

跟踪评级公告

联合〔2019〕1431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“负面”

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



二〇一九年六月二十日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

海航资本集团有限公司

公司债券 2019 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+

评级展望：负面

评级展望：列入评级
观察

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	7.03 亿元	5 年	AA+	AA	2019 年 1 月 30 日
16 海资 02	6.96 亿元	5 年	AA+	AA	2019 年 1 月 30 日

评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据

发行人：海航资本集团有限公司

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	4,416.86	3,908.29
所有者权益（亿元）	1,061.59	945.09
长期债务（亿元）	2,135.67	1,840.88
全部债务（亿元）	2,916.46	2,526.21
营业收入（亿元）	391.33	444.02
净利润（亿元）	21.64	25.64
EBITDA（亿元）	238.62	242.81
经营性净现金流（亿元）	210.19	258.73
营业利润率（%）	44.23	39.23
净资产收益率（%）	2.04	2.56
资产负债率（%）	75.97	75.82
全部债务资本化比率（%）	73.31	72.77
流动比率（倍）	0.92	1.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.00
EBITDA/待偿本金合计（倍）	17.06	17.36

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，反映了其业务仍以租赁和信托为主；公司主要子公司渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）是国内规模较大的上市租赁公司，业务规模保持了很强的行业竞争力；2018 年以来公司突出租赁主业，剥离非主业资产，并主动降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取得一定成效，债务规模和杠杆率均有所回落。

同时，联合评级关注到公司与关联方往来款项及关联方交易较多，存在着较大的资金占用及关联方潜在风险；公司在 2019 年面临较大债务偿还压力，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租赁股份合计占比极高，并存在被动减持情况，公司面临较大追加保证金压力和继续被动减持风险，甚至影响其对渤海租赁的控制权。

公司未来发展受到股东海航集团有限公司整体战略的影响较大，未来或将处于资产出售阶段且公司流动性趋紧的情况短期内难以改善。

综上，联合评级将公司主体长期信用等级下调至 AA，评级展望为“负面”；同时下调“16 海资 01”和“16 海资 02”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 2018 年，公司业务仍以租赁业务和信托业务为主，业务规模保持较大规模；公司突出租赁主业，剥离非主业资产，并主动降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取得一定成效，债务规模和杠杆率均有所回落。

2. 子公司渤海租赁业务规模排名保持行业前列，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面保持了很强的竞争力。

关注

1. 公司与关联方往来款项及关联方交易较多且关联担保金额较大,存在着一定的资金占用及关联方潜在风险。

2. 目前,公司受限资产比例较大,资产流动性偏弱。另外,公司资产质量出现了明显下降,需关注资产质量下行对公司盈利能力产生的负面影响以及未来可能继续下行的风险。

3. 公司及一致行动人质押所持有的子公司渤海租赁的股份比例极高,并且已经出现被动减持,公司面临较大追加保证金压力和继续被动减持风险,甚至影响其对渤海租赁的控制权;同时,公司贷款存在违约情况,需关注其后续债务偿还情况及履约能力。

分析师

陈 凝

电话: 010-85172818

邮箱: chenn@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：

陈 颖 张 晨 霞

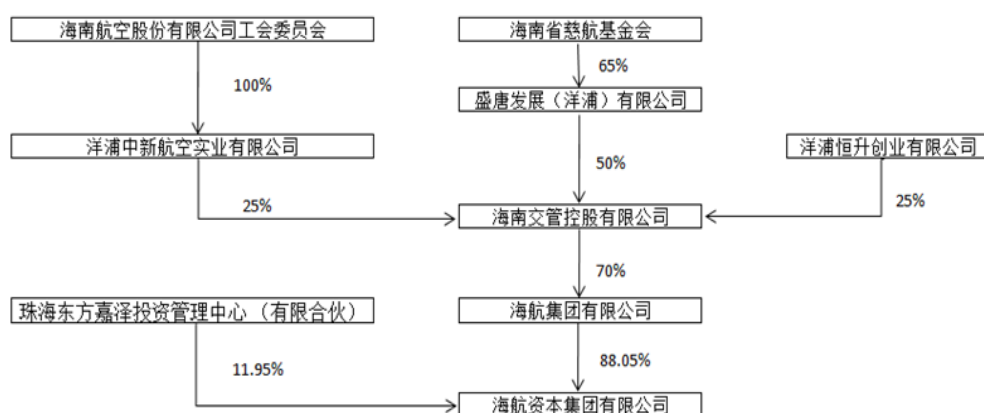
联合信用评级有限公司

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 2018 年末，公司注册资本为 334.80 亿元，其中珠海东方嘉泽投资管理中心出资 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。

截至 2018 年末，海航集团持有公司 294.80 亿股股权。其中，280.62 亿股已质押，质押比例占其持股比例的 95.19%，质押比例较高。

图 1 截至 2018 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 2018 年底，公司本部设资产管理部、计划财务部、合规法务部、综合管理部共计 4 个职能部门；公司拥有纳入合并范围的子公司 23 家；公司本部拥有劳动合同员工 59 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 3,908.29 亿元，负债合计 2,963.20 亿元，所有者权益合计 945.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 344.75 亿元；2018 年，公司实现合并营业收入 444.02 亿元，净利润 25.64 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 258.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-145.61 亿元。

公司注册地址：海南省海口市海秀路 29 号；法定代表人：金川。

二、跟踪债券概况

16 海资 01

公司于 2016 年 2 月 2 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”。本次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。2019 年 2 月 2 日，公司上调票面利率至 7.5%，回售金额 3.07 亿元（含税前利息），剩余债券本金 7.03 亿元。跟踪期内，公司付息正常，并及时足额兑付回售份额。

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”。本次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。2019 年 3 月 22 日，公司上调票面利率至 7.5%，回售金额 24.60 亿元（含税前利息），剩余债券本金 6.96 亿元。跟踪期内，公司付息正常，并及时足额兑付回售份额。

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

2018 年，融资租赁行业继续保持增长势头，但增幅有所放缓。截至 2018 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 11,777 家，较年初增长 21.70%。截至 2018 年末，我国融资租赁合同余额总量为 66,500 亿元，较年初增长 9.38%。截至 2018 年末，全国融资租赁企业注册资金约合 32,763 亿元，较年初增长 1.33%，注册资本和合同余额的增速均同比有所放缓。

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 2018 年末，融资租赁行业渗透率为 3.31%，仍持续处于较低水平。

风险事件频发，融资成本攀升，盈利指标尚保持稳定；龙头企业保持增速，两极分化态势显现；实体经济尚未有明确触底信号，资产质量仍需关注

2018 年，政策导向由“去杠杆”逐步转向“稳杠杆”，信用环境先紧后松，风险事件频发，融资租赁企业融资难、融资贵问题凸显，尤其上半年融资成本延续上升趋势，下半年以来融资环境有所好转，总体看融资租赁公司盈利指标尚保持稳定。同时，融资租赁龙头企业保持高速增长，行业内竞争趋于两极分化。另外，由于实体经济没有明确触底信号，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，但尚需时间

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。监管配套文件有望陆续出台，但短时间内难以完全统一，强监

管对行业总体抗风险能力有一定积极影响。

2. 信托行业

2018 年以来，监管部门持续加强对信托行业的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务规模明显减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降。截至 2018 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 22.70 万亿元，较 2017 年末下降 3.5 万亿元；其中，主动管理类信托规模为 7.45 万亿元，较 2017 年末下降 3.72%；被动管理类信托规模为 15.00 万亿元，较 2017 年末下降 17.72%，金融强监管带来的影响明显。

信托公司经营收入来源于固有业务和信托业务，其中固有业务带来的收益包括利息收入和投资收益。2018 年以来，在强监管、去杠杆的背景下，通道业务收缩使得信托资产规模下降，信托行业经营收入有所下滑；同时，在银行控制同业投资规模的影响下，市场资金面偏紧，报酬率较高的主动管理类信托产品资金募集困难，导致平均年化综合信托报酬率进一步下降，人均利润率较上年同期略有降低，整体盈利能力进一步下滑。2018 年，信托行业收入 1,140.63 亿元，同比下降 4.20%；年化综合报酬率为 0.35%，同比下降 0.07 个百分点；人均利润为 275.02 亿元，同比下降 11.59%。从收入结构来看，2018 年，信托业务收入占经营收入的比重仍保持在较高水平，利息收入、信托业务收入和投资收益占比分别为 5.78%、68.54% 和 21.43%。

从信托业务风险水平来看，融资环境收紧以及债券违约事件的频发加剧了信托行业的风险聚集，但行业整体抗风险能力较强。由于信托行业在高速发展阶段时，将信托资金大多投向房地产和地方政府融资平台领域，2018 年以来，政府加大了对房地产和地方政府融资的政策调控力度，收紧了融资渠道，因此对部分信政合作项目和房地产信托项目产生一定的流动性影响；同时，在金融去杠杆的影响下，银行抽贷断贷导致企业融资环境恶化，流动性紧张，致使信托产品违约风险有所上升；此外，由于部分信托产品以债券作为基础资产，债券市场违约事件频发亦对信托产品的信用风险造成较大冲击。整体看，2018 年以来，信托行业风险资产规模明显增长；截至 2018 年末，我国信托业的风险项目个数为 872 个，较 2017 年末新增 99 个，风险资产规模为 2,221.89 亿元，较 2017 年末增长 16.15%。

2018 年 4 月，由人民银行、银保监会、证监会及外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地。2018 年 8 月，银保监会下发了《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托 37 号文）（以下简称“通知”），对信托行业实施资管新规的细则进行了明确。具体来看，“通知”明确了资管新规主要适用于资金信托，公益（慈善）信托、家族信托等信托本源业务不属于资产管理产品的范畴；对于事务管理类信托业务实施区别对待，强调严控为委托人监管套利、违法违规提供便利的事务管理类业务的同时，支持符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务，并强调资管产品嵌套情况下，受托人需对其进行主动管理，对严控通道业务的态度有一定缓和；制定了过渡期的整改计划，为接续存量产品所投资的未到期资产，信托公司可以发行存量产品对接以减缓流动性压力。

未来信托公司将更加紧密地贴近实体经济需求开展业务，信托业将进一步优化资产规模结构，提升主动管理水平，提高信托资产规模的快速增长对行业收入和利润的带动作用，增强行业发展质效。

总体看，2018 年以来，在监管政策持续收紧的作用下，信托公司传统通道业务发展受阻，面临较大业务转型压力；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

内控管理架构方面，跟踪期内，公司将本部原有的 7 个职能部门调整为资产管理部、计划财务部、合规法务部和综合管理部四个职能部门。

2019 年 2 月，郑宏、孙志坤、陈龙、包括、汤亮、马合朝等管理层离任；由卓逸群任公司董事、金平任职工监事、房丽民任监事、田力维任监事，金川任公司董事长（任期始于 2018 年 12 月）。2019 年 5 月，金平、房丽民离任。截至目前，金川任公司董事长，卓逸群任董事，徐刚任公司董事，田力维任监事长。公司董事长金川先生，男，1967 年出生，工商管理硕士，自 2011 年加入海航集团，历任香港国际航空租赁有限公司总经理、董事长；Seaco SRL 副 CEO 兼 CFO；天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海”）董事长；渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）CEO、董事长兼首席执行官，公司首席运营官、董事兼首席执行官、常务副董事长兼首席执行官；现任公司执行董事长兼总裁。

总体看，2018 年，公司内控管理方面延续了以往模式，但经营管理团队发生较大变动，其经营管理有效性有待观察。

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，同时兼营信托业务、房地产和投资咨询等业务。2018 年，租赁业务在公司业务范围内仍占有较高的比重，其运营主体为渤海租赁。公司房地产业务主要由海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”）负责运营；公司信托业务仍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。跟踪期内，公司突出租赁主业，剥离非主业资产，并主动降低杠杆水平，出售部分皖江金融租赁股份有限公司¹（以下简称“皖江金租”）股权，股权出售后，皖江金租不再纳入公司合并范围。

2018 年，因子公司渤海租赁处置飞机增加导致公司飞机销售业务收入增长，公司实现营业收入 444.02 亿元，同比增长 13.46%；实现净利润 25.64 亿元，同比增长 18.50%，主要是因利润占比高的境外子公司税率较低导致公司所得税减少所致。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
租赁收入	264.42	67.57	263.05	59.24
手续费及佣金收入	19.26	4.92	17.96	4.05
利息、服务费收入	4.81	1.23	3.94	0.89
咨询收入	0.69	0.18	0.00	0.00
房地产收入	0.54	0.14	2.70	0.61
其他主营业务	0.48	0.12	0.13	0.03
其他业务收入	101.14	25.85	156.22	35.18
合计	391.33	100.00	444.02	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理。

¹ 渤海租赁出售皖江金租股权事宜已于 2019 年 1 月 8 日完成股权划转，自此不再纳入公司合并范围，详见本报告“重大事项”一节。

从收入构成来看，2018年，公司收入仍主要由租赁业务收入和其他业务收入构成，但租赁业务收入占比有所下降，而其他业务收入占有有所上升，分别为59.24%和35.18%，租赁业务收入仍为公司第一收入来源。2018年，公司租赁业务收入规模保持稳定，为263.05亿元；其他业务收入主要为飞机销售业务收入、集装箱业务收入和维修收入，2018年为156.22亿元，同比增长54.46%，主要来自飞机销售收入的增长；手续费及佣金收入主要是公司信托业务收入，2018年同比下降6.75%至17.96亿元，占收入比重微幅下降至4.05%，占比不高；2018年，子公司海航投资大力推动天津亿城堂庭项目销售情况，实现房地产收入同比增长400.00%至2.70亿元。

此外，2018年，受处置股票形成亏损影响，公司投资收益同比减少37.17%至22.98亿元，占营业利润的76.05%，对营业利润的贡献度仍然很高；2018年投资收益主要由公司长期股权投资、应收款项类投资和可供出售金融资产形成的投资收益构成，占比分别为72.24%、19.38%和8.11%。

总体看，2018年，渤海租赁处置飞机收入增加带动公司营业收入同比增长，租赁业务收入较为稳定，虽占比下降但仍为公司第一大收入来源；公司投资收益对营业利润仍具有较高贡献度，易受市场波动影响，稳定性不高。

2. 租赁业务

(1) 经营概况

公司租赁业务由控股上市子公司渤海租赁负责整体运营。渤海租赁境内租赁业务主要由子公司天津渤海、横琴国际融资租赁有限公司（以下简称“横琴租赁”）和皖江金租运营；境外方面，由子公司 Avolon Holdings Limited（以下简称“Avolon”）经营飞机租赁及销售业务，Global Sea Containers Ltd.（以下简称“GSC”）经营集装箱租赁及销售业务。

2018年渤海租赁实现营业收入412.91亿元，同比增长14.91%，主要系Avolon处置飞机数量增长使得其销售业务收入增长所致。从构成来看，渤海租赁营业收入主要由经营租赁和租赁物销售收入构成，2018年合计占比91.86%，由于2018年境内融资难度增加，信用风险增加，因此融资租赁业务规模收缩，收入同比下滑，占比亦降至7.47%。2018年渤海租赁净利润同比下降15.58%至26.64亿元，主要系融资成本增长及计提了较大规模的资产减值所致。

表2 渤海租赁营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年	
	收入	占比	收入	占比
经营租赁	211.34	58.81	225.90	54.71
飞机/集装箱销售	98.02	27.28	153.41	37.15
融资租赁及融资租赁咨询	46.97	13.07	30.83	7.47
其他	3.01	0.84	2.76	0.67
合计	359.34	100.00	412.91	100.00

资料来源：渤海租赁提供，联合评级整理。

从地区分布看，渤海租赁营业收入以境外收入为主，且占比保持增长态势。2018年境外实现收入占营业收入比重为84.95%，较上年提高6.80个百分点。从关联交易方面来看，2018年渤海租赁合并范围产生的关联企业的经营租赁收入共计25.92亿元，占营业收入总额的6.28%，渤海租赁关联交易收入占营业收入比重不高。

总体来看，跟踪期内，渤海租赁境外租赁业务发展态势良好，营业收入有所增长，关联交易占比较小。同时，联合评级关注到渤海租赁境外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响。

（2）境外租赁业务

飞机租赁业务

截至 2018 年末，渤海租赁自有、管理及订单飞机合计达到 1,005 架，为全球第三大飞机租赁公司。渤海租赁境外飞机租赁业务主要通过 Avolon 开展。2016 年，渤海租赁收购 Avolon 100% 的股权，并将原飞机租赁业务运营主体 HKAC 并入其中；2018 年 11 月，ORIX Aviation 已向 GAL 支付 22.12 亿美元股权购买价款，股权转让完成后，GAL 持有 Avolon 股权比例降为 70%，但不影响渤海租赁合并范围。截至 2018 年末，Avolon 资产总额 271.53 亿美元，所有者权益 76.17 亿美元，2018 年实现营业收入 25.74 亿美元，净利润 7.17 亿美元（数据取自 Avolon 审计报告）。

2018 年 Avolon 飞机租赁收入有所增长，实现收入 172.50 亿元，同比增长 7.83%。截至 2018 年末，Avolon 自有飞机 512 架，管理飞机 49 架，管理飞机主要为出售飞机资产后，仍执行管理职能，从中收取一定的管理费，飞机型号主要以空客 A320CEO 系列、空客 A320NEO 系列、波音 737NG 系列为主，机队出租率为 99.5%。

表 3 Avolon 飞机租赁及销售情况（单位：个，亿元）

项目	2017 年	2018 年
期末飞机租赁资产余额	1,386.82	1,396.11
飞机租赁收入	159.97	172.50
当期处置飞机个数	44	88
飞机销售收入	91.09	146.39
期末自有飞机数量	567	512
期末管理飞机数量	2	49

资料来源：渤海租赁提供

Avolon 飞机租赁业务主要为经营租赁，通常承租人需要预先支付 2~3 个月租金作为保证金和维修储备金，当发生无法收回承租人租金的情况时，Avolon 启动飞机处置程序，收回飞机后出售或再次出租；飞机资产流动性较好，处置便利，且处置收益可观。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。同时，由于收购来的 C2 的租赁资产中部分飞机机龄较长，为优化机龄结构，2017~2018 年，Avolon 分别处置飞机 44 架和 88 架，数量有所增加，实现飞机销售收入 91.09 亿元和 146.39 亿元，逐渐成为渤海租赁重要收入来源之一。

总体看，跟踪期内，渤海租赁飞机租赁业务在全球范围内保持着很强的竞争力，并且飞机租赁和飞机处置收益对渤海租赁合并范围内的收入贡献度高。

集装箱租赁服务

渤海租赁境外集装箱业务主要由 GSC 开展。截至 2018 年末，GSC 资产总额 56.94 亿美元，所有者权益 15.62 亿美元，2018 年 GSC 实现营业收入 7.08 亿美元，净利润 1.19 亿美元。（数据取自 GSC 审计报告）

截至 2018 年末，GSC 集装箱租赁资产余额 284.46 亿元，2018 年实现集装箱租赁收入 43.00 亿元，销售收入 7.02 亿元，均较上年有所增长。截至 2018 年末，GSC 自有和管理的集装箱合计 382 万 CEU，分布于全球的 158 个港口，为全球第二大集装箱租赁公司（以 CEU 计）。

表 4 GSC 集装箱租赁及销售情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
当期投放额	22.36	17.75
期末集装箱租赁资产余额	282.26	284.46
集装箱租赁收入	41.34	43.00
集装箱销售收入	6.93	7.02

资料来源：渤海租赁提供

2018 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，受大宗干散货供需变化、全球经济温和增长等多重因素刺激，集装箱出租与出售均保持同比增长态势，全球集装箱总量处于近几年来最高水平，集装箱租赁行业亦呈现向好趋势，集装箱出租率稳步增加，截至 2018 年末，GSC 自有及管理的集装箱中干货集装箱和冷藏集装箱占比较大，合计占比超过 80%，平均出租率均超过 97%。

表 5 GSC 集装箱业务情况表（单位：CEU，%）

种类	2017 年		2018 年	
	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率
干货集装箱	1,681,996	97.30	1,648,155	97.10
冷藏集装箱	1,259,208	96.70	1,497,075	97.80
罐式集装箱	402,344	86.20	428,731	90.30
特种集装箱	205,340	89.40	246,757	91.20
合计	3,548,888	--	3,820,718	--

资料来源：渤海租赁提供；

注：统计口径为自有及管理合计。

总体看，跟踪期内，GSC 在集装箱租赁领域经营上已相对成熟，竞争优势明显，出租率保持在较高水平。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）境内租赁业务

渤海租赁的境内租赁业务主要由天津渤海（内资租赁牌照）、横琴租赁（外资租赁牌照）和皖江金租（金融租赁牌照）开展。

从业务模式来看，目前境内租赁业务以融资租赁为主，另外绝大多数的飞机以经营租赁方式开展，随着渤海租赁支持飞机租赁业务的发展，经营租赁业务占比逐年提高。截至 2018 年末，渤海租赁境内租赁业务中经营租赁资产余额占比增至 26.45%，全部为飞机租赁。

2018 年以来，由于融资环境紧张，另外外部信用风险攀升，渤海租赁境内业务规模有所收缩，截至 2018 年末，渤海租赁境内租赁资产余额 502.49 亿元，较年初下降 24.39%，主要系基础设施和机械设备类项目到期金额较大，但新增业务较少所致。

从行业分布来看，基础设施/道路桥梁/轨道交通占比最大，但 2018 年以来规模出现大幅下降，占比亦降至 46.29%；飞机租赁业务占比稳步增长，2018 年末为 28.82%；机械设备租赁业务占比较为稳定，截至 2018 年末占比 16.51%，商业物业和集装箱占比均不大，分别为 8.13%和 0.25%。

表 6 渤海租赁境内租赁资产行业分布情况（单位：亿元，%）

行业分布	2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通	354.74	53.38	232.59	46.29
飞机	142.96	21.51	144.81	28.82
机械设备	121.10	18.22	82.96	16.51
商业物业	45.02	6.77	40.88	8.13
集装箱	0.78	0.12	1.25	0.25
合计	664.61	100.00	502.49	100.00

资料来源：渤海租赁提供

总体看，渤海租赁境内租赁业务随着融资环境的变化有较大波动，2018 年以来出现下降，从行业分布来看，集中度较高。

（4）租赁资产质量

2018 年以来，渤海租赁不良资产规模增幅较大，年末增至 32.49 亿元。其中，皖江金租不良资产余额 7.24 亿元，除皖江金租外的其他业务板块产生的不良资产规模大幅增长，主要集中在商业物业租赁业务。渤海租赁对租赁资产及应收账款计提了较大规模的减值及坏账准备，截至 2018 年末资产减值及坏账准备余额为 23.06 亿元，其中境内部分余额为 13.67 亿元，境外部分余额为 9.39 亿元，计提比例一般。

表 7 渤海租赁租赁资产质量（单位：亿元，%）

项目	2017 年末	2018 年末
租赁资产余额	2,333.68	2,183.06
不良资产余额	8.24	32.49
其中：皖江金租不良资产余额	7.36	7.24
资产减值及坏账准备	12.18	23.06

资料来源：渤海租赁提供

注：1、Avolon 客户逾期超过 90 天且丧失支付能力，GSC 客户逾期超过 360 天且丧失支付能力时会将其计入不良资产。

2、租赁资产余额=融资租赁资产余额+经营性租出的固定资产

3、资产减值及坏账准备=长期应收款坏账准备余额+应收账款坏账准备余额+固定资产减值准备余额

总体看，2018 年以来，渤海租赁不良资产整体呈大幅增长趋势，大多分布在境内，后续仍需继续关注资产质量下行的风险。

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。经中国银保监会批准，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%。

截至 2018 年末，渤海信托资产总额 140.37 亿元，负债总额 20.04 亿元，所有者权益 120.33 亿元，分别较年初变动 0.16%、-18.88%和 4.24%，负债总额大幅减少主要是其他应付款减少所致；2018 年，渤海信托实现营业收入 19.85 亿元，同比减少 7.07%，主要是手续费及佣金收入、投资收益（含公允价值变动损益）减少所致；收入构成中利息净收入、手续费及佣金净收入占比分别上升 11.69 和 0.45 个百分点至 15.45%和 79.22%，投资收益（含公允价值变动损益）下降 12.20 个

百分点至 5.24%；实现净利润 10.17 亿元，同比下降 19.55%，主要是营业收入下降及资产减值损失较多所致。

（1）业务运营

2018 年，渤海信托业务模式仍包括自营业务和信托业务。

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。2018 年，渤海信托加权年化信托报酬率为 0.35%，较 2017 年小幅上升 0.07 个百分点；受资管新规影响，渤海信托信托资产规模有所下降，2018 年底为 6,203.32 亿元，较年初下降 17.83%；从资产来源看，渤海信托信托资产仍以单一资金信托为主且占比进一步提升至 73.79%。2018 年，渤海信托仍以被动管理业务为主（占比 83.45%），但主动管理业务发展较快，2018 年末主动管理业务规模为 1,026.50 亿元，较年初增长 192.89%，主要是融资类信托增长较多，主动管理业务规模占比增长 11.91 个百分点至 16.55%。

表 8 渤海信托业务分布情况（单位：亿元）

信托资产	2017 年	2018 年
集合	1,686.74	1,157.11
单一	4,863.82	4,577.50
财产权	999.18	468.71
合计	7,549.75	6,203.32
主动管理型信托资产：		
证券投资类	--	--
股权投资类	6.56	86.48
融资类	335.91	872.20
事物管理类	8.00	67.82
小计	350.47	1,026.50
被动管理型信托资产：		
证券投资类	313.38	229.41
股权投资类	393.90	332.70
融资类	5,444.27	4,111.48
事务管理类	1,047.73	503.24
小计	7,199.28	5,176.82

资料来源：渤海信托年报，联合评级整理。

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、金融机构和房地产业，但投向基础产业、房地产业规模有所增加；具体占比如下表所示。

表 9 渤海信托资金投向行业分布（单位：亿元，%）

项目	2017 年末		2018 年末	
	规模	占比	规模	占比
基础产业	621.84	8.24	728.25	11.74
房地产业	513.40	6.80	735.60	11.86
证券市场	313.38	4.15	229.41	3.70
实业	3,815.80	50.54	2,938.53	47.37
金融机构	1,811.01	23.99	1,268.43	20.45
其他	474.32	6.28	303.11	4.88
合计	7,549.75	100.00	6,203.32	100.00

资料来源：渤海信托年报，联合评级整理。

渤海信托自有资产主要投资于理财产品、信托产品、收益权资产等。2018 年，渤海信托调整自有资产投资结构，减少货币资产、贷款及应收款等投资，而将更多资金用于买入返售金融资产（主要是租赁资产收益权、金融资产收益权等）及理财产品的投资（计入可供出售金融资产）；截至 2018 年末，渤海信托自有资产规模 140.37 亿元，较年初变动不大，主要由可供出售金融资产投资和其他（买入返售金融资产）构成，占比分别为 52.09%和 37.18%；随着贷款及应收款规模的下降，其占比也大幅减少至 5.92%。从资金投向来看，实业和金融机构占比分别为 67.50%和 27.42%。

表 10 渤海信托自有资产运用与分布（单位：亿元，%）

资产运用	2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资产	49.52	35.33	6.57	4.68
贷款及应收款	56.27	40.19	8.32	5.92
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.91	0.65	0.19	0.13
可供出售金融资产	32.65	23.29	73.13	52.09
其他	0.79	0.57	52.17	37.18
资产总计	140.14	100.00	140.37	100.00

资料来源：渤海信托年报，联合评级整理。

从资产质量来看，渤海信托固有业务信用风险资产合计 147.16 亿元，较年初增长 4.62%；不良资产合计 4.22 亿元，较年初增长 90.95%；不良率由 2017 年的 0.65%下降至 0.14%。2018 年末，贷款中逾期贷款（含本金）占比为 45.73%，逾期贷款占比很高，资产质量下降；渤海信托针对贷款计提减值准备 3.34 亿元。

从关联交易来看，渤海信托信托业务关联交易金额 122.79 亿元，较年初下降 44.42%，占全部信托规模的 1.98%，主要为贷款类业务。

从资本充足性及风险监控指标来看，渤海信托净资本下降 12.17%至 80.73 亿元；各项风险准备之和上升 43.13%至 46.89 亿元；受上述因素影响，渤海信托净资本/各项业务风险资本之和下降 108.42 个百分点至 172.16%，净资本/净资产下降至 67.09%，但仍远高于监管标准。

表 11 渤海信托风险监控指标（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年	监管标准
净资本	91.92	80.73	≥2
各项业务风险资本之和	32.76	46.89	--
净资本/各项业务风险资本之和	280.58	172.16	≥100%
净资本/净资产	79.63	67.09	≥40%

资料来源：渤海信托年报，联合评级整理。

从监管情况来看，2018 年 5 月 9 日至 6 月 30 日，河北银保监局对渤海信托进行了“进一步深化整治银行业市场乱象”现场检查。渤海信托对《河北银监局关于渤海国际信托股份有限公司进一步深化整治银行业市场乱象现场检查意见书》（冀银监发〔2018〕107 号）中发现的问题和提出的监管意见高度重视，组织相关部门逐一核查问题产生的原因，并责任到人，限期整改，形成的整改报告已于 2018 年 10 月向河北银保监局报送。

整体来看，2018 年，受资管新规影响，渤海信托信托规模有所下降，但主动管理业务规模和占比均有所上升；同时，主动调整自营业务投资结构，目前以理财产品和收益权质押为主；净资本规模有所下降但各项风险管理指标仍优于监管标准；同时，联合评级也关注到，渤海信托固有

业务存在逾期贷款占比高、资产质量下滑等情况，需关注相关业务风险。

4. 关联交易

转让股权

公司向鲲鹏金融(陕西)集团有限公司转让子公司天津燕山科技创业投资有限公司 100%股权，协议转让价格为 2.00 亿元。

渤海租赁向海航集团北方总部(天津)有限公司转让其持有的聚宝互联 9.5%股权，协议转让价格为 6.50 亿元。

渤海租赁子公司香港渤海租赁资产管理有限公司向鲲鹏资本(香港)有限公司转让其持有的点融网 0.22 亿股 D 级优先股，协议转让价格 0.75 亿美元。

海航投资公开挂牌转让其持有的淄博嘉丰矿业有限公司 67%股权及 1.04 亿债权，海航股权管理有限公司为唯一摘牌方，摘牌价为 0.35 亿元。双方签订《股权及债权转让协议》，协议约定：嘉丰矿业 67%股权的转让价款为 0 元，享有嘉丰矿业 1.04 亿元合法债权的转让款为 0.35 亿元。

转让资产

长江租赁有限公司向渤海租赁子公司天津渤海转让租赁资产收益权，协议转让价格 10.90 亿元。

渤海租赁子公司 Avolon 购买北京首都航空有限公司持有的飞机，协议转让价格 0.82 亿美元。

渤海租赁子公司 Avolon 向 JADE 转让持有的飞机，协议转让价格 2.90 亿美元。

应收应付款项

截至 2018 年末，公司应收关联方款项 207.22 亿元，较年初增长 26.53%；应付关联方款项 86.79 亿元，较年初减少 20.52%。

总体看，公司关联交易规模较大，与海航集团内部企业交易往来较多，存在较高关联方风险。

5. 重大事项

公司及一致行动人持有的渤海租赁股份被质押

截至 2019 年 1 月 31 日，公司及一致行动人持有渤海租赁 28.89 亿股股票，占渤海租赁总股本的 46.70%，累计已质押 28.82 亿股，占渤海租赁总股本的 46.59%，占公司及一致行动人持股比例的 99.75%，股票质押比例很高。

根据渤海租赁 2019 年 1~5 月发布的公告，因公司与上海光大证券资产管理有限公司、中信建投证券股份有限公司及中泰证券(上海)资产管理有限公司等公司操作的股票质押式回购业务触发违约条款，自 2019 年 1 月 21 日~5 月 7 日，公司已通过集中竞价交易方式累计被动减持子公司渤海租赁的股票 1.11 亿股，约占公司总股本的 1.79%，被动减持后，海航资本持有公司股权比例下降至 32.74%。

因公司与相关质权人操作的股票质押式回购业务已触发违约条款，如公司未能及时追加保证金、补充质押、支付本息或提前回购，则存在继续被动减持渤海租赁股份的风险；同时，公司存在较大追加保证金压力。

总体看，公司及一致行动人质押所持有的子公司渤海租赁的股份质押比例很高，而且存在被动减持的情况，公司存在较大继续被动减持持有渤海租赁股份的风险及较大追加保证金压力，甚至影响其对渤海租赁的控制权。

皖江金租股权转让

渤海租赁 2018 年第三次临时董事会审议通过了《关于公司全资子公司天津渤海租赁有限公司

拟转让皖江金融租赁股份有限公司部分股权的议案》。根据渤海租赁 2018 年 9 月发布的进展公告，渤海租赁、天津渤海及其控股子公司皖江金租、公司与安徽省交通控股集团有限公司（以下简称“安徽交控集团”）等相关方签署了《股份转让协议》及相关附属协议，安徽交控集团拟受让天津渤海持有的皖江金租 16.5 亿股股权，占皖江金租总股本的 35.87%。本次交易已经渤海租赁 2018 年第十三次临时董事会、2018 年第九次临时股东大会审议通过、已经安徽交控集团批准。2018 年以来本次交易先后获得了安徽省国资委和中国银保监会的批准。截至 2019 年 1 月 8 日，本次交易涉及股份已过户至安徽交控集团。股权转让完成后，公司持有皖江金租的股权比例降至 17.78%，皖江金租不再纳入公司合并范围。

总体看，公司出售部分皖江金租股权事宜已完成，未来公司并表范围内将减少金融租赁业务板块；公司合并范围收入及利润规模将受到影响，同时债务负担将在一定程度上有所下降，但影响程度有限。

6. 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。自成立以来，公司已经先后进入了租赁、信托、房地产、投资管理、投资咨询、保理等相关领域。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。

总体来看，公司制定的战略发展规划有利于公司业务发展；目前公司出售资产、剥离非主营业务，其未来战略实现也受到海航集团战略的影响。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年财务数据经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了无保留意见的审计结论。2018年，公司合并范围变动情况如下表所示，变动较小，因此财务数据可比较强。

表12 2018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
处置子公司	天津燕山科技创业投资有限公司	--
处置子公司	天津华晟永盈投资有限公司	--
丧失控制权	海航资本南方总部（深圳）有限公司	--
新设立子公司	天津恒信汇通投资有限公司	100%
新设立子公司	天津联达永智企业管理咨询有限公司	100%
新设立子公司	天津航裕投资合伙企业（有限合伙）	100%

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 3,908.29 亿元，负债合计 2,963.20 亿元，所有者权益合计 945.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 344.75 亿元；2018 年，公司实现合并营业收入 444.02 亿元，净利润 25.64 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 258.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-145.61 亿元。

2. 资产质量

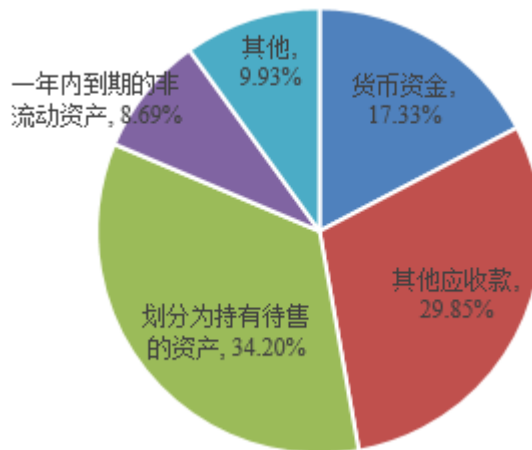
截至 2018 年末，公司合并资产总额为 3,908.29 亿元，较年初下降 11.51%，主要是公司业务规模收缩、用资金偿还债务导致货币资金、长期应收款和可供出售金融资产的减少。截至 2018 年底，公司资产结构仍以非流动资产为主但占比有所降低，流动资产和非流动资产占比分别为 27.32% 和 72.68%。

截至 2018 年末，公司受限资产合计 1,923.69 亿元，较年初下降 23.04%，占总资产比重 49.22%，受限资产占比高；公司受限资产主要是固定资产、货币资金、可供出售金融资产、应收融资租赁款等。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产为 1,067.82 亿元，较年初增加 15.89%，主要是其他应收款和划分为持有待售资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 17.33%）、其他应收款（占比 29.85%）、划分为持有待售的资产（占比 34.20%）和一年内到期的非流动资产（占比 8.69%）构成，具体见下图所示。

图 2 截至 2018 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。

公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成；截至 2018 年末，货币资金余额为 185.01 亿元，较年初减少 54.55%，主要系偿还部分存单质押借款所致。其中，使用受限的货币资金为 88.94 亿元，其中用于银行借款质押的金额为 18.40 亿元、定期存款 25.12 亿元，其余为担保、托管、保函及信用证等保证金，受限货币资金占比 48.08%，占比较高。

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 2018 年末，公司其他应收款余额为 318.78 亿元，较年初增加 77.67%，主要系应收关联方款项增加所致；其中，海航集团内部往来款 168.35 亿元，占比 53.72%；公司其他应收款期限主要集中在 1 年以内和 2~3 年，占比分别为 72.10% 和 23.36%；公司对其他应收款计提坏账准备 0.09 亿元，计提比例 0.03%，计提尚不充分；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。

2018 年由于公司拟出售皖江金租股权（279.36 亿元）及 Avolon 拟出售飞机租赁资产（38 架飞机，账面价值 63.86 亿元），因此年末划分为持有代售的资产较年初大幅增长 1,326.83% 至 365.21 亿元。

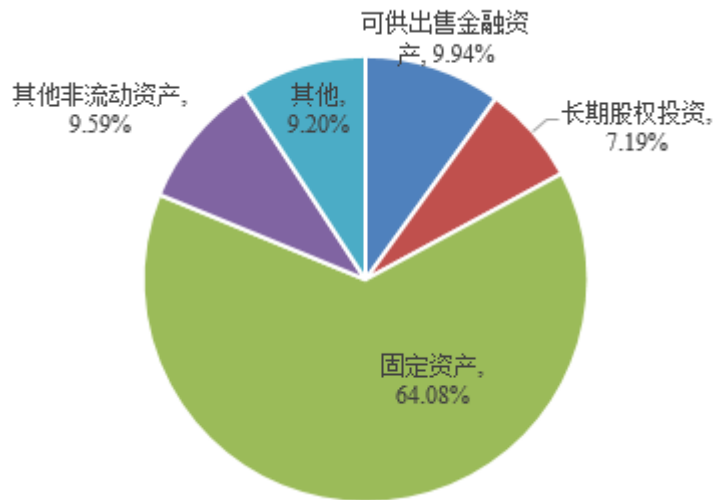
公司一年内到期的非流动资产主要由一年内到期的长期应收款、应收款项类投资以及持有至

到期投资构成。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动资产余额为 92.80 亿元，较年初减少 46.03%，主要系子公司渤海租赁一年内到期的应收融资租赁款到期减少及皖江金租项目划入持有待售资产所致。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产为 2,840.47 亿元，较年初减少 18.74%，主要来自可供出售金融资产、长期应收款、应收款项类投资的减少；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 9.94%）、长期股权投资（占比 7.19%）、固定资产（占比 64.08%）、其他非流动资产（占比 9.59%）构成，具体见下图所示。

图 3 截至 2018 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。

公司可供出售金融资产主要由权益投资、理财产品、资管和信托产品构成。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 282.42 亿元，较年初减少 56.63%，主要是公司减少基金投资所致；公司可供出售金融资产中权益投资、理财产品、信托产品和资管产品占比分别为 74.48%、12.23%、7.03%和 5.73%；公司计提资产减值损失 1.35 亿元，计提比例 0.47%。

公司长期应收款主要由应收融资租赁款构成；截至 2018 年末，公司长期应收款余额为 93.84 亿元，较年初减少 77.48%，主要是境内融资租赁业务规模下降及将皖江金租的长期应收款及境外子公司部分融资租赁项目划分为持有待售资产所致。另外，由于境内租赁资产质量的下滑，2018 年末坏账准备 10.55 亿元，较年初大幅增长 82.70%，计提比例 8.03%。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资；截至 2018 年末，长期股权投资账面价值为 204.17 亿元，较年初增长 38.05%，主要系公司本期与天津融展企业管理有限公司签订解除一致行动人协议，一致行动人协议解除后，公司丧失对海航资本南方总部（深圳）有限公司控制权，海航资本南方总部（深圳）有限公司 2018 年度不再纳入合并范围，作为长期股权投资核算。

公司固定资产主要为用于经营租赁的飞机及发动机、集装箱等；截至 2018 年末，固定资产净值为 1,820.04 亿元，较年初变动不大；公司对固定资产计提 6.82 亿元减值准备；用于抵押借款的受限固定资产账面价值为 1,516.44 亿元，占比 83.32%，受限比例高。

总体来看，2018 年，公司主动收缩业务规模，资产规模有所下降；固定资产及投资类资产占比较高，资产流动性偏弱；公司资产中受限资产占比高，关联方往来款规模较大，整体看，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2018 年末，公司负债总额为 2,963.20 亿元，较年初下降 11.69%，主要来自借款的减少；公司负债结构以非流动负债为主，但占比有所下降，流动负债和非流动负债占比分别为 31.91% 和 68.09%。

流动负债

截至 2018 年末，公司流动负债 945.66 亿元，较年初减少 5.93%，主要系一年内到期非流动负债和短期借款减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 23.50%）、其他应付款（占比 15.81%）、划分为持有待售的负债（占比 23.34%）和一年内到期的非流动负债（占比 31.20%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款余额为 222.23 亿元，较年初减少 43.16%，主要是 2018 年公司偿还部分短期借款及皖江金租短期借款划分为持有至待售负债所致。

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 2018 年末，公司其他应付款为 149.47 亿元，较年初减少 5.65%，主要系公司偿还借款后应付利息减少所致；其中，关联方往来款占比为 51.49%。

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、应付债券和其他非流动负债构成；截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 295.02 亿元，较年初减少 20.64%，主要系一年内到期应付债券偿还所致。

非流动负债

受公司偿还借款及债券影响，截至 2018 年末，公司非流动负债为 2,017.54 亿元，较年初减少 14.15%；公司非流动负债主要由长期借款（占比 52.20%）、应付债券（占比 39.04%）和其他非流动负债（占比 6.39%）构成。截至 2018 年末，公司长期借款余额为 1,053.21 亿元，较年初减少 20.74%；应付债券 787.67 亿元，较年初减少 2.39%；长期应付款 18.63 亿元，较年初减少 65.70%，主要是应付关联公司款项减少所致。

刚性债务方面，2018 年以来，随着偿还部分债务，债务规模有所下降，截至 2018 年末，公司全部债务 2,526.21 亿元，较年初下降 13.38%，从构成来看，长期债务占比仍较高，截至 2018 年末占比为 72.87%。截至 2018 年末，公司债务主要集中在 1 年以内和 3 年以上到期，占比分别为 27.10% 和 49.93%，存在一定集中偿付压力。

表 13 截至 2018 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
1 年以内	684.33	27.10
1~2 年	263.62	10.44
2~3 年	316.30	12.53
3 年以上	1,260.96	49.93
合计	2,525.21	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理；

注：公司提供全部债务期限的金额数据与联合评级计算口径存在差异。

截至 2018 年末，公司资产负债率为 75.82%，较年初下降 0.15 个百分点，杠杆水平仍属较高；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有小幅下降，2018 年末分别为 72.77% 和 66.08%。截至 2018 年末，公司母公司口径负债总额 337.42 亿元，较年初变动不大，母公司口径资产负债率为 48.93%。

总体看，2018 年，公司负债规模有所下降，杠杆水平有所下降，但仍属较高；公司债务期限结构主要集中在 1 年以内和 3 年以上，存在集中兑付压力。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 945.09 亿元，较年初减少 10.97%，主要是少数股东权益减少所致。归属于母公司所有者权益 344.75 亿元，较年初减少 5.49%，占所有者权益比重 36.48%，占比较低；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 97.11%，资本公积占比 5.55%，实收资本占比较高；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，2018 年，受少数股东权益减少影响，公司所有者权益规模有所减少，少数股东权益占比仍较高，整体所有者权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司境外飞机销售业务规模增加带动销售收入和成本呈现增长，公司实现营业收入 444.02 亿元，同比增长 13.46%；公司营业成本为 267.56 亿元，同比增长 23.95%。

从期间费用看，2018 年，公司实现期间费用 148.46 亿元，同比下降 12.06%，主要来自财务和管理费用的减少；财务费用同比减少 12.72%，主要是汇兑损失增加所致；受期间费用减少及营业收入增加影响，公司费用收入比下降 9.71 个百分点至 33.44%。

从投资收益看，受 2018 年处置股票形成亏损影响，公司投资收益同比减少 37.17%至 22.98 亿元，占营业利润的 76.05%，对营业利润的贡献度仍然很高；2018 年投资收益主要由公司长期股权投资、应收款项类投资和可供出售金融资产形成的投资收益构成，占比分别为 72.24%、19.38% 和 8.11%。

2018 年，公司计提资产减值损失 23.18 亿元，同比增长 135.82%，主要系资产质量的下降导致的应收融资租赁款坏账准备、信托固有业务贷款损失准备和固定资产减值准备增长所致。

从利润水平来看，2018 年，受资产减值损失增长及投资收益下降影响，公司营业利润及利润总额均有所下降；但因利润占比高的境外子公司税率较低导致公司所得税减少影响，公司净利润有所增加，2018 年公司实现净利润 25.64 亿元，同比增长 18.50%，其中归属于母公司所有者净利润 0.28 亿元，规模很小。从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率、总资产报酬率均呈下降趋势，分别为 39.23%和 3.63%；净资产收益率上升至 2.56%，公司整体盈利能力一般。

总体看，2018 年，公司营业收入虽有所增加，但因投资收益下降及资产减值损失较大影响，公司营业利润及利润总额呈有所下降，盈利指标有所下降，投资收益对营业利润贡献度仍较高且稳定性较差，整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年公司经营活动现金流量净额仍表现为净流入态势且流入规模有所增长，主要是收到其他与经营活动有关的现金增加所致。从投资活动来看，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额由大幅净流出转为小幅净流入，主要是处置部分飞机收到现金增加且购建固定资产、投资支付现金等资金减少加之未有取得子公司需支付的现金所致。筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动产生的现金流净额由大额净流入转为大额净流出，主要是公司发行债券及取得借款收到的现金减少所致。

表14 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	210.19	258.73
投资性现金流量净额	-829.81	6.13
筹资性现金流量净额	674.69	-412.49
现金及现金等价物净增加额	63.34	-145.61
期末现金及现金等价物余额	248.25	102.64

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司经营活动保持较大规模的净流入，因降低杠杆暂停投资活动并收回投资资产且减少融资，投资活动现金流转正而筹资活动现金流转为净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为 1.13 倍和 1.11 倍，公司短期偿债能力一般；公司现金短期债务比为 0.27 倍，较 2017 年末有所下降，处于较低水平，公司面临一定的流动性压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 242.81 亿元，同比变动不大；EBITDA 主要由折旧（占 37.73%）、计入财务费用的利息支出（占 49.92%）和利润总额（占 12.35%）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。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 2.00 倍，对利息的保障倍数能力仍较好；公司 EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，较上年变化不大，对全部债务的保障能力弱。

截至2018年末，公司对外担保合计192.13亿元，对外担保规模较大，被担保企业主要为关联担保，存在一定的或有负债和关联方风险。

根据查询日期为2019年4月25日的《企业信用报告》，公司存在一笔16亿元次级类未结清信贷记录，该笔业务为流动资金贷款业务，期限自2015年12月25日至2019年6月25日；已结清信贷记录中存在1笔欠息、3笔关注类贷款，均为流动资金贷款，目前已正常偿还。

银行授信方面，截至 2018 年底，公司共获得各金融机构综合授信额度 3,211.23 亿元，其中 609.61 亿元尚未使用。

总体看，公司整体偿债能力指标表现一般且存在一定借款逾期情况；但考虑到公司资产规模较大、剩余较大未使用银行授信、租赁业务具有很强竞争力等优势，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 2018 年底，公司所有者权益规模为 945.09 亿元，为公司“16 海资 01”和“16 海资 02”剩余本金合计（13.99 亿元）的 67.55 倍，公司所有者权益规模对债券的覆盖程度高，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，2018 年，公司 EBITDA 为 242.81 亿元，为债券本金合计（13.99 亿元）的 17.36 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 2018 年经营活动产生的现金净流入 258.73 亿元，为债券本金合计（13.99 亿元）的 18.49 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，公司对“16 海资 01”和“16 海资 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司业务仍以租赁和信托为主；公司主要子公司渤海租赁是国内规模较大的上市租赁公司，业务规模保持了很强的行业竞争力；2018年以来公司突出租赁主业，剥离非主业资产，并主动降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取得一定成效，债务规模和杠杆率均有所回落。

同时，联合评级关注到公司与关联方往来款项及关联方交易较多，存在着较大的资金占用及关联方潜在风险；公司在2019年面临较大债务偿还压力，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租赁股份合计占比极高，并存在被动减持情况，公司面临较大追加保证金压力和继续被动减持风险，甚至影响其对渤海租赁的控制权。

公司未来发展受到股东海航集团有限公司整体战略的影响较大，未来或将处于资产出售阶段且公司流动性趋紧的情况短期内难以改善。

综上，联合评级将公司主体长期信用等级下调至AA，评级展望为“负面”；同时下调“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

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	4,416.86	3,908.29
所有者权益（亿元）	1,061.59	945.09
短期债务（亿元）	780.79	685.33
长期债务（亿元）	2,135.67	1,840.88
全部债务（亿元）	2,916.46	2,526.21
营业收入（亿元）	391.33	444.02
净利润（亿元）	21.64	25.64
EBITDA（亿元）	238.62	242.81
总资本收益率（%）	3.78	3.94
总资产报酬率（%）	3.79	3.63
净资产收益率（%）	2.04	2.56
营业利润率（%）	44.23	39.23
费用收入比（%）	43.14	33.44
资产负债率（%）	75.97	75.82
全部债务资本化比率（%）	73.31	72.77
长期债务资本化比率（%）	66.80	66.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.00
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10
流动比率（倍）	0.92	1.13
速动比率（倍）	0.88	1.11
现金短期债务比（倍）	0.52	0.27
经营现金流动负债比率（%）	20.91	27.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	17.06	17.36

附件 2 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 3 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