

信用等级公告

联合〔2019〕996号

渤海租赁股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对渤海租赁股份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 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

渤海租赁股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

渤海租赁股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月二十六日



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>

渤海租赁股份有限公司

2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过（含）20 亿元

债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 9 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	2,166.32	3,003.94	2,858.19	2,645.08
所有者权益（亿元）	377.37	354.14	550.93	545.56
长期债务（亿元）	1,207.13	1,792.74	1,603.56	1,668.79
全部债务（亿元）	1,639.53	2,366.40	1,854.33	1,876.03
营业收入（亿元）	242.58	359.34	412.91	189.26
净利润（亿元）	28.41	31.56	26.64	26.18
筹资前现金流（亿元）	-416.40	-640.68	225.55	44.95
净资产收益率（%）	8.09	8.63	5.89	4.77
资产负债率（%）	82.58	88.21	80.72	79.37
全部债务资本化率（%）	81.29	86.98	77.09	77.47
流动比率（倍）	0.92	0.74	1.00	0.93
EBITDA（亿元）	140.68	233.84	231.83	125.64
EBITDA 利息倍数（倍）	2.45	2.23	2.02	2.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.13	0.07
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.03	11.69	11.59	6.28

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2019 年 1-6 月数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对渤海租赁股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海租赁”）的评级反映了其作为目前国内规模较大的上市租赁公司，业务规模排名行业前列，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面具有很强的竞争力；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，联合评级也关注到，随着外部信用风险攀升，境内租赁资产质量有所下降；并且海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）质押公司的股权比例高，并且近期已出现被动减持公司股份的现象，需关注公司股权结构的稳定性；海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）负面舆情对公司对外融资等方面产生了一定的不利影响。

中国融资租赁业市场渗透率远低于发达国家，市场发展空间较大；同时，目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，未来公司或将继续保持经营优势，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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司作为目前国内规模较大的上市租赁公司，资本实力雄厚，业务规模排名行业前列，近年来随着海外并购及对子公司的整合，飞机租赁业务竞争力大幅提升，全球排名第 3；集装箱租赁业务全球排名第 2（以 CEU 计）；在全球保持很强的竞争力。

2. 受合并范围扩大的影响，近年来公司业

务规模整体呈增长趋势，营业收入较快增长。

3. 2018 年，公司突出租赁主业，剥离了部分非主业资产；同时主动降低杠杆水平，取得了一定成效，短期债务规模大幅下降。

关注

1. 公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响，存在一定的汇率风险。

2. 目前，公司资产中受限比例较大，资产流动性偏弱。另外，公司租赁资产质量出现了明显下降，仍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. 海航资本已将其持有的绝大部分公司股份对外质押，并且出现了被动减持情况，需对此持续关注；海航集团负面舆情对公司对外融资等方面产生了一定的不利影响。

分析师

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

张帆

电话：010-85172818

邮箱：zhangfan@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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

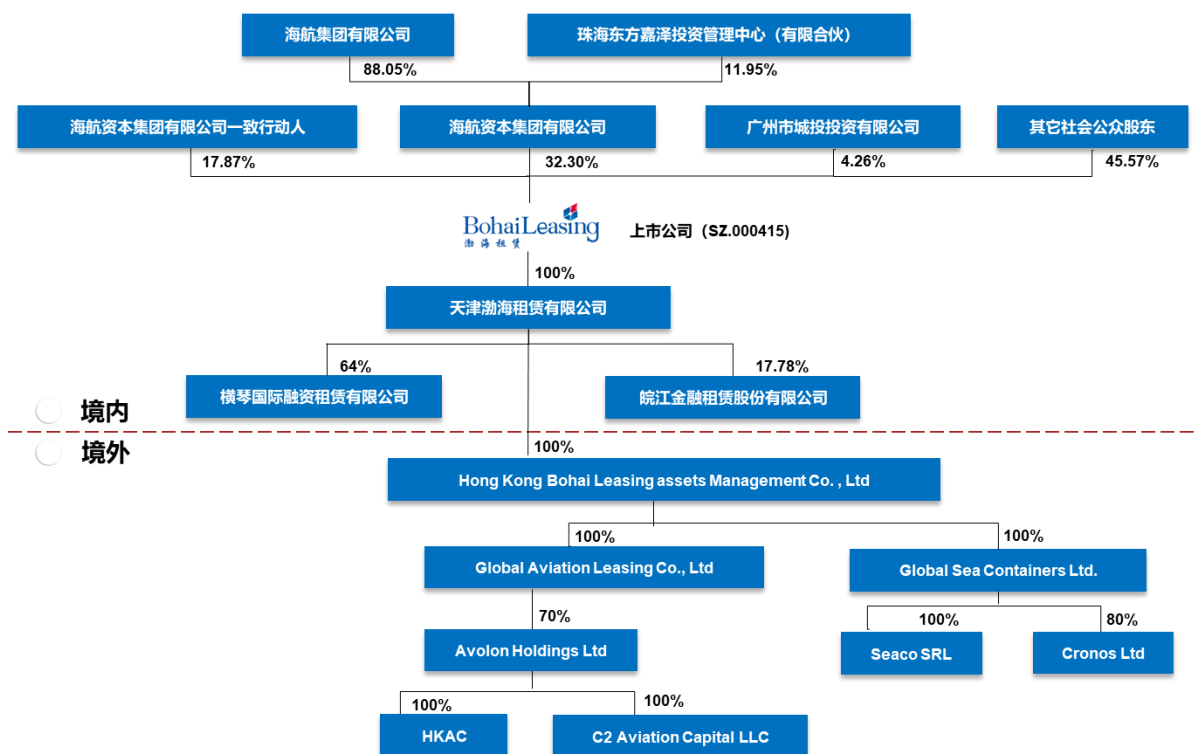

联合信用评级有限公司

一、主体概况

渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”或“公司”）前身为新疆汇通（集团）股份有限公司（以下简称“新疆汇通”），于1993年8月成立。1996年7月，公司股票在深交所挂牌交易，股票简称“渤海租赁”，股票代码为“000415.SZ”。近年来，公司持续进行增资扩股，股本规模不断增加，2015年公司非公开发行股票募集资金净额158.40亿元，注册资本增至61.85亿元。2016年，公司更名为“渤海金控投资股份有限公司”；2018年，为适应公司发展规划，突出租赁主业，公司再次更名，为“渤海租赁股份有限公司”。

截至2019年6月末，公司股本总额为61.85亿元；其中，第一大股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）持股比例为32.30%，其一致行动人持股比例为17.87%，合计持股50.17%，公司实际控制人为海南省慈航公益基金会。根据公司2019年7月26日及8月14日发布的公告，因海航资本与多家证券公司操作的股票质押式回购业务触发违约条款，自2019年5月8日起至2019年7月23日，和自2019年7月24日起至8月12日，海航资本通过集中竞价交易方式累计被动减持公司股票分别为31,324,741股和32,699,537股，约占公司总股本的0.51%和0.53%，被动减持后，海航资本持有公司股权比例下降至31.71%。

图1 截至2019年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：市政基础设施租赁；电力设施和设备租赁；交通运输基础设施和设备租赁以及新能源、清洁能源设施和设备租赁；水务及水利建设投资；能源、教育、矿业、药业投资；机电产品、化工产品、金属材料、五金交电、建筑材料、文体用品、针纺织品、农副产品的批发、零售，租赁业务的咨询服务，股权投资、投资咨询与服务。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

截至 2019 年 6 月末，公司内设业务部、运营管理部、合规法务部、资金部、财务部、综合管理部、董事会办公室、纪检监察部和审计部等 9 个职能部门；公司在职员工 675 人。截至 2019 年 6 月末，公司下设全资子公司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海”），并通过其控股香港渤海租赁资产管理有限公司（以下简称“香港渤海”）、横琴国际融资租赁有限公司（以下简称“横琴租赁”）。其中，香港渤海作为公司的海外投资平台，持有 Global Sea Containers Ltd.（以下简称“GSC”）和 Global Aviation Leasing Co., Ltd（以下简称“GAL”）100.00%的股权，前者持有 Seaco SRL（以下简称“Seaco”）100%的股权和 Cronos Ltd.（以下简称“Cronos”）80.00%的股权；后者持有 Avolon Holdings Limited（以下简称“Avolon”）70.00%的股权。

截至 2018 年末，公司资产总额 2,858.19 亿元，其中租赁资产规模 2,183.06 亿元；负债总额 2,307.26 亿元；所有者权益合计 550.93 亿元，其中，归属母公司所有者权益 357.38 亿元；2018 年，公司实现营业收入 412.91 亿元，净利润 26.64 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 22.79 亿元；筹资活动前现金净流入 225.55 亿元，现金及现金等价物增加额-61.34 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 2,645.08 亿元，其中租赁资产规模 1,969.02 亿元；负债总额 2,099.53 亿元；所有者权益合计 545.56 亿元，其中，归属母公司所有者权益 374.57 亿元；2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 189.26 亿元，净利润 26.18 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 18.07 亿元；筹资活动前现金净流入 44.95 亿元，现金及现金等价物增加额 51.86 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市沙依巴克区黄河路 93 号，法定代表人：卓逸群。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“渤海租赁股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模不超过（含）20 亿元，期限不超过 5 年。本期债券采取公开发行的方式发行；债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，在存续期内保持不变。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。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除相关发行费用后拟全部用于偿还公司目前存续的公司债券。

三、行业分析

公司收入主要来源于租赁业务及配套服务，属于租赁行业。

1. 融资租赁行业概况

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银监会批准成立的金融租赁公司，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。2017 年以来，融资租赁公司数量迅速增长，但增速有所放缓，2016~2018 年年末较年初增幅分别为 58.30%、35.39%和 21.71%。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。

从业务发展情况看，近年来，全国融资租赁合同余额保持增长，但增速有所放缓，2016~2018年末较年初增幅分别为20.05%、14.07%和9.38%。截至2018年末，我国融资租赁合同余额总量为6.65万亿元。其中金融租赁公司资本金优势明显，并且融资更为便利，虽然数量仅有69家，但在期末合同余额中占比最大，达到37.6%，内资和外资租赁公司占比均约为31%。

行业渗透率方面，近年来，我国融资租赁行业已取得长足发展，市场规模和企业竞争力显著提高，行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看，融资租赁行业渗透率仍然较低，存在较大的行业发展空间。联合评级使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平，近年来，融资租赁行业渗透率呈上升趋势但仍处于较低水平，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。

总体看，近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，增速有所放缓；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。

2. 监管环境与政策支持

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。2015年9月，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，全面系统部署加快发展融资租赁业。该意见提出坚持市场主导与政府支持相结合、发展与规范相结合、融资与融物相结合、国内与国外相结合的基本原则；鼓励融资租赁公司积极服务“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造2025”和新型城镇化建设等国家重大战略，又要加快发展中小微企业融资租赁服务。到2020年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列的发展目标。

2016年3月，商务部、税务总局发布《关于天津等4个自由贸易试验区内资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》，将内资租赁公司审批权下放，自2016年4月1日起，商务部、税务总局将注册在自贸试验区内的内资租赁企业融资租赁业务试点确认工作委托给各自贸试验区所在的省、直辖市、计划单列市级商务主管部门和国家税务局。

同时，上海、广东、北京、天津等地区不断出台地方政策，鼓励融资租赁产业的发展。如深圳、广州、珠海相继推出融资租赁扶持政策，引导融资租赁企业落户。北京市政府根据自身特点，结合中关村国家自主创新示范区规划，以科技金融创新为中心，鼓励中关村科技企业通过融资租赁方式实现发展，鼓励融资租赁企业不断创新融资租赁经营模式。上海自贸区外商融资租赁企业外汇资本金实行意愿结汇，融资租赁公司开展对外融资租赁业务时，不受现行的境内企业境外放款额度限制，允许融资租赁公司开立自由贸易账户等。

我国的融资租赁公司多头监管的状况由来已久，2018年5月，商务部将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给银保监会，此通知发布至今已逾半年，银保监会尚未出台相应的监管措施，但监管环境已有了走向统一的趋势。目前，银保监会对金融租赁公司的客户集中度、资产分类、流动性等方面均有明确的监管标准，未来，若对内资、外资融资租赁公司监管从严，有助于提升其抵御系统性信用风险以及流动性风险的能力。

总体看，近年来中国融资租赁行业在监管、法律、税收、会计层面的政策环境都取得了较大进展，融资租赁业的政策环境逐步改善。

3. 行业关注

融资租赁行业面临一定的融资渠道受限的影响。融资租赁项目大多是中长期业务，银行短期贷

款与租赁业务期限不匹配，将给企业留下了流动性风险隐患。为降低流动性风险，部分企业开始尝试租赁资产证券化、发行信托产品、引入保险资金、通过自贸区融入境外资金等渠道，但由于受市场认可度、融资成本等因素限制，短期内难以改变融资租赁企业对银行资金的依赖。而非金融租赁企业在资金来源上，就面临较高的筹资成本问题和资金规模受限的问题，在市场竞争中处于不利地位。尤其近年来在“去杠杆”背景下，融资难度增加，成本上升，对于融资租赁企业的盈利能力提升和业务规模的扩张产生负面影响。

业务风险方面，近年来，宏观经济下行压力较大，实体经济尤其是中小企业经营困难的问题凸显，逐渐攀升，违约事件频发；另外，融资租赁业务行业集中度总体较高，集中度风险不容忽视，融资租赁行业面临着由于经济周期及外部信用环境的变化所导致的资产质量下降的压力。

行业竞争加剧面临市场重新整合的问题。近几年，国内租赁企业数量大幅上升，但从融资方面，ABS 新规使得大多数中小企业融资受限，并且随着《通知》的发布，未来趋于严格及统一成为必然趋势。这也必会使租赁行业面临重新整合的问题，信用风险高的中小型租赁公司面临着更为严峻的生存环境，甚至面临着被市场清退的风险。

4. 未来发展

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。根据《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，到 2020 年，融资租赁业务领域覆盖面不断扩大，融资租赁市场渗透率显著提高，成为企业设备投资和技术更新的重要手段。该《意见》明确，建设法治化营商环境，研究出台融资租赁行业专门立法；完善财税政策，加大政府采购支持力度，鼓励地方政府探索通过风险补偿、奖励、贴息等政策工具，引导融资租赁公司加大对中小微企业的融资支持力度；拓宽融资渠道，积极鼓励融资租赁公司通过债券市场募集资金，支持符合条件的融资租赁公司通过发行股票和资产证券化等方式筹措资金。

从行业规模来看，随着内资试点企业申报流程的简化，以及《外商投资租赁业管理办法》修订等行业政策的进一步完善，以及融资租赁社会认知度的进一步提高，融资租赁企业设立将更加便捷，企业数量将继续较快增长，行业渗透率将进一步提升。

发展区域方面，依托“一带一路”、“京津冀一体化”等国家重大战略，融资租赁企业将逐步从沿海地区集中分布逐渐向中西部、东北部扩张，行业将在集聚发展基础上，逐步调节区域平衡。

业务领域方面，受我国宏观经济结构调整和政策规划引导影响，融资租赁在继续保持飞机、轮船、机械设备等大型固定资产业务发展的基础上，将在农机、科技、创投、文化、教育、卫生及基础设施等诸多领域开展业务，逐步改变公共领域单纯依靠政府投入的局面，并向电子信息、大生命健康、节能环保及新能源等高精尖产业布局，使业务范围加速扩展，产业对接进一步加快。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为深圳交易所上市的租赁公司，资本实力雄厚、业务规模和资产业务规模很大，旗下业务

主要由下属子公司运营，其中飞机和集装箱租赁板块具有很强的行业竞争力。截至 2018 年末，公司合并口径下资产总额 2,858.19 亿元，其中租赁资产规模 2,183.06 亿元；归属于母公司所有者权益合计 357.38 亿元；2018 年，公司实现营业收入 412.91 亿元，净利润 26.64 亿元。截至 2018 年末，公司全资子公司天津渤海注册资本 221.01 亿元，排名行业首位。飞机租赁业务方面，截至 2019 年 6 月末，Avolon 自持飞机 481 架，管理飞机 49 架，订单飞机 393 架，飞机型号以空客 A320CEO 系列、空客 A320NEO 系列、波音 737NG 系列为主，为全球第三大飞机租赁公司。截至 2019 年 6 月末，公司下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 自有和管理的集装箱合计 386.48 万 CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。

总体来看，公司资本实力雄厚、业务规模和范围很大，在国内外市场具备很强的竞争力。

2. 股东支持

根据公司 2019 年 8 月 14 日发布的公告，海航资本被动减持后，持有公司股权比例下降至 31.71%，仍为公司控股股东；海航资本系海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）控股子公司。

海航集团于 2000 年成立，目前以航空运输主业为核心发展方向，以航空租赁、航空技术为辅助支撑平台。海航集团经过多年的运营经验，积累了雄厚的金融资源和业务资源，与很多客户建立了良好的合作关系，这为公司今后业务扩张提供了有力的支持。

但近年来海航集团内暴露出流动性压力，陆续出现了部分海航集团内子公司的非标产品违约，海航资本股票质押式回购业务触发违约条款导致被动减持公司股份等情形。海航集团的负面舆情对公司对外融资产生了一定的不利影响。

总体来看，公司作为海航集团旗下租赁业务运营主体，能够在业务资源等方面得到海航集团的支持；但同时近年来海航集团的负面舆情对公司对外融资等方面也产生了一定的负面影响。

3. 人员素质

公司董事长卓逸群先生，1973 年出生，清华大学民商法硕士，自 2011 年起先后担任香港航空租赁有限公司副总裁，TIP Trailer Services 副 CEO，公司董事长兼首席执行官。现任海航资本董事，公司董事长。

公司副董事长兼总经理马伟华先生，1980 年出生，新疆大学工商管理硕士，高级工程师。曾任新疆汇通（集团）股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理。自 2011 年起先后担任公司总裁助理兼董事会秘书，董事、首席投资官兼董事会秘书，董事兼首席运营官；香港国际航空租赁有限公司董事。现任皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”）董事，香港渤海董事，公司副董事长兼总经理。

截至 2019 年 6 月末，公司正式员工 675 人。从学历构成来看，研究生及以上学历 221 人，占 32.74%；本科学历 370 人，占 54.81%。

总体看，公司管理层具有较长从业经验，员工的学历水平较高，能够满足公司持续发展的需要。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》《中华人民共和国证券法》《上市公司治理准则》等法律法规及有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治

理水平。公司经营决策体系由股东大会、董事会、监事会和其他高级管理人员组成。

股东大会是公司的权力机构。董事会是股东大会的常设执行机构，由 9 人组成，设董事长 1 人，副董事长 2 人，独立董事 3 人，对股东大会负责；公司董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事长由二分之一以上董事选举产生。董事会下设 4 个专业委员会，分别为薪酬与考核委员会、提名委员会、战略发展委员会和审计委员会，均由 3 名董事组成，其中战略发展委员会包含 1 名独立董事，其余专业委员会包含 2 名独立董事。

公司设立 3 名监事，其中监事会主席 1 名，职工监事 1 名，监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任；公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。

公司设经理（首席执行官）1 名、副经理 4 名、财务总监 1 名，董事会秘书 1 名，由董事会聘任或解聘。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，能够与公司的业务发展相适应。

2. 管理体制与内控机制

公司按照相关法律、法规及公司章程等要求，遵照合法合规性、健全性、审慎性、适时性的原则，制定了涉及公司治理、内部管理、业务制度及流程、会计制度、稽核审计等方面的内部控制制度，并结合发展需要及时进行修订与增订。

公司下设业务部、运营管理部、合规法务部、资金部、财务部、综合管理部、董事会办公室、纪检监察部和审计部等 9 个部门。其中，业务部门负责不断开拓新的租赁业务和融资渠道，完成公司生产经营任务；建立、开发和管理部门与国内外资本市场的业务渠道，协调与国内外政府机关和金融机构的关系。合规法务部负责公司合规管理体系建设，制定合规政策，指导公司开展合规工作，推广合规文化，提升全员风险意识及合规意识；建立并完善公司风险控制管理体系，制定公司风险控制管理政策，组织开展风险控制管理工作；参与租赁项目尽职调查、交易结构设计、合同谈判、合同审查等工作，负责组织项目评审；负责公司法律事务，统筹管理公司涉诉案件，指导并参与案件调处，为公司的法人治理、投资并购、业务活动等提出法律咨询建议；建立和完善公司合同管理体系，建立和维护合同管理信息系统，防控合同重大风险；负责公司风险评估工作的组织和开展，联合相关职能机构评估、分析、预警、监测、跟踪和应对公司重大风险，为重大风险处置提供建议。

对外投资方面，公司对外投资行为必须符合国家相关法律法规及相关产业政策，符合公司的发展战略，有利于增强公司竞争能力，有利于合理配置企业资源，创造良好的经济效益，促进公司的可持续发展。投资活动中，股东大会授权董事会对单项金额不超过公司最近一期经审计净资产 30% 的公司对外投资（不包括股票投资）行使决策权。

对外担保制度方面，公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。

关联交易管理方面，公司制定了关联交易管理制度，包括关联人报备、回避制度、审议及披露制度等，公司未在海航集团下设的财务公司内设立账户。

子公司管理方面，公司对境外子公司主要通过任命董事会成员及派驻高管进行管控。子公司的预算编制和管理需与公司总体发展目标和年度目标要求保持一致，公司按月跟踪预算完成情况，并于年度结束时，根据预算完成情况等指标对子公司进行年度考核。公司每年对子公司开展内控评价工作，同时聘请会计师事务所对子公司开展内控审计工作，就子公司内部控制在设计有效性和执行有效性上进行测试；公司已建立子公司风险监控指标体系，及时反映各子公司的资产状况和风险管理状况。

总体看，公司内部控制体系比较完善，各项内控制度基本健全。

六、业务运营

1. 业务概况

公司主要通过子公司运营，境内租赁业务主要由天津渤海、横琴租赁和皖江金租¹运营；境外方面，Avolon 主要经营飞机租赁及销售业务，GSC 主要经营集装箱租赁及销售业务。

近年来，公司营业收入持续增长，三年年均复合增长率分别为 30.47%，净利润有所波动。其中，2017 年公司将 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%，利润增幅小于收入主要系支出并购费用所致；2018 年 Avolon 处置飞机数量增长使得其销售业务收入增长，公司收入同比增长 14.91%，净利润同比下降 15.58%，主要系利润率较低的飞机处置占比增长及融资成本增长，以及计提了较大规模的资产减值损失所致。近年来，公司经营租赁收入和相关租赁物的销售收入占比较大，且合计占比逐年提升，近三年其合计占比分别为 82.52%、86.09%和 91.86%。2018 年以来，国内融资环境恶化，信用风险攀升，因此境内的融资租赁业务发展缓慢，使得公司融资租赁业务收入同比下降 34.35%至 30.83 亿元，占比降至 7.47%。

表 1 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经营租赁	115.72	47.71	211.34	58.81	225.90	54.71	114.11	60.30
飞机/集装箱销售	84.45	34.81	98.02	27.28	153.41	37.15	68.88	36.39
融资租赁及融资租赁咨询	38.88	16.03	46.97	13.07	30.83	7.47	4.63	2.44
其他	3.52	1.45	3.01	0.84	2.76	0.67	1.64	0.87
合计	242.58	100.00	359.34	100.00	412.91	100.00	189.26	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从地区分布看，公司营业收入以境外收入为主，且占比持续增长。近三年境外实现收入占营业收入比重分别为 73.69%、78.15%和 84.95%。从关联交易方面来看，公司关联交易主要系关联航空公司产生的飞机、集装箱经营性租赁业务。2018 年公司合并范围产生的关联企业的经营租赁收入共计 25.92 亿元，占比 6.28%，公司关联交易收入占营业收入比重不高。

2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 189.26 亿元，同比下降 4.75%，主要系转让了皖江金租股权导致合并范围缩小所致，从构成来看，仍然以经营租赁及相关的租赁物处置收入为主，融资租赁收入占比进一步下降，对公司合并口径的收入贡献度很小；净利润 26.18 亿元，同比大幅增长 87.64%，主要系公司处置子公司皖江金租及联讯证券股权获得收益增长所致。

总体来看，随着公司合并规模进一步扩大，业务规模持续快速增长，海外并购及整合使得公司在飞机租赁行业的全球竞争力显著增强，集装箱租赁业务保持很强的竞争力，近年来公司营业收入保持增长态势。同时，联合评级关注到公司境外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响。

2. 境外租赁业务

目前，境外租赁业务为公司主要的收入和利润来源，境外租赁业务通过香港渤海旗下子公司开

¹ 2019 年 1 月 8 日，皖江金租股权划转完毕，不再纳入合并范围。

展，主要经营飞机租赁和集装箱租赁业务。

(1) 飞机租赁业务

公司境外飞机租赁业务主要通过 Avolon 开展。2016 年，公司通过 GAL 收购 Avolon100%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 向 GAL 收购 Avolon 30%股权，股权转让完成后，GAL 持有 Avolon 股权比例降为 70.00%，但不影响公司合并范围。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。

2016 年 7 月，公司通过 Avolon 等子公司与 GECAS 达成了 45 架飞机资产包收购协议，截至 2017 年末已全部交割，进一步巩固了公司在全球飞机租赁市场的领先地位和市场占有率。2016 年 10 月公司通过 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。近年来，Avolon 飞机租赁收入持续增长，2018 年实现收入 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 737 NG 系列为主，机队出租率为 99.5%。2019 年以来，Avolon 飞机租赁资产规模有所增长，6 月末为 1,463.48 亿元，1~6 月实现飞机租赁收入 89.93 亿元。

表 2 Avolon 飞机租赁及销售情况（单位：个、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
期末飞机租赁资产余额	763.09	1,386.82	1,396.11	1,463.48
飞机租赁收入	68.55	159.97	172.50	89.93
当期处置飞机个数	26	44	88	38
飞机销售收入	79.50	91.09	146.39	65.87
期末自有飞机数量	246	567	512	481
期末管理飞机数量	16	2	49	49

资料来源：公司提供

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，当承租人发生租金无法收回的情况时，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，2016、2017、2018 年及 2019 年 1~6 月，Avolon 分别处置飞机 26 架、44 架、88 架和 38 架，实现飞机销售收入 79.50 亿元、91.09 亿元、146.39 亿元和 65.87 亿元，逐渐成为公司重要收入来源之一。

总体看，公司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公司合并范围内的收入贡献度高。

(2) 集装箱租赁服务

公司境外集装箱业务主要由 GSC 开展。2016 年，公司通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd.的整合。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。

近年来，GSC 集装箱租赁资产余额总体保持稳定，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）。2019 年以来，GSC 集装箱租赁业务保持平稳发展，6 月末租赁资产余额 276.51 亿元，较年初小幅下降，1~6 月实现租赁收入 21.12 亿元，销售收入 3.01 亿元。

表 3 GSC 集装箱租赁及销售情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
当期投放额	43.59	22.36	17.75	16.76
期末集装箱租赁资产余额	282.93	282.26	284.46	276.51
集装箱租赁收入	42.11	41.34	43.00	21.12
集装箱销售收入	4.95	6.93	7.02	3.01

资料来源：公司提供

2016 年，航运市场处于近年来最低谷，国际集装箱运输需求减弱，加之同年 9 月份韩进船运公司破产，Seaco SRL 一次性计提坏账损益（截至 2018 年末，涉及韩进船运公司的集装箱复原率为 93.2%），2016 年 GSC 整体集装箱平均利用率处于近几年最低水平。2017~2018 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、全球经济增长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年来的最高水平，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%。2019 年以来，GSC 自有及管理的集装箱有所增加，6 月末为 386.48 万 CEU，构成上变化不大，仍以干货集装箱和冷藏集装箱为主，出租率较 2018 年全年水平有所下降，干货集装箱和冷藏集装箱平均出租率分别为 94.80%和 97.30%。

表 4 GSC 集装箱业务情况表（单位：CEU、%）

种类	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~6 月	
	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率
干货集装箱	1,704,504	92.00	1,681,996	97.30	1,648,155	97.10	1,649,520	94.80
冷藏集装箱	1,531,684	95.00	1,259,208	96.70	1,497,075	97.80	1,526,259	97.30
罐式集装箱	516,719	86.10	402,344	86.20	428,731	90.30	431,917	89.30
特种集装箱	277,404	85.70	205,340	89.40	246,757	91.20	257,099	90.90
合计	4,030,311	--	3,548,888	--	3,820,718	--	3,864,795	--

资料来源：公司提供

注：统计口径为自有及管理合计

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，并且近年来出租率回升至较高水平。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

公司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）开展²。

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，随着公司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，公司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。

近年来，随着融资环境的变化，公司境内租赁业务规模有较大波动，其中 2017 年末较年初增长 7.99%至 664.61 亿元，2018 年以来，由于融资环境紧张，另外外部信用风险攀升，公司境内业务规模有所收缩，截至 2018 年末，公司境内租赁资产余额 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，2016~2017 年均在 50%以上，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 5 近年来境内租赁资产行业分布情况（单位：亿元、%）

行业分布	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通	335.20	54.47	354.74	53.38	232.59	46.29	30.25	13.21
飞机	122.53	19.91	142.96	21.51	144.81	28.82	139.46	60.89
机械设备	99.45	16.16	121.10	18.22	82.96	16.51	19.82	8.65
商业物业	56.19	9.13	45.02	6.77	40.88	8.13	39.51	17.25
集装箱	2.08	0.34	0.78	0.12	1.25	0.25	--	--
合计	615.44	100.00	664.61	100.00	502.49	100.00	229.04	100.00

资料来源：公司提供

2019 年以来，随着皖江金租不再纳入合并范围，2019 年 6 月末，公司境内租赁资产规模进一步下降，为 229.04 亿元，较年初大幅下降 54.42%；从行业分布来看，飞机超过了基础设施等成为了第一大投向行业，占比为 60.89%。

总体看，公司境内租赁业务随着融资环境的变化有较大波动，并且随着信用风险攀升公司主动收缩规模，2018 年以来租赁资产规模出现下降，行业集中度较高；并且随着皖江金租的股权转让，公司合并口径的境内租赁资产规模进一步下降，投向以飞机为主。

4. 租赁资产质量

近年来，外部信用风险攀升，公司合并口径租赁资产质量有所下滑，尤其 2018 年以来不良资产规模增幅较大，年末增至 32.49 亿元。2016~2017 年，公司合并口径不良资产余额以皖江金租的不良资产为主，但 2018 年以来，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。公司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 年末计提金额为 23.06 亿元，其中境内部分计提金额为 13.67 亿元，境外部分 9.39 亿元，计提比例一般。2019 年以来，随着剥离皖江金租，不良资产余额有所下降，6 月末公司不良资产余额为 26.31 亿元，计提金额为 21.71 亿元，仍然无法全部覆盖不良资产。

²由于皖江金租的股权于 2019 年才正式转让完毕，此部分的分析中，2016~2018 年均包含皖江金租，但 2019 年 6 月末数据不含。

表 6 近年来公司租赁资产质量（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
租赁资产余额	1,661.46	2,333.68	2,183.06	1,969.02
不良资产余额	8.35	8.24	32.49	26.31
其中：皖江金租不良资产余额	5.90	7.36	7.24	--
资产减值及坏账准备	11.08	12.18	23.06	21.71

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

资料来源：公司提供

总体看，公司不良资产整体呈增长趋势，尤其是 2018 年增幅较大，大多分布在境内，并且计提比例一般。后续仍需继续关注资产质量下行的风险。

5. 重大事项

公司于 2019 年 7 月 30 日召开了 2019 年第四次临时董事会，会议审议通过了公司非公开发行不超过 5,000 万股（含 5,000 万股）优先股的相关议案。2019 年 8 月 28 日，公司收到了中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》（192264 号），中国证监会依法对公司提交的《公司非公开发行优先股核准》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，决定对该行政许可申请予以受理。

若本次发行成功，公司的资本实力将进一步增强，有助于进一步降低杠杆水平。但此事项仍需中国证监会进一步审核，能否获准尚存在不确定性，联合评级亦将对此事项的进展保持关注。

6. 未来发展

公司根据国内外经济环境制定了最新的发展战略，主要包括以下方面：突出租赁主业，逐步剥离非主业资产，加强对现有租赁资产的整合提升；提升租赁业务服务中国实体经济能力；探索新型业务领域和区域，助力中国产品走出去；优化资产结构、降低财务杠杆。

总体看，公司的发展规划符合公司自身定位，并根据国内外经济环境及时进行转型，未来发展效果仍有待观察。

七、风险管理分析

1. 风控架构及风控制度

公司建立了有效的风险管控体系，提高风险防范与管理水平，促进公司稳健运行和持续发展。根据《公司法》《银行业金融机构全面风险管理指引》《中央企业全面风险管理指引》《企业内部控制基本规范》等法律、法规和规范性文件的有关规定，结合公司实际情况，制定《全面风险管理办法》。公司各子公司均在公司指定的指导意见范围内自行制定各自的风险管理制度。

公司全面风险管理工作与其他管理工作紧密结合，按照管理工作的职能定位不同，全面风险管理工作形成三道防线，主要由董事会、审计委员会、审计部——合规法务部——业务部门组成。其中：业务部承担风险管理的直接责任，形成第一道防线；合规法务部承担制定政策和流程，日常监测和管理风险的责任，形成第二道防线；董事会下设的审计委员会及其下属的审计部承担业务部门和风险管理部门履责情况的审计责任，形成第三道防线。

总体看，公司风险架构层级分明，可以满足自身经营管理的需要。

2. 风险管理流程与措施

风险管理政策和程序方面，公司在法人层面对境内和境外各子公司、各附属机构、分支机构、业务部门涉及的各类风险，进行识别、计量、评估、监测、报告、控制或缓释。合规法务部每年一季度开展风险评估工作。风险控制部编写风险评估报告，内容包括：工作基本情况、评估过程与方法、风险分析与评价结论、重大风险分析与应对等。各职能部门、各业务单位根据风险评估报告管理相关重大风险。在风险应对策略方面，公司对不同风险可分别采取风险规避、风险控制、风险转移和风险接受的不同策略或策略组合。各职能部门、业务单位结合风险承受度，权衡收益与成本，制订具体的风险应对措施。

风险监控方面，公司合规法务部根据公司风险偏好，确定重大风险度量指标及风险承受度，建立预警指标体系，预警内容包括风险指标的现状；风险指标的变化趋势及对公司的影响；风险管理的效率和效果。各职能部门、各业务单位对其管理的重大风险及相关风险指标进行持续的日常监控。对风险监控结果进行分析评价，包括风险变化的原因、潜在影响、变化趋势等，并将监控及分析结果汇总提交合规法务部。

公司已建立风险与危机处理机制，公司制定了《渤海租赁股份有限公司风险应急处理管理办法》，在风险事件发生后，应对风险事件进行应急处理。

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，考虑到近年来公司境内业务资产质量有所下降，还需关注其风险控制的有效性。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016~2018 年度审计报告及 2019 年半年度财务数据，2016 年度审计报告均由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见，2017~2018 年由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见，2019 年半年度数据未经审计，但经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审阅。

财政部于 2017 年修订发布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期会计》《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（上述四项准则以下简称“新金融工具准则”）。要求在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报告的企业，自 2018 年 1 月 1 日起施行，对于其他境内上市企业，要求自 2019 年 1 月 1 日起施行。根据上述会计准则的修订及执行期限要求，公司对原会计政策进行相应变更，并自 2019 年 1 月 1 日起开始执行新金融工具准则。根据新金融工具准则中衔接规定相关要求，公司对上年同期比较报表不进行追溯调整，对 2019 年年初留存收益与财务报表相关项目金额进行调整。

2017 年将 C2 纳入合并范围且天津航空金融服务有限公司不再纳入合并范围。2018 年以来，公司没有出现重大合并范围变动，但由于 2018 年 12 月 31 日，公司已经签署了具有法律约束力的转让协议，将皖江租赁资产负债划分为持有待售类别，并且皖江金租于 2019 年 1 月 8 日起不再纳入合并范围。皖江金租资产规模大约为公司合并口径的 10%，对公司财务报表的可比性会产生一定的影响，但影响程度有限。总体看公司财务数据可比性一般。

截至 2018 年末，公司资产总额 2,858.19 亿元，其中租赁资产规模 2,183.06 亿元；负债总额 2,307.26 亿元；所有者权益合计 550.93 亿元，其中，归属母公司所有者权益 357.38 亿元；2018 年，公司实现

营业收入 412.91 亿元，净利润 26.64 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 22.79 亿元；筹资活动前现金净流入 225.55 亿元，现金及现金等价物增加额-61.34 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 2,645.08 亿元，其中租赁资产规模 1,969.02 亿元；负债总额 2,099.53 亿元；所有者权益合计 545.56 亿元，其中，归属母公司所有者权益 374.57 亿元；2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 189.26 亿元，净利润 26.18 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 18.07 亿元；筹资活动前现金净流入 44.95 亿元，现金及现金等价物增加额 51.86 亿元。

2. 资产构成

随着公司经营规模扩大及合并范围的增长，2017 年公司资产快速增长，年末较年初增长 38.67%，2018 年以来由于境内租赁业务规模的下滑，资产总额有所下降，截至 2018 年末，公司资产总额 2,858.19 亿元，其中货币资金占比 3.95%，划分为持有待售的资产占比 12.78%，长期应收款占比 4.23%，固定资产占比 63.67%，其他非流动资产占比 9.52%。

表 7 公司资产构成情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
资产总额	2,166.32	3,003.94	2,858.19
其中：货币资金	193.77	265.91	112.86
长期应收款	525.97	574.12	120.82
固定资产	1,172.83	1,802.98	1,819.93
划分为持有待售的资产	34.27	25.60	365.21
其他非流动资产	30.66	155.70	272.12

资料来源：公司审计报告

注：本表及以下分析中长期应收款包含一年内到期的部分

2016~2018 年，公司货币资金有所波动，年均复合变动率为-23.68%，截至 2018 年末，公司货币资金 112.86 亿元，较年初下降 57.56%，主要系偿还部分存单质押借款以及部分抵押借款所致。截至 2018 年末，公司货币资金中受限部分合计 53.84 亿元，占比 47.70%，受限程度较高，主要为借款质押、保证金及股权转让款。

公司长期应收款以应收融资租赁款为主，另外有少量对第三方贷款。2016~2018 年，公司长期应收款波动下降，其中 2017 年末较年初增长 9.15%，主要系境内租赁资产规模扩大所致，截至 2018 年末，公司长期应收款 120.82 亿元，较年初大幅下降 78.96%，主要系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%。

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，随着租赁业务的发展及合并范围的扩大，公司固定资产净值持续增长，2016~2018 年年均复合增长 24.57%。2018 年以来租赁业务的稳步发展，同时 Avolon 拟处置飞机数量及发动机数量增长，此部分划分为持有待售的资产的综合影响，截至 2018 年底，公司固定资产价值 1,819.93 亿元，较年初变化不大，资产减值准备余额为 6.82 亿元；公司固定资产中为取得借款及发行债券而抵押的固定资产账面价值 1,516.44 亿元，占比 83.32%。

2016~2017 年公司划分为持有待售的资产规模较小，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 339.61 亿元至 365.21 亿元。

近年来公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 197.90%，主要系 Avolon 采购飞机的预付账款增长所致，截至 2018 年末公司其他非流动资产 272.12 亿元，其中预付飞机采购款 245.48 亿元，递延成本³24.15 亿元。

截至 2019 年 6 月末，随着处置资产及偿还债务，公司资产总额较年初下降 7.46%至 2,645.08 亿元；构成方面，由于皖江金租股权交割完毕以及销售了划分为持有待售的飞机资产，划分为持有待售的资产较年初下降 89.35%至 38.88 亿元，其他主要构成部分较年初未见显著变化。

从资产受限情况来看，截至 2019 年 6 月末，公司受限资产合计 1,338.87 亿元，占资产总额的 50.62%，主要用于抵质押担保融资。受限资产情况详见下表。

表 8 截至 2019 年 6 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限资产金额
货币资金	18.00
长期应收款	57.74
固定资产	1,229.95
长期股权投资	24.63
持有待售资产	8.56
合计	1,338.87

资料来源：公司半年报

总体看，公司资产规模较大，由于以货币资金偿还债务，2018 年以来出现下降态势；公司资产以租赁业务生成的资产为主，资产质量较好但受限程度较高，流动性偏弱。

3. 负债及所有者权益

负债

近年来，公司负债规模波动较大，2017 年由于业务规模的扩张，负债规模较年初大幅增长 48.12%，2018 年以来，公司为降低杠杆水平，剥离部分资产并偿还部分债务，截至 2018 年末，公司负债总额 2,307.26 亿元，较年初下降 12.93%；构成方面，短期借款占比 1.78%，长期借款（含一年内到期）占比 45.61%，应付债券（含一年内到期）占比 32.98%，划分为持有待售的负债占比 9.57%，其它非流动负债占比 4.68%。截至 2018 年末，公司划分为持有待售的负债 220.75 亿元，较年初大幅增长，主要系 Avolon 拟处置的 38 架飞机预收的承租人缴纳的维修储备金和安全保证金，以及将皖江金租的负债划分至持有待售。公司其他非流动负债主要由 Avolon 飞机租赁业务产生的维修储备金款和安全保证金款，截至 2018 年末，公司其它非流动负债 107.89 亿元，较年初下降 7.01%。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
负债总额	1,788.95	2,649.81	2,307.26
短期债务	432.40	573.66	250.77
长期债务	1,207.13	1,792.74	1,603.56
全部债务	1,639.53	2,366.40	1,854.33
资产负债率	82.58	88.21	80.72
全部债务资本化比率	81.29	86.98	77.09

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

³ 主要为 Avolon 因购买带租约的飞机，购买价格高于公允价值且该部分差额由高于市场价值的未来租赁收款额补偿，因此需要递延的部分。

有息债务方面，规模与负债规模变动趋势一致，2018 年以来，随着偿还部分债务，债务规模有所下降，截至 2018 年末公司有息债务 1,854.33 亿元，较年初下降 21.64%，从构成来看，长期债务占比较大且占比逐年提升，截至 2018 年末占比 86.48%，较年初提升 10.72 个百分点，短期债务 250.77 亿元，规模及占比均较年初有所下降，债务结构得到优化。截至 2019 年 6 月末，公司全部债务 1,876.03 亿元，较年初小幅增长 1.17%，增长主要来自于境外子公司；从期限分布来看，各年度到期金额分布较为均匀，债务结构合理。

表 10 截至 2019 年 6 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年以内	207.24	11.05
1~2 年	181.56	9.68
2~3 年	219.99	11.73
3~4 年	437.78	23.34
4~5 年	289.70	15.44
5 年以上	539.76	28.77
合计	1,876.03	100.00

资料来源：公司提供

2019 年以来由于剥离了皖江金租，负债水平有所下降，截至 6 月末公司负债总额较年初下降 9.00%至 2,099.53 亿元，债务规模小幅增长（截至 2018 年末由于拟出售资产已划分至持有待售，相关有息负债未算在公司合并口径全部债务内），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 79.37%和 77.47%，较年初变动不大。

总体看，近年来公司负债规模有所波动，2018 年以来有显著下降，债务负担有所减轻，结合行业来看属正常水平，债务结构较为合理，期限分布较为均匀。

所有者权益

近年来公司归属母公司所有者权益的增长主要依靠利润留存，2016~2018 年年均复合增长 7.12%。截至 2018 年末，公司归属母公司所有者权益合计 357.38 亿元，较年初增长 12.96%，其中，主要由股本（占比 17.31%）、资本公积（占比 48.75%）、其他综合收益（占比 5.03%）和未分配利润（占比 27.11%）等构成，资本公积主要由股本溢价构成，公司归属母公司所有者权益稳定性较好。2018 年以来，由于出售了 Avolon 部分股权，因此少数股东权益大幅增加，截至 2018 年末，公司少数股东权益 193.55 亿元，较年初大幅增长 412.52%，受此影响，公司所有者权益较年初大幅增长 55.57%至 550.93 亿元。截至 2019 年 6 月末，受皖江金租股权转让的影响，少数股东权益下降，公司所有者权益亦下降 0.98%至 545.56 亿元，归属母公司所有者权益较年初增长 4.81%至 374.57 亿元，主要系利润留存增加所致，2018 年利润分配方案为不派发现金红利，不送红股。

总体看，近年来，随着利润留存，公司归属母公司所有者权益规模较为稳定，整体呈增长态势且稳定性较好；少数股东权益由于出售 Avolon 部分股权大幅增长。

4. 盈利能力

近年来，公司境外租赁业务发展态势较好，受益于此，营业收入持续增长，2016~2018 年年均复合增长 30.47%。随着业务规模的扩大，营业成本随之增长，近三年年均复合增长 30.53%。从期间费用来看，由于 2017 年以来融资规模扩大，2018 年融资成本攀升，财务费用大幅增长，因此期间费用年均复合增长 46.47%，增幅高于收入增幅。另外，2018 年公司资产减值损失 19.72 亿元，主要系资

产质量的下降导致的应收融资租赁款坏账准备和固定资产减值准备增长所致。2018 年，由于公司处置可供出售金融资产（主要为持有的非租赁主业股权），因此当年投资收益规模较大，为 6.70 亿元，但此项投资收益不具有持续性。受以上因素影响，近年来公司净利润变动与收入有所差异，2016~2018 年分别为 28.41 亿元、31.56 亿元和 26.64 亿元。

表 11 公司各项盈利指标情况（单位：亿元、%）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	242.58	359.34	412.91
营业成本	153.65	211.52	261.78
期间费用	52.69	101.05	113.02
资产减值损失	9.44	8.99	19.72
净利润	28.41	31.56	26.64
总资产收益率	1.63	1.22	0.91
净资产收益率	8.09	8.63	5.89

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

注：净资产收益率计算公式与公司年报披露口径有差异，本报告数据计算公式详见附表

从各项盈利指标来看，公司总资产收益率逐年下滑，分别为 1.63%、1.22%和 0.91%，2017 年由于公司杠杆水平增长，净资产收益率有所增加，为 8.63%；2018 年以来由于净利润规模的下滑，净资产收益率降至 5.89%。

2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 189.26 亿元，同比下降 4.75%，主要系合并范围缩小所致；净利润 26.18 亿元，同比大幅增长 87.64%，主要系公司处置子公司皖江金租及联讯证券股权获得收益增长所致。同期盈利指标亦有所提高，总资产收益率和净资产收益率分别为 0.95%和 4.77%（未年化）。

总体看，随着租赁业务的发展，公司收入持续增长，但利润实现情况有所下滑，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，随着公司重大资产重组后，租赁项目投放的金额总体呈增长趋势，故租金回收有所增加，2016~2018 年销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长 19.15%；与此同时公司经营支出持续增长，现金流出年均复合增长 12.11%，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 139.45 亿元、210.23 亿元和 204.35 亿元，公司经营活动产生的现金净流入规模较大。

从投资活动来看，近年来，公司购入固定资产规模较大且并购活动频繁，2016~2017 年投资活动现金流持续呈净流出态势，分别为-555.85 亿元和-850.91 亿元。2018 年以来公司暂停了并购活动并处置部分子公司股权，投资活动现金流由大规模净流出转为净流入状态，为 21.20 亿元。

从筹资活动来看，公司通过银行借款、发行债券、股权融资等多种方式筹集资金，以满足公司投资需求，2016~2017 年筹资活动保持净流入状态，分别为 259.19 亿元和 656.42 亿元。2018 年以来，公司为降低财务杠杆，缩减了融资规模，筹资活动现金流入 879.32 亿元，同比下降 50.65%，并且兑付了较大规模的债务，筹资活动现金净流出 288.58 亿元。

表 12 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
经营性现金流量净额	139.45	210.23	204.35	90.42
投资性现金流量净额	-555.85	-850.91	21.20	-45.47
筹资性现金流量净额	259.19	656.42	-288.58	6.65
现金及现金等价物净增加额	-152.68	24.77	-61.34	51.86
期末现金及现金等价物余额	100.02	124.79	63.45	115.31

资料来源：公司财务报告

2019 年 1~6 月，公司经营现金流仍为净流入状态，为 90.42 亿元，融资规模继续下降，筹资活动流入 429.19 亿元，同比下降 13.29%，另外仍有 372.00 亿元的债务偿付和 45.68 亿元的分配股利、利润或偿付利息等现金流出，筹资活动现金流净流入 6.65 亿元。

总体看，公司作为上市公司，融资渠道较为畅通；公司经营活动保持较大规模的净流入；投资活动资金需求较大，但 2018 年公司为降低财务杠杆暂停并购活动并出售部分股权，因此投资活动金流转为净流入状态；公司筹资活动规模较大但 2018 年以来大幅收缩，并且偿还了大规模债务。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2017 年由于短期债务规模的增加，流动比率有所下降，截至 2017 年末为 0.74 倍，2018 年公司计划出售资产，划分为持有待售的资产增加，同时偿还了部分债务，因此流动比率指标有所改善，2018 年末为 1.00 倍。筹资前现金方面，2016~2017 年筹资前现金呈净流出状态，2018 年公司暂停了并购活动，投资活动现金支出明显下降，筹资前现金流转为净流入，对期末流动负债和当年利息支出的保障倍数分别为 0.41 倍和 1.96 倍，对短期内现金支出的保障程度一般，但对利息的保障程度较好。

长期偿债能力方面，随着经营规模的扩大及利息支出的增长，公司 EBITDA 整体呈增长趋势，年均复合增长率为 28.37%，其中 2017 年同比增长 66.23%。2018 年公司 EBITDA 为 231.83 亿元，较上年变化不大，构成以折旧、利息支出和利润总额为主，分别占比 38.00%、49.53%和 11.65%；EBITDA 利息倍数有所下降，近三年分别为 2.45 倍、2.23 倍和 2.02 倍，盈利对利息支出的保障程度较好；EBITDA 全部债务比小幅增长，近三年分别为 0.09 倍、0.10 倍和 0.13 倍，公司盈利对债务的覆盖倍数较低。

表 13 公司各项偿债指标情况（单位：亿元、倍）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
流动比率	0.92	0.74	1.00
筹资前现金流动负债比	-0.86	-0.97	0.41
筹资前现金流利息保障倍数	-7.26	-6.12	1.96
EBITDA	140.68	233.84	231.83
EBITDA 利息倍数	2.45	2.23	2.02
EBITDA 全部债务比	0.09	0.10	0.13

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2019 年 6 月末，公司对外担保金额为 21.70 亿元，被担保人为海南航空控股股份有限公司。

截至 2019 年 6 月底，公司共获境内、外银行授信总额 2,504.07 亿元，剩余未使用额度 362.01 亿元，公司间接融资能力较强；另外，公司作为上市公司，直接融资能力较强。

根据中国人民银行征信中心出具的企业征信报告显示，截至 2019 年 9 月 17 日，公司已结清信

贷业务中曾有过 6 次欠息记录，均在 2009 年及之前结清，未结清业务中均为正常类。

总体看，公司短期偿债指标表现一般，盈利对债务的覆盖倍数较低，但对于利息的覆盖程度仍然较好。考虑到公司作为规模较大的上市租赁公司，资本实力雄厚，盈利能力尚可，公司整体偿债能力极强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月末，公司全部债务合计为 1,876.03 亿元，本次拟发行公司债券规模为不超过（含）20 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较小，债务负担增加不大。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 20 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅增加至为 79.53% 和 77.66%，债务负担水平影响不大。考虑到公司发行债券募集资金部分用于偿还借款，因此发行后债务负担略轻于以上测算数据。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担增加不大。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，2018 年筹资前现金流为 225.55 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 11.28 倍，对本期债券覆盖程度较高；2018 年公司 EBITDA 为 231.83 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 11.59 倍，公司盈利规模对本期债券的覆盖程度较高。

总体看，公司现有现金流和盈利对本期债券的保障能力较好，并且期限较长的公司债券有利于公司负债结构的改善，有利于公司业务规模的发展，并考虑到公司作为上市公司，直接及间接融资能力强，公司对本期债券的偿付能力极强。

十、综合评价

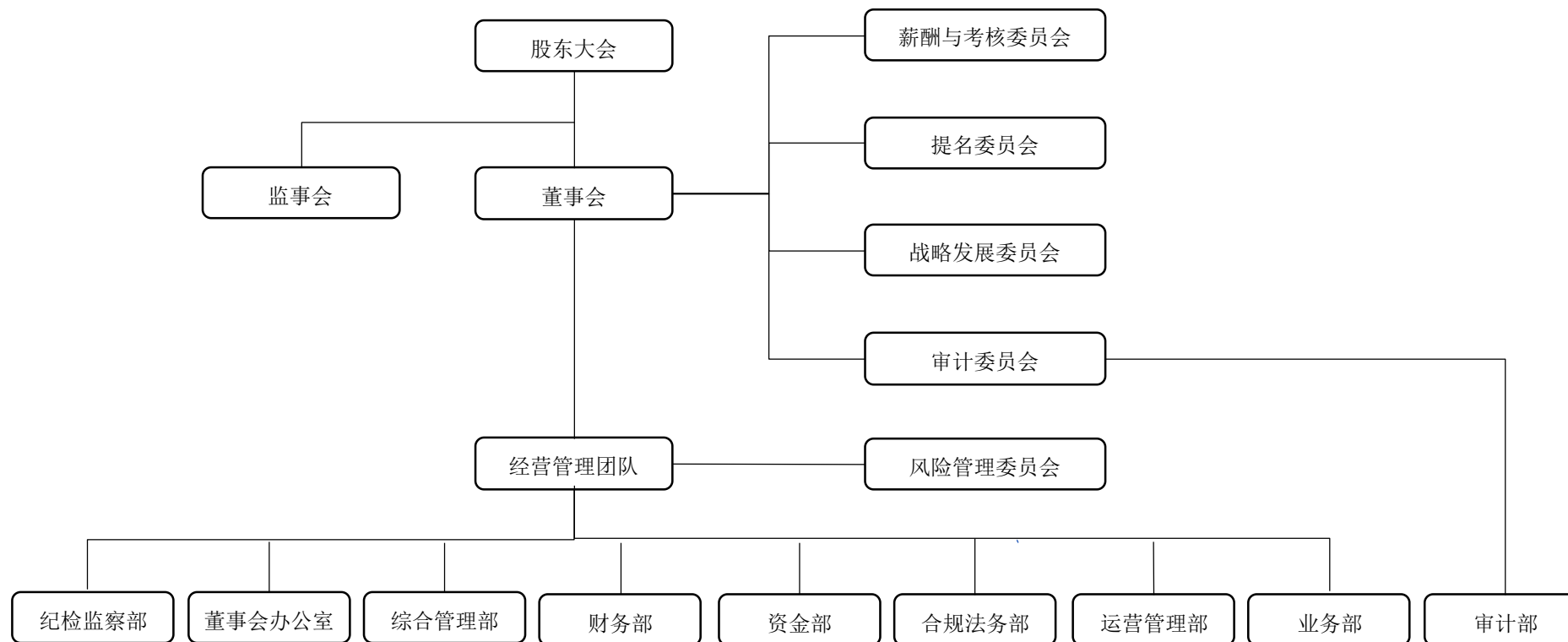
公司作为目前国内规模较大的上市租赁公司，业务规模排名行业前列，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面具有很强的竞争力；2018 年以来公司突出租赁主业，剥离非主业资产，并主动降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取得一定成效，债务规模和杠杆率均有所回落。

同时，联合评级也关注到，随着外部信用风险攀升，境内租赁资产质量有所下降；并且海航资本质押公司的股权比例高，并且近期已出现被动减持公司股份的现象，需关注公司股权结构的稳定性；海航集团负面舆情对公司对外融资等方面产生了一定的不利影响。

中国融资租赁业市场渗透率远低于发达国家，市场发展空间较大；同时，目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，未来公司或将继续保持经营优势，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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 渤海租赁股份有限公司 组织结构图



附件 2 渤海租赁股份有限公司 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	2,166.32	3,003.94	2,858.19	2,645.08
所有者权益（亿元）	377.37	354.14	550.93	545.56
短期债务（亿元）	432.40	573.66	250.77	207.24
长期债务（亿元）	1,207.13	1,792.74	1,603.56	1,668.79
全部债务（亿元）	1,639.53	2,366.40	1,854.33	1,876.03
营业收入（亿元）	242.58	359.34	412.91	189.26
净利润（亿元）	28.41	31.56	26.64	26.18
总资产收益率（%）	1.63	1.22	0.91	0.95
净资产收益率（%）	8.09	8.63	5.89	4.77
资产负债率（%）	82.58	88.21	80.72	79.37
全部债务资本化比率（%）	81.29	86.98	77.09	77.47
长期债务资本化比率（%）	76.83	83.50	74.43	75.36
流动比率（倍）	0.92	0.74	1.00	0.93
筹资前现金流动负债比（倍）	-0.86	-0.97	0.41	0.17
筹资前现金流利息保障倍数（倍）	-7.26	-6.12	1.96	0.93
EBITDA（亿元）	140.68	233.84	231.83	125.64
EBITDA 利息倍数（倍）	2.45	2.23	2.02	2.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.13	0.07
EBITDA/本次发债额度（倍）	7.03	7.79	7.73	6.28

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
年均增长率	$[(\text{本期/前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
逾期率	逾期金额/融资租赁资产余额 $\times 100\%$
不良率	不良融资租赁资产余额/融资租赁资产余额
拨备覆盖率	融资租赁资产损失准备余额/不良融资租赁资产余额 $\times 100\%$;
融资租赁资产拨备率	融资租赁资产损失准备余额/融资租赁资产余额 $\times 100\%$
单一客户融资集中度	最大单一客户融资余额/净资产 $\times 100\%$
最大十家客户融资集中度	最大十家客户融资余额/净资产 $\times 100\%$
净利息差	融资租赁业务收入/[(期初应收融资租赁款余额+期末应收融资租赁款余额)/2] $\times 100\%$ -利息支出/[(期初全部债务+期末全部债务)/2] $\times 100\%$
总资产收益率	净利润/[(期初总资产+期末总资产)/2] $\times 100\%$
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2] $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总计 $\times 100\%$
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+所有者权益) $\times 100\%$
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+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券+其他流动负债科目中有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+其他非流动负债科目中有息债务
全部债务	短期债务+长期债务
流动比率	流动资产/流动负债
筹资前现金流动负债比	(经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/期末流动负债
筹资前现金利息保障倍数	(经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/利息支出
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务比

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 渤海租赁股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 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（期）债券存续期内，在每年渤海租赁股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

渤海租赁股份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。渤海租赁股份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渤海租赁股份有限公司的相关状况，如发现渤海租赁股份有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如渤海租赁股份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，可公布信用等级暂时失效，直至渤海租赁股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送渤海租赁股份有限公司、监管部门等。

