收融资租赁款构成；截至 2017 年末，公司长期应收款余额为 416.63 亿元，较年初增加 10.76%，主要系公司应收融资租赁款增加所致。截至 2017 年末，公司长期应收款计提的坏账准备为 5.78 亿元，占期末账面价值的 1.39%，计提比例较低，存在一定的资产减值风险。

2017 年，公司长期股权投资主要为对联营企业的投资；截至 2017 年末，长期股权投资账面价值为 147.90 亿元，较年初大幅减少 2.97%，主要系公司处置联营企业宁波航信智源共赢股权投资合伙企业（有限合伙）股权所致。截至 2017 年末，公司长期股权投资中用于质押的账面价值为 21.65 亿元，占比为 14.64%。

2017 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 2017 年末，固定资产净额为 1,803.16 亿元，较年初增长 53.73%，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，2017 年末用于抵押借款的受限固定资产账面价值为 1,661.83 亿元，受限比例高。截至 2017 年末，固定资产累计计提折旧 86.68 亿元，计提减值准备 3.05 亿元，固定资产成新率为 92.73%，固定资产成新率较高。

总体来看，2017 年，公司资产仍以非流动资产为主，货币资金受限占比较高；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，但用于抵押借款的受限固定资产比例较高。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。

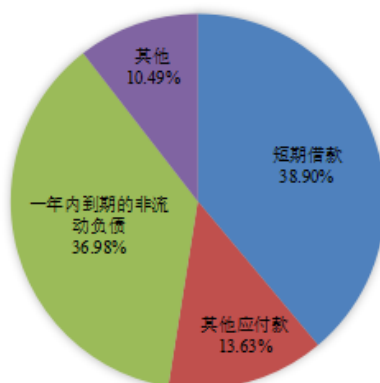
3. 负债及所有者权益

截至 2017 年末，公司负债总额为 3,355.27 亿元，较年初增长 37.94%，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 2017 年底，公司流动负债 1,005.22 亿元（占比 29.96%）、非流动负债 2,350.05 亿元（占比 70.04%），公司负债结构以非流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年末，公司流动负债 1,005.22 亿元，较年初增长 30.91%，主要系一年内到期非流动负债的快速增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 38.90%）、其他应付款（占比 13.63%）和一年内到期的非流动负债（占比 36.98%）构成，具体情况见下图。

图 4 截至 2017 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。

2017 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 2017 年末，公司短期借款余额为 390.99 亿元，较年初小幅增长 4.07%，主要系抵质押借款和信用借款增加所致，其中主要的抵、质押品为股权和固定资产等。

2017 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 2017 年末，公司其他应付款为 137.03 亿元，较年初增长 38.75%，主要系应付关联方资金增加所致；其中，关联方往来款占比达 67.43%，较年初变化不大。

2017 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 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 371.74 亿元，较年初增长 79.08%，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 2017 年末，公司非流动负债为 2,350.05 亿元，较年初增长率为 41.18%，主要系应付债券和其他非流动负债的增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 56.54%）、应付债券（占比 34.34%）和其他非流动负债（占比 5.86%）构成。

2017 年，公司长期借款主要由质押借款和抵押借款构成；截至 2017 年末，公司长期借款余额为 1,328.72 亿元，较年初变化不大。截至 2017 年底，质押借款余额为 508.24 亿元，占全部长期借款的 31.61%，抵押借款期末余额为 893.78 亿元，占全部长期借款的 55.59%，抵押借款占比较高，主要通过固定资产等进行抵押。

2017 年，公司应付债券快速增长，截至 2017 年末，公司应付债券为 806.95 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 239.49%，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。

2017 年，公司全部债务规模呈快速增长趋势；截至 2017 年底，公司全部债务为 2,929.02 亿元，较 2016 年底增加 35.66%，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 793.35 亿元，占全部债务比重为 27.09%，长期债务余额为 2,135.67 亿元，占全部债务比重为 72.91%。从集中兑付情况来看，截至 2017 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 2018 年到期的占比 27.09%，面临一定的短期债务偿付压力。

表 12 截至 2017 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
2018 年	780.78	26.66
2019 年	709.80	24.23
2020 年及以后	1,438.43	49.11
合计	2,929.02	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2017 年末，公司资产负债率为 75.97%，较年初增加 6.37 个百分点，主要系公司债务规模增长所致，杠杆水平仍属较高；公司全部债务资本化比率为 73.40%，较上年增加 6.38 个百分点；长期债务资本化比率为 66.80%，较上年增加 7.54 个百分点。从负债指标看，2017 年，公司负债压力有所增加，总体债务压力仍属较重。

总体看，2017 年，公司债务规模增长较快，公司负债压力有所增加，总体债务压力仍属较重。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 1,061.59 亿元，较年初变化不大。截至 2017 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 364.77 亿元，占比 34.36%，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 91.78%，资本公积占比 3.68%，未分配利润占比 6.66%。截至 2017 年末，公司少数股东权益为 696.82 亿元，占比 65.64%，较年初变化不大。公司所有者权益中少数股东权益占比较大，对子公司的控制力一般，所有者权益稳定性一般。

整体看，2017 年，公司所有者权益规模相对稳定，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

2017 年，公司实现营业收入 391.33 亿元，同比增长 22.51%，主要系公司经营规模扩大使得租赁业务收入增长所致；同期，公司营业成本小幅增长，为 215.86 亿元，同比增长 3.45%。2017 年，公司实现净利润 21.64 亿元，同比下降 41.07%，主要系随着债务规模增长利息支出快速增加所致。

从期间费用看，2017 年公司期间费用为 168.83 亿元，同比增长 91.99%，销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长 53.52%、36.95%和 114.74%；其中，公司财务费用占比较 2016 年增加 8.32 个百分点至 78.51%，主要系公司对外融资大幅增加所致。2017 年，受期间费用快速增长的影响，公司费用收入比由 2016 年的 27.53%增加至 43.14%。

从投资收益看，2017 年公司实现投资收益 36.57 亿元，同比小幅增长 5.74%，占当期营业利润的 104.18%，对营业利润的贡献度高；2017 年投资收益较高主要系公司长期股权投资和可供出售金融资产带来的投资收益增长所致。

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，2017 年公司营业外收入 1.22 亿元，同比减少 62.53%，对公司利润形成了一定补充。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率为 44.23%，较上年增加 10.03 个百分点，主要受营业收入的增速高于营业成本的增速所致；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、总资产报酬率和净资产收益率较 2016 年有所下降，2017 年，上述三项比率分别为 3.77%、3.79%和 2.04%，公司整体盈利能力一般。

总体看，2017 年，随着公司整体业务规模的扩大，公司营业收入保持稳定增长，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，净利润有所下降，整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 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；2017 年，公司经营活动现金净流入 210.19 亿元，较 2016 年增长 95.56%。2017 年公司经营活动产生的现金流入为 796.13 亿元，较 2016 年增长 1.69%；2017 年公司经营活动产生的现金流出为 585.94 亿元，较 2016 年减少 13.25%，主要系劳务支出以及支付给关联方的资金减少所致。从收入实现质量指标看，2017 年，公司现金收入比为 75.06%，较上年减少 9.08 个百分点，公司收入的实现质量一般。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动产生的现金流仍为净流出状态，但流出规模有所减少；2017 年，公司投资性现金净流出 829.81 亿元，较 2016 年减少 30.83%。2017 年，公司投资活动产生的现金流入为 683.70 亿元，较 2016 年增长 5.14%，主要系收回投资收到的现金增加所致。2017 年，公司投资活动产生的现金流出为 1,513.51 亿元，较 2016 年减少 18.19%，主要系 2017 对外投资活动规模下滑所致。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动产生的现金流仍为净流入状态，但流入规模有所减少；2017 年，公司筹资性现金净流入 674.69 亿元，较 2016 年减少 29.38%。2017 年，公司筹资活动产生的现金流入为 2,157.62 亿元，较 2016 年增长 2.20%。2017 年，公司筹资活动产生的现金流出为 1,482.93 亿元，较 2016 年增长 28.31%，主要系偿还到期债务支付的现金增加所致。

表13 2016~2017年公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	107.48	210.19
投资性现金流量净额	-1,199.71	-829.81
筹资性现金流量净额	955.39	674.69
现金及现金等价物净增加额	-134.14	633.44

资料来源：公司审计报告

总体看，2017 年，公司投资活动规模依然较大，公司经营活动的收入实现质量一般。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，2017 年公司流动比率为 0.92 倍，较上年减少 0.19 倍；速动比率为 0.88 倍，较上年减少 0.18 倍，公司短期偿债能力一般。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为 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，2017 年，公司经营现金流动负债比率为 20.91%，较上年增加 6.91 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，2017 年，公司 EBITDA 为 238.62 亿元，同比增长 44.01%；公司 2017 年的 EBITDA 由折旧（占 36.33%）、摊销（占 0.85%）、计入财务费用的利息支出（占 47.95%）和利润总额（占 14.88%）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。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.07 倍，较上年减少 0.35 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，较上年变化不大，但对全部债务的保障能力仍属较低水平。

截至2018年7月10日，公司对外担保合计163.15亿元，对外担保规模一般，被担保企业主要为关联担保，存在一定的或有负债风险。

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2018年7月10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。

截至 2018 年 5 月底，公司无对公司财务状况、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。

银行授信方面，公司以使用控股股东海航集团各金融机构综合授信为主；授信额度使用上，公司按需与集团和金融机构沟通调整，截至 2017 年底，海航集团共获得各金融机构综合授信额度 8,104.00 亿元，其中 2,891.00 亿元尚未使用；其中海航资本现占用 200.00 亿左右。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。

总体看，公司整体偿债能力一般；但考虑到，公司融资租赁的业务特征以及资产规模较大，融资渠道较为丰富，股东对公司支持力度较大，公司偿债能力仍属很强。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司净资产总额为 1,061.59 亿元，为公司“16 海资 01”和“16 海资 02”本金合计（40.00 亿元）的 26.54 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，2017 年，公司 EBITDA 为 238.62 亿元，为债券本金合计（40.00 亿元）的 5.97 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 2017 年经营活动产生的现金净流入 210.19 亿元，为债券本金合计（40.00 亿元）的 5.25 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。

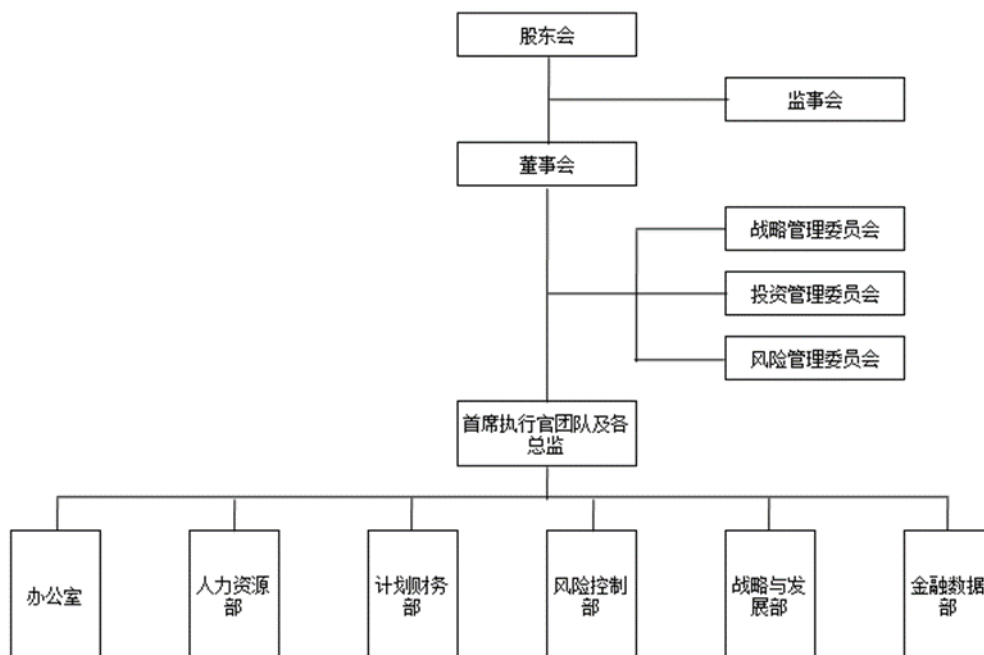
八、综合评价

海航资本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；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；2017 年渤海金控完成对 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；子公司渤海信托资本实力进一步增加，信托管理规模、营业收入和净利润保持快速增长。

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；另一方面，公司与集团间存在一定的关联方往来款、关联方交易及关联方担保，存在着一定的资金占用及潜在风险；公司在 2018 年面临一定的债务偿还压力，资金流动性管理值得关注。此外，公司及一致行动人质押所持有的渤海金控股份比例分别达 99.21% 和 100.00%，若渤海金控股价出现较大下跌，或将给公司质押借款带来一定压力。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	3,494.95	4,416.86
所有者权益（亿元）	1,062.48	1,061.59
短期债务（亿元）	613.39	793.35
长期债务（亿元）	1,545.70	2,135.67
全部债务（亿元）	2,159.09	2,929.02
营业收入（亿元）	319.44	391.33
净利润（亿元）	36.72	21.64
EBITDA（亿元）	165.69	238.62
经营性净现金流（亿元）	107.48	210.19
应收账款周转次数(次)	18.69	22.34
存货周转次数（次）	5.48	5.48
总资产周转次数（次）	0.11	0.10
现金收入比率（%）	84.14	75.06
总资本收益率（%）	3.96	3.77
总资产报酬率（%）	3.80	3.79
净资产收益率（%）	4.64	2.04
营业利润率（%）	34.20	44.23
费用收入比（%）	27.53	43.14
资产负债率（%）	69.60	75.97
全部债务资本化比率（%）	67.02	73.40
长期债务资本化比率（%）	59.26	66.80
EBITDA 利息倍数（倍）	2.42	2.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.08
流动比率（倍）	1.11	0.92
速动比率（倍）	1.06	0.88
现金短期债务比（倍）	0.58	0.58
经营现金流动负债比率（%）	14.00	20.91
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.14	5.97

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本期公司债券偿债能力	
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