

跟踪评级公告

联合[2016]621 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 AA+，评级展望为“正面”

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”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月十六日

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

电话：010-85171818

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 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 正面

债项信用等级

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+	AA+	2015 年 6 月 26 日
15 渤租 01	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 7 月 29 日
15 渤租 02	5 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 7 月 29 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 16 日

主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	677.21	1,319.01	1,773.56
所有者权益 (亿元)	125.98	325.39	326.30
长期债务 (亿元)	321.97	624.70	1,013.26
全部债务 (亿元)	479.12	908.91	1,340.59
营业收入 (亿元)	68.52	96.59	53.36
净利润 (亿元)	11.79	17.88	4.30
经营性净现金流 (亿元)	47.35	70.14	51.90
营业利润率 (%)	45.55	49.06	37.19
净资产收益率 (%)	11.23	7.92	1.32
资产负债率 (%)	81.40	75.33	81.60
全部债务资本化率 (%)	79.18	73.64	80.42
流动比率 (倍)	0.66	1.27	0.95

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、2016 年一季度数据未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对渤海金控投资股份有限公司 (以下简称“公司”或“渤海金控”) 的评级, 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金控集团, 跟踪期内, 业务及资产规模迅速增长, 营业收入快速提高, 资产质量良好, 业务风险较低, 收益稳定。公司控股股东海航资本集团有限公司 (以下简称“海航资本”) 资本实力较雄厚, 盈利能力较强, 客户资源丰富, 在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

2015 年, 公司通过非公开发行股票募集资金 158.40 亿元, 公司净资产水平、业务规模以及抗风险能力得到显著提升。

2015 年 1 月, 公司收购 Cronos80% 的股权, 2016 年 1 月, 公司收购 Avolon100% 的股权, 很大程度上支持了公司飞机租赁和集装箱租赁业务规模的扩大以及海外业务的拓展。

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, 联合评级维持维持公司“AA+”的主体长期信用等级, 评级展望上调为“正面”; 同时维持“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”“AA+”的债项信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司金融牌照进一步扩大, 多元化的金融产业发展, 有助于公司业务的进一步发展。

2. 2015 年以来, 公司先后收购了 Cronos 80% 的股权以及 Avolon100% 的股权, 进一步扩大公司飞机租赁、集装箱租赁业务的经营规模,

拓展其海外业务，市场竞争力进一步提升。

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

4. 公司资本实力增强，债务水平有所下降，均为公司业务的扩展提供了较好的财务支撑。

关注

1. 2015 年以来，公司进行了多次较大规模的并购，公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力需进一步提升。

2. 受行业特性使然，公司的租赁应收账款较多，资产的变现能力有待增强。

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

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@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，股票代码为000415。

根据公司的发展规划，公司拟以租赁业为基础构建多元金融控股平台，充分发挥各金融产业之间的协同效应，提升公司持续盈利能力和核心竞争力。目前公司逐步进入了保险和证券等领域，已成为渤海人寿保险股份有限公司第一大股东并参股联讯证券股份有限公司，公司将进一步向多元金融控股平台方向发展。为适应公司未来发展规划的要求，公司申请变更公司名称和证券简称。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》。

2015年4月，公司以资本公积向全体股东每10股转增10股使得股本大幅增加；2015年12月，公司非公开发行股份26.36亿股，实际募集资金净额158.40亿元，其中增加股本26.36亿元，资本公积132.04亿元。截至2016年3月底，公司总股本为61.85亿股，海航资本持股占比34.56%，为公司的控股股东。公司的第一大股东为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”），公司最终实际控制人为海南省慈航公益基金会。

表1 截至2016年3月末公司前十大股东持股情况表（单位：%）

股东	持股比例
海航资本集团有限公司	34.56
深圳兴航融股权投资基金合伙企业（有限合伙）	8.52
天津燕山股权投资基金有限公司	5.01
西藏瑞华投资发展有限公司	4.26
广州市城投投资有限公司	4.26
天津通万投资合伙企业（有限合伙）	4.26
上海贝御投资管理有限公司	4.26
中加基金—邮储银行—中国邮政储蓄银行股份有限公司	4.26
中信建投基金—中信证券—中信建投定增11号资产管理计划	4.26
天弘基金—工商银行—天弘定增14号资产管理计划	2.33
合计	75.98

资料来源：公司2016年一季度报

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2016年3月末，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；公司下设一级子公

司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海租赁”）；二级子公司皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”）、香港航空租赁有限公司（以下简称“香港航空租赁”或“HKAC”）、香港渤海租赁资产管理有限公司、横琴国际融资租赁有限公司、天津航空金融服务有限公司等。截至 2016 年 3 月末，公司正式员工 552 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 1,319.01 亿元，负债总额为 993.62 亿元，所有者权益合计 325.39 亿元，其中归属母公司股东净资产 272.91 亿元。2015 年，公司实现营业收入 96.59 亿元，净利润 17.88 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 13.04 亿元；经营性净现金流 70.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 228.97 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 1,773.56 亿元，负债总额为 1,447.26 亿元，所有者权益合计 326.30 亿元，其中归属母公司股东净资产 272.02 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 53.36 亿元，净利润 4.30 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营性净现金流 51.90 亿元，现金及现金等价物净增加额-118.86 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：汤亮。

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。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”。公司于 2014 年 8 月 15 日和 2015 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。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”。截至目前本期债券尚未到付息日。

“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。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”。截至目前本期债券尚未到付息日。

上述公司债券募集资金均已用于子公司补充营运资金。

三、行业分析

1. 宏观经济环境

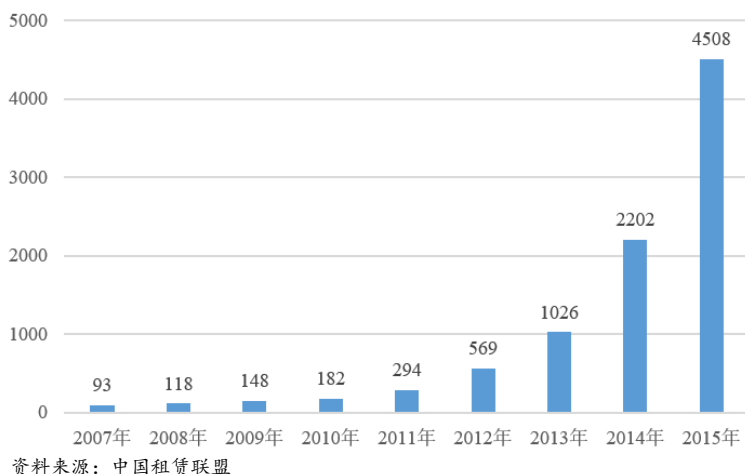
据 2015 年国民经济和社会发展统计公报披露的初步统计数据，2015 年全年国内生产总值 67.67 万亿元，同比增长 6.9%。据中国人民银行公布数据，2015 年末，我国社会融资规模存量为

138.14 万亿元，较 2014 年末增长 12.4%；2015 年社会融资规模增量为 15.41 万亿元，同比减少 4,675 亿元。从存量结构看，2015 年末，对实体经济发放的人民币贷款余额为 92.75 万亿元，较上年增长 13.9%，人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.1%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 3.02 万亿元，降低 13.0%，外币贷款占比 2.2%；委托贷款余额为 10.93 万亿元，增长 17.2%，委托贷款占比 7.9%；信托贷款余额为 5.39 万亿元，增长 0.8%，信托贷款占比 3.9%；未贴现银行承兑汇票余额为 5.85 万亿元，下降 14.8%，未贴现的银行承兑汇票占比 4.2%；企业债券余额为 14.63 万亿元，增长 25.1%，企业债券余额占比 10.6%；非金融企业境内股票余额为 4.53 万亿元，增长 20.2%，非金融企业境内股票余额占比 3.3%；社会融资存量结构基本保持稳定。截至 2015 年末，信贷资产质量总体可控，商业银行不良贷款余额 12,744 亿元，较上季末增加 881 亿元；商业银行不良贷款率 1.67%，较上季末上升 0.08 个百分点。总体来看，国内经济整体增速持续放缓，随着国家“稳增长”政策的逐步落实，社会融资规模持续扩大，将推动金融行业进一步发展；整体信贷资产质量可控。

2. 行业概况

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自身的特点和优势。2015 年，我国融资租赁行业发展较快，融资租赁公司的数量保持高速增长。截至 2015 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 4,508 家，比年初的 2,202 家增加 2,306 家，增长了 104.72%。其中，金融租赁 47 家，比上年增加 17 家；内资租赁¹190 家，增加 38 家；外商租赁增加较多，达到 4,271 家，比上年增加 2,251 家。

图 1 2007~2015 年融资租赁机构企业数量变化（单位：家）



从业务发展情况看，截至 2015 年末，全国融资租赁合同余额约 4.44 万亿元人民币，比 2014 年末的 3.20 万亿元增加约 1.24 万亿元，增长幅度为 38.75%；其中，金融租赁业务量占 38.96%，内资租赁公司业务量占 29.28%，外资租赁公司业务量占 31.76%。

2015 年，国家和地方出台相关政策或意见，推动和规范融资租赁行业发展。2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，全面系统部署加快发展融资租赁业。该意见提出坚持市场主导与政府支持相结合、

¹ 内资租赁和外资租赁均为非金融租赁

发展与规范相结合、融资与融物相结合、国内与国外相结合的基本原则；鼓励融资租赁公司积极服务“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造 2025”和新型城镇化建设等国家重大战略，又要加快发展中小微企业融资租赁服务。同时，上海、广东、北京、天津等地区不断出台地方政策，鼓励融资租赁产业的发展。如深圳、广州、珠海相继推出融资租赁扶持政策，引导融资租赁企业落户。北京市政府根据自身特点，结合中关村国家自主创新示范区规划，以科技金融创新为中心，鼓励中关村科技企业通过融资租赁方式实现发展。上海自贸区外商融资租赁企业外汇资本金实行意愿结汇，融资租赁公司开展对外融资租赁业务时，不受现行的境内企业境外放款额度限制，允许融资租赁公司开立自由贸易账户等。在这一背景下，2015 年，多家租赁企业纷纷扩充资本金，以适应自身发展的需要。截至 2015 年末，全国融资租赁行业注册资金达到 15,165 亿元人民币，较上年末的 6,611 亿元增加 8,554 亿元，大幅增加 129.39%。

总体来看，我国融资租赁行业发展较快，国家和地方在监管、法律、税收、会计层面的政策环境都取得了较大进展，融资租赁业的政策环境逐步改善。

四、管理和业务运营分析

1. 管理与内控分析

2015 年，公司董事、监事及高级管理人员发生了变更。

公司原董事长王浩先生、原董事王凯先生和曹坚先生、原独立董事雷祖华先生，均因任期满离任；公司原副经理莫凯翔先生离任，以上均属正常换届。公司原总经理周鸿先生、原监事黄敏因工作变动离任。

公司现任董事长汤亮先生，男，现年 41 岁，硕士学位。先后担任海航集团有限公司项目开发与管理部副经理、渤海国际信托有限公司副总裁、海航集团财务有限公司副董事长兼经理、海航资本总裁助理、财务总监、副总裁、总裁等职务。现任海航资本董事长兼首席执行官。

2015 年，公司共召开 9 次股东大会，其中 1 次年度股东大会，为 2014 年年度股东大会；8 次临时股东大会。公司于 2015 年 12 月 31 日按照《企业内部控制基本规范》和相关规定在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015 年内部控制审计报告出具了标准无保留审计意见。

总体看，跟踪期内，公司部分主要领导发生变化，但对公司日常经营未产生重大影响，并且保持了有效的内部控制。

2. 经营分析

（1）经营概况

目前，公司主要业务种类有经营租赁和融资租赁，公司融资租赁业务主要通过全资子公司天津渤海租赁及其控股子公司皖江金租经营，经营租赁主要由香港航空租赁（以下简称“HKAC”）、Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 经营，其中 HKAC 主要经营飞机租赁业务，Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 主要提供集装箱租赁服务。2015 年公司实现营业收入 96.59 亿元，同比增长 40.97%，实现净利润 17.88 亿元，同比增长 51.72%，主要系公司租赁业务规模迅速扩大所致。

2016 年 1 月，公司完成爱尔兰飞机租赁公司 Avolon 100% 股权收购，公司自有及管理机队规模超过 400 架，成为全球领先飞机租赁公司之一，为全球 36 个国家和地区的航空公司客户提供专业化飞机租赁服务。按机队价值计算，Avolon 为全球第十一大飞机租赁公司，服务于全球 33 个国家的 56 个航空公司客户，包括 American Airlines、Japan Airlines、Flydubai 等全球知名航空公司。截

至 2015 年末, Avolon 资产总计 445.50 亿元, 净资产 108.03 亿元, 全年实现营业收入 95.27 亿元, 净利润 14.42 亿元。总体看, 公司对 Avolon 的收购进一步扩大公司飞机租赁的经营规模, 提升竞争力。随着 Avolon 并入公司合并财务报表, 公司经营情况及盈利能力将进一步提高。

公司收入主要来源于融资租赁与经营租赁业务, 其中经营租赁业务收入占比较大。2015 年公司融资租赁和融资租赁咨询收入为 30.49 亿元, 同比增长 23.00%, 占营业收入比重为 31.57%, 较上年下降 4.61 个百分点; 经营租赁收入为 57.19 亿元, 同比增长 57.72%, 占营业收入比重为 59.41%, 较上年增加 6.50 个百分点, 随着 Avolon 的并表, 公司经营租赁占比有望大幅提升; 公司营业收入中其他收入主要为公司集装箱的销售收入。

从地区分布看, 公司营业收入以海外收入为主, 且占比呈增长态势。2015 年全年其他国家和地区实现营业收入 60.49 亿元, 同比增长 50.19%, 占营业收入比重为 62.62%, 较上年增加 3.84 个百分点; 中国大陆实现营业收入 36.10 亿元, 同比增长 27.82%。2016 年 1 月, 公司完成爱尔兰飞机租赁公司 Avolon100%的股权收购, 海外业务规模将进一步扩大。

表 2 2014~2015 公司营业收入情况 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年			2015 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	24.79	36.18	44.23	30.49	31.57	44.02
经营租赁	36.26	52.91	54.93	57.19	59.20	57.99
其他	7.47	10.91	12.46	8.91	9.22	18.28
合计	68.52	100.00	46.43	96.59	100.00	49.92

资料来源: 公司年报

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。2015 年, 公司营业成本为 48.37 亿元, 同比增长 31.78%, 增幅小于营业收入增长速度; 整体毛利率为 49.92%, 较上年有所上升, 2015 年合并范围增加了 Cronos Ltd., 公司积极开展提升收入方面的业务, 例如飞机集装箱销售、快速收购投资用于投放到更高收益的业务方向—飞机和集装箱经营租赁, 并进行了成本控制, 成本控制能力有所增强。

2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 53.36 亿元, 较上年同期增加 148.88%, 主要系公司收购 Avolon100%股权后合并范围扩大, 同时公司租赁业务规模扩大所致; 实现净利润 4.30 亿元, 较上年同期增加 25.73%, 增幅远小于营业收入, 主要系营业成本大幅增加且并购 Avolon 产生的相关费用导致总成本大幅增加所致。

总体来看, 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, 且成本控制能力有所增强。

(2) 融资租赁业务

天津渤海租赁

跟踪期内, 天津渤海租赁²仍以市政基础设施租赁、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为主, 并逐步开展了飞机租赁业务。

天津渤海租赁采取的租赁方式主要为直接租赁和售后回租。

2015 年, 天津渤海租赁实现营业收入 96.55 亿元, 实现净利润 19.11 亿元 (天津渤海租赁合并口径); 单一最大承租人融资余额占净资产的比例较上年增加 7.67 个百分点, 至 65.10%, 集中

²公司全资子公司。皖江金融租赁有限公司、香港航空租赁有限公司等均为天津渤海租赁控股子公司。

度较高，单一最大承租人为天津港保税区管委会，是天津市人民政府的派出机构，担保方式为应收融资租赁款质押，隐含一定的政府信用，租赁款到期不能回收的风险较小。

表 3 截至 2015 年末天津渤海租赁长期应收款客户情况（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
天津港保税区管理委员会	43.74	39.75
长春润德实业有限公司	18.91	17.18
安徽安联高速公路有限公司	16.00	14.54
武汉市人民政府城市建设基金管理办公室	14.18	12.88
舟山金海船业有限公司	6.62	6.01
合计	99.44	90.37

资料来源：公司提供

2015 年，天津渤海租赁完成新增项目 10 个，较上年增加 4 个。截至 2015 年底，天津渤海租赁累计租赁项目共 35 笔，租赁合同规模约为 240.68 亿元，较年初增加 22.65%。截至 2015 年末，天津渤海租赁单体的租赁资产存量 171.24 亿元，较年初增加 21.55%，其中商业物业租赁 29.27 亿元、基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁 91.01 亿元、机械设备租赁 8.10 亿元、飞机租赁 42.86 亿元。

表 4 截至 2015 年末天津渤海租赁单体租赁项目分布情况（单位：亿元，%）

项目	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁	91.01	53.15
飞机租赁	42.86	25.03
商业物业租赁	29.27	17.09
机械设备租赁	8.1	4.73
合计	171.24	100.00

资料来源：公司提供

融资渠道方面，天津渤海租赁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 2016 年 3 月 31 日，天津渤海租赁融资渠道及占比情况如下：

表 5 截至 2016 年 3 月末天津渤海租赁融资渠道情况（单位：亿元，%）

借款明细	金额	占比
项目贷款	123.37	69.10
中期流动资金贷款	7.00	3.92
私募债券（PPN）	10.12	5.67
公司债券及其他直接融资工具	38.05	21.31
合计	178.54	100.00

资料来源：公司提供

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

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

皖江金融租赁股份有限公司

皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“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。跟踪期内，皖江金租根据公司租赁业务专业化的发展要求、结合自身优劣势，在公用设施与基建设备、工业装备与农用机具、通用航空与机场建设、交通物流与车辆金融，以及医疗、新兴产业等领域重点拓展业务。

截至 2015 年末，皖江金租总资产规模 265.23 亿元，净资产为 39.68 亿元，全年实现营业收入 16.65 亿元，净利润 4.92 亿元（合并口径）。截至 2015 年底，皖江金租租赁项目共计 1,900 笔；租赁合同本金为 251.61 亿元；其中当年新增项目 1,794 笔，新增投放金额 173.52 亿元，在安徽地区投放金额 53.09 亿元，占当年新增投放额的 30.59%；单一集团客户融资集中度为 16.05%，远低于监管要求（低于 50%）。

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。截至 2015 年底，承租人风险抵押金为 13.86 亿元，保证金为 2.99 亿元。

表 6 截至 2015 年皖江金租项目地区分布情况（单位：亿元，%）

地区	金额	占比
华东	140.80	55.96
华中	39.33	15.63
西南	27.32	10.86
西北	19.56	7.77
华北	16.97	6.74
华南	3.95	1.57
东北	3.68	1.46
合计	251.61	100.00

资料来源：公司提供

表 7 截至 2015 年皖江金租项目行业分布情况（单位：亿元，%）

行业	金额	占比
水利、环境和公共设施管理业	104.48	41.52
制造业	43.66	17.35
租赁和商务服务业	30.74	12.22
交通	19.88	7.90
采矿业	14.71	5.84
其他	38.14	15.16
合计	251.61	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 2015 年末，皖江金租共获得交通银行、南昌银行等各类金融机构授信额度 491.80 亿元，已使用 194.27 亿元，年内新增信用 145.80 亿元；同期皖江金租通过银行间市场同业拆借拆入资金 13.5 亿元。2016 年 6 月，皖江金租获准在全国银行间债券市场公开发行不超过 30 亿元人民币金融债券，进一步拓宽了公司融资渠道。

业务拓展方面，为扩大优质项目来源，促进持续稳定发展，根据业务发展的需要，皖江金租已初步完成全国范围内的业务网络布局，重点发展华东区域，2015年在华东区域投放额94.34亿元，同比增长70.69%，规模占比54.37%，较上年上升7.16个百分点，使得华东区域的营业收入增长至10.08亿元，占营业收入比重较上年上升11.27个百分点。

总体来看，皖江金租业务以售后回租为主；并初步完成全国范围内的业务网络布局，为公司的未来发展奠定了基础。

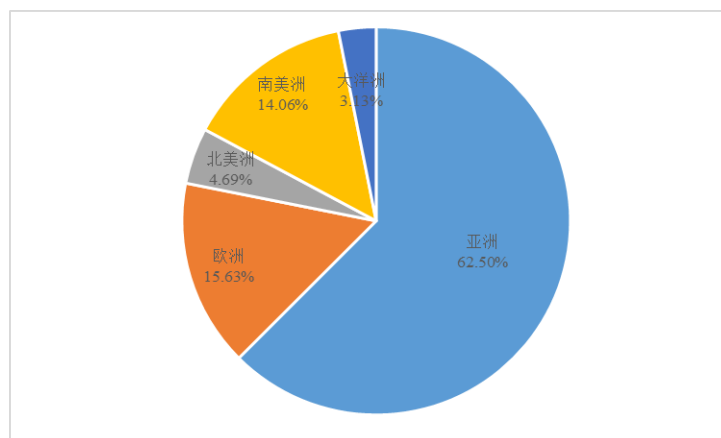
（3）飞机租赁业务——香港航空租赁（HKAC）

跟踪期内，HKAC仍以从事飞机经营性租赁业务为主，同时提供全方位的飞机租赁服务。HKAC机队机龄合理，规模居于世界前列。截至2015年末，HKAC新机队和交易结构重组机队的加权平均机龄为4.58年（按价值加权），平均剩余租期10年，新增机队机型全部为燃油经济性强的新型飞机，具有良好的保值能力。

2015年，HKAC实现营业收入15.71亿元，净利润3.27亿元（合并口径）。截至2016年3月末，HKAC开展飞机租赁业务全部采用经营租赁方式，共拥有及管理飞机78架，其中管理出租飞机14架。

截至2016年3月末，HKAC共有自有飞机64架，机型多以空客A320-200、波音B737-800为主，分别出租给分布于17个国家的22家航空公司，单一国家和地区或单一客户的业务规模不超过总业务规模的16.00%，业务受单一国家和地区或单一客户的影响较小。

图2 截至2016年3月末HKAC自有飞机区域分布情况



资料来源：公司提供，联合评级整理。

从业务区域和客户情况来看，目前HKAC业务开展面向全球客户，主要客户是全球信誉良好的航空公司，例如阿联酋航空（Emirates）、澳大利亚航空（Qantas）、印地高航空（IndiGo）、斯里兰卡航空（SriLankan）和捷星航空（Jetstar）等。此外，HKAC在欧、美、中东地区也开展飞机租赁业务，合作客户主要包括巴西蔚蓝航空（Azul）、Flybe航空和威兹航空公司（Wizz Air）等。

从融资渠道来看，香港航空租赁及下属特殊目的公司购买飞机的资金主要通过银行贷款、股权融资等方式取得。

总体来看，跟踪期内，香港航空租赁飞机租赁业务运营稳定，自有飞机数量不断增加，在国际飞机租赁市场尤其是亚洲市场具有较强的竞争力。

（4）集装箱租赁服务

截至 2015 年末，公司下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 合计持有集装箱 349 万 CEU，全球市场占有率约 16%，成为全球第一大集装箱租赁服务商。

Seaco SRL

近两年，Seaco SRL 已进入高效运行状态，Seaco SRL 的主要客户质量优异，包括世界排名前 20 的航运公司。截至 2015 年末，Seaco SRL 总资产规模 222.18 亿元，净资产为 64.54 亿元；2015 年实现营业收入 32.83 亿元，净利润 6.67 亿元（合并口径）。

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

Seaco SRL 专注于长期性租赁，通常与客户签订为期 5~8 年的租赁合同，以保持公司箱队较高的出租率和现金收益率。Seaco SRL 同时也提供灵活租赁服务：一方面根据客户需求为其定制较为灵活的集装箱租赁服务，另一方面也在可预见的短期经济回落周期推出可灵活转换租赁期限的租约，兼顾客户短期需求和自身盈利。

表 8 2015 年 Seaco SRL 集装箱业务情况表（单位：个，%，美元/天）

名称	数量	平均利用率	平均租金
集装箱干柜	793,149	95.8	0.94
冷藏集装箱	77,319	96.6	4.81
特种集装箱	36,546	89.9	2.73
罐式集装箱	18,449	96.3	7.89
合计	925,463	95.7	4.09

资料来源：公司提供

如上表所示，Seaco SRL 拥有多样化的集装箱队，包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱。Seaco SRL 的集装箱箱队多样化经营策略有利于减少业务单一可能面临的某一行行业衰退带来的风险。截至 2015 年末，Seaco SRL 拥有 92.55 万个集装箱，为世界 80 多个国家和地区的 500 多家客户提供全方位的集装箱设备租赁服务，2015 年 Seaco SRL 整体集装箱平均利用率为 95.7%，平均租金为 4.09 美元/天。其中集装箱干柜是 Seaco SRL 的数量最多的集装箱产品（占 85.70%），集装箱干柜平均利用率为 95.8%、平均租金为 0.94 美元/天。

Cronos Ltd.

截至 2015 年末，Cronos Ltd.总资产 128.04 亿元，净资产 7.06 亿元，全年实现营业收入 18.66 亿元，净利润 5.96 亿元（合并口径）。如上表所示，Cronos Ltd.拥有多样化的集装箱队，包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱，以集装箱干柜为主，截至 2015 年末，Cronos Ltd.共有集装箱 44.83 万个，其中集装箱干柜 28.45 万个。2013~2015 年，Cronos Ltd.集装箱平均利用率分别为 90.67%、91.84%、和 93.1%，其中，2015 年，Cronos Ltd. 集装箱干柜、冷藏集装箱、特种集装箱和罐式集装箱的平均租金分别为 0.98 美元/天、5.04 美元/天、3.28 美元/天和 7.31 美元/天。

表 9 2015 年 Cronos Ltd. 集装箱业务情况表 (单位: 个, %, 美元/天)

名称	数量	平均利用率	平均租金
集装箱干柜	284,480	93.9	0.98
冷藏集装箱	78,876	98.5	5.04
特种集装箱	61,477	83.1	3.28
罐式集装箱	23,509	89.7	7.31
合计	448,342	93.1	4.15

资料来源: 公司提供

总体看, Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 在集装箱租赁领域经营上已相对成熟, 整体经营情况较好, 公司在集装箱租赁业务上竞争力很强。

3. 重大事项

(1) 公司重大并购事项

公司于 2015 年 1 月完成全球第八大集装箱租赁公司 Cronos 80% 股权收购, 2015 年 1 月 20 日完成股东变更手续, Cronos Ltd. 自股东变更之日起纳入公司合并报表范围。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司下属集装箱租赁业务平台 Seaco 和 Cronos 合计持有集装箱 349 万 CEU, 全球市场占有率约 16%, 成为全球第一大集装箱租赁服务商。

2016 年 1 月, 公司完成爱尔兰飞机租赁公司 Avolon 100% 股权收购, 公司自有及管理机队规模超过 400 架, 成为全球领先飞机租赁公司之一, 为全球 36 个国家和地区的航空公司客户提供专业化飞机租赁服务。

Avolon 为一家全球领先的飞机租赁公司, 主要办公地为爱尔兰都柏林, 根据《Airlines Business》统计, 按机队价值计算, Avolon 为全球第十一大飞机租赁公司, 在中国、迪拜、新加坡及美国设有分支机构和办公室, 服务于全球 33 个国家的 56 个航空公司客户, 包括 American Airlines、Japan Airlines、Flydubai 等全球知名航空公司。截至 2015 年末, Avolon 资产总计 445.50 亿元, 净资产 108.03 亿元, 全年实现营业收入 95.27 亿元, 净利润 14.42 亿元。

总体看, 公司对 Cronos Ltd. 和 Avolon 的收购进一步拓展了公司的海外业务, 扩大公司经营规模。随着 Avolon 并入公司合并财务报表, 公司经营情况及盈利能力将进一步提高。

(2) 公司 2016 年重大资产重组停牌事项

因公司控股股东海航资本集团有限公司筹划涉及公司的重大事项, 经公司申请, 公司股票、债券于 2016 年 2 月 1 日起停牌, 并于 2 月 2 日披露了《渤海租赁股份有限公司重大事项停牌公告》; 经确认, 公司正在筹划重大事项涉及发行股份购买资产, 公司于 2 月 22 日发布了《渤海租赁股份有限公司关于重大资产重组的停牌公告》; 后经公司论证, 由于标的资产涉及审计、评估等工作量较大, 公司难以按原计划于 2016 年 5 月 3 日前披露本次发行股份购买资产的相关信息, 故公司于 2016 年 4 月 14 日发布了《渤海金控投资股份有限公司关于筹划重组停牌期满申请继续停牌的公告》(公告编号: 2016-070)。

自公司股票停牌以来, 公司与交易对手方就本次发行股份购买资产事项进行了沟通, 相关细节正在进一步商谈中。公司与交易对手方及相关各方积极推进本次发行股份购买资产事项的各项工作, 公司已聘请了独立财务顾问广发证券股份有限公司、法律顾问北京大成律师事务所、评估机构北京中企华资产评估有限责任公司及审计机构安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)等中介机构, 各中介机构正在对标的资产进行详细的尽职调查及审计、评估工作, 并对各阶段的工作

进行了相应的安排。

2016年4月29日，公司2016年第四次临时股东大会审议通过了《关于筹划重组停牌期满申请继续停牌的议案》，公司承诺将在2016年8月1日前按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则26号—上市公司重大资产重组》的要求完成本次发行股份购买资产的各项准备工作、披露发行股份购买资产预案（或报告书）并申请股票复牌，停牌时间自停牌首日起累计不超过6个月。

4. 未来发展

（1）全面提升公司在飞机租赁、集装箱租赁领域市场占有率

2015年，公司的国际化水平进一步提高，完成对 Avolon 飞机租赁公司的收购后，公司已成为全球领先的飞机租赁服务商。2016年，公司将按照既定用途，合理高效地使用2015年非公开发行股票募集资金，继续加大对飞机租赁领域的投放，进一步提升公司全球飞机租赁市场份额和行业地位。同时，公司将深化 Seaco 和 Cronos 的整合工作，通过充分挖掘协同效应进一步提高集装箱出租率，并适度增加集装箱租赁领域的资金投放，稳步扩大公司在全球集装箱租赁领域的市场份额。

（2）积极拓展多元金融业务

2016年，公司将进一步加快在多元金融领域的战略布局，2016年至今，公司已完成渤海人寿第二期增资、聚宝汇增资、天津银行 H 股认购等多项对外投资业务，进一步强化了公司在寿险、互联网金融、银行等金融业态的资产配置。2016年度，公司将持续关注并积极开拓与其他金融业态的合作与整合机会。通过公司金融产业链的延伸与拓展，实现资产、资金、人才的合理配置，构建金融控股集团下顺畅的运营模式和可持续的商业模式。

（3）全面提升公司的专业化、精细化以及全球化的运营能力

精细化、专业化是租赁业发展的客观规律和内在要求，在过去几年中，公司借助中国经济的快速发展和资本市场的强大助力下获得了跨越式的发展。在目前国际国内不利经济形势的客观环境下，租赁产业作为公司业务的核心和基础，提升专业化、精细化及全球化运营能力已迫在眉睫。2016年，公司一方面将通过提升租赁业务的专业化、精细化水平增强公司风险控制能力和运营效率，另一方面借助公司全球化战略布局优势，实现公司境内外业务的协同与整合，借助“一带一路”国家战略，增强公司把握以新兴市场国家为主的历史发展机遇。

总体看，公司正在全面提升其在飞机、集装箱租赁市场中的占有率。未来将通过境内外资本市场等进行融资，进一步拓展业务规模。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2015年度合并财务报表，均由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见。2015年公司通过下属全资子公司 Global Sea Containers Ltd.购买了 Cronos Ltd.80%的股权，并于2015年1月20日完成股东变更手续，Cronos Ltd.自股东变更之日起纳入公司合并报表范围，2015年较前两年的财务数据可比性一般。

截至2015年底，公司合并资产总额为1,319.01亿元，负债总额为993.62亿元，所有者权益合计325.39亿元，其中归属母公司股东净资产272.91亿元。2015年，公司实现营业收入96.59亿

元，净利润 17.88 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 13.04 亿元；经营性净现金流 70.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 228.97 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 1,773.56 亿元，负债总额为 1,447.26 亿元，所有者权益合计 326.30 亿元，其中归属母公司股东净资产 272.02 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 53.36 亿元，净利润 4.30 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营性净现金流 51.90 亿元，现金及现金等价物净增加额-118.86 亿元。

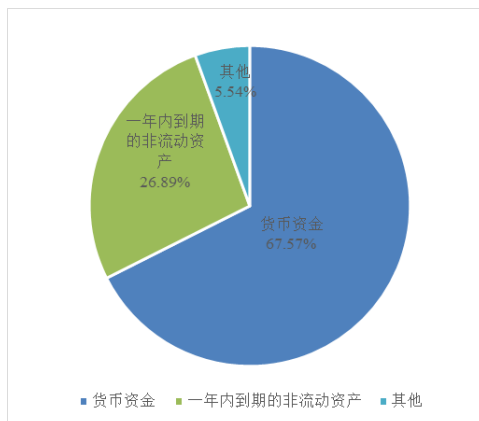
2. 资产质量

近两年，随着公司经营规模增长，公司资产快速增长，截至 2015 年底，公司合并资产总额为 1,319.01 亿元，较年初大幅增长 94.77%，主要系新增租赁项目和全资子公司 Global Sea Containers Ltd 购买的 Cronos Ltd.纳入合并范围所致；其中流动资产占 31.69%，非流动资产占 68.31%，公司资产构成以非流动资产为主，但占比较年初的 80.35%有所下降。

(1) 流动资产

截至 2015 年末，公司流动资产 417.93 亿元，较年初大幅增长 214.05%，主要系货币资金和一年内到期的非流动资产大幅增加所致。截至 2015 年底，公司流动资产以货币资金（占 67.57%）和一年内到期的非流动资产（占 26.89%）为主。

图 3 截至 2015 年末公司流动资产构成



资料来源：公司 2015 年度审计报告，联合评级整理。

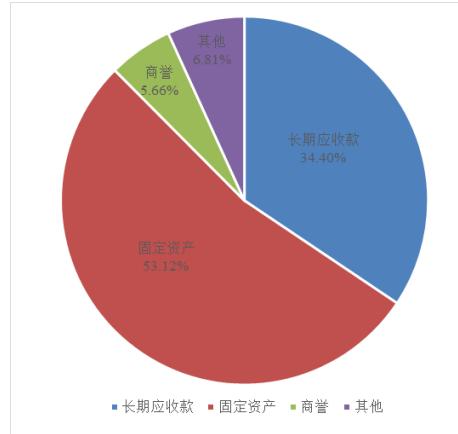
近两年随着经营活动及筹资活动流入现金增长，公司货币资金大幅增长。截至 2015 年底，公司货币资金为 282.39 亿元，较上年底大幅增加 497.56%，主要系公司 2015 年非公开发行股票所致，募集资金净额 158.40 亿元，公司拟增资 HKAC 开展飞机租赁业务、增资天津渤海用于开展租赁业务、偿还所欠 GSCII 债务、偿还所欠 Seaco SRL 债务并增资 Seaco SRL 开展集装箱租赁业务。货币资金中，所有权受到限制的货币资金 5.04 亿元，为皖江金租用于取得银行借款而质押存款；使用权受到限制的货币资金 24.65 亿元，主要为飞机维修储备金和安全保证金、承租人保证金，以及部分皖江金租的存款准备金。

截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动资产 112.40 亿元，较年初增加 49.62%，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。

（2）非流动资产

截至 2015 年末，公司非流动资产合计 901.07 亿元，较年初增加 65.60%，主要系长期应收款和固定资产大幅增长所致。截至 2015 年末，公司非流动资产以长期应收款（占 34.40%）、固定资产（占 53.12%）和商誉（占比 5.66%）为主。

图 4 截至 2015 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司 2015 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 2015 年末，公司长期应收款 309.99 亿元，较年初增加 24.71%，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 32.08%，客户集中度较上年的 38.61% 有所下降；从账龄分析来看，长期应收款中，1~2 年的占比 28.55%；2~3 年的占比 25.21%；3 年以上的占 46.23%，符合公司租赁期；长期应收款共计提长期应收款坏账准备 1.72 亿元；长期应收款中用于质押借款的融资租赁余额 141.05 亿元。

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，公司固定资产净值快速增长。截至 2015 年底，公司固定资产净值 478.66 亿元，较年初大幅增加 75.37%；累计计提折旧 51.10 亿元，固定资产成新率 89.87%；其中用于抵押的固定资产账面价值 464.04 亿元（长期借款 409.62 亿元由账面净值为 433.32 亿元的固定资产抵押取得；长期借款 24.50 亿元由账面净值 30.72 亿元的固定资产抵押以及关联方保证担保取得），已质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质押获得银行借款和 ABS 等。

截至 2015 年底，公司商誉余额 51.02 亿元，较年初增加 40.45 亿元，主要系公司于 2015 年 1 月收购 Cronos80% 的股权，形成 37.53 亿元商誉所致。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 1,773.56 亿元，较年初增加 34.46%，其中流动资产占比 19.77%，非流动资产占比 80.23%，非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，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，流动性一般，结合公司规模较大的飞机租赁及集装箱租赁业务，以及租赁行业的特点，整体看来公司资产质量较好。

3. 资金来源

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 2015 年末公司负债总额 993.62 亿元，较年初增长 80.26%，其中短期借款占 19.59%，一年内到期的非流动负债占 7.30%，

长期借款占 57.36%，应付债券（流动负债及非流动负债中的应付债券之和）占 7.32%。

公司短期借款以信用借款为主，截至 2015 年末，公司短期借款 194.63 亿元，较年初增加 112.68%，其中信用借款占比 77.73%。公司短期借款年化利率区间为 1.15%~9.50%。

截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债 72.57 亿元，较年初增加 8.21%，其中一年内到期的长期借款占比最大，达到 96.15%。

2015 年，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 2015 年末，公司长期借款 569.94 亿元，较年初增加 98.56%，年利率区间为 0.90%~11.50%。

银行借款是公司最主要的资金来源，截至 2015 年底，公司银行借款余额 834.35 亿元，其中银行短期借款³264.41 亿元，占比 31.69%。

随着租赁业务发展，公司收取的保证金快速增加，截至 2015 年底，公司融资租赁项目保证金余额⁴24.28 亿元，占负债总额的 2.44%。

截至 2015 年底，公司无关联方/股东借款。

截至 2015 年底，公司应付债券余额 72.75 亿元，其中长期应付债券 54.76 亿元，较年初增加 56.77%，主要系 2015 年发行 2 期公司债券（“15 渤租 01”和“15 渤租 02”）所致，2 期公司债券期限均为 5（3+2）年，本金合计 15 亿元，利率约为 4.50%（+上调基点）；2015 年新增短期应付债券 18.00 亿元，主要系公司发行 3 期共计 15.00 亿元短期融资券所致。

截至 2015 年末，公司资产负债率为 75.33%，全部债务资本化比率为 73.64%，长期债务资本化比率为 65.75%，较年初分别下降 6.07、5.54 和 6.12 个百分点，主要系公司增发股份使得所有者权益大幅增长所致，总体处于行业一般水平。

2015 年 4 月，公司以资本公积转增股本导致股本大幅增加；2015 年 12 月，公司向海航资本等特定对象非公开发行股票募集资金净额 158.40 亿元，其中增加股本 26.36 亿元，资本公积 132.04 亿元。受此影响，截至 2015 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 325.39 亿元，较年初大幅增加 158.28%，其中归属母公司所有者权益占比 83.87%。归属于母公司所有者权益中，主要由股本（占比 22.66%）、资本公积（占比 62.74%）和未分配利润（占比 12.79%）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 2016 年 3 月底，公司负债合计 1,447.26 亿元，较年初大幅增长 45.66%，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 81.60%、80.42%和 75.64%，较年初均有所上升，债务负担较重。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）326.30 亿元，较年初增加 0.91 亿元，主要系利润留存所致。

总体看，公司作为上市公司，融资渠道多样，2015 年发行债券及短期融资券规模大幅增加，负债结构与租赁资产的匹配性较高，所有者权益稳定性较好。

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持续增长，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 70.14 亿元，同比增长 48.14%，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

³该处短期银行借款含一年内到期的长期借款金额。

⁴该处融资租赁项目保证金含一年内到期的保证金。

公司经营活动现金流入规模应属更大。

从投资活动来看，近年来公司购入固定资产规模较大，投资活动现金流呈净流出态势，2015年，公司投资活动现金净流出规模为 292.19 亿元，同比增长 131.92%，现金净流出规模较大。主要系公司经营规模扩大购入飞机、集装箱等租赁资产，以及收购 Cronos 等原因导致。公司购建固定资产和其他长期资产支付的现金为 328.94 亿元，取得子公司及其他营业单位支付的现金 66.49 亿元。未来，公司将进一步扩大经营规模。

从筹资活动来看，近年来公司通过银行借款、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，2015 年，筹资活动现金净流入 447.24 亿元，同比增长 451.35%。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。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流入净额 51.90 亿元，投资活动产生现金净流出 259.13 亿元，筹资活动现金净流入 89.14 亿元，公司仍有较大筹资需求。

表 10 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
经营性现金流量净额	47.35	70.14	51.90
投资性现金流量净额	-125.98	-292.19	-259.13
筹资性现金流量净额	81.12	447.24	89.14
现金及现金等价物净增加额	2.50	228.97	-118.86
期末现金及现金等价物余额	23.73	252.70	133.84

资料来源：公司年报

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一般，对外部融资依赖程度较高。

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大幅增长；受益于 2015 年资本公积转股本、非公开发行股票以及利润的增加，截至 2015 年末，公司股东权益较年初大幅增加 158.28%，股东权益对应收融资租赁款净额的覆盖程度由年初的 39.01% 大幅上升至 77.21%。

表 11 2014~2015 年底公司资本充足情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年
股东权益	125.98	325.39
净利润	11.79	17.88
资本充足率	39.01	77.21

资料来源：公司年报

注：资本充足率 = 股东权益 / 应收融资租赁款净额

总体看，公司经营活动现金净流入无法满足公司投资需求，公司存在一定筹资压力；受益于资本公积转股本以及增发股份的影响，公司所有者权益大幅增长，资本充足率较上年大幅上升。

6. 盈利能力

跟踪期内，公司租赁业务发展迅猛。2015 年，公司实现营业收入 96.59 亿元，同比增长 40.97%，其中融资租赁和融资租赁咨询收入占 31.57%，经营租赁租金收入占 59.41%；公司实现净利润 17.88 亿元，同比增长 51.72%，其中，归属于母公司的净利润为 13.04 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，2015 年，公司营业外收入 2.95 亿元，同比增长 72.31%，在利润总额中占比 14.09%，营业外收入对利润总额有一定的贡献度。

从期间费用来看，2015 年公司期间费用总额 26.05 亿元，同比增长 56.15%，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，截至 2015 年底达到 63.93%，管理费用占比 33.82%。2015 年公司财务费用 16.66 亿元，同比增长 67.96%，其中利息支出 16.67 亿元，同比增长 71.10%，主要系公司债务规模大幅增长所致；管理费用 8.81 亿元，同比增长 42.53%，其中职工薪酬、中介费用和折旧及摊销占比较大，且增长迅速。2015 年公司费用收入比为 26.97%，较上年增加 2.62 个百分点，公司费用控制能力有待加强。另外，2015 年公司资产减值损失为 3.63 亿元，同比增加 50.09%，主要为固定资产减值损失（占比 66.12%）和坏账损失（占比 28.93%）。

表 12 公司各项盈利指标情况（单位：%）

指标	2014 年	2015 年
总资本收益率	3.97	3.76
总资产报酬率	3.80	3.77
净资产收益率	11.23	7.92
营业利润率	45.55	49.06
费用收入比	24.35	26.97

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从各项盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率 49.06%，较上年小幅增加 3.51 个百分点，属较高水平。2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 3.76%、3.77%和 7.92%，较上年均有不同程度下降。受 2015 年末公司非公开发行股票募集资金净额 158.40 亿元的影响，公司所有者权益大幅增加，由于截至 2015 年末募集到的资金尚未投入运营，摊薄了公司收益率，扣除此部分资金后上述三项指标分别为 4.11%、4.10%和 12.21%，均较上年有所上升，公司盈利能力较好。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 53.36 亿元，较上年同期增长 148.83%；净利润 4.30 亿元，较上年同期增长 25.90%，其中归属母公司所有者的净利润 2.15 亿元，较上年同期下降 12.78%，主要系公司完成对 Avolon100%股权交割导致公司一次性确认约 1.35 亿元并购费用所致。

总体看，随着经营规模的扩大，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

受公司经营规模增长、增发股份等因素影响，公司流动资产大幅增长，截至 2015 年末，公司流动资产 417.93 亿元，较年初增加 214.05%；截至 2015 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.27 倍、1.26 倍和 0.99 倍，均较年初有大幅增加，公司短期偿债能力有所提高。因公司的租赁行业特性，且其利息支出均计入成本进行核算，偿债能力分析不适用 EBITDA 与利息保障倍数指标。

截至 2016 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 0.95 倍、0.94 倍和 0.62 倍，分别较年初有所下降。

截至 2016 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，担保到期日至 2021 年 11 月 30 日。

截至 2016 年 3 月底，公司共获境内金融机构授信总额 885.21 亿元，实际已使用额度 436.55 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，公司负债规模较大，受公司增发股份的影响所有者权益大幅增加，杠杆率仍有一定上升空间，但公司作为国内业务规模较大的融资租赁公司之一，资产质量良好，盈利能力较强，公司整体偿债能力较强。

六、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司净资产总额为 325.39 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 6.51 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，2015 年，公司净利润为 17.88 亿元，为债券本金合计（50 亿元）的 0.36 倍，公司盈利对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 100.58 亿元，为债券本金合计（50 亿元）的 2.01 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业务规模较大的金控集团之一，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”的偿还能力很强。

七、综合评价

渤海金控投资股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海金控”）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金控集团，跟踪期内，业务及资产规模迅速增长，营业收入快速提高，资产质量良好，业务风险较低，收益稳定。公司控股股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

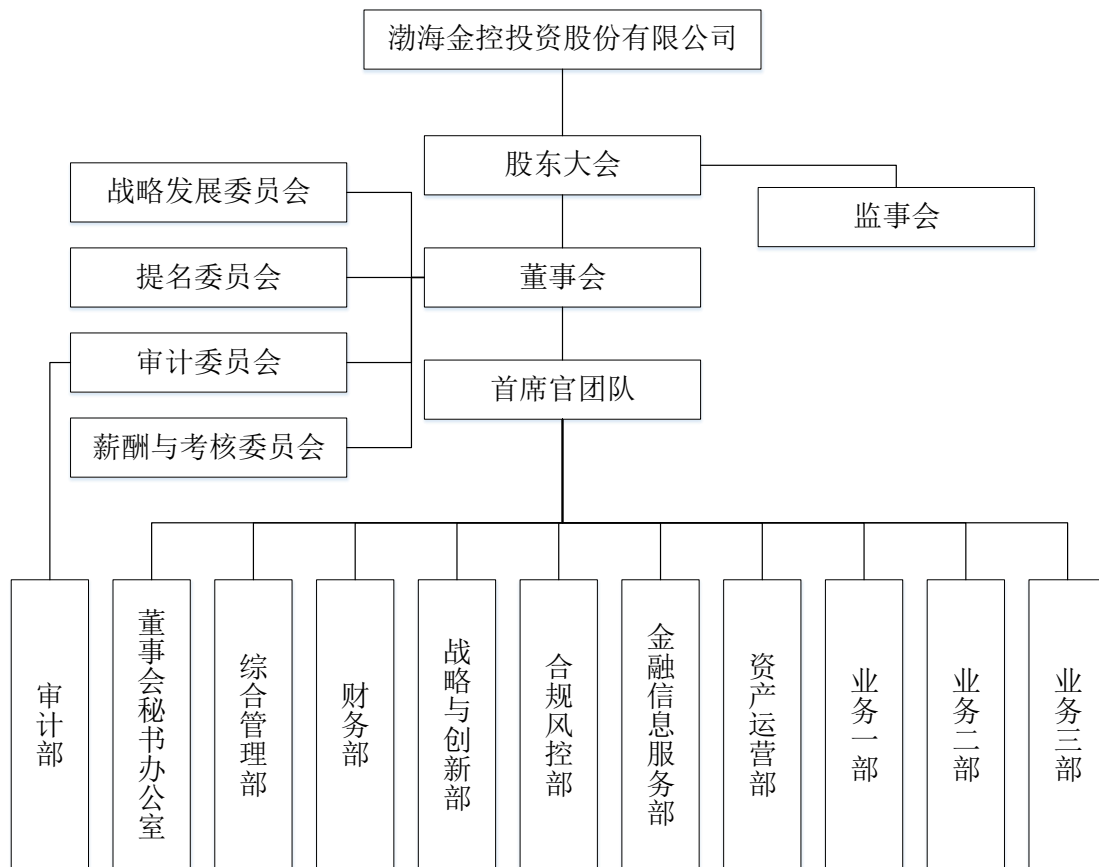
2015 年，公司通过非公开发行股票募集资金 158.40 亿元，公司净资本水平、业务规模以及抗风险能力得到显著提升。

2015 年 1 月，公司收购 Cronos80%的股权，2016 年 1 月，公司收购 Avolon100%的股权，很大程度上支持了公司飞机租赁和集装箱租赁业务规模的扩大以及海外业务的拓展。

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，联合评级维持维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望上调为“正面”；同时维持“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”“AA+”的债项信用等级。

附件 1 渤海金控投资股份有限公司组织结构图



附件 2 渤海金控投资股份有限公司 主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	677.21	1,319.01	1,773.56
所有者权益（亿元）	125.98	325.39	326.30
短期债务（亿元）	157.15	284.21	327.33
长期债务（亿元）	321.97	624.70	1,013.26
全部债务（亿元）	479.12	908.91	1,340.59
营业收入（亿元）	68.52	96.59	53.36
净利润（亿元）	11.79	17.88	4.30
经营性净现金流（亿元）	47.35	70.14	51.90
应收账款周转次数（次）	10.48	10.44	--
存货周转次数（次）	2,041.01	2,522.79	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.10	0.03
现金收入比率（%）	100.81	98.42	115.50
总资本收益率（%）	3.97	3.76	--
总资产报酬率（%）	3.80	3.77	--
净资产收益率（%）	11.23	7.92	1.32
营业利润率（%）	45.55	49.06	37.19
费用收入比（%）	24.35	26.97	22.40
资产负债率（%）	81.40	75.33	81.60
全部债务资本化比率（%）	79.18	73.64	80.42
长期债务资本化比率（%）	71.88	65.75	75.64
流动比率（倍）	0.66	1.27	0.95
速动比率（倍）	0.64	1.26	0.94
现金短期债务比（倍）	0.30	0.99	0.62
经营现金流动负债比率（%）	23.52	21.29	14.11

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	
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	
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

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。