

海航资本集团有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券  
(第一期、第二期)2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【1033】号 01  
债券简称：第一期：16  
海资 01；第二期：16 海  
资 02  
债券剩余规模：第一期：  
7.03 亿元，第二期：6.96  
亿元  
债券到期日期：第一期：  
2021 年 02 月 02 日；第  
二期：2021 年 03 月 22  
日  
债券偿还方式：按年付  
息，到期一次还本，附  
第 3 年末投资者回售选  
择权

#### 分析师

姓名：  
安晓敏 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
anxm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于中  
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股  
份有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 海航资本集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行 公司债券（第一期、第二期）2020 年跟踪信用评级报告

|            | 本次跟踪评级结果         | 上次信用评级结果        |
|------------|------------------|-----------------|
| 本期债券信用等级   | 第一期：AA-；第二期：AA-  | 第一期：AA；第二期：AA   |
| 发行主体长期信用等级 | AA-              | AA              |
| 评级展望       | 负面               | 负面              |
| 评级日期       | 2020 年 12 月 24 日 | 2019 年 6 月 27 日 |

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”或“公司”）及其 2016 年 02 月 01 日发行的“16 海资 01”和 2016 年 03 月 21 日发行的“16 海资 02”的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为 AA-，发行主体长期信用等级下调为 AA-，评级展望维持为负面。本次评级下调主要是基于：公司资产流动性下降，有息债务规模较大，多只债券利息延期支付或展期，不良信贷记录较多，公司 2019 年审计报告带有强调事项段，存在很大偿债压力和或有负债风险；同时受“COVID-19”疫情影响，2020 年上半年子公司渤海租赁投资股份有限公司（以下简称“渤海租赁”，股票代码：000415.SZ）亏损较大；子公司海航投资集团股份有限公司（以下简称“海航投资”，股票代码：000616.SZ）剩余房产规模较小，未来收入存在较大波动，且海航投资 2019 年度被出具否定意见的内部控制审计报告；公司质押所持有的渤海租赁、海航投资股份比例较高，部分股份已被冻结等风险因素。

### 正面：

- 2019 年飞机租赁和集装箱租赁业务稳定发展，竞争力依然较强。2019 年渤海租赁业务发展较为稳定，2019 年末自有、管理及订单飞机合计 959 架，为全球第三大飞机租赁公司；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。
- 渤海信托盈利能力及业务能力较好。2019 年子公司渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）实现营业收入 29.24 亿元，同比增长 47.32%；实现净利润 11.16 亿元，同比增长 9.76%。

## 关注:

- **公司有息债务规模较大，多只债券利息延期支付或展期，不良信贷记录较多，偿债压力很大。**2019 年末公司有息债务为 2,208.22 亿元，占负债总额的 84.92%，其中短期有息债务 357.67 亿元。目前公司有多个债券利息延期支付或展期。截至企业信用报告查询日（2020 年 9 月 22 日），公司本部关注类借款余额 19.74 亿元，不良类借款余额 16.00 亿元，未结清逾期利息 6,835.72 万元，偿债压力很大。
- **公司资产流动性下降。**截至 2019 年末，公司资产中非流动资产占比 78.57%，以固定资产为主，且应收关联企业往来款规模增加，对公司资金形成较大占用；另外，包括货币资金、存货、应收融资租赁款、可供出售金融资产、固定资产等在内的受限资产合计 1,374.10 亿元，占总资产比重 38.18%，整体资产流动性下降。
- **公司关联担保规模较大，存在很大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 585.51 亿元，占公司所有者权益的比重为 58.63%，对外担保规模较大，主要为对关联方的担保，截至企业信用报告查询日（2020 年 9 月 22 日），公司本部作为保证人/反担保人的还款责任余额 81.08 亿元，其中关注类余额 6.70 亿元，不良类余额 2.16 亿元，存在很大的或有负债风险。
- **公司 2019 年审计报告带有强调事项段。**2019 年公司审计报告带有强调事项段，具体为：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，应付借款利息 20.01 亿元，目前公司正在与借款方积极进行协调借款展期、结构调整等相关事宜。
- **受“COVID-19”疫情影响，全球飞机租赁业务受到了较大冲击，2020 年上半年渤海租赁亏损较大。**受“COVID-19”疫情影响，全球航空需求大幅降低，全球航空运输业及相关产业受到了较大的负面冲击，2020 年上半年渤海租赁飞机租赁业务的租金收入和销售收入均有所下降，并计提规模较大的坏账准备和资产减值准备，2020 年上半年实现营业收入 172.79 亿元，同比下降 8.7%，实现归属上市公司股东的净利润为-25.14 亿元，同比下降 239.17%。
- **海航投资剩余房产规模较小，基金及养老产业规模较小，未来收入存在较大波动。**2020 年上半年海航投资实现营业收入 0.30 亿元，同比下降 70.28%，实现归属上市公司股东的净利润为-0.30 亿元，同比下降 4,479.28%；2020 年 6 月末海航投资房地产项目账面价值 12.67 亿元，其中 10.63 亿元已被抵押，而基金管理业务和养老产业规模较小，未来收入存在较大波动。

- **海航投资被出具否定意见的内部控制审计报告。**2020年4月30日，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对海航投资出具了否定意见的内部控制审计报告，导致否定意见的事项为海航投资财务报告内部控制存在以下重大缺陷：（1）未履行程序为关联方提供担保；（2）未充分履行程序与关联方发生资金往来。
- **公司质押所持有的渤海租赁、海航投资股份比例较高，且部分股份已被冻结。**截至2020年8月4日，公司持有渤海租赁的股份累计已质押17.49亿股，占其所持渤海租赁股份的99.60%；截至2020年9月4日，持有渤海租赁的股份累计被冻结数量5.29亿股；截至2020年6月末，公司持有海航投资2.86亿股，已全部质押，其中1.55亿股被冻结。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目            | 2019年         | 2018年         | 2017年         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产           | 35,988,296.10 | 39,082,878.60 | 44,168,593.30 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 3,943,377.40  | 3,447,499.60  | 3,647,716.70  |
| 有息债务          | 22,082,151.29 | 25,252,137.99 | 29,164,328.30 |
| 资产负债率         | 72.25%        | 75.82%        | 75.97%        |
| 流动比率          | 1.32          | 1.13          | 0.92          |
| 速动比率          | 1.30          | 1.11          | 0.88          |
| 营业收入          | 4,192,372.00  | 4,440,152.70  | 3,913,318.00  |
| 营业利润          | 252,666.10    | 302,136.70    | 351,056.00    |
| 净利润           | 128,806.90    | 256,440.30    | 216,413.30    |
| 综合毛利率         | 40.67%        | 39.74%        | 44.84%        |
| 总资产回报率        | 3.68%         | 3.63%         | 3.79%         |
| EBITDA        | 2,337,431.70  | 2,428,122.40  | 2,405,782.40  |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.99          | 2.00          | 2.08          |
| 经营活动现金流净额     | 1,698,875.60  | 2,587,326.00  | 2,101,885.60  |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年02月01日发行“16海资01”，发行规模为9.92亿元，期限5年；于2016年03月21日发行“16海资02”，发行规模为30.08亿元，期限5年。募集资金计划用于偿还公司债务、补充流动资金。根据公司2019年年度报告，截至2019年末，募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本未发生变化，仍为334.80亿元，控股股东仍为海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）<sup>1</sup>，持股比例仍为88.05%，公司实际控制人仍为海南省慈航基金会。

2019年公司处置了HNA Capital (Hong Kong) Holdings Company Limited（以下简称“海航资本香港”）81.00%的股权，公司对其丧失控制权，合并报表范围减少1家子公司，截至2019年末，公司纳入合并报表的子公司共22家（详见附录二）。

**表 1 2019 年公司合并报表范围减少子公司情况（单位：万元）**

| 子公司名称  | 持股比例    | 注册资本  | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因          |
|--|---------|-------|------|----------------------|
| HNA Capital (Hong Kong) Holdings Company Limited | 100.00% | 2,000 | 投资咨询 | 出售 81.00% 股权，控制权已经转移 |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 三、运营环境

### （一）租赁

**2019 年全国经济基本面稳中有降，突发疫情致短期经济形势严峻，宏观逆周期调节政策存进一步强化预期**

2019 年我国坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，加强宏观政策逆周期调节，全力做好“六稳”工作，经济增速略有下行但总体平稳，全年实现国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，较上年增长 6.1%。经济结构转型，传统劳动密集型行业受需求动能不足、国际贸易摩擦等影响增速放缓，而高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业等新兴产业增速均高于全国规模以上工业增速，信息服务业更以 18.7% 的增速表现突

<sup>1</sup> 公司未提供控股股东的企业信用报告。

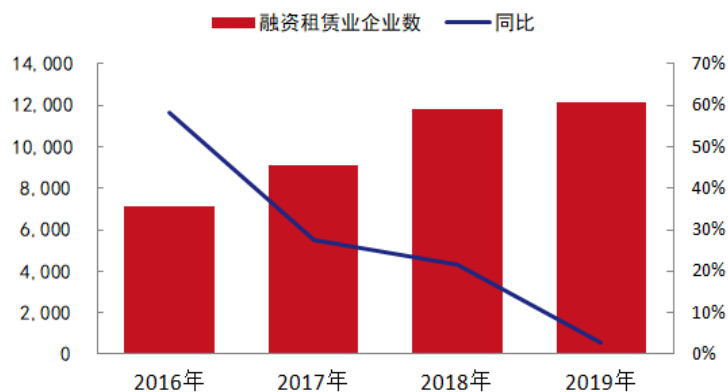
出。总需求方面，2019年虽外贸逆势有所增长，但消费支出、投资均呈进一步放缓态势。宽信用政策下M2和社融走势企稳，2019年末M2余额198.65万亿元，同比增长8.7%，2019年社会融资规模增量累计为25.58万亿元，比上年多3.08万亿元。

2019年末突发COVID-19疫情，全国停工停产拖累短期经济，2020年2月PMI下挫至35.7%，社融增量8,554亿元，创3年单月新低。中证鹏元预计，此次疫情大概率拉低我国全年经济增长率。经济严峻形势下，2月12日政治局召开会议定调统筹做好疫情防控和经济社会发展，其中税务总局发布税收优惠政策，财政部提前批地方政府债务限额，央行决定普惠金融定向降准、释放长期资金等多项逆周期调节政策持续加码，中证鹏元预计未来减税降费、房地产调控边际放松、基建、宽松货币政策等方面均将进一步强化。

**2019年融资租赁行业增速大幅放缓，行业格局仍较为分散，新监管政策出台，预计行业将整肃出清，有利于行业健康发展**

2019年我国融资租赁行业增速大幅放缓。根据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，截至2019年底，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV公司和收购海外的公司）总数约为12,130家，较上年底的11,777家增加了353家，同比增长3.00%。

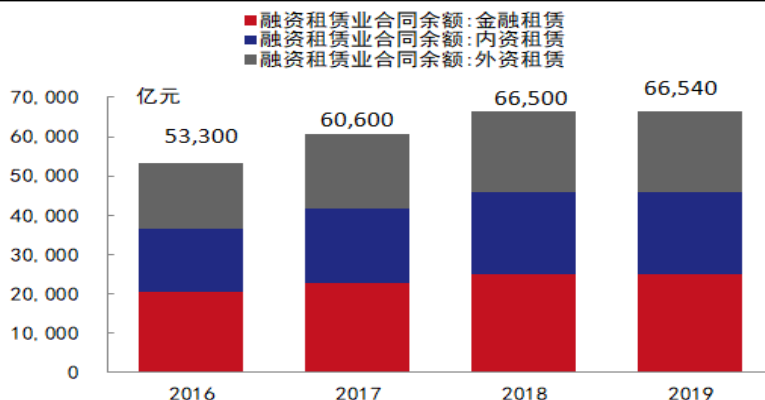
**图1 近年我国融资租赁企业数量（单位：家）及增长率情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业内仍为金融租赁企业、外商租赁企业和内资租赁企业三足鼎立。金融租赁方面，2019年银监会审批了中车金融租赁有限公司一家新的企业，截至2019年底，已经获批开业的企业70家。内资租赁方面，由于监管体制变化，内资试点审批机构调整，全国内资融资租赁企业总数为403家，较上年底的397家增加了6家；外资租赁方面，2019年天津、广东、上海、辽宁、陕西等地新增外资租赁企业，年末全国共11,657家，较上年底的11,311家增加346家。外资租赁企业由于准入门槛较低，在数量上仍占据绝对优势。

图2 近年我国融资租赁业务规模情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

交易规模方面，截至2019年末，我国融资租赁企业合同余额为6.65万亿元，增速较上年进一步下滑。其中金融租赁约25,030亿元，同比增长0.12%；内资租赁约20,810亿元，同比增长0.05%；外资租赁约20,700亿元，与上年基本相同。三类业务合同金额基本与上年持平，增速下滑，其中金融租赁企业业务规模仍最大。

近年来融资租赁行业内存在大量中小型企业，竞争较为激烈，亟待资本进行资源整合。此外，我国融资租赁业务模式目前以售后回租为主，直租为辅；业务集中在航空、航运、船舶、钢铁等大型设备上，客户偏重于大型企业，未来需要依据国家产业规划等对客户结构进行调整，逐渐达到大、中、小型客户结构合理的格局。

前期融资租赁行业经历快速发展，过程中出现诸多问题，例如融资渠道较为单一，银行短期贷款与租赁业务期限不匹配，给融资租赁企业留下了流动性风险隐患；业务同质化严重、同业竞争加剧、部分融资租赁公司偏离主业等。2020年6月9日，银保监会下发《融资租赁公司监督管理暂行办法》（银保监发[2020]22号）（以下简称“管理办法”），主要包含以下内容：一是明确融资租赁公司的业务范围、融资渠道、租赁物范围及禁止业务；二是从严监管，设置审慎监管指标；三是针对行业现有问题，提出清理规范要求，将融资租赁公司分为正常经营、非正常经营和违法违规经营等三类，指导地方分类处置；四是明确监管，由银保监会和地方政府分工监管，管理办法鼓励地方政府加大对融资租赁行业支持力度，引导行业回归本源，有利于行业健康稳定发展。

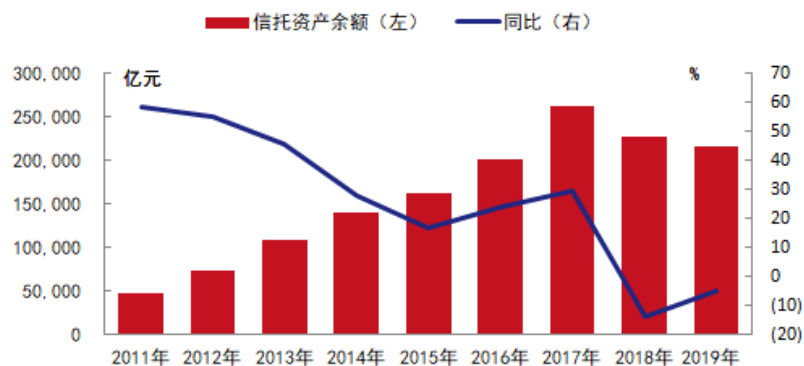
## （二）信托

2019年信托资产规模继续下降，行业主动管理能力提升，但信托业风险项目数量和规模持续上升，整体行业风险压力依然较大



2019年以来，随着国家政策基调由“强监管、去杠杆”转向“稳增长、稳杠杆”，加之“37号文”发布之后，信托行业资产规模仍呈下降态势，但降幅有所收窄。此外，实体经济因转型阵痛和融资条件恶化导致信用违约事件大幅增加的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，面临较大转型压力。截至2019年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为21.6万亿元，同比下降4.85%。

图3 2019年我国信托资产规模继续下降，但降幅收窄

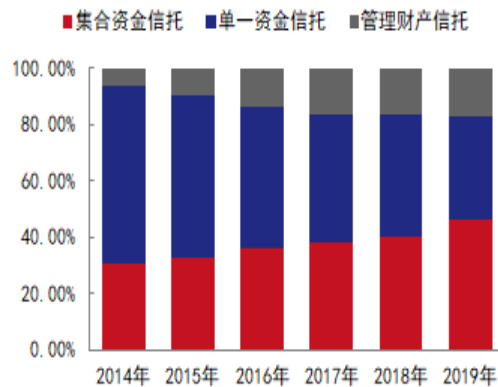
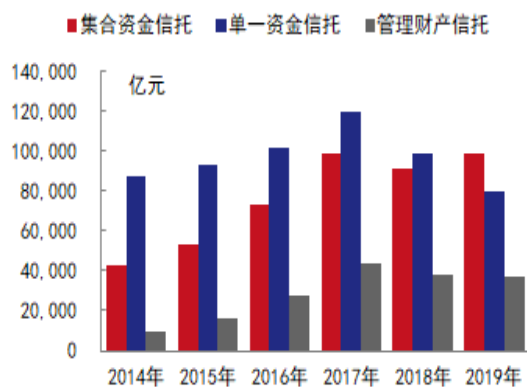


资料来源：Wind，中证鹏元整理

从信托资产的资金来源来看，结构不断优化，集合信托占比均持续提升，而单一资金信托的占比则继续保持下降的趋势，信托行业主动管理能力不断提升，信托业务的资金来源结构得到了显著优化。具体来看，2019年末存量集合资金信托规模9.9万亿元，规模同比增加8,000亿元，占比上升为45.93%；单一资金信托规模为8.04万亿元，同比下降18.52%，占比下降到37.10%；管理财产信托规模为3.67万亿，占比16.98%。

图4 2019年集合信托规模上升

图5 单一资金信托占比继续下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

伴随国内经济进入减速换挡期，供给侧结构性改革步入深水区，信托行业风险面临持

续上升的压力，信托业风险项目数量和规模持续上升，风险资产率也有显著上升。截至2019年末，信托行业风险项目有1,547个，同比增加675个；风险项目规模为5,770.47亿元，同比增加3,548.6亿元，增幅159.71%；全行业不良率由2018年末的0.98%升至2.67%。信托业的风险压力与宏观形势、市场波动、信托公司自身风控能力等方面因素有关，在经济下行阶段，预计2020年行业整体风险压力依然较大。

从经营业绩来看，2019信托全行业实现经营收入1,200.12亿元，同比增长5.22%，扭转了信托行业经营收入下滑的态势。从经营收入的构成来看，2019年信托业务收入占比为69.48%，仍是信托公司的主业，随着整个金融行业回归本源和信托行业转型升级的推进，信托业务收入占比仍有继续提升的空间。

图6 2019年信托公司业绩提升

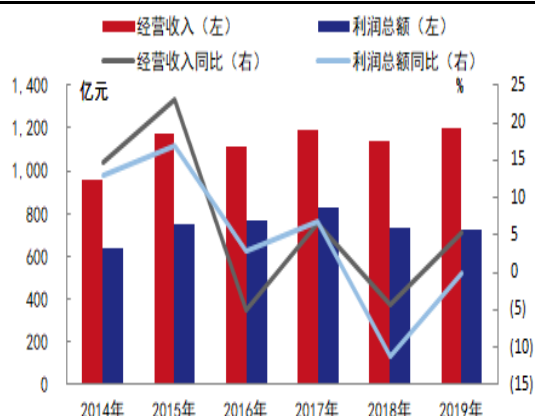
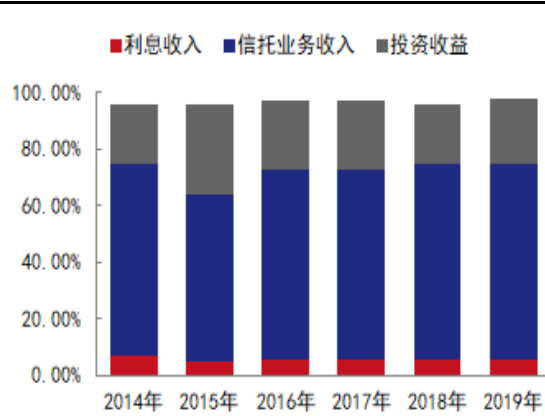


图7 信托业务收入占比较高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

2019年公司收入仍主要来源于以渤海租赁为平台的租赁业务，包括飞机租赁、集装箱租赁和基础设施租赁等；除租赁业务外，子公司渤海信托主要负责公司旗下的信托业务，海航投资负责公司旗下房地产业务，正逐步向产业基金、不动产基金和养老等领域转型，其他子公司从事咨询、股权投资等其他业务。

2019年公司实现营业收入419.24亿元，同比下降5.58%，其中，租赁收入为240.19亿元，同比下降8.69%，占营业收入的比重为57.29%；实现房地产收入1.71亿元，同比下降36.60%。手续费及佣金收入主要为信托业务产生，2019年为23.83亿元，同比增长32.64%。从毛利率水平来看，2019年公司主营业务毛利率为59.89%，综合毛利率为40.67%，同比变化不大。

**表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目             | 2019 年              |               | 2018 年              |               |
|----------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
|                | 金额                  | 毛利率           | 金额                  | 毛利率           |
| <b>主营业务收入：</b> |                     |               |                     |               |
| 租赁收入           | 2,401,870.30        | 57.01%        | 2,630,526.00        | 57.13%        |
| 手续费及佣金收入       | 238,285.40          | 88.68%        | 179,643.50          | 87.46%        |
| 利息收入、服务费收入     | 38,660.80           | 83.91%        | 39,400.90           | 63.77%        |
| 房地产业收入         | 17,110.60           | 21.53%        | 26,989.70           | 25.62%        |
| 其他             | 4,405.70            | 14.87%        | 1,345.90            | 41.22%        |
| <b>小计</b>      | <b>2,700,332.80</b> | <b>59.89%</b> | <b>2,877,906.00</b> | <b>58.81%</b> |
| <b>其他业务收入：</b> |                     |               |                     |               |
| 飞机销售业务收入       | 1,400,386.70        | 4.91%         | 1,463,898.40        | 3.45%         |
| 集装箱业务收入        | 60,569.20           | 26.73%        | 70,232.50           | 25.31%        |
| 维修收入           | 0.00                | -             | 26,421.10           | 8.19%         |
| 其他             | 31,083.30           | 56.78%        | 1,694.70            | 96.01%        |
| <b>小计</b>      | <b>1,492,039.20</b> | <b>5.89%</b>  | <b>1,562,246.70</b> | <b>4.61%</b>  |
| <b>合计</b>      | <b>4,192,372.00</b> | <b>40.67%</b> | <b>4,440,152.70</b> | <b>39.74%</b> |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

**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；受“COVID-19”疫情影响，全球飞机租赁业务受到了较大冲击，2020年上半年渤海租赁亏损较大**

公司租赁业务由控股上市公司渤海租赁运营，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”）不再纳入合并范围影响，境内融资租赁和融资租赁咨询业务收入大幅下降。从地区分布看，渤海租赁营业收入以境外收入为主，2019年境外实现收入占营业收入比重为85.04%。

**表 3 渤海租赁营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目          | 2019 年              |               | 2018 年              |               |
|-------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
|             | 收入                  | 毛利率           | 收入                  | 毛利率           |
| 融资租赁和融资租赁咨询 | 77,780.10           | 32.23%        | 308,346.80          | 34.73%        |
| 经营租赁        | 2,311,039.50        | 57.60%        | 2,258,992.10        | 58.99%        |
| 飞机销售        | 1,400,386.70        | 4.91%         | 1,463,898.40        | 3.45%         |
| 集装箱销售       | 60,569.20           | 26.73%        | 70,232.50           | 25.31%        |
| 其他业务        | 30,497.50           | 8.01%         | 27,598.50           | 12.10%        |
| <b>合计</b>   | <b>3,880,273.00</b> | <b>37.20%</b> | <b>4,129,068.30</b> | <b>36.60%</b> |

资料来源：渤海租赁 2019 年年度报告，中证鹏元整理

另外，受“COVID-19”疫情影响，全球航空需求大幅降低，全球航空运输业及相关产业受到了较大的负面冲击，2020年上半年渤海租赁飞机租赁业务的租金收入和销售收入均有所下降，并对应收账款计提坏账准备较上年同期增加了5.40亿元，因飞机资产估值下降等导致固定资产计提减值准备较上年同期增加16.68亿元，对境内长期应收款计提坏账准备增加约12.91亿元。同时，期末发生股权处置事项，导致投资收益下降。最终，渤海租赁2020年上半年实现营业收入172.79亿元，同比下降8.7%，实现归属上市公司股东的净利润为-25.14亿元，同比下降239.17%。

境外租赁业务方面，飞机租赁通过子公司Avolon开展。2019年公司飞机租赁业务稳定发展，Avolon实现营业收入322.66亿元，同比增长1.18%，净利润47.40亿元，同比增长7.39%。2020年1-6月，受“COVID-19”疫情影响，Avolon净利润亏损0.17亿元。截至2019年末，公司自有、管理及订单飞机合计959架（其中自有及管理飞机559架（Avolon持有525架，天津渤海持有34架），订单飞机400架），主要为空客A320系列及波音737系列等单通道窄体机型（占机队总数的56%），平均剩余租期为7.0年，平均机龄约4.9年，服务于全球62个国家的154家客户。按飞机数量统计，Avolon为仅次于AerCap、GECAS的全球第三大飞机租赁公司。

**表 4 公司飞机租赁业务主要主体情况（单位：亿元）**

| 时间      | 主体     | 资产总额     | 净资产    | 营业收入   | 净利润   |
|---------|--------|----------|--------|--------|-------|
| 2020年6月 | Avolon | 2,244.38 | 554.08 | 114.71 | -0.17 |
| 2019年   | Avolon | 1,972.36 | 555.60 | 322.66 | 47.40 |
| 2018年   | Avolon | 1,863.58 | 515.39 | 318.89 | 44.14 |

资料来源：渤海租赁 2019 年年度报告，中证鹏元整理

境外集装箱租赁业务通过子公司GSC开展，截至2019年末，GSC自有和管理的集装箱合计380万CEU，2019年平均出租率为93.60%，同比均有所下降，服务全球748家客户，集装箱分布于全球的157个港口，在全球范围内拥有23个运营中心，为全球第二大集装箱租赁公司（以CEU计）。

公司集装箱租赁业务仍主要以干柜货箱和冷藏箱租赁为主，分别占集装箱CEU的42.17%和39.98%，罐箱和特种箱占比分别为11.33%和6.52%。

**表 5 GSC 集装箱业务情况**

| 时间    | 项目    | 万 CEU  | 平均出租率 (%) |
|-------|-------|--------|-----------|
| 2019年 | 集装箱干柜 | 160.33 | 93.60     |
|       | 冷藏集装箱 | 152.02 | 96.90     |
|       | 罐式集装箱 | 43.08  | 86.90     |

|        |       |               |              |
|--------|-------|---------------|--------------|
|        | 特种集装箱 | 24.78         | 90.20        |
|        | 合计    | <b>380.21</b> | <b>93.60</b> |
| 2018 年 | 集装箱干柜 | 164.82        | 97.10        |
|        | 冷藏集装箱 | 149.71        | 97.80        |
|        | 罐式集装箱 | 42.87         | 90.30        |
|        | 特种集装箱 | 24.68         | 91.20        |
|        | 合计    | <b>382.07</b> | <b>96.90</b> |

资料来源：渤海租赁 2019 年年度报告，中证鹏元整理

受资管新规影响，2019年渤海信托信托规模有所下降，主动管理业务规模和占比均有所上升，各项风险管理指标仍优于监管标准；但渤海信托自营资产质量下滑，信托业务存在关联交易等情况，面临很大的潜在关联方风险

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。截至 2019 年末，渤海信托注册资本仍为 36.00 亿元，其中公司持股 51.23%，北京海航金融控股有限公司持股 26.67%，中国新华航空集团有限公司持股 22.10%。

2019年渤海信托营业收入和利润均有所增加，实现营业收入29.24亿元，同比增长47.32%，其中手续费及佣金净收入为21.13亿元，同比增长34.37%；实现净利润11.16亿元，同比增长9.76%。2019年末渤海信托总资产158.20亿元，同比增长12.70%。

**表 6 渤海信托主要财务指标（单位：万元）**

| 项目           | 2019 年       | 2018 年       |
|--------------|--------------|--------------|
| 总资产          | 1,582,018.60 | 1,403,722.60 |
| 负债总额         | 268,597.23   | 200,398.65   |
| 所有者权益合计      | 1,313,421.37 | 1,203,323.95 |
| 营业收入         | 292,411.33   | 198,492.55   |
| 其中：手续费及佣金净收入 | 211,282.72   | 157,241.24   |
| 营业利润         | 191,361.27   | 135,823.57   |
| 净利润          | 111,586.88   | 101,662.59   |

资料来源：渤海信托 2019 年度报告，中证鹏元整理

从自营业务投资结构来看，2019年渤海信托的投资结构主要用于贷款及应收款、可供出售金融资产和其他资产，其中其他资产占比最高达到63.66%。按照行业来分，2019年渤海信托投资于实业占比67.39%，金融机构占比26.39%。

**表 7 渤海信托自有资产结构（单位：亿元）**

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|----|--------|--------|
|----|--------|--------|

|                        | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
|------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 货币资产                   | 13.46         | 8.51%          | 6.57          | 4.68%          |
| 贷款及应收款                 | 14.48         | 9.15%          | 8.32          | 5.92%          |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 0.19          | 0.12%          | 0.19          | 0.13%          |
| 可供出售金融资产               | 29.37         | 18.56%         | 73.12         | 52.09%         |
| 其他                     | 100.71        | 63.66%         | 52.17         | 37.18%         |
| <b>合计</b>              | <b>158.20</b> | <b>100.00%</b> | <b>140.37</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：渤海信托 2019 年度报告，中证鹏元整理

从自营资产质量来看，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。

信托业务方面，渤海信托主要信托业务种类包括资金信托、财产信托和股权信托等，收取信托手续费和佣金获得收益。受资管新规影响，渤海信托信托资产规模有所下降，2019年末为5,966.03亿元，同比下降3.83%，其中财产权信托降幅较大，达到30.99%。渤海信托的信托资产仍以单一资金信托为主，2019年末占比为69.71%。信托资产管理模式分为主动管理型和被动管理型两类，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。2019年渤海信托增加主动管理型信托资产规模，年末为2,420.06亿元，为上年同期的2.36倍。而渤海信托管理资产仍以被动管理型信托为主，为3,545.97亿元，同比下降31.59%，占受托管理资产总额的59.44%。

**表 8 渤海信託管理的信託资产情况（单位：亿元）**

| 信托资产              | 2019 年          | 2018 年          |
|-------------------|-----------------|-----------------|
| 集合                | 1,483.43        | 1,157.11        |
| 单一                | 4,159.16        | 4,577.50        |
| 财产权               | 323.44          | 468.71          |
| <b>合计</b>         | <b>5,966.03</b> | <b>6,203.32</b> |
| <b>主动管理型信托资产：</b> |                 |                 |
| 证券投资类             | 12.34           | -               |
| 股权投资类             | 136.16          | 86.48           |
| 融资类               | 2,250.65        | 872.20          |
| 事物管理类             | 20.92           | 67.82           |

|                   |                 |                 |
|-------------------|-----------------|-----------------|
| <b>合计</b>         | <b>2,420.06</b> | <b>1,026.50</b> |
| <b>被动管理型信托资产：</b> |                 |                 |
| 证券投资类             | 154.34          | 229.40          |
| 股权投资类             | 274.32          | 332.70          |
| 融资类               | 2,760.02        | 4,111.48        |
| 事物管理类             | 357.29          | 503.24          |
| <b>合计</b>         | <b>3,545.97</b> | <b>5,176.82</b> |

资料来源：渤海信托 2019 年度报告，中证鹏元整理

从信托资产投资方向来看，渤海信托主要投向为实业、基础产业、金融机构和房地产业，2019年投向实业和基础产业规模有所上升，其他投向有所下降。基础产业主要为地方政府承担的基础设施项目，目前地方政府债务压力不断加大，宏观经济增速下行背景下渤海信托面临的兑付风险亦值得关注。

**表 9 渤海信託管理的信託资产情况（单位：亿元）**

| 资金投向行业    | 2019 年          |                | 2018 年          |                |
|-----------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|           | 金额              | 占比             | 金额              | 占比             |
| 基础产业      | 752.62          | 12.62%         | 728.24          | 11.74%         |
| 房地产       | 669.95          | 11.23%         | 735.60          | 11.86%         |
| 证券市场      | 166.68          | 2.79%          | 229.41          | 3.70%          |
| 实业        | 3,383.05        | 56.71%         | 2,938.53        | 47.37%         |
| 金融机构      | 699.95          | 11.73%         | 1,268.43        | 20.45%         |
| 其他        | 293.78          | 4.92%          | 303.11          | 4.88%          |
| <b>合计</b> | <b>5,966.03</b> | <b>100.00%</b> | <b>6,203.32</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：渤海信托 2019 年度报告，中证鹏元整理

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，面临很大的潜在关联方风险。

从公司的各项监管指标看，目前公司净资本、“净资本/各项业务风险资本之和”和“净资本/净资产”等指标均符合相关监管政策要求。其中，2019年末渤海信托净资本为100.63亿元，同比增长24.65%；各项业务风险资本之和为83.71亿元，同比增长78.53%；净资本/各项业务风险资本之和下降至120.21%；净资本/净资产指标为76.62%，仍高于监管标准。

**表 10 渤海信托各项监管指标情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2019 年  | 2018 年  | 监管标准  |
|----------------|---------|---------|-------|
| 净资本            | 100.63  | 80.73   | ≥2 亿元 |
| 各项业务风险资本之和     | 83.71   | 46.89   | -     |
| 净资本/各项业务风险资本之和 | 120.21% | 172.16% | ≥100% |
| 净资本/净资产        | 76.62%  | 67.09%  | ≥40%  |

资料来源：渤海信托 2019 年度报告，中证鹏元整理

### 3、其他业务

**2019年海航投资房产销售收入下降，剩余房产规模较小，且基金管理费及养老服务业务收入规模较小，未来收入或存在波动**

2019 年海航投资营业收入仍主要来源于房地产业务，房产销售收入来自天津亿城堂庭项目，获得销售收入 1.71 元，毛利率为 21.53%；实现基金管理费及养老服务收入 0.42 亿元，同比上升 16.99%。2020 年上半年海航投资实现营业收入 0.30 亿元，同比下降 70.28%，实现归属上市公司股东的净利润为-0.30 亿元，同比下降 4,479.28%。业绩亏损的原因主要系新冠疫情对海航投资的养老服务、房地产销售均造成了一定的暂时性影响，另外，天津亿城堂庭项目剩余可售规模较小也是导致业绩下滑的主要原因。

**表 11 海航投资营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目         | 2019 年           |               | 2018 年           |               |
|------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|            | 金额               | 毛利率           | 金额               | 毛利率           |
| 房产销售       | 17,110.61        | 21.53%        | 23,367.89        | 27.16%        |
| 基金管理费及养老服务 | 4,237.80         | 20.93%        | 3,622.38         | 15.67%        |
| 合计         | <b>21,348.41</b> | <b>21.41%</b> | <b>26,990.27</b> | <b>25.62%</b> |

资料来源：海航投资 2019 年年度报告，中证鹏元整理

2019年末海航投资仅留存天津亿城堂庭项目，剩余38套LOFT公寓待售，剩余76,243.05 平米商场与20,798.38万平写字楼待售/租。2019年天津亿城堂庭项目已完成208套房屋的签约销售工作，项目累计签约金额1.84亿元，回款累计1.72亿元。截至2020年6月末，该项目累计签约额4.58元，公司收到来自该项目4.41亿元回款。2020年6月末天津亿城堂庭项目账面价值12.67亿元，未来可产生一定的收入，但其中10.63亿元已被抵押，后续收入及资金流入存在一定的不确定性。

2019年航海投资基金管理费及养老服务同比有所增加，但规模仍较小。养老等产业投资方面，海航投资继续通过全资子公司北京养正投资有限公司（以下简称“北京养正”）推进养老机构品牌建设拓展工作，以位于北京石景山核心区的和悦家国际颐养社区为基础，着力将“和悦家”打造成城市中高端养老机构的代表性品牌。和悦家国际颐养社区项



目总建筑面积4万平米，公共设施及配套1万平米，客房302间，床位403张。截至2020年6月末，和悦家国际颐养社区入住人数273，入住率77.48%。

2020年4月30日，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对海航投资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财务报告内部控制存在以下重大缺陷：（1）未履行程序为关联方提供担保；（2）未充分履行程序与关联方发生资金往来。

2020年6月29日，海航投资收到中国证券监督管理委员会大连监管局行政监管措施决定书《关于对海航投资集团股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（以下简称“决定书”），决定书主要内容为：2019年内，海航投资在未履行相关审议程序及临时信息披露义务的情况下，存在以质押定期存单的方式为受同一实际控制人控制的海航投资控股有限公司向洛阳银行贷款提供违规担保的情况，总计91,237.9万元。

#### **公司质押所持有的渤海租赁、海航投资股份比例较高，且部分股份已被冻结**

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%。2019年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总数超过公司股份总数的百分之一，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。

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%。截至2020年9月4日，海航资本持有渤海租赁17.33亿股，持股比例28.02%，其中累计被冻结数量5.29亿股，占其所持股份比例30.52%，占渤海租赁总股本的8.55%。

截至2020年6月末，公司持有海航投资2.86亿股，占海航投资总股本的19.98%，已全部质押，其中1.55亿股被冻结。

## **五、财务分析**

### **财务分析基础说明**

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标

准无保留意见的2018年审计报告及带有强调事项的2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。其中强调事项为：

1、大华会计师事务所（特殊普通合伙）对子公司海航投资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财务报告内部控制存在以下重大缺陷：（1）未履行程序为关联方提供担保；（2）未充分履行程序与关联方发生资金往来。上述报告未对海航投资2019年度审计报告产生影响。

2、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，应付借款利息20.01亿元，目前公司正在与借款方积极进行协调借款展期、结构调整等相关事宜。

2019年公司报表合并范围减少1家子公司，年末纳入公司合并范围的子公司共22家。

## 资产结构与质量

**2019年公司资产规模下降，固定资产等非流动资产占比较高，应收关联企业往来款规模仍较大，对公司资金形成较大占用，且受限资产规模较大，资产流动性下降**

2019年公司资产规模继续下降，年末公司资产规模为3,598.83亿元，同比减少7.92%。从资产结构来看，仍以非流动资产为主，占比78.57%。

2019年末公司货币资金107.97亿元，同比下降41.64%，其中银行存款88.15亿元，使用受限的货币资金为31.74亿元。其他应收款主要为应收关联企业及第三方的往来款，年末同比上升39.08%，占公司总资产的比重为12.32%，其中应收关联企业往来款规模301.67亿元，对公司资金形成较大占用。年末公司存货账面价值12.90亿元，同比下降系天津亿城堂庭项目部分出售所致，存货中用于担保的价值为10.63亿元。持有待售资产为签订了不可撤销转让协议的待处置飞机资产、飞机的应收融资租赁款等，年末账面价值9.22亿元，同比大幅下降。2019年末公司一年内到期的非流动资产大幅下降，主要包括长期应收款28.37亿元、应收款项类投资15.00亿元和持有至到期投资2.03亿元，其中长期应收款主要为应收融资租赁款和第三方贷款。

**表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目    | 2019 年       |        | 2018 年       |       |
|-------|--------------|--------|--------------|-------|
|       | 金额           | 占比     | 金额           | 占比    |
| 货币资金  | 1,079,659.40 | 3.00%  | 1,850,105.80 | 4.73% |
| 其他应收款 | 4,433,475.20 | 12.32% | 3,187,795.10 | 8.16% |
| 存货    | 129,035.10   | 0.36%  | 142,036.70   | 0.36% |

|                |                      |                |                      |                |
|----------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------|
| 持有待售资产         | 92,234.40            | 0.26%          | 3,652,054.40         | 9.34%          |
| 一年内到期的非流动资产    | 453,999.40           | 1.26%          | 927,975.80           | 2.37%          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>7,712,200.90</b>  | <b>21.43%</b>  | <b>10,678,175.00</b> | <b>27.32%</b>  |
| 可供出售金融资产       | 1,301,251.30         | 3.62%          | 2,824,234.70         | 7.23%          |
| 长期应收款          | 816,229.70           | 2.27%          | 938,358.70           | 2.40%          |
| 长期股权投资         | 2,206,550.60         | 6.13%          | 2,041,728.70         | 5.22%          |
| 投资性房地产         | 2,046.20             | 0.01%          | 563,980.00           | 1.44%          |
| 固定资产           | 19,852,917.80        | 55.16%         | 18,200,352.60        | 46.57%         |
| 商誉             | 948,100.40           | 2.63%          | 933,673.10           | 2.39%          |
| 其他非流动资产        | 2,870,940.60         | 7.98%          | 2,725,429.80         | 6.97%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>28,276,095.20</b> | <b>78.57%</b>  | <b>28,404,703.60</b> | <b>72.68%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>35,988,296.10</b> | <b>100.00%</b> | <b>39,082,878.60</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

可供出售金融资产主要为可供出售基金、权益、信托、理财和资管产品等，年末为 130.13 亿元，同比下降 53.93%，主要系权益投资下降所致，另外，公司对可供出售金融资产计提资产减值损失合计 4.21 亿元。长期应收款主要为应收融资租赁款，2019 年末为 81.62 亿元，同比下降主要系境内融资租赁业务规模下降。2019 年末公司长期应收款计提的坏账准备为 14.01 亿元，占期末账面价值的 17.16%。长期股权投资主要为对联营企业的投资，2019 年末账面价值 220.66 亿元，同比增长 8.07%。2019 年海航资本香港不再纳入公司合并报表范围，投资性房地产大幅下降，剩余投资性房地产为抵债资产，未取得产权证。固定资产主要包括飞机及发动机、集装箱、运输工具等，2019 年末为 1,985.29 亿元，同比略有增加，其中用于抵押借款的受限固定资产账面价值为 1,246.26 亿元，受限比例高。2019 年末商誉为 94.81 亿元，系收购 Avolon、C2 产生。其他非流动资产主要为预付的飞机款，2019 年末为 287.09 亿元。

2019 年末公司受限资产主要包含货币资金 31.74 亿元、固定资产 1,246.26 亿元、存货 10.63 亿元、应收融资租赁款 51.27 亿元、长期股权投资 30.78 亿元、可供出售金融资产 2.80 亿元、投资性房地产 56.19 亿元和其他应收款 0.63 亿元，合计 1,374.10 亿元，占总资产比重 38.18%。

整体来看，2019 年末公司资产规模有所下降，下降的资产科目主要包括货币资金、存货、一年内到期的非流动资产、持有待售资产、可供出售金融资产、投资性房地产等流动性强的资产，而增加的资产科目主要为其他应收款、长期股权投资和固定资产等流动性相对较弱的资产，且应收关联企业往来款规模较大，对公司资金形成较大占用，受限资产规模较大，公司资产流动性下降。

## 盈利能力

**2019年公司营业收入下降，同时期间费用率水平较高，净利润下降，预计2020年公司收入下降、利润大幅下降甚至亏损**

2019年公司实现营业收入419.24亿元，同比下降5.58%，主要系租赁收入、房地产收入均有所下降所致。盈利能力方面，公司综合毛利率变化不大，为40.67%。期间费用方面，同比变化不大，为33.54%，依然处于较高水平，且目前公司债务规模仍较大，预计未来财务费用仍将保持在较高水平。

2019年公司资产减值损失规模依然较大，为11.48亿元，同时投资收益大幅下降，导致公司营业利润有所下降。2019年子公司渤海信托因未决诉讼确认预计负债产生营业外支出4.48亿元及公司债务重组损失及罚款共计4.90亿元，导致公司利润总额和净利润大幅下降。公司收入及利润主要来源于子公司渤海租赁，2019年渤海租赁实现营业收入388.03亿元，与公司营业收入之比92.55%，实现净利润33.23亿元，为公司净利润的2.58倍。2020年上半年，受“COVID-19”疫情影响，渤海租赁营业收入同比下降8.7%，实现归属上市公司股东的净利润亏损25.14亿元，同比下降239.17%，由此预计公司2020年营业收入下降，净利润大幅下降甚至亏损。

**表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目       | 2019年        | 2018年        |
|----------|--------------|--------------|
| 营业收入     | 4,192,372.00 | 4,440,152.70 |
| 资产减值损失   | 114,802.10   | 231,789.90   |
| 投资收益     | 81,267.50    | 229,773.10   |
| 公允价值变动收益 | 2,134.80     | 33,505.40    |
| 营业利润     | 252,666.10   | 302,136.70   |
| 营业外支出    | 49,020.10    | 5,177.80     |
| 利润总额     | 209,270.10   | 299,804.90   |
| 净利润      | 128,806.90   | 256,440.30   |
| 综合毛利率    | 40.67%       | 39.74%       |
| 期间费用率    | 33.54%       | 33.44%       |
| 总资产回报率   | 3.68%        | 3.63%        |
| 营业利润率    | 6.03%        | 6.80%        |
| 净资产收益率   | 1.33%        | 2.56%        |
| 营业收入增长率  | -5.58%       | 13.46%       |
| 净利润增长率   | -49.77%      | 18.50%       |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流仍为净流入,但现金及现金等价物持续下降,目前资金需求较大,仍面临较大的筹资压力

2019年公司收现比继续下降,为0.62。2019年公司存货规模减少,经营性应收项目大幅增加,对公司营运资金占用较多,但公司固定资产折旧等非付现费用及非经营损益规模较大,公司经营活动现金流仍为净流入。

2019年公司投资活动现金流入规模较小,投资活动表现为现金净流出36.64亿元。2019年公司取得银行借款规模大幅下降,而偿还债务规模仍较大,筹资活动现金净流出147.56亿元,现金及现金等价物下降13.01亿元。考虑到未来租赁业务中飞机等资产的采购资金需求较大,公司有息债务规模较大,公司仍面临较大筹资压力。

表 14 公司现金流情况 (单位: 万元)

| 项目                   | 2019 年               | 2018 年               |
|----------------------|----------------------|----------------------|
| 净利润                  | 128,806.80           | 256,440.30           |
| 营运资本变化               | -573,180.30          | 162,474.00           |
| 其中: 存货减少 (减: 增加)     | 13,001.60            | 265,088.20           |
| 经营性应收项目的减少 (减: 增加)   | -1,150,260.10        | -223,540.90          |
| 经营性应付项目的增加 (减: 减少)   | 564,078.20           | 120,926.70           |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>1,698,875.60</b>  | <b>2,587,326.00</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-366,361.30</b>   | <b>61,252.60</b>     |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-1,475,639.10</b> | <b>-4,124,907.50</b> |
| 现金及现金等价物净增加额         | -130,085.20          | -1,456,103.50        |
| 收现比                  | 0.62                 | 0.64                 |

资料来源: 公司 2018 年、2019 年审计报告, 中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大,多只债券利息延期支付或展期,不良信贷记录较多,偿债压力很大

2019年公司负债规模有所下降,年末负债总额为2,600.21亿元,所有者权益为998.62亿元,产权比率为260.38%,所有者权益对负债的保障程度仍较差。

表 15 公司资本结构情况 (单位: 万元)

| 指标名称 | 2019 年        | 2018 年        |
|------|---------------|---------------|
| 负债总额 | 26,002,089.10 | 29,631,987.70 |

|       |              |              |
|-------|--------------|--------------|
| 所有者权益 | 9,986,207.00 | 9,450,890.90 |
| 产权比率  | 260.38%      | 313.54%      |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，仍以非流动负债为主，2019年末占比77.50%。

2019年末公司短期借款账面价值127.42亿元，其中信用借款31.75亿元。2019年末公司预收款项69.52亿元，同比增长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<sup>2</sup>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，年末其他应付款109.02亿元，同比下降27.07%，主要系应付关联方往来款和第三方款项减少所致，而应付利息较同比增长363.74%，主要系公司及子公司渤海租赁应付利息增加所致。2019年皖江金租不再纳入合并范围，致使年末划分为持有待售负债账面价值为0。2019年末公司一年内到期的非流动负债为235.26亿元，同比20.15%，主要系一年内到期应付债券偿还所致。

**表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2019 年               |                | 2018 年               |                |
|----------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------|
|                | 金额                   | 占比             | 金额                   | 占比             |
| 短期借款           | 1,274,246.80         | 4.90%          | 2,222,349.50         | 7.50%          |
| 预收款项           | 695,175.70           | 2.67%          | 295,319.20           | 1.00%          |
| 其他应付款          | 1,090,152.20         | 4.19%          | 1,494,704.70         | 5.04%          |
| 持有待售负债         | 0.00                 | 0.00%          | 2,207,497.80         | 7.45%          |
| 一年内到期的非流动负债    | 2,352,589.70         | 9.05%          | 2,950,246.70         | 9.96%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>5,851,385.50</b>  | <b>22.50%</b>  | <b>9,456,623.80</b>  | <b>31.91%</b>  |
| 长期借款           | 7,930,004.50         | 30.50%         | 10,532,093.80        | 35.54%         |
| 应付债券           | 10,406,932.90        | 40.02%         | 7,876,667.70         | 26.58%         |
| 其他非流动负债        | 1,267,635.20         | 4.88%          | 1,289,281.00         | 4.35%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>20,150,703.60</b> | <b>77.50%</b>  | <b>20,175,363.90</b> | <b>68.09%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>26,002,089.10</b> | <b>100.00%</b> | <b>29,631,987.70</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 22,082,151.29        | 84.92%         | 25,252,137.99        | 85.22%         |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款账面价值793.00亿元，同比下降24.71%；年末应付债券账面价值1,040.69亿元，同比增长32.12%，主要由公司债券、短期融资券等构成。公司其他非流动负债主要为与租赁业务相关的预收维修储备金、安全保证金等，年末账面价值126.76亿元，较年初下降1.68%。

公司负债以有息债务为主，2019年末有息债务为2,208.22亿元，占负债总额的84.92%。

<sup>2</sup> 海航航空技术股份有限公司和拟收购渤海信托部分股权，但该交易未获得监管批准。

从有息债务偿还期限来看，短期有息债务为357.67亿元，面临很大的偿债压力。

2019年末公司资产负债率为72.25%，同比有所下降。2019年末公司流动负债下降，流动比率和速动比率有所上升。2019年公司EBITDA下降，EBITDA利息保障倍数有所下降，同时公司经营性净现金流对负债的覆盖程度较弱。

另外，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》，“14海资01/14海资债01”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；根据公司2019年年度报告，2020年公司与投资人达成协议，延期兑付“14海资02/14海资债02”、“16海资01”和“16海资02”上一年度利息；根据渤海租赁2020年9月8日发布的《渤海租赁股份有限公司2019年度第二期超短期融资券兑付展期公告》，“19渤海租赁SCP002”的兑付日期自2020年9月8日起本金展期270天，展期后兑付日变更为2021年6月5日。公司及子公司债券利息及本金延期支付及展期事项反映了公司已存在严重流动性问题，且公司有息债务规模仍较大，面临很大的偿债压力。

**表 17 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2019年        | 2018年        |
|---------------|--------------|--------------|
| 资产负债率         | 72.25%       | 75.82%       |
| 流动比率          | 1.32         | 1.13         |
| 速动比率          | 1.30         | 1.11         |
| EBITDA（万元）    | 2,337,431.70 | 2,428,122.40 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.99         | 2.00         |
| 有息债务/EBITDA   | 9.45         | 10.40        |
| 债务总额/EBITDA   | 11.12        | 12.20        |
| 经营性净现金流/流动负债  | 0.29         | 0.27         |
| 经营性净现金流/负债总额  | 0.07         | 0.09         |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司2019年审计报告，2019年末公司本部共有40笔借款已经逾期，本金余额166.27亿元，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。

根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2020年9月22日），公司本部关注

类借款余额19.74亿元，不良类借款余额16.00亿元，未结清逾期利息6,835.72万元。

## （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计585.51亿元，占公司所有者权益的比重为58.63%，对外担保规模较大，主要为对关联方的担保。截至企业信用报告查询日（2020年9月22日），公司本部作为保证人/反担保人的还款责任余额81.08亿元，其中关注类余额6.70亿元，不良类余额2.16亿元，存在很大的或有负债风险。

**表 18 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

| 被担保单位名称      | 担保余额          | 被担保债务到期时间        |
|--------------|---------------|------------------|
| GCL 投资管理有限公司 | 248.33        | 2023 年 12 月 2 日  |
| 海南航空控股股份有限公司 | 21.70         | -                |
| 广州利迪经贸有限公司   | 4.13          | 2019 年 3 月 23 日  |
| 浦航融资租赁有限公司   | 10.00         | 2019 年 3 月 26 日  |
| 浦航融资租赁有限公司   | 10.01         | 2019 年 6 月 14 日  |
| 海航科技集团有限公司   | 8.32          | 2019 年 10 月 13 日 |
| 长江租赁有限公司     | 2.00          | 2019 年 8 月 8 日   |
| 长江租赁有限公司     | 10.00         | 2020 年 12 月 28 日 |
| 长江租赁有限公司     | 10.00         | 2019 年 12 月 11 日 |
| 剩余担保金额总计     | 261.02        | -                |
| <b>合计</b>    | <b>585.51</b> | <b>-</b>         |

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

同时中证鹏元也关注到，受“COVID-19”疫情影响，全球飞机租赁业务受到了较大冲击，2020年上半年渤海租赁亏损较大；海航投资剩余房产规模较小，基金及养老产业规模较小，未来收入存在较大波动，且跟踪期内海航投资被出具否定意见的内部控制审计报告。公司质押所持有的子公司渤海租赁、海航投资的股份比例较高，且部分股份已被冻结；公司资产流动性下降，有息债务规模较大，多只债券利息及本金延期支付或展期，不良信贷记录较多，公司2019年审计报告带有强调事项段，面临很大偿债压力和或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元下调公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为负面，下调“16海资01”和“16海资02”信用等级为AA-。



## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）   | 2019年         | 2018年         | 2017年         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金          | 1,079,659.40  | 1,850,105.80  | 4,070,885.70  |
| 其他应收款         | 4,433,475.20  | 3,187,795.10  | 1,794,258.00  |
| 持有待售资产        | 92,234.40     | 3,652,054.40  | 255,956.40    |
| 流动资产合计        | 7,712,200.90  | 10,678,175.00 | 9,214,171.20  |
| 可供出售金融资产      | 1,301,251.30  | 2,824,234.70  | 6,511,972.20  |
| 长期股权投资        | 2,206,550.60  | 2,041,728.70  | 1,478,960.90  |
| 其他非流动资产       | 2,870,940.60  | 2,725,429.80  | 1,576,032.50  |
| 非流动资产合计       | 28,276,095.20 | 28,404,703.60 | 34,954,422.10 |
| 资产总计          | 35,988,296.10 | 39,082,878.60 | 44,168,593.30 |
| 短期借款          | 1,274,246.80  | 2,222,349.50  | 3,909,893.80  |
| 其他应付款         | 1,090,152.20  | 1,494,704.70  | 1,584,136.30  |
| 持有待售负债        | 0.00          | 2,207,497.80  | 49,143.10     |
| 一年内到期的非流动负债   | 2,352,589.70  | 2,950,246.70  | 3,717,393.40  |
| 流动负债合计        | 5,851,385.50  | 9,456,623.80  | 10,052,222.00 |
| 长期借款          | 7,930,004.50  | 10,532,093.80 | 13,287,233.20 |
| 应付债券          | 10,406,932.90 | 7,876,667.70  | 8,069,456.00  |
| 非流动负债合计       | 20,150,703.60 | 20,175,363.90 | 23,500,493.00 |
| 负债合计          | 26,002,089.10 | 29,631,987.70 | 33,552,715.00 |
| 有息债务          | 22,082,151.29 | 25,252,137.99 | 29,164,328.30 |
| 所有者权益合计       | 9,986,207.00  | 9,450,890.90  | 10,615,878.30 |
| 营业收入          | 4,192,372.00  | 4,440,152.70  | 3,913,318.00  |
| 营业利润          | 252,666.10    | 302,136.70    | 351,056.00    |
| 净利润           | 128,806.90    | 256,440.30    | 216,413.30    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1,698,875.60  | 2,587,326.00  | 2,101,885.60  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -366,361.30   | 61,252.60     | -8,298,089.90 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1,475,639.10 | -4,124,907.50 | 6,746,910.10  |
| 财务指标          | 2019年         | 2018年         | 2017年         |
| 综合毛利率         | 40.67%        | 39.74%        | 44.84%        |
| 期间费用率         | 33.54%        | 33.44%        | 43.14%        |
| 营业利润率         | 6.03%         | 6.80%         | 8.97%         |
| 总资产回报率        | 3.68%         | 3.63%         | 3.79%         |
| 净资产收益率        | 1.33%         | 2.56%         | 2.04%         |
| 营业收入增长率       | -5.58%        | 13.46%        | 22.51%        |
| 净利润增长率        | -49.77%       | 18.50%        | -41.07%       |

|               |              |              |              |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产负债率         | 72.25%       | 75.82%       | 75.97%       |
| 流动比率          | 1.32         | 1.13         | 0.92         |
| 速动比率          | 1.30         | 1.11         | 0.88         |
| EBITDA（万元）    | 2,337,431.70 | 2,428,122.40 | 2,405,782.40 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.99         | 2.00         | 2.08         |
| 有息债务/EBITDA   | 9.45         | 10.40        | 12.12        |
| 债务总额/EBITDA   | 11.12        | 12.20        | 13.95        |
| 经营性净现金流/流动负债  | 0.29         | 0.27         | 0.21         |
| 经营性净现金流/负债总额  | 0.07         | 0.09         | 0.06         |
| 营运资本变化（万元）    | -573,180.30  | 162,474.00   | -119,311.80  |
| 收现比           | 0.62         | 0.64         | 0.75         |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 子公司名称                                  | 业务性质         | 注册<br>资本 | 持股<br>比例 | 表决权<br>比例 |
|--|--------------|----------|----------|-----------|
| 渤海租赁投资股份有限公司                           | 租赁           | 618,452  | 38.84%   | 52.41%    |
| 海航投资集团股份有限公司                           | 房地产为主        | 143,023  | 19.98%   | 21.25%    |
| 天津燕山航空租赁产业股权投资 基金合伙企业 (有限合伙)           | 投资咨询         | 398,400  | 49.77%   | 49.77%    |
| 海航风险投资管理有限公司                           | 投资咨询         | 10,000   | 100.00%  | 100.00%   |
| 航美投资管理有限公司                             | 投资咨询         | 5,000    | 51.00%   | 51.00%    |
| 渤海国际信托股份有限公司                           | 信托           | 360,000  | 51.23%   | 51.23%    |
| 天津渤海融资担保有限公司                           | 担保           | 25,000   | 60.00%   | 60.00%    |
| Eros International Investment Co., Ltd | 投资咨询         | 330      | 100.00%  | 100.00%   |
| 天津燕山投资管理有限公司                           | 投资管理         | 10,000   | 90.00%   | 90.00%    |
| 天津航鑫投资合伙企业(有限合伙)                       | 股权投资         | 173,000  | 99.99%   | 100.00%   |
| 天津诚智投资合伙企业 (有限合伙)                      | 对外投资         | 65,000   | 98.46%   | 100.00%   |
| 聚宝互联科技 (北京) 股份有限公司                     | 互联网、信息服<br>务 | 315,805  | 58.21%   | 72.89%    |
| 天津航盛投资合伙企业 (有限合伙)                      | 对外投资         | 215,025  | 81.31%   | 81.31%    |
| 北京燕元投资基金合伙企业(有限合伙)                     | 投资管理         | 390,001  | 41.03%   | 41.03%    |
| 天津通万投资合伙企业 (有限合伙)                      | 对外投资         | 161,000  | 99.94%   | 100.00%   |
| 北京鼎元投资基金合伙企业 (有限合伙)                    | 对外投资         | 150,001  | 33.33%   | 33.33%    |
| 天津航诚投资合伙企业 (有限合伙)                      | 对外投资         | 151,000  | 33.33%   | 33.33%    |
| 霍尔果斯联达永铭股权投资管理 有限公司                    | 对外投资         | 10,000   | 100.00%  | 100.00%   |
| 黄海丝路财富投资管理(青岛)有限公司                     | 对外投资         | 10,000   | 70.00%   | 70.00%    |
| 天津航裕投资合伙企业 (有限合伙)                      | 对外投资         | 200,000  | 100.00%  | 100.00%   |
| 天津恒信汇通投资有限公司                           | 对外投资         | 100,000  | 100.00%  | 100.00%   |
| 天津联达永智企业管理咨询有限公司                       | 管理咨询         | 100,000  | 100.00%  | 100.00%   |

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式   |
|---------------|--|
| 综合毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 期间费用率         | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 营业利润率         | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$   |
| 净资产收益率        | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$  |
| 总资产回报率        | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$  |
| EBITDA        | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$   |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$  |
| 产权比率          | $\text{负债总额} / \text{所有者权益}$   |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$   |
| 流动比率          | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$  |
| 速动比率          | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$  |
| 有息债务          | $\text{短期借款} + \text{应付票据中的有息部分} + \text{一年内到期的非流动负债中的有息部分} + \text{长期借款} + \text{长期应付款中的有息部分} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债中的有息部分}$ |
| 营运资本变化        | $\text{存货减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目的增加}$  |
| 收现比           | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$  |

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号  | 定义              |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号  | 定义                              |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 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  | 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   | 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 | 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  | 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   | 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 | 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  | 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   | 不能偿还债务。                         |

注：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。

### 三、展望符号及定义

| 类型 | 定义                 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |