

跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]559 号

渤海金控投资股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”进行跟踪评级，确定：

渤海金控投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

渤海金控投资股份有限公司发行的“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”债券信用等级均为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二日

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>

渤海金控投资股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

上次评级结果: AA+

跟踪评级结果: AAA

债项信用等级

评级展望: 正面

评级展望: 稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 渤租债	35 亿元	5 年	AA+	AAA	2016 年 6 月 16 日
15 渤租 01	10 亿元	5 年	AA+	AAA	2016 年 6 月 16 日
15 渤租 02	5 亿元	5 年	AA+	AAA	2016 年 6 月 16 日

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 2 日

主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,319.01	2,166.32	2,851.68
所有者权益 (亿元)	325.39	377.37	381.62
长期债务 (亿元)	624.70	1,207.13	1,826.50
全部债务 (亿元)	890.91	1,609.45	2,265.79
营业收入 (亿元)	98.26	242.58	95.01
净利润 (亿元)	17.88	28.41	5.60
经营性净现金流 (亿元)	70.14	139.45	29.24
营业利润率 (%)	48.78	36.33	28.60
净资产收益率 (%)	7.92	8.09	2.93
资产负债率 (%)	75.33	82.58	86.62
全部债务资本化率 (%)	74.25	81.01	85.59
流动比率 (倍)	1.27	0.92	2.06
EBITDA (亿元)	61.28	123.49	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.68	3.07	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.08	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.23	2.47	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成; 3、2017 年一季度数据未经审计, 相关指标未年化; 4、EBITDA/待偿本金合计为 EBITDA 与本报告跟踪债券待偿本金之和之比。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对渤海金控投资股份有限公司 (以下简称“公司”或“渤海金控”) 的跟踪评级, 反映其作为目前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, 受公司收购 Avolon 的影响, 2016 年以来业务规模和资产规模延续了近年来迅速增长的趋势, 营业收入及利润快速增长。海航集团有限公司 (以下简称“海航集团”) 盈利能力较强, 客户资源丰富, 公司作为其下属子公司, 在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了海航集团的大力支持。

2016 年 1 月, 公司收购 Avolon 100% 的股权, 2016 年 10 月通过公司及 Avolon 启动了对 CIT Group Inc. 下属飞机租赁业务的收购, 并于 2017 年 4 月完成了此次收购的股权交割, 现已跻身为全球第三大飞机租赁公司, 核心业务竞争力显著增强。

未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、供给侧改革的政策落实, 同时全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏, 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。

综上, 联合评级上调公司的主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为“稳定”; 同时上调“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内, 公司业务规模和资产规模延续了近年来迅速增长的趋势, 2016 年营业收入及利润快速提高, 保持较强盈利能力。

2. 公司作为目前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, 2016 年以来随着海外并购

及对子公司的整合，飞机租赁业务竞争力大幅提升，集装箱租赁业务在全球保持很强的竞争力。

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

关注

1. 公司海外并购较频繁且规模较大，对公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力提出了更高的要求。

2. 公司的租赁业务产生的应收账款中用于抵、质押以取得借款的占比较大，受限资产比例较大。

3. 伴随着租赁业务规模的扩张，公司债务规模增长较快债务负担较大；公司存在一定偿债压力。

4. 公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响。

分析师

张 玮

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：



一、主体概况

渤海金控投资股份有限公司（以下简称“渤海金控”或“公司”），原名渤海租赁股份有限公司，其前身为新疆汇通（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，经中国证监会证监发审字[1996]95 号和证监发审字[1996]96 号文件批准，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”。

2016 年 1 月，公司临时董事会及股东会审议通过了关于《关于变更公司名称的议案》，同意将公司中文名称由“渤海租赁股份有限公司”变更为“渤海金控投资股份有限公司”。经公司申请，并经深交所核准，自 2016 年 2 月 23 日起，公司证券简称由“渤海租赁”变更为“渤海金控”，证券代码不变。2016 年 2 月 19 日，公司收到了新疆维吾尔自治区工商行政管理局核发的加载统一社会信用代码的《营业执照》。

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 61.85 亿元，海航资本集团有限公司（原名“海航资本控股有限公司”，以下简称“海航资本”）持股占比 34.56%，为公司的控股股东，公司最终实际控制人为海南省慈航公益基金会。

图 1 截至报告出具日公司股权结构图



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 2017 年 3 月底，公司内设业务部、资产运营部、合规风控部、综合管理部、财务部、战略与创新部、金融信息服务部、审计部、董事会秘书办公室等 11 个职能部门；公司设唯一的一级全资子公司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海”）；除天津渤海本部外，公司的主要运营主体有皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”）、横琴国际融资租赁有限公司（以下简称“横琴租赁”）、香港渤海租赁资产管理有限公司（含 Global Sea Containers Ltd.（以下简称

“GSC”)和 Avolon Holdings Ltd (以下简称“Avolon”)等)。截至 2017 年 3 月末,公司正式员工 684 人。

截至 2016 年底,公司合并资产总额为 2,166.32 亿元,负债总额为 1,788.95 亿元,所有者权益合计 377.37 亿元,其中归属母公司所有者权益 311.48 亿元。2016 年,公司实现营业收入 242.58 亿元,净利润 28.41 亿元,其中归属母公司所有者的净利润 22.77 亿元;经营性净现金流 139.45 亿元,现金及现金等价物净增加额-152.68 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司合并资产总额为 2,851.68 亿元,负债总额为 2,470.06 亿元,所有者权益合计 381.62 亿元,其中归属母公司所有者权益 312.95 亿元。2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 95.01 亿元,净利润 5.60 亿元,其中归属母公司所有者的净利润 4.01 亿元;经营性净现金流 29.24 亿元,现金及现金等价物净增加额 43.60 亿元。

公司注册地址:新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市黄河路 93 号汇通大厦,法定代表人:金川。

二、债券概况

“13 渤租债”

2013 年 8 月 15 日,公司发行 35 亿元公司债券,债券票面利率:2013 年 8 月 15 日~2016 年 8 月 15 日为 6.00%,2016 年 8 月 15 日~2018 年 8 月 15 日为 6.00%+上调基点;期限为 5(3+2)年,附第 3 年末投资者回售选择权,根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售确认报表,“13 渤租债”回售数量 100,800 张,回售金额 10,080,000 元(不含利息),剩余本金 34.90 亿元。本期债券的付息日为 2014 年至 2018 年每年的 8 月 15 日,到期日和兑付日为 2018 年 8 月 15 日。本期公司债券已于 2013 年 10 月 11 日在深圳证券交易所挂牌交易,证券简称“13 渤租债”,证券代码“112188.SZ”。公司于 2014~2016 年每年 8 月 15 日均支付了 2.10 亿元利息。

“15 渤租 01”

2015 年 9 月 15 日,公司发行 10 亿元公司债券,债券票面利率:2015 年 9 月 15 日~2018 年 9 月 15 日为 4.62%,2018 年 9 月 15 日~2020 年 9 月 15 日为 4.62%+上调基点;期限为 5(3+2)年,附第 3 年末投资者回售选择权。本期债券的付息日为 2016 年至 2020 年每年的 9 月 15 日,到期日和兑付日为 2020 年 9 月 15 日。本期公司债券已于 2015 年 11 月 17 日在深圳证券交易所挂牌交易,证券简称“15 渤租 01”,证券代码“112279.SZ”。公司已于 2016 年 9 月 19 日支付利息 4,620 万元。

“15 渤租 02”

2015 年 9 月 22 日,公司发行 5 亿元公司债券,债券票面利率:2015 年 9 月 22 日~2018 年 9 月 22 日为 4.50%,2018 年 9 月 22 日~2020 年 9 月 22 日为 4.50%+上调基点;期限为 5(3+2)年,附第 3 年末投资者回售选择权。本期债券的付息日为 2016 年至 2020 年每年的 9 月 22 日,到期日和兑付日为 2020 年 9 月 22 日。本期公司债券已于 2015 年 11 月 17 日在深圳证券交易所挂牌交易,证券简称“15 渤租 02”,证券代码“112284.SZ”。公司已于 2016 年 9 月 22 日支付利息 2,250 万元。

根据公司年报披露,上述公司债券的募集资金扣除发行费用后用于补充营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。截至目前,募集资金已全部按照规定使用完毕。

三、行业分析

融资租赁行业增速放缓，盈利能力有望提升，但渗透率仍然不高，未来发展前景广阔

2016 年，融资租赁行业继续保持增长势头。截至 2016 年末，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 7,136 家，比年初的 4,508 家增加 2,612 家，增长了 58.30%。从业务发展情况看，截至 2016 年末，全国融资租赁合同余额约 5.33 万亿元人民币，比 2015 年末的 4.44 万亿元增加 0.89 万亿元，增长幅度为 20.04%。在盈利方面，由于 2016 年以来利率水平保持稳定，行业内发行债券及资产证券化产品规模持续增加，融资成本较传统的融资渠道（银行借款）大大降低，选取 24 家近年来有发债历史的企业以反映行业的盈利水平情况，2016 年 1~6 月以上样本公司的加权平均 ROE 为 10.95%（年化后），全年有望超过 2015 年的 ROE 水平。

从社会融资渠道选择上来看，使用“当期合同增加额/当期社会融资增加额”反应租赁形式对全社会融资的贡献度，2016 年全年社会融资规模增量为 17.80 万亿元，其中融资租赁合同增量占比为 5.00%，渗透率仍然较低，未来发展前景广阔。

政策支持引导行业健康发展，但受宏观经济下行影响，违约风险提升，监管仍有待完善

2016 年国务院在《推进普惠金融发展规划（2016~2020 年）》中明确鼓励金融租赁和融资租赁公司更好地满足小微企业和涉农企业设备投入与技术改造的融资需求，进一步引导行业健康发展。

随着宏观经济持续低迷，各项融资渠道的违约风险持续上升，对于融资租赁企业的不良资产率和逾期率等均需保持关注。融资租赁行业尤其是非金融租赁公司监管尚不规范，对于杠杆率和不良资产率的监管情况仍有待完善。

总体看，融资租赁行业平稳持续发展，随着融资手段的拓宽和成本的降低，盈利能力有望提升。近年来宏观经济下行情况下，尤其中小民营企业经营风险上升，以中小企业为主要客户的融资租赁企业的资产质量下行压力及租金回收风险等问题值得关注。

四、管理和内控分析

管理人员变动方面

2016 年以来，公司董事、监事及高级管理人员的变动情况如下：2016 年第二次临时股东大会（2016 年 2 月 1 日）：监事会主席任正茂先生辞去监事会主席职务，孙志坤先生任职监事会主席；2015 年年度股东大会（2016 年 5 月 9 日）：董事杨士彪先生辞去董事职务，李军文先生任职公司董事；独立董事高世星先生辞去独立董事职务，庄起善先生任职公司独立董事；独立董事黎晓宽先生辞去独立董事职务，马春华先生任职公司独立董事；2016 年第八次临时董事会（2016 年 8 月 5 日）：财务总监（首席财务官）童志胜先生因工作变动原因申请辞去财务总监（首席财务官）职务，郭占刚先生任职公司财务总监（首席财务官）；第八届董事会第八次会议（2016 年 8 月 29 日）：董事长汤亮先生辞去董事长职务，金川先生任职公司董事长；原副董事长李铁民申请辞去董事职务、原监事会主席孙志坤申请辞去监事职务，公司于 2016 年 12 月 23 日召开 2016 年第九次临时股东大会，选举金平担任公司董事，选举成小云担任公司监事。原副总经理（首席风险官）王文峰申请辞去副总经理（首席风险官）职务，公司于 2016 年 12 月 23 日召开 2016 年第十六次临时董事会会议，选举金平担任第八届董事会副董事长，并聘任白晓宇任副总经理（首席风险官）。同日，公司召开第八届监事会第十三次会议，选举成小云先生担任第八届监事会主席。2017 年第一次临时股东大会（2017 年 2 月 10 日）：董事吕广伟先生辞去董事职务，闻安民先生任职公

司董事。2017 年 5 月 11 日，董事汤亮先生辞去董事职务。

公司最近一年董事、监事及高级管理人员变动较大，新任职员工中公司原有员工占比不大，人员稳定性一般，但不影响公司的正常运营。

境外子公司管理方面

近年来，公司海外并购活动较为频繁，对于公司的子公司管理及整合能力提出了更高的要求。总体来看，海外子公司具有较高的运营独立性，公司对其管理主要表现在以下两个方面：运营管理方面，公司对境外子公司主要通过董事会进行管控，董事人选均由公司派驻，将部分管理团队人员纳入董事会，同时公司派驻主要的财务管理人员。在业务上以原团队的经验策略为主，对日常经营不进行干涉。境外子公司每年定期召开至少四次董事会对其年度经营任务、三至五年规划、重大事项进行审议和批准，下达年度经营目标并进行考核跟踪。财务和风险管控方面，公司各部门每月收集境外公司风险管理月报，运营数据等，进行运营和风险指标监控。此外，内部审计与外部审计相结合，同时进行季度审阅，保障财务质量和运营安全。

2016 年以来，公司对海外子公司进行了整合。2016 年完成对 Avolon 的收购后，公司将原 HKAC 并入 Avolon 进行整合，通过将两个管理团队合并为一个管理团队，精简人员和组织架构、整合公司法律结构、统一运营系统和 IT 系统、合并财务报告、统一飞机采购、强化飞机处置功能，大大提升了公司在飞机租赁及销售的行业竞争力。2016 年，公司通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 的整合，通过将两个管理团队合并为一个管理团队、精简人员队伍、合并办公场所、统一财务系统、统一管理模式实现了集装箱租赁业务的统一采购、统一运营和统一管理，节省了公司的运营成本，规模效应和协同效应逐步显现。

总体看，2016 年公司管理层发生了较大的变化，总体人员稳定性一般，但不影响公司整体运营；公司海外并购活动频繁，对公司的子公司的管理能力提出了更高的要求，整体看来境外子公司的运营独立性较强，公司主要通过董事会及财务、风险指标对境外子公司进行管理，对海外子公司进行整合后，有助于提升行业竞争力以及降低运营成本。

五、经营分析

1. 经营概况

公司作为目前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，2016 年以来融资租赁业务发展态势较好；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，集装箱租赁业务在全球保持很强的竞争力。飞机租赁及销售业务方面，2016 年 1 月公司完成 Avolon 的收购，并将原 HKAC 并入其中进行整合，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，另外完成 CIT Group Inc.（以下简称“CIT”）持有的 C2 Aviation Capital LLC（以下简称“C2”）100%的股权交割，现已成为全球第三大飞机租赁公司。集装箱租赁业务方面，2016 年，公司通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 的整合，截至 2016 年末，GSC 持有集装箱 403 万 CEU，为全球第二大集装箱租赁服务商。

2016 年公司实现营业收入 242.58 亿元，同比大幅增长 146.86%，实现净利润 28.41 亿元，同比大幅增长 58.88%，主要系公司租赁业务规模迅速扩大及合并范围的增加所致。公司收入主要来源于融资租赁业务、经营租赁业务和飞机销售业务，随着 Avolon 的并表，公司经营租赁收入和飞机销售收入均大幅增加，受此影响，公司收入规模及结构均有较大变化。2016 年公司融资租赁和

融资租赁咨询收入为 38.88 亿元，同比增长 27.50%，占营业收入比重为 16.03%，较上年下降 15.00 个百分点；经营租赁收入为 115.72 亿元，同比增长 102.37%，占营业收入比重为 47.71%，较上年下降 10.48 个百分点；飞机销售成为公司重要的收入来源，2016 年实现收入 79.50 亿元，同比增长 4,647.88%，占比大幅增至 32.77%。

从地区分布看，公司营业收入以海外收入为主，且占比延续了往年的增长态势。2016 年全年其他国家和地区实现营业收入 178.76 亿元，同比增长 187.57%，占营业收入比重由 2015 年的 63.26% 增加至 73.69%，中国大陆实现营业收入 63.81 亿元，同比增长 76.77%，占比为 26.39%。

从成本和毛利率水平来看，随着公司业务规模的增长，公司的营业成本也呈增长态势。2016 年，公司营业成本为 153.65 亿元，同比增长 210.40%，增幅高于营业收入增长速度；整体毛利率为 36.66%，较上年大幅下降。融资租赁和融资租赁咨询方面，由于公司 2016 年以来的融资成本下降，融资租赁业务成本有所下降，毛利率由 2015 年的 44.02% 增加至 53.49%；飞机销售方面，2016 年由于 Avolon 并入合并报表，飞机销售收入大幅增加，为 79.50 亿元，飞机销售毛利率较低，导致整体毛利率下滑明显。

表 1 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
融资租赁和融资租赁咨询	30.49	31.03	44.02	38.88	16.03	53.49
经营租赁	57.19	58.19	57.99	115.72	47.71	54.58
飞机销售	1.67	1.70	32.72	79.50	32.77	4.58
集装箱销售	5.72	5.82	8.60	4.95	2.04	1.09
其他	3.19	3.25	35.66	3.52	1.45	35.92
合计	98.26	100.00	49.62	242.58	100.00	36.66

资料来源：公司年报，联合评级整理。

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经营性租赁业务。2016 年公司合并范围产生的关联企业的租赁收入共计 11.20 亿元，其中经营租赁收入 10.05 亿元，融资租赁收入 1.15 亿元，分别占公司全年营业收入的 4.62%、4.14%、0.47%。公司关联交易额度占比较小，且主要以与关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务为主。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 95.01 亿元，较上年同期大幅增加 78.06%，主要系公司出售飞机数量增加及租赁业务规模扩大所致；实现净利润 5.60 亿元，较上年同期增加 30.09%。

总体来看，随着公司合并规模进一步扩大，业务规模进一步提高，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，2016 年以来公司租赁业务保持良好发展势头，营业收入及利润保持增长态势，同时联合评级关注到公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响。

2. 融资租赁业务

天津渤海本部

天津渤海租赁业务以市政基础设施租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及飞机租赁业务为主。

2016 年，天津渤海本部实现营业收入 17.57 亿元，利润总额 6.48 亿元；截至 2016 年末，天津渤海本部合计完成了 42 个融资租赁项目，项目合同总金额 320.26 亿元，主要包括天保道路管

网项目、武汉大桥联合租赁项目等项目。截至 2017 年 3 月末天津渤海本部主要存续项目中金额前五大项目总和为 161.09 亿元，占比 66.43%，占比较大，但主要存续项目客户为航空公司及政府机构，租赁款到期不能回收的风险较小。

表 2 截至 2017 年 3 月末天津渤海本部主要存续项目情况（单位：亿元，%）

租赁客户	金额	占比
海南航空股份有限公司	60.86	25.10
天津航空有限责任公司	33.16	13.68
天津港保税区管理委员会	19.33	7.97
天津港保税区管理委员会	20.30	8.37
武汉市人民政府城市建设基金管理办公室	12.74	5.25
长春润德实业有限公司	14.70	6.06
合计	161.09	66.43

资料来源：公司提供

从项目分布情况看，天津渤海租赁本部基础设施（包括公路道路、桥梁、管网等）租赁资产余额 57.81 亿元，占比 24.01%；飞机融资租赁资产余额 119.43 亿元，占比 49.59%；商业物业租赁资产余额 56.19 亿元，占比 23.33%；机械设备租赁资产余额 7.40 亿元，占比 3.07%。

表 3 截至 2017 年 3 月末天津渤海租赁本部租赁项目分布情况（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁	54.99	22.68
飞机租赁	125.85	51.90
商业物业租赁	54.87	22.63
机械设备租赁	6.77	2.79
合计	242.48	100.00

资料来源：公司提供

从租赁资产质量看，随着天津渤海本部业务规模的扩大，非正常类资产规模有所扩大，截至 2016 年第，天津渤海本部租赁资产 242.98 亿元，其中新增可疑类资产 1.85 亿元，占比 0.76%，正常类资产占比 99.24%。截至 2017 年 3 月底，天津渤海本部租赁资产 242.48 亿元，新增关注类资产 8.03 亿元，占比 3.31%，正常类资产占比 95.92%，占比进一步下降，相关风险需进一步关注。

表 4 天津渤海本部租赁资产信用风险分级分类情况（单位：亿元，%）

类别	2015 年底		2016 年底		2017 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
关注类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	8.03	3.31
次级类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可疑类资产	0.00	0.00	1.85	0.76	1.85	0.76
损失类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他正常类项目	171.24	100.00	241.13	99.24	232.60	95.92
合计	171.24	100.00	242.98	100.00	242.48	100.00

资料来源：公司提供

融资渠道方面，天津渤海由主要依靠单一项目贷款向全方位融资转变，融资渠道包括项目贷款、中期流动资金贷款、私募债券（PPN）、公司债券及其他直接融资工具。截至 2017 年 3 月末，

天津渤海融资渠道及占比情况如下表，其中项目贷款仍是最主要的融资方式，但占比逐渐下降，由 2015 年末的 70.20%降低为 2017 年 3 月末的 63.97%，公司债券作为第二大融资方式，占比较为稳定，保持在 20%~25%。

表 5 天津渤海融资结构情况（单位：亿元，%）

借款明细	2015 年底		2016 年底		2017 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目贷款	117.93	70.20	154.99	69.25	137.26	63.97
中期流动资金贷款	7.00	4.17	13.8	6.17	13.80	6.43
私募债券（PPN）	5	2.98	10	4.47	10.00	4.66
公司债券	38.05	22.65	45.02	20.12	45.02	20.98
其他	--	--	--	--	8.50	3.96
合计	167.98	100.00	223.81	100.00	214.58	100.00

资料来源：公司提供

总体来看，天津渤海业务规模迅速扩大，并逐步向飞机租赁业务渗透，但租赁资产中正常类占比有所下降；融资渠道仍以项目贷款为主，但占比逐渐下降。

皖江金租

皖江金租于 2015 年 11 月 24 日成功登陆新三板系统，成为国内首家在新三板挂牌的金融租赁公司。皖江金租考虑到政府加大基础设施建设上的投入，风险相对可控，同事基础资产有利于皖江金租的存量融资，市场认可度较高，因此租赁客户为以政府为主的基础设施类占比有所增加。

2016 年以来，皖江金租业务发展态势良好，截至 2016 年末，皖江金租总资产规模 388.06 亿元，较年初增长 47.78%，净资产为 58.86 亿元，较年初增长 59.00%；全年实现营业收入 24.95 亿元，同比增长 46.51%，净利润 5.06 亿元，同比增长 29.48%。随着皖江金租业务的发展，截至 2016 年末，皖江金融租赁项目合同余额 365.84 亿元，按租赁合同标的资产划分，机器设备合同金额 68.00 亿元，占比 19.06%；基础设施合同金额增长较快至 275.94 亿元，占比亦由 2015 年末的 62.10%增加至 77.33%；飞机租赁合同金额 0.95 亿元，占比 0.27%。按项目地区划分，华东地区占比最高，达到 33.08%，华中、西南、华北地区占比均超过 10%，单一地区集中度有所下降，地区集中度尚可，分布较为均匀。截止 2017 年 3 月末，皖江金租合同余额 390.15 亿元，较年初增长 9.33%，行业分布较年初变化不大，行业分布集中于基础设施行业，但区域集中度进一步降低。

表 6 皖江金租项目地区分布情况（单位：亿元，%）

地区	2015 年底		2016 年底		2017 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	140.80	55.96	135.69	38.03	129.05	33.08
华中	39.33	15.63	64.59	18.10	71.81	18.40
西南	27.32	10.86	53.99	15.13	67.35	17.26
西北	19.56	7.77	34.09	9.55	35.06	8.99
华北	16.97	6.74	43.28	12.13	60.23	15.44
华南	3.95	1.57	1.54	0.43	1.36	0.35
东北	3.68	1.46	23.67	6.63	25.30	6.48
合计	251.61	100.00	356.84	100.00	390.15	100.00

资料来源：公司提供

表 7 皖江金租合同余额行业分布情况（单位：亿元，%）

行业	2015 年底		2016 年底		2017 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机器设备	80.40	31.95	68.00	19.06	73.36	18.80
基础设施	156.26	62.10	275.94	77.33	300.90	77.12
飞机	4.55	1.81	0.95	0.27	2.01	0.52
其他	10.41	4.14	11.95	3.35	13.88	3.56
合计	251.61	100.00	356.84	100.00	390.15	100.00

资料来源：公司提供

皖江金租项目担保方式多样，主要有风险抵押金、保证金、第三方公司担保、土地和房产抵押、股权质押、个人无限连带责任等多种方式，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。随着皖江金租业务规模的扩大，租赁资产规模逐年增加，由 2015 年末的 265.45 亿元增长至 2016 年末的 390.76 亿元，增幅 47.21%，其中正常类占比 94.16%，较年初微幅增加。截至 2017 年 3 月末，皖江金租租赁资产总额 404.17 亿元，较年初小幅增长，其中正常类占比 94.31%，2017 年新增损失类资产 0.63 亿元，占比 0.16%。

表 8 皖江金融租赁资产信用风险分级分类情况（单位：亿元，%）

类别	2015 年底		2016 年底		2017 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
关注类资产	12.51	4.71	16.92	4.33	16.88	4.18
次级类资产	2.77	1.04	2.44	0.62	--	--
可疑类资产	0.36	0.13	3.47	0.89	5.49	1.36
损失类资产	--	--	--	--	0.63	0.16
其他正常类项目	249.82	94.11	367.94	94.16	381.18	94.31
合计	265.45	100.00	390.76	100.00	404.17	100.00

资料来源：公司提供

融资渠道方面，受银行信贷政策、经营历史和股东背景等因素限制，皖江金租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，皖江金租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 2016 年末，皖江金租共各类金融机构授信额度 678.02 亿元，较年初增加 186.22 亿元，已使用 238.89 亿元，间接融资渠道较为畅通；2016 年以来，皖江金租在全国银行间债券市场公开发行 30 亿元人民币金融债券，进一步拓宽了公司融资渠道；另外于 2016 年 12 月成共发行资产证券化产品，发行规模为 13.75 亿元。

总体来看，皖江金租业务发展较迅速，资产和收入规模均大幅提升，租赁资产质量尚可，正常类项目占比保持较高水平，项目区域集中度大幅下降，但行业集中于基础设施且占比有所提高，存在一定的系统性风险；融资渠道方面，间接融资渠道有所拓宽，另外新增金融债券、资产证券化等融资方式，整体融资能力较强。

横琴租赁

横琴租赁为商务部监管的中外合资租赁公司。横琴租赁业务方向上以新能源汽车租赁业务、医疗器械租赁业务为主，以高端制造业设备租赁为辅。其中，新能源业务的目标客户主要包括具有较强技术储备及较大市场份额的新能源整车生产企业、动力电池生产企业、充电设备生产企业、

公交环卫运营企业、物流运营企业和其它运营企业等；医疗行业的目标客户主要是社会声誉较高、资质良好、经营正常的医院，以及成长性良好、细分领域内市场占有率高的医疗设备厂商，高端制造业必须是国家鼓励和支持的行业，重点投向国企、上市公司和龙头民企。2015 年，横琴租赁签约数量为 6 个，签约金额 5.28 亿元；2016 年，横琴租赁签约数量为 13 个，签约金额 13.02 亿元，截至 2016 年底，横琴租赁累计签约项目 21 个，累计签约金额 20.40 亿元。目前，横琴租赁业务主要覆盖医疗、新能源汽车和传统设备等行业。

表 9 横琴租赁租赁合同签约情况（单位：个，亿元）

行业	2015 年		2016 年	
	签约数量	签约金额	签约数量	签约金额
医疗	2	1.33	1	0.30
新能源	2	2.55	8	4.67
传统设备	2	1.40	3	6.05
其他	0	0.00	1	2.00
合计	6	5.28	13	13.02

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，横琴租赁资产总额和应收融资租赁款分别为 15.36 亿元和 14.68 亿元，分别较年初增加 121.81% 和 140.49%。横琴租赁风险资产对净资产倍数处于较低水平，截至 2016 年底，横琴租赁风险资产余额为 14.77 亿元，较年初增加 141.60%，风险资产/净资产倍数由年初的 2.31 倍大幅增加至 5.21 倍，资金杠杆大幅提升。截至 2016 年底，横琴租赁的租赁资产中全部为正常类，无不良应收租赁资产。

总体看，横琴租赁业务发展较为迅速，资金杠杆大幅提升，租赁资产质量较好。

3. 飞机租赁及销售业务

因 2016 年对 Avolon 的收购，公司飞机租赁及销售规模迅速增加，与 2015 年可比性较差。2016 年公司实现飞机租赁收入 76.65 亿元，飞机销售 79.50 亿元，分别同比增加 330.94% 及 4,647.88%。

2016 年 1 月，公司顺利完成美国纽约证券交易所上市飞机租赁公司 Avolon 100% 股权交割，将原 HKAC 并入 Avolon，成为全球领先的飞机租赁公司之一，Avolon 完成股权过户后，公司即推动了 Avolon 和 HKAC 的人员和组织架构调整，剔除 HKAC 原有组织架构，原有团队重新竞聘 Avolon 相应岗位，Avolon 根据整合后业务发展需要，保留 HKAC 少数核心员工。目前公司飞机租赁和销售业务主要由 Avolon 运营。

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 5 月 3 日，该收购协议已累计交割飞机 44 架，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 月公司通过公司及 Avolon 启动了对 CIT 下属飞机租赁业务的收购，即收购 CIT 持有的 C2.100% 股权，并于 2017 年 4 月完成了此次收购的股权交割，现已成为全球第三大飞机租赁公司。

截至 2017 年 3 月末，Avolon 自有出租飞机 245 架，管理出租飞机 14 架，飞机型号主要以 A320、B737 为主。Avolon 下游主要客户为主要客户是境外各航空公司，目前已与遍布全球 30 多个国家的 50 余家航空公司合作，2016 年前五大客户的占比为 24.65%，最大单一客户占比 6.52%，集中度较为分散，目前 Avolon 飞机租赁业务无不良资产。公司当前和未来的客户主要集中在高性能低成本航空公司（简称：廉航），全世界范围内对中短途航线的需求的快速增长带动了廉航的快速发展，为快速发展的各廉航提供优质高效的飞机租赁业务是公司当前业务的发展重心。

表 10 2016 年 Avolon 飞机租赁前五大客户情况 (单位: 亿元, %)

客户名称	客户性质	收入金额	占比
公司 1	航空公司	5.00	6.52
公司 2	航空公司	4.83	6.31
公司 3	航空公司	3.73	4.87
公司 4	航空公司	2.67	3.48
公司 5	航空公司	2.66	3.47
合计	--	18.89	24.65

资料来源: 公司提供

公司飞机租赁板块资金来源主要境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品。截至 2017 年 3 月末, 公司飞机租赁板块境外银行借款余额人民币 1,102.41 亿元。公司以飞机出租获得的租金收入及飞机出售收入偿付资金使用成本和本金。

除飞机租赁业务外, 飞机销售成为公司重要的收入来源。Avolon 的管理团队拥有丰富的从业经验, 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。

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

4. 集装箱租赁服务

2016 年, 渤海金控通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 的整合, 集装箱业务信息按照 GSC 口径统一反映。截至 2016 年末, 公司下属集装箱租赁业务平台 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 合计持有集装箱 403 万 CEU, 较年初增加 54 万 CEU, 为全球第二大集装箱租赁服务商。

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, 集装箱业务小幅下滑, 公司全年实现集装箱租赁收入 42.23 亿元, 同比下降 1.38%。2016 年 GSC 整体集装箱平均利用率和平均租金均同比下降, 分别由 92.70% 和 4.13 美元/天降为 91.70% 和 3.23 美元/天, 其中集装箱干柜是数量最多的集装箱产品 (占 77.90%, 按照数量计算), 集装箱干柜平均利用率为 92.00%、平均租金为 0.80 美元/天, 均低于上年水平。

表 11 GSC 集装箱业务情况表 (单位: 个, %, 美元/天)

名称	2015 年			2016 年		
	数量	平均利用率	平均租金	数量	平均利用率	平均租金
集装箱干柜	1,037,213	95.20	0.95	1,107,361	92.00	0.80
冷藏集装箱	155,866	97.60	5.20	168,527	95.00	4.83
特种集装箱	98,023	85.50	3.82	103,573	85.70	3.47
罐式集装箱	41,929	92.50	7.65	42,099	86.10	6.72
合计	1,333,031	92.70	4.13	1,421,560	91.70	3.23

资料来源: 公司提供

注: 平均利用率及平均租金合计数为各种集装箱的平均值按数量占比加权平均计算所得。

从租赁资产质量来看, 随着租赁业务的发展以及 2016 年航运市场低迷的影响, GSC 应收融

融资租赁逾期金额有所增加,截至 2016 年末逾期金额为 1.50 亿美元,GSC 计提减值 0.75 亿美元,均较年初有所增加。

表 12 GSC 集装箱逾期情况(单位:亿美元)

逾期时间	2015 年底		2016 年底	
	原值	减值	原值	减值
30 天以内	0.51	0.00	0.56	0.09
30~90 天	0.31	0.00	0.31	0.15
90~180 天	0.06	0.00	0.13	0.09
180 天以上	0.22	0.15	0.50	0.42
合计	1.11	0.15	1.50	0.75

资料来源:公司提供

公司集装箱租赁板块资金来源主要境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品。截至 2017 年 3 月末,公司集装箱租赁板块境外银行借款余额人民币 39.67 亿美元,占资金来源比例为 90% 以上。公司以集装箱出租获得的租金收入偿付资金使用成本和本金。

总体看,GSC 在集装箱租赁领域经营上已相对成熟,竞争力很强。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。

5. 重大事项

2016 年 10 月,公司发布公司及其全资子公司收购 C2. 100%股权的提示性公告,公司拟通过下属全资子公司 Avolon 收购美国纽约证券交易所上市公司 CIT Group Inc.下属飞机租赁业务即 CIT 子公司 C2.的业务;2017 年 4 月,本次收购交易完成股权交割,公司的飞机租赁业务规模和市场占有率得到进一步提升,现已成功跻身为全球第三大飞机租赁公司。

本次收购中,海航资本为公司提供了期限不超过 1 年,金额不超过 40 亿的借款,年利率 5%,低于市场融资成本。总体看,随着公司海外并购飞机租赁资产,其业务规模将进一步扩大,核心竞争力大幅提升。

6. 未来发展

境内以区域为核心、坚持专业化发展

在境内,公司以天津渤海、皖江租赁、横琴租赁为支点进行区域布局,坚持有特色的专业化发展道路,利用规模优势继续开拓和深挖航空航运、基础设施、产业园区等优势领域业务机会;不断探索和实践创新业务领域,推动新能源环保等细分领域专业化发展。

境外深耕飞机和集装箱租赁、打造国际品牌

在境外,公司以飞机租赁、集装箱租赁为重点,坚持行业深耕发展,打造国际知名的租赁品牌。以全球第三大飞机租赁公司视野拓展市场,寻找有利时机继续扩大机队规模,提高市场占有率;推进飞机租赁公司国际投资评级工作,降低融资成本及整体债务水平。

加快创新步伐、推进多元金融产业布局

2017 年,公司将加快创新步伐,积极推动融资、投资和资产管理等领域的创新,多元金融领域战略布局的推进和深化势在必行。公司将持续关注并积极拓展与其他金融板块的合作与整合机会,将择机在境内外市场并购优质的金融板块资产,挖掘在多元金融及其他领域的发展机遇,进

一步完善公司多元金融布局，发挥各金融产业之间的协同效应，提升公司资源的优化配置。

总体看，公司定位明确，未来发展规划符合公司的自身情况，有利于公司资本规模的扩大以及综合竞争力的提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2016 年度合并财务报表和 2017 年一季度报表，年度合并财务报表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 年一季度报未经审计。2016 年 1 月公司收购了 Avolon100%的股权，并于当年纳入公司合并报表范围，Avolon 资产规模及收入贡献均较大，未进行追溯调整，因此财务数据可比性较差。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 2,166.32 亿元，负债总额为 1,788.95 亿元，所有者权益合计 377.37 亿元，其中归属母公司所有者权益 311.48 亿元。2016 年，公司实现营业收入 242.58 亿元，净利润 28.41 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 22.77 亿元；经营性净现金流 139.45 亿元，现金及现金等价物净增加额-152.68 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 2,851.68 亿元，负债总额为 2,470.06 亿元，所有者权益合计 381.62 亿元，其中归属母公司所有者权益 312.95 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 95.01 亿元，净利润 5.60 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 4.01 亿元；经营性净现金流 29.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.60 亿元。

2. 资产质量

近两年，随着公司经营规模及合并范围的增长，公司资产快速增长，截至 2016 年底，公司合并资产总额为 2,166.32 亿元，较年初大幅增长 64.24%；其中流动资产占 20.59%，非流动资产占 79.41%，公司资产构成以非流动资产为主，且占比较年初有所上升。

流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产 446.15 亿元，较年初增长 6.75%，主要系部分长期应收款距到期不足一年而转入流动资产所致。截至 2016 年底，公司流动资产以货币资金（占比 43.43%）和一年内到期的非流动资产（占比 33.81%）为主。

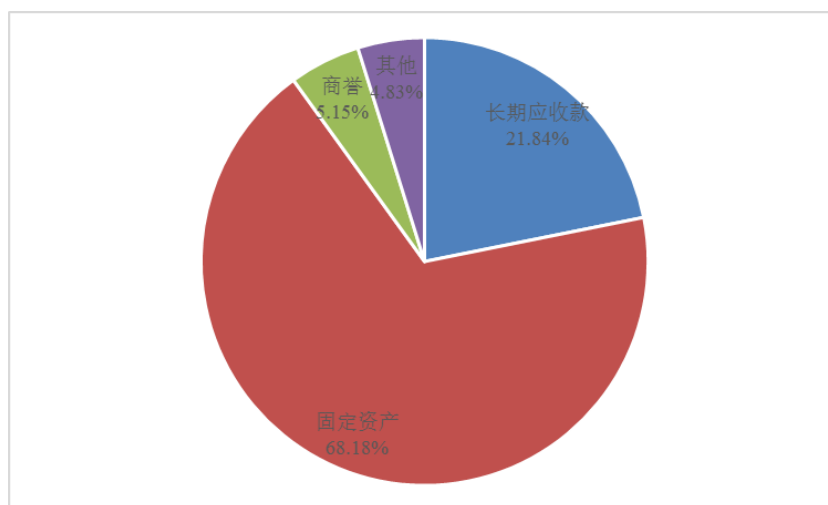
受公司并购活动频繁以及购置飞机、集装箱等固定资产的影响，公司货币资金有所下降。截至 2016 年底，公司货币资金为 193.77 亿元，较年初减少 31.38%。货币资金中，存放于境外的货币资金为 115.51 亿元，所有权受到限制的货币资金 93.75 亿元，主要为质押的资金以及保证金和存放中央银行的法定准备金以及收到的融资租赁资产证券化的本金和利息。

截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动资产 150.85 亿元，较年初增加 34.21%，主要系公司融资租赁业务发展导致对应的一年内到期的长期应收款（为应收融资租赁款）增加所致。

非流动资产

截至 2016 年末，公司非流动资产合计 1,720.17 亿元，较年初增加 90.90%，主要系长期应收款和固定资产大幅增长所致。截至 2016 年末，公司非流动资产以长期应收款（占 21.84%）、固定资产（占 68.18%）和商誉（占比 5.15%）为主。

图 2 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司 2016 年度审计报告，联合评级整理。

公司长期应收款主要为应收融资租赁款，截至 2016 年末，公司长期应收款 375.74 亿元，较年初增加 21.21%，主要系融资租赁业务发展对应的融资租赁款增加所致；前五名长期应收款客户占长期应收款总额的 23.12%，客户集中度较上年的 32.08% 有所下降；从账龄分布来看，长期应收款中，1~2 年的占比 32.15%；2~3 年的占比 25.30%；3 年以上的占 43.84%，符合公司租赁期；长期应收款共计提长期应收款坏账准备 4.93 亿元；长期应收款中用于质押借款的融资租赁余额 147.45 亿元，占比 39.24%。

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，公司固定资产净值快速增长。截至 2016 年底，公司固定资产净值 1,172.83 亿元，较年初大幅增加 145.02%；累计计提折旧 86.70 亿元，固定资产成新率 92.79%，较年初有所提高；其中为取得借款而抵押的固定资产账面价值 1,066.43 亿元，已抵押固定资产占比较大，公司飞机、集装箱及境内融资租赁的租赁物大多用来抵押获得银行借款和 ABS 等。

截至 2016 年底，公司商誉余额 88.56 亿元，较年初增加 73.58%，主要系公司 2016 年 1 月收购 Avolon 100% 股权，形成商誉 32.26 亿元所致，未计提减值。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 2,851.68 亿元，较年初增加 31.64%，主要是货币资金的大幅增加，系 2017 年以来公司经营及为筹集收购 C2 的股权资金相应筹资活动现金流入增加所致。资产总额中，其中流动资产占比 39.04%，非流动资产占比 60.96%，流动资产占比较年初有所提高，仍以非流动资产为主。

总体看，2016 年以来，由于业务规模的扩张，公司资产规模持续快速增长；公司资产以长期应收款和固定资产为主且受限程度较高，流动性一般。

3. 资金来源

负债及杠杆水平

近年来，公司租赁业务的快速发展带动公司负债规模较快速增长，截至 2016 年末公司负债总额 1,788.95 亿元，较年初增长 80.04%，其中短期借款占比 15.19%，长期借款占比 60.04%，一年内到期的非流动负债占 7.43%，应付债券（流动负债及非流动负债中的应付债券之和）占 9.12%。

公司短期借款以信用借款为主，截至 2016 年底，公司短期借款 271.79 亿元，较年初增加 39.64%，其中信用借款占比 74.47%。公司短期借款年化利率区间为 1.15%~7.31%，较上年同期略有下降。

长期借款方面，公司通过关联方担保、应收融资租赁款质押及固定资产抵押等方式取得借款规模大幅增加，截至 2016 年底，公司长期借款 1,074.06 亿元，较年初增加 88.45%，年利率区间为 0.72%~9.30%。截至 2016 年底，公司无关联方/股东借款。

截至 2016 年底，公司应付债券余额 174.00 亿元，较年初增加 139.16%，其中非流动负债部分 133.07 亿元，应付债券总额中，2017 年到期的占比 17.80%，2018 年到期的占比 23.57%，2019 年到期的占比 29.33%，2020 年及以后到期的占比 29.29%，总体看来期限分布较均匀。

截至 2016 年底，公司资产负债率为 82.58%，全部债务资本化比率为 81.01%，长期债务资本化比率为 76.18%，较年初分别增加 7.25、7.76 和 10.43 个百分点，主要系公司收购 Avolon 使得融资规模大幅增加所致，总体处于较高水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 2,470.06 亿元，较年初大幅增长 38.07%，主要系长期借款增加所致；资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 86.62%、85.59% 和 82.72%，较年初均有所上升，债务负担较重。从债务的构成来看，截至 2017 年 3 月末，公司全部债务的 2,265.79 亿元中，短期债务占比 19.39%，长期债务占比 80.61%，以长期债务为主，构成较为合理。

总体看，公司作为上市公司，融资渠道多样，2016 年收购 Avolon 导致公司融资规模大幅增加，债务负担增长明显，杠杆率较高，负债结构与租赁资产的匹配性较高。

所有者权益

2016 年以来公司所有者权益的增长主要依靠利润留存。截至 2016 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 377.37 亿元，较年初增加 15.98%，其中归属母公司所有者权益占比 82.54%。归属于母公司所有者权益中，主要由股本（占比 19.86%）、资本公积（占比 55.37%）和未分配利润（占比 18.03%）等构成，资本公积主要由股本溢价构成，公司权益稳定性较好。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 381.62 亿元，规模及构成较年初变化不大。

总体看，受公司的利润的留存的影响，公司所有者权益有所增加，稳定性较好。

4. 现金流

从经营活动现金流来看，随着公司近年来业务规模的持续增长，公司销售商品、提供劳务产生的现金流入量大幅增长，且增幅大于支出增幅，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 139.45 亿元，同比增长 98.81%，公司经营活动产生的现金净流入规模较大。考虑到公司部分业务为融资租赁业务，业务中收取的融资租赁本金占融资租赁租金较大比重，但按会计处理计入了投资活动现金流，实际上公司经营活动现金流入规模应属更大。

从投资活动来看，购入固定资产规模较大，并购活动频繁，投资活动现金流呈净流出态势，2016 年，公司投资活动现金流出规模为 1,267.73 亿元，同比增长 135.82%，现金流出规模较大，随着子公司皖江金租在同业拆借市场活动频繁，同业拆出资金增长较快，2016 年同业拆出资金流入 436.05 亿元，流出 447.55 亿元。2016 年公司投资活动现金净流出 555.85 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，筹资活动保持净流入状态，2015~2016 年分别为 447.24 亿元和 259.19 亿元。2016 年，筹资活动现金流入 989.78 亿元，同比增长 25.56%，同期偿还债务等活动使得筹资活动现金流出亦大规模增加至 730.59 亿元，同比增长 114.20%。公司投资活动所需资金较大，经营活动产生现金净流入无法满足投资需要，公司有较大的筹资需求。

表 13 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
经营性现金流量净额	70.14	139.45	29.24
投资性现金流量净额	-292.19	-555.85	-31.28
筹资性现金流量净额	447.24	259.19	46.25
现金及现金等价物净增加额	228.97	-152.68	43.60
期末现金及现金等价物余额	252.70	100.02	143.62

资料来源：公司审计报告

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流入净额 29.24 亿元，投资活动产生现金净流出 31.28 亿元，筹资活动现金净流入 46.25 亿元。

总体看，公司投资活动资金需求较大，经营活动对投资需求的保障程度弱，对外部融资依赖程度较高，考虑到租赁业务的资本中介性质，现金流情况属正常状态。

5. 资本充足性

随着公司租赁业务的持续发展，公司应收融资租赁款净额增长 24.81%；受益于 2016 年利润及合并范围的增加，截至 2016 年末，公司股东权益（含少数股东权益）较年初增加 15.98%，增幅小于应收融资租赁款增幅，资本充足率的覆盖程度由年初的 77.21%降至 71.75%。

表 14 公司资本充足情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年
股东权益	325.39	377.37
应收融资租赁款净额	421.42	525.97
资本充足率	77.21	71.75

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：资本充足率=股东权益/应收融资租赁款净额

总体看，资本充足性虽有所下降，仍然处于较好水平。

6. 盈利能力

2016 年以来，公司租赁业务发展迅猛，并且随着 Avolon 并入财务报表，收入及利润规模迅速增长。2016 年，公司实现营业收入 242.58 亿元，同比大幅增长 146.86%，飞机销售和经营性租赁对收入的贡献度大幅提高；同期实现净利润 28.41 亿元，同比大幅增长 58.88%，其中，归属于母公司的净利润为 22.77 亿元。

从利润构成看，公司利润主要来自于主营业务，营业外收入对公司利润总额形成积极影响。从营业外收入来看，公司营业外收入主要为与收益相关的地方政府补贴和税费返还，2016 年，公司营业外收入 3.09 亿元，同比增长 28.36%，在利润总额中占比 9.35%，营业外收入对利润总额有一定的贡献度。

从期间费用来看，2016 年公司期间费用总额 52.69 亿元，同比增长 102.24%，主要系财务费用大幅增加所致，期间费用中财务费用占比最大，2016 年达到 74.40%，管理费用占比 23.27%。2016 年公司财务费用 39.20 亿元，同比增长 135.35%，其中利息支出 40.19 亿元，同比增长 141.07%，主要系公司债务规模大幅增长所致，利息收入 1.33 亿元。2016 年公司费用收入比为 21.72%，较上年下降 4.79 个百分点，公司费用控制能力有所提高。

表 15 公司各项盈利指标情况（单位：%）

指标	2015 年	2016 年
总资本收益率	3.79	4.28
总资产报酬率	3.77	4.20
净资产收益率	7.92	8.09
营业利润率	48.78	36.33
费用收入比	26.51	21.72

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从各项盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率 36.33%，较上年下降 12.45 个百分点，主要系毛利率较低的飞机销售板块收入占比大幅提高所致。2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 4.28%、4.20%和 8.09%，较上年均有不同程度上升。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 95.01 亿元，较上年同期增长 78.06%；净利润 5.60 亿元，较上年同期增长 30.09%，其中归属母公司所有者的净利润 4.01 亿元。

总体看，随着租赁业务的发展及合并范围的扩大，公司收入及利润规模增长较快，公司整体盈利能力较好。

7. 偿债能力

随着部分长期应收款距到期不足一年转入流动资产，公司流动资产规模有所增长，截至 2016 年末，公司流动资产 446.15 亿元，较年初增加 6.75%；截至 2016 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 0.92 倍、0.89 倍和 0.48 倍，较年初有不同程度下降，公司短期偿债压力有所增加。长期偿债能力方面，随着经营规模的扩大，利润总额大幅增加，另外融资需求的增加导致利息支出增加，受以上因素影响，2016 年公司 EBITDA 大幅增加，为 123.49 亿元，构成以折旧、利息支出和利润总额为主，分别占比 39.22%、32.55%和 26.75%，EBITDA 利息倍数为 3.07 倍，EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，公司盈利对于利息的覆盖程度较好，但对债务的覆盖倍数较低。

截至 2017 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.06 倍、2.05 倍和 1.98 倍，分别较年初大幅提升，主要系货币资金的大幅增加所致。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额共计 8.28 亿元，全部为对海航集团有限公司的股权质押担保。

截至 2017 年 3 月底，公司共获境内金融机构授信总额 1,230.68 亿元，实际已使用额度 654.23 亿元，公司间接融资能力较强、融资渠道通畅；另外，公司作为上市公司，直接融资能力较强。

总体看，跟踪期内，公司负债规模增长较快，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。同时考虑到公司作为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，资本实力较强，盈利能力较强，公司整体偿债能力很强。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司净资产总额为 377.37 亿元，为公司“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”本金合计（50 亿元）的 7.55 倍，公司净资产对债券的覆盖程度高；净资产能够对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司净利润为 28.41 亿元，为债券本金合计（50 亿元）的 0.57

倍，公司盈利对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金净流入 139.45 亿元，为债券本金合计（50 亿元）的 2.79 倍，公司经营活动现金流入量对公司债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为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，在资本实力、业务规模和对外融资等方面具有优势，公司对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

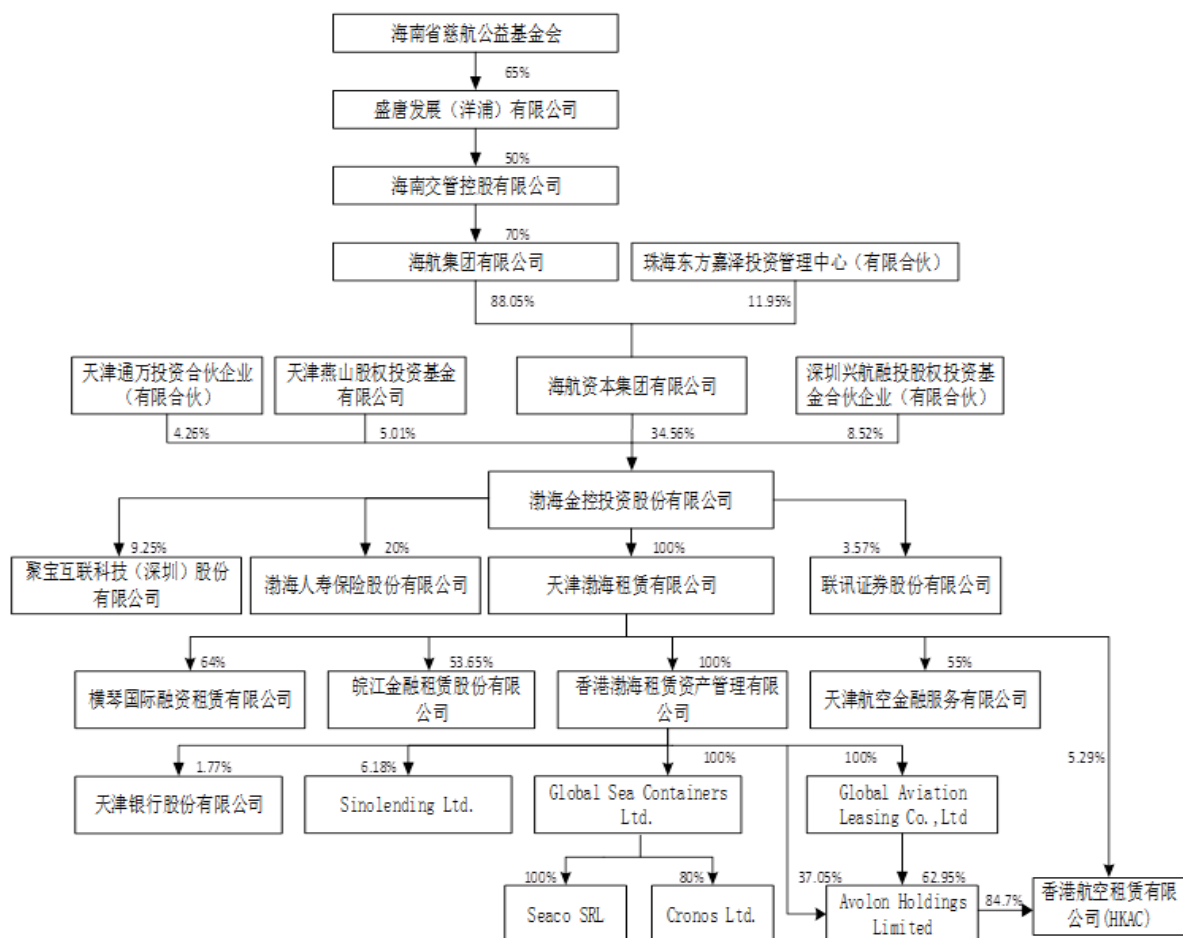
公司作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，2016 年以来业务规模和资产规模延续了近年来迅速增长的趋势，营业收入及利润快速增长。海航集团资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，在业务发展、海外并购、资金使用等方面给予了公司大力支持。

2016 年 1 月，公司收购 Avolon100%的股权，2016 年 10 月通过公司及 Avolon 启动了对 CIT Group Inc.下属飞机租赁业务的收购，并于 2017 年 4 月完成了此次收购的股权交割，现已跻身为全球第三大飞机租赁公司，核心业务竞争力显著增强。

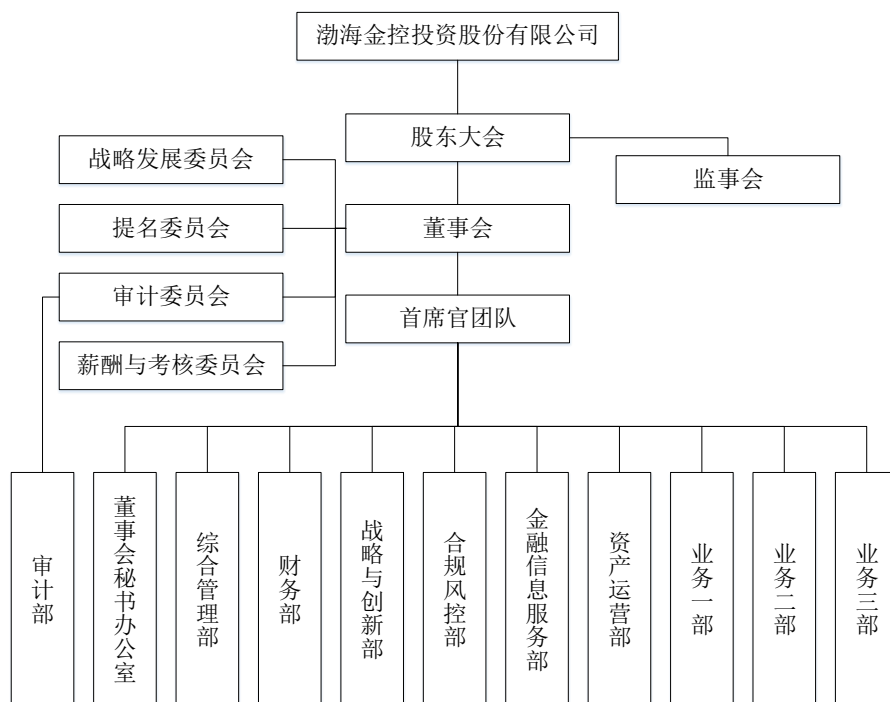
未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、供给侧改革的政策落实，同时全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时上调“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 渤海金控投资股份有限公司 股权结构图



附件 2 渤海金控投资股份有限公司 组织结构图



附件 3 渤海金控投资股份有限公司 主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,319.01	2,166.32	2,851.68
所有者权益 (亿元)	325.39	377.37	381.62
短期债务 (亿元)	266.21	402.32	439.29
长期债务 (亿元)	624.70	1,207.13	1,826.50
全部债务 (亿元)	890.91	1,609.45	2,265.79
营业收入 (亿元)	98.26	242.58	95.01
净利润 (亿元)	17.88	28.41	5.60
经营性净现金流 (亿元)	70.14	139.45	29.24
应收账款周转次数 (次)	10.11	16.45	12.92
存货周转次数 (次)	2,581.54	10,065.58	5,851.51
总资产周转次数 (次)	0.10	0.14	0.07
现金收入比率 (%)	96.74	72.58	44.53
总资本收益率 (%)	3.79	4.28	1.68
总资产报酬率 (%)	3.77	4.20	1.65
净资产收益率 (%)	7.92	8.09	2.93
营业利润率 (%)	48.78	36.33	28.60
费用收入比 (%)	26.51	21.72	19.43
资产负债率 (%)	75.33	82.58	86.62
全部债务资本化比率 (%)	73.25	81.01	85.59
长期债务资本化比率 (%)	65.75	76.18	82.72
流动比率 (倍)	1.27	0.92	2.06
速动比率 (倍)	1.26	0.89	2.05
现金短期债务比 (倍)	1.06	0.48	1.98
经营现金流流动负债比率 (%)	21.29	28.81	5.41
EBITDA (亿元)	61.28	123.49	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.68	3.07	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.08	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.23	2.47	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	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/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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+固定资产折旧+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 5 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。