

信用等级公告

联合[2015]620号

海航资本集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对海航资本集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一五年十月二十七日

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

2015 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级: AA+
 发行人主体信用等级: AA+
 评级展望: 稳定
 本次发行规模: 不超过 40 亿元(含)
 债券期限: 不超过 5 年
 评级时间: 2015 年 10 月 27 日

主要财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	876.31	1,175.64	1,479.54	1,811.86
所有者权益(亿元)	233.19	238.62	303.39	382.75
长期债务(亿元)	454.50	599.86	713.92	887.37
全部债务(亿元)	562.69	767.84	956.23	1,185.11
营业收入(亿元)	74.59	96.83	121.35	63.80
净利润(亿元)	11.16	14.45	16.28	8.67
EBITDA(亿元)	41.73	51.78	61.10	--
经营性净现金流(亿元)	63.70	83.63	32.91	-26.89
经营活动流入量(亿元)	304.87	333.58	376.49	294.08
营业利润率(%)	47.49	46.34	39.76	43.77
净资产收益率(%)	--	6.13	6.01	2.53
资产负债率(%)	73.39	79.70	79.49	78.88
全部债务资本化比率(%)	70.70	76.29	75.91	75.59
流动比率	0.96	1.08	0.97	1.04
EBITDA 全部债务比	0.07	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.72	3.39	2.83	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.04	1.29	1.53	--

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年半年度财务数据未经审计, 相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对海航资本集团有限公司(以下简称“公司”或“海航资本”) 的评级, 反映其业务涉及租赁、信托、房地产、保理等传统业务及创新金融业务, 资本规模较大, 竞争实力较强, 风险管理水平较高, 子公司渤海租赁是国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司。近年来, 公司业务及资产规模迅速增长, 营业收入快速提高, 资产质量良好, 盈利能力较强。公司股东海航集团有限公司(以下简称“海航集团”) 资本实力较雄厚, 盈利能力较强, 客户资源丰富, 在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

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

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司业务范围涉及租赁、信托、房地产、保理等多个行业, 多样化业务布局有利于分散某一行业衰落带来的风险。

2. 公司租赁业务发展已相对完善, 业务范围覆盖基础设施和设备租赁、航空设备与器材租赁、航运类基础设施和设备等, 拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照, 为全球第一大集装箱租赁服务商, 业务网络覆盖全球六大洲。

3. 公司收购 Seaco SRL 和 Cronos Ltd, 有利于扩大公司业务范围和业务规模, 提升公司国际化水平, 提升公司综合竞争力增强公司综合实力。

4. 公司建立了较为完善的风险管控架构及业务操作流程, 风险控制措施比较到位, 整体风险控制能力较强。

5. 公司控股股东海航集团的资本实力较雄厚, 盈利能力较强, 客户资源丰富, 在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

关注

1. 近年来, 公司进行了多次较大规模的收并购, 公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力需进一步提升, 被并购的国外企业预期收益能否实现值得关注。

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

3. 伴随着租赁业务规模的扩张, 公司刚性债务规模增长较快, 公司存在一定偿债压力。

4. 随着公司租赁业务规模的不断扩大与外部并购的持续开展, 公司面临较大的资金压力。

分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhouk@unitedratings.com.cn

陈 凝

电话: 010-85172818

邮箱: chenn@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与海航资本集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与海航资本集团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。

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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因海航资本集团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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由海航资本集团有限公司提供，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海航资本集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

陈凝

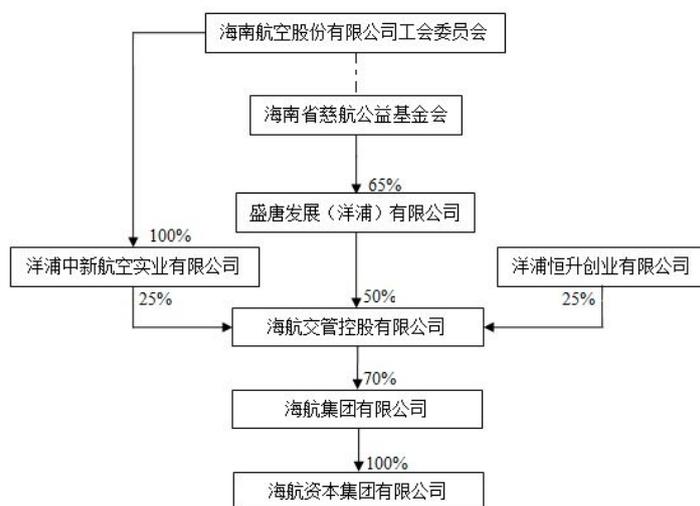


联合信用评级有限公司

一、主体概况

海航资本集团有限公司（以下简称“公司”或“海航资本”）成立于2007年5月16日，由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）出资设立，成立时的名称为海航实业控股有限公司，注册资本为10,000万元，在海南省工商行政管理局完成注册登记。2011年2月，公司名称变更为“海航资本控股有限公司”，并于2011年2月在海南省工商行政管理局完成变更登记。2014年，公司名称变更为“海航资本集团有限公司”。历经多次增资和股东变更，截至2015年6月底，公司注册资本为人民币154.0435¹亿元，海航集团占变更后注册资本的100%，是公司的唯一股东和实际控制人，具体情况见下图。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供。

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

截至2015年6月底，公司本部设合规管理部、计划财务部、人力资源部、办公室、战略与发展部和金融数据部共计6个职能部门，拥有纳入合并范围的子公司20家。截至2015年6月底，公司拥有在职正式员工681人。

截至2014年底，公司合并资产总额为1,479.54亿元，负债合计1,176.15亿元，所有者权益合计303.39亿元（其中少数股东权益159.31亿元）；2014年公司实现合并营业收入121.35亿元，净利润16.28亿元，其中归属母公司所有者的净利润为4.14亿元；经营活动产生的现金流量净额为32.91亿元，现金及现金等价物净增加额为15.79亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额1,811.86亿元，负债合计1,429.11亿元，所有者权益合计382.75亿元（其中少数股东权益198.83亿元）；2015年1~6月公司实现合并营业收入63.80亿元，净利润8.67亿元，其中归属母公司所有者的净利润为1.47亿元；经营活动产生的现金流量净额为-26.89亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.25亿元。

¹ 2015年海航集团对公司增资50.00亿元，截至2015年6月30日，公司已收到海航集团全部增资款项；截至本评级报告出具日，公司尚未完成工商变更，目前工商信息中，海航资本注册资本金仍为1,040,435.00万元。

公司注册地址：海南省海口市海秀路 29 号；法定代表人：刘小勇。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“海航资本集团有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券”，本次债券发行规模不超过 40 亿元（含 40 亿元），分期发行，其中首期发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），面向合格投资者公开发行。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券票面利率通过簿记建档方式确定。本次债券采用单利按年计息，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。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司债务、补充流动资金。

三、行业分析

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

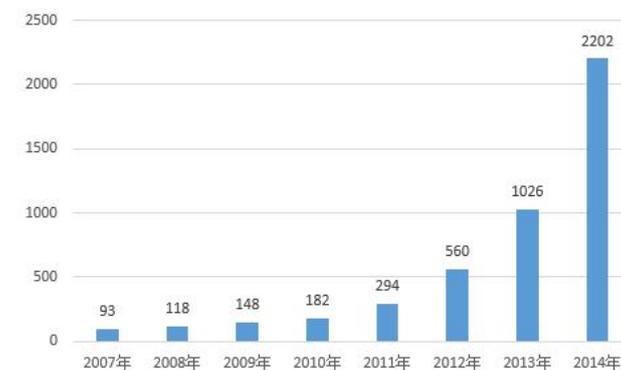
1. 租赁行业

行业概况

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自身的特点和优势，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。

上世纪 80 年代，国内商业银行曾大量投资设立（或参股）金融租赁公司，但受整个行业环境不完善、管理不善等因素影响，经营状况普遍较差，1997 年亚洲金融危机后，商业银行全面退出租赁业。2007 年 3 月，中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）为应对 WTO 协定中允许外资银行在华开展融资租赁业务的规定，颁布实施了修订后的《金融租赁公司管理办法》，允许符合资质的商业银行和其他机构设立或参股金融租赁公司。同年，包括中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司在内的 5 家商业银行再次获批组建金融租赁公司，自此，我国融资租赁公司的数量实现了高速增长，具体情况见下图。

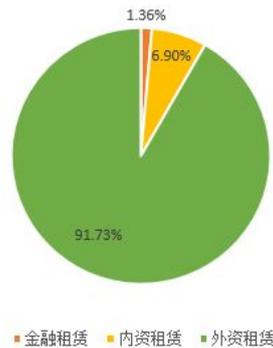
图 2 2007~2014 年融资租赁机构企业数量变化（单位：家）



资料来源：中国租赁联盟。

按批准设立机构来划分，我国存在两类融资租赁公司：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；按企业形式不同，该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资。截至 2014 年底，全国在册运营的各类融资租赁公司（不含单一项目融资租赁公司）共 2,202 家，比年初的 1,026 家增加 1,176 家，增长了 114.62%。其中，金融租赁 30 家，比上年增加 2 家；内资租赁 152 家，增加 29 家；外商租赁增加较多，达到 2,020 家，比上年增加 1,140 家，具体情况见下图。

图 3 2014 年末融资租赁企业数量占比（单位：家）



资料来源：中国租赁联盟。

近年来，多家租赁企业纷纷扩充资本金，截至 2014 年底，全国融资租赁行业注册资金达到 6,611 亿元人民币，比上年底的 3,060 亿元增加 3,551 亿元，增幅为 116.00%。从业务发展情况看，2007~2014 年，全国融资租赁合同余额保持较快增长（表 2）。截至 2014 年底，全国融资租赁合同余额约 3.20 万亿元人民币，比 2013 年底的 2.10 万亿元增加约 1.10 万亿元，增长幅度为 52.38%。其中，金融租赁合同余额约 1.30 万亿元，增长 51.20%；内资租赁合同余额约 1.00 万亿元，增长 44.90%；外商租赁合同余额约 9,000 亿元，增长 63.60%，具体情况见下表。

表 1 2007~2014 年我国融资租赁合同余额情况（单位：亿元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
金融租赁公司	90	420	1,700	3,500	3,900	6,600	8,600	13,000
内资租赁公司	100	630	1,300	2,200	3,200	5,400	6,900	10,000
外资租赁公司	50	500	700	1,300	2,200	3,500	5,500	9,000
合计	240	1,550	3,700	7,000	9,300	15,500	21,000	32,000

资料来源：中国租赁联盟。

总体来看，近年来我国融资租赁行业的市场渗透率逐步提高，其中，金融租赁在银行业的大力支持下，企业数量及业务规模增速较快，仍存在较大的市场空间，先进入租赁行业的公司将拥有更多的发展机遇。

行业竞争

按企业形式和监管机构的不同来划分，我国存在三类融资租赁公司，分别是内资租赁公司、外资租赁公司和金融租赁公司，其中金融类租赁公司的发展最为迅速。目前全国实力较强的融资租赁公司集中于政策扶持力度较大的北京、天津、上海等地，以注册资本金排序情况见下表。

表 2 2014 年中国融资租赁十强企业（单位：亿元）

序数	名称	注册资金	注册地	注册时间
1	工银金融租赁有限公司	110.00	天津	2007
2	远东国际租赁有限公司	84.60	上海	1991
3	国银金融租赁有限公司	80.00	深圳	1984
4	浦航租赁有限公司(原大新华船舶)	76.60	上海	2009

5	平安国际融资租赁有限公司	75.00	上海	2012
6	天津渤海租赁有限公司	62.60	天津	2008
7	交银金融租赁有限责任公司	60.00	上海	2007
8	招银金融租赁有限公司	60.00	上海	2007
9	昆仑金融租赁有限责任公司	60.00	重庆	2010
10	长江租赁有限公司	58.00	天津	2004

资料来源：中国租赁联盟。

从行业集中度来看，行业集中度有所增加，行业前十名市场占比呈上升趋势。目前国内融资租赁行业仍以金融租赁企业为主，其主体地位进一步确立，金融租赁行业在资产规模和利润上虽仍占据行业 50% 以上的份额。近年来，金融租赁企业中，前四大企业在资产和利润等指标上的行业集中度也有所下降，并且组成开始变化，只有工银租赁和国银租赁的地位比较稳定。

从行业产品创新来看，直租的规模增长在金融租赁行业资产变化指标中增速最快；同时，转口租赁、保税租赁、联合租赁等形式层出不穷，并且适应中小企业的租赁产品在工银租赁和民生租赁等已经很好地实现了标准化。从行业融资渠道来看，企业债券和资产证券化等途径正逐步放宽落实，这不仅为行业发展提供了更充分的资金来源，而且是与资产特性匹配度更高的资金来源。

从资产管理能力来看，行业服务的产业广度有所增加，飞机、船舶、电力和轨道等大型设备领域的租赁服务继续扩大的同时，中小企业租赁市场逐渐发展。中小企业租赁市场开拓以来，融资租赁行业积极配合国家经济发展的产业政策，在“三农”和“城镇化”领域、“医疗”和“教育”等领域都有所突破。

总体来看，近年来，融资租赁行业集中度有所增加，行业创新不断丰富，随着整个行业的不断发展，行业规模不断扩大。

行业关注

①政策风险

目前我国境内融资租赁公司包括由银监会监管的金融租赁公司、由商务部监管的外商投资融资租赁公司和内资试点融资租赁公司，未来租赁行业监管格局和政策的变动可能会对整个行业发展带来重大影响。此外，融资租赁为资本密集型行业，容易受到货币政策的影响，如果国家实行紧缩性货币政策，全行业的融资成本将进一步上升。

②融资渠道有待拓展

目前我国内资融资租赁公司的融资渠道基本靠自有资金和银行借款，尽管金融租赁公司可以通过发行金融债等方式在一定程度上扩大了融资渠道，但面对众多企业不断增加的业务需求，整个租赁行业由于融资渠道受限致使融资成本居高不下，业务规模扩大受阻，利润空间严重被挤压，亟需深入融资创新、拓展融资渠道。

③行业竞争加剧

近几年，融资租赁行业得到了飞速发展，国内租赁企业数量大幅上升。截至 2014 年底，国内融资租赁公司数量由年初的 1,026 家增加至 2,202 家，国内各家大型企业都在加紧布局金融租赁行业，同时，租赁企业的区域分布明显集中，行业内、地区间的业务竞争明显加剧。租赁企业业务多以融资租赁、售后回租为主，经营租赁占比较小，业务种类同质化现象明显。未来租赁行业战略转型压力也不断加大，除了租赁资金成本竞争外，多元化的租赁增值服务也将成为租赁公司的主要竞争手段。

总体看，我国融资租赁行业近年来蓬勃发展，地域分布较为集中，融资需求较大，并且业务容易受到货币政策的影响。

行业政策

我国《融资租赁法》的立法工作于2004年3月启动，目前尚处于修订和完善过程中。近年来，各监管部门针对租赁公司相继颁布了多部法律法规：2000年6月，人民银行发布了《金融租赁公司管理办法》；2001年8月，对外贸易经济合作部发布了《外商投资租赁公司审批管理暂行办法》；2004年10月，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2月，商务部发布了《外商投资租赁业务管理办法》。2007年和2014年，银监会先后两次发布了修订后的《金融租赁公司管理办法》，其中2014年对适用于融资租赁交易的租赁物范围、关联交易管理制度、资产证券化业务规则等内容进行了调整，包括将主要出资人制度调整为发起人制度，取消主要出资人出资占比50%以上的规定等内容，进一步放宽了准入门槛。2014年，最高人民法院颁布了《最高人民法院关于审理融资租赁合同纠纷案件适用法律问题的解释》，自2014年3月1日起施行。总体看，我国租赁行业的监管法律法规仍处在逐步修订和完善过程中。

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，天津、上海、浙江、北京、山东等地也陆续出台专门支持融资租赁行业发展的政策。

总体看，我国融资租赁行业的政策环境得到改善，并且正在处于逐步修订和完善中。

未来发展

融资租赁业在世界各国随着经济的发展而逐步发展壮大，作为当今世界发展最为迅速的金融服务产业之一，融资租赁已成为与银行信贷、证券并驾齐驱的第三大金融工具，目前全球近三分之一的固定资产投资是通过融资租赁完成的。中国租赁业的现状与中国高速发展水平很不相称，若以国际通用的融资租赁渗透率来衡量租赁行业发展成熟度，可以看出中国融资租赁业尚处于成长阶段初期，未来市场潜力巨大。

中国快速发展的经济，催生了交通、医疗、公用事业、航运等多个行业的巨大资金需求。融资租赁业务作为一种融资方式将扮演越来越重要的角色，近几年来更是呈现了爆发式的增长，目前中国融资租赁额已位居世界第二（不考虑统计口径）。尽管如此，中国融资租赁业的市场渗透率和国际差距巨大，从这一方面而言，中国的融资租赁才刚刚起步，还有较大发展空间。

国际融资租赁业的发展历程表明，推动发达国家和新兴工业化国家融资租赁业高速发展的经济动力可以归结为市场经济制度和工业化。就中国经济发展阶段而言，中国目前仍处于市场经济制度建设、完善和工业化过程之中，这一过程仍将持续10~20年。

未来，中国将面临从粗放型经济发展模式向集约型经济发展模式的转变，新兴行业和装备制造业正迅速发展，传统产业正待升级，这势必会加大对高端设备的需求；同时，民生工程如保障房建设、中西部基础设施建设稳步开展，相关的固定资产投资和新增设备投资需求也将持续增长，这些都为中国融资租赁业带来了极大的发展机遇和空间。

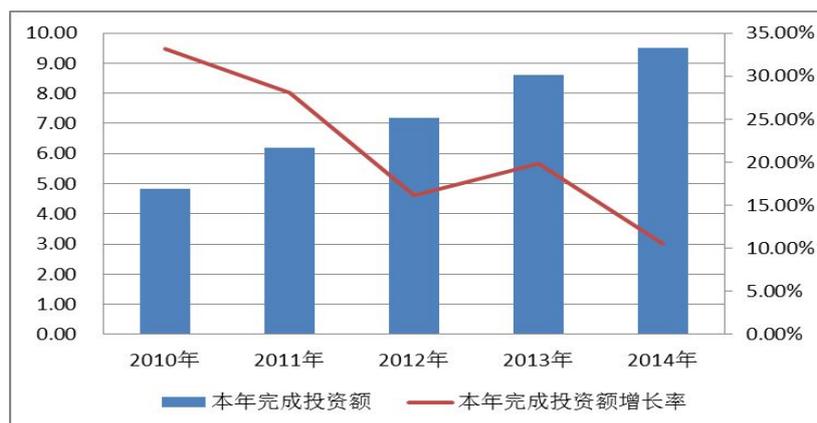
总体看，融资租赁行业在我国仍然处于起步阶段，法律、税收等方面仍需完善，且需要政府的政策扶持，资金来源有限在一定程度上束缚了资本金不够充足的融资租赁公司的发展。但是，该行业属于朝阳产业，拥有广阔的发展前景，并且为解决中小企业融资难等问题提供了新的解决途径。因此，联合评级认为，未来融资租赁行业将有较为快速的发展。

2. 房地产行业

行业概况

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，具体情况见下图。

图4 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



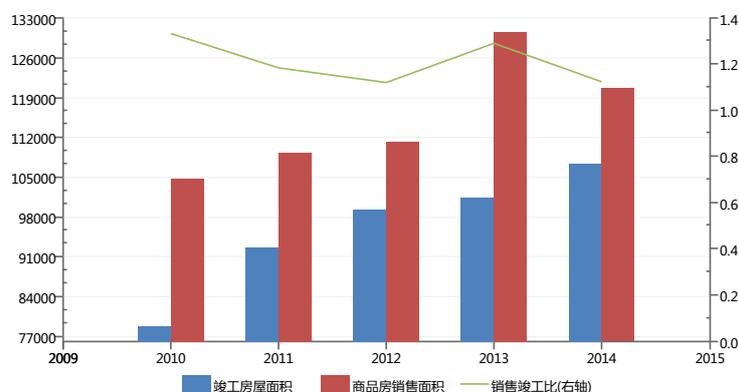
资料来源：wind 资讯。

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。

市场供求

从供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。我国住宅供不应求的状态出现明显好转，具体情况见下图。

图5 2010~2014年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）

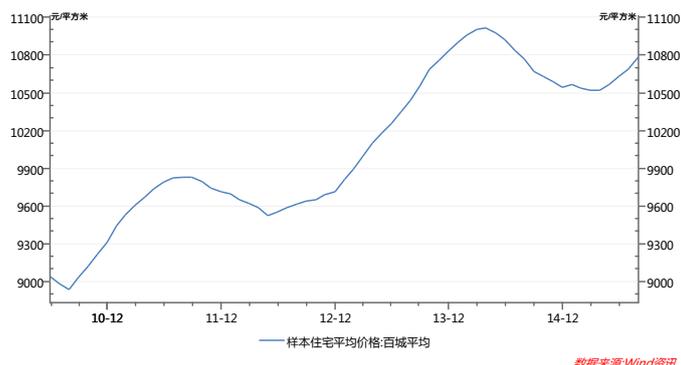


资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。全国百城住宅价格出现明显回落，具体情况如下图所示。

图 6 近年来全国百城住宅平均价格情况（单位：元）



总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势，具体情况见下表。

表 4 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大，具体情况见下表。

表 5 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

行业关注

①房地产行业处于调整周期，行业风险加大

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速

增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

②市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。

③房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

行业政策

2009年下半年以来，受益于政府为刺激经济发展而实施的多项鼓励供需双方积极入市的房地产优惠政策，中国房地产市场出现井喷行情，新开发和销售商品房面积同比大幅增长，房价快速攀升，为了防止房地产泡沫扩大，遏制房价过快上涨，政府开始收紧房地产政策。

表 6 2009 年以来政府对房地产行业主要调控政策

时间	政策名称	主要内容
2009.12	“国四条”	增加普通商品住房的有效供给，抑制投资投机性购房，推进保障性安居工程建设
2010.1	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（“国十一条”）	增加保障性住房和普通商品住房有效供给，抑制投资投机性购房需求，加快推进保障性安居工程建设，第二套房贷款首付不得低于40%
2011.1	新“国八条”	二套住房首付款比例不低于60%、贷款利率不低于基准利率的1.1倍、地方政府问责、调整个税和加强土地增值税、普遍实施限购令等
2011.2	“限购令”	全国有超过36个城市出台了限购政策细则
2015.3	《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》	有供、有限，因地制宜确定住房用地规模，保证市场供需平衡。对于住房供应明显偏多的市、县减少住宅用地供应，控制、优化住房用地规模及结构，加快库存去化。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家政策重点在防止房地产泡沫的同时，鼓励保障房等基础设施的建筑，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

未来发展

伴随政府调控力度的不断加大，我国房地产投资增速及交易量逐月下降。但我国政府大力推进的保障房业务量的高速扩容可有效弥补商品房住宅市场的下滑风险，从而提供新的机遇和广阔的市场前景。自2013年起，政府提出5年内改造各类棚户区1,000万户。在国家政策的支持下，保障性住房将成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。

总体看，随着宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 信托行业

行业概况

改革开放以来的持续高速发展，使我国成为世界第二大经济体，国民财富大幅增加，居民对

投资理财的需求持续增长。同时，由信贷驱动投资拉动的经济增长，促成我国实体经济对资金的巨额需求，为我国金融业发展奠定了坚实基础。在这样的市场背景下，过去十年间，我国信托行业从一个拾遗补缺的边缘金融机构，迅速成长为拥有超过 13 万亿元资产的主流金融业态，在中国金融改革进程中逐步占据重要地位。

《2014 年中国信托业发展报告》显示，2010~2013 年间，信托业服务于实体经济的规模（涵盖房地产、基础产业、工商企业等）共计 19.57 万亿元，占信托资产总规模的 74%，年均增长率为 48%。2013 年，中国信托业总资产规模的 78.27%，共计 8.54 万亿元，投向实体经济领域，为中小企业提供资金超过 7,710.41 亿元，合作开展项目 3,950 个，支持了 6,377 家中小微企业发展。

2014 年，信托业实现经营收入 954.95 亿元，相比 2013 年的 832.60 亿元增长 14.69%，但较 2013 年 30.42% 的同比增长率，增幅回落了 15.73 个百分点；从利润总额看，2014 年，信托业实现利润总额 642.30 亿元，相比 2013 年的 568.61 亿元同比增长 12.96%，但较 2013 年的 28.82% 的同比增长率，增幅回落了 15.86 个百分点；从人均利润看，2014 年，信托业实现人均利润 301 万元，相比 2013 年的 305.65 万元，小幅减少 4.65 万元，首次出现了负增长。投资范围涉及科技、文化、农业、服务业等多个领域。通过多种方式，为中小微企业量身定制信托融资产品，通过信托贷款、股权投资、特定资产权益投资、应收账款收益权融资等多种方式实现对中小企业的资金支持

总体看，信托行业的发展前提为利率市场化，并且由于经济下行和竞争加剧的双重压力我国信托行业正在经历转型发展阶段。

行业竞争

2014 年，中国经济进入“新常态”，信托业在整体经营业绩增速止跌回升，业务结构调整初见成效，投资功能定位更加突出，资产主动管理能力有所增强。整个行业的竞争模式出现了新的变化：

①信托公司的资本实力不断增强

与信托资产增速放缓的情况相反，2014 年度信托公司大力扩充公司资本金，提高行业竞争力。信托公司整体实力不断增强。

②信托产品种类出现新格局

传统的融资类信托产品余额在全行业占比连续下降。2014 年，过去融资信托一枝独秀的局面已经得到根本扭转，融资信托、投资信托和事务管理信托“三分天下”的格局得以形成。

③信托行业转型升级步伐加快

在泛资管市场激烈竞争和经济新常态逐步显现的宏观大背景下，信托行业加快了转型升级的步伐。体制灵活的信托公司已经开始抢占中端信托市场，以自身专业优势树立信托行业在中端财富管理市场中的行业地位。

行业关注

由于我国信托配套的制度建设较为滞后，爆发式增长的背后，信托法律和监管制度体系尚不完善，信托业违规事件不断，导致了监管部门对信托业的数次大规模整顿，每次整顿都带来信托业阶段性的低迷。

信托业在我国进一步推动金融市场化改革的过程中，制度性优势逐渐被淡化，同业市场竞争加剧。随着利率市场化程度的提高，存贷款利率逐渐向市场真实水平靠拢，银行未来在投资端将会放开更多权限。同时，券商、基金、保险等过去与信托业不存在直接竞争关系的金融部门，也可以通过资产管理计划或子公司等方式与信托业形成正面竞争。在技术含量较低的如通道类业务领域，信托业原有的份额将被逐渐蚕食，并更多的陷入到低效的价格战之中。即使是在信托业具

备技术优势的领域，也避免不了愈加激烈的竞争局面，信托业原本所从事的是风险与收益适中的业务领域，由于银行、券商、基金和保险等机构的介入，形势也将日趋紧张，而部分信托公司将被迫向更高风险的领域移动，还将造成了潜在违约率上升。

总体看，信托业近年来从高速增长转向增幅放缓、结构调整的新阶段，传统优势正在减弱，未来同业竞争将会加剧，而具备资本实力、创新能力、风险管控等方面优势的信托公司将迎来较大发展空间。

行业政策

银监会成立以来，特别是 2007 年以来实施的改革，使信托公司监管和发展理念全部更新，业务叙做办法彻底改进。

表 7 2007 年以来政府对信托行业的主要政策

时间	政策名称	主要内容
2007年	《信托公司管理办法》 《信托公司集合资金信托计划管理办法》	明确了信托公司“受人之托、代人理财”的发展定位，确立了面向合格投资者以及固有资产和信托资产分离等一系列经营理念。
2010年	《信托公司净资本管理办法》	建立起以净资本为核心的风险控制指标体系，改变了以往信托公司可以无限做大资产管理规模的状况，强化了信托公司的资本意识和风险意识，结束了行业经营模式粗放的时代。
2012年	《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	允许券商、保险资管和私募基金正式开展公募基金业务，在传统业务不断受限的情况下，迫使信托公司拓展新的业务增长点，从纯融资业务向资产管理和财富管理业务转型。
2014年	《关于信托公司风险监管的指导意见》	培育“卖者尽责、买者自负”的信托文化，推动信托公司业务转型发展，回归本业，将信托公司打造成服务投资者、服务实体经济、服务民生的专业资产管理机构；着重提出了建立流动性支持和资本补充机制、清理非标准化资金池产品等切实有效的管控手段。
2015年	《信托公司行政许可事项实施办法》	明确信托公司再融资，包括IPO、挂牌新三板及借壳上市的条件。

资料来源：联合评级搜集整理。

未来发展

2013 年以来，信托行业将进入平稳增长阶段，同比和环比增速均有较大幅度回落。虽然我国的理财市场未来仍处于成长周期之中，但因经济增速放缓、行业竞争加剧和理财市场内部供需结构变化等原因，信托行业进入了一个较长的转型调整期。

从转型的方向上看，就是重新选择理财业务链上的站位：①基于传统私募投资银行角度的业务优化与提升，在更高的风险管理标准下，继续满足企业和项目的融资需求。在私募融资市场上，目前的特点是供过于求，所以需要业务优化与提升；②基于资产管理角度的业务转型，即创建和管理特定投资策略驱动的组合管理产品，以满足投资者多样化的理财需求。在资产管理市场上，目前的特点是供不应求，所以值得大力开拓；③基于财富管理角度的业务转型，为高净值客户提供个性化的资产配置和保障、传承、慈善等方面的辅助服务，以满足高端客户的个性化财富管理需要。

从未来发展的角度看，信托行业将会深挖信托制度的本源价值，不断进行产品创新，提供功能多元化的信托产品。这一趋势已经日益明显。从近年看，融资信托比例不断下降，投资信托比例和服务信托比例不断上升。可以预见，在不远的将来，“融资信托”、“投资信托”和“服务信托”必将呈三足鼎立之势；而从更长远的角度看，投资信托和服务信托将取代融资信托，成为信托行业未来发展的主导产品。其中，当权益性的投资信托和事务性的服务性产品取代债权性的融资信托产品成为主导，或者未来信托公司能力提升能够有限管理融资信托的风险，刚性兑付会自然弱

化甚至消失。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

多元化运营，综合性投资

公司是一家综合型投资控股企业，自成立以来以资本运营为核心、实现资本价值最大化为目标，打造以租赁行业为支柱产业，兼营信托、房地产、投资管理、投资咨询、保理等业务的多元化运营模式。公司在内地市场拥有全面的金融牌照资源，业务种类涵盖租赁、保险、信托、证券、期货、基金、保理和担保等。

租赁业务竞争实力较强

公司租赁业务竞争实力较强。公司租赁业务下属子公司包括渤海租赁股份有限公司（股票代码：000415，以下简称“渤海租赁”）、浦航租赁有限公司（原名“大新华船舶租赁有限公司”，以下简称“浦航租赁”）、长江租赁有限公司（以下简称“长江租赁”）、扬子江国际租赁有限公司（以下简称“扬子江租赁”）等龙头企业，业务遍及北京、天津、上海、深圳、香港、新加坡、悉尼、都柏林、纽约等全球 30 多个大中城市。

子公司渤海租赁已在天津、芜湖、香港和海外设有子公司，是国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，为全球第一大集装箱租赁服务商，业务网络覆盖全球六大洲，全球市场占有率约达 16%。曾获第一财经日报颁发的“2014 年最佳行业影响力租赁公司”、中国租赁年会颁发的“2014 年十佳租赁公司”、证券时报颁发的“年度最具影响力融资租赁公司”、中国外商投资企业协会颁发的“2014 中国融资租赁榜年度公司”等奖项。

股东实力强，产业协同创新

公司控股股东海航集团是一家以航空旅游、现代物流和金融服务为支柱产业的现代服务综合运营商，子公司行业涉及航空、机场、酒店、旅游、地产、金融及商业零售等综合板块。

在航空运输业务方面，截至 2014 年底，海航集团共拥有及管理飞机逾 500 架、航线 548 条；2014 年共完成运输总周转量 28.56 亿吨公里，其中客运周转量 307.4 亿人公里，货邮周转量 14,495.59 万吨公里。随着机队规模的扩张及航线的丰富，航海集团航空运输收入逐年增加。

在物流运输业务方面，海航集团下属的物流运输企业有天津市海运股份有限公司（股票代码：600751）、海航速运（北京）有限责任公司和上海海航工程物流有限公司等。

海航集团航空、物流板块的雄厚实力为公司的航空设备租赁、船舶租赁等租赁业务的发展提供了强有力的保障，可持续为公司的租赁、信托提供业务来源。公司依托海航集团实体产业优势，形成产融结合实力，不断巩固传统金融领域优势、提升创新领域竞争力。

银企关系良好，融资渠道畅通

公司的飞机租赁业务占比较高，资金需求庞大，融资是租赁类企业的关键问题。公司与国家开发银行、中国进出口银行、中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、交通银行、中信银行、光大银行、渤海银行、天津银行等多家政策性银行、商业银行及非银行类金融机构建立了良好的合作关系。目前除资本金、股东借款、发行债券之外，银行贷款是公司最重要的资金来源，与银行的良好合作关系将会对公司租赁业务的拓展提供稳定和持续的项目配套资金支持。

总体看，公司实现业务多元化运营，租赁业务竞争力较强；股东实力强，为公司业务发展提供了支撑；公司融资渠道畅通，有利于其业务的顺利开展。

2. 人员素质

截至 2015 年 6 月底，公司董事、监事以及其他高级管理人员共计 11 人，均有丰富的行业从业经验，熟悉行业的整体状况和公司的运营发展情况，具有丰富的管理经验。

公司董事长谭向东先生，1967 年出生，硕士学历。谭向东先生曾任海南省航空公司董事长助理、美国首席代表、总裁高级助理，海航保险代理有限公司董事长，海南航空股份有限公司董事会常务董事；现任海航资本集团有限公司董事长、海航集团执行副董事长兼总裁，海航集团有限公司董事。

公司执行董事长刘小勇先生，1961 年出生，硕士学历。刘小勇先生曾任电子工业部、中国长城计算机集团公司总会计师，中国长城财务公司总会计师，海航航空租赁有限公司常务副总经理，北京长空租赁有限公司总经理，长江租赁有限公司总经理，海航集团财务有限公司副总经理，扬子江国际租赁有限公司董事长，渤海国际信托有限公司总裁、执行董事长，天津渤海租赁有限公司董事长，香港国际航空租赁有限公司董事长；现任海航资本控股有限公司执行董事长，长江租赁有限公司董事长。

截至 2015 年 6 月底，公司在职工人数为 681 人，从学历构成看，硕士及以上占 33.92%，本科占 58.30%，大专及以下占 7.78%；从职务来看，业务部门占 50.51%，风险控制占 9.54%，行政人力占 11.31%，财务等占 28.63%；从年龄构成看，30 岁以下占 49.49%，30~50 岁占 46.26%，50 岁以上占 4.26%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，公司在职工构成情况能够较好的满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司为法人独资企业，根据《公司法》、《公司章程》的规定，不设股东会。公司设立董事会对股东负责，由 7 名董事构成，董事由股东选派，董事任期三年，任期届满，可连选连任，其中董事会设董事长一人，由董事会选举产生；公司设总经理 1 名，副总经理若干，由董事会聘任或者解聘，总经理为公司法定代表人，对公司股东负责；公司设立监事会，由 3 名监事构成，其中，股东委派 2 人，公司职工代表大会选举产生职工代表 1 人，监事每届任期 3 年。

总体看，公司法人治理结构相对简单，但能够满足公司的实际日常运营需要，实际运行状况良好。

2. 管理体制

截至 2015 年 6 月底，公司本部设合规管理部、计划财务部、人力资源部、办公室、战略与发展部和金融数据部共计 6 个职能部门，公司核心管理团队从事相关管理工作多年，行业经验丰富，具有高素质的管理团队。

从预算管理方面来看，公司建立和完善预算编制工作制度，明确编制依据、编制程序、编制方法等内容，确保预算编制依据合理、程序适当、方法科学，避免预算指标过高或过低。公司根据发展战略和年度生产经营计划，综合考虑预算期内经济政策、市场环境等因素，按照上下结合、

分级编制、逐级汇总的程序，编制年度全面预算。公司不断加强对预算执行的管理，明确预算指标分解方式、预算执行审批权限和要求、预算执行情况报告等，落实预算执行责任制，确保预算刚性，严格预算执行。

从财务管理方面来看，公司为加强财务综合管理，防范经营风险，根据《会计法》、《企业会计准则》等相关法规、制度，特制定了《财务管理办法》，包括财务预算管理、货币资金及结算资金管理、融资管理等具体内容。为加强公司资金管理，有效筹集和安排资金，保证资金安全，严格按照《会计法》、《企业会计制度》以及《企业会计准则》的规定处理会计事项，对资金管理、资产管理、财务管理体制、财务核算、对外投资管理、成本费用管理、收入和利润分配的管理、财务报告进行了明确的规定。

从投资管理方面来看，近年来为了规范和加强投资管理，减少投资风险，公司制定了《投资管理制度》。公司资本运营部门负责公司重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜的研究和评估，监督重大投资项目的执行进展，如发现投资项目异常，及时报告。公司进行期货、期权、权证等衍生产品投资，制定严格的决策程序、报告制度和监控措施，并根据公司的风险承受能力，限定衍生产品投资规模。

从对融资管理方面来看，按照《海航资本集团有限公司融资管理办法》等现行制度，公司对筹资活动实行统一管理，以发挥公司在融资中的各种优势，降低融资成本，提高融资效率。所属各子公司未经公司批准，严禁对外筹资。

从担保管理方面来看，为了规范公司担保业务工作程序，公司制定了《担保管理制度》，明确对外担保事项的审批权限，建立违反审批权限和审议程序的责任追究机制。公司实行对外担保审批、登记、跟踪制度，各子公司未经公司同意，一律不得对外提供担保。对没有投资关系的单位提供担保，必须由被担保的公司董事会出具决议和委托书，同时还要求被担保的公司出具反担保书。公司应调查被担保人的经营和信誉情况，认真审议分析被担保方的财务状况、营运状况、行业前景和信用情况，审慎作出决定。公司对外担保要求对方提供反担保，并审慎判断反担保提供方的实际担保能力和反担保的可执行性。

从关联交易方面来看，为了规范公司的关联交易，确保公司的关联交易行为不损害公司和非关联股东的合法权益，公司根据《中华人民共和国公司法》等法律、法规、规范性文件以及《公司章程》的有关规定，结合公司的实际情况规定公司的关联交易行为不得损害公司和非关联股东的利益。公司与所属子公司之间发生的关联交易行为，均按照市场交易原则，法人主体之间签订相关合同，按合同确定价格进行交易。

从对子公司管理方面来看，公司建立了控股子公司管理制度，从控股子公司管理的基本原则，控股子公司的设立和程序管理，控股子公司治理和经营管理，控股子公司的财务、资金及担保管理，以及审计和重大事项报告等方面做出了详细的规定。制度规定为提高资源利用率，公司可以通过规定程序调配控股子公司流动资金。制度还规定了各子公司不得发生非经营性占用关联方资金和资产的情况，各子公司未经发行人董事会批准，不得对外提供担保，也不得进行相互担保。管理制度在人力、财务、资产等各个方面做出了详细、细致的规定，形成一个管理体系。

总体看，公司管理制度齐全，能够较好的规范公司经营的各个方面。

六、业务运营

1. 业务概况

公司主要从事融资租赁、金融租赁、信托资产管理、房地产、投资咨询和保理等多个业务领域。目前，租赁业务在公司投资范围内占有较高的比重，初步打造成了以渤海租赁、长江租赁、扬子江租赁、浦航租赁为基础的租赁产业平台，租赁业务涉及航空设备租赁、船舶租赁、基础设施租赁等多个业务领域。近三年公司营业收入保持快速增长，三年复合增长27.55%，2014年公司实现营业收入121.35亿元，同比增长25.32%，实现净利润16.28亿元，同比增长12.63%；主营业务收入113.33亿元，占营业收入比重为93.40%，公司主营业务突出。

表8 2012~2014年海航资本主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年			2015年6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁收入	59.69	87.34	45.87	68.48	76.72	47.90	76.41	67.42	41.78	51.75	86.54	42.80
手续费及佣金净收入等	7.39	10.82	90.95	10.24	11.48	92.25	11.61	10.24	90.27	3.94	6.59	81.39
咨询收入	0.51	0.75	--	0.98	1.10	--	3.75	3.31	61.52	0.28	0.47	100.00
利息收入	0.75	1.09	--	1.12	1.26	--	1.56	1.38	--	0.84	1.40	100.00
房地产业务收入	0.00	--	--	8.38	9.39	23.22	19.78	17.45	21.88	2.90	4.85	23.43
采矿业收入	0.00			0.05	0.05	58.04	0.23	0.20	28.89	0.10	0.17	6.60
合计	68.34	100.00	51.74	89.25	100.00	51.91	113.33	100.00	44.70	59.80	100.00	48.42

资料来源：海航资本提供，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。

从收入构成来看，租赁收入在主营业务收入中占比较高，是公司主要收入来源；2012~2014年，租赁收入规模逐步增加，但受信托业务和房地产业务的并入、收入增加影响，其占主营业务收入比重小幅下降至67.42%，2014年公司租赁业务实现营业收入76.41亿元。2013年，海航投资集团股份有限公司并入公司，公司新增房地产业务，2013~2014年，公司房地产业务收入大幅增长135.98%至19.78亿元，占主营业务收入比重由9.39%增加至17.45%，主要系2013年合并范围为海航投资集团6月~12月营业收入，房地产业务收入为公司第二大收入来源；近三年，受信托市场发展较快影响，公司手续费及佣金收入三年复合增长25.31%，2014年公司实现手续费及佣金收入11.61亿元，占营业收入比重为10.24%；公司利息收入、咨询收入和采矿业收入较小，占比不高。

从毛利率水平来看，公司信托业务毛利率较高且较为稳定，近三年均保持在90%以上，2014年公司信托业务毛利率为90.27%，较2013年小幅下降1.98个百分点；近三年租赁业务毛利率呈波动下降趋势，2014年毛利率为41.78%，较2013年下降6.12个百分点，主要系租赁行业整体发展趋势以及公司内部租赁业务结构调整影响所致；受国内房地产市场竞争加剧、房地产企业集中度上升，房地产销售业务的毛利率逐年下降，2014年房地产业务毛利率为21.88%，较2013年小幅下降1.34个百分点。2012~2014年，海航资本主营业务毛利率分别为51.74%、51.91%和44.70%，毛利率水平有所下降，主要系海航资本各业务板块毛利率均有所下降所致。

2015年1~6月，公司实现营业收入63.80亿元，净利润8.67亿元，；其中租赁业务收入51.75亿元，占主营业务收入比重为86.54%，主要系公司逐渐收缩房地产业务，房地产业务收入占比减小所致；公司经营情况稳定。

总体看，近三年，海航资本收入规模保持增长，其中租赁业务、房地产业务和信托业务收入是其收入的主要来源；海航资本主营业务毛利率有所下降，但整体仍处于较高水平。

2. 租赁业务

目前，租赁业务在公司业务范围内占有较高比重，近三年占主营业务收入比重均保持在67%以上；公司已经初步打造成了以渤海租赁、长江租赁、扬子江租赁、浦航租赁为基础的租赁产业平台，租赁业务涉及航空设备与器材租赁、航运类基础设施和设备、基础设施和设备租赁等多个业务领域。

(1) 航空设备与器材租赁

公司航空设备与器材租赁业务主要由子公司长江租赁、扬子江国际租赁有限公司和孙公司香港航空租赁有限公司（以下简称“香港航空租赁”或“HKAC”）具体经营，业务涉及融资租赁飞机、经营租赁飞机及管理出租飞机三种业务模式。其中，长江租赁主要负责海航集团内大飞机的租赁业务，扬子江租赁主要负责小飞机、通用飞机及航空设备的租赁业务，而香港航空租赁主要负责国际客户的大飞机租赁业务，为2012年公司收购后纳入合并范围，此外天津渤海租赁也逐步开展飞机租赁业务。

表9 航空设备与器材租赁业务子公司情况（单位：亿元、%）

	成立时间	注册资本	资产总额	净资产	营业收入	净利润
长江租赁	2002年	67.90	272.27	54.82	10.76	0.53
扬子江租赁	1992年	3.42（美元）	131.80	24.12	4.39	0.25
香港航空租赁	--	23.63（港元）	145.67	37.22	6.88	1.15

资料来源：海航资本提供

注：注册资本为最新数据；资产总额、净资产、营业收入、净利润为2014年底/2014年数据。

公司航空设备与器材租赁业务流程包括：项目准备、项目风险评估、项目执行、租后管理和项目结束等5个阶段，其中项目风险评估阶段主要是相关各部门一起对项目进行整体收益和风险评估，通过后，对项目租金与融资进行匹配；租后管理主要为跟踪租赁物运营风险以及租金催收等工作。

长江租赁和扬子江租赁

长江租赁和扬子江租赁主要采用融资租赁和经营租赁模式；即通过融资取得资金，用以向飞机生产商支付飞机购买价款购买飞机，飞机生产商向公司交付飞机，公司向承租人出租飞机，并收取租金，进而向融资方支付资金成本；其中融资租赁业务占比较高，但2014年长江租赁大力发展经营租赁，其新增租赁业务均为经营租赁。此外，长江租赁还管理出租飞机，出租人为外部公司，长江租赁对受托管理的飞机进行年检和监控、代收租金，为出租人提供管理服务，并收取管理服务费，业务成本主要是人工成本。截至2015年6月底，长江租赁和扬子江租赁的在手合同机队规模分别为72架和31架，已交付飞机分别为71架和28架，已起租资产分别为181.30亿元和84.50亿元，长江租赁管理出租飞机9架。主要出租客户为海航集团旗下航空公司，如北京首都航空有限公司、天津航空有限责任公司、云南祥鹏航空有限责任公司、海南航空股份有限公司等。在机型方面，长江租赁持有的主力机型为B737和A320，此外，还有少量ERJ145和E190等；扬子江租赁持有的机型主要为A319、A320、E190，航空设备主要为CFM、IAE、GE品牌CFM56、V2500、GENX型号飞机发动机。租赁期限主要根据机型、使用年限以及客户需求确定，一般经营租赁期限较短；截至2015年6月底，长江租赁已起租飞机租赁项目租赁期为8~13年，平均租赁期约7.1年；扬子江租赁已起租飞机租赁项目租赁期为10~15年，平均租赁期约13年。

香港航空租赁

香港航空租赁开展业务包括飞机租赁和管理出租飞机业务。目前香港航空租赁开展的飞机租

赁业务均为中长期飞机经营租赁，主要通过下属的特殊目的公司（SPV）进行，海航香港根据每架飞机不同的租赁交易结构设立或安排一至三家特殊目的公司分别作为出租人、飞机持有人或负责融资的借款人，基本的交易模式为出租人同时作为飞机持有人和借款人通过融资购买飞机后出租，以收取的租金收入支付融资成本，获取剩余租金收益。

香港航空租赁的飞机主要购置于2008年以前，香港航空租赁取得飞机购买权，只支付购买价格，不需支付预付款，飞机的维护均由航空公司负责并承担相应维护成本。租金一般是在飞机购买价格的基础上协商确定。截至2015年6月底，香港航空租赁共拥有及管理飞机71架，其中管理出租飞机17架，经营租赁飞机54架，机型多以空客A320-200、波音B737-800为主。租赁期限为7~12年，平均租赁期约10年。从业务区域和客户情况来看，目前香港航空租赁业务开展面向全球客户，分布于15个国家的19家航空公司，重点着眼于亚太地区，主要客户是全球信誉良好的航空公司，如阿联酋航空(Emirates)、澳大利亚航空(Qantas)、印地高航空(IndiGo)、斯里兰卡航空(SriLankan)和捷星航空(Jetstar)等。此外，香港航空租赁在欧、美、中东地区也开展飞机租赁业务，合作客户主要包括巴西蔚蓝航空(Azul)、Flybe航空和威兹航空公司(Wizz Air)等，目前单一国家和地区或单一客户的业务规模不超过总业务规模的16%，业务受单一国家和地区或单一客户的影响较小。

除此之外，天津渤海租赁在天津东疆保税区开展飞机租赁业务，此项业务采用保税区租赁模式，由天津渤海租赁在境内保税区内设立专门子公司（SPV），按照境外SPV模式购买飞机，再将飞机租赁给国内航空公司，达到降低进口关税和增值税的目的。截至2015年6月底，天津渤海租赁的租赁业务飞机数为9家。

表 10 截至 2015 年 6 月底飞机租赁业务的飞机数量情况（单位：架）

项目	长江租赁	扬子江租赁	香港航空租赁	天津渤海租赁
其中：融资租赁飞机	46	30	0	7
经营租赁飞机	17	1	54	2
管理出租飞机	9	0	17	0
合计	72	31	71	9

资料来源：海航资本提供

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

飞机租赁业务定价方面，公司的贷款利率及租赁利率与LIBOR挂钩，租赁利率系由贷款利率基础上加一定的融资服务费率确定，因此盈利能力受融资成本影响较大。具体来说，海航集团内部客户的融资服务费率根据公司与客户协商确定，但一般低于市场定价，因此内部客户的销售毛利率较低；海航集团外部客户的订单一般采用招标方式，融资服务费率根据市场竞争情况确定，但不低于同期银行贷款利率，因此外部客户的销售毛利率高于内部客户。但来自海航集团内部承租人的合同余额和收入比重较高（2014年公司未统计该数据，2013年占比分别35.05%和19.88%）。

从在手订单情况来看，截至2014年末，长江租赁交付飞机70架，已起租资产181.78亿元；扬子江租赁交付飞机31架，已起租资产90.0亿元；天津渤海租赁交付飞机8架，已起租资产15.40亿元。在香港航空租赁已承接的订单中，2015~2016年确定向斯里兰卡航空和墨西哥VOLARIS航空交付11架飞机，2014年香港航空租赁与空中客车公司签署了70架空客A320NEO/A321NEO飞机的采购订单，基本合约价约为77.57亿美元，预计自2019年开始交付至2024年交付完成。未来公司将通过再融资持续推动飞机租赁业务的发展，整体来看，公司在手订单较为充足，而且合同周期较长，

未来飞机租赁收入有所保障。

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

（2）航运类基础设施和设备

航运类基础设施和设备租赁业务由子公司浦航租赁、孙公司Seaco SRL、Cronos Ltd.负责运营。

浦航租赁

浦航租赁于2009年10月在上海市浦东机场综合保税区（已划入“中国（上海）自由贸易试验区”）注册成立，同年12月获得了由国家商务部批准的第六批内资融资租赁试点企业资质。截至2014年底，浦航租赁注册资本为76.604亿元人民币，是目前中国（上海）自由贸易试验区内规模最大的融资租赁公司。浦航租赁为国内第一家专业从事船舶及航运类基础设施融资租赁的公司，主要从事开拓船舶与港口基础设施等大型设备融资租赁业务，船舶租赁的交易及资产管理业务。截至2014年底，浦航租赁总资产127.61亿元，净资产78.46亿元；2014年实现营业收入4.34亿元，净利润0.75亿元。浦航租赁业务主要采用经营租赁模式，租赁期为7年~15年，平均租赁年限为11年。2012~2014年，浦航租赁分别完成新增项目4笔、3笔和3笔，租赁合同本金分别为10.55亿元、9.00亿元和22.52亿元；2015年1~6月，浦航租赁完成新增项目4个，租赁合同本金5.20亿元。截至2015年6月底，浦航租赁累计租赁项目共18笔，租赁合同规模为57.57亿元。单一最大承租人融资余额占净资产的比例为22.60%，回报率为6.73%。

Seaco SRL

公司子公司渤海租赁于2013年通过定向增发完成收购全球第六大集装箱租赁公司Seaco SRL，其集装箱出租率、回报率均处于行业领先地位，并已在全球范围内建立起一个相对完整的客户和服务网络。通过一年的整合，Seaco SRL已进入高效运行状态。截至2014年末，Seaco SRL总资产规模189.27亿元，净资产为52.08亿元；2014年实现营业收入31.69亿元，净利润6.54亿元²。

Seaco SRL的主要供应商为世界领先的集装箱制造商，包括世界集装箱生产排名第1的中集集团以及胜狮集团（香港上市公司）和新华昌集团等。Seaco SRL与集装箱供应商建立了长期良好的合作关系，一方面，长期的合作关系使得公司在采购集装箱时可以有较强的议价能力以获得稳定的供应价格；另一方面，可以确保购买到高质量且符合客户在租赁期间特定要求的集装箱，同时使得集装箱在整个使用期间的维护修复成本得到有效降低。

Seaco SRL主要为经营长期性租赁，租赁期为5~8年，主要客户质量优异，包括世界排名前20的航运公司。Seaco SRL同时也提供灵活租赁服务：一方面根据客户需求为其定制较为灵活的集装箱租赁服务，另一方面也在可预见的短期经济回落周期推出可灵活转换租赁期限的租约，兼顾客户短期需求和自身盈利。

Seaco SRL装箱队包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱，其中集装箱干柜数量最多，占比为85.38%。截至2014年末，Seaco SRL拥有85.13万个集装箱，为世界80多个国家和地区的500多家客户提供全方位的集装箱设备租赁服务，2014年Seaco SRL整体集装箱平均利用率为96.96%，平均租金为4.19美元/天。

²该数据为单体财务报表中的金额，与合并报表中的计量基础不同。

表 11 2014 年 Seaco SRL 集装箱业务情况表

名称	数量 (个)	平均利用率 (%)	平均租金 (美元/天)
集装箱干柜	726,855	97.36	0.95
冷藏集装箱	70,204	97.27	5.43
特种集装箱	35,849	96.57	2.15
罐式集装箱	18,381	96.20	8.24
合计	851,289	96.96	4.19

资料来源：公司提供

Cronos Ltd.

2015 年 1 月，渤海租赁完成了对 Cronos Ltd. 80% 股权的收购，并相应将其纳入合并范围。Cronos Ltd. 作为全球第八大集装箱租赁公司，是全球领先的集装箱租赁公司之一，拥有并管理 54.96 万个标准集装箱，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，客户涵盖了 Mediterranean、CMA、Cosco、CSCL、MOL 等世界前十大航运公司。Cronos 提供集装箱租赁服务包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种专用集装箱等。截至 2015 年 6 月末，Cronos 拥有集装箱 454,631 个，管理集装箱 94,976 个，2012~2014 年，Cronos 集装箱的平均出租率分别为 93.68%、90.67% 和 91.84%。2014 年，Cronos 干货集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱平均租金分别为 0.97 美元/天、4.76 美元/天、6 美元/天和 2.9 美元/天。

总体看，随着公司对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 收购的完成，公司航运类基础设施和设备业务竞争力进一步增强。

(3) 基础设施和设备租赁

基础设施和设备租赁业务主要由子公司渤海租赁即孙公司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海租赁”）和皖江金融租赁股份有限公司负责运营。

天津渤海租赁

天津渤海租赁³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，于 2007 年 12 月在天津注册成立。天津渤海租赁业务范围包括经营租赁、杠杆租赁、售后回租、厂商租赁等业务。天津渤海租赁是商务部监管下的内资融资租赁公司，杠杆率上限为 10 倍。2014 年，天津渤海租赁实现营业收入 68.52 亿元，实现净利润 12.50 亿元（合并口径）。

天津渤海租赁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以及新能源/清洁能源设施和设备租赁，2009 年开创了国内基础设施租赁业务的先河，积极与各级政府深度合作，成为政府产业规划和产业升级的投融资平台，重点拓展基础设施建设、市政工程等大型设备、设施租赁业务。2012 年天津渤海租赁重点推进城镇化基础设施和高端设备领域的融资租赁业务，巩固了公司在基础设施租赁行业内领先地位。

天津渤海租赁采取的租赁方式主要为直接租赁和售后回租。直接租赁以融物的方式，实现承租人快速融资的目的，租期、租金可根据承租人的财务状况灵活安排；售后回租是承租人通过出售并回租自有固定资产，达到盘活存量资产，换取当期现金流入的目的。

2014 年，天津渤海租赁完成新增项目 6 个，其中静海道路售后回租项目融资金额达 3 亿元；长龙航空 4 架 A320-200 项目规模达 1.78 亿美元；轧三友发炼钢系统设备项目与大通建设 YOHO 湾商业物业售后回租项目融资额度均达到 1.5 亿元。截至 2014 年底，天津渤海租赁累计租赁项目共 35 笔，租赁合同规模约为 196.24 亿元，单体的租赁资产存量 140.88 亿元，其中商业物业租赁 39.80 亿元、

³公司全资子公司，且是公司唯一的一级子公司。皖江金融租赁有限公司、香港航空租赁有限公司均为天津渤海租赁控股子公司。海航资本集团有限公司

基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁81.77亿元、机械设备租赁7.60亿元、飞机租赁11.72亿元。截至2014年底，天津渤海租赁单一最大承租人融资余额占净资产的比例较上年下降19.32个百分点，至57.43%，承租人为天津港保税区管委会，是天津市人民政府的派出机构；天津渤海租赁业务担保方式以第三方保证和资产抵押为主。

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

融资渠道方面，天津渤海租赁融资方式主要有银行贷款、战略投资、债券、保险资金、信托、银行保理、资产证券化等。其在前海特区成立SPV项目公司，由该项目公司向香港银行机构申请贷款业务，用以支持国内企业融资。保税区租赁模式亦将成为境外人民币回流的一个创新性渠道，借助境内、境外两个金融市场支持。

总体来看，天津渤海租赁业务逐步向国家鼓励的飞机租赁业务渗透，融资渠道不断拓宽。

皖江租赁

2011年7月，银监会正式批准渤海租赁筹建皖江租赁，同年12月皖江租赁正式获得金融租赁经营许可证，并于2011年12月开业，注册资本为30亿元人民币，注册地安徽省芜湖市，由天津渤海租赁出资165,000万元（占注册资本的55.00%），芜湖市建设投资有限公司出资99,000万元（占注册资本的33.00%），美的集团有限公司出资36,000万元（占注册资本的12.00%）共同组建。皖江租赁立足安徽，面向长三角，以内河航运与工程船舶、基础设施与设备、农业机具与仓储物流、工程机械与装备制造、通用航空与公务航空等作为公司重点业务领域。其业务范围包括融资租赁、吸收股东1年期（含）以上定期存款、同业拆借、向金融机构借款等。皖江租赁受银监会监管，杠杆率不超过12.5倍。截至2014年底，皖江租赁资产总额216.61亿元，净资产37.13亿元；2014年皖江租赁实现营业收入12.12亿元，净利润4.14亿元（合并口径）。

2012年，皖江租赁正式运营，凭借海航集团以及渤海租赁的资金优势、客户资源、网络渠道以及《皖江城市带承接产业转移示范区规划》的政策支持，陆续开展了多类型融资租赁业务。近年来，根据公司租赁业务专业化的发展要求，皖江租赁结合自身优劣势，在城市交通与水务设施、内贸集装箱与物流运输、工业装备与农业机械、通用航空与支线航空，以及医疗、新兴产业等领域重点拓展业务。截至2014年底，皖江租赁租赁项目共计229笔；租赁合同本金为245.96亿元；其中2014年新增项目112笔，新增投放金额117.07亿元，在安徽地区投放金额36.49亿元，占当年新增投放额的31.17%；单一最大承租人融资余额占净资产的比例为19.54%，符合监管要求。

目前，皖江租赁的租赁方式多以售后回租为主，为增加直接租赁的比重，皖江租赁借助渤海租赁资源，在内河航运、内贸集装箱和通用航空等领域进行积极探索和尝试，成功运作广西新闽航、安通物流集装箱直租业务、芜湖新联船厂、祥和拖轮等项目。

皖江租赁项目担保方式多样，主要有保证金、第三方公司担保、土地和房产抵押、股权质押、个人无限连带责任等多种方式，具体根据项目的交易结构设计确定，确保每个项目的风险缓释措施到位。截至2014年底，承租人保证金和抵押金的比例为5.13%，比例较低。

资金来源方面，受银行信贷政策、经营历史和股东背景等因素限制，皖江租赁在资金来源和成本方面与银行系租赁公司相比存在一定差距。为保证业务发展，皖江租赁积极与合作的金融机

构进行沟通，确保已有授信的连续和稳定；同时积极探索与保险、券商等非银行金融机构的合作，增加新的融资渠道。截至 2014 年末，皖江租赁共获得交通银行、南昌银行等各类金融机构 50 家授信，授信额度 346 余亿元，年内新增信用额度 57.76 亿元。

总体看，公司租赁业务发展已相对完善，业务范围覆盖基础设施和设备租赁、航空设备与器材租赁、航运类基础设施和设备等，整体经营情况较好，多样化的租赁业务有利于分散某一行业衰落带来的风险；随着渤海租赁收购 Cronos Ltd 的完成，公司综合实力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司面临一定的资产整合风险，被并购的国外企业预期收益能否实现值得关注，且公司飞机租赁业务对海航集团内部客户依赖性较高，公司收入稳定性及回款情况需关注，此外，Seaco SRL 和 Cronos Ltd 等海外公司资产均以美元计价，美元汇率的波动将对公司整体业绩产生一定影响。

（4）风险管理分析

由于公司主要子公司（扬子江租赁、长江租赁、浦航租赁、扬子江国际租赁）委托渤海租赁进行管理，因此租赁业务相关制度、内控均参照渤海租赁相关制度和内控制度实施。

风控架构及风控制度

渤海租赁搭建风险“前台-中台-后台”三级风险管控格局，实行“董事会及其下设专业委员会-高级管理层-业务评审委员会-各部门”的四级组织体系，构建以专业委员会为核心的风险管控体系。

董事会负责保证公司建立并实施充分而有效的风险控制体系；审批整体经营战略和重大政策并定期检查、评价执行情况；审批整体经营战略和重大政策并定期检查、评价执行情况；确保公司在法律和政策的框架内审慎经营，明确设定可接受的风险程度，确保高级管理层采取必要措施识别、计量、监测并控制风险；保证高级管理层对内部控制体系的充分性与有效性进行监测和评估。监事会监督经营决策、风险管理和内部控制，并指导公司内部审计部门的工作，负责监督董事会、高级管理层完善内部控制与风险管理体系。稽核风控部主要负责为公司整体的风险管理提供策略指导，设计整体风险管理框架，并提供有关制定、执行和优化公司的风险管理制度的架构建议。审计委员会主要负责监督公司内部控制和独立的审计和稽核职能，审查和监督内部控制规则和实施情况，评估公司的稽核能力，授权外聘审计师，以及审核公司的财务资料及相关信息披露。

高级管理层主要负责管理与业务运营有关的风险、实施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。高级管理层由总裁 1 名、副总裁 4 名、高级管理层设副经理（首席风控官）1 名和财务总监 1 名组成；由总裁负责公司租赁项目风险和运营风险；财务总监负责流动性风险和利率风险；高级管理层就公司整体风险管理事务向董事会汇报，并提供建议。

业务评审委员会审议所有公司操作的租赁项目，包括融资租赁、经营租赁以及与租赁相关的主营业务，并对项目风险出具评审意见。

公司的稽核风控部集风险管理、项目稽核、法律事务为一体，制定并实施识别、计量、监测和控制风险的制度、程序和方法，以确保风险管理和经营目标的实现；并对具体租赁项目的法律合规风险、交易对手信用风险提供审核意见。资产运营部负责公司资产风险管理，通过定期检查应收融资租赁款的状况，检查是否拖欠，并定期调查和限产视察客户，从而定期检查资产风险状况；并根据资产风险状况开展资产五级分类工作；开展重大事件报告、收取抵押品、回收损失及资产处置活动。

围绕整个业务的风险控制架构，公司制定了一系列风险管理制度及办法，包括《稽核管理制度》、《稽核人员行为规范》、《反舞弊及举报制度》、《内部控制制度》等。通过修订和完善各种风险管理制度使其租赁业务政策和流程得到逐步完善。公司依照风险管理制度，规范项目风险评审流程，形成了以“事前风险识别与评估、事中风险预警与跟踪、事后风险监督与处置”理念的一套完整风险管理管控模式。

总体看，公司风险架构可以满足自身经营管理的需要，风控制度比较完善，风险管理水平较高。

风险管理流程与措施

公司面临的风险主要有信用风险、资产风险、法律风险和市场风险。市场风险主要指市场利率和汇率的风险，国内市场利率较为稳定，涉及利率、汇率的业务集中于香港航空租赁、Seaco SRL、Cronos 三家海外公司，其业务团队比较成熟，有丰富的国际市场操作经验，所以公司所面临的利率和汇率风险非常低。资产风险方面，公司遵循“重资产、轻信用”和“轻资产、重信用”两条原则，对于机器、设备等可把控、易处置的资产可适当选择信用水平稍低的承租人，而道路、桥梁等不易处置的资产则要必须选择信用水平较高的承租人。

目前，公司面临最主要的风险是承租人的信用风险，该风险主要来自于承租人无力或不履行其支付租金义务是导致的损失。公司依照租赁业务管理制度，规范项目风险评审流程，形成了以“事前风险识别与评估、事中风险预警与跟踪、事后风险监督与处置”为理念的一套完整项目风险管控模式。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，使得项目风险标准化、流程化，做到风险事前识别、评估。业务部积极开展项目尽职调查，提交项目可研报告。风控部门负责项目风险调查结束后向业务评审委员会提交《风险评估报告》。租赁期间，公司通过三级风险管控体系，由不同部门实现对项目运行的全程预警与跟踪。业务部对客户风险进行全程分析；财务部对贷款、租金、资金平衡负责，实现全程监控；资产运营部对租赁资产、保险、损失、产权、价值等方面实行全程跟踪；风控部门及时汇总所有风险事件，并对项目提供综合信用风险分析，最终实现对始终风险的全程预警与跟踪，对重大风险及事件实时预警，迅速制定风险处置方案，并下达整改指令，以达到及时发现风险，处置风险的目的。租赁期满后，稽核风控部对经营数据、项目数据、风险制度进行内部审计，实现对于财务、资金、资产、法律、合规等风险及制度的监督功能；并根据风险制度执行情况提出改进建议和措施。

公司对现金流的管理方面，主要由资产运营部负责。资金计划管理方面，依据公司财务发展战略和年度生产经营计划，结合筹资能力编制公司现金流量计划与融资计划，并监控计划的实施；定期向公司管理层反馈整体资金运用状况、提供及时有效的辅助决策依据。资金调度管理方面，依据融资计划、投资计划与公司的资金情况，系统规划资金的来源和运用，保障资金安全，实现资金的高效运转。贷后管理方面，公司对融资项目自下账至项目结束进行全程监控、管理，保证各类融资金及时到位、融资文件妥善保存，并分析租赁公司整体负债结构，防范融资性负债风险。

在风险拨备方面，天津渤海租赁有限公司为商务部的内资融资租赁试点企业，无风险拨备要求，因此公司无风险拨备政策；香港航空租赁地处香港，也无风险拨备要求；皖江金融租赁有限公司是银监会监管的金融租赁公司，按照净利润的1%计提一般风险准备，按风险资产期末余额的1%计提应收融资租赁款风险准备。

此外，为进一步降低风险，公司要求每个项目都由承租人的关联公司或第三方担保机构提供

担保，并且将承租人的盘活资产过户至公司名下。同时为加强客户准入管理，有效管理客户信用风险，提高融资租赁资产质量，公司开发和运用多元化的计算机风险管理建设平台，综合考虑客户规模、财务实力、经营历史、信用记录和发展前景等方面的因素，以此作为租赁授信客户选择和项目审批的依据，并对资金、资产和风险进行实时监控。

总体看，公司建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，风险控制措施比较到位，整体风险控制能力较强。

3. 房地产业务

海航资本房地产业务由海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”）具体经营。海航投资于1996年10月首次公开发行股票，并于1996年11月在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码“000616”。2002年，海航投资主营业务由原来以酒店业、房地产业、生物制药业为主，调整为以房地产业、教育产业、酒店旅游业为主。经历次更名，2015年2月，海航投资更名为现用名，证券简称由原“亿城投资”变更为“海航投资”。截至2014年底，海航投资资产总额86.14亿元、负债总额43.75亿元，所有者权益42.39亿元；2014年实现营业收入20.06亿元，实现净利润2.04亿元，

项目成本管理及土地储备

海航投资房地产开发业务的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，海航投资对此持谨慎态度。目前，海航投资土地收购方式包括股权收购和直接拍买两种，以后者为主。海航投资主要房地产项目多位于北京市，近几年北京房地产调控政策对单个项目利润水平影响较大，2011年开始海航投资加大了开拓其他城市房地产业务的力度；但由于国内土地价格日益高涨，带动房地产企业开发成本高企，加之公司处于战略转型时期，因此近两年未进行大规模土地储备。海航投资仅于2013年9月通过招拍挂方式获取了上海前滩项目（沪房地浦字【2014】第010372号），土地出让金16.70亿元，为写字楼和住宅混合用地，总规划建筑面积约8万平方米，这是海航投资首次进入上海市场，是其实施一线城市重点区域发展策略的重要体现。

项目建设开发情况

海航投资房地产开发业务均以项目其自身作为经营实体。截至2014年底，海航投资共有子公司25家，其中主要房地产开发子公司5家。

近几年，持续的以行政措施为主的宏观调控使我国房地产市场环境发生了重大变化，首置首改等刚性需求成为推动市场发展的主要力量。而海航投资长期定位于差异化的实惠高端产品提供者，主动聚焦差异化高端市场，未能及时适时调整市场战略，导致海航投资房地产开发业务略有放缓并呈现一定的波动性。

2012年，海航投资主动调整产品结构，加大中小户型房地产推售力度，全年房地产开发完成投资额74.92亿元，房屋施工面积约100万平方米，天津亿城堂庭三期、苏州亿城天筑三期、苏州苏秀天地等项目按计划开工；同年房屋竣工面积4.40万平方米。2013年，海航投资房地产开发完成投资额57.22亿元，并取得上海前滩项目地块；受战略转型及前期规划影响，海航投资房屋施工面积下降，仅为80万平方米，天津亿城堂庭三期的洋房、唐山叠山院等项目均按计划开工；全年房屋竣工面积27.38万平方米。2014年，海航投资通过在北京产权交易所公开挂牌转让的方式，顺利处置了其拥有的北京西海龙湖置业有限公司（以下简称“西海龙湖”）65%股权，西海龙湖持有

的北京燕西华府房地产项目随之转让，加之天津亿城堂庭二期一部分竣工备案、苏州亿城天筑竣工备案，导致海航投资在施面积减少，全年房屋施工面积35.50万平方米、竣工面积20.01万平方米；2014年，海航投资进一步收缩了房地产开发业务，全年完成房地产开发投资额14.25亿元。

表 12 2012~2015 年 6 月海航投资房地产业务经营数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
房地产开发完成投资额(亿元)	74.92	57.22	14.25	2.36
房屋施工面积(万平方米)	100.00	80.00	35.50	29.23
房屋竣工面积(万平方米)	4.40	27.38	20.01	4.40

资料来源：海航资本提供

房地产项目开发周期长、投资大，并且要接受规划、国土、建设、房管、消防和环保等多个政府部门的审批和监管，项目建设完成后还面临着销售、经营等环节，开发所面临的不确定风险较大。目前海航投资积极通过合作或转让等方式处置低效房地产资产，部分房地产项目公司正在处置过程中，未来海航投资将逐步减少房地产开发业务，选择重点城市优质地段的持有型物业，努力挖掘和提升物业的综合价值，以获取稳定的经营性收入，增强其的抗风险能力。

房产销售情况

房地产定价方面，海航投资根据房地产项目所处地段、房屋品质（户型）、周边配套以及周边房地产价格综合确定房屋销售均价。从房屋销售面积来看，2012~2014年，海航投资分别销售房屋16.57万平方米、13.09万平方米和4.20万平方米，由于市场需求户型变化、宏观调控以及房地产项目进展不同等因素，海航投资房屋销售面积年度间呈现较大的波动性。从房产销售价格来看，2012年~2014年，海航投资房产销售平均价格总体波动变化，主要是因为不同年份海航投资销售房屋户型不同，销售均价存在一定差异所致。从结转面积来看，2012~2014年，由于海航投资房地产施工面积大幅下降使得结转面积逐年下降。

表 13 2012~2015 年 6 月公司房屋销售情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
房屋销售面积(万平方米)	16.57	13.09	4.20	2.28
平均销售价格（元/平方米）	18,077.02	18,138.00	17,619.05	13,305.83
实际销售额(亿元)	34.70	23.43	7.40	3.04
结转面积（万平方米）	10.29	13.73	13.27	1.69
结转金额（亿元）	24.66	24.98	19.78	2.42

资料来源：海航资本提供

从销售方式来看，海航投资房地产销售以项目子公司直销为主，同时存在少量代销业务（仅居中介，无签订协议或收取销售款项的权利）。从客户集中度来看，因海航投资销售的房产多为商业住宅，加之近两年推售的刚需住宅户型较多，主要客户群为个人购房者。近三年，海航投资前五名客户收入合计占主营业务收入总额的比重分别为3.07%、10.66%和2.06%，客户集中度不高。

截至2015年6月底，海航投资在建项目7个，除上海前滩项目外，分别已进入开工、交付阶段；其中，苏州胥江一号为高端大户型项目，去化较慢。

表 14 截至 2015 年 6 月海航投资在建、在售房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	占地面积	建筑面积	拟投资额	已投资额	开发周期	房地产性质及户型结构	已售面积
天津亿城堂庭	9.31	42.09	475,279.14	396,224.83	项目分三期开发，一期已竣工并入住；二期 1 区已竣工并入住、2 区正在施工过程中，预计 2015 年中旬竣工；三期于 2013 年年底开工	城市综合体（住宅+写字楼+商业）	17.05
苏州胥江一号	10.54	15.95	87,663.90	63,671.38	项目分三期开发，一期已开工，2014 年下半年竣工并入住；二期、三期 2014 年上半年开工建设。	别墅类	0.95
唐山叠山院	11.56	17.72	173,071.37	58,989.43	项目分三期开发，现已全部开工建设，尚未竣工入住。	住宅类	1.46
苏州胥悦名苑	7.25	12.74	125,999.24	108,342.19	项目分期开发，预计开发周期为 3 年	公寓住宅	5.54
苏州苏绣天地	1.04	1.07	12,667.00	9,880.66	项目分期开发，预计开发周期为 3 年	商铺	0.19
天津水畔花园 9/10 号楼	0.67	4.22	51,958.95	48,741.76	项目分期开发，预计开发周期为 3 年	商品房、主力户型为一室和两室	2.89
上海前滩项目	1.16	9.28	349,612.57	194,558.26	未开工	综合体（住宅+写字楼）	--

资料来源：海航资本提供

总体看，海航投资近三年由于房屋产品结构调整及战略转型，未大规模进行土地储备，目前海航投资房地产项目开发与其资金实力基本匹配，但可售房产资源有限，销售情况一般，大户型去化较慢。随着未来海航投资战略调整，房地产开发业务将逐步收缩，房地产销售收入预计将进一步减少。

4. 信托业务

近年来公司信托业务规模稳定增长，业务收入占比仅次于租赁业务；公司信托业务主要由子公司渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）负责运营。渤海信托成立于 1982 年 10 月，前身为河北省国际信托投资有限责任公司，是河北省内唯一一家经营信托业务的非银行金融机构。经中国银监会批准，2004 年 1 月获准重新登记，注册资本 20 亿元。截至 2014 年底，渤海信托总资产 37.70 亿元、负债总额 0.85 亿元，净资产 36.84 亿元；2014 年，渤海信托实现营业收入 11.49 亿元，净利润为 5.91 亿元。2014 年，在 68 家信托公司中行业内排名：信托资产规模第 23 名、净利润第 33 名。渤海信托业务模式包括自营业务和信托业务。

（1）业务运营

自营业务主要开展贷款、金融机构股权投资、证券投资等，盈利模式为通过自营业务获得投资收益。得益于公司投资策略和资本市场向好，公司自营业务收入逐年增长，2012~2014 年，渤海信托自营业务分别实现收入 7.03 亿元、10.06 亿元和 11.49 亿元。近三年，存量资产余额逐年增

长，三年复合增长 11.19%，2014 年达到 32.68 亿元，存量项目主要来自于投资信托产品、定向资产管理计划等；2014 年，渤海信托新增自营项目资产金额 5.02 亿元，较上年增长 15.57%。截至 2014 年底，渤海信托自营资产投资总额 37.70 亿元，自营投资其他投资主，占比为 98.53%，其他投资主要包括可供出售金融资产（股权投资款、理财产品等）、银行存款、贷款等。

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 2014 年底，渤海信托管理的信托资产规模为 2,166.17 亿元，2014 年渤海信托业务规模快速增长。从类型分类看，渤海信托信托资产以单一资金信托为主，2012~2014 年的占比分别为 83.41%、90.16%和 89.50%。

从管理模式来看，被动管理型信托主要为通道类业务，信托报酬率较低；主动管理型信托对信托公司资产管理能力要求较高，信托报酬率较高。渤海信托管理资产以被动型管理信托为主，截至 2014 年底，渤海信托被动管理型信托资产 1,410.54 亿元，占受托管理资产总额的 65.12%。被动管理型信托以融资类信托为主（占 84.77%），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，整体风险可控。

表 15 渤海信托业务分布情况（单位：万元）

信托资产	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
集合	779,466.00	984,457.20	1,318,591.40	1,926,398.92
单一	8,370,325.00	16,965,579.08	19,387,551.80	19,040,341.34
财产权	885,823.06	867,867.80	955,590.25	1,008,904.09
合计	10,035,614.06	18,817,904.08	21,661,733.45	21,975,644.35
主动管理型信托资产				
证券投资类	--	--	25,100.00	114,190.00
股权投资类	559,854.00	705,306.96	382,019.50	376,179.50
融资类	7,754,079.00	16,912,557.94	6,643,727.30	5,237,162.90
事物管理类	30,032.00	60,478.38	505,500.00	481,729.90
小计	8,343,965.00	17,678,343.28	7,556,346.80	6,209,262.30
被动管理型信托资产				
证券投资类	20,000.00	10,000.00	-	10,000.00
股权投资类	814,100.00	596,550.00	725,000.00	1,244,340.00
融资类	291,500.00	172,500.00	11,957,841.20	12,841,212.40
事务管理类	566,049.06	360,510.80	1,422,545.45	1,670,829.65
小计	1,691,649.06	1,139,560.80	14,105,386.65	15,766,382.05

资料来源：海航资本提供

从信托业务行业投资方向来看，渤海信托主要投向为实业、基础产业和房地产业；截至 2014 年底，实业投放规模为 1,249.88 亿元，占管理总资产规模的 62.24%，基础产业投放规模 385.75 亿元，占管理总资产规模的 17.81%，房地产业投放规模为 191.86 亿元，占管理总资产规模的 8.86%。

表 16 渤海信托资金投向行业业务分布 (单位:万元)

资金投向行业	行业	2012 年	2013 年	2014 年
	基础产业	2,027,328.40	3,341,376.00	3,857,534.00
房地产	974,468.00	1,993,840.00	1,918,598.00	
证券市场	20,000.00	10,000.00	25,100.00	
实业	6,500,517.00	12,498,751.00	13,481,486.00	
金融机构	319,939.70	714,786.00	1,924,314.00	
其他	193,360.96	259,151.00	454,701.00	
合计	10,035,614.06	18,817,904.00	21,661,733.00	

资料来源:海航资本提供

2015 年 1~6 月,渤海信托实现营业收入 4.14 亿元,实现净利润 1.91 亿元。

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;信托资产以被动管理型信托为主。

(2) 风险管理

渤海信托以全员风控的理念,将“三会一层”和前、中、后台各部门、各岗位均纳入了风险管理体系,搭建起了以董事会下设的风险管理委员会做原则统领,经营层下设的业务评审委员会和风险控制部、审计法务部、托管部,前台各业务部门(团队)负责具体项目的筛选和风险识别。渤海信托在 2014 年 10 月份之前承担风险管理工作的是审计风控部,后来为了加强渤海信托风险管理、明确责任界限、区分业务职能、强化工作协调配合和内部制衡监督,审计风控部拆分为风险控制部和审计法务部。风险控制部主要负责项目设立前的预审、评审、合同审核、合规检查等风险前置工作。审计风控部主要负责项目审批后的操作,过程管理监管与指导、审计、风险项目处置、配合监管机构检查、按监管要求提交相关业务数据和工作报告等后置风险控制工作。前台各业务团队进行业务拓展和项目具体管理。

从法律及合规风险管控来看,通过与律师事务所等专业机构的密切合作,对所有拟开展信托业务进行法律风险及合规风险审查,并严格按照规定程序实施法律文件的审核、签约等,同时与监管部门保持密切沟通,确保业务开展符合国家相关法律法规和监管政策的规定。

从信用风险管控来看,首先,从源头管控风险,加强对重点涉足行业的研究与分析,实施风险限额、名单制管理等差异化分类管理措施,推进准入关口把控,筛选合适的项目;其次,规范尽职调查的目的、内容、方法,通过尽职调查获取充足可靠的信息,识别、评估各项风险,分析判断项目的合理性、可行性,形成全面、详实、客观的尽职调查报告;第三,加强对实质性风险的审查和对实际还款来源的把握,积极采取合理有效的增信措施和风险预案;第四,建立合理有效的信托业务决策机制,全面审议信托业务风险、收益、运营管理等各个方面;第五,加强信托业务存续期间的风险管理,对信托项目划分风险等级,实施不同的风险监控频率、监控内容和监控方法。若发现风险预警信号,及时采取有效应对措施。

从市场风险管控来看,渤海信托对影响市场变化的各项因素进行持续分析和研究,按严格的流程进行投资决策,设定投资策略、投资规模、投资范围、集中度、止损点等风险控制指标并密切监控。逐步建立与自身业务发展相匹配的市场风险管理系统、模型和工具,根据市场风险情况动态调整资产配置方案,有效管理市场风险。

从流动性风险管控来看,逐步建立与自身业务发展相匹配的流动性风险管理监测体系,努力保持较为充足的长期资本、流动性储备和应急资金融资安排。

从操作风险管控来看,加强内控制度建设,不断细化相互制衡的岗位职责和操作规程,强化全流程管控,重点防范项目营销、尽职调查、核保核签、信托资金运用、清算分配等重要节点的

操作风险。

2012~2014年，渤海信托净资产逐年增加，三年复合增长29.54%，截至2014年底，渤海信托净资产为32.10亿元，较2013年底增加32.79%，主要系2014年净利润增加以及减少理财产品投资所致；渤海信托各项业务风险资本之和为19.34亿元，较2013年底增加3.66%，系渤海信托各项经营规模扩大所致。从主要风控指标来看，2012~2014年，随着渤海信托业务规模的扩大，风险资本大幅增加致使渤海信托净资产/各项业务风险资本之和呈波动下降态势，截至2014年底该指标为165.96%。2012~2014年，净资产/净资产指标波动增加，截至2014年底该指标为87.13%，均远高于监管标准。

表 17 渤海信托风险监控指标（单位：万元、%）

项目	2012年	2013年	2014年	监管标准
净资产	217,378.80	241,766.63	321,031.70	≥2亿元
固有业务风险资本	23,780.70	32,973.75	19,482.05	
信托业务风险资本	82,880.78	153,640.39	173,957.88	
其他业务风险资本	-	-	-	
各项业务风险资本之和	106,661.48	186,614.14	193,439.93	
净资产/各项业务风险资本之和	203.80	129.55	165.96	≥100%
净资产/净资产	79.39	75.84	87.13	≥40%

资料来源：海航资本提供

整体来看，渤海信托各部门分工明确，已基本形成了相互衔接、补充、制约、补充的风险管控体系。从渤海信托的各项监管指标看，目前其净资产、“净资产/各项业务风险资本之和”和“净资产/净资产”等指标均符合相关监管政策要求，风险管理能力较好。

5. 重大事项

渤海租赁非公开发行股票

根据公司子公司渤海租赁2015年5月发布的公告，渤海租赁将向包括控股股东在内的8位投资者定向增发不超过13.1亿股股份，按定增价格12.23元/股，共计募资160亿元，此次定向增发不影响海航资本控股地位，所有定增股份的锁定期为3年。渤海租赁募集资金用途如下：1) 80亿元用于增资子公司HKAC开展飞机租赁业务；2) 33.90亿元用于增资子公司天津渤海租赁开展租赁业务；3) 26.07亿元用于偿还海航集团子公司Global Sea Containers Two SRL债务；4) 20亿元用于偿还子公司Seaco SRL债务并增资Seaco SRL开展集装箱租赁业务。

若此次非公开发行实际募集资金净额少于上述项目拟投入募集资金总额，募集资金不足部分由渤海租赁以自有资金或通过其他融资方式解决。此次发行募集资金到位之前，渤海租赁将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后以募集资金置换自筹资金。

渤海租赁已于2015年6月18日收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（151607号），并于8月17日收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（151607号），需要渤海租赁及相关中介机构就有关问题作出书面说明和解释。但由于部分问题和补充财务数据涉及的文件收集、整理的工作量较大，渤海租赁于2015年9月14日向中国证监会提交了延期回复的申请。

渤海租赁本次非公开发行股份事项尚需中国证监会核准，能否获准尚存在不确定性。若此次非公开发行顺利完成，渤海租赁净资产水平、业务规模以及抗风险能力将得到显著提升，综合实力将进一步增强。

海航投资非公开发行股票

根据海航投资 2015 年 8 月 27 日披露的《非公开发行股票预案》（修订稿），海航投资拟向包括控股股东海航资本在内的符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、其他境内法人投资者和自然人等不超过 10 名特定投资者发行不超过 303,797.47 万股 A 股普通股股票，预计募集资金不超过 1,200,000 万元，海航资本以现金及持有的华安财产保险股份有限公司（以下简称“华安保险”）12.5%股权认购，认购金额不少于 42,000 万元。

募集资金扣除发行费用后拟用于以下项目：以 353,252.13 万元通过增资取得渤海信托 32.43% 股权，以 229,961.55 万元收购华安保险 19.643% 股权，以 292,477.76 万元收购北京新生医疗投资管理有限公司（以下简称“新生医疗”）100% 股权，以 324,308.56 万元补充流动资金。海航投资已于 7 月 31 日接到渤海信托通知增资渤海信托方案已获河北银监局批复；与此同时，海航投资正在跟进收购华安保险股权事项在中国保监会的审批进度。

本次发行价格的底价为 3.93 元/股，即海航投资本次发行价格调整为不低于 3.93 元/股。具体发行价格将在海航投资取得中国证监会关于本次非公开发行股票的核准批文后，由海航投资董事会与本次发行的主承销商根据询价结果协商确定。海航资本不参与本次询价过程中的报价，但承诺接受其他发行对象申购竞价结果，并与其他发行对象以相同价格认购本次发行的股份。

华安保险成立于 1996 年 10 月 21 日，截至 2015 年 3 月底，其注册资本为 21 亿元，其中海航资本持有其 12.50% 股权。华安保险的主营业务为经营机动车保险、各种财产险、责任险、信用保证险、意外伤害险和短期健康险等保险业务。截至 2014 年底，华安保险总资产 136.99 亿元，所有者权益 49.39 亿元；2014 年全年，华安保险实现保险收入 73.66 亿元，以机动车辆及第三者责任险收入为主，实现净利润 3.39 亿元。

新生医疗成立于 2009 年 4 月，目前主要从事物业出租业务，出租对象专门针对医疗行业的医院、体检中心、医疗护理机构等医疗机构，新生医疗通常通过招商、广告宣传等方式获取客户。截至 2014 年底，新生医疗总资产 20.48 亿元，所有者权益-3.54 亿元，全年实现净利润 0.19 亿元。2015 年 2 月 3 日，海航置业控股（集团）有限公司（以下简称“海航置业”）与新生医疗签订债权转股权协议，海航置业将截至 2014 年 9 月 30 日对新生医疗的 22.69 亿元债权（其他应收款）转为对新生医疗的出资。债权转股权完成后，新生医疗的注册资本将由 0.5 亿元增加至 23.19 亿元。

总体来看，渤海信托和华安保险目前具有较好的盈利能力，参股渤海信托和保险业务将丰富海航投资的业务板块和商业模式，增加其收入来源；新生医疗所涉行业作为国家鼓励发展的产业，未来发展前景看好；未来若本次非公开发行股票成功，海航投资业务将呈现多元化发展的良好局面，抵御单一行业风险的能力也将明显提升，同时，海航投资的资本实力与综合竞争力也将显著增强。但本次非公开发行股票尚需中国证监会的核准，结果仍存在不确定性。

皖江租赁新三板挂牌

渤海租赁全资子公司天津渤海租赁有限公司之控股子公司皖江租赁拟申请在全国中小企业股份转让系统（即“新三板”）挂牌。2015 年 7 月 21 日，皖江租赁完成了股份制改造的工商变更手续。待挂牌完成后，皖江租赁融资渠道将有所拓宽，内控体系将进一步完善，有利于促进其持续经营能力，增强综合实力，但挂牌能否顺利完成尚存在一定不确定性。

渤海租赁收购 Avolon Holdings Limited

2015 年 8 月，渤海租赁 2015 年第九次临时董事会审议通过了《关于公司与 Avolon Holdings Limited 签订〈排他性协议〉的议案》并与 Avolon 签署了《排他性协议》，双方约定：渤海租赁拟

以 32 美元/股的价格收购 Avolon 100% 股权，在排他期内（2015 年 9 月 7 日前），除渤海租赁及其代表外，Avolon 及其董事、管理层、员工及相关代表不得与任何第三方商议、洽谈关于 Avolon 的并购、重组、合并等相关交易。

2015 年 9 月，渤海租赁全资子公司 Mariner Acquisition Ltd（注册于开曼群岛，为 Global Aviation Leasing Co., Ltd 之全资子公司，以下简称“Mariner”）与 Avolon 合并，合并完成后，Mariner 并入 Avolon，Avolon 为存续公司并成为渤海租赁全资子公司 Global Aviation Leasing Co., Ltd 之全资子公司，Avolon 原发行在外全部 82,428,607 股普通股全部注销，Avolon 原普通股股东获得 31 美元/股现金对价，本次交易的交易金额约为 25.55 亿美元（约合人民币 162.39 亿元），全部以现金支付，资金来源为自有资金和银行借款。2015 年 9 月，海航资本向渤海租赁提供了约 1.93 亿美元的短期借款，用于支付本次收购的保证金，借款期限不超过 30 天，借款期限内不计利息。

合并协议（《MERGER AGREEMENT》）签署后一个工作日内，渤海租赁需向三方监管账户支付保证金 20,000 万美元，并于该协议签署后 7 个工作日内向三方监管账户支付保证金 7,500 万美元。连同前期已支付的 7,500 万美元保证金，渤海租赁支付至三方监管账户中保证金总额合计为 35,000 万美元。

Avolon Holdings Limited 于 2014 年 12 月在美国纽约证券交易所挂牌上市，主要业务是购入商用喷气式飞机并出售、租赁给航空公司和承租人，同时也为第三方飞机所有者提供服务。目前，Avolon 已成为一家全球领先的飞机租赁公司，主要办公地为爱尔兰都柏林，在中国、迪拜、新加坡及美国设有分支机构和办公室，服务于全球 33 个国家的 56 个航空公司客户，包括 American Airlines、Japan Airlines、Flydubai 等全球知名航空公司。根据《AIRLINE BUSINESS》统计，按机队价值计算，Avolon 为全球第十一大飞机租赁公司。截至 2015 年 3 月底，Avolon 机队规模 251 架，其中自有飞机 132 架，管理飞机 11 架，已签署购买协议的飞机 108 架，飞机资产的账面价值达 5,843,832 千美元。截至 2014 年底，Avolon 总资产 63.26 亿美元，净资产 14.33 亿美元，资产负债率为 77.35%；2014 年实现营业收入 6.06 亿美元，净利润 0.91 亿美元。

如此次收购顺利完成，将有助于提升渤海租赁国际化水平，加强渤海租赁在全球飞机租赁行业的影响力和市场占有率，提高渤海租赁盈利能力，提升公司综合竞争力；但同时，联合评级也注意到，根据合并协议的约定，如因可归咎于渤海租赁的原因导致本次交易终止，渤海租赁需在合并协议终止之日起 2 个工作日内向 Avolon 支付 35,000 万美元的分手费。因此，本次交易存在保证金损失的风险及收购失败风险，需关注投资风险。

6. 经营关注

资产整合风险

继大规模并购后，公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力需进一步提升，公司正在积极消化吸收境外先进的管控经验，提升公司整体管控及资产整合水平。

汇率风险

目前渤海租赁旗下有香港航空租赁、Seaco SRL、Cronos 三家海外公司，其资产均以美元计价，美元汇率波动会直接影响三家海外公司的业务，对公司整体业绩产生一定影响。

客户依赖性较高

公司对海航集团内部客户的依赖性较高，而近年来海航集团负债经营程度较高，因此公司收入稳定性及回款情况需要重点关注。

房地产业务规模收缩、盈利水平进一步下降

受国内宏观政策控制、经济发展放缓和房地产开发成本不断上升等因素影响，公司房地产业务毛利率逐年下降，导致主营业务毛利率不断下降，对公司整体盈利水平有一定影响。目前，公司逐渐收缩房地产板块，向金融控股集团转型，未来转型结果仍需关注。

风险控制水平

公司信托板块业务将不可避免面临市场风险、信用风险、流动性风险和操作风险四大风险，租赁业务板块也面临相类似的风险，对公司风险管理水平提出了要求。

投资风险

渤海租赁正在实施 Avolon Holdings Limited 收购事项，如因可归咎于渤海租赁的原因导致此次交易终止，渤海租赁需向 Avolon 支付 35,000 万美元的分手费。因此，本次交易存在保证金损失的风险及收购失败风险，需关注投资风险。

7. 未来发展

公司未来将以企业发展生态化、管理水平精细化、投资决策扁平化、经营工具互联化为目标，打造现代化、国际化综合型金融服务提供商、投资管理集团，大力发展以租赁集群、保险集团为支柱的大型金融集团，积极拓展境外业务形成境内外联动高效金融生态系统。

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

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

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014年财务数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并均出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的2015年半年度财务数据未经审计。2014年，财政部对会计准则进行修订，公司从2014年7月1日起执行修订后的企业会计准则。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

表18 2012~2015年6月底公司合并范围变化情况（单位：万元）

时间	变动原因	公司名称	方向	持股比例
2012年	同一控制下企业合并	天津渤海融资担保有限公司	增加	60.00%
	新设	Eros.International Investment Co.,Ltd	增加	100.00%
2013年	新设	HNA Capital(Hong Kong).Holdings Company Limited	增加	100.00%
	非同一控制下企业合并	亿城集团股份有限公司	增加	19.98%
	新设	海航资本投资（北京）有限公司	增加	100.00%
2014年	新设	天津盛兴投资合伙企业	增加	100.00%
	非同一控制下企业合并	天津燕山航空租赁产业股权投资基金合伙企业	增加	99.85%
	非同一控制下企业合并	上海世富海华股权投资有限公司	增加	98.86%
	股权转让	天津天信嘉盛投资有限公司	减少	--
2015年 1~6月	收购	Cronos Ltd.	增加	80.00%
	新设	天津航空金融服务有限公司	增加	55.00%

资料来源：公司审计报告。

截至2014年底，公司合并资产总额为1,479.54亿元，负债合计1,176.15亿元，所有者权益合计303.39亿元（其中少数股东权益159.31亿元）；2014年公司实现合并营业收入121.35亿元，净利润16.28亿元，其中归属母公司的所有者的净利润为4.14亿元；经营活动产生的现金流量净额为32.91亿元，现金及现金等价物净增加额为15.79亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额1,811.86亿元，负债合计1,429.11亿元，所有者权益合计382.75亿元（其中少数股东权益198.83亿元）；2015年1~6月公司实现合并营业收入63.80亿元，净利润8.67亿元，其中归属母公司的所有者的净利润为1.47亿元；经营活动产生的现金流量净额为-26.89亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.25亿元。

2. 资产质量

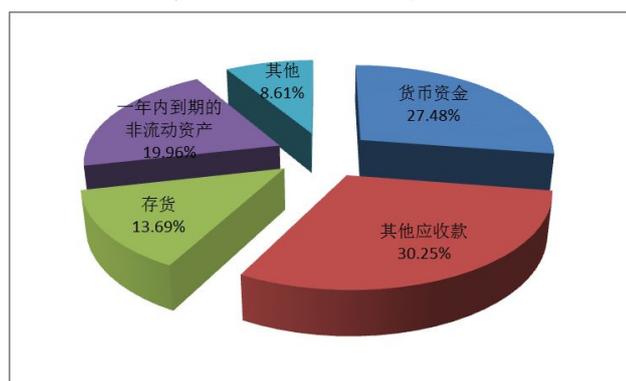
2012~2014年，公司合并资产总额分别为876.31亿元、1,175.64亿元和1,479.54亿元，年均复合增长率为29.94%，资产总额快速增长，主要系一年内到期的非流动资产的快速增加所致。截至2014年底，公司流动资产433.81亿元（占比29.32%），非流动资产1,045.73亿元（占比70.68%）。公司资产结构以非流动资产为主，主要与公司的主营业务融资租赁的性质有关。

截至2015年6月底，公司资产总额为1,811.86亿元，较年初增长22.46%，主要系固定资产的大幅增加所致。其中，流动资产551.25亿元（占比30.42%）、非流动资产1,260.62亿元（占比69.58%），资产结构比较稳定。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产分别为173.62亿元、356.86亿元和433.81亿元，年均复合增长率为58.07%，主要系货币资金、其他应收款和一年内到期的非流动资产快速上涨所致。截至2014年底，公司流动资产主要由其他应收款（占比30.25%）、货币资金（占比27.48%）、一年内到期的非流动资产（占比19.96%）和存货（占比13.69%）构成，具体见下图所示。

图 7 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



数据来源：审计报告。

2012~2014 年，公司其他应收款主要由集团内部之间的往来款和与其他业务相关企业的资金往来款项构成，其他应收款余额分别为 59.17 亿元、43.67 亿元和 131.21 亿元，年均复合增长率为 48.92%，主要系关联方资金往来增长所致。截至 2014 年底，公司对其他应收账款共计提坏账准备 1.89 亿元，计提比例为 1.44%，考虑到其他应收款中大部分为集团内部的往来款，且由集团进行统一调配，风险较低因此未进行坏账计提准备，因此其他应收款计提比例较为合理。从账龄来看，1 年以内占 72.73%，1~2 年占 9.45%，2~3 年占 9.24%，3 年以上占 8.58%，整体账龄较短。

2012~2014 年，公司货币资金主要由银行存款构成，货币资金余额分别为 57.78 亿元、87.73 亿元和 119.22 亿元，年均复合增长率为 43.64%，主要系公司发行企业债（“14 海资债 01”和“14 海资债 02”）以及外部融资扩张所致。其中，截至 2014 年底使用受限的货币资金为 36.18 亿元，主要是用于质押的存款、用于担保的定期存款或通知存款及保证金等，公司受限的货币资金占比较高。

2012~2014 年，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、一年内到期的长期待摊费用以及一年内到期的可供出售金融资产构成，一年内到期的非流动资产余额分别为 31.69 亿元、50.23 亿元和 86.60 亿元，年均复合增长率为 65.32%，主要系子公司渤海租赁股份有限公司应收融资租赁款及第三方贷款增加所致。

2012~2014 年，公司存货主要由开发成本、开发产品及出租开发产品构成，存货余额分别为 0.00 亿元、85.82 亿元和 59.40 亿元，呈现波动增长趋势，主要系亿城集团 2013 年纳入合并报表范围并且房地产开发业务逐步结转收入所致。从存货的构成来看，开发成本和开发产品分别占 74.16%和 24.77%，比较大的项目分别为天津亿城堂庭、上海前滩项目以及地处天津、北京、苏州等地的项目等。其中，存货跌价准备由 0.00 亿元增加至 0.34 亿元，主要系苏州亿城天筑项目可变现净值下跌所致，计提比例尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司流动资产为 551.25 亿元，较年初增加 27.07%，主要系预付款项和其他应收款的增加所致。其中，其他应收款占比 31.62%，货币资金占比 21.00%、一年内到期的非流动资产占比 17.91%、存货占比 13.09%、预付款项占比 11.83%。公司流动资产结构较年初变化不大。

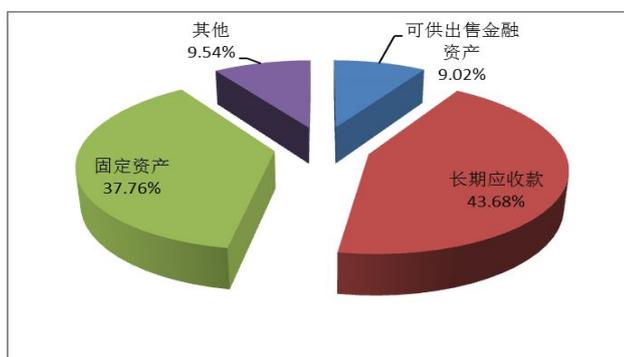
总体看，公司流动资产相对于总资产占比较低，其他应收款和货币资金比例较大，流动资产规模逐年扩大。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产金额分别为 702.69 亿元、818.77 亿元和 1,045.73 亿元，年均复合增长率为 21.99%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和固定资产的大幅增加所致。截至

2014 年底，公司非流动资产主要由长期应收款（占比 43.68%）、固定资产（占比 37.76%）和可供出售金融资产（占比 9.02%）构成，具体见下图所示。

图 8 截至 2014 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：审计报告。

2012~2014 年，公司长期应收款主要由融资租赁业务产生，长期应收款余额分别为 338.85 亿元、391.09 亿元和 456.82 亿元，年均复合增长率为 16.11%，主要系公司租赁业务扩张，融资租赁收入增长所致。截至 2014 年底，公司长期应收款中的坏账准备为 1.04 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产主要由机器设备、飞机和运输设备构成，固定资产余额分别为 256.83 亿元、309.98 亿元和 394.84 亿元，年均复合增长率为 23.99%，主要系公司业务扩张增加设备购买所致。其中，公司以账面价值 261.98 亿元的固定资产抵押取得长期借款 209.08 亿元，主要是通过租赁项目的飞机或者船舶进行抵押，一般为 5~15 年，贷款期限与租赁期限匹配。截至 2014 年底，固定资产累计计提折旧 42.85 亿元，固定资产成新率为 89.15%，固定资产成新率较高。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产主要由可供出售权益工具和理财产品构成，可供出售金融资产余额分别为 48.08 亿元、51.04 亿元和 94.31 亿元，年均复合增长率为 40.05%，主要系公司增加对华电煤业集团有限公司投资 20 亿元及理财产品等增加 10 余亿元所致。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产为 1,260.62 元，较年初增加 20.55%，主要系商誉和固定资产的增加所致。其中，固定资产占比 40.03%、长期应收款占比 39.39%、长期股权投资占比 9.21%、可供出售金融资产占比 4.20%，非流动资产构成较年初变化不大。

总体来看，公司资产以非流动资产为主。公司货币资金比较充足但受限资金占比较高，且公司其他应收款占比较高，存在一定的资金占用；公司固定资产和长期应收款规模大，符合公司主营业务特征。公司资产流动性一般，资产质量尚可。

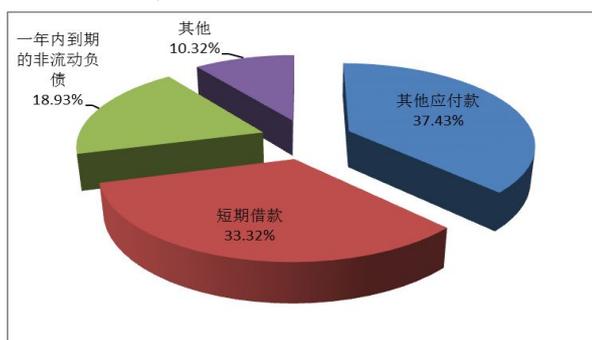
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司合并负债总额分别为 643.12 亿元、937.02 亿元和 1,176.15 亿元，年均增长 35.23%，主要系流动负债的快速增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债 449.42 亿元（占比 38.21%），非流动负债 726.73 亿元（占比 61.79%）。公司负债结构以非流动负债为主，负债结构与资产结构匹配度较高。

2012~2014 年，公司流动负债分别为 181.66 亿元、329.10 亿元和 449.42 亿元，增长率为 57.29%，主要系短期借款和其他应付款的快速增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债主要由其他应付款（占比 30.47%）、短期借款（占比 35.01%）和一年内到期的非流动负债（占比 19.44%）构成，具体情况见下图。

图9 截至2014年底公司流动负债构成情况



数据来源：审计报告。

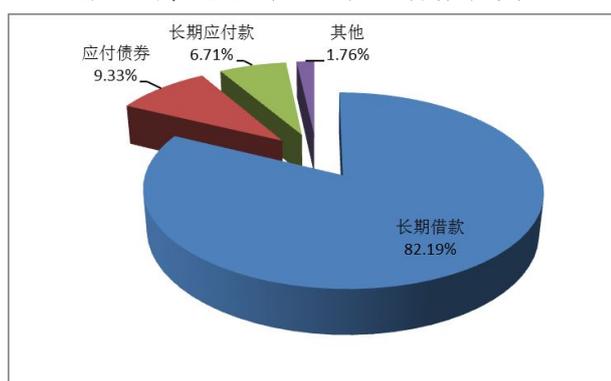
2012~2014年，公司其他应付款分别为53.86亿元、115.53亿元和168.22亿元，年均复合增长率为76.73%，主要系应付关联方资金增加所致。截至2014年底，公司其他应付款前五名分别为海南海航航空进出口有限公司、大新华物流控股（集团）有限公司、北京首都航空有限公司、天津航空有限责任公司和海航集团有限公司。

2012~2014年，公司短期借款主要由质押借款、保证借款、信用借款和拆入资金构成，短期借款余额分别为45.28亿元、73.70亿元和149.76亿元，年均复合增长率为81.85%，主要系质押借款和信用借款大幅增加所致，其中主要的质押品为股权、质押物和租赁项目等。截至2014年底，渤海租赁股份有限公司短期借款（主要为信用借款和拆入资金⁴）占公司短期借款的61.10%。

2013~2014年，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的保证借款和抵押借款构成，一年内到期的非流动负债余额分别为57.10亿元、79.58亿元和85.07亿元，年均复合增长率为22.06%，主要系公司一年内到期的保证借款增加所致。

2012~2014年，公司非流动负债规模分别为461.45亿元、607.92亿元和726.73亿元，年均复合增长率为25.49%，主要系长期借款和应付债券的增加所致。截至2014年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比82.19%）、应付债券（占比9.33%）和长期应付款（占比6.71%）构成，具体构成详见下图。

图10 截至2014年底公司非流动负债构成情况



数据来源：审计报告。

2012~2014年，公司长期借款主要由保证借款和抵押借款构成，长期借款余额分别为431.78亿元、533.51亿元和597.30亿元，年均复合增长率为17.61%，主要系子公司渤海租赁股份有限公司抵押借款大幅增加所致。截至2014年底，保证借款余额为391.97亿元，占全部长期借款的65.62%，保证借款占比较高；抵押借款期末余额为260.78亿元，占全部长期借款的43.66%，抵

⁴ 皖江租赁系银监会批准的金融业企业，2014年经批准开展同业拆借业务。

押借款占比也相对较高,主要通过固定资产等进行抵押。从长期借款的期限分布来看,其中 10.46% 将于 2018 年到期, 84.36% 将于 2020 年之后到期, 公司近五年集中偿付压力不大。

2012~2014 年, 公司应付债券分别为 14.91 亿元、49.84 亿元和 67.84 亿元, 年均复合增长率为 36.12%, 主要系渤海租赁股份有限公司 2013 年 8 月发行的“13 渤租债”(5 年期, 35 亿元)、公司 2014 年 7 月发行的“14 海资债 1”(7 年期, 8 亿元)和 2014 年 9 月发行的“14 海资债 2”(7 年期, 10 亿元)所致。

2012~2014 年, 公司长期应付款分别为 7.81 亿元、16.51 亿元和 48.79 亿元, 年均复合增长率为 149.97%, 主要系应付融资租赁款、信托借款等大幅增加所致。截至 2014 年底, 长期应付款较年初增加 195.47%, 主要系应付中国国际金融有限公司、恒泰证券股份有限公司、四川信托有限公司的应付款项以及融资租赁固定资产产生的租赁款构成。

2012~2014 年, 公司全部债务规模分别为 562.69 亿元、767.84 亿元和 956.23 亿元, 年均复合增长率为 24.53%。截至 2014 年底, 公司全部债务为 956.23 亿元, 较 2013 年底增加 24.53%, 主要系公司发行债券以及应付票据增加所致; 其中, 短期债务余额为 242.31 亿元, 占全部债务比重为 25.34%, 长期债务余额为 713.92 亿元, 占全部债务比重为 74.66%。近三年, 公司资产负债率基本保持稳定, 分别为 73.39%、79.70%和 79.49%, 杠杆水平较高; 公司全部债务资本化比率随着所有者权益和全部债务的变动而有所波动, 分别为 70.70%、76.29%和 75.91%; 长期债务资本化比率分别为 66.09%、71.54%和 70.18%。从负债指标看, 公司负债压力有所增加, 总体债务压力较重。

截至 2015 年 6 月底, 公司负债总额为 1,429.11 亿元, 较年初增长 21.51%, 主要系公司 2015 年新收购一家租赁公司以及自身业务的发展所致。其中, 流动负债 529.06 亿元(占比 37.02%)、非流动负债 900.06 亿元(占比 62.98%), 负债结构较年初变化不大。

总体看, 公司负债水平较高, 主要是由于融资租赁业务的特点所致; 债务负担较重, 但近三年基本保持稳定。

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益(含少数股东权益)分别为 233.19 亿元、238.62 亿元和 303.39 亿元, 年均复合增长率为 14.06%, 主要系实收资本和少数股东权益的增长所致。截至 2014 年底, 公司所有者权益中实收资本占比 34.29%、资本公积占比 4.23%、盈余公积占比 0.19%、其他综合收益占比 1.66%、未分配利润占比 6.58%, 少数股东权益占比 52.51%。公司所有者权益稳定性一般。

2012~2014 年, 公司实收资本分别为 78.04 亿元、78.04 亿元和 104.04 亿元, 年均复合增长率为 15.46%, 主要系 2013 年公司尚未完成的增资款于 2014 年由资本公积转增实收资本 26.00 亿元所致。

2012~2014 年, 公司其他综合收益分别为 -2.19 亿元、-0.71 亿元和 5.05 亿元, 由负转正, 主要系可供出售金融资产公允价值变动所致。

截至 2015 年 6 月底, 公司所有者权益(含少数股东权益)328.75 亿元, 较年初增长 26.16%, 主要系公司 2015 年增资 50.00 亿元和增加天津航空金融服务有限公司及 Cronos Ltd 两家二级子公司所致。公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益占公司所有者权益的比重分别为 40.25%、1.11%、0.15%、5.60%和 51.95%, 所有者权益结构较年初变化不大。

整体看, 由于公司少数股东权益占比较高, 公司所有者权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入分别为74.59亿元、96.83亿元和121.35亿元，年均复合增长率为27.55%，主要系公司收购多家公司，经营规模扩大以及下属房地产板块确认收入规模较大所致；公司营业成本分别为38.21亿元、49.71亿元和69.68亿元，年均复合增长率为35.03%，主要系2014年随着营业收入的扩大正常扩张所致；2012~2014年公司净利润分别为11.16亿元、14.45亿元和16.28亿元，年均复合增长率为20.78%，其中2012~2014年归属母公司所有者的净利润分别为3.89亿元、3.91亿元和4.14亿元，年均复合增长率为3.17%；2012~2014年，公司营业利润率分别为47.49%、46.34%和39.76%，呈现下降的趋势，主要系营业成本（尤其是信托业务板块）的增速高于营业收入所致。

从投资收益看，2012~2014年公司投资收益分别为0.49亿元、0.78亿元和10.58亿元，年均复合增长率为362.93%，2014年投资收益较高主要系转让下属公司北京西海龙湖置业有限公司股权获得5.26亿元和投资企业的现金分红增加3.60亿元所致。若剔除投资收益，公司营业利润年均复合增长率为-33.51%。

从营业外收入来看，公司营业外收入主要是政府补助和固定资产处置利得，2012~2014年公司营业外收入分别为1.38亿元、1.84亿元和1.78亿元，年均复合增长率为13.35%。从非经常性损益的角度来看，2012~2014年，公司非经常性损益在利润总额中的占比分别为9.39%、9.39%和5.56%，呈现下降的趋势，依赖性不大。

从期间费用看，2012~2014年公司期间费用分别为21.18亿元、26.38亿元和33.82亿元，年均复合增长率为26.38%，销售费用、管理费用和财务费用金额年均复合增长率分别为7.42%、42.26%和26.04%，其中，公司管理费用的增加主要系人力成本和员工差旅费的大幅增加所致。2012~2014年，公司销售费用占比分别为9.85%、13.41%和11.24%；管理费用占比分别为37.25%、28.72%和31.87%；财务费用占比分别为52.91%、57.87%和56.89%，各项期间费用占比基本保持稳定。2012~2014年，公司费用收入比分别为28.39%、27.25%和27.87%，费用在收入中占比较高，公司费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2013~2014年⁵，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈现下降的趋势，截至2014年底，上述三项比率分别为3.13%、3.17%和6.01%，公司整体盈利能力尚可。

2015年1~6月，公司实现营业收入63.80亿元、净利润8.67亿元，分别为2014年全年的52.58%和53.25%；2015年1~6月，公司营业利润率为43.77%，较2014年全年有所上升。

总体看，伴随公司整体业务规模的扩大，公司营业收入及利润总额保持稳定增长，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年公司经营活动产生的现金流净额快速下降，分别为63.70亿元、83.63亿元和32.91亿元，年均复合增长率为-28.12%；2012~2014年公司经营活动产生的现金流入分别为304.87亿元、333.58亿元和376.49亿元，年均复合增长率为11.13%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加所致；2012~2014年公司经营活动产生的现金流出分别为241.16亿元、249.96亿元和343.58亿元，年均复合增长率为19.36%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增加所致。

⁵ 由于2011年的数据缺失，因此2012年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率无法计算。

从收入实现质量指标看,2012~2014年,公司现金收入比呈现波动式增长,分别76.23%、90.07%和87.44%,公司收入的实现质量一般。

从投资活动来看,2012~2014年,公司投资活动产生的现金流净额分别为-183.39亿元、-209.93亿元和-201.60亿元,基本保持稳定,主要是投资规模较大所致。2012~2014年,公司投资活动产生的现金流入分别为173.40亿元、104.51亿元和310.07亿元,年均复合增长率为33.72%,主要系2014年公司收回投资收到的现金大幅增加所致,包括收回融资租赁本金79.92亿元、信托公司出售股票和债券等金融产品累计回流现金171.7亿元、出售金融产品获得现金3.91亿元以及预收的股权出售款项15.25亿元。2012~2014年,公司投资活动产生的现金流出分别为356.78亿元、314.44亿元和511.68亿元,年均复合增长率为19.76%,主要系2014年公司为租赁公司开展租赁项目进行的购买固定资产等支付现金219.57亿元和信托公司购买股票、债券等金融产品累计产生现金流162.31亿元所致。

从筹资活动看,2012~2014年,公司筹资活动产生的现金流净额分别为81.39亿元、153.54亿元和184.44亿元,年均复合增长率为50.54%。2012~2014年,公司筹资活动产生的现金流入分别为235.03亿元、369.67亿元和561.24亿元,主要系取得银行借款收到的现金大幅增加所致。2012~2014年,公司筹资活动产生的现金流出分别为153.65亿元、216.13亿元和376.79亿元,年均复合增长率为56.60%,主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致,但考虑到公司租赁业务特点,公司通过承租人每年支付租金来偿还借款,期限严格匹配,不存在到期集中偿付的风险。目前,随着公司业务发展和项目建设的需要,公司不断拓展融资渠道,与多家银行建立了良好的合作关系。

总体看,由于公司的业务特点,公司的融资需求较高,筹资活动净流入金额较大,且公司为开展租赁项目进行的固定资产支出规模也较大,公司主要依赖银行贷款和发行债券来满足资金需求。考虑到未来租赁业务以及房地产项目投资规模,公司仍然存在较大的对外融资需求,但是考虑到租赁业务的业务特征以及租赁期限与贷款期限的匹配程度,公司的债务风险处于合理水平。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012~2014年公司流动比率分别为0.96倍、1.08倍和0.97倍;速动比率分别为0.96倍、0.82倍和0.83倍,表明公司可快速变现的能力尚可。从现金类资产对短期债务的覆盖程度看,2012~2014年,公司现金短期债务比分别为0.53倍、0.52倍和0.49倍,表明公司可用现金流量偿付到期债务的能力一般。从经营活动现金流对流动负债的覆盖程度看,2012~2014年,公司经营现金流动负债比率为35.07%、25.41%和7.32%,呈现逐年下降的趋势,公司面临的短期支付压力较大。截至2015年6月底,公司流动比率和速动比率分别为1.04倍和0.91倍,均比年初有所上升,公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看,2013~2014年公司盈利能力有所下降,EBITDA分别为41.73亿元、51.78亿元和61.10亿元;2012~2014年,公司EBITDA利息倍数分别为3.72倍、3.39倍和2.83倍,呈现逐年下降的趋势,但对利息的保障倍数尚可;公司EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.07倍和0.06倍,主要系2014年公司发行债券所致,对全部债务的保障能力较低;公司资产负债率分别为73.39%、79.70%和79.49%,负债水平较高,有一定的偿债压力。

总体看,公司整体偿债能力指标值较弱,这与公司主营业务占比较大的融资租赁的业务性质有关,公司实际的偿债能力尚可。

截至2015年6月底,公司对外担保余额为122.88亿元,主要包括对天津渤海一号租赁有限公司担保金额23.46亿元、亿城集团上海投资有限公司担保金额10.00亿元、海航集团有限公司海航资本集团有限公司

5.00 亿元担保、海航商业控股有限公司 3.40 亿元担保等，被担保企业主要为关联担保以及为公司母公司担保，或有负债风险不高。

截至 2015 年 6 月底，公司不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生实质影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

公司合并范围内单独获得银行授信额度 44.00 亿美元、866.49 亿元人民币，尚未使用额度为 448.76 亿元人民币；公司间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（编号：NO.B201509080095925008），截至 2015 年 9 月 8 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司负债总额 1,429.11 亿元，本次拟发行公司债规模 40.00 亿元，相对于公司目前的负债规模，本次债券发行额度较小。本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司债务和补充流动资金。

以 2015 年 6 月末的财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 20.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 79.11%、75.90%和 70.33%，债务负担小幅上升。

以 2015 年 6 月末的财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 40.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 79.33%、76.20%和 70.79%，债务负担小幅上升。但考虑到募集资金到位后部分用于偿还公司债务，因此以 2015 年 6 月底数据计算的本次债券发行后资产负债率将有所降低，对公司负债水平的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 61.10 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 3.06 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。公司 2014 年经营活动现金流入量为 376.49 亿元，为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 18.82 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好。

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 61.10 亿元，为本次公司债券发行额度（40.00 亿元）的 1.53 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2014 年经营活动现金流入量为 376.49 亿元，为本次公司债券发行额度（40.00 亿元）的 9.41 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较好。

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

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

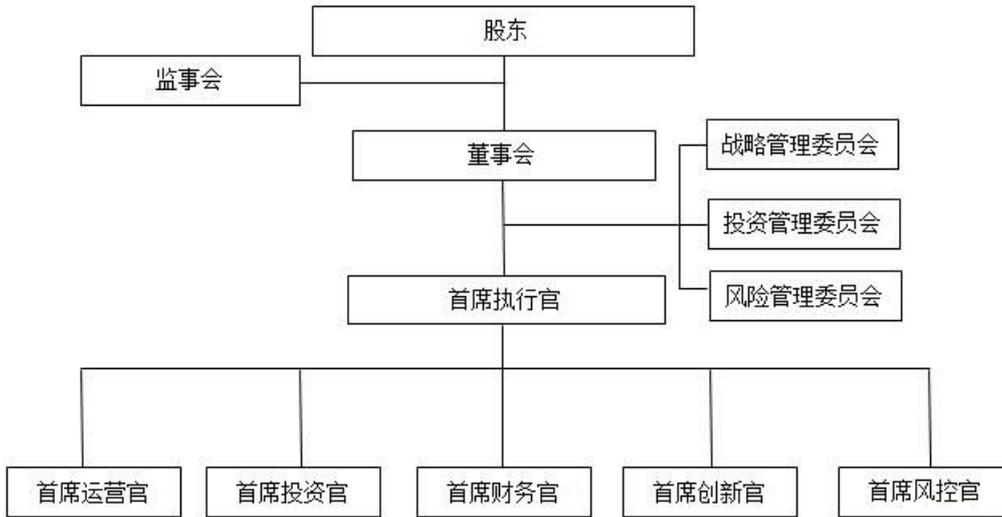
九、综合评价

公司业务涉及租赁、信托、房地产、保理等传统业务及创新金融业务，其中租赁业务占比较高，子公司渤海租赁是国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，为全球第一大集装箱租赁服务商，业务网络覆盖全球六大洲。近年来，公司业务及资产规模迅速增长，资本实力雄厚，营业收入快速提高，资产质量良好，盈利能力较强。公司股东海航集团资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

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

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	876.31	1,175.64	1,479.54	1,811.86
所有者权益 (亿元)	233.19	238.62	303.39	382.75
短期债务 (亿元)	108.19	167.99	242.31	297.74
长期债务 (亿元)	454.50	599.86	713.92	887.37
全部债务 (亿元)	562.69	767.84	956.23	1,185.11
营业收入 (亿元)	74.59	96.83	121.35	63.80
净利润 (亿元)	11.16	14.45	16.28	8.67
EBITDA (亿元)	41.73	51.78	61.10	--
经营性净现金流 (亿元)	63.70	83.63	32.91	-26.89
应收账款周转次数 (次)	--	12.43	11.32	4.02
存货周转次数 (次)	--	1.16	0.96	0.53
总资产周转次数 (次)	--	0.09	0.09	0.04
现金收入比率 (%)	76.23	90.07	87.44	95.77
总资本收益率 (%)	--	3.30	3.13	0.61
总资产报酬率 (%)	--	3.35	3.17	0.69
净资产收益率 (%)	--	6.13	6.01	2.53
营业利润率 (%)	47.49	46.34	39.76	43.77
费用收入比 (%)	28.39	27.25	27.87	35.09
资产负债率 (%)	73.39	79.70	79.49	78.88
全部债务资本化比率 (%)	70.70	76.29	75.91	75.59
长期债务资本化比率 (%)	66.09	71.54	70.18	69.87
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.72	3.39	2.83	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.07	0.06	--
流动比率 (倍)	0.96	1.08	0.97	1.04
速动比率 (倍)	0.96	0.82	0.83	0.91
现金短期债务比 (倍)	0.53	0.52	0.49	0.39
经营现金流动负债比率 (%)	35.07	25.41	7.32	-5.08
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.04	1.29	1.53	--

注：相关财务指标按照附件 3 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。

由于 6 月份部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

由于 2011 年相关数据未提供，2012 年部分指标相应简略。

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等级

联合信用评级有限公司关于 海航资本集团有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年海航资本集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

海航资本集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。海航资本集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注海航资本集团有限公司的相关状况，如发现海航资本集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如海航资本集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至海航资本集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送海航资本集团有限公司、监管部门等。

