

信用评级公告

联合〔2020〕5372号

联合资信评估股份有限公司通过对海航资本集团有限公司公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调海航资本集团有限公司公司主体长期信用等级为 AA-，“16海资 01”“16海资 02”信用等级为 AA-，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年十二月二十五日

海航资本集团有限公司

公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：负面

上次评级结果：AA 评级展望：负面

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 海资 01	7.03 亿元	5 年	AA	AA-	2020 年 4 月 28 日
16 海资 02	6.96 亿元	5 年	AA	AA-	2020 年 4 月 28 日

评级时间：2020 年 12 月 25 日

主要财务数据

项目	2018 年	2019 年
合并口径		
资产总额（亿元）	3,908.29	3,598.83
所有者权益（亿元）	945.09	998.62
长期债务（亿元）	1,859.50	1,850.55
全部债务（亿元）	2,545.61	2,215.82
营业收入（亿元）	444.02	419.24
净利润（亿元）	25.64	12.88
EBITDA（亿元）	242.81	233.74
经营性净现金流（亿元）	258.73	169.89
净资产收益率（%）	2.56	1.33
营业利润率（%）	39.23	40.39
资产负债率（%）	75.82	72.25
全部债务资本化比率（%）	72.93	68.93
长期债务资本化比率（%）	66.30	64.95
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	1.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.11
流动比率（倍）	1.12	1.32
速动比率（倍）	1.11	1.30
现金短期债务比（倍）	0.14	0.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	17.36	16.71
母公司口径		
资产总额（亿元）	689.60	742.08
所有者权益（亿元）	352.18	324.34
全部债务（亿元）	328.09	294.69
营业收入（亿元）	0.00	0.04
净利润（亿元）	3.00	-27.71
EBITDA（亿元）	24.61	-1.25
资产负债率（%）	48.93	56.29

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. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对海航资本集团有限公司（以下简称“公司”或“海航资本”）的跟踪评级，反映了其业务仍以租赁和信托为主；2019 年以来公司剥离非主业资产，并降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取得一定成效，合并口径债务规模和杠杆率均有所回落。

同时，联合资信关注到子公司渤海租赁资产质量承压；公司与关联方往来款项及关联方交易较多且对关联方担保规模大，存在较大的资金占用及关联方潜在风险；债务负担重；母公司口径财务费用规模很大，盈利能力很差，偿债指标表现很差且存在大规模借款逾期；公司债券利息已延期反映出公司存在流动性问题等情况。此外，公司所持有的渤海租赁股份已全部质押，并存在被动减持情况，公司面临较大追加保证金压力和继续被动减持风险，甚至影响其对渤海租赁的控制权。

公司未来发展受到股东海航集团有限公司整体战略的影响较大，股权出让、收购活动较多，未来或将处于资产出售阶段且公司流动性紧张的情况短期内难以改善。

综上，联合资信将下调公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”；同时下调“16 海资 01”和“16 海资 02”的债项信用等级为 AA-。

优势

1. 主要子公司主营业务发展稳定，租赁业务保持很强竞争力。2019 年，公司业务仍以租赁业务和信托业务为主，业务规模保持较大规模；子公司渤海租赁业务规模排名保持行业前列，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面保持了很强的竞争力。

2. 债务规模及杠杆率均有所下降。公司主动降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取

得一定成效；合并口径债务规模和杠杆率均有所回落。

关注

1. **存在较大关联方风险。**公司与关联方往来款项及关联方交易较多且对关联担保金额较大，本部应收关联方款项规模大且账龄偏长，存在较大资金占用及关联方潜在风险。

2. **受限资产占比较大，资产质量承压。**信托和租赁业务资产质量有所下降，受限资产比例较大，资产流动性偏弱，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. **母公司偿债指标表现很差且存在贷款逾期。**公司母公司口径财务费用规模很大，盈利亏损，偿债指标表现很差；本部存在大规模贷款违约情况及债券利息延期支付的情况，需关注其后续债务偿还情况及履约能力。

4. **新冠肺炎疫情对租赁业务具有不利影响；持有渤海租赁股权全部质押且存在被动减持情况。**2020 年以来新冠肺炎疫情全球性爆发及蔓延，对国际贸易及航空产业产生了较大的冲击，公司租赁业务亦收到了较大影响；此外，公司所持有的子公司渤海租赁的股份已全部质押，并且已经出现被动减持，公司面临较大追加保证金压力和继续被动减持风险，甚至影响其对渤海租赁的控制权。

分析师

陈 凝 （登记编号 R0040215040001）

张 帆 （登记编号 R0040219030002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

声 明

一、本报告引用的资料主要由海航资本集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

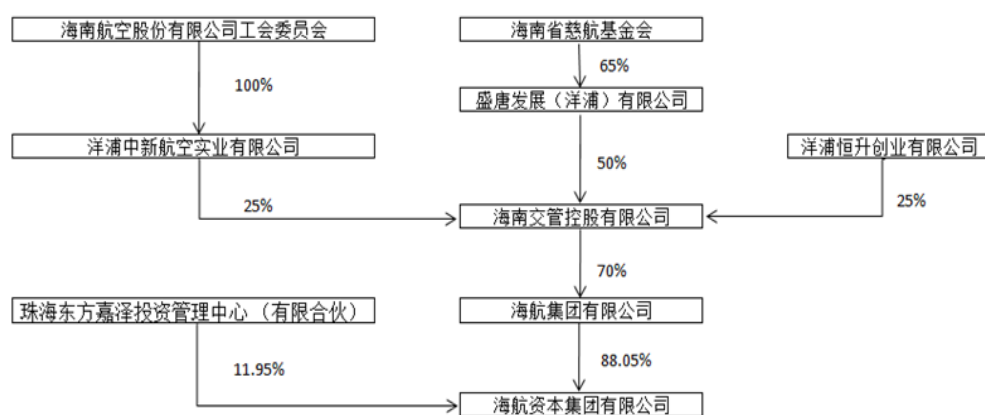


一、主体概况

海航资本集团有限公司（以下简称“公司”或“海航资本”）成立于 2007 年，由海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）出资设立，成立时的名称为海航实业控股有限公司，初始注册资本为 1.00 亿元。2011 年，公司名称变更为“海航资本控股有限公司”。2014 年，公司名称变更为现名。后续经过公司股东多次增资，截至 2019 年末，公司注册资本为 334.80 亿元，其中珠海东方嘉泽投资管理中心出资 40.00 亿元，持股 11.95%；海航集团出资 294.80 亿元，持股 88.05%，是公司的控股股东，海南省慈航基金会为公司的实际控制人，具体情况见下图。

截至 2020 年 8 月 14 日，海航集团持有公司 294.80 亿股股权。其中，281.62 亿股已质押，质押比例占其持股比例的 95.53%，质押比例较高。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围涉及企业资产重组、购并及项目策划，财务顾问中介服务，信息咨询服务，交通能源新技术、新材料的投资开发，航空器材的销售及租赁业务，建筑材料、酒店管理，游艇码头设施投资。

截至 2020 年 6 月底，公司本部设资产管理部、计划财务部、合规法务部、综合管理部共计 4 个职能部门；公司拥有纳入合并范围的子公司 22 家；公司本部拥有劳动合同员工 36 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 3,598.83 亿元，负债合计 2,600.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）998.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 394.34 亿元。2019 年，公司实现营业收入 419.24 亿元，净利润 12.88 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-19.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 169.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.01 亿元。

公司注册地址：海南省海口市海秀路 29 号；法定代表人：金川。

二、跟踪债券概况

16 海资 01

公司于 2016 年 2 月 2 日公开发行 9.92 亿元公司债券，为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率 6.00%，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券起息日为 2016

年 2 月 2 日，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 2 月 2 日，2021 年的应付利息随当年本金的兑付一起支付。本次债券于 2016 年 6 月 16 日在深圳证券交易所上市，债券简称“16 海资 01”，证券代码“112335.SZ”。本次债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于偿还公司债务、补充流动资金，与募集说明书承诺的用途一致。2019 年 2 月 2 日，公司上调票面利率至 7.5%，回售金额 3.07 亿元（含税前利息），剩余债券本金 7.03 亿元。根据公司 2019 年债券年报披露，2020 年 2 月 2 日，公司与投资人达成协议，延期兑付上一年度利息。

16 海资 02

公司于 2016 年 3 月 22 日公开发行 30.08 亿元公司债券，为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率 6.40%，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券起息日为 2016 年 3 月 22 日，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 3 月 22 日，2021 年的应付利息随当年本金的兑付一起支付。本次债券于 2016 年 6 月 21 日在深圳证券交易所上市，债券简称“16 海资 02”，证券代码“112357.SZ”。本次债券所募集的资金扣除发行等相关费用后，均用于偿还公司债务、补充流动资金，与募集说明书承诺的用途一致。2019 年 3 月 22 日，公司上调票面利率至 7.5%，回售金额 24.60 亿元（含税前利息），剩余债券本金 6.96 亿元。根据公司 2019 年债券年报披露，2020 年 2 月 2 日，公司与投资人达成协议，延期兑付上一年度利息。

三、行业分析

1. 租赁行业

2019 年，融资租赁公司数量、合同余额增速进一步放缓，并在 2020 年首次出现负增长；融资租赁行业渗透率持续处于低位，仍存在较大的发展空间。

2019 年，融资租赁公司数量增速进一步放缓，2019 年年末较年初增幅为 3.00%。截至 2019 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 12,130 家；其中，金融租赁公司 70 家，较 2018 年末增加 1 家。

从业务发展情况看，2019 年，全国融资租赁合同余额保持增长，增速进一步放缓，2019 年末较年初增幅为 0.06%，其中金融租赁公司合同余额最大，为 2.50 万亿元，较上年末变化不大，而内资和外资租赁公司受存在很多空壳公司的影响，合同余额分别为 2.08 万亿元和 2.07 万亿元，均与上年末基本保持一致。2020 年以来，由于新冠肺炎疫情在国内外相继爆发和蔓延，并且在监管政策尚未明朗的叠加作用下，融资租赁行业整体规模回落，截至 2020 年 3 月末合同余额 6.47 万亿元，较年初下降 2.8%，出现了 2006 年以来的首次负增长。

行业渗透率方面，融资租赁行业渗透率仍然较低，且延续了 2016 年以来渗透率的下降态势，存在较大的行业发展空间。本报告使用“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，截至 2019 年末，融资租赁行业渗透率为 2.65%，仍持续处于较低水平。

银保监会已正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，强监管在短时间会对融资租赁企业产生较大的冲击，但长期看来有利于规范行业秩序，并且对行业总体抗风险能力有积极影响。

2020 年 6 月，银保监会正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。《办法》共六章五十五条，主要包括总则、经营规则、监管指标、监督管理、法律责任及附则等。《办法》重点包括完善业务经营规则、加强监管指标约束和厘清监管职责分工等内容。监管机构着力整顿行业秩序，不专注主业、没有正常营业的企业未来将面临清理；正常类企业的融资渠道和业务的集中度等都将受到监管的限制，并且《办

法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业发现自身的风险敞口，及时发现风险控制风险。虽然严监管会使融资租赁企业经受一定的清理、业务转型等各方面的压力；但长远来看，行业秩序将得到规范，符合监管规则的企业将能够健康、可持续发展。

近期，各地金融局陆续下发了相关的监管文件，上海市地方金融监督管理局于2019年6月和2020年4月先后发布了《关于规范企业名称及经营范围中相关表述的通知》和《上海市地方金融监督管理条例》，进一步规范了上海市融资租赁企业名称及相关企业监督管理办法。2020年4月，北京市地方金融监督管理局下发了《北京市融资租赁公司监督管理指引（试行）》（以下简称“《指引》”），在《办法》的基础上，对融资租赁企业的股东做出了明确的要求以确保融资租赁企业的主要股东具有较强的经营实力和对其一定的支持实力、并且尽可能避免同一股东下的同业竞争，另外还需要保持融资租赁企业股权的稳定性；除此之外，《指引》中还明确一般风险损失准备原则上不低于风险资产余额的1.5%。

“稳定”仍然是经济发展的主基调；近年来政策不断支持民营及中小微企业融资，但此类融资租赁企业融资问题短期内难以彻底改善，资产质量将仍然承压。

2019年12月，中央经济工作会议召开，2020年我国要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。目前对于民营融资租赁企业，在银行融资多需要抵质押或是担保借款，纯信用借款较少；另外从债券市场来看，投资者对民企债的认可度仍然不高，对民营企业“一刀切”的现象还普遍存在。虽然近年来不断有政策支持民营企业融资，但市场并未向民营企业大量释放流动性，资金方对于风险溢价的要求仍然很高，股东对于融资和经营风险的影响愈加明显，并且短期内此种态势难以扭转。

在融资端分层的背景下，融资租赁下游民营和中小微企业受限于融资和经营风险等问题，资金链相对趋紧，信用风险短期难以化解，向该领域投放资金的融资租赁企业资产质量短期内仍然存疑，而业务集中于央企或资质相对较好的大型国企的融资租赁企业的资产质量能够得到一定的保障。此外，联合资信也关注到，近年来部分资质一般的地方政府融资平台和地方国企已经出现了融资租赁项目违约的情况，资金大量投放到该两类企业的融资租赁企业资产质量未来可能承压。

2. 信托行业

随着金融去杠杆、去通道政策的推进，信托行业逐步调整业务结构，信托资产规模逐年下降，业务转型效果逐步显现，同时风险暴露更为真实。

信托行业近年来发展迅速，2010年，全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模；2012年超过保险业规模，成为仅次于银行业的第二大金融业务；2016年信托业跨入了“20万亿时代”，信托已经成为服务实体经济的重要力量。截至2019年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为21.60万亿元，较上年末下降4.83%。从信托资金来源看，以单一信托为主的通道业务受限，单一资金信托规模和占比持续下降，信托利用自身制度优势逐步推进转型，集合资金信托规模波动、占比逐步上升，管理财产信托规模持续下降、占比基本稳定，主动管理能力逐步增强。从信托功能看，受压缩通道业务影响，事务管理类信托规模和占比持续下降，但仍为最主要类型，2019年末占比49.30%；融资类信托规模总体增长、占比持续上升；投资类信托规模总体下降后趋稳、占比基本稳定。

2019年，监管部门加大了风险排查，风险暴露更为真实；信托公司净资产对风险资产的覆盖倍数1.09倍，整体仍在可承受范围。

从信托行业平均报酬率来看，2019年随着主动管理能力的提升，行业平均报酬率有所回升。

信托公司固有资产规模持续增长，资本实力稳步提升，财务杠杆持续回落，行业风险应对能力稳步提升。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一，信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。近年来，随着金融去杠杆政策的推进，信托行业财务杠杆持续回落，但资本实力逐步提升，推动固有资产规模持续增长。截至2019年末，信托行业固有资产规模为7,677.12亿元，较上年末增长6.73%；其中，货币类资产、贷款和投资类资产分别占比7.90%、5.90%和78.80%，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。

资本是金融机构抵御风险，确保自身长期稳健发展的基础。信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和增资扩股。2019年末信托行业实收资本2,842.40亿元，占所有者权益的45.00%，占比小幅下降。

资本内生增长方面，信托行业处于转型发展阶段，2019年营业收入同比增长5.22%；信托业务收入占经营收入的主导地位，占比小幅提升至2019年的69.48%，信托回归本源的转型方向日益明确。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的5%作为赔偿准备金，近年来去通道导致业务规模收缩，行业利润总额逐年下降，但信托赔偿准备累积规模不断增加，2019年末信托赔偿准备余额291.24亿元，占所有者权益的比重4.61%，占比持续提升，行业应对风险的能力稳步提升。

四、管理和内控分析

2019年，公司内控管理方面延续了以往模式，但经营管理团队发生较大变动，其经营管理有效性有待观察。同时，联合资信将持续关注联合工作组对于海航集团流动性风险化解的进展。

跟踪期内，公司组织架构、内控管理及治理结构无变化。

2019年2月，郑宏、孙志坤、陈龙、包括、汤亮、马合朝等管理层离任；由卓逸群任公司董事、金平任职工监事、房丽民任监事、田力维任监事，金川任公司董事长（任期始于2018年12月）。2019年5月，金平、房丽民离任。截至目前，金川任公司董事长，卓逸群任董事，徐刚任公司董事，田力维任监事长。

2020年2月29日，海航集团发布公告称应海航集团请求，海南省人民政府牵头会同相关部门派出了专业人员共同成立了“海南省海航集团联合工作组”（以下简称“联合工作组”）。联合工作组将全面协助、全力推进海航集团风险处置工作。联合工作组组长由海南省发展控股有限公司董事长顾刚担任，常务副组长由海南洋浦经济开发区管理委员会主任任清华担任，副组长分别由中国民用航空中南地区管理局副局长李双臣、国家开发银行信贷管理局副局长程功担任。经海航集团股东会、董事会审议通过，海航集团改选了部分董事并聘任了部分高管人员。陈峰先生继续担任董事长，原经营团队保持不变，本次海航集团管理层调整不涉及海航集团实际控制权的变化。

五、经营分析

1. 业务概况

2019年，受租赁业务收入及飞机销售收入下降影响，公司营业收入有所下降；净利润下降幅度较大，投资收益对营业利润仍具有较高贡献度且稳定性不高。

公司是一家综合型投资控股企业，业务主要由各子公司开展运营，目前公司主要从事租赁业务，同时兼营信托业务、房地产和投资咨询等业务。2019年，租赁业务在公司业务范围内仍占有较高的比重，其运营主体为渤海租赁。公司房地产业务主要由海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”）负责运营；公司信托业务仍由渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）负责运营。

2019年，公司实现营业收入419.24亿元，较上年下降5.58%，主要系租赁收入、房地产业务收入及飞机销售收入均有所下降所致。公司营业成本248.72亿元，较上年下降7.04%。2019年，公司实现净利润12.88亿元，较上年下降49.77%，主要系营业收入下降、信用资产减值损失和资产减值损失规模较大所致。

表1 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比
租赁收入	263.05	59.24	240.19	57.29
手续费及佣金收入	17.96	4.05	23.83	5.68
利息、服务费收入	3.94	0.89	3.87	0.92
房地产收入	2.70	0.61	1.71	0.41
其他主营业务	0.13	0.03	0.44	0.11
其他业务收入	156.22	35.18	149.20	35.59
合计	444.02	100.00	419.24	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从收入构成来看，2019年，公司收入仍主要由租赁业务收入和其他业务收入构成，占比分别为57.29%和35.59%，租赁业务收入占比有所下降，但仍为公司第一收入来源；其他业务收入主要为飞机销售业务收入、集装箱业务收入。手续费及佣金收入主要是公司信托业务收入，2019年同比增长32.64%至23.83亿元，占收入比重小幅增长至5.68%，占比仍不高。2019年，公司房地产业务收入同比有所下降，占比下降至0.41%，占比很小。

此外，2019年，公司实现投资收益8.13亿元，较上年下降64.63%，主要系长期股权投资收益及应收款项类投资收益减少所致；投资收益主要由长期股权投资、应收款项类投资和可供出售金融资产形成的投资收益构成，占比分别为29.59%、3.54%和60.70%；投资收益占营业利润比重为32.16%，对营业利润影响较大。

2. 租赁业务

（1）业务经营

2019年，渤海租赁境外租赁业务发展保持稳定，但境内业务出现大幅下降；由于2020年以来的新冠肺炎疫情全球性蔓延，境外租赁业务受到了较大冲击，未来收入仍然具有较大不确定性。

公司租赁业务由控股上市子公司渤海租赁运营。2019年渤海租赁实现营业收入388.03亿元，同比下降6.03%，主要系主要系皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”）不再纳入合并范围，融资租赁及融资租赁咨询业务收入大幅下降所致。渤海租赁营业收入仍然主要由经营租赁和租赁物销售收入构成，2019年合计占比97.21%，同比增加5.35个百分点。由于当期计提资产减值损失规模下降，因此净利润同比增至33.23亿元。

¹ 截至2020年7月末，公司持有海航投资19.98%股权，其中54.37%的股权被司法冻结，占海航投资总股本约10.86%；本次冻结为公司涉诉的合同纠纷导致部分财产冻结，司法冻结执行人名称辽宁省高级人民法院，冻结开始日期2018年12月19日；公司持有的海航投资其余股权均已被质押。

从地区分布看，渤海租赁营业收入以境外收入为主，且占比保持增长态势。2019 年境外实现收入占营业收入比重为 85.04%，较上年提高 0.10 个百分点。

2020 年 1—3 月，渤海租赁实现营业收入 97.72 亿元，同比增长 23.71%，净利润 7.06 亿元，同比大幅下降 57.98%，收入和利润变动方向的偏离主要系处置飞机利润率较低并且由于本期未再获得处置子公司获得的投资收益而引起投资收益大幅下降所致。

表 2 渤海租赁营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
经营租赁	225.90	54.71	231.10	59.56
飞机/集装箱销售	153.41	37.15	146.10	37.65
融资租赁及融资租赁咨询	30.83	7.47	7.78	2.00
其他	2.76	0.67	3.05	0.79
合计	412.91	100.00	388.03	100.00
净利润		26.64		33.23

资料来源：渤海租赁年报，联合资信整理

境外租赁业务方面，目前，渤海租赁境外租赁业务成为了渤海租赁主要的收入和利润来源。渤海租赁境外租赁业务通过香港渤海旗下子公司开展，主要经营飞机租赁和集装箱租赁业务。飞机租赁业务主要通过 Avolon 开展，Avolon 为全球第三大飞机租赁公司；截至 2019 年末，Avolon 自有及管理飞机 525 架。渤海租赁境外集装箱业务主要由 GSC 开展。截至 2019 年末，GSC 自有和管理的集装箱合计 380 万 CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。

表 3 GSC 集装箱业务情况表（单位：CEU、%）

种类	2018 年		2019 年	
	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率
干货集装箱	1,648,155	97.10	1,603,344	93.60
冷藏集装箱	1,497,075	97.80	1,520,210	96.90
罐式集装箱	428,731	90.30	430,767	86.90
特种集装箱	246,757	91.20	247,750	90.20
合计	3,820,718	--	3,802,071	--

注：统计口径为自有及管理合计
资料来源：渤海租赁年报，联合资信整理

境内租赁业务方面，渤海租赁收入中的融资租赁及咨询业务收入主要来自境内租赁业务，主要由天津渤海本部及皖江金租²开展，由于外部信用风险攀升及融资环境较为紧张，同时为降低财务杠杆，因此境内几乎不再开展新业务并且皖江金租不再纳入合并范围（2018 年皖江金租融资租赁业务收入及期末租赁资产余额占境内租赁业务的比重均约为 50%），因此，此项收入大幅下降，2019 年同比下降 74.78% 至 7.78 亿元。

（2）新冠肺炎疫情的影响

新冠肺炎疫情对渤海租赁飞机租赁业务带来较严重影响，对集装箱租赁业务影响相对可控；联合资信将持续关注新冠疫情在全球的发展情况及对渤海租赁业务的影响。

2020 年 1 月下旬以来，新冠肺炎疫情在全球 200 多个国家和地区蔓延，对渤海租赁飞机租赁业务、集装箱租赁业务以及境内融资租赁业务带来影响。

² 2019 年不再纳入合并范围

航空运输业是受到新冠疫情冲击最为严重的行业之一。截至 2020 年 3 月末，已有超过 80% 的客户向 Avolon 提出租金延期支付的申请，包括但不限于在一定期间内延期支付部分或全部月租金等，这些客户涉及的租赁合同金额约占 Avolon 年度飞机租赁合同收入的 90% 以上。因新冠疫情的影响仍在持续，对航空运输业的整体影响尚难预计。

受新冠疫情的影响，2020 年第一季度全球贸易活动进一步萎缩，集装箱运输需求进一步下行，市场需求的萎靡将传导至集装箱租赁公司，对集装箱租金收入、出租率、租金水平、短期现金流等造成负面影响。由于集装箱箱队结构相对合理，多元化程度较高（包括干货集装箱、冷藏集装箱、油罐式集装箱、特种集装箱等主要类型），且以长期租约及未到期租约为主（长期租约占比达 87%），目前疫情对渤海租赁集装箱租赁业务的影响相对可控。

受新冠疫情影响，国内经济下行压力加大，对国内融资租赁项目租金回款将造成一定的负面影响。

3. 信托业务

2019 年，受资管新规影响，渤海信托信托规模有所下降，但主动管理业务规模和占比均有所上升；同时，主动调整自营业务投资结构，目前以租赁资产收益权和金融资产收益权为主；各项风险管理指标仍优于监管标准；联合资信也关注到，渤海信托固有业务存在逾期贷款占比高、资产质量下滑，信托业务存在关联交易等情况，需关注相关业务风险；此外，公司拟出售渤海信托股权，联合资信将对此保持关注。

公司信托业务主要由子公司渤海信托负责运营。渤海信托成立于 1982 年 10 月，前身为河北省国际信托投资有限责任公司，是河北省内唯一一家经营信托业务的非银行金融机构。经银保监会批准，2004 年 1 月获准重新登记，2017 年 2 月，渤海信托新引入关联企业股东北京海航金融控股有限公司（以下简称“海航金融”），注册资本增加至 36.00 亿元，公司与海航金融分别出资 6.40 亿元和 9.60 亿元，增资后公司持股为 51.23%，海航金融持股 26.67%，中国新华航空集团有限公司持股 22.10%；截至 2019 年末，渤海信托股权结构无变化。跟踪期内，公司拟出售渤海信托股权，具体分析见“重大事项”一节。

截至 2019 年末，渤海信托资产总额 158.20 亿元，负债总额 26.86 亿元，所有者权益 131.34 亿元，分别较年初变动 12.70%、34.03% 和 9.15%，负债总额大幅增加主要是拆入资金增加所致；2019 年，渤海信托实现营业收入 29.24 亿元，同比增长 47.32%，主要是手续费及佣金收入、投资收益（含公允价值变动损益）增加所致；实现净利润 11.16 亿元，同比增长 9.76%，主要是营业收入增加所致。

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。2019 年，渤海信托加权年化信托报酬率为 0.38%，较 2018 年保持稳定；受资管新规影响，渤海信托信托资产规模有所下降，2019 年底为 5,966.03 亿元，较年初下降 3.83%；从资产来源看，渤海信托信托资产仍以单一资金信托为主但占比下降至 69.71%。2019 年，渤海信托信托业务仍以被动管理业务为主（占比 59.44%）但占比大幅下降，主动管理业务发展较快，2019 年末主动管理业务规模为 2,420.06 亿元，较年初增长 135.76%。

从信托业务投向来看，2019 年，渤海信托主要投向贷款（占 61.69%）、持有至到期投资（占 24.21%）等资产；从行业来看，渤海信托仍主要投向为实业（占 56.71%）、基础产业（占 12.62%）、金融机构（占 11.73%）和房地产业（占 11.23%）。

表 4 渤海信托业务分布情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
集合	1,157.11	1,483.43
单一	4,577.50	4,159.16
财产权	468.71	323.44
合计	6,203.32	5,966.03
其中：主动管理	1,026.50	2,420.06
被动管理	5,176.82	3,545.97

资料来源：渤海信托年报，联合资信整理

自有资产方面，2019 年，渤海信托调整自有资产投资结构，增加货币资产、贷款及应收款及对其他（主要是租赁资产收益权和金融资产收益权）的投资，减少可供出售金融资产投资；2019 年末渤海信托贷款及应收款、可供出售金融资产及其他占比分别为 9.15%、18.56% 和 63.66%。从行业来看，2019 年末自有资产投资以金融机构和实业为主，占比分别为 26.39% 和 67.39%。

从资产质量来看，渤海信托信用风险资产合计 163.27 亿元，较年初增长 10.94%；不良资产合计 10.88 亿元，较年初增长 157.82%；不良率由 2018 年末的 0.14% 上升至 2019 年末的 0.66%。截至 2019 年末，贷款中逾期贷款（含本金）占比为 22.79%，逾期贷款占比高；渤海信托当期合计计提各项减值损失准备合计 5.78 亿元，期末各项减值损失准备合计 10.08 亿元，针对贷款计提减值准备 4.44 亿元，针对可供出售金融资产计提减值准备 4.15 亿元，计提坏账准备 1.24 亿元；资产质量下降。

从关联交易来看，截至 2019 年末，渤海信托信托业务关联交易金额 115.13 亿元，较年初下降 6.24%，占全部信托规模的 1.93%，主要为贷款类业务，关联交易方主要为海航集团、海航资本、海航商业控股有限公司、浦航融资租赁有限公司、海航实业集团有限公司、天津渤海四号租赁有限公司、海口渤海四号租赁有限公司、长江租赁有限公司、大新华航空有限公司、海航酒店控股集团有限公司、海航生态科技集团有限公司。

从资本充足性及风险监控指标来看，截至 2019 年末，渤海信托净资本增长 24.65% 至 100.63 亿元；各项风险准备之和增长 78.53% 至 83.71 亿元；受上述因素影响，渤海信托净资本/各项业务风险资本之和下降 51.95 个百分点至 120.21%，净资本/净资产增长至 76.62%，高于监管标准。

从监管情况来看，2019 年 9 月 16 日至 10 月 15 日，河北银保监局对渤海信托进行了“巩固治乱象成果、促进合规建设”现场检查。渤海信托对《河北银监局关于渤海国际信托股份有限公司“巩固治乱象成果 促进合规建设”现场检查暨 2018 年现场检查整改情况后续跟踪检查意见书》（冀银监发〔2019〕95 号）中发现的问题和提出的监管意见高度重视，组织相关部门逐一核查问题产生的原因，并责任到人，限期整改，形成的整改报告已于 2019 年 12 月向河北银保监局报送。

4. 关联交易

公司关联交易规模较大，与海航集团内部企业交易往来较多，存在较高关联方风险。

（1）转让股权

2019 年 2 月 28 日，公司与长江资产管理有限公司签署了《股权转让协议》，以港币 1 万元出售子公司 HNA Capital (Hong Kong) Holdings Company Limited 81% 的股权，形成投资损失 1,998.94 万元。

2019 年 3 月，子公司海航投资与海航投资控股有限公司（以下简称“海航投控”）（控股股东为海航实业集团有限公司，最终股东为海航集团）进行债权及股权置换，金额 7.21 亿元，具体见“重大事项”一节。

（2）转让资产

长江租赁有限公司向渤海租赁子公司天津渤海转让租赁资产收益权，协议转让价格为 10.50 亿元，2019 年交易完成金额人民币 9.57 亿元。

扬子江租赁有限公司向渤海租赁子公司天津渤海转让租赁资产收益权，协议转让价格为 4.40 亿元，2019 年交易完成金额人民币 4.40 亿元。

浦航租赁有限公司向渤海租赁子公司天津渤海转让租赁资产收益权，协议转让价格为 2.50 亿元，2019 年交易完成金额人民币 2.50 亿元。

渤海租赁子公司 Avolon 向 Jade Aviation LLC 转让持有的飞机，协议转让价格为美元 2.04 亿元。

渤海租赁子公司 Avolon 从 Jade Aviation LLC 购买飞机，协议转让价格为美元 0.32 亿元。

（3）应收应付款项

截至 2019 年末，公司合并口径应收关联方款项 361.66 亿元，较年初增长 74.53%；应付关联方款项 99.07 亿元，较年初增长 14.15%。

（4）与关联方担保

2019 年，公司对关联方提供担保 11.38 亿元，同比减少 43.86%；截至 2019 年末，公司对关联方提供担保余额 164.03 亿元，较年初减少 6.60%；取得关联方担保余额 127.14 亿元，较年初增长 23.17%。

5. 重大事项

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

2019 年，公司与中原证券股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、五矿证券有限公司及金元证券股份有限公司等操作的股票质押式回购业务触发违约条款，公司被动减持持有的渤海租赁股票，约占渤海租赁总股本的 4.23%，公司未丧失对渤海租赁的控制权。处置股权取得的对价为 12.23 亿元，该项交易导致合并财务报表中少数股东权益增加 4.28 亿元，资本公积减少 5.59 亿元。

2019 年 9 月，公司因未在首次减持行为发生前的十五个交易日预先披露减持计划，且在连续 90 个自然日内因集中竞价交易方式减持股份的综述超过公司股份综述的百分之一，收到深圳证券交易所出具的《关于对海航资本集团有限公司给予通报批评处分的决定》，对公司给予通报批评的处分。

自 2018 年 8 月 6 日至 2020 年 8 月 4 日，海航资本累计减持公司股份的数量已达渤海租赁总股本的 6.522%。截至 2020 年 8 月 4 日，公司持有渤海租赁 17.56 亿股股票，占渤海租赁总股本的 28.39%，累计已质押 17.49 亿股，占其所持渤海租赁股份的 99.60%，占渤海租赁总股本的 28.27%。海航资本对渤海租赁的持股比例未来还可能进一步下降。

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

公司本部拟出售华安财险股权；子公司海航投资拟进一步收购华安财险部分股权。

根据海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”）2019 年 11 月 16 日发布的《关于控股子公司广西北部湾航空有限责任公司购买华安财产保险股份有限公司股权暨关联交易的公

告》，海航控股子公司广西北部湾航空有限责任公司（以下简称“北部湾航空”）拟以 3.49 亿元、3.10 亿元、5.55 亿元、0.95 亿元的价格受让公司、广州市百泽实业有限公司（以下简称“广州百泽”）、北京国华荣网络科技有限公司（以下简称“北京国华荣”）、广州市鑫中业投资有限公司（以下简称“广州鑫中业”）持有的华安财产保险股份有限公司（以下简称“华安财险”）4.76%、4.23%、7.57%和 1.30%股权，交易金额共计 13.09 亿元。本次交易完成后，北部湾航空将持有华安财险 17.86%股权。上述交易方案已于 2019 年 12 月 14 日通过海航控股股东大会。截至 2019 年末，公司已收到全部股权转让价款 3.49 亿元。

2020 年 4 月，子公司海航投资发布《关于与控股股东签署关于收购华安财产保险股份有限公司部分股权事项的<意向收购协议>暨关联交易的公告》，拟与公司签署《收购意向协议》，以以现金方式收购公司持有的华安财产保险股份有限公司（以下简称“华安财险”）7.74%股权。目前，海航投资持有华安财险 7.143%股权，综合多方因素，计划继续收购该标的部分股权；本次交易后，海航投资将持有华安财险 14.88%股权。

如上述交易完成后，公司将不再直接持有华安财险股权。截至目前，上述交易尚未获得监管批准。

海航投资拟收购关联方海航投控所持有的写字楼项目。

2019 年 3 月，子公司海航投资 2019 年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司与海航投资控股有限公司进行股权置换暨关联交易的议案》。海航投资以持有的全资子公司海南恒兴创展股权投资基金有限公司（以下简称“海南恒兴创展”）100%股权及 5.99 亿元债权置换海航投控所持有的海南海投一号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“海投一号”）77.70%LP 份额。海投一号与同一实际控制人旗下关联方海航美洲置业有限责任公司通过层层架构，投资于 422 Fulton HNA REIT, LLC.（以下简称“HNA REIT”）。HNA REIT 计划投资于纽约市布鲁克林梅西百货商场已有建筑基础上再加建的一幢 10 层写字楼，预计 2020 年下半年通过交易，为 HNA REIT 及其成员提供资金流动性。2019 年 3 月，已完成海南恒兴创展股权投资基金有限公司股东名录的变更登记。

公司拟出售渤海信托股权，该交易尚未获得监管批准；如顺利完成后将进一步削弱公司竞争实力。

根据渤海人寿保险股份有限公司（以下简称“渤海人寿”）2019 年年度报告，公司拟将其持有的渤海信托部分股权转让给渤海人寿保险股份有限公司（以下简称“渤海人寿”），交易价格为 46.84 亿元，截至 2019 年末，渤海人寿已经预付股权转让款 3.07 亿元。

根据公司提供资料，公司拟将渤海信托部分股权转让给海航航空技术股份有限公司（以下简称“航空技术”）；截至 2019 年末，航空技术已经预付股权转让款 48.79 亿元。

截至目前，上述交易尚未获得监管批准。

公司债券利息延期反映出海航资本已存在严重流动性问题。

根据公司 2020 年 4 月 27 日发布的《关于 2014 年第一期海航资本控股有限公司公司债券 2020 年第一次债券持有人会议决议的公告》，公司于 4 月 26 日召开“14 海资债 01”2020 年第一次债券持有人会议，审议通过了议案一和议案二；其中，议案一为“由于受疫情影响，付息日期临近，结合《持有人会议规则》的相关规定，豁免或修改相关条款”；议案二为“本期债券 2019 年 4 月 29 日至 2020 年 4 月 28 日的利息递延至 2020 年 9 月 30 日支付 100%，且递延期间不另计利息的议案”。2020 年 9 月 22 日，公司发布《关于召开 2014 年第一期海航资本控股有限公司公司债券 2020 年第二次债券持有人会议的通知》，议案二为“本期债券 2019 年 4 月 29 日至 2020 年 4 月 28 日的利息递延至 2021 年 4 月 28 日支付 100%，且递延期间不另计利息的”，截至本评级报

告出具日，上述议案尚未形成决议。债券利息延期事项反映了海航资本已存在严重流动性问题。

6. 未来发展

公司未来战略实现受海航集团战略及海航集团风险化解情况影响大，未来发展不确定性较大；而且公司股权及资产交易活动较多，可能对其未来战略的实现带来不利影响。

公司未来发展主要定位于大型的投资控股集团，通过发挥公司在航空、租赁等领域的资源和专业优势，以设立、重组、并购等股权投资方式进入相关的优势产业。自成立以来，公司已经先后进入了租赁、信托、房地产、投资管理、投资咨询、保理等相关领域。目前，租赁业务在公司的投资范围内还占有比较高的比重，随着其他业务稳步发展，以及在优势产业投资规模进一步扩大，公司将逐渐发展成为跨领域、多元化发展的大型投资控股集团。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019年财务数据经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了带强调事项段³的无保留意见审计意见。2019年，公司纳入合并范围的子公司共22户，合并范围比上年度减少1户，为HNA Capital (Hong Kong) Holdings Company Limited⁴。公司合并范围变动较小，因此财务数据可比较强。

子公司渤海租赁、海航投资于2019年1月1日起执行财政部于2017年修订的《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》和《企业会计准则第37号—金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”，修订前的金融工具准则简称“原金融工具准则”）。2019年1月1日之前的金融工具确认和计量与新金融工具准则要求不一致的，按照新金融工具准则的要求进行衔接调整。涉及前期比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，不进行调整。金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入2019年1月1日的留存收益或其他综合收益。

2. 资产质量

2019年，公司资产规模有所下降，但关联方往来款增加较快；固定资产、投资类资产及往来款规模大，货币资金大幅减少，资产流动性偏弱且受限资产占比较高，整体资产质量一般；需关注与关联方的资金关联风险。

截至2019年末，公司合并资产总额3,598.83亿元，较年初下降7.92%，主要系货币资金减少同时公司减少应收款项类投资加之划分为持有待售的资产减少所致。其中，流动资产占21.43%，非流动资产占78.57%。公司资产仍以非流动资产为主且占比有所上升。

截至2019年末，公司受限资产1,374.10亿元，占总资产比重为38.18%，受限比例占比较高；受限资产主要是固定资产、应收融资租赁款、货币资金、长期股权投资、可供出售金融资产等。

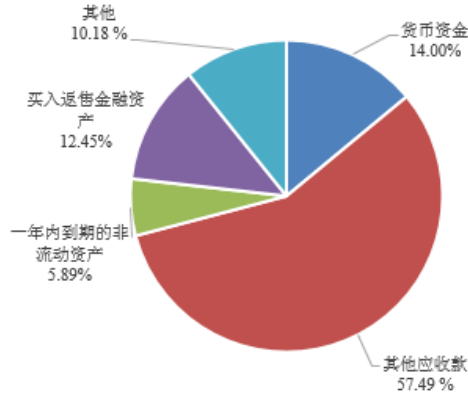
³ 强调事项：（1）大华会计师事务所（特殊普通合伙）对子公司海航投资集团股份有限公司出具了否定意见的内部控制审计报告（大华内字〔2020〕000151号），导致否定意见的事项为海航投资集团财务报告内部控制存在以下重大缺陷：未履行程序为关联方提供担保；未充分履行程序与关联方发生资金往来。（2）截至2019年12月末，海航资本本部共有40笔借款本金余额166.27亿元已经逾期，应付借款利息20.01亿元，目前公司正在与借款方进行协调借款展期、结构调整等相关事宜。为有效化解风险，维护各方利益，应海航集团请求，海南省人民政府牵头会同相关部门派出专业人员共同成立了“海南省海航集团联合工作组”。海航资本集团目前在“海南省海航集团联合工作组”全面协助下，积极推进资产收购等风险化解工作，但未来的不确定性可能对公司产生影响。

⁴ 2019年2月28日，海航资本与长江资产管理有限公司签署了《股权转让协议》，以港币1万元出售子公司资本香港81%的股权，丧失控制权日为2019年3月14日，形成投资损失1,998.94万元。

流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 771.22 亿元，较年初下降 27.33%，主要系货币资金、一年内到期的非流动资产及划分为持有待售的资产减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.00%）、其他应收款（占 57.49%）、一年内到期的非流动资产（占 5.89%）、买入返售金融资产（占 12.45%）构成。

图 2 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年末，公司货币资金 107.97 亿元，较年初下降 41.64%，主要来自银行借款的减少，系偿还借款所致；货币资金中有 31.74 亿元受限资金，受限比例为 29.40%，占比较高。其中 9.42 亿元用于取得银行借款而质押，定期存款 2.18 亿元，其余为担保、托管、保函、信用证等保证金。

公司其他应收款主要由海航集团内部之间的往来款和与其他业务相关企业的资金往来款项构成；截至 2019 年末，公司其他应收款 443.35 亿元，较年初增长 39.08%，主要系应收关联方款项增加所致。其中，应收关联公司往来款 301.67 亿元，占比 68.63%；公司其他应收款期限主要集中在 2 年以内，合计占比为 89.16%；公司对其他应收款计提坏账准备 1.77 亿元，计提比例 0.40%，计提尚不充分；该款项对公司资金形成占用，亦增加了与关联方的资金关联风险。

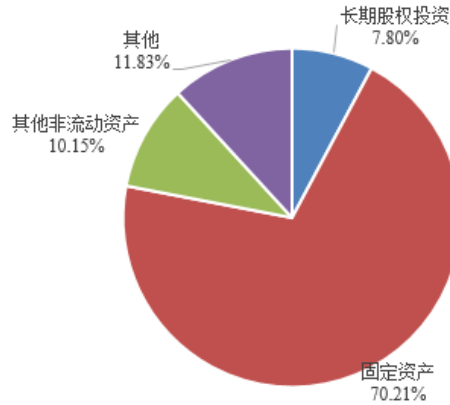
公司一年内到期的非流动资产主要由一年内到期的长期应收款、应收款项类投资以及持有至到期投资构成。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动资产 45.40 亿元，较年初下降 50.81%，主要系公司减少应收款项类投资所致。

公司买入返售金融资产主要是租赁资产收益权、金融资产收益权及股权收益权；截至 2019 年末，公司买入返售金融资产 95.99 亿元，较年初增长 90.21%，主要系租赁资产收益权资产增加所致。

非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 2,827.61 亿元，较年初下降 0.68%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.80%）、固定资产（占 70.21%）、其他非流动资产（占 10.15%）构成。

图3 截至2019年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司固定资产主要为用于经营租赁的飞机及发动机、集装箱等；截至2019年末，公司固定资产1,985.29亿元，较年初增长9.08%，主要系新购置飞机及集装箱所致。公司对固定资产计提11.44亿元减值准备；用于抵押借款的受限固定资产账面价值为1,246.26亿元，占比62.77%，受限比例高。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资；截至2019年末，公司长期股权投资220.66亿元，较年初增长8.07%。

截至2019年末，公司其他非流动资产287.09亿元，较年初增长3.08%，其他非流动资产主要是预付飞机款。

公司可供出售金融资产主要由权益投资、理财产品、资管和信托产品构成。截至2019年末，可供出售金融资产为130.13亿元，较年初减少53.93%，主要是公司减少权益投资和信托产品投资所致；可供出售金融资产负债中权益投资、信托产品和资管产品占比分别为78.72%、8.34%、7.03%和14.82%；公司计提资产减值损失4.22亿元，计提比例3.24%。

3. 负债及所有者权益

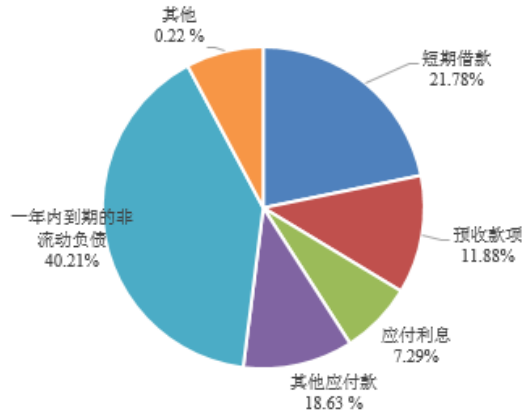
2019年，公司负债规模有所下降，杠杆水平有所下降，但债务负担仍较重。公司所有者权益规模有所增加，少数股东权益占比仍较高，所有者权益结构的稳定性一般。

截至2019年末，公司负债总额2,600.21亿元，较年初下降12.25%，主要系其他应付款、划分为持有待售负债及一年内到期非流动负债减少所致。其中，流动负债占22.50%，非流动负债占77.50%。公司负债仍以非流动负债为主且占比有所上升。

流动负债

截至2019年末，公司流动负债585.14亿元，较年初下降38.10%，主要系其他应付款、一年内到期非流动负债减少及皖江金租不再纳入合并范围致使划分为持有待售负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占21.78%）、预收款项（占11.88%）、其他应付款（占18.63%）、应付利息（占7.29%）、一年内到期的非流动负债（占40.21%）构成。

图 4 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年末，公司短期借款 127.42 亿元，较年初下降 42.66%，信用借款、保证借款、抵押借款均有减少；公司短期借款以质押借款、信用借款和保证借款为主。

截至 2019 年末，公司预收款项 69.52 亿元，较年初增长 135.40%，主要系预收股权转让款增加所致，预收股权转让款主要包括预收渤海信托股权转让款合计 51.85 亿元，预收华安财险股权转让款 3.49 亿元。

公司其他应付款主要由应付利息、关联方往来款和第三方款项构成；截至 2019 年末，公司其他应付款 109.02 亿元，较年初下降 27.07%，主要系应付关联方往来款和第三方款项减少所致；2019 年末应付利息较年初增长 363.74% 至 42.64 亿元，主要是公司及子公司渤海租赁应付利息增加。其他应付款中，应付利息、关联方往来款和第三方款项占比分别为 39.12%、36.37% 和 22.96%。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 235.26 亿元，较年初下降 20.15%，主要系一年内到期应付债券偿还所致。

非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 2,015.07 亿元，较年初下降 0.14%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 39.35%）、应付债券（占 51.65%）、其他非流动负债（占 6.29%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 793.00 亿元，较年初下降 24.71%，主要系公司偿还借款所致；应付债券 1,040.69 亿元，较年初增长 32.12%，主要系新发行债券所致。截至 2019 年末，公司其他非流动负债 126.76 亿元，较年初下降 1.68%，较年初变化不大；其他非流动负债主要是预收维修储备金款和合并结构化主体应付投资款项。

截至 2019 年末，公司全部债务 2,215.82 亿元，较年初下降 12.96%。其中，短期债务占 16.48%，长期债务占 83.52%，以长期债务为主；短期债务 365.27 亿元，较年初下降 46.76%，主要系划分为持有待售负债减少至 0 所致；长期债务 1,850.55 亿元，较年初下降 0.48%，较年初变化不大。截至 2019 年末，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 72.25%、68.93% 和 64.95%，较年初分别下降 3.57 个百分点、3.99 个百分点和 1.35 个百分点。公司债务负担仍较重。

所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）998.62 亿元，较年初增长 5.66%，主要来自其他综合收益的增加。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.49%，少数股东权益占比为 60.51%。归属于母公司所有者权益 394.34 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余

公积和未分配利润分别占 84.90%、11.46%、1.23%、0.15% 和 1.49%。少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2019 年，公司境外租赁业务持续发展，但营业收入及净利润均有所下降，盈利指标有所下降，投资收益对营业利润贡献度仍较高且稳定性较差，整体盈利能力偏低。

2019 年，公司实现营业收入 419.24 亿元，较上年下降 5.58%，主要系租赁收入、房地产业务收入均有所下降所致。公司营业成本 248.72 亿元，较上年下降 7.04%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 140.62 亿元，较上年下降 5.28%，主要系管理费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 4.28%、14.56% 和 81.16%，以财务费用为主。2019 年，公司费用收入比为 33.54%，较上年上升 0.11 个百分点。公司费用控制能力一般。

2019 年，公司新增计提信用减值损失 3.96 亿元，主要是对租赁业务应收账款及长期应收款计提；计提资产减值损失 11.48 亿元，同比下降 50.47%，主要是对渤海信托发放贷款及垫款、可供出售金融资产及渤海租赁的固定资产计提（2019 年，渤海租赁继续对租赁资产计提减值，由于部分航空公司客户违约或破产形成固定资产减值以及集装箱二手市场价格下降导致渤海租赁对拟出售的集装箱计提减值）。

从投资收益看，2019 年，公司实现投资收益 8.13 亿元，较上年下降 64.63%，主要系长期股权投资收益及应收款项类投资收益减少所致；投资收益主要是持有金融资产产生的投资收益 3.34 亿元及渤海租赁处置子公司皖江金融租赁股份有限公司产生投资收益 4.79 亿元；处置子公司股权产生的投资收益不具有持续性；投资收益占营业利润比重为 32.16%，对营业利润影响较大。

此外，2019 年，公司实现资产处置收益 2.17 亿元，较上年下降 401.11%，主要来自渤海租赁境外子公司转让飞机融资租赁项目获得收益；资产处置收益占营业利润比重为 8.58%，对营业利润影响一般。

从盈利来看，2019 年，公司实现净利润 12.88 亿元，较上年下降 49.77%，主要系营业收入下降、信用资产减值损失和资产减值损失规模较大所致。从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 40.39%，较上年上升 1.15 个百分点，较上年变化不大。2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.88%、3.68% 和 1.33%，较上年分别下降 0.05 个百分点、上升 0.05 个百分点和下降 1.23 个百分点，公司盈利能力偏低。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动保持净流入但规模有所下降；因收回投资收到的现金减少，投资活动现金流转负；融资活动减少致使筹资活动现金流保持净流出但净流出规模明显减少。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流规模下降，仍保持净流入态势但净流入规模有所下降，现金净流入 169.89 亿元，较上年下降 34.34%，主要是公司收到其他与经营活动有关的现金减少所致。从投资活动来看，2019 年，公司投资活动由净流入转为净流出，主要是收回投资收到的现金、收到其他与投资活动有关的现金大幅减少所致。从筹资活动来看，公司筹资活动现金流仍保持为净流出但净流出规模大幅减少，主要是取得借款收到的现金、收到其他与筹资活动有关的现金减少及偿还债务支付的现金减少所致。

表5 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2018年	2019年
经营性现金流量净额	258.73	169.89
投资性现金流量净额	6.13	-36.64
筹资性现金流量净额	-412.49	-147.56
现金及现金等价物净增加额	-145.61	-13.01
期末现金及现金等价物余额	102.64	89.63

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

6. 母公司财务分析

2019年,因往来款增加,公司本部资产有所增加,资产以应收往来款、投资资产为主,应收关联方款项规模大且账龄偏长,资产流动性偏弱;负债来源以借款、债券和往来款为主,杠杆率有所上升,债务负担仍较重;财务费用同比增加且规模偏大,盈利呈较大规模亏损状态。2019年,公司本部收缩投资规模及融资活动,投资活动现金流转为净流入,筹资活动现金流转为净流出,经营活动仍为净流出且流出规模进一步扩大。

截至2019年末,公司本部资产总额742.08亿元,较年初增长7.61%,主要是应收关联方往来款增加带动其他应收款增加所致。其中,流动资产350.05亿元(占比47.17%),非流动资产392.03亿元(占比52.83%)。从构成看,流动资产主要由其他应收款(占98.23%)构成,非流动资产主要由可供出售金融资产(占6.11%)、长期股权投资(占93.88%)构成。截至2019年末,公司本部货币资金为6.05亿元;其他应收款主要是应收关联方往来款,账龄集中在1年以内和1~2年,账龄偏长。整体看,资产流动性偏弱。

截至2019年末,公司本部负债总额417.74亿元,较年初增长23.80%。其中,流动负债262.00亿元(占比62.72%),非流动负债155.74亿元(占比37.28%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占44.14%)、其他应付款(占25.45%)、预收款项(占21.49%)、一年内到期的非流动负债(占8.90%)构成,预收款项主要为预收华安财险、渤海信托股权转让款;非流动负债主要由长期借款(占81.20%)、应付债券(占18.79%)构成。公司本部2019年资产负债率为56.29%,较2018年上升7.36个百分点。截至2019年末,公司本部全部债务294.69亿元,较年初下降10.18%,其中,短期债务为138.96亿元,长期债务为155.74亿元,债务负担较重。

截至2019年末,公司本部所有者权益为324.34亿元,较年初下降7.90%,主要系盈利亏损致使未分配利润减少所致。

2019年,公司本部营业收入为0.04亿元,但财务费用同比增长22.57%至25.95亿元,财务费用规模偏高;净利润为-27.71亿元,本部盈利水平很低。

2019年,公司本部经营活动现金流仍为净流出且流出规模进一步扩大,主要是收到其他与经营活动有关的现金大幅减少所致;投资活动现金流由净流出转为净流入,主要是投资支付的现金大幅减少所致;筹资活动的现金由净流入转为净流出,主要是融资活动减少,取得借款收到的现金减少所致。

7. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现一般但母公司偿债指标表现很差且存在较大规模借款逾期情况,对外担保规模大且存在较高关联方风险,但考虑到公司资产规模较大、剩余较大未使用银行授信、租赁业务具有很强竞争力等优势,公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,截至2019年末,公司流动比率与速动比率由年初的1.12倍和1.11倍分别上升至1.32倍和上升至1.30倍,流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末,

公司现金短期债务比由年初的 0.14 倍上升至 0.21 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。截至 2019 年末，公司本部流动比率和速动比率均为 1.34 倍，较年初的 1.57 倍有所下降，流动资产对流动负债的保障程度一般；本部现金短期债务比为 0.02 倍，较年初的 0.004 倍有所增长，但本部现金类资产对短期债务保障程度仍较差；整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 233.74 亿元，较上年下降 3.74%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 40.90%）、计入财务费用的利息支出（占 50.14%）、利润总额（占 8.95%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.00 倍下降至 1.99 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍上升至 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。2019 年，公司本部 EBITDA 为负，无法对利息及全部债务形成保障，本部长长期偿债能力很差。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

表6 公司偿债指标情况（单位：倍）

指标名称	2018 年		2019 年	
	母公司	合并	母公司	合并
流动比率	1.57	1.12	1.34	1.32
速动比率	1.57	1.11	1.34	1.30
现金短期债务比	0.004	0.14	0.02	0.21
EBITDA 利息倍数	1.14	2.00	--	1.99
EBITDA 全部债务比	0.08	0.10	--	0.11

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2019年末，公司对外担保合计585.51亿元，对外担保规模较大且主要为对关联方的担保，存在较大或有负债及关联方风险。

公司未提供查询日期为2020年的人民银行征信报告。根据公司《公司债券年度报告（2019年）》，截至2019年末，海航资本本部共有40笔借款本金余额166.27亿元已经逾期，逾期利息20.01亿元，目前公司正在与借款方进行协调借款展期、结构调整等相关事宜。

银行授信方面，根据公司《公司债券年度报告（2019年）》，截至2019年底，公司共获得各金融机构综合授信额度7,239亿元，其中3,066亿元尚未使用。

七、跟踪债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司所有者权益规模为998.62亿元，为公司“16海资01”和“16海资02”剩余本金合计（13.99亿元）的71.38倍，公司所有者权益规模对债券的覆盖程度高，能够对“16海资01”和“16海资02”的按期偿付起到较好的保障作用。

2019年，公司 EBITDA 为 233.74 亿元，为债券本金合计（13.99 亿元）的 16.71 倍，公司盈利对“16海资01”和“16海资02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金净流入169.89亿元，为未偿债券本金合计（13.99亿元）的12.14倍，公司经营活动现金净流量对公司债券的覆盖程度较高。

从公司母公司口径财务数据来看，2019年末净资产为324.34亿元，为未偿债券本金合计（13.99亿元）的23.18倍；EBITDA和经营活动现金流量净额均为负值，无法对未偿债券本金形成覆盖。

综合以上分析，公司对“16海资01”和“16海资02”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司业务仍以租赁和信托为主；2019年以来公司剥离非主业资产，并降低杠杆水平，出售部分子公司股权，取得一定成效，合并口径债务规模和杠杆率均有所回落。

同时，联合资信关注到子公司渤海租赁资产质量承压；公司与关联方往来款项及关联方交易较多且对关联方担保规模大，存在较大的资金占用及关联方潜在风险；债务负担重；母公司口径财务费用规模很大，盈利能力很差，偿债指标表现很差且存在大规模借款逾期；公司债券利息已延期反映出公司存在流动性问题等情况。此外，公司所持有的渤海租赁股份已全部质押，并存在被动减持情况，公司面临较大追加保证金压力和继续被动减持风险，甚至影响其对渤海租赁的控制权。

公司未来发展受到股东海航集团有限公司整体战略的影响较大，股权出让、收购活动较多，未来或将处于资产出售阶段且公司流动性紧张的情况短期内难以改善。

综上，联合资信将下调公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”；同时下调“16海资 01”和“16海资 02”的债项信用等级为 AA-。

附件 1 海航资本集团有限公司 主要财务数据（合并口径）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3,908.29	3,598.83
所有者权益（亿元）	945.09	998.62
短期债务（亿元）	686.11	365.27
长期债务（亿元）	1,859.50	1,850.55
全部债务（亿元）	2,545.61	2,215.82
营业收入（亿元）	444.02	419.24
净利润（亿元）	25.64	12.88
EBITDA（亿元）	242.81	233.74
经营性净现金流（亿元）	258.73	169.89
总资产收益率（%）	3.93	3.88
总资产报酬率（%）	3.63	3.68
净资产收益率（%）	2.56	1.33
营业利润率（%）	39.23	40.39
费用收入比（%）	33.44	33.54
资产负债率（%）	75.82	72.25
全部债务资本化比率（%）	72.93	68.93
长期债务资本化比率（%）	66.30	64.95
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	1.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.11
流动比率（倍）	1.12	1.32
速动比率（倍）	1.11	1.30
现金短期债务比（倍）	0.14	0.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	17.36	16.71

附件 2 海航资本集团有限公司
主要财务数据（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	689.60	742.08
所有者权益（亿元）	352.18	324.34
短期债务（亿元）	175.09	138.96
长期债务（亿元）	152.99	155.74
全部债务（亿元）	328.09	294.69
营业收入（亿元）	0.00	0.04
净利润（亿元）	3.00	-27.71
EBITDA（亿元）	24.61	-1.25
经营性净现金流（亿元）	-20.01	-39.07
总资本收益率（%）	3.72	-0.19
总资产报酬率（%）	3.74	-0.17
净资产收益率（%）	0.85	-8.19
资产负债率（%）	48.93	56.29
全部债务资本化比率（%）	48.23	47.61
长期债务资本化比率（%）	30.29	32.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	--
流动比率（倍）	1.57	1.34
速动比率（倍）	1.57	1.34
现金短期债务比（倍）	0.004	0.02

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。