

# 信用评级公告

联合〔2021〕5700号

联合资信评估股份有限公司通过对渤海租赁股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调渤海租赁股份有限公司主体长期信用等级为 A<sup>-</sup>，“18 渤金 01”“18 渤金 02”“18 渤金 03”“18 渤金 04”和“18 渤租 05”信用等级为 A<sup>-</sup>，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



二〇二一年六月三十日

# 渤海租赁股份有限公司

## 公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

### 评级结果

项目	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
渤海租赁股份有限公司	A-	负面	A+	负面
18 渤金 01	A-	负面	A+	负面
18 渤金 02	A-	负面	A+	负面
18 渤金 03	A-	负面	A+	负面
18 渤金 04	A-	负面	A+	负面
18 渤租 05	A-	负面	A+	负面

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对渤海租赁股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海租赁”）的跟踪评级反映了其作为目前国内规模较大的上市租赁公司，业务规模排名行业前列，在全球范围内的飞机租赁和集装箱租赁业务方面具有很强的竞争力；2020年，新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，对航空业造成了巨大冲击，公司飞机租赁和销售收入下滑，公司营业收入大幅下滑，出现大幅亏损。

同时，联合资信也关注到，2020年以来公司飞机租赁业务出现部分项目租金逾期的情况，不良资产规模大幅上升，公司提高减值计提力度，未来仍需关注租赁资产质量进一步下降的风险；公司飞机租赁及销售业务收入大幅下滑，净利润亏损规模较大；此外，公司发行的“19 渤海租赁 SCP002”已进行了两次展期；2020年公司存在借款、长期应付款未按照相关协议按时偿还的情况，公司本部及其境内子公司基本丧失再融资能力；公司申请“18 渤金 01”展期的债券持有人大会投票时间多次延期，展期相关议案能否通过存在极大不确定性。公司本部流动性紧张，所发行公司债全部于2021年到期，偿债压力很大。

公司控股股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）质押公司的股权比例高，并且此前持续被动减持公司股份，加之控股股东及其他部分股东已进入破产重整阶段，未来需关注股东破产重整对公司股权结构以及控制权的影响。

未来，随着疫情逐步缓和，公司的主营业务经营环境或将得到改善，但短期内，公司本部流动性仍然较为紧张，2021年债券集中兑付的压力较大。

综合评估，联合资信确定下调公司的主体长期信用等级为A-，下调“18 渤金 01”“18 渤金 02”“18 渤金 03”“18 渤金 04”和“18 渤租 05”的信用等级为A-，评级展望为负面。

### 优势

1. **境外子公司竞争力强。**公司境外子公司在全球范围内竞争力强，飞机租赁业务全球排名第3位，集装箱租赁排名第2位，具备强大的海外业务综合竞争力。

### 关注

1. **偿债压力大，流动性风险高，公司持续经营能力存在重大**

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 渤金 01	10.60 亿元	9.41 亿元	2021/6/20
18 渤金 02	11.17 亿元	11.08 亿元	2021/9/10
18 渤金 03	5.04 亿元	5.04 亿元	2021/10/10
18 渤金 04	10.00 亿元	9.04 亿元	2021/10/26
18 渤租 05	3.19 亿元	3.19 亿元	2021/12/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至跟踪评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月30日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资租赁企业信用评级方法	V3.1.202011
融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a+	评级结果		A <sup>-</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	4
财务风险	F3	偿付能力	盈利能力	7
			资本充足性	2
			资产质量	4
		流动性因素		2
			<b>调整因素和理由</b>	
公司申请“18渤海01”展期的债券持有人大会投票时间多次延期，展期相关议案能否通过存在极大不确定性				-2

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：陈凝 张帆

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

不确定性。“19渤海租赁SCP002”已进行了两次展期，流动性匮乏；2020年公司借款、长期应付款未按照相关协议按时偿还，公司本部已基本失去再融资能力，公司持续经营能力存在重大不确定性；公司本部2020年期末现金及现金等价物余额很小，所发行公司债全部于2021年到期，集中偿还压力很大。

2. **新冠肺炎疫情对公司主业的不利影响及海外业务相关风险。**公司海外业务占比较大，容易受到国际环境的影响。另外，2020年以来新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，对航空业产生了较大的冲击，公司主营业务亦受到了较大影响，飞机租赁及销售业务收入大幅下滑，盈利大幅亏损。
3. **受限资产占比较大，资产质量下滑。**公司及下属子公司多用抵质押等方式融资，因此受限资产占比较高，资产流动性偏弱；受疫情影响，公司飞机租赁业务部分项目租金逾期，不良资产规模大幅上升，资产质量下滑，公司已进行了充分的减值计提，但全球范围内疫情仍在持续，未来需关注租赁资产质量进一步下滑的风险。
4. **控股股东破产重整。**海航资本及海航集团已进入破产重整阶段，公司的控制权存在不确定性。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	2858.19	2655.37	2502.12	2560.17
所有者权益 (亿元)	550.93	545.77	415.53	418.63
长期债务 (亿元)	1603.56	1670.09	1597.16	1667.42
全部债务 (亿元)	1854.33	1884.43	1877.82	1947.78
营业收入 (亿元)	412.91	388.03	274.18	58.14
净利润 (亿元)	26.64	33.23	-85.96	-3.95
筹资前现金流 (亿元)	225.55	68.18	85.67	-47.45
净资产收益率 (%)	5.89	6.06	-17.88	-0.95
资产负债率 (%)	80.72	79.45	83.39	83.65
全部债务资本化率 (%)	77.09	77.54	81.88	82.31
流动比率 (%)	98.96	60.69	75.10	71.47
EBITDA (亿元)	231.83	224.97	96.24	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.02	2.44	1.13	/
全部债务/EBITDA (倍)	8.00	8.38	19.51	/
公司本部 (母公司)				
资产总额 (亿元)	350.35	347.89	341.38	341.08
所有者权益 (亿元)	256.26	250.95	242.87	241.26
全部债务 (亿元)	90.20	93.36	88.53	88.60
净利润 (亿元)	-2.52	-4.64	-9.86	-1.50
筹资活动前现金流量净额 (亿元)	2.52	4.53	7.85	-0.21
资产负债率 (%)	26.86	27.86	28.86	29.27
净资产收益率 (%)	-0.97	-1.83	-3.99	-0.62
流动比率 (%)	225.47	181.59	100.49	99.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.63	0.30	-0.72	/

注: 1. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化; 2. 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; 3. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径

资料来源: 公司审计报告、财务报表, 联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 渤金 01	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	负面	2021/6/16	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AA	AA	负面	2021/2/2	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AAA	AAA	稳定	2018/6/5	刘克东 贾一晗	原联合信用评级有限公司 融资租赁企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
18 渤金 02	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	负面	2021/6/16	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AA	AA	负面	2021/2/2	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AAA	AAA	稳定	2018/7/5	刘克东 贾一晗	原联合信用评级有限公司 融资租赁企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
18 渤金 03	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	负面	2021/6/16	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AA	AA	负面	2021/2/2	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AAA	AAA	稳定	2018/9/26	刘克东 贾一晗	原联合信用评级有限公司 融资租赁企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
18 渤金 04	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	负面	2021/6/16	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AA	AA	负面	2021/2/2	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AAA	AAA	稳定	2018/10/18	刘克东 贾一晗	原联合信用评级有限公司 融资租赁企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
18 渤租 05	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	负面	2021/6/16	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AA	AA	负面	2021/2/2	陈凝帆 张帆	融资租赁企业信用评级方法 V3.1.202011 融资租赁企业主体信用评级模型 (打分表) V3.1.202011	<a href="#">阅读原文</a>
	AAA	AAA	稳定	2018/11/26	刘克东 贾一晗	原联合信用评级有限公司 融资租赁企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由渤海租赁股份有限公司（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：

陈 颖 张 冲

联合资信评估股份有限公司

# 渤海租赁股份有限公司

## 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

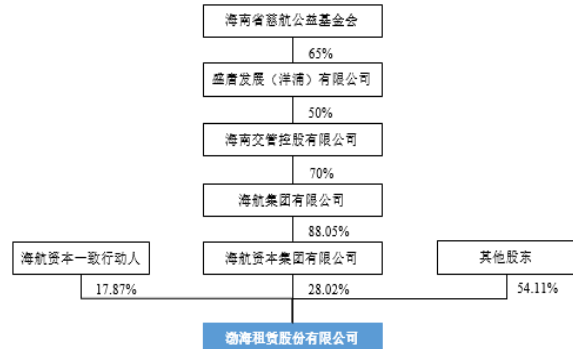
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于渤海租赁股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海租赁”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

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

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及股本均为 61.85 亿元；其中第一大股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）持股比例为 28.02%，为公司的控股股东，其一致行动人持股比例为 17.87%，合计持股 45.89%，公司实际控制人为海南省慈航公益基金会。截至 2021 年 3 月末，海航资本已将其持有的 99.59% 股权出质并且此前存在被动减持情况。截至 2020 年末，海航资本的 2 家一致行动人均将所持公司股票全部质押，质押份额占公司总股本的 12.78%。

图 1 截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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 2020 年末，公司下设全资子公司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海”），并通过其控股香港渤海租赁资产管理有限公司（以下简称“香港渤海”）、横琴国际融资租赁有限公司（以下简称“横琴租赁”）。其中，香港渤海作为公司的海外投资平台，持有 Global Sea Containers Ltd.（以下简称“GSC”）和 Global Aviation Leasing Co.,Ltd（以下简称“GAL”）100.00% 的股权，前者持有 Seaco SRL（以下简称“Seaco”）100% 的股权和 Cronos Ltd.（以下简称“Cronos”）100.00% 的股权；后者持有 Avolon Holdings Limited（以下简称“Avolon”）70.00% 的股权。

截至 2021 年 3 月末，公司内设运营管理部、综合管理部、财务部、资金部、审计部、合规法务部、董事会办公室、纪检监察部等职能部门

(公司组织架构图见附件1); 公司在职员工 600 人。

截至 2020 年末, 公司资产总额 2502.12 亿元; 负债总额 2086.59 亿元; 所有者权益合计 415.53 亿元 (归属母公司所有者权益 271.70 亿元); 2020 年, 公司实现营业收入 274.18 亿元, 净利润-85.96 亿元 (归属母公司所有者净利润-77.04 亿元); 筹资活动前现金净流入 85.67 亿元, 现金及现金等价物增加额 103.05 亿元。

截至 2021 年 3 月末, 公司资产总额 2560.17 亿元; 负债总额 2141.53 亿元; 所有者权益合计 418.63 亿元 (归属母公司所有者权益 272.92 亿元); 2021 年 1—3 月, 公司实现营业收入 58.14 亿元, 净利润-3.95 亿元 (归属母公司所有者净利润-4.04 亿元); 筹资活动前现金净流出 47.45 亿元, 现金及现金等价物减少额 8.64 亿元。

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

### 三、债券概况及募集资金使用情况

2020 年, “18 渤金 01”、“18 渤金 02”、“18 渤金 04” 的投资者均进行了回售申报, 回售金额分别为 1.19 亿元、0.09 亿元和 0.96 亿元。

本次跟踪债券募集资金均已按指定用途使用完毕, 并已在付息日正常付息 (含 “18 渤金 01” “18 渤金 02” “18 渤金 04” 的回售本金)。

2021 年 6 月, 公司申请对 “18 渤金 01” 的本金进行展期、利息全额兑付而召开债券持有人大会。但截至本报告出具日, 债券持有人会议投票时间多次延期, 尚未形成合法有效的决议, 展期相关议案能否通过存在极大不确定性。

表 1 本报告跟踪债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
18 渤金 01	10.60	9.41	2018/06/20	3(2+1)年
18 渤金 02	11.17	11.08	2018/09/10	3(2+1)年
18 渤金 03	5.04	5.04	2018/10/10	3(2+1)年
18 渤金 04	10.00	9.04	2018/10/26	3(2+1)年
18 渤租 05	3.19	3.19	2018/12/05	3年

资料来源: 联合资信整理

## 四、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以 “六稳” “六保” 为中心, 全力保证经济运行在合理区间。在此背景下, 2020 年我国经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度, 我国经济运行持续恢复, 宏观政策整体保持了连贯性, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置; 积极的财政政策提质增效, 推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度, 我国国内生产总值现价 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00%<sup>2</sup>, 低于往年同期水平, 主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看, 三大产业中**第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间**。具体看, 第二产业增加值两年平均增长 6.05%, 已经接近疫情前正常水平 (5%~6%), 第二产业恢复情况良好, 其中工业生产恢复良好, 工业企业盈利改善明显; 而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%, 增速略微低于疫情前正常水平; 第三产业两年平均增长 4.68%, 较 2019 年同期值低 2.52 个百分点

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判断, 文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率, 下同。



点, 第三产业仍有恢复空间, 主要是由于年初局部疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017-2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数  
资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升, 成为拉动经济的主引擎; 投资拉动垫底; 净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看, 2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%, 延续了上年逐季恢复的趋势, 与疫情前水平的差距进一步缩小; 消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎, 疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正, 但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元, 同比增长 25.60%, 两年平均增长 2.90%, 与疫情前正常水平差距较大, 固定资产投资仍处在修复过程中; 资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱, 疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红, 贸易顺差 7592.90 亿元, 较上年同期扩大 690.60%, 净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势, 达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强, 经济结构进一步改善。

**居民消费价格指数运行平稳, 生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度, 全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的

核心 CPI 累计同比增速均为 0, 较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点, 处于低位。2021 年一季度, 全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%, 呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格, 带动 PPI 持续上行, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末, 社融存量同比增速为 12.30%, 较上年末下降 1 个百分点, 信用扩张放缓; 2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元, 虽同比少增 0.84 万亿元, 但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看, 信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素, 企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面, 截至 2021 年一季度末, M2 余额 227.65 万亿元, 同比增长 9.40%, 较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元, 同比增长 7.10%, 较上年末增速 (8.60%) 也有所下降, 说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动

作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

## 五、行业分析

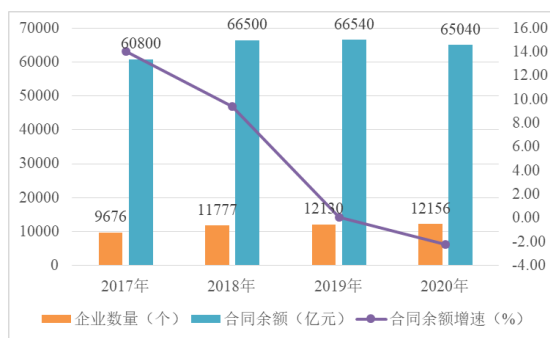
目前，公司主要收入来源于融资租赁业务，属于融资租赁行业。

近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模增速显著放缓，并且 2020 年出现了负增长。

长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）批准成立的金融租赁公

司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司<sup>3</sup>，该类租赁公司主要是由非金融机构设立。近年来，融资租赁公司数量增速持续放缓，业务规模增速亦持续下降，并且 2020 年以来受新冠肺炎疫情影响，业务规模在 2007 年进入快速发展期以来出现了首次负增长（详见下图）。截至 2020 年末，我国融资租赁公司 12156 家，较年初增加 26 家，合同余额为 65040 亿元，较年初下降 2.25%。

图 2 融资租赁公司业务发展情况



注：主坐标轴为企业数量和合同余额，次坐标轴为合同余额增速

资料来源：Wind、公开资料，联合资信整理

在行业增速变缓甚至出现负增长的环境下，龙头企业在业务规模和融资方面具有

较大优势，行业分化明显。

从融资端来看，根据 Wind 统计，2020 年融资租赁公司中共有 42 家在资本市场发行过债务融资工具（包括公司债、中期票据、短期融资券和 PPN，不含资产证券化产品，下同），规模合计 2722.55 亿元。2020 年发行过债务融资工具的融资租赁公司中，按照 2020 年末净资产排序，前十大融资租赁公司（以下简称“样本公司”）2020 年债券发行量为 1972.30 亿元，占行业总发行量的比重为 72.44%，其余 32 家融资租赁公司发行量占比合计 27.56%。

从融资租赁公司经营情况来看，联合资信信用租赁资产规模/全行业期末合同余额近似代表市场份额，样本公司 2020 年末租赁资产规模合计 8902.83 亿元，市场份额为 13.69%，较年初增加 1.90 个百分点。截至 2020 年末，样本公司资产总额及租赁资产规模较年初增速分别为 12.27% 和 13.48%。2020 年尽管新冠肺炎疫情给融资租赁公司展业带来了较大的不利影响，但竞争力强的融资租赁公司仍然保持了稳定的发展趋势，行业内竞争分化较明显。

表 3 样本公司 2020 年债券融资规模及业绩表现（单位：亿元）

序号	公司名称	2020 年发行规模	2020 年末租赁资产规模	2020 年末总资产	2020 年末净资产	2020 年营业收入
1	远东国际融资租赁有限公司	579.00	1043.09	2648.96	522.46	209.50
2	平安国际融资租赁有限公司	398.50	2461.25	2779.61	411.12	194.23
3	中航国际租赁有限公司	308.70	1252.41	1587.49	250.12	101.26
4	国网国际融资租赁有限公司	119.30	893.83	1030.18	159.57	38.39
5	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	167.00	915.39	1081.41	158.54	83.34
6	中国环球租赁有限公司	117.80	533.72	611.56	157.78	85.48
7	芯鑫融资租赁有限责任公司	20.00	261.13	482.35	131.86	26.83
8	中电投融和融资租赁有限公司	143.00	670.84	813.08	114.94	42.30
9	中交融资租赁有限公司	34.00	373.41	473.06	99.35	27.40
10	广州越秀融资租赁有限公司	85.00	497.76	520.06	95.14	34.60
合计		1972.30	8,902.83	12027.77	2100.88	843.31

注：租赁资产规模按照一年内到期的非流动资产与长期应收款之和近似计算  
资料来源：WIND、公开资料，联合资信整理

<sup>3</sup> 2018 年 5 月，商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会。

银保监会已正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，对融资租赁公司的业务开展具有较强的引导和规范作用，大量空壳企业将被清退，部分融资租赁公司可能面临较大的转型压力。

银保监会于 2019 年 10 月发布了对商业保理企业的监管要求，2020 年 6 月 9 日，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“《暂行办法》”），体现出银保监会对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。《暂行办法》中提出的监管要求堪称国内融资租赁行业发展史上最严。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《暂行办法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业监控自身的风险敞口，及时发现风险和控制风险。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。

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；2021 年 2 月，上海市地方金融监督管理局发布《上海市融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《上海市监督管理办法》”），就融资租赁公司设立、变更、注销等事项，业务经营与风险管理、监督管理、法律责任等进行一系列规定。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“《北京市指引》”），在《暂行办法》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，《北京市指引》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%。

2021 年宏观政策仍将保持连续性、稳定性、可持续性，并且要促进金融服务实体经济，做好风险防范和处置，宏观政策环境仍将相对稳定；但经济下行压力仍在，并且由于全球疫情的反复，实体经济仍然面临来自于疫情冲击的不确定性。融资租赁整体行业仍将保持缓慢发展，资产质量承压，盈利水平受到计提拨备的影响或将有所下滑，行业分化趋势将继续。

2020 年 12 月，中央经济工作会议召开。会议强调，2021 年是“十四五”规划的开局之年，是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。会议指出，2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时效；要防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。宏观政策环境仍将保持一定的稳定性。

2019 年 5 月，央行、银保监会对包商银行实施接管，引起了一定的市场恐慌，实体经济的风险传导至金融及类金融行业并且风险逐渐暴露；受 2020 年新冠肺炎疫情影响，中小企业面临了极大的生存压力，金融机构面临的信用风险攀升；另外，2020 年以来，部分国有企业陆续违约，市场反应强烈，整体融资环境将面临一定的不确定性。由此可见，实体经济仍然具有较大的下行压力，并且实体经济的风险正在对金融机构产生负面影响，融资租赁行业在金融体系内的抗风险能力总体不如银行等金融机构，因此融资租赁企业的融资环境及资产质量将面临更大的挑战。另外，虽然 2020 年国内疫情控制成效显著，但全球疫情又见反复，并且国内疫情亦有反弹迹象，2021 年国内实体经济仍然面

临着来自于疫情冲击的可能性，融资租赁公司的资产质量亦将面临着较大的压力。

联合资信预计，2021年融资租赁行业总体仍将保持缓慢发展的趋势，甚至全行业业务规模出现小幅下降；实体经济压力尚存仍然会给融资租赁公司的资产质量带来较大的下行压力，融资租赁公司的盈利水平亦将受到计提拨备的影响；债券违约给融资环境带来一定的不利影响，可能会使融资租赁行业融资渠道和成本受到影响，并且带来更明显的分化形势。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为61.85亿元，控股股东海航资本持股28.02%，较2020年初减少了2.29%，实际控制人为海南省慈航公益基金会。

2021年2月，公司控股股东海航资本及其关联方海航集团被法院裁定受理重整申请进入重整程序；加之截至2021年3月末，海航资本已将其持有99.59%股权出质且此前存在被动减持情况，未来公司股权变更的可能性大。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司是全球第二大集装箱租赁公司和第三大飞机租赁公司，业务范围遍布全球，具有多样化服务能力和细分领域业务优势。**

公司业务规模较大，资本实力很强，截至2020年末，公司所有者权益415.53亿元，总资产2502.12亿元；2020年，公司实现营业总收入274.18亿元。公司在世界各地拥有30个运营中心，业务范围覆盖全球六大洲，为遍布全球80多个国家和地区900余家客户提供飞机、集装箱、基础设施、高端设备等租赁服务，在飞机租赁、集装箱租赁等领域具有行业龙头地位。截至2020年末，公司自有、管理及订单飞机合计达876架，为全球第三大飞机租赁公司；公司自有和管理的集装箱合计约380万CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用代码：916500002285973682），截至2021年4月27日查询日，公司本部未结清信贷中，逾期本息合计6.15亿元，关注类借款余额5.76亿元，不良类借款余额1.00亿元；已结清的信贷中，关注类借款账户21个，金额合计4.65亿元；不良类借款账户17个，金额合计3.55亿元；关注类银行保函账户9个，金额合计542.07万元。

公司发行的“19渤海租赁SCP002”原到期日为2020年9月8日，公司在偿付当期利息后，公司发布公告，“19渤海租赁SCP002”本金展期270天至2020年6月5日，展期期间票面利率为3.98%，兑付日一次性还本付息。2021年6月7日，公司发布公告，“19渤海租赁SCP002”本金偿还期限再次展期270天至2022年3月2日，展期期间票面利率为3.98%，将于到期兑付日一次性兑付本金和展期利息。

截至2021年3月末，公司获得主要银行授信额度共计2744.86亿元，已使用额度为2342.05亿元，未使用额度为402.81亿元。

公司2020年度审计报告显示，截至2020年末，公司部分借款、长期应付款未按照相关协议按时偿还，累计未按时偿还本金及利息共计59.73亿元，其中本金16.54亿元已于2020年财务报表报出日前偿还或与银行等机构签订展期协议，剩余本金人民币36.06亿元部分正在与相关借款银行和债权人协商续借或展期安排；截至2020年末，公司逾期短期借款为0.30亿元，无逾期短期借款利息，截至2020年财务报表报出日，公司已偿付该笔借款。

2021年6月，公司申请“18渤金01”展期的债券持有人大会投票时间自2021年6月17日延期至2021年7月2日21:00，截至本评级报告出具日，尚未形成合法有效的决议，展期相关议案能否通过存在极大不确定性。如展期相关议案未能获得债券持有人会议通过，公司预计将无法按期兑付本期债券剩余本金及利息。

## 七、管理分析

2020年以来，公司管理人员有所调整，但对日常经营影响不大；内控管理未发生重大变化；2021年，股东的破产重整将影响公司股权结构和控制权，未来需持续关注股东破产重整进程对公司的影响。

2020年以来，公司经营管理人员有所变动，2020年9月，原董事长卓逸群先生离任，继续担任公司董事，董事会选举金川先生为董事长；王景然先生原为公司董事、副经理兼董事会秘书，2021年1月，王景然先生辞去董事会秘书职务，继续担任公司董事、副经理，公司聘任王佳魏先生担任董事会秘书。上述人员变动均因工作调整所致，对公司经营影响不大。其他董事监事及高级管理人员未发生变动，管理人员总体稳定性好。

2020年，公司召开1次年度股东大会和2次临时股东大会，主要审议通过了《2019年度董事会工作报告》《公司监事会2019年度工作报告》《关于控股股东海航资本集团有限公司终止实施增持计划的议案》《关于公司2020年半年度计提资产减值准备的议案》等议案。2020年，公司共召开5次董事会会议，审议通过41项议案。2020年，公司共召开4次监事会会议，审议并通过议案17项。

2020年以来，公司内控管理无重大变更。公司聘请安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年内控情况进行了审计，并出具了《渤海租赁2020年度内部控制审计报告》，认为公司内控完整有效，未发现重大及重要缺陷。

2021年2月10日，公司收到控股股东海航资本及其关联方海航集团的通知，海航资本、海航集团已于2021年2月10日分别收到海南省高级人民法院《民事裁定书》，法院裁定受理了相关债权人海航资本、海航集团的重整申请。控股股东及其关联方被法院裁定受理重整申请进入重整程序，可能会对公司控制权产生影响。2021

年3月15日，公司分别收到股东天津燕山股权投资基金有限公司（以下简称“燕山投资”）、上海贝御信息技术有限公司（以下简称“上海贝御”）和宁波梅山保税港区德通顺和投资管理有限公司（以下简称“宁波德通顺和”）的通知，燕山投资、上海贝御和宁波德通顺和已被法院裁定重整。上述股东的重整可能对公司股权结构产生影响。联合资信将持续关注上述事项对于公司股权结构和控制权的影响。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

由于2020年以来的新冠肺炎疫情全球性蔓延对航空业造成了较大冲击，公司飞机租赁及销售收入大幅下滑，致使营业收入大幅下降，并产生规模较大的亏损。

2020年，公司实现营业收入274.18亿元，同比下降29.34%，主要系受疫情影响，飞机租赁及销售收入大幅下降所致。公司营业收入仍然主要由经营租赁和租赁物销售收入构成，2020年合计占比98.01%。由于当期计提资产减值损失和信用减值损失规模大幅增长，加之因参股公司经营亏损等因素产生了投资损失，因此产生净亏损85.96亿元。

从地区分布看，公司营业收入以境外收入为主，且占比保持增长态势。2020年境外实现收入占营业收入比重为86.55%，较上年提高1.51个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入58.14亿元，同比减少40.50%，主要系受疫情影响，部分客户违约、破产导致飞机租赁收入减少，加之受航空需求减少的影响，飞机销售数量减少致使飞机销售收入下降综合所致；2021年1—3月，实现净利润-3.95亿元，同比大幅减少155.90%，系营业收入减少、资产减值损失和信用减值损失计提增加，加之产生投资损失综合所致。

表 4 公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经营租赁	225.90	54.71	231.10	59.56	203.24	74.13	49.01	84.31
飞机/集装箱销售	153.41	37.15	146.10	37.65	65.47	23.88	7.54	12.97
融资租赁及融资租赁咨询	30.83	7.47	7.78	2.00	3.90	1.42	1.36	2.35
其他	2.76	0.67	3.05	0.79	1.56	0.57	2.17	0.37
合计	412.91	100.00	388.03	100.00	274.18	100.00	58.14	100.00
净利润		26.64		33.23		-85.96		-3.95

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

## 2. 业务运营

### （1）境外租赁业务

公司境外租赁业务是公司主要的收入和利润来源。公司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。

**2020年，疫情对航空业的冲击导致公司飞机租赁和销售业务业绩下滑，部分飞机租赁项目出现租赁款延期支付的情况，未来需关注租赁资产质量下滑的风险。**

公司境外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。2020年，Avolon飞机租赁业务受到了疫情的冲击，实现飞机租赁收入160.99亿元，同比减少11.83%，系疫情影响下，部分航空公司客户租金延付、租金违约或客户破产所致；2020年，飞机销售收入57.86亿元，同比大幅下降58.68%，系受新冠肺炎疫情影响致使航空需求大幅下降，从而导致飞机需求大幅减少所致。2020年，Avolon飞机租赁及销售业务收入之和占公司合并口径营业收入的80.44%，为公司最主要的收入来源。截至2020年末，Avolon期末飞机租赁资产余额较年初下降6.32%，主要是受疫情影响，飞机租赁资

产估值下降、预计租金收入降低，公司对飞机租赁资产减值计提金额增加，加之2020年末美元兑人民币汇率下降综合所致；自有飞机516架，管理飞机62架；管理的飞机主要为Avolon出售飞机资产后，仍执行管理职能的飞机，并且Avolon能够从中收取一定的管理费。

2020年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，航空产业受收到了较大的冲击，Avolon租赁业务客户中大多数提出延期支付租金的请求，Avolon根据各家客户具体情况，同意了部分客户的租金延期支付申请。为缓解自身流动性风险，Avolon通过融资增加了现金储备，并且取消了部分飞机订单，适时回购将于2022、2023年到期的部分债券以降低未来资本支出及到期债务。目前全球范围内仍有较多国家和地区疫情较为严重，未来需继续关注航空产业的恢复情况及对Avolon的资产质量、现金流及盈利等方面可能产生的不利影响。

截至2021年3月末，飞机租赁资产规模较年初有所收缩；自有飞机数量较年初增加了6架。由于疫情对航空业的影响仍在持续，2021年一季度，公司飞机租赁收入同比减少14.29%，飞机销售收入同比减少83.44%。

表 5 Avolon 飞机租赁及销售情况（单位：个、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
期末飞机租赁资产余额	1396.11	1547.32	1449.58	1454.14
飞机租赁收入	172.50	182.60	160.99	39.17
当期处置飞机个数	88	92	26	2
飞机销售收入	146.39	140.00	57.86	6.06
期末自有飞机数量	512	479	510	516
期末管理飞机数量	49	46	62	62

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 集装箱租赁业务

2020年以来，GSC在集装箱租赁领域保持竞争优势，出租率持续增长且保持在较高水平。2020年三季度以来集装箱运输需求增长，受此影响，2020年，公司增加了集装箱投放规模，当年集装箱租赁收入与上年持平，集装箱销售收入较上年有所上升。

公司境外集装箱业务主要由GSC开展。截至2020年末，GSC自有和管理的集装箱合计379.87万CEU，为全球第二大集装箱租赁公司。

2020年上半年，疫情导致多国采取边界管控措施，严重影响了国际运输及货物贸易，全球集装箱货运需求断崖式下跌，但自2020年第三季度以来，随着全球经济贸易活动重新开放，消费者主要支出由旅游和娱乐转向商品消费，集

装箱运输需求有所反弹。2020年，GSC各类集装箱平均出租率较上年均有所增长。受此影响，2020年，GSC增加了集装箱投放规模，年末集装箱租赁资产余额较年初有所上升，2020年集装箱租赁收入与上年持平；新集装箱采购价格不断升高，二手集装箱价格亦随之上涨，使得GSC集装箱销售收入较上年有所增长。

2021年以来，GSC继续抓住航海运输市场发展机会，加大集装箱投放力度，一季度投放额为28.10亿元，已接近2020年全年投放额，出租率较上年末进一步增长，集装箱租赁及销售收入均超过上年全年的20%。2021年一季度，得益于集装箱租赁市场景气程度提升，公司集装箱租赁及销售收入同比分别增长2.12%和8.03%。

表6 GSC 集装箱租赁及销售情况 (单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
当期投放额	17.75	24.20	31.70	28.10
期末集装箱租赁资产余额	284.46	274.69	284.14	312.74
集装箱租赁收入	43.00	42.30	42.04	10.62
集装箱销售收入	7.02	6.10	7.61	1.48

注：上期期末租赁资产余额与当期投放额相加所得数额，与当期租赁资产余额之间存在差异，主要系汇率变动所致  
资料来源：公司提供

表7 GSC 集装箱业务情况表 (单位: 万 CEU、%)

种类	2018年		2019年		2020年		2020年1-3月	
	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率	CEU	平均出租率
干货集装箱	164.82	97.10	160.33	93.60	158.80	99.20	167.77	99.80
冷藏集装箱	149.71	97.80	152.02	96.90	155.75	98.40	160.24	99.30
罐式集装箱	42.87	90.30	43.08	86.90	41.86	87.00	41.33	89.60
特种集装箱	24.68	91.20	24.78	90.20	23.45	90.80	23.37	92.70
合计	382.07	--	380.21	--	379.87	--	392.71	--

注：统计口径为自有及管理合计  
资料来源：公司提供

(3) 境内租赁业务

2020年以来，公司境内租赁业务规模及收入下降，境内业务以飞机租赁为主。

公司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。2020年，公司融资租赁及咨询业务收

入为3.90亿元，较上年减少了49.86%，主要系境内部分融资租赁项目到期以及受疫情及部分客户破产重整等因素影响，公司境内部分融资租赁客户信用评级水平下降及逾期，相关收入未能确认所致。

从行业分布来看，2020年，公司境内租赁资产主要分布在飞机租赁行业，行业分布结构较上年变化不大。2020年以来，境内融资租赁规模



持续下降，截至2021年3月末，公司境内租赁资产余额合计205.95亿元，飞机租赁占比66.62%。

表8 公司境内租赁资产行业分布情况（单位：亿元、%）

行业分布	2018年末		行业分布	2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额	占比		金额	占比	金额	占比	金额	占比
飞机	155.46	30.30	飞机	159.30	66.78	143.09	67.37	137.21	66.62
基础设施/道路 桥梁/轨道交通	232.59	45.33	其他	79.24	33.22	69.31	32.63	68.74	33.38
机械设备	82.96	16.17	--	--	--	--	--	--	--
商业物业	40.88	7.97	--	--	--	--	--	--	--
集装箱	1.25	0.24	--	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>513.14</b>	<b>100.00</b>	<b>合计</b>	<b>238.54</b>	<b>100.00</b>	<b>212.40</b>	<b>100.00</b>	<b>205.95</b>	<b>100.00</b>

注：表中金额含经营租赁，并且2018年末数据包含皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”，2019年起皖江金租不再纳入合并范围）

资料来源：公司提供

#### （4）租赁资产质量

2020年以来，疫情对航空业造成了巨大冲击，导致飞机租赁业务部分项目租金逾期，公司不良资产规模大幅上升；公司减值计提充分，能够对不良资产形成较好覆盖。由于航空业短期内难以恢复至疫情前水平，后续仍需继续关注租赁资产质量下行的风险。

2020年以来，公司合并口径不良资产规模大幅上升，主要系疫情对航空业的冲击使航空

公司客户的经营和偿债能力下降，致使飞机租赁业务的部分项目租金逾期所致。2020年以来公司增加了减值计提力度，目前减值准备能够覆盖不良资产的金额，拨备水平有所提升。

未来随着疫情的逐渐缓解，航空产业亦将逐渐恢复，但短时间内难以恢复到疫情前的水平。未来仍需关注飞机租赁业务资产质量恶化的风险。

表9 公司租赁资产质量（单位：亿元、%）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
租赁资产余额	2193.71	2060.55	1946.12	1972.83
不良资产余额	32.49	23.49	56.33	56.23
其中：皖江金租 <sup>4</sup> 不良资产余额	7.24	--	--	--
资产减值及坏账准备	23.06	27.64	97.14	97.25

注：1. Avolon 客户逾期超过90天且丧失支付能力，GSC 客户逾期超过360天且丧失支付能力时会将其计入不良资产；2. 租赁资产余额=融资租赁资产余额+经营性租出的固定资产；3. 资产减值及坏账准备=长期应收款坏账准备余额+应收账款坏账准备余额+固定资产减值准备余额

资料来源：公司提供，联合资信整理

#### 3. 未来发展

2021年，国际范围内疫情仍然严峻，航空业复苏仍需时日，公司制定了相应的发展战略。但股东的破产重整对公司外部融资造成了负面影响，亦造成了公司控制权和股权结构的不确定性，且公司自身流动性和偿债压力很大，公司正常经营难度较大。

2021年，国际疫情形势依然严峻，航空业仍

面临较大的挑战，为应对外部市场环境变化的影响，公司将持续加强风险管控，保证平稳运营。飞机租赁方面，公司将持续关注下游航空公司客户的运营状况，加强风险管控，积极应对航司破产、重组等风险事件，妥善制定化解方案，逐步消化疫情对公司的影响；集装箱租赁业务方面，全球经济及贸易的复苏进程仍存在不确定性，公司将密切跟踪客户运营情况，严格评估信

<sup>4</sup> 2019年起，皖江金租不再纳入合并范围。

用风险，在客户选择、租约签订等方面继续保持审慎的态度，确保平稳运营。

尽管全球航空业的全面复苏尚需时日，2021年，公司将把握市场机遇，致力长远布局。2021年，公司将继续发挥自身优势，积极抢抓飞机售后回租市场机遇，为全球航空公司客户引进、更换飞机提供资金支持，为行业复苏贡献力量。同时，公司将以目前航海运输市场需求旺盛、集装箱价格上涨为契机，继续充实资本实力，稳步拓展业务规模，提升租金议价能力，巩固市场占有率及品牌认可度，提升集装箱租赁业务的盈利水平。

为应对疫情给经济带来的负面影响，世界主要经济体普遍采取了较为积极、宽松的货币政策，以保持市场良好的流动性。公司及下属子公司将积极抢抓市场融资机遇，进一步降低公司整体资金成本、优化资产负债结构。境内方面，受海航集团破产重整及疫情冲击影响，公司境内短期流动性仍将面临较大压力。2021年，公司将继续推进同金融机构的合作，争取获得新增授信支持，同时积极协商相关债权人降低融资利率以节省财务费用、优化债务结构，全力保障境内流动性安全。境外方面，2021年一季度，Avolon和GSC已分别以较低的融资利率成功发行美元优先无抵押票据和美元ABS，为进一步降低融资成本、优化负债结构、支持未来业务开拓打下了坚实基础。

2021年，公司控股股东及其他三个股东的破产重整对公司外部融资造成了不利影响，亦对公司的控制权和股权结构造成了不确定性，未来需持续关注股东破产重整对公司的影响。

公司发行的“19渤海租赁SCP002”已进行了两次展期，流动性匮乏；2020年公司有借款、长期应付款未按照相关协议按时偿还，公司本部已基本失去再融资能力，公司持续经营能力存在重大不确定性；公司本部2020年期末现金及现金等价物余额很小，所发行公司债全部于2021年到期，偿债压力大。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2018—2020年度财务报告及2021年一季度财务数据，安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2018—2020年度财务报告进行了审计，并对2018和2019年度财务报告出具了无保留审计意见，对2020年度财务报告出具了带有持续经营重大不确定性段落的无保留审计意见；2020年度审计报告中指出，截至2020年末，公司流动负债规模超过流动资产规模88.99亿元、部分借款及长期应付款本息合计59.73亿元未按照约定按时偿还等事项表明，存在可能导致对公司持续经营能力产生疑虑的重大不确定性；2020年度审计报告带有关键审计事项：一是截至2020年末，公司长期应收款(含一年内到期的部分)坏账准备余额为41.79亿元，应收账款计提坏账准备余额为16.66亿元；二是截至2020年末，公司固定资产累计折旧余额为362.82亿元，减值准备余额为38.68亿元。公司2021年1—3月财务报表未经审计。

2017年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第14号——收入》(简称“新收入准则”)。公司自2020年1月1日开始按照新收入准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整2020年年初留存收益。

公司2018、2019年财务数据分别取自2019、2020年审计报告上期数或期初数，2020年财务数据取自2020年审计报告当期数或期末数。公司2021年1—3月财务数据取自2021年1—3月财务报表当期数。

2020年，公司纳入合并范围的子公司减少1家(2020年5月，公司之子公司香港渤海资产管理有限公司注销其子公司Global Aviation Leasing 3 Co., Ltd.)并新增1家(2020年9月，公司于海南省设立了全资子公司海南海隆投资有限公司)，整体看，合并范围变动不大，公司财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司资产总额2502.12亿元；负债总额2086.59亿元；所有者权益合计415.53亿元（归属母公司所有者权益271.70亿元）；2020年，公司实现营业收入274.18亿元，净利润-85.96亿元（归属母公司所有者净利润-77.04亿元）；筹资活动前现金净流入85.67亿元，现金及现金等价物增加额103.05亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额2560.17亿元；负债总额2141.53亿元；所有者权益合计418.63亿元（归属母公司所有者权益272.92亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入58.14亿元，净利润-3.95亿元（归属母公司所有者净利润-4.04亿元）；筹资活动前现金净流出47.45亿元，现金及现金等价物减少额8.64亿元。

## 2. 资产构成

**公司资产规模小幅下降，构成变化不大，固定资产在公司资产构成中仍占主导地位；由于公司受限资产占比较高，资产流动性弱，资产质量一般。**

截至2020年末，公司资产总额较年初小幅下降5.77%，以非流动资产为主，构成较年初变化不大，其中，货币资金占比7.22%，应收账款占比1.82%，长期应收款（含一年内到期）占比3.02%，固定资产占比75.11%，其他非流动资产占比6.61%。

表10 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>资产总额</b>	<b>2858.19</b>	<b>100.00</b>	<b>2655.37</b>	<b>100.00</b>	<b>2502.12</b>	<b>100.00</b>	<b>2560.17</b>	<b>100.00</b>
其中：货币资金	112.86	3.95	81.66	3.08	180.71	7.22	169.95	6.64
应收账款	25.39	0.89	31.02	1.17	45.63	1.82	40.69	1.59
长期应收款	120.82	4.23	109.99	4.14	75.65	3.02	92.07	3.60
固定资产	1819.93	63.67	1985.22	74.76	1879.38	75.11	1910.12	74.61
划分为持有待售的资产	365.21	12.78	9.22	0.35	14.84	0.59	7.68	0.30
其他非流动资产	278.10	9.73	286.68	10.80	165.45	6.61	193.61	7.56

注：本表及以下分析中长期应收款包含一年内到期的部分  
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司货币资金180.71亿元，较年初增长121.30%，主要系境外子公司Avolon为应对疫情影响，通过融资增加现金储备以及因调整飞机引进计划、取消或推迟部分应交付订单导致资本支出少及退回部分采购飞机预付款所致。截至2020年末，公司货币资金受限规模为15.25亿元。截至2020年末，公司存放在境外的货币资金规模为174.17亿元。

公司应收账款为信用期在1-2个月的应收经营租赁款。截至2020年末，公司应收账款45.63亿元，较年初增长47.08%，系受疫情影响，部分航空公司客户未能按时支付租金所致。截至2020年末，坏账准备余额为16.66亿元，较年

初大幅增长662.96%，主要系受疫情影响，部分航空公司客户出现违约、破产情形，信用水平下降，以及部分航空公司客户申请延期支付租金，导致应收租金风险敞口增加所致。

公司长期应收款以应收融资租赁款为主，截至2020年末，公司长期应收款75.65亿元，较年初下降31.23%，主要系受疫情及部分客户破产重整等因素影响，部分融资租赁客户的经营和偿债能力下降，信用水平下降，导致计提坏账损失增加所致。截至2020年末，长期应收款的坏账准备余额为41.79亿元，较年初大幅增长198.27%。

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2020年末，公司固定资产净值1879.38亿元，较年初小幅减少5.33%，主要系固定资产减值增加及汇率变动所致。截至2020年末，固定资产减值准备余额为38.68亿元，较年初增长237.95%，主要系受疫情影响，飞机资产估值下降、预计租金收入降低等因素致使公司固定资产减值金额增加。

2020年，由于Avolon已达成6架飞机的转让协议，将已经签订了不可撤销的转让协议的飞机及发动机划分为持有待售的资产，因此2020年末划分为持有待售的资产较年初大幅增长60.86%至14.84亿元。

截至2020年末，公司其他非流动资产165.45亿元，较年初大幅下降42.29%，主要系2020年疫情对航空业的冲击导致交付飞机数量减少，预付飞机款大幅下降所致。2020年末，公司的其他非流动资产中，预付飞机采购款139.21亿元，较年初减少44.35%，递延成本<sup>5</sup>29.33亿元，较年初减少20.88%。

从资产受限情况来看，截至2020年末，公司受限资产合计1253.17亿元，占资产总额的50.08%，主要系公司及下属子公司多用抵质押等方式融资所致，受限比例较高。受限资产情况详见下表：

截至2020年末，渤海租赁应收控股股东、实际控制人及其附属企业往来款合计55.01亿元，应收联营及合营企业往来款5.23亿元。对处于在海航重整范围内的公司<sup>6</sup>长期应收款项余额为人民币36.18亿元，坏账准备余额约为人民币30.20亿元；应收账款余额约为人民币16.08亿元，坏账准备余额约为人民币6.12亿元。本集团对上述处于海航重整范围的公司的应收款项已经计提了充分的坏账准备。

<sup>5</sup> 主要为Avolon因购买带租约的飞机，购买价格高于公允价值且该部分差额由高于市场价值的未来租赁收款额补偿，因此需要递延的部分。

<sup>6</sup> 根据公司2020年审计报告，存在关联交易的重组范围内公司包括长江租赁有限公司、扬子江融资租赁有限公司、浦航融资租赁

表11 截至2020年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限资产金额
货币资金	15.25
长期应收款	49.85
固定资产	1159.99
长期股权投资	18.80
其他权益工具投资	9.28
<b>合计</b>	<b>1253.17</b>

注：本表不包含持有待售部分  
资料来源：公司年报

截至2021年3月末，由于公司购进飞机及美元对人民币汇率上升，导致固定资产账面价值增长，加之公司增加集装箱租赁业务投放导致长期应收款增加，以及公司飞机预付款增加致使其他非流动资产增加的综合影响，资产总额有所增长，较年初增长2.32%至2560.17亿元；由于销售了期初划分为持有待售的部分飞机，因此划分为持有待售的资产规模较年初减少48.27%至7.68亿元。

### 3. 负债及所有者权益

**公司负债总额变化不大，应付债券在负债构成中占主导地位，债务负担较重，且部分债务已出现逾期，公司持续经营能力存在重大不确定性；公司所有者权益规模及构成变化不大，稳定性较好。**

截至2020年末，公司负债总额较年初小幅下降，构成以一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和其他流动负债为主。

公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款和一年内到期的应付债券组成。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债为267.44亿元，较年初增长33.74%，主要系一年内到期的应付债券增长所致。截至2020年末，公司合计52.60亿元的借款及长期应付款和7.13亿元的利息未按照相关协议的约定按时偿还导致触发其他债

有限公司、东莞御景湾酒店、金海智造股份有限公司、舟山金海船业有限公司、海南航空控股股份有限公司、海航航空集团有限公司、北京首都航空有限公司、云南祥鹏航空有限责任公司、天津航空有限责任公司、长江租赁有限公司、大新华轮船（烟台）有限公司及福州航空有限责任公司。

务的相关违约条款，从而使相关债权人有权按照相关协议要求公司随时偿还相关借款。公司已将上述事项相关的长期借款合计 32.34 亿元列示为一年内到期的非流动负债。

公司长期借款主要由固定资产抵押借款构成，截至 2020 年末，公司长期借款 540.08 亿元，较年初减少 17.63%，主要系固定资产抵押借款减少所致。截至 2020 年末，公司逾期长期借款合计 51.73 亿元，逾期长期借款利息为 6.14 亿元。公司已就上述逾期借款与借款机构沟通，截至 2021 年 4 月末，公司已将上述 16.24 亿元的逾期借款偿付或展期。

截至 2020 年末，公司应付债券余额为 1057.08 亿元，为公司负债最主要构成部分，较年初增长 4.21%，系公司之子公司 Avolon 之子

公司 Avolon Holdings Funding Limited 和 Park Aerospace Holdings Limited 于 2020 年发行多笔债券所致。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 2.63%，主要系 2021 年一季度境外子公司发行债券导致应付债券规模增长所致。

截至 2020 年末，债务规模 1877.82 亿元，较年初变化不大，构成仍以长期债务为主，资产负债率和全部债务资本化率较年初有所上升，公司债务负担较重。

截至 2020 年末，杠杆倍数为 5.59 倍，较年初有所增长，但仍在中国银保监会于 2020 年 6 月发布的《暂行办法》中规定的融资租赁企业风险资产总额不得超过净资产总额 8 倍的范围内。

表 12 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	2,307.26	100.00	2,109.61	100.00	2086.59	100.00	2141.53	100.00
其中：一年内到期的非流动负债	210.42	9.12	199.96	9.48	267.44	12.82	267.88	12.51
长期借款	867.60	37.60	655.67	31.08	540.08	25.88	534.62	24.96
应付债券	735.96	31.90	1014.42	48.09	1057.08	50.66	1132.81	52.90
其他非流动负债	107.89	4.68	115.87	5.49	93.67	4.49	88.95	4.15
短期债务		250.77		214.34		280.66		280.35
长期债务		1,603.56		1,670.09		1597.16		1667.42
全部债务		1,854.33		1884.43		1877.82		1947.78
资产负债率		80.72		79.45		83.39		83.65
全部债务资本化		77.09		77.54		81.88		82.31
杠杆倍数		4.98		4.72		5.59		/

注：1. 债务的计算未包含划分为持有待售的负债 2. 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券+其他流动负债科目中有息债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年以来，海外子公司发行债券，增加了债务规模，截至 2021 年 3 月末，公司负债总额增加至 2141.53 亿元；应付债券规模较年初进一步增长，债务负担仍属较重。从期限分布来看，截至 2021 年 3 月末的全部债务中，各年度到期金额分布较为均匀，债务结构合理。

表 13 截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元、%）

到期日	金额	占比
1 年以内	280.35	14.39
1~2 年	278.47	14.30

2~3 年	247.68	12.72
3~4 年	536.21	27.53
4~5 年	141.11	7.24
5 年以上	463.96	23.82
合计	1947.78	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司所有者权益 415.53 亿元，较年初下降 23.86%，归属母公司所有者权益为 271.70 亿元，较年初减少 28.03%，主要系外币财务报表折算差额导致其他综合收益减少加之公司 2020 年产生亏损导致未分配利润减少

所致；归属于母公司所有者权益中，股本占比 22.76%，资本公积占比 63.02%，未分配利润占比 16.26%。截至 2020 年末，少数股东权益 143.84 亿元，较年初下降 14.50%。公司拟不对 2020 年的利润进行分配。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益为 418.63 亿元，较年初变化不大，归属母公司所有者权益 272.92 亿元，构成较年初变化不大，其中股本占比 22.66%，资本公积占比 62.74%，未分配利润占比 14.71%，所有者权益稳定性好。

#### 4. 盈利能力

**2020 年，受疫情对航空业冲击的影响，部分客户租金延付、租金违约或破产，导致公司租赁和销售业务收入减少，从而使营业收入下滑，加之当年计提减值规模增长，并且产生投资损失，公司呈现大幅亏损状态，盈利能力弱。**

2020 年公司实现营业收入 274.18 亿元，同比减少 29.34%，主要系部分航空公司客户租金延付、租金违约或破产导致经营租赁收入减少，加之飞机出售数量下降导致飞机销售收入减少综合所致；营业成本 178.86 亿元，降幅为 26.60%。2020 年，公司期间费用为 97.08 亿元，同比减少 9.57%，主要系公司融资成本同比有所下降及境外子公司回购债券产生收益导致财务费用减少所致；从构成来看，期间费用仍然以管理费用和财务费用为主，2020 年占比分别为 17.20% 和 81.86%。

2020 年，公司计提资产减值损失同比大幅

增长至 42.40 亿元，主要为对固定资产、长期股权投资和其他非流动资产计提减值损失。由于部分航空公司客户违约、破产或提前结束租约导致出租飞机可回收金额下降形成飞机资产减值 31.56 亿元，由于集装箱二手市场价格下降导致公司对集装箱资产计提减值 1.21 亿元；对预付飞机款计提其他非流动资产减值损失 3.21 亿元；由于联营企业皖江金租经营业绩下滑计提长期股权投资减值损失 6.41 亿元。

2020 年，由于受疫情影响，部分航空公司客户出现违约、破产情形，信用水平下降，以及部分航空公司客户申请延期支付租金，导致应收租金风险敞口增加等因素综合影响，公司计提信用减值损失同比大幅增长至 43.77 亿元，其中，计提应收账款坏账损失 14.91 亿元，计提长期应收款坏账损失 28.87 亿元。

2020 年，公司投资损失 6.44 亿元，主要包括以权益法核算的参股公司渤海人寿保险股份有限公司（以下简称“渤海人寿”）经营亏损导致公司确认 5.39 亿元投资损失，债务重组损失 0.61 亿元，报告期内处置因挪威航空公司破产重整取得的股票形成的投资损失约 0.36 亿元。上述损失不具有持续性。

综合以上因素影响，于 2019 年相比，公司 2020 年由盈转亏，实现利润总额-98.40 亿元，净利润-85.96 亿元，分别同比减少 361.53% 和 358.67%；受公司亏损的影响，2020 年，归属于母公司所有者的净利润-77.04 亿元，同比减少 516.80%

表 14 公司资产减值损失情况表（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
坏账损失（仅适用于 2018 年）	13.56	0.00	0.00
可供出售金融资产减值损失	0.40	0.00	0.00
长期股权投资减值损失	0.00	0.00	6.41
固定资产减值损失	4.14	5.56	32.78
其他非流动资产减值损失	1.62	0.00	3.21
<b>资产减值损失合计</b>	<b>19.72</b>	<b>5.56</b>	<b>42.40</b>

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 15 公司信用减值损失情况表 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
应收账款	0.00	2.03	14.91
其他应收款	0.00	0.00	-0.24
其他流动资产	0.00	0.00	0.23
长期应收款	0.00	1.86	28.87
<b>信用减值损失合计</b>	<b>0.00</b>	<b>3.89</b>	<b>43.77</b>

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表 16 公司盈利指标情况表 (单位: 亿元、%)

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	412.91	388.03	274.18	58.14
营业成本	261.78	243.66	178.86	33.27
期间费用	113.02	107.36	97.08	24.39
资产减值损失	19.72	5.56	42.40	2.06
信用减值损失	0.00	3.89	43.77	3.07
投资收益	6.70	5.23	-6.44	-0.38
利润总额	27.01	37.63	-98.40	-4.51
净利润	26.64	33.23	-85.96	-3.95
归属母公司所有者净利润	22.79	18.48	-77.04	-4.04
总资产收益率	0.91	1.21	-3.33	-0.16
净资产收益率	5.89	6.06	-17.88	-0.95

注: 净资产收益率计算公式与公司年报披露口径有差异, 本报告数据计算公式详见附表  
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从盈利指标来看, 由于 2020 年公司亏损, 盈利指标由正转负, 2020 年总资产收益率和净资产收益率分别为-3.33%和-17.88%, 分别同比下降 4.54 和 23.94 个百分点, 整体盈利能力减弱。

2021 年 1—3 月, 公司实现营业收入 58.14 亿元, 同比减少 40.50%, 主要系受疫情影响, 公司部分客户违约、破产, 导致飞机租赁收入下降, 以及受航空需求减少影响, 销售飞机收入下降所致; 信用减值损失同比增长 1075.02%, 主要系 2021 年一季度新增破产航空公司客户, 对应收租金计提坏账准备所致; 资产减值损失同比增长 165.90%, 主要系 2021 年一季度新增破产航空公司客户, 公司对相应固定资产计提减值准备所致; 受上述因素的综合影响, 2021 年一季度公司实现净利润-3.95 亿元, 同比大幅下降 155.90%; 总资产收益率和净资产收益率分别为-0.16%和-0.95% (未年化)。

## 5. 现金流

**2020 年, 受疫情影响, 公司飞机租赁业务收入下降, 经营性现金流净流入同比有所减少; 公司调整飞机引进计划, 投资活动现金流出大幅减少; 公司增加借款规模, 筹资活动现金流入大幅增长。**

受疫情影响, 2020 年公司飞机租赁业务的租金收入下降, 经营活动现金流入 173.40 亿元, 同比减少 27.45%, 受此影响, 经营活动现金流净额 144.47 亿元, 同比减少 27.31%, 但仍呈净流入状态。

从投资活动来看, 2020 年公司投资活动现金流入 96.01 亿元, 同比减少 51.81%, 主要系受疫情影响, 飞机的销售收入减少所致。2020 年公司投资活动现金流出 154.82 亿元, 同比减少 53.06%, 主要系公司调整飞机引进计划, 支付的飞机预付款减少, 以及支付购机保证金减少所致。2020 年公司投资产生的现金流净额为-58.80 亿元, 呈净流出状态。

2020年，筹资活动现金流入779.88亿元，同比大幅增长40.33%，主要系境外子公司为保障流动性安全，增加现金储备，取得借款收到的现金增加，带动筹资活动现金流入增加所致；筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金，当年筹资活动现金流净流出755.18亿元，同比增

长20.59%。2020年公司筹资活动产生的现金净额为24.69亿元，由2019年的净流出转为净流入状态。

2020年公司现金及现金等价物增加额为103.05亿元，期末现金及现金等价物余额为165.47亿元，同比大幅增长165.09%。

表 17 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
经营性现金流量净额	204.35	198.76	144.47	29.70
投资性现金流量净额	21.20	-130.57	-58.80	-77.15
筹资性现金流量净额	-288.58	-70.52	24.69	37.73
现金及现金等价物净增加额	-61.34	-1.03	103.05	-8.64
期末现金及现金等价物余额	63.45	62.42	165.47	156.82

资料来源：公司财务报告

2021年1-3月，公司经营现金流仍为净流入状态，但较上年同期减少27.02%，系受疫情及航空公司客户破产重整等影响，公司飞机租赁业务的租金收入下降所致；投资活动现金流净额较上年同期减少48.99%，主要系飞机销售数量减少，收到的飞机销售款减少所致；筹资活动产生的现金净流入较上年同期减少84.44%，系上年同期公司境外子公司Avolon为应对疫情影响，强化流动性储备，增加了银行借款及现金储备，本期新增融资规模较上年同期减少所致；2021年3月末，现金及现金等价物余额为156.82亿元。

## 6. 母公司财务分析

### （1）资产负债分析

母公司口径资产规模基本稳定，以其他应收款及长期股权投资为主，货币资金规模很小，资产流动性弱；所有者权益规模基本稳定，权益稳定性较好。2021年到期的债券规模较大，目前公司债务偿付压力很大，需关注债务偿还情况。

截至2020年末，母公司口径资产总额341.38亿元，较年初小幅下降1.87%，构成较年初变化不大，主要为其他应收款及长期股权投资。

母公司口径其他应收款主要为与全资子公司天津渤海的内部往来款，账龄主要为1~2年。截至2020年末，母公司其他应收款98.75亿元，较

年初小幅减少2.20%，占母公司资产总额的比重在三成左右。

母公司长期股权投资为对子公司天津渤海（成本法）及联营企业渤海人寿（权益法）的投资。截至2020年末，母公司长期股权投资242.36亿元，较年初小幅减少1.47%，占母公司资产总额的比重在七成左右。

截至2020年末，母公司货币资金仅0.21亿元，且连续三年期末货币资金规模均很小。加之考虑公司母公司资产构成情况，整体流动性弱。

截至2020年末，母公司负债总额98.52亿元，较年初变化不大，但构成与年初相比变化较大，截至2020年末，母公司负债全部为流动负债，主要是短期借款及一年内到期的非流动负债；截至2020年末，一年内到期的非流动负债73.30亿元，较年初大幅增长103.12%，主要系公司债券全部将于2021年到期，将应付债券余额全部转入一年内到期的非流动负债科目所致。

受2020年出现亏损的影响，母公司所有者权益有所下降，截至2020年末，母公司所有者权益242.87亿元，较年初下降3.22%，构成较年初变化不大。

截至2021年3月末，母公司资产总额341.08亿元，负债总额99.82亿元，所有者权益241.26亿元，规模及构成均较年初变化不大。



(2) 盈利分析

由于投资收益下降幅度较大, 母公司亏损增加。

从盈利情况来看, 因本部主要作为控股平台, 无实际业务运营, 盈利的来源主要为投资收益及托管费收入(受托管理海航集团下属其他租赁公司, 此部分计入营业收入)。2020年, 母公司口径营业收入为0.06亿元, 规模较小, 同比变化不大; 母公司口径无营业成本, 主要支出为财务费用和管理费用。2020年, 母公司管理费用同比下

降27.17%, 财务费用同比下降11.75%, 主要系利息费用减少所致。从投资收益来看, 2020年, 权益法核算的长期股权投资(渤海人寿)产生亏损, 并且亏损大幅增加; 综上, 与2019年相比, 2020年母公司投资由盈转亏, 产生投资亏损5.39亿元。母公司连续第三年出现亏损, 并且亏损规模大幅增加。

2021年1-3月, 母公司投资亏损0.46亿元, 净利润亏损1.50亿元, 亏损规模与上年同期相当。

表 18 母公司盈利情况(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
营业收入	0.06	0.06	0.06	0.00
管理费用	0.93	0.62	0.45	0.10
财务费用	3.60	4.53	4.00	0.94
投资收益	1.96	0.48	-5.39	-0.46
营业利润	-2.51	-4.64	-9.86	-1.50
净利润	-2.52	-4.64	-9.86	-1.50

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

(3) 现金流分析

公司母公司口径减少了投资活动, 整体现金流主要依赖筹资活动和少量经营活动。2021年3月末母公司期末现金等价物余额为37.20万元, 现金储备不足。

母公司口径经营活动主要为往来款, 由于2020年与子公司天津渤海的往来款(计入其他应收款)减少, 因此经营活动现金流呈净流入状态; 2020年, 母公司投资支出增加, 因此投资活动现金流呈净流出状态; 母公司筹资活动主要为融资

及债务本息偿还, 由于母公司融资规模的下降, 筹资活动现金流保持了净流出状态。

截至2020年末, 母公司现金及现金等价物余额为0.21亿元, 较年初大幅减少75.40%, 母公司期末现金及现金等价物余额已连续第三年不足1亿元, 现金储备不足。

2021年一季度, 母公司经营活动现金流呈净流出状态, 投资活动现金流呈净流入状态, 未发生融资活动, 3月末现金及现金等价物余额较上年末有所减少。

表 19 母公司现金流量情况(单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
经营活动现金流量净额	-22.19	-10.16	11.75	-1.88
投资活动现金流量净额	24.71	14.69	-3.91	1.67
筹资活动现金流量净额	-2.79	-3.91	-8.49	0.00
现金及现金等价物净增加额	-0.27	0.62	-0.65	-0.21
期末现金及现金等价物余额	0.24	0.86	0.21	0.0037

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

7. 偿债能力

公司偿债指标表现一般, 盈利对债务的覆盖倍数较低, 但对于利息的覆盖程度仍然较好。

母公司现金储备不足, 无法对短期债务形成保障。“19渤海租赁 SCP002”两次展期且2020年公司有借款和长期应付款逾期, 公司本部已基本

失去再融资能力,持续经营能力存在重大不确定性;公司整体偿债能力较强。

短期偿债能力方面,截至2020年末,公司流动比率较年初有所上升;筹资前现金流对短期内现金支出及利息的保障程度一般。

长期偿债能力方面,由于公司出现亏损,2020年EBITDA较上年大幅减少,构成以折旧、利息支出和利润总额为主,分别占比111.87%、88.80%和-102.25%;EBITDA利息倍数较上年大幅下降,2020年为1.13倍,盈利对利息支出的保障程度降低;全部债务/EBITDA比较上年大幅上升,2020年为19.51倍,公司盈利对债务的覆盖能力进一步降低。

从母公司偿债指标来看,由于母公司其他应

收款大幅减少导致流动资产规模下降,因此2020年母公司流动比率大幅降低,截至2020年末为100.49%;由于母公司期末现金及现金等价物余额较少,不能对短期债务形成有效覆盖;受利润总额亏损加大的影响,母公司EBITDA大幅下降,而利息支出基本稳定,因此母公司EBITDA利息倍数降至-0.72倍,全部债务/EBITDA为-21.46倍,盈利对利息和债务的保障程度均较差。

公司发行的“19渤海租赁SCP002”已进行了两次展期,流动性匮乏;2020年公司有较大规模借款、长期应付款未按照相关协议按时偿还,公司本部已基本失去再融资能力,持续经营能力存在重大不确定性。

表 20 公司合并口径各项偿债指标情况(单位: %、亿元、倍)

指标	2018年	2019年	2020年
流动比率	98.96	60.69	75.10
筹资前现金流动负债比	0.41	0.25	0.24
筹资前现金流利息保障倍数	1.96	0.74	1.00
EBITDA	231.83	224.97	96.24
EBITDA 利息倍数	2.02	2.44	1.13
全部债务/EBITDA	8.00	8.38	19.51

资料来源:公司财务报表,联合资信整理

表 21 公司母公司口径各项偿债指标情况(单位: %、亿元、倍)

指标	2018年	2019年	2020年
流动比率	225.47	181.59	100.49
期末现金及现金等价物余额/短期债务	0.01	0.02	0.00
EBITDA	4.32	1.99	-4.12
EBITDA 利息倍数	0.63	0.30	-0.72
全部债务/EBITDA	20.89	46.84	-21.46

#### 8. 或有事项

截至2020年末,公司对外担保金额为21.70亿元,被担保人为海南航空控股股份有限公司。

截至2020年末,公司及子公司存在作为被告的未决诉讼,涉案金额合计3.69亿元。

#### 十、存续期内债券偿还能力分析

公司面临短期内债券集中兑付的压力,母公司口径财务指标不具备对本年度剩余应到期债券的保障能力。

截至2021年5月末,公司存续债券余额合计42.76亿元,其中本年度剩余应到期债券金额为“18渤金01”“18渤金02”“18渤金03”“18渤金04”和“18渤租05”,待偿还本金合计37.76亿元,亦达到未来待偿债债券本金峰值。

截至2021年3月末,公司合并口径期末现金及现金等价物余额能对本年度剩余应到期债券金额形成有效保障,但由于本年度剩余应到期债券合计规模较大,公司仍面临一定的集中兑付压力;2020年,合并口径筹资活动前现金流入

量、筹资活动前现金流净额和EBITDA分别为未来待偿债券峰值的7.13倍、2.27倍和2.55倍，能够对未来待偿债券本金峰值能够提供有效保障。

截至2021年3月末，母公司口径期末现金及现金等价物余额不能对本年度剩余应到期债券金额形成有效保障，母公司面临较大的集中兑付压力；2020年，母公司口径筹资活动前现金流入量对未来待偿债券峰值保障能力较弱，筹资活动前现金流净额和EBITDA无法对未来待偿债券本金峰值形成保障。

的信用等级为A-，评级展望为负面。

表 22 合并口径存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	37.76
未来待偿债券本金峰值	37.76
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余应到期债券金额	4.15
筹资活动前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	7.13
筹资活动前现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.27
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.55

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 期末现金及现金等价物余额使用最新一期财务数据（2021年3月末）；3. 筹资活动前现金流入量、筹资活动前现金流净额、EBITDA均采用上年度数据

资料来源：公司审计报告、2021年一季度报表，联合资信整理

表 23 母公司口径存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	37.76
未来待偿债券本金峰值	37.76
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余应到期债券金额	0.0001
筹资活动前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.32
筹资活动前现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.21
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	-0.11

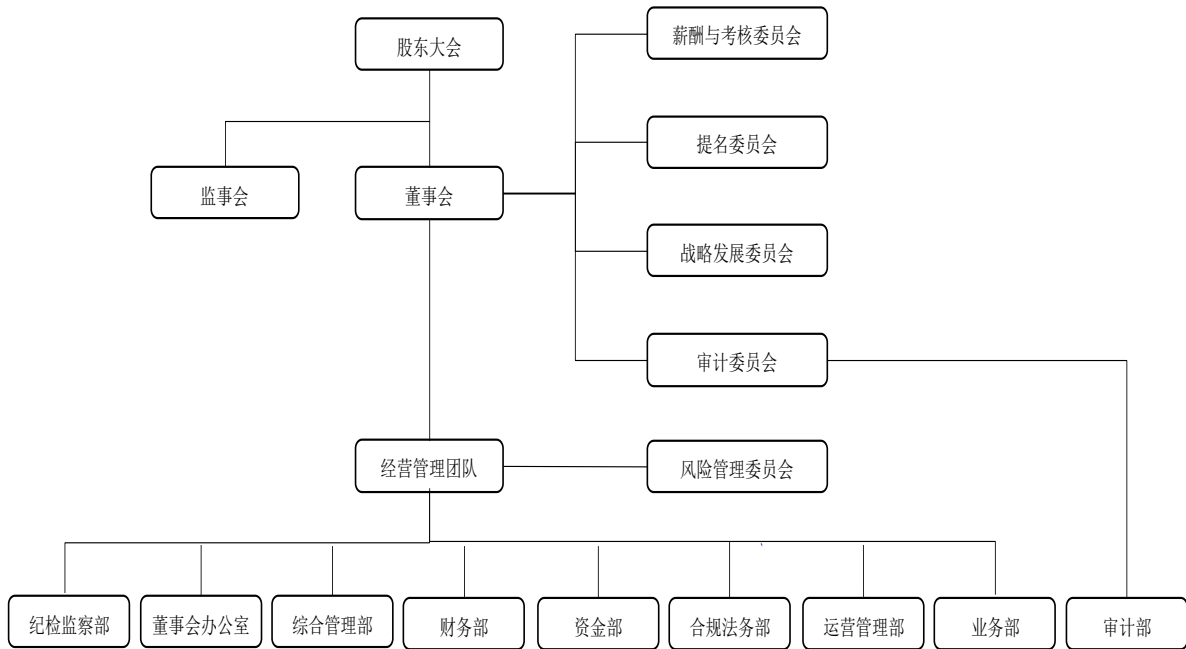
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 期末现金及现金等价物余额使用最新一期财务数据（2021年3月末）；3. 筹资活动前现金流入量、筹资活动前现金流净额、EBITDA均采用上年度数据

资料来源：公司审计报告、2021年一季度报表，联合资信整理

## 十一、结论

综上，联合资信确定下调公司的主体长期信用等级为A-，下调“18渤金01”“18渤金02”“18渤金03”“18渤金04”和“18渤租05”

### 附件 1 截至 2021 年 3 月末渤海租赁股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

## 附件 2-1 渤海租赁股份有限公司 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
资产总额 (亿元)	2858.19	2655.37	2502.12	2560.17
所有者权益 (亿元)	550.93	545.77	415.53	418.63
短期债务 (亿元)	250.77	214.34	280.66	280.35
长期债务 (亿元)	1603.56	1670.09	1597.16	1667.42
全部债务 (亿元)	1854.33	1884.43	1877.82	1947.78
营业收入 (亿元)	412.91	388.03	274.18	58.14
净利润 (亿元)	26.64	33.23	-85.96	-3.95
总资产收益率 (%)	0.91	1.21	-3.33	-0.16
净资产收益率 (%)	5.89	6.06	-17.88	-0.95
资产负债率 (%)	80.72	79.45	83.39	83.65
杠杆倍数 (倍)	4.98	4.72	5.59	5.71
全部债务资本化比率 (%)	77.09	77.54	81.88	82.31
流动比率 (%)	98.96	60.69	75.10	71.47
筹资前现金流动负债比 (倍)	0.41	0.25	0.24	-0.14
EBITDA (亿元)	231.83	224.97	96.24	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.02	2.44	1.13	/
全部债务/EBITDA (倍)	8.00	8.38	19.51	/

注：杠杆倍数=风险资产/净资产，其中，风险资产=资产总额-货币资金

资料来源：公司财务报表、公司提供，联合资信整理

## 附件 2-2 渤海租赁股份有限公司 主要财务数据（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
资产总额（亿元）	350.35	347.89	341.38	341.08
负债总额（亿元）	94.09	96.93	98.52	99.82
所有者权益（亿元）	256.26	250.95	242.87	241.26
全部债务（亿元）	90.20	93.36	88.53	88.60
短期债务（亿元）	41.55	52.53	88.53	88.60
长期债务（亿元）	48.65	40.83	0.00	0.00
营业总收入（亿元）	0.06	0.06	0.06	0.00
净利润（亿元）	-2.52	-4.64	-9.86	-1.50
筹资活动前现金流量净额（亿元）	2.52	4.53	7.85	-0.21
资产负债率（%）	26.86	27.86	28.86	29.27
全部债务资本化比率（%）	26.03	27.12	26.71	26.86
总资产收益率（%）	-0.69	-1.33	-2.86	-0.44
净资产收益率（%）	-0.97	-1.83	-3.99	-0.62
流动比率（%）	225.47	181.59	100.49	99.45
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.01	0.02	0.00	0.00
EBITDA（亿元）	4.32	1.99	-4.12	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.30	-0.72	/
全部债务/EBITDA（倍）	20.89	46.84	-21.46	/

资料来源：公司财务报表、公司提供、联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	净利润/[ (期初资产总额+期末资产总额) /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%
净利息差	融资租赁业务收入/[ (期初应收融资租赁款余额+期末应收融资租赁款余额) /2]×100%-利息支出/[ (期初全部债务+期末全部债务) /2]×100%
<b>资产质量指标</b>	
不良率	不良资产余额/融资租赁资产余额×100%
融资租赁资产拨备率	融资租赁资产减值准备余额/融资租赁资产余额×100%
拨备覆盖率	融资租赁资产减值准备余额/不良资产余额×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
杠杆倍数	风险资产/净资产
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流入/短期债务	(经营活动现金流入+投资活动现金流入)/短期债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+计入其他科目的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+计入其他科目的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

利息支出=计入成本的利息支出+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

风险资产按总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定(监管口径)

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变



## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

