

2012 年海航资本控股有限公司

公司债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司

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
人员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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2012 年海航资本控股有限公司¹公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1384】号 01

债券简称：12 海资债

债券剩余规模：10.80 亿
元

债券到期日期：2019 年
05 月 22 日

债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附
第 5 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@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 30 日	2017 年 06 月 16 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“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 2012 年 05 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司营业收入保持增长，现金生成能力依然较好，租赁业务综合竞争力进一步增强，子公司渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）资本实力进一步增强，经营业绩持续增长。同时鹏元也关注到了海外并购对公司整合能力提出更高要求，业务面临一定汇率波动风险；信托贷款业务集中度较高，存在一定兑付风险；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）业务转型仍存在不确定性；公司股票质押融资存在追加保证金的压力，资产流动性一般，面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司营业收入保持增长，现金生成能力依然较好。2017 年公司实现营业收入 391.33 亿元，同比增长 22.51%；经营活动现金净流入 210.19 亿元，为 2016 年的 1.96 倍。
- 子公司渤海金控投资股份有限公司（以下简称“渤海金控”）综合竞争力进一步增强，业务规模扩张迅速。2017 年渤海金控（股票代码：SZ.000415）收购了 C2 Aviation Capital LLC（以下简称“C2”），成为全球第三大飞机租赁公司，飞机经营租赁资产规模大幅增加，截至 2017 年末，飞机经营租赁资产余额为 1,493.12 亿元，同比增

¹ 公司名称已变更为“海航资本集团有限公司”

长 80.75%；渤海金控目前是全球第二大集装箱租赁公司，保持了较强的竞争力；天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海租赁”）业务发展较快，2017 年天津渤海租赁本部营业收入同比增长 20.89%。

- **渤海信托资本实力进一步增强，经营业绩持续增长。**2017 年 2 月，渤海信托注册资本增加至 36.00 亿元；2017 年渤海信托实现营业收入 21.06 亿元，同比增长 68.16%，营业收入大幅增加；根据中国信托业协会披露，渤海信托按照综合实力排名，行业排名为第 9 位，较上年上升 19 名；按照信托业务收入排名，第 11 位。

关注：

- **海外并购对公司整合能力提出更高要求，业务面临一定汇率波动风险，2017 年公司汇兑损失金额较大。**近年来公司在海外并购了 Seaco SRL（以下简称“Seaco”）、Cronos Ltd（以下简称“Cronos”）、Avolon Holdings Ltd（以下简称为“Avolon”）及 C2，公司与被并购的国外企业能否持续发挥协同效应有待观察；此外，公司海外业务占比较高，易受汇率波动影响，2017 年渤海金控海外地区营业收入 280.84 亿元，占营业收入比重为 78.15%，公司净汇兑损失 20.05 亿元。
- **公司信托贷款业务集中度较高，新增贷款规模较大，同时信托资产中基础产业和房地产行业的占比较高，存在一定的兑付风险。**截至 2017 年末，渤海信托自有资产中贷款和应收款规模为 56.27 亿元，同比增长 257.27%，租赁和商务服务业客户贷款占比达 88.30%，新增贷款规模较大，贷款集中度较高；截至 2017 年末，渤海信托信托资产投入基础产业和房地产行业的占比分别为 8.24%和 6.80%，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，同时国内房地产行业未来不确定性较大，面临的兑付风险值得关注。
- **海航投资未来业务转型仍存在不确定性。**截至 2017 年末，海航投资房地产项目在售及在建项目较少，无新增土地及项目储备；基金投资和养老产业投资业务规模仍较小；拟进行的重大资产重组存在一定的失败风险，未来业务转型存在一定的不确定性。
- **公司质押所持有的子公司渤海金控和海航投资的股份比例较高，若股票价格波动较大，公司股票质押融资存在追加保证金的压力。**截至 2018 年 4 月 17 日，公司持有海航投资 2.86 亿股，已全部质押，海航投资因重大重组交易目前处于停牌状态；截至 2018 年 7 月 5 日，公司持有渤海金控 21.59 亿股，累计已质押 21.27 亿股，渤海金控于 2017 年 7 月 17 日复牌后股票价格波动较大；在股票市场波动较大的环境下，

海航投资和渤海金控股票价格存在较大的波动风险，公司进行的股票质押融资可能产生平仓风险和追加保证金的压力。

- **公司资产流动性一般。**截至 2018 年 3 月末，公司资产中非流动资产占比为 75.36%，以固定资产、可供出售金融资产和长期应收款为主，且应收关联企业往来款规模较大，对公司资金形成一定占用；同时，使用受限的资产占总资产的比重为 53.28%，整体资产流动性一般。
- **公司有息债务规模不断攀升，面临较大的资金压力和偿债压力。**公司租赁业务规模的不断扩大与外部并购的持续开展，使得公司资金需求较大，而经营活动产生的现金流无法满足投资活动所需，公司面临较大的资金压力。公司债务以有息债务为主，且增长较快，2017 年末有息债务规模达到 2,916.43 亿元，较 2016 年末增长 34.46%，占负债总额的 86.92%；截至 2018 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务为 703.47 亿元，偿债压力较大。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	43,513,900.72	44,168,593.30	34,949,542.30	23,696,117.30
归属于母公司所有者权益合计（万元）	3,524,536.73	3,647,716.70	3,777,123.80	1,829,951.30
有息债务（万元）	28,206,823.55	29,164,328.30	21,689,776.40	15,224,194.00
资产负债率	75.92%	75.97%	69.60%	78.09%
流动比率	1.09	0.92	1.11	1.30
速动比率	1.05	0.88	1.06	1.25
营业收入（万元）	811,274.44	3,913,318.00	3,194,369.70	1,453,174.60
营业利润（万元）	-8,674.09	351,056.00	408,919.10	263,979.70
净利润（万元）	-35,406.77	216,413.30	367,240.90	230,116.40
综合毛利率	51.67%	44.84%	34.68%	44.89%
总资产回报率	-	3.79%	3.80%	3.22%
EBITDA（万元）	-	2,405,782.40	1,662,125.20	937,557.86
EBITDA 利息保障倍数	-	2.08	2.42	2.71
经营活动现金流净额（万元）	1,132,894.76	2,101,885.60	1,074,783.80	213,066.70

注：2015 年数据为 2016 年审计报告期初数，2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

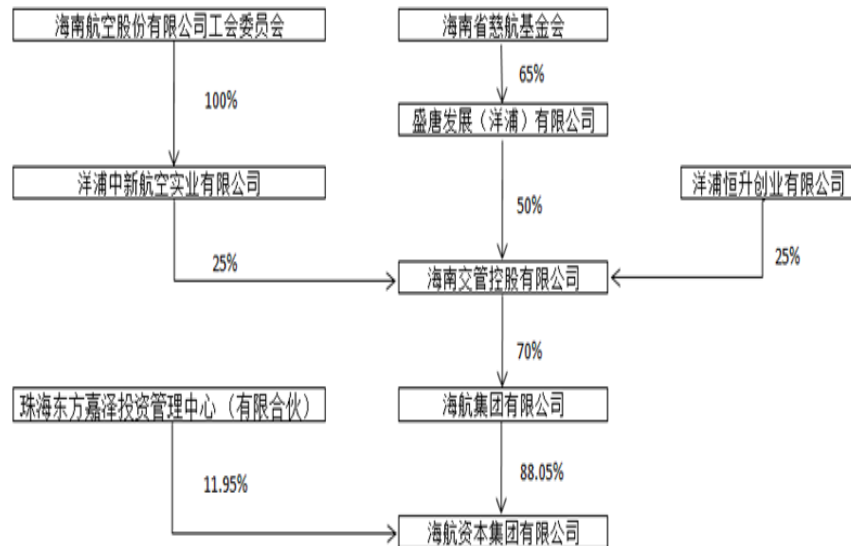
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年5月22日公开发行15亿元7年期公司债券。募集资金中12亿元用于公司原下属子公司大新华船舶租赁有限公司（已更名为浦航租赁有限公司）的船舶购买项目，剩余部分用于补充营运资金，已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年12月30日，珠海东方嘉泽投资管理中心（有限合伙）对海航资本增资人民币40.00亿元，并于2017年6月20日完成工商变更，公司注册资本增加至334.80亿元。截至2018年5月末，公司注册资本为334.80亿元，控股股东仍为海航集团有限公司²，持股比例为88.05%。公司实际控制人仍为海南省慈航基金会。

图1 截至2018年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年公司合并范围内的子公司较2016年增加4家、减少1家，详见表1，截至2017年末公司纳入合并报表的子公司共25家（详见附录五）。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

² 公司未提供控股股东的企业信用报告。

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
天津航鑫投资合伙企业（有限合伙）	99.99%	173,000	股权投资	新设
霍尔果斯联达永铭股权投资管理有限公司	100.00%	10,000	对外投资	新设
黄海丝路财富投资管理（青岛）有限公司	70.00%	10,000	对外投资	新设
天津华晟永盈投资有限公司	100.00%	100,000	对外投资	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

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
嘉兴永文明体投资合伙企业（有限合伙）	50.00%	120,000.00	对外投资	处置股权

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司资产总额为4,416.86亿元，归属于母公司的所有者权益为364.77亿元，资产负债率为75.97%；2017年度，公司实现营业收入391.33亿元，净利润21.64亿元，经营活动现金净流入210.19亿元。

截至2018年3月末，公司资产总额为4,351.39亿元，归属于母公司的所有者权益为352.45亿元，资产负债率为75.92%；2018年1-3月，公司实现营业收入81.13亿元，净利润亏损3.54亿元，经营活动现金净流入113.29亿元。

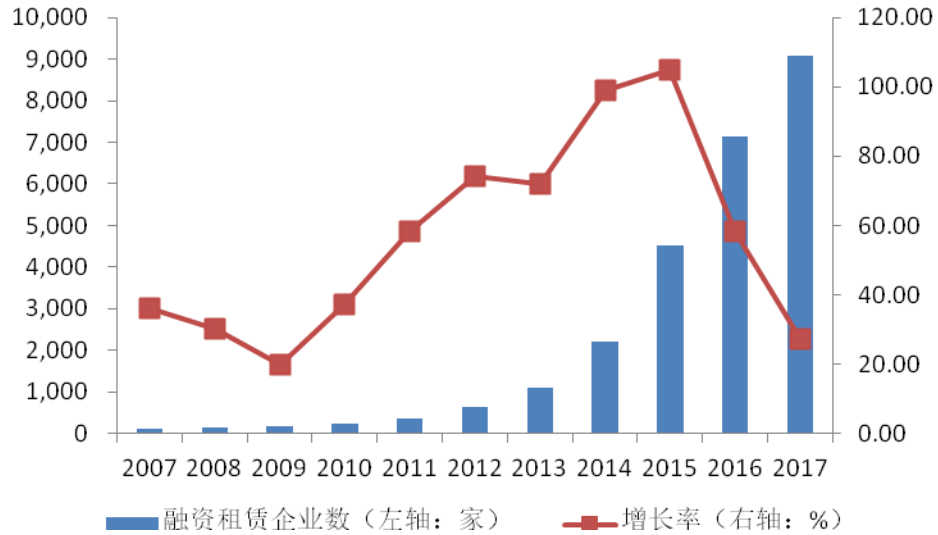
三、运营环境

（一）租赁

2017年融资租赁行业仍快速增长，但扩张速度有所下降，行业格局仍较为分散

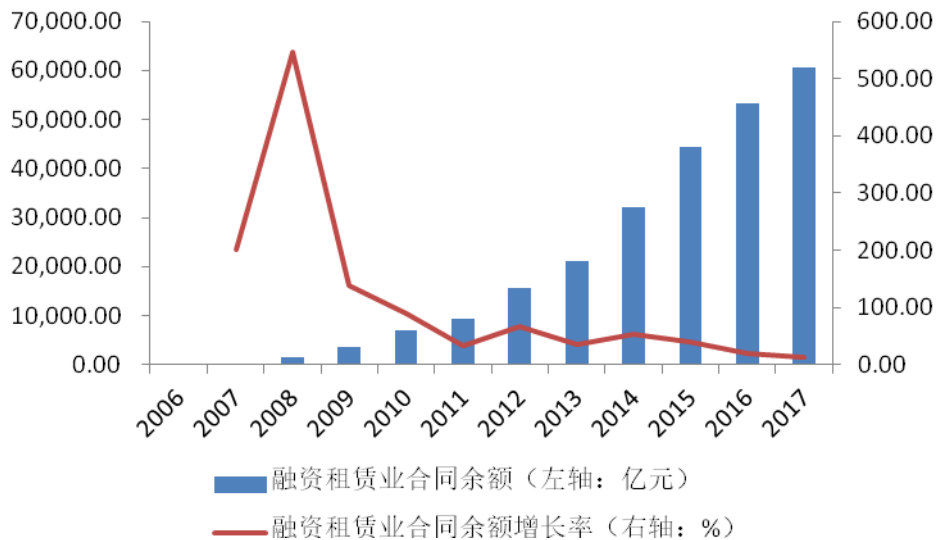
2017年，我国融资租赁行业继续快速发展。截至2017年末，我国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为9,090家，同比增长27.38%，增速大幅下降。交易规模方面，截至2017年末，我国融资租赁企业合同余额为6.06万亿元，较上年增长13.70%，增速较上年下降6.35个百分点。

图2 近年我国融资租赁企业数量及增长率情况



资料来源：Wind，鹏元整理

图3 近年我国融资租赁业务规模及增长率情况



资料来源：Wind，鹏元整理

金融租赁企业、外商租赁企业和内资租赁企业三足鼎力的市场格局未发生改变。截至2017年末，外资租赁企业达8,745家，占比96.20%，内资租赁企业276家，占比3.04%，金融租赁企业69家，占比0.76%，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。业务规模方面，截至2017年末，金融租赁企业合同余额2.28万亿元，占比37.62%，外资租赁企业合同余额1.90万亿元，占比31.35%，内资租赁企业合同余额1.88万亿元，占比

31.02%，金融租赁企业业务规模仍较为领先。

截至2017年末，全国融资租赁企业注册资金总额32,031亿元，其中内资租赁企业注册资金2,057亿元，外资租赁企业注册资金28,000亿元，金融租赁企业注册资金1,974亿元；内资、外资和金融租赁企业平均注册资金分别为7.45亿元、3.20亿元和28.61亿元。非金融租赁企业（内资和外资）平均注册资本不到5亿元，但公司数量占比却高达99%，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。

2017年以来，融资租赁行业政策环境日益完善，统一监管或将促进行业整合

2017年3月，中国人民银行、工业和信息化部、银监会、证监会、保监会联合发布《关于金融支持制造强国建设的指导意见》，鼓励加快制造业融资租赁业务发展及其资产证券化；2017年5月，按照国务院有关工作部署，商务部于5月2日至6月30日组织各地开展融资租赁行业风险排查工作，重点排查超杠杆经营、违规向地方政府融资、虚构租赁物以及虚构融资租赁项目进行公开融资等问题，融资租赁行业市场秩序得到进一步规范。

2018年5月14日，商务部网站发布了《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》，商务部已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行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），自4月20日起，有关职责由银保监会履行。融资租赁公司监管职责划入银保监会后，有利于监管部门对融资租赁业务实行统一监管，统一监管之后或将有利于行业整合。

表 1 2017 年以来租赁行业主要相关政策

项目	时间	内容
中国人民银行、工业和信息化部、银监会、证监会、保监会联合发布《关于金融支持制造强国建设的指导意见》	2017 年 3 月	要积极发展和完善支持制造强国建设的多元化金融组织体系，发挥各类银行机构、集团财务公司、融资租赁机构的差异化优势，并通过大力发展多层次资本市场、保险市场形成金融服务协同效应。鼓励符合条件的银行业金融机构稳妥开展不良资产证券化试点，主动化解制造业过剩产能领域信贷风险。
《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》	2018 年 5 月	商务部已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行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），自 4 月 20 日起，有关职责由银保监会履行。

资料来源：公开资料，鹏元整理

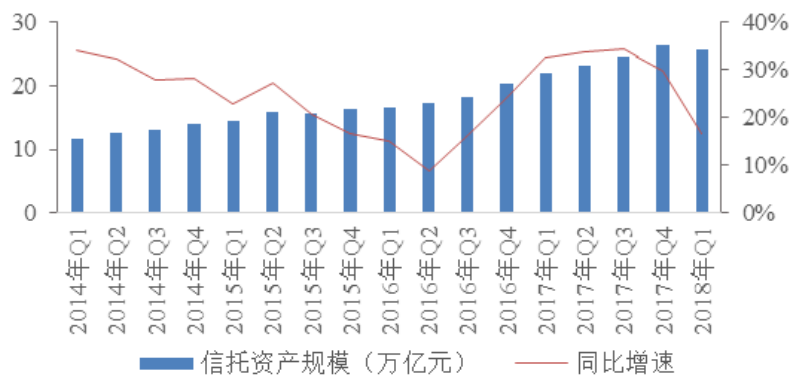
（二）信托

2017年我国信托业保持稳定的增长，但随着金融监管的强化，信托行业短期内面临一

定的转型压力

截至2017年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模达26.25万亿元，同比增长29.81%，较2016年的24.01%上升了5.8个百分点。随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》等相关政策的颁布，信托通道业务规模大幅缩减，行业受托资产规模有所减少。截至2018年1季度末，全国68家信托公司受托资产规模为25.61万亿元，较2017年4季度末下降2.41%，为近两年来首次负增长；同比增速较2017年4季度末的29.8%放缓至16.6%。

图4 近年我国信托资产规模增长情况



资料来源：中国信托业协会

从信托资金来源来看，截至2018年1季度末，单一资金信托占比为45.54%，较2017年4季度末下降0.19个百分点；集合资金信托占比为38.73%，较2017年4季度末增加约1个百分点；管理财产类信托占比为15.73%，较2017年4季度末下降0.8个百分点。尽管单一资金信托占比仍然较高，但占比逐年下降。受传统银信合作通道业务面临萎缩，银行资金来源受限等因素的影响，单一资金信托占比进一步降低，加之信托公司不断提升主动管理能力，集合资金信托占比有望不断增加。

从所有者权益的构成来看，所有者权益规模与构成的变化一定程度上反映了信托公司主动防控风险的意图和成效。截至2018年1季度末，信托全行业实收资本为2,463.36亿元，占比为46.22%；未分配利润为1,586.86亿元，占比为29.77%。信托公司的资本是否充足，是监管部门的关注重点，信托公司或进一步增资扩股。

图5 近年我国信托行业所有者权益情况



资料来源：中国信托业协会

从风险项目来看，截至2017年末，信托行业风险项目有601个，风险项目规模为1,314.34亿元，全行业不良率水平为0.50%；截至2018年1季度末，信托行业风险项目659个，模为1,491.32亿元，信托资不良率为0.58%。2018年以来，随着房地产业务融资渠道受限，风险项目个数和规模均有所增加。在打破刚性兑付背景下，信托公司主动管理能力与风控能力需要进一步加强。

从经营业绩来看，截至2017年末，信托行业经营业绩进一步提升。信托全行业实现营业收入1,190.69亿元，同比增加6.67%；实现利润总额824.11亿元，同比上升6.78%。从经营收入的构成来看，信托业务收入仍是经营收入增长的主要驱动力。截至2017年末，信托业务收入为805.16亿元，占比为67.62%，同比增长7.41%；投资收益为284.93亿元，占比为23.93%，同比增长5.24%；利息收入为62.38亿元，同比下降0.60%。信托业务是信托公司的主业，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。

2017年以来，监管机构出台了多项与信托行业相关的指导意见，在延续了2016年以风险控制为监管核心的基础上，积极促进家族信托、慈善信托等创新业务的有序发展，推动行业回归“受人之托、代人理财”的本质。2017年7月10日银监会联同民政部共同发布了《慈善信托管理办法》，对慈善信托的设立、备案、财产的管理与处分、变更和终止、法律责任等方面进行了详细的界定和规范。2017年8月25日，《信托登记管理办法》正式下发，建立起全国统一的信托登记制度，完善信托行业信息披露，保护信托当事人合法权益。2017年11月17日央行等五部委联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，对金融机构与非金融机构存在的刚性兑付情形明确提出惩处标准，进一步推动信托行业打破刚性兑付，推动包括信托在内的资管业务回归本源。

2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，未来信托行业通道业务将受限制，主动管理业务是未来信托行业发展的重点，信托业务转型压力增加。

从2017年出台的各类指导意见和通知中可以看出，对于信托行业的监管逐渐强化，各项政策在积极引导信托创新业务合规、有序发展的同时，围绕防范金融风险这一核心，重点完善信托行业制度与基础设施建设。长远来看，有利于信托行业的良性发展。

表 2 2017 年以来信托行业主要监管政策

项目	时间	内容或影响
监会下发了《信托公司监管评级办法》	2017年1月	进一步对信托行业加强监管，推动机构自律，为同业合作提供参考。对于获得不同评级结果的信托公司给予不同的业务准入标准。从长期来看，在信托业务创新转型压力增大的情况下，评级结果将对信托公司的转型发展产生深刻影响。
《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）	2017年4月	对地方政府及其所属部门参与PPP项目、设立政府出资的各类投资基金明确提出四个“不得”，即“不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债”，为信托计划参与PPP项目划定了“红线”。
财政部与税务总局发布的《关于资管产品增值税有关问题的通知》	2017年6月	对包括信托公司在内的资管产品——资金信托（包括集合资金信托、单一资金信托）、财产权信托等，按照3%的征收率缴纳增值税，并将于2018年1月1日起施行。
银监会还联同民政部共同发布了《慈善信托管理办法》	2017年7月	对慈善信托的设立、备案、财产的管理与处分、变更和终止、法律责任等方面进行了详细的界定和规范。其中明确指出，“慈善信托财产及其收益应当全部用于慈善目的”以及“慈善信托的受托人除依法设立的信托公司或依法予以登记或认定的慈善组织外，任何单位和个人不得以‘慈善信托’等名义开展活动”，防范非法集资与洗钱风险。
《信托登记管理办法》的下发	2017年8月	遵循“集中登记、依法操作、规范管理、有效监督”四项原则，建立起全国统一的信托登记制度，完善信托行业信息披露，保护信托当事人合法权益，是促进信托业务更加规范开展、完善信托制度建设的重要一步。
央行等五部委联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	2017年11月	规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，防范和控制金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级；鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持经济结构转型和降低企业杠杆率；明确金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务；强调金融机构应加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。
中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》（银监发〔2017〕55号）	2017年2月	对银信类业务定义及银信通道业务定义进行了明确，并对银信类业务中商业银行和信托公司的行为进行规范。信托业监管政策也必然向此倾斜，“去通道，服务实体”行业发展要求将会进一步深化。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）

2018年4月

资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务；资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益；出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付；金融机构不得将资产管理产品资金直接投资于商业银行信贷资产；金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。

资料来源：公开资料，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是一家综合性投资控股企业。目前已初步形成以渤海金控为基础的租赁产业平台，租赁业务涉及飞机租赁、集装箱租赁和基础设施租赁等领域；除租赁业务外，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，目前正逐步向养老及医疗领域转型，其他子公司从事咨询、股权投资等其他业务。近年来公司海外并购活动较为频繁，我国与欧美国家在政策、法律、文化、传统等多方面均存在一定的差异，公司面临一定的资产整合风险，且国际并购规模的扩大对公司的管理能力提出了更高的要求。此外，海外公司资产均以美元计价，美元汇率的波动将对公司整体业绩产生一定影响。

2017年，公司实现营业收入391.33亿元，同比增长22.51%。租赁板块仍为公司收入最主要来源，相关收入主要包含租赁收入、飞机销售收入和集装箱业务收入等。受益于收购C2并将其纳入合并报表范围，并且飞机租赁业务规模扩大，2017年租赁收入为264.42亿元，较2016年增长56.49%，占营业收入的比重为67.57%；飞机销售业务收入为91.09亿元，较2016年增长14.58%，占营业收入的比重为23.28%；集装箱业务由Global Sea Containers Ltd（以下简称“GSC”）经营，2017年实现收入6.93亿元。除租赁板块，公司主要收入来源还有信托板块，手续费及佣金收入主要为信托业务产生，2017年为19.26亿元，同比上升45.73%。公司房地产业务继续收缩，2017年公司实现房地产收入0.54亿元，较上年减少2.03亿元。此外，公司还有利息收入、服务费收入、咨询收入、维修收入等在内的其他收入，规模相对较小。从毛利率水平来看，2017年公司主营业务毛利率为58.06%，综合毛利率为44.84%，较2016年分别增加12.33和10.16个百分点，主要系租赁业务和集装箱业务毛利率增加所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率

主营业务收入：				
租赁收入	2,644,169.30	55.61%	1,689,667.40	50.20%
手续费及佣金收入	192,571.00	87.49%	132,140.60	81.51%
利息收入	35,553.10	71.39%	20,453.00	100.00%
服务费收入	12,511.20	75.84%	4,078.90	21.67%
咨询收入	6,886.40	100.00%	82,782.20	83.07%
房地产业收入	5,363.80	26.92%	25,616.70	34.37%
商品销售收入	-		357,051.90	0.29%
其他	4,849.10	56.44%	3,402.80	89.41%
小计	2,901,903.90	58.06%	2,315,193.50	45.73%
其他业务收入：				
飞机销售业务收入	910,925.20	5.42%	794,990.30	4.58%
集装箱业务收入	69,311.00	24.69%	49,479.90	1.09%
维修收入	29,761.30	7.18%	33,815.50	33.17%
其他	1,416.60	95.22%	890.50	92.40%
小计	1,011,414.10	6.92%	879,176.20	5.57%
合计	3,913,318.00	44.84%	3,194,369.70	34.68%

注：1、商品销售收入为原子公司长江租赁有限公司旗下期货仓单收入，2016年12月公司转让了长江租赁有限公司股权，不再有该项收入；2、2017年审计报告中对2016年主营业务成本进行了重分类调整
 资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

1、租赁业务

公司的租赁业务集中在子公司渤海金控，涉及飞机租赁、集装箱租赁和基础设施融资租赁等多个领域。渤海金控近年来融资租赁业务发展态势较好，随着海外并购及对子公司的整合，飞机租赁业务竞争力大幅提升，集装箱租赁业务在全球保持较强的竞争力。境内租赁业务由渤海金控子公司天津渤海租赁本部、皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江租赁”）和横琴国际融资租赁有限公司（以下简称“横琴租赁”）负责运营；境外方面Avolon主要经营飞机租赁和销售业务，GSC主要经营集装箱租赁及销售业务。

另外，从渤海金控营业收入来源来看，以海外收入为主，2017年海外地区实现营业收入280.84亿元，占营业收入比重为78.15%，海外业务占比较大，公司业绩容易受到汇率变动的影响。

2017年公司飞机租赁业务规模扩大，同时C2收购完成后，综合竞争力进一步提升

公司飞机租赁业务主要以Avolon为平台，2017年公司通过Avolon收购C2，于2017年4月完成交割，并于2017年10月完成整合工作。截至2017年末，公司自有、管理及订单飞机合计943架，其中自有飞机602架，管理飞机2架，订单飞机339架，当前机队市场价值列全球第三。截至2017年末，公司服务于64个国家的153家客户，涵盖了全球主要航空公司，

机队平均剩余租期达到6.6年，飞机利用率保持在99.4%的水平。公司秉承机队年轻化的经营策略，截至2017年末，平均机龄5.3年，飞机型号以A320、B737为主。近年，公司飞机经营租赁资产规模逐年增加，截至2017年末，飞机经营租赁资产余额为1,493.12亿元，同比增长80.75%。2017年，Avolon实现营业收入251.06亿元，同比增长69.58%，净利润30.04亿元，同比增长27.07%。

表 3 2016-2017 年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
2017 年	Avolon	1,771.19	479.07	251.06	30.04
2016 年	Avolon	999.90	347.15	148.05	23.64

资料来源：公司提供

Avolon的业务模式以中长期经营租赁为主，通过与航空公司进行售后回租、向飞机制造商直接购买飞机并出租给航空公司以及向其他出租人购买飞机资产包并出租给航空公司等方式。天津渤海租赁在天津东疆保税港区开展飞机租赁业务，此项业务采用保税区租赁模式，由渤海租赁在境内保税区设立专门子公司（SPV），按照境外SPV模式购买飞机，再将飞机租赁给国内航空公司，达到降低进口关税和增值税的目的。

公司当期和未来的客户主要集中在高性能低成本航空公司（以下简称“廉航”），全世界范围内对中短途航线需求的快速增长带动了廉航的快速发展，为快速发展的各廉航提供优质高效的飞机租赁业务是公司当期业务的发展重心。

公司飞机租赁业务所需资金主要通过境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品，利率与LIBOR挂钩。业务定价参考市场价格和融资成本，客户订单一般采用招标方式，融资服务费率根据市场竞争情况确定。除飞机租赁业务外，飞机销售为公司重要的收入来源，Avolon专门成立了飞机处置部门，结合对市场的研判和飞机资产的跟踪，将飞机继续租赁产生的现金流现值和处置收入进行对比，若处置飞机相对有利时，便以变卖飞机或转租赁等形式迅速处置相应飞机。2017年，公司销售飞机实现收入91.09亿元，占营业收入的比重为23.28%。

总体来看，公司通过连续收购国外飞机租赁公司以及整合原有公司飞机租赁业务，目前已成为全球第三大飞机租赁公司，市场竞争力显著增强。

公司为全球第二大集装箱租赁服务商，竞争力很强；2017年航运市场呈向好趋势，公司集装箱租赁业务收入有所增长

2016年，渤海金控通过GSC完成了对Seaco SRL和Cronos Ltd的整合，集装箱业务信息按照GSC口径统一反应。截至2017年末，Seaco和Cronos有和管理的集装箱合计355万CEU，服务全球755家客户，集装箱分布于全球的163个港口，为全球第二大集装箱租赁公司（以

CEU计)。

2017年以来，GSC集装箱数量有所增长，截至年末共有集装箱154.87万个，较年初增长8.94%，仍以集装箱干柜为主。受大宗干散货供需变化、全球经济增长提速等多重因素刺激，波罗的海干散货指数(BDI)创下近年新高，由2016年初的300点左右，上涨至2017年末的1,300多点。全球航运及集装箱租赁市场呈现向好趋势，公司各种集装箱出租率均有所增长，平均出租率也增至96.40%。

表 6 2016-2017 年 GSC 集装箱业务情况

时间	项目	数量 (万个)	平均出租率 (%)	平均租金 (美元/天)
2017 年	集装箱干柜	121.88	97.30	0.79
	冷藏集装箱	18.14	96.70	4.61
	特种集装箱	10.61	89.40	3.49
	罐式集装箱	4.23	86.20	6.51
	合计	154.87	96.40	-
2016 年	集装箱干柜	110.74	92.00	0.80
	冷藏集装箱	16.85	95.00	4.83
	特种集装箱	10.36	85.70	3.47
	罐式集装箱	4.21	86.10	6.72
	合计	142.16	91.70	-

资料来源：公司提供

2017年GSC实现营业收入51.22亿元，同比增长1.39%，实现利润总额4.24亿元，同比增长4.33%。

表 7 2016-2017 年 GSC 主要财务指标

项目	2017 年	2016 年
总资产 (万元)	3,823,556.40	4,058,546.00
归属于母公司所有者权益 (万元)	905,257.22	924,727.44
资产负债率	75.26%	76.44%
营业收入 (万元)	512,193.90	505,163.10
利润总额 (万元)	42,420.10	40,660.05
经营活动现金流净额 (万元)	355,303.93	420,181.94
综合毛利率	41.63%	42.60%

资料来源：公司提供

GSC集装箱租赁资金来源主要为境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品，以集装箱出租获得的租金收入偿付本金和利息。此外，和飞机租赁一样，GSC亦会考虑租赁现金流及出售处置收入孰高来变卖处置相应集装箱。2017年公司处置集装箱获得收入6.93亿

元，毛利率为24.69%。

2017年天津渤海租赁飞机租赁业务发展较快，融资渠道较丰富，但租赁资产中正常类占比有所下降

渤海金控子公司天津渤海租赁业务以市政基础设施、交通运输基础设施、设备和飞机租赁业务为主，业务模式以直接租赁和售后回租为主。截至2017年末，天津渤海租赁注册资本为221.00亿元，已成为国内注册资本最大的融资租赁试点企业。2017年天津渤海租赁本部（含SPV）实现营业收入21.24亿元，利润总额6.50亿元，同比分别增长20.89%和0.31%，增长率同比有所下降。

表 8 2016-2017 年天津渤海租赁本部（含 SPV）主要财务指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
总资产	6,215,743.70	5,376,421.22
归属于母公司所有者权益	2,297,357.20	2,258,859.69
资产负债率	63.04%	57.99%
营业收入	212,429.19	175,718.45
综合毛利率	51.95%	48.60%
利润总额	64,993.03	64,794.76
经营活动现金流净额	548,417.71	86,823.70

资料来源：公司提供

截至2017年末，天津渤海租赁合同余额245.62亿元，较上年基本持平。从项目分布情况来看，随着天津渤海租赁逐步扩展飞机租赁业务，截至2017年末，天津渤海租赁业务中飞机租赁占比最大，飞机融资租赁项目余额148.54亿元，占比60.48%；商业物业租赁项目余额45.02亿元，占比18.33%；基础设施（包括公路道路、桥梁、管网等）租赁项目余额41.55亿元，占比16.92%；机械设备租赁项目余额10.51亿元，占比4.28%。截至2018年3月末，天津渤海租赁（本部）项目余额238.70亿元，规模有所下降，仍主要以飞机租赁为主。

表 9 天津渤海本部及 SPV 公司租赁项目分部情况（单位：亿元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
飞机租赁	144.88	60.70%	148.54	60.48%	121.58	50.04%
商业物业租赁	44.27	18.55%	45.02	18.33%	56.19	23.13%
基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁	39.02	16.35%	41.55	16.92%	57.81	23.79%
机械设备租赁	10.53	4.41%	10.51	4.28%	7.4	3.05%
合计	238.70	100.00%	245.62	100.00%	242.98	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

租赁资产质量方面，仅应收融资租赁款有五级分类标准，随着天津渤海本部业务规模的扩大，正常类资产占比持续下降，资产质量下降明显，关注类资产大幅增加，截至2018年3月末，关注类资产占比23.29%，相关风险需关注。不良率方面，天津渤海租赁近年来不良资产全部为可疑类，截至2018年3月末，不良率为0.86%。

表 4 天津渤海本部融资租赁业务资产信用风险分级分类情况（单位：亿元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	71.15	75.84%	79.20	81.57%	113.86	93.70%
关注类	21.85	23.29%	17.09	17.60%	6.90	5.68%
次级类	-	-	-	-	-	-
可疑类	0.81	0.86%	0.81	0.83%	0.76	0.63%
损失类	-	-	-	-	-	-
合计	93.81	100.00%	97.10	100.00%	121.52	100.00%

注：五级分类仅适用于融资租赁业务，因此以上表格列示应收融资租赁款，不含经营租赁。

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，已实现项目贷款、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等多渠道融资，其中项目贷款仍是最主要的融资方式，截至2018年3月末占比61.26%；公司债券在债券市场低迷的影响下，占比有所下降。2017年天津渤海租赁其他融资渠道主要有信托借款、应收租赁款转让或质押借款，固定资产抵押借款、关联方委托贷款、关联方借款等。总体看，天津渤海租赁融资渠道较丰富。

表 11 天津渤海租赁融资结构情况（单位：亿元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目贷款	165.12	61.26%	180.07	58.97%	154.99	69.25%
公司债券	29.79	11.05%	29.77	9.75%	45.02	20.12%
中期流动资金贷款	13.60	5.05%	13.60	4.45%	13.80	6.17%
私募债券（PPN）	9.99	3.71%	10.00	3.27%	10.00	4.47%
其他	51.05	18.94%	71.92	23.55%	-	-
合计	269.55	100.00%	305.36	100.00%	223.81	100.00%

资料来源：公司提供

2017年皖江租赁业务发展较快，项目区域集中度下降，但行业集中度仍较高，存在一定的系统性风险

皖江租赁是国内首家在新三板挂牌的金融租赁公司，截至2017年末，注册资本为46.00亿元。皖江租赁拥有金融租赁业务牌照，立足皖江城市带，面向长三角，重点拓展基础设

施、装备制造、航运物流、战略性新兴产业等领域的租赁业务，在安徽省内具有较强的区域竞争优势，租赁方式多以售后回租为主。截至2017年末，皖江租赁总资产规模459.01亿元，2017年实现营业收入31.92亿元，利润总额9.19亿元，同比分别增长29.98%和7.47%。

表 12 2016-2017 年皖江租赁主要财务指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
总资产	4,590,066.60	3,926,901.31
归属于母公司所有者权益	665,344.34	638,159.43
资产负债率	85.59%	83.75%
营业收入	319,190.50	245,566.17
综合毛利率	49.01%	50.14%
利润总额	91,906.64	85,517.99
经营活动现金流净额	129,793.90	98,792

资料来源：公司提供

截至2017年末，皖江租赁项目合同余额417.44亿元，同比增长16.98%。按租赁合同标的资产划分，机器设备合同金额69.84亿元，占比16.73%；基础设施合同金额314.55亿元，占比73.35%；飞机租赁合同金额3.23亿元，占比0.77%。按项目地区划分，华东地区占比最高，但占比同比有所下降，截至2017年末，达到31.27%，华中、西南、华北地区占比均超过10%，单一地区集中度有所下降，地区集中度尚可。

表 13 皖江租赁项目行业分布情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
机器设备	69.84	16.73%	68.00	19.06%
基础设施	314.55	73.35%	275.94	77.33%
飞机	3.23	0.77%	0.95	0.27%
其他	29.82	7.14%	11.95	3.35%
合计	417.44	100.00%	356.84	100.00%

资料来源：公司提供

表 14 皖江租赁项目地区分布情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
华东	130.55	31.27%	135.69	38.02%
华中	65.99	15.81%	64.59	18.10%
西南	87.14	20.88%	53.99	15.13%
西北	33.52	8.03%	34.09	9.55%

华北	65.52	15.70%	43.28	12.13%
华南	3.99	0.96%	1.54	0.43%
东北	30.72	7.36%	23.67	6.63%
合计	417.43	100.00%	356.85	100.00%

资料来源：公司提供

皖江租赁项目担保方式多样，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。2017年随着皖江租赁业务规模的扩大，租赁资产规模逐年增加，截至2017年末，金融租赁资产规模为453.91亿元，同比增长27.20%，其中正常类占比96.26%。不良资产方面，2017年皖江租赁金融租赁不良资产规模有所上升，为7.36亿元，不良率为1.62%。

表 15 皖江租赁金融租赁资产信用风险分级分类情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
正常类	436.95	96.26%	334.02	93.60%
关注类	9.60	2.11%	16.92	4.74%
次级类	3.54	0.78%	2.44	0.68%
可疑类	3.43	0.76%	3.46	0.97%
损失类	0.39	0.09%	-	-
合计	453.91	100.00%	356.84	100.00%
不良资产	7.36	1.62%	5.90	1.70%

资料来源：公司提供

总体来看，2017年皖江租赁业务规模发展较快，租赁资产质量尚可，正常类项目占比保持较高水平，项目行业集中于基础设施建设，存在一定的系统性风险。

2017年横琴租赁业务发展速度放缓，租赁资产质量较好，目前规模尚小

横琴租赁为商务部监管的中外合资租赁公司，2017年渤海金控、澳门南通信托投资有限公司、珠海大横琴投资有限公司合计对横琴租赁增资4.12亿元，截至2017年末，横琴租赁注册资本6.60亿元，渤海金控持股64.00%。受融资成本增加的影响，2017年横琴租赁仅新增1单，签约金额为1亿元。针对资金方面，横琴租赁未来将加大外部融资渠道开拓，包括加强同银行及融资租赁同业机构的合作等；内部资金协调，盘活现有资产，提高资金使用效率。

表 5 横琴租赁合同签约情况（单位：个、亿元）

项目	2017年		2016年	
	签约数量	签约金额	签约数量	签约金额

医疗	1	0.30	-	-
新能源	8	4.67	-	-
传统设备	3	6.05	-	-
其他	1	2.00	1	1.00
合计	13	13.02	1	1.00

资料来源：公司提供

2017年以来，随着存量项目逐渐到期并且新增项目较少，总资产和应收融资租赁款净额分别降至12.34亿元和11.24亿元。受以上因素影响，风险资产余额有所下降，2017年末为11.30亿元，较年初下降23.49%，受股东增资的影响，资金杠杆大幅下降，风险资产/净资产为1.51倍，2017年横琴租赁仍无不良资产，资产质量较好。

表 6 横琴租赁资产情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年	2016年
资产总额	12.34	15.36
净资产	7.47	2.84
应收融资租赁款净额	11.24	14.68
风险资产	11.30	14.77
风险资产/净资产	1.51	5.21
不良资产	0.00	0.00

资料来源：公司提供

总体来看，2017年横琴租赁业务发展速度放缓，仅完成1单业务；租赁资产质量较好，2017年以来仍无不良资产；随着股东注资，资金杠杆大幅下降，未来仍有业务扩张的空间，但未来融资成本的控制情况对横琴租赁业务发展的影响仍需关注。

渤海金控拟进行的重大资产重组及出售皖江租赁部分股权仍存在不确定性

2018年1月，渤海金控因涉及重大事项申请停牌，渤海金控拟通过发行股份购买公司持有的渤海信托33.45%股权，并通过现金方式进一步向渤海信托增资，最终渤海金控持有渤海信托51.00%股权，截至2018年7月16日，本次重大资产重组方案仍在进一步论证中。

2018年3月，渤海金控计划出售皖江租赁部分股权，预计股权交易完成后，天津渤海租赁持有皖江租赁的股权比例将由53.65%下降至17.78%，渤海金控将丧失对皖江租赁的控制权，不再将其纳入合并范围，公司的债务负担将在一定程度上有所减轻。

截至2018年6月26日，安徽省交通控股集团有限公司（以下简称“安徽交投”）向公司全资子公司天津渤海租赁出具了《股权收购意向函》，安徽交投有意收购天津渤海租赁拟出售的皖江租赁16.5亿股股权。目前，皖江租赁股权转让工作仍在商业谈判过程中，交易价格等核心要素尚未确定，该股权转让事项能否最终完成及完成时间仍存在不确定性。

2、信托业务

2017年渤海信托资本实力进一步增加,经营业绩持续增长;信托贷款业务集中度较高,新增规模也较大,同时信托资产中基础产业和房地产行业的占比较高,仍需关注宏观经济下行背景下的兑付风险

公司信托业务仍主要由子公司渤海信托运营。渤海信托成立于1982年10月,前身为河北省国际信托投资有限责任公司,是河北省内唯一一家经营信托业务的非银行金融机构。经中国银监会批准,2004年1月获准重新登记,2017年2月,渤海信托新引入关联企业股东北京海航金融控股有限公司(以下简称“海航金融”),注册资本增加至36.00亿元。公司与海航金融分别对渤海信托增资6.40亿元和9.60亿元,增资后公司持股为51.23%,海航金融持股26.67%,中国新华航空集团有限公司持股22.10%。

2017年,渤海信托营业收入和盈利规模均快速增长;2017年,渤海信托实现营业收入21.06亿元,同比增长68.16%,其中手续费及佣金净收入为16.82亿元,同比增长52.26%;实现净利润12.63亿元,同比增长87.31%;截至2017年末,渤海信托总资产140.47亿元,同比增长64.07%。根据中国信托业协会披露,渤海信托在2018年信托行业级别为A,按照综合实力排名,行业排名为第9位,较上年上升19名;按照营业收入排名,第18位;按照信托业务收入排名,第11位;按照净利润排名,第17位;按照人均净利润排名,第12位;按照资本实力排名,第15位。渤海信托多项业务指标排名均明显上升。

表 7 2016-2017 年渤海信托主要财务指标 (单位: 万元)

项目	2017 年	2016 年
总资产	1,404,731.62	856,191.10
负债总额	247,866.75	151,566.97
所有者权益合计	1,156,864.87	704,624.13
营业收入	210,593.67	125,235.74
其中: 手续费及佣金净收入	168,217.97	110,479.51
营业利润	167,925.99	85,412.44
综合毛利率	83.73%	89.23%
净利润	126,279.56	67,416.05

资料来源: 公司提供

渤海信托收入来自自营业务和信托业务。自营业务主要开展贷款、金融机构股权投资、证券投资等,通过上述业务获得投资收益。2017年末,受益于注册资本及资本公积增加,渤海信托自营业务新增项目资产金额54.52亿元,较上年增长46.80%;实现自营业务收入5.55亿元,为上年自营业务收入的2.69倍。

表 19 2016-2017 年渤海信托自营业务情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
新增项目资产金额	54.52	37.14
自营业务收入	5.55	2.06

资料来源：公司提供

从自营业务投资结构来看，渤海信托的投资结构主要用于同业存款、基金投资和理财产品投资等，其相应的风险较低。2017年以来，渤海信托自有资产的结构有所调整，其中，贷款和应收款规模为56.27亿元，同比增长257.27%，占比提升至40.15%，主要系因渤海信托完成增资后资本金获得补充，资金流动性充足，新增贷款类项目较多。截至2017年末，渤海信托贷款不良率为0.55%，占比较低，但租赁和商务服务业客户贷款占比达88.30%，贷款集中度较高；同时，渤海信托2017年新增贷款规模较大，贷款业务存在一定信用风险。可供出售金融资产规模32.65亿元，主要为理财产品和股权投资，占自营资产的23.30%，规模和占比均有所下降。

表 20 2016-2017 年末渤海信托自有资产结构（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资产	49.52	35.34%	26.94	31.46%
贷款及应收款	56.27	40.15%	15.75	18.40%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.91	0.65%	3.23	3.77%
可供出售金融资产	32.65	23.30%	38.67	45.16%
其他	0.79	0.56%	1.02	1.19%
合计	140.14	100.00%	85.62	100.00%

资料来源：公司提供

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。2017年渤海信托管理的信托资产规模大幅上升，截至2017年末渤海信托管理的信托资产规模为7,549.75亿元，较2016年大幅上升，单一和集合资金信托资产规模均实现增长。分类型来看，渤海信托的信托资产仍以单一资金信托为主，2017年末占比为64.42%。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。2017年，渤海信托管理资产仍以被动管理型信托为主，2017年末被动管理型信托资产7,199.28亿元，较2016年末增加124.73%，占受托管理资产总额的95.36%；主动管理型信托资产规模有所增加，2017年末为350.47亿元，较2016年末增长34.65%。被动管理型信托仍以融资类信托为主，占比75.62%，考虑到融资类业务在风控措

施上对担保物的质量要求较高且设置的抵质押率较低，一旦出现风险，可通过变现抵质押物来保障信托资金的安全，整体风险比较可控。

表 21 渤海信托管理的信托资产情况（单位：亿元）

信托资产	2017 年	2016 年
集合	1,686.74	785.97
单一	4,863.82	2,496.44
财产权	999.18	181.36
合计	7,549.75	3,463.77
主动管理型信托资产：		
证券投资类	-	-
股权投资类	6.56	12.99
融资类	335.91	236.72
事物管理类	8.00	10.58
合计	350.47	260.29
被动管理型信托资产：		
证券投资类	313.38	72.92
股权投资类	393.90	110.61
融资类	5,444.27	2,594.35
事物管理类	1,047.73	425.59
合计	7,199.28	3,203.48

资料来源：公司提供

从信托资产投资方向来看，渤海信托主要投向为实业、金融机构、基础产业和房地产业；截至2017年末，实业投放规模为3,815.80亿元，占管理总资产规模的50.54%，金融机构投放规模为1,811.01亿元，占管理总资产规模的23.99%，基础产业投放规模621.84亿元，占管理总资产规模的8.24%，房地产业规模513.40亿元，占比6.80%。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，同时国内房地产行业投资增速回落，尤其是三四线城市承压较重，未来不确定性较大，渤海信托面临的兑付风险亦值得关注。

表 22 渤海信托管理的信托资产情况（单位：亿元）

资金投向行业	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
基础产业	621.84	8.24%	519.85	15.01%
房地产	513.40	6.80%	228.29	6.59%
证券市场	313.38	4.15%	72.92	2.11%

实业	3,815.80	50.54%	1,728.50	49.90%
金融机构	1,811.01	23.99%	820.87	23.70%
其他	474.32	6.28%	93.34	2.69%
合计	7,549.75	100.00%	3,463.77	100.00%

资料来源：公司提供

2017年渤海信托风险管理理念、机构设置、风控程序设定、风险监测体系建立及内控制度建设未发生变化；各项业务操作程序、风险预警和防范均有序进行。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，风险管理能力较好。其中，2017年末渤海信托净资本为91.92亿元，较2016年底增加62.12%；各项业务风险资本之和为32.76亿元，较2016年末增加106.30%；净资本/各项业务风险资本之和下降至280.58%；净资本/净资产指标为79.63%，仍远高于监管标准。

表 8 2016-2017 年末渤海信托各项监管指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年	监管标准
净资本	91.92	56.70	≥2 亿元
固有业务风险资本	11.72	9.19	-
信托业务风险资本	21.04	6.69	-
各项业务风险资本之和	32.76	15.88	-
净资本/各项业务风险资本之和	280.58%	356.94%	≥100%
净资本/净资产	79.63%	80.47%	≥40%

资料来源：公司提供

3、其他业务

海航投资房地产业务规模进一步缩小，上海前滩项目整体打包出售及天津亿城堂庭后续收款为海航投资带来一定的收入及资金流入，但实现时间尚不确定

2017年，海航投资房地产业务规模进一步缩小，当年房地产销售收入同比下降79.06%，海航投资处于业务转型期，不再新增房地产项目，目前主要是前期项目的竣工结转，受结转项目不同的影响，2017年房地产销售业务毛利率为26.93%，同比下降7.44个百分点。随着航海投资基金管理规模不断扩大及养老服务业务的开展，2017年实现基金管理费及养老服务收入0.43亿元，同比增长41.93%，而养老服务业务于2016年12月开展，前期摊销成本较大，使得基金管理费及养老服务业务毛利率大幅下降，为50.95%。此外，矿石业务不再产生收入主要系淄博嘉丰矿业有限公司（以下简称“嘉丰矿业”）接到当地政府通知，要求停产对地下采空区进行治理，恢复生产时间尚不确定。

2018年1-3月，海航投资房地产销售收入为828.98万元，毛利率基本保持稳定，基金管

理费及养老服务实现收入628.49万元，毛利率为66.72%，主要系海航投资一季度将租金成本计入管理费用而非营业成本，后期将调整回营业成本。

表 24 海航投资营业收入及毛利率构成情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房产销售	828.98	27.66%	5,364.35	26.93%	25,616.70	34.37%
基金管理费及养老服务	628.49	66.72%	4,306.38	50.95%	3,034.22	88.81%
矿石	-	-	-	-	17.44	-17.49%
合计	1,457.47	44.50%	9,670.73	37.63%	28,668.37	40.10%

资料来源：公司提供，鹏元整理

海航投资房地产项目主要为天津亿城堂庭和上海前滩项目，分别位于天津和上海，2017年在建的仅为上海前滩项目，房屋施工面积为9.28万平方米，但截至2018年3月末该项目已封顶，但尚未开始预售或者打包出售。

2017年海航投资房地产开发完成投资额3.08亿元，未新增房地产项目，主要在消耗存量库存，房地产销售业务仍来自天津亿城堂庭，当年实现签约销售面积0.29万平方米，销售金额0.54亿元，同比大幅下降。2017年房地产市场行情较好，均价较2016年上升18.69%。从结转情况来看，2017年海航投资房地产收入来自天津亿城堂庭，当年结转面积和结转金额大幅下降。

表 9 2016-2017 年海航投资房地产业务情况

项目	2017年	2016年
房地产开发完成投资额（亿元）	3.08	4.10
房屋施工面积（万平方米）	9.28	9.28
房屋竣工面积（万平方米）	-	-
房屋销售面积（万平方米）	0.29	1.33
平均销售价格（元/平方米）	18,760.35	15,805.70
实际销售额（亿元）	0.54	2.56
结转面积（万平方米）	0.29	1.33
结转金额（亿元）	0.54	2.56

资料来源：公司提供

截至2018年3月末，海航投资持有的天津亿城堂庭已投资完毕，后续无资金需求，上海前滩项目已投资25.48亿元，尚需投资9.48亿元，整体投资压力尚可。

表 10 截至 2018 年 3 月末海航投资房地产销售情况（万平方米、亿元）

项目	业态	建筑	总投资	已投资	可售	已售
----	----	----	-----	-----	----	----

		面积			面积	面积
天津亿城堂庭	城市综合体（住宅+写字楼+商业）	53.83	49.27	49.27	33.13	23.45
上海前滩项目	住宅+办公+商业	9.28	34.96	25.48	6.49	0.00
合计	-	63.11	84.23	74.75	39.62	23.45

资料来源：公司提供

天津亿城堂庭于2017年6月23日与北京星彩房地产经纪有限公司（以下简称“北京星彩”）签署了《亿诚堂酒店式公寓项目销售合作协议》，根据销售协议约定，子公司天津亿城山水房地产开发有限公司（以下简称“天津亿城山水”）就亿诚酒店式公寓（即虹塔中心1、2号楼）与北京星彩达成销售合作，销售总金额为48,546.53万元。2018年1月18日，海航投资发布了《关于子公司天津亿城山水房地产开发有限公司的重大合同进展公告》，根据天津亿城山水与北京星彩签订的《亿诚堂酒店式公寓项目销售合作协议》约定，北京星彩应于2017年9月30日前支付购房款1.20亿元，应于2017年12月31日支付购房款2.40亿元；截至2017年末，天津亿城山水收到签约回款4,224.19万元，目前海航投资正在和北京星彩沟通，催促缴款事项。截至2018年3月末，天津亿城堂庭项目住宅、公寓部分已全部售罄，留存约7.60万平方米的商场和2.08万平方米的写字楼有待出售或出租。

上海前滩项目目前已封顶，未来拟进行股权整体转让。根据公开资料显示，海航投资已于2018年5月1日与海励巨投资管理有限公司（以下简称“上海励巨”）签订《合作协议书》，海航投资拟将控股子公司海航投资集团上海投资管理有限公司（以下简称“目标公司”或“交易标的公司”）100%股权及债权进行转让；其中海航投资直接持有目标公司90.9091%股权，通过信托计划持有9.0909%股权。目标公司持有亿城集团上海投资有限公司（以下简称“项目公司”）100%股权，从而间接持有项目公司享有位于上海市浦东新区黄浦江南延伸前滩地区海阳西路杨思西路的前滩40-01号地块土地（宗地号：三林镇107街坊1/36丘，权属证书编号：沪房地浦字（2014）第010372号，以下简称“目标地块”）的国有建设用地使用权及其上在建工程。本次目标公司的100%股权转让给上海励巨，交易总对价预计人民币29亿元，预计实现收益约4亿元，具体交易时间尚不确定。

总体来看，伴随着海航投资对房地产业务的收缩，房地产板块收入明显下降，上海前滩项目整体打包出售及天津亿城堂庭后续收款为海航投资带来一定的收入及资金流入，但实现时间尚不确定。

海航投资基金投资和养老产业投资业务处于前期发展阶段，规模仍然较小

2017年海航投资继续大力拓展基金业务，并发展养老等产业投资，推进公司业务转型，但受制于该板块尚处于前期发展阶段，2017年公司实现基金管理费及养老服务收入

4,306.38万元，规模仍然较小。

2017年海航投资完成了2014年12月与中信信托合作开展基金投资的退出事宜，于2017年3月30日收到2.727亿元资金到账，其中投资本金1.70亿元，投资收益1.027亿元，实现了前期认购的中亿城信投资合伙企业（有限合伙）之B类17,000万份有限合伙份额退出。子公司亿城投资基金（北京）管理有限公司作为专项计划交易安排人的身份，参与了海航实业大厦新一轮REIT运作发行工作，每年收取固定财务费用。海航投资于2015年、2016年投资了铁狮门一期、铁狮门二期项目，2017年以来继续对接合作方和标的方，跟进项目进展。

根据2018年1月26日，海航投资发布的《关于新加坡REIT项目的进展公告》显示，海航投资于2017年3月20日与AEP INVESTMENT MANAGEMENT PTE. LTD.签署了合作框架协议，因多方因素，造成HNA Commercial REIT项目IPO进展极为缓慢，双方一致协商终止本次合作，海航投资新加坡REIT项目正式终止。

养老等产业投资方面，2015年10月30日，子公司北京养正投资有限公司（以下简称“北京养正”）与北京海韵假期体育健身有限公司签订了《北京石景山海航酒店项目租赁协议》，租期20年，用于北京地区养老产业运营。北京石景山养老项目已于2016年12月正式开业，截至2017年末，入住者已达179位。同时北京和悦家国际颐养社区目前已完成软硬件设施的全面升级，完成了医疗体检的初步搭建，为70%住户提供了体检服务。

2017年11月，北京养正在2017年老龄产业博览会上正式发布“和悦居”居家养老品牌，截至2018年3月末，已完成天津大通花园、堂庭、庆安街三个自营居家服务机构的设立；2017年12月，北京养正与欧葆庭（上海）企业管理咨询有限公司签订《合资经营合同》，通过成立合资公司将国际先进养老理念与北京养正本土化的模式相结合，推进养老品牌连锁化过程。

总体来看，海航投资积极布局基金投资和养老产业投资业务，但处于前期发展阶段，尚未贡献大规模盈利。

海航投资非公开发行股票事宜的终止不利于业务转型，拟进行的重大资产重组也存在一定的失败风险，未来海航投资业务转型存在一定的不确定性

因海航投资2015年非公开发行股票方案自获得中国证监会发行审核委员会审核通过以来，一直未取得中国证券监督管理委员会的书面核准文件，海航投资于2017年12月4日，决定终止2015年度非公开发行股票事项，并向中国证券监督管理委员会申请撤回相关申报材料；于2017年12月23日收到中国证券监督管理委员会《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》，中国证监会决定终止对该行政许可申请的审查。

海航投资于2017年10月25日召开第七届董事会第三四次会议，会议审议通过了《关于公开挂牌转让控股子公司淄博嘉丰矿业有限公司67%股权及债权的议案》、《关于公开挂牌转让全资子公司亿城淄博石油陶粒制造有限公司100%股权的议案》，并分别于2017年10月26日、2017年11月13日委托北京产权交易所对上述子公司进行首次公开挂牌。经多轮挂牌，2018年1月25日，海航投资接到北京产权交易所通知，海航股权管理有限公司（与海航投资为同一实际控制人）作为唯一摘牌方，拟以3,500万元摘牌价取得嘉丰矿业67%股权及债权，281.87万元取得亿城淄博石油陶粒制造有限公司100%股权。截至2018年6月末，海航股权管理有限公司已根据协议约定支付相关款项，并完成上述子公司的工商变更。

因筹划重大事项，海航投资股票自2018年1月24日开市起停牌。根据海航投资2018年7月11日的《关于重大资产重组停牌进展的公告》显示，海航投资拟进行交易的标的资产涉及同一实际控制人下关联方和其他第三方相关的医疗、大健康和教育等与公司战略转型相关的资产。

目前拟进行交易的标的资产主要为：1、北京新生医疗投资管理有限公司（以下简称“新生医疗”）及旗下医疗、大健康相关资产；截至目前，新生医疗正在进行业务整合重组，海南全球教育医疗产业投资管理有限公司拟将下属部分其他医疗、大健康类资产的股权调整至新生医疗，整合完后的新生医疗业务将涵盖高端体验式体检、药房连锁销售、综合或专科医院等多种业态。2、北京海韵假期体育健身有限公司（以下简称“海韵假期”），海韵假期所持资产为石景山“和悦家”养老项目的运营场地。3、境外某教育集团的控股权，海航投资已于2018年3月30日与Summer Capital Limited（以下简称“夏焱资本”）就某境外教育集团标的签署了《合作框架协议》，拟收购标的控股权。4、天津市德融医院有限公司。5、天津现代和谐医院。6、国内某制药公司，该制药公司现有主打产品在细分领域市场占有率超过70%，并有已获得临床批件的原研药及已受到药监局药品注册申请受理的首仿药处于研发阶段。7、北京盛世华人供应链管理服务有限公司（以下简称“华人物流”），华人物流目前主要从事医药冷链物流相关的产业运营业务，服务于医药与大健康产业，是集冷链设备、设施研发、物联网技术应用与现代供应链管理于一体的专业化第三方物流与供应链管理服务企业。但本次交易标的资产范围尚未最终确定。

总体来看，海航投资非公开发行股票事宜的终止不利于业务转型，拟进行的重大资产重组也存在一定的失败风险，未来海航投资业务转型存在一定的不确定性。

公司质押所持有的子公司渤海金控、海航投资的股份比例较高，若股票价格波动较大，公司股票质押融资存在追加保证金的压力

截至2018年4月17日，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。同时，公司一致行动人海航投资控股有限公司持有海航投资1.81亿股，占海航投资总股本的1.27%，也已全部质押。目前，海航投资因重大重组交易处于停牌状态，公司及一致行动人已将所持有的海航投资股权全部质押，在股票市场波动较大的环境下，海航投资股票价格在复牌后存在较大波动风险，公司进行的股票质押融资可能产生平仓风险和追加保证金压力。

截至2018年7月5日，公司持有渤海金控21.59亿股，占渤海金控总股本的34.91%，累计已质押21.27亿股，占渤海金控总股本的34.40%，质押股份占公司持有渤海金控股份的比例为98.54%。同时，公司一致行动人深圳兴航融投股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“兴航融投”）及天津通万投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“通万投资”）共计持有渤海金控7.91亿股，占渤海金控总股本的12.78%，累计已质押7.91亿股，占渤海金控总股本的12.78%，质押占兴航融投及通万投资持有渤海金控股份的比例为100.00%。2017年7月17日，渤海金控股票复牌后股票价格波动较大，公司进行的股票质押融资产生平仓风险和追加保证金压力。

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毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，其中2016年数据采用的是2017年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2017年，公司报表合并范围新增4家子公司，减少1家子公司。截至2017年末，公司纳入合并范围的子公司共25家。

资产结构与质量

公司资产规模迅速增加，固定资产、可供出售金融资产和长期应收款等非流动资产占比较高，且受限资产规模较大，资产流动性一般

受公司收购C2并将其纳入合并范围影响，公司资产规模持续较快增长，截至2017年末，公司资产规模为4,416.86亿元，同比增长26.38%。从资产结构来看，截至2017年非流动资产占比继续上升至79.14%。截至2018年3月末，公司资产规模为4,351.39亿元，非流动资产占比75.36%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货、持有待售资产和一年内到期的非

流动资产构成。截至2017年末，公司货币资金为456.61亿元，其中银行存款232.68亿元，其他货币资金223.92亿元，使用受限的货币资金为223.86亿元，占全部货币资金的49.03%。其他应收款主要为应收关联企业及第三方的往来款，2017年末同比下降19.62%，占公司总资产的比重为3.99%，其中应收关联企业往来款规模80.34亿元，同比下降21.49%；从账龄来看，1年以上其他应收款占比68.52%。截至2018年3月末，公司其他应收款账面价值268.67亿元，较期初增长52.59%，应收关联企业及第三方的往来款大幅增加，考虑到其他应收款中部分为关联方的往来款，风险较低，但该款项对公司资金形成了一定程度的占用，亦增加了与关联方的资金关联风险。截至2017年末，公司存货账面价值40.71亿元，同比增长1.28%，由开发成本、开发产品及其他存货构成，其中开发成本为上海前滩项目，开发产品为天津亿城堂庭项目，另外存货中用于担保的价值为35.55亿元。持有待售的资产为系签订了不可撤销转让协议的待处置飞机资产，2017年Avolon决定处置16架飞机，预计于2017年12月31日之后的十二个月内完成。2018年3月23日，Avolon拟出售41架带租约的飞机，截至2018年3月末，相关飞机资产尚未完成转让，公司持有待售资产80.56亿元，较期初大幅增加。2017年末一年内到期的非流动资产持续增长，主要包括长期应收款156.10亿元、应收款项类投资15.33亿元和长期待摊费用0.52亿元，其中长期应收款主要为应收融资租赁款和第三方贷款。

表 27 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4,432,377.20	10.19%	4,566,067.10	10.34%	3,554,141.80	10.17%
其他应收款	2,686,687.48	6.17%	1,760,731.50	3.99%	2,190,617.50	6.27%
存货	412,324.76	0.95%	407,124.90	0.92%	380,262.30	1.09%
持有待售资产	805,623.20	1.85%	255,956.40	0.58%	342,696.80	0.98%
一年内到期的非流动资产	1,640,839.88	3.77%	1,719,538.00	3.89%	1,620,201.90	4.64%
流动资产合计	10,722,034.78	24.64%	9,214,171.20	20.86%	8,499,805.60	24.32%
可供出售金融资产	6,251,660.99	14.37%	6,511,972.20	14.74%	6,487,683.30	18.56%
应收款项类投资	848,441.41	1.95%	852,858.20	1.93%	807,746.50	2.31%
长期应收款	3,570,390.20	8.21%	4,166,279.70	9.43%	3,761,486.00	10.76%
长期股权投资	1,644,860.76	3.78%	1,478,960.90	3.35%	1,524,245.20	4.36%
投资性房地产	707,381.51	1.63%	739,311.40	1.67%	541,551.10	1.55%
固定资产	17,050,477.51	39.18%	18,031,569.30	40.82%	11,729,711.70	33.56%
商誉	897,952.95	2.06%	929,369.80	2.10%	980,790.90	2.81%
其他非流动资产	1,629,011.13	3.74%	1,576,032.50	3.57%	392,335.60	1.12%

非流动资产合计	32,791,865.95	75.36%	34,954,422.10	79.14%	26,449,736.70	75.68%
资产总计	43,513,900.72	100.00%	44,168,593.30	100.00%	34,949,542.30	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、应收款项类投资、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉和其他非流动资产构成。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，2017年末为651.20亿元，较年初变化不大，其中，公司计提资产减值损失1.21亿元。截至2017年末，公司可供出售金融资产中权益投资占比30.45%，基金投资占比64.64%，信托产品投资占比3.23%。应收款项类投资系债权计划投资，2017年末为85.29亿元，同比增长5.58%。长期应收款主要为应收融资租赁款，其中1年以内规模为155.75亿元、1-2年为153.92亿元、2-3年为109.27亿元、3年以上为159.57亿元。截至2017年末，公司长期应收款计提的坏账准备为5.78亿元，占期末账面价值的1.39%，计提比例较低，存在一定的资产减值风险。长期股权投资主要为对联营企业的投资，截至2017年末，长期股权投资账面价值为147.90亿元，同比减少2.97%，主要系公司处置联营企业宁波航信智源共赢股权投资合伙企业（有限合伙）股权所致。截至2017年末，公司长期股权投资中用于质押的账面价值为21.65亿元，占比为14.64%。截至2017年末，投资性房地产账面价值73.93亿元，同比增加36.52%，主要子公司在香港购买181大楼³所致，另外2017年末投资性房地产中有账面原值0.57亿元的抵债资产，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，截至2017年末，固定资产净额为1,803.16亿元，较年初增长53.73%，主要系公司业务扩张增加设备购买以及并购业务导致飞机及发动机增加所致。其中，2017年末用于抵押借款的受限固定资产账面价值为1,661.83亿元，受限比例高。截至2017年末，公司商誉为92.94亿元，增长系收购Avolon、C2产生。

受限资产方面，截至2018年3月末，公司所有权受到限制资产主要包含货币资金149.39亿元、存货36.13亿元、应收融资租赁款254.31亿元、长期股权投资60.34亿元、可供出售金融资产66.70亿元、投资性房地产70.52亿元，划分至持有待售资产72.79和固定资产1,608.06亿元，合计占总资产比重53.28%。

整体来看，公司资产规模增长快速，货币资金受限占比较高，固定资产、可供出售金融资产、长期应收款等非流动资产占比较高，且应收关联企业往来款规模较大，对公司资金形成一定占用，同时受限资产占比较高，公司资产流动性一般。

盈利能力

³ 公司未提供相关资料。

2017年公司营业收入保持稳定增长，但投资收益对公司盈利的贡献度高，同时期间费用率水平较高，净利润有所下降，整体盈利能力一般

随着公司外部并购及业务的不断发展，2017年实现营业收入391.33亿元，同比增长22.51%。公司收入主要来源于租赁业务和信托业务。目前公司已起租资产规模较大，未来租赁业务收入较有保障；渤海信托目前管理的信托资产规模较大，经营较为稳定，能够为公司未来信托业务收入带来一定保障。

盈利能力方面，公司综合毛利率较2016年有所上升，达到44.84%，主要系租赁业务和信托业务毛利率增加所致。期间费用方面，2017年公司销售费用、管理费用和财务费用同比分别增加53.52%、36.95%和114.74%，其中财务费用中2017年净汇兑损失20.05亿元。受期间费用快速增长的影响，公司期间费用率由2016年的27.53%增加至43.14%。目前公司债务规模仍较大、并购活动仍较多，预计未来财务费用仍将保持在较高的水平。受期间费用率大幅增长影响，2017年公司实现营业利润35.11亿元，同比下降14.15%，净利润21.64亿元，同比下降41.07%。

2017年公司资产减值损失规模依然较大，系公司长期应收款、固定资产等规模迅速扩大导致减值损失规模较大。2017年公司实现投资收益36.57亿元，同比小幅增长5.74%，占当期营业利润的104.18%，对营业利润的贡献度高；2017年投资收益较高主要系公司长期股权投资和可供出售金融资产带来的投资收益增长所致。2018年1-3月，公司投资收益亏损3.52亿元，使得公司营业利润亏损、利润总额和净利润均亏损。

另外，受利润总额及净利润下降影响，2017年公司总资产回报率和净资产收益率较2016年有所下降，分别为3.79%和2.04%，公司整体盈利能力一般。

表 28 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	811,274.44	3,913,318.00	3,194,369.70
净汇兑收益	-	-200,460.20	40,846.30
资产减值损失	-20,929.20	-98,290.50	-139,629.40
投资收益	-35,176.02	365,715.70	345,864.80
营业利润	-8,674.09	351,056.00	408,919.10
利润总额	-15,929.65	355,106.90	439,198.80
净利润	-35,406.77	216,413.30	367,240.90
综合毛利率	51.67%	44.84%	34.68%
期间费用率	45.95%	43.14%	27.53%
营业利润率	-1.07%	8.97%	12.80%

总资产回报率	-	3.79%	3.80%
净资产收益率	-	2.04%	4.64%
营业收入增长率	-	22.51%	119.82%
净利润增长率	-	58.93%	159.59%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

现金流

公司现金生成能力依然较好，但资金需求较大，仍面临一定的筹资压力

公司现金生成能力依然较好，尽管收现比较2016年有所下降，但固定资产折旧等非付现费用大幅增加、财务费用等非经营损益规模扩大，2017年FFO为222.12亿元，同比增加61.02%。随着公司规模扩大，经营性应收项目和应付项目均同比增加，公司营运资本减少11.93亿元。综合上述因素影响，2017年公司经营活动现金流仍为净流入，且净流入规模为210.19亿元，为上年的1.96倍。

为保证租赁业务规模增长的需要，2017年公司依然保持了较大的采购规模，使得购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模依然较大。同时，公司持续开展外部并购，取得子公司及其他营业单位支付的现金规模较大。因此，公司投资活动持续表现为现金净流出，且规模较大，2017年投资活动现金净流出829.81亿元。

由于经营活动产生的现金流远不能满足公司投资活动所需，公司对外部融资依赖较大。2017年，公司及子公司吸收投资取得34.49亿元，通过借款与发行债券取得现金分别为1,329.89亿元和766.11亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还债务本金以及分配股利、利润或偿付利息，2017年分别为1,238.17亿元和127.61亿元，由于外部借款的规模较大，公司偿还债务本息的规模也较大。公司近年通过对外收购，已成为全球第三大飞机租赁公司和第二大集装箱租赁公司，考虑到未来租赁业务规模的扩大，飞机等资产的采购资金需求较大，公司仍面临一定筹资压力。

表 29 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.75	0.84
净利润	216,413.30	367,240.90
非付现费用	1,004,878.90	687,256.10
非经营损益	999,905.20	324,983.80
FFO	2,221,197.40	1,379,480.80
营运资本变化	-119,311.80	-304,697.00
其中：存货减少（减：增加）	-15,572.70	11,196.00

经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,730,551.90	-1,569,685.60
经营性应付项目的增加（减：减少）	4,626,812.80	1,253,792.60
经营活动产生的现金流量净额	2,101,885.60	1,074,783.80
投资活动产生的现金流量净额	-8,298,089.90	-11,997,110.70
筹资活动产生的现金流量净额	6,746,910.10	9,553,902.50
现金及现金等价物净增加额	633,438.80	-1,341,412.20

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模不断攀升，偿债压力较大

近年来公司负债规模不断攀升，截至2017年末公司负债总额为3,355.27亿元，较2016年末增长37.94%。2017年公司所有者权益较为稳定，截至2017年末所有者权益为1,061.59亿元，产权比率为316.06%；截至2018年3月末，产权比率为315.26%，所有者权益对负债的保障程度仍较差。

表 30 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	33,035,307.77	33,552,715.00	24,324,778.60
所有者权益	10,478,592.95	10,615,878.30	10,624,763.70
产权比率	315.26%	316.06%	228.94%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司非流动负债占比继续攀升，截至2017年末，非流动负债占比为70.04%，截至2018年3月末，非流动负债占比70.31%。

公司流动负债主要包括短期借款、应付债券、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2017年末，公司短期借款账面价值390.99亿元，较年初小幅增长4.07%，其中包括信用借款219.07亿元、保证借款85.00亿元、质押借款86.93亿元，质押物主要为股权和固定资产等。流动负债中应付债券为一年内到期的债券，2017年末为30.62亿元，2018年3月末为40.40亿元。其他应付款为往来款，截至2017年末为137.03亿元，同比增长38.75%，其中与关联企业往来款92.62亿元，占比达67.43%。截至2018年3月末，其他应付款账面价值192.25亿元，较期初增长40.30%，往来款增加规模较大。截至2017年末，一年内到期的非流动负债为371.74亿元，其中包括长期借款289.19亿元、应付债券79.97亿元、长期应付款2.29亿元和递延收益0.28亿元。截至2018年3月末，一年内到期的非流动负债为383.51亿元。

表 31 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2,866,870.08	8.68%	3,909,893.80	11.65%	3,757,159.00	15.45%
应付债券	404,019.60	1.22%	306,210.30	0.91%	300,848.10	1.24%
其他应付款	1,922,467.46	5.82%	1,370,251.90	4.08%	987,567.00	4.06%
一年内到期的非流动负债	3,835,106.71	11.61%	3,717,393.40	11.08%	2,075,848.00	8.53%
流动负债合计	9,807,345.62	29.69%	10,052,222.00	29.96%	7,678,963.00	31.57%
长期借款	13,085,006.28	39.61%	13,287,233.20	39.60%	13,080,076.50	53.77%
应付债券	8,046,552.42	24.36%	8,069,456.00	24.05%	2,376,930.30	9.77%
长期应付款	508,230.77	1.54%	543,180.40	1.62%	446,307.20	1.83%
其他非流动负债	1,368,611.71	4.14%	1,378,148.40	4.11%	660,415.90	2.71%
非流动负债合计	23,227,962.16	70.31%	23,500,493.00	70.04%	16,645,815.60	68.43%
负债合计	33,035,307.77	100.00%	33,552,715.00	100.00%	24,324,778.60	100.00%
有息债务	28,206,823.55	85.38%	29,164,328.30	86.92%	21,689,776.40	89.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债。截至 2017 年末，公司长期借款账面价值 1,328.72 亿元，同比变化不大，包括信用借款、抵押借款、质押借款和保证借款，抵质押物主要为固定资产。公司近年债券融资规模较大，截至 2017 年末，应付债券账面价值 806.95 亿元（主要由公司债、短期融资券和资产支持证券等构成），同比增长 239.49%。长期应付款主要为公司长期应付融资租赁保证金，2017 年末规模为 54.32 亿元，同比增长 21.71%。公司其他非流动负债主要为与公司租赁业务相关的预收维修储备金，安全保证金等，截至 2017 年末，公司其他非流动负债 137.81 亿元，同比增长 108.68%，随着公司租赁业务规模的扩大，其他非流动负债也大幅增加。

公司债务以有息债务为主，截至 2017 年末，有息债务规模达到 2,916.43 亿元，较 2016 年末增长 34.46%，占负债总额的 86.92%，债务规模不断加大。截至 2018 年 3 月末，有息债务规模达 2,820.68 亿元，占负债总额的 85.38%。从有息债务偿还期限来看，截至 2018 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务为 703.47 亿元，面临较大的短期债务偿付压力。

表 32 截至 2018 年 3 月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

期限	1 年以内	1-2 年	2-5 年	5 年以上
金额	703.47	402.24	1,297.12	417.84

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司资产负债率为 75.97%，同比上升 6.37 个百分点，杠杆水平进一步上升。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率为 75.92%。2017 年公司流动负债增加较多使得

公司流动比率、速动比率同比有所下降。2017年，公司EBITDA保持增长，但债务规模的攀升导致利息支出规模不断增加，EBITDA利息保障倍数有所下降，水平不高。此外，公司经营性净现金流对负债的覆盖程度较弱。整体来看，公司有息债务规模不断攀升，偿债压力较大。

表 33 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	75.92%	75.97%	69.60%
流动比率	1.09	0.92	1.11
速动比率	1.05	0.88	1.06
EBITDA (万元)	-	2,405,782.40	1,662,125.20
EBITDA 利息保障倍数	-	2.08	2.42
有息债务/EBITDA	-	12.12	13.05
债务总额/EBITDA	-	13.95	14.63
经营性净现金流/流动负债	0.12	0.21	0.14
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.06	0.04

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

六、或有事项分析

根据公司提供的企业信用报告（银行版），截至2018年6月5日，公司对外担保情况如下表所示，对外担保金额合计占2018年3月末公司所有者权益的比重⁴约为20.41%，此外，对外担保中有7.97亿元的关注类担保，存在一定的或有负债风险。

表 34 截至 2018 年 6 月 5 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
海航集团有限公司	17,500.00 万美元
浦航租赁有限公司	100,100.00
长江租赁有限公司	100,000.00
天津渤海租赁有限公司	97,104.00
长江租赁有限公司	94,000.00
天津渤海租赁有限公司	10,000.00 万美元
天津易晟企业管理有限公司	60,000.00
海航航空集团有限公司	54,183.32
海航集团有限公司	6,700.00 万欧元

⁴计算该比例时，涉及美元贷款均用 2018 年 6 月 5 日银行间外汇市场美元兑人民币汇率中间价 6.4157，涉及欧元贷款均用 2018 年 6 月 5 日银行间外汇市场欧元对人民币汇率中间价 7.5058。

浦航租赁有限公司	50,100.00
天津融展企业管理有限公司	50,000.00
天津融展企业管理有限公司	50,000.00
天津易晟企业管理有限公司	50,000.00
浦航租赁有限公司	50,000.00
天津易晟企业管理有限公司	40,000.00
长江租赁有限公司	40,000.00
海航集团有限公司	40,000.00
长江租赁有限公司	40,000.00
海航集团有限公司	34,500.00
浦航租赁有限公司	32,980.00
浦航租赁有限公司	30,000.00
渤海金控投资股份有限公司	30,000.00
扬子江国际租赁有限公司	22,777.26
扬子江国际租赁有限公司	22,708.69
海航集团有限公司	2,750.00 万欧元
扬子江国际租赁有限公司	20,000.00
扬子江国际租赁有限公司	20,000.00
长江租赁有限公司	18,000.00
长江租赁有限公司	10,000.00
扬子江国际租赁有限公司	10,000.00
扬子江国际租赁有限公司	10,000.00
长江租赁有限公司	7,500.00
浦航租赁有限公司	6,000.00
浦航租赁有限公司	6,000.00
浦航租赁有限公司	5,000.00
金海智造股份有限公司	4,500.00
道生国际融资租赁股份有限公司	1,522.69
长江租赁有限公司	150,000.00
海航资本集团有限公司	150,000.00
天津渤海租赁有限公司	97,104.00
天津易晟企业管理有限公司	69,503.97
北京海航基础投资有限公司	41,889.11
北京海航基础投资有限公司	27,469.78
天津航空有限责任公司	20,496.03
-	20,000.00 万美元

资料来源：公司 2018 年 6 月 5 日企业信用报告（银行版），鹏元整理

七、评级结论

2017年，公司营业收入保持增长，现金生成能力依然较好，租赁业务综合竞争力进一步增强，渤海信托资本实力进一步增强，经营业绩持续增长。

同时鹏元也关注到，海外并购对公司整合能力提出更高要求，业务面临一定汇率波动风险；信托贷款业务集中度较高，存在一定的兑付风险；海航投资拟进行的重大资产重组存在一定的失败风险，业务转型仍存在不确定性；公司质押所持有的子公司渤海金控和海航投资的股份比例较高，若股票价格波动较大，公司股票质押融资存在追加保证金压力；公司资产流动性一般，面临较大的资金压力和偿债压力。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产				
货币资金	4,432,377.20	4,566,067.10	3,554,141.80	3,741,642.50
拆出资金	76,093.55	155,000.00	115,000.00	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	421.39	6,382.60	32,456.40	30,330.60
买入返售金融资产	340,398.90	-	-	-
应收账款	224,434.29	198,165.60	152,107.40	162,418.70
预付款项	16,267.35	17,270.40	33,762.00	532,875.40
其他应收款	2,686,687.48	1,760,731.50	2,190,617.50	2,702,854.40
存货	412,324.76	407,124.90	380,262.30	381,283.70
持有待售资产	805,623.20	255,956.40	342,696.80	252,655.60
一年内到期的非流动资产	1,640,839.88	1,719,538.00	1,620,201.90	1,533,505.10
其他流动资产	86,566.78	127,934.70	78,559.50	63,582.10
流动资产合计	10,722,034.78	9,214,171.20	8,499,805.60	9,401,148.10
非流动资产				
发放贷款和垫款	75,170.00	549,350.00	111,240.00	82,499.30
可供出售金融资产	6,251,660.99	6,511,972.20	6,487,683.30	1,598,392.70
应收款项类投资	848,441.41	852,858.20	807,746.50	41,522.40
持有至到期投资	10,000.00	10,000.00	10,000.00	-
长期应收款	3,570,390.20	4,166,279.70	3,761,486.00	4,922,507.90
长期股权投资	1,644,860.76	1,478,960.90	1,524,245.20	471,261.80
投资性房地产	707,381.51	739,311.40	541,551.10	2,317.10
固定资产	17,050,477.51	18,031,569.30	11,729,711.70	6,012,704.70
在建工程	1,067.21	991.30	6,294.80	2,851.80
无形资产	45,665.75	50,052.10	60,401.70	96,980.50
商誉	897,952.95	929,369.80	980,790.90	605,411.90
长期待摊费用	30,133.06	31,303.70	23,210.90	28,508.40
递延所得税资产	29,653.46	26,371.00	13,039.00	7,195.00
其他非流动资产	1,629,011.13	1,576,032.50	392,335.60	422,815.70
非流动资产合计	32,791,865.95	34,954,422.10	26,449,736.70	14,294,969.20
资产总计	43,513,900.72	44,168,593.30	34,949,542.30	23,696,117.30
流动负债				
短期借款	2,866,870.08	3,909,893.80	3,757,159.00	2,754,347.00
应付票据	-	-	-	84,904.00

应付账款	78,403.61	136,120.60	161,260.20	103,520.50
预收款项	195,189.82	143,096.10	155,610.60	83,966.90
应付职工薪酬	36,768.09	54,174.90	27,250.50	21,473.80
应交税费	64,766.76	93,715.00	41,606.80	26,929.70
应付利息	178,972.05	209,076.00	137,176.80	60,625.80
应付股利	4,808.36	4,808.40	4,477.30	107.20
应付债券	404,019.60	306,210.30	300,848.10	324,159.60
其他应付款	1,922,467.46	1,370,251.90	987,567.00	2,353,109.60
持有待售负债	153,707.00	49,143.10	23,276.40	5,635.60
一年内到期的非流动负债	3,835,106.71	3,717,393.40	2,075,848.00	1,391,136.90
其他流动负债	66,266.09	58,338.50	6,882.30	19,524.00
流动负债合计	9,807,345.62	10,052,222.00	7,678,963.00	7,229,440.60
非流动负债				
长期借款	13,085,006.28	13,287,233.20	13,080,076.50	9,426,440.20
应付债券	8,046,552.42	8,069,456.00	2,376,930.30	1,244,733.20
长期应付款	508,230.77	543,180.40	446,307.20	428,797.50
递延所得税负债	219,560.98	222,475.00	82,085.70	54,204.20
其他非流动负债	1,368,611.71	1,378,148.40	660,415.90	121,385.30
非流动负债合计	23,227,962.16	23,500,493.00	16,645,815.60	11,275,560.40
负债合计	33,035,307.77	33,552,715.00	24,324,778.60	18,505,001.00
所有者权益				
实收资本	3,348,035.00	3,348,035.00	3,348,035.00	1,540,435.00
资本公积	134,325.14	134,325.20	89,009.30	65,608.00
其他综合收益	-168,034.48	-122,335.20	9,853.80	79,711.80
专项储备	0.10	0.10	0.10	0.10
盈余公积	5,864.18	5,864.20	5,864.20	5,864.20
一般风险准备	39,699.78	38,805.40	30,068.30	21,418.40
未分配利润	164,647.01	243,022.00	294,293.10	116,913.80
归属于母公司所有者权益合计	3,524,536.73	3,647,716.70	3,777,123.80	1,829,951.30
少数股东权益	6,954,056.22	6,968,161.60	6,847,639.90	3,361,165.00
所有者权益合计	10,478,592.95	10,615,878.30	10,624,763.70	5,191,116.30
负债和所有者权益总计	43,513,900.72	44,168,593.30	34,949,542.30	23,696,117.30

注：2015年数据为2016年审计报告期初数，2016年数据为2017年审计报告期初数。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及2018年1-3月未经审计的财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	811,274.44	3,913,318.00	3,194,369.70	1,453,174.60
减：营业成本	-392,124.63	-2,158,582.30	-2,086,544.50	-800,842.60
税金及附加	-4,576.27	-23,841.60	-15,409.50	-31,519.10
销售费用	-9,901.44	-36,163.40	-23,556.40	-11,260.90
管理费用	-76,769.03	-326,722.50	-238,573.70	-173,560.20
财务费用	-286,089.42	-1,325,391.60	-617,217.60	-323,922.60
资产减值损失	-20,929.20	-98,290.50	-139,629.40	-46,964.70
加：公允价值变动收益 / (损失)	3,859.47	13,650.80	-10,387.00	-3,429.90
投资收益	-35,176.02	365,715.70	345,864.80	202,305.10
资产处置收益	-	35.60	2.70	-
其他收益	1,758.00	27,327.80	-	-
营业利润	-8,674.09	351,056.00	408,919.10	263,979.70
加：营业外收入	203.80	12,205.20	32,573.80	32,372.20
减：营业外支出	-7,459.35	-8,154.30	-2,294.10	-5,895.60
利润总额	-15,929.65	355,106.90	439,198.80	290,456.30
减：所得税费用	-19,477.12	-138,693.60	-71,957.90	-60,339.90
净利润	-35,406.77	216,413.30	367,240.90	230,116.40
归属于母公司所有者的净（亏损）/ 利润	-77,480.60	-42,534.00	186,029.20	59,585.20
少数股东损益	42,073.82	258,947.30	181,211.70	170,531.20

注：2015年数据为2016年审计报告期初数，2016年数据为2017年审计报告期初数。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及2018年1-3月未经审计的财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量：	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	724,392.71	2,937,494.20	2,687,725.20	1,609,916.00
收到的担保费收入	98.75	557.10	341.00	441.00
发放贷款和垫款净减少额	467,005.00	-	-	11,371.70
收到的税费返还	-	1,495.20	3,040.00	7,732.80
收到其他与经营活动有关的现金	2,532,179.04	5,021,781.00	5,137,711.30	4,951,831.70
经营活动现金流入小计	3,723,675.50	7,961,327.50	7,828,817.50	6,581,293.20
购买商品、接受劳务支付的现金	-80,712.21	-372,998.70	-770,157.50	379,263.70
发放贷款及垫款净增加额	-	-440,350.00	-31,806.90	#VALUE!
支付给职工以及为职工支付的现金	-36,955.74	-153,862.80	-100,984.60	73,759.40
支付的各项税费	-40,086.20	-165,584.30	-115,541.70	102,875.30
支付其他与经营活动有关的现金	-2,433,026.59	-4,726,646.10	-5,735,543.00	5,812,328.10
经营活动现金流出小计	-2,590,780.75	-5,859,441.90	-6,754,033.70	6,368,226.50
经营活动产生的现金流量净额	1,132,894.76	2,101,885.60	1,074,783.80	213,066.70
投资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
收回投资收到的现金	936,674.22	5,391,051.00	4,628,465.50	3,121,406.30
取得投资收益收到的现金	16,987.44	345,009.80	121,250.30	84,031.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	71,231.58	911,181.90	760,573.80	16,296.70
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	99,236.23	60,000.00	936,431.70	53,393.30
收到其他与投资活动有关的现金	729,005.84	129,753.60	56,051.70	147,403.10
投资活动现金流入小计	1,853,135.31	6,836,996.30	6,502,773.00	3,422,530.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-420,101.88	-4,514,559.00	-6,871,051.90	3,735,717.50
投资支付的现金	-470,845.74	-3,010,949.20	-9,944,155.30	2,976,406.20
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-200,000.00	-6,675,135.00	-1,245,663.70	664,926.30
支付其他与投资活动有关的现金	-890,996.50	-934,443.00	-439,012.80	416,490.40
投资活动现金流出小计	-1,981,944.12	-15,135,086.20	-18,499,883.70	7,793,540.40
投资活动使用的现金流量净额	-128,808.81	-8,298,089.90	-11,997,110.70	-4,371,009.50
筹资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
吸收投资收到的现金	274.79	354,910.70	6,341,952.70	2,496,941.30

(其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金)	-	354,910.70	4,354,352.70	1,329,346.40
取得借款收到的现金	2,957,486.95	13,298,900.20	13,236,996.70	8,645,291.50
发行债券收到的现金	420,260.00	7,661,102.40	1,281,413.00	585,607.80
收到其他与筹资活动有关的现金	234,579.61	261,258.70	250,564.50	172,281.80
筹资活动现金流入小计	3,612,601.34	21,576,172.00	21,110,926.90	11,900,122.40
偿还债务支付的现金	-3,624,778.72	-12,381,720.10	-9,951,669.40	4,711,618.10
分配利润或偿付利息支付的现金	-358,194.78	-1,276,137.50	-700,913.20	466,602.20
(其中：子公司支付给少数股东的利润)	-	-40,159.60	-14,892.10	18,965.70
支付其他与筹资活动有关的现金	-59,932.12	-1,171,404.30	-904,441.80	261,718.30
筹资活动现金流出小计	-4,042,905.62	-14,829,261.90	-11,557,024.40	5,439,938.60
筹资活动产生的现金流量净额	-430,304.28	6,746,910.10	9,553,902.50	6,460,183.80
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-59,868.72	82,733.00	27,012.20	34,032.40
现金及现金等价物净增加 / (减少) 额	513,912.94	633,438.80	-1,341,412.20	2,336,273.40
加：年初现金及现金等价物余额	2,482,462.02	1,849,023.20	3,190,435.40	854,162.00
年末现金及现金等价物余额	2,996,374.95	2,482,462.00	1,849,023.20	3,190,435.40

注：2015 年数据为 2016 年审计报告期初数，2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。
 资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	216,413.30	367,240.90	230,116.40
加：资产减值损失	98,290.50	139,629.40	46,964.70
投资性房地产折旧	19,533.50	5,175.40	67.80
固定资产折旧	866,843.90	522,330.80	299,858.70
无形资产摊销	11,266.60	11,726.70	10,980.60
长期待摊费用摊销	8,944.40	8,393.80	6,984.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的收益	-49,397.50	-36,413.40	-1,276.20
销售集装箱引起的固定资产变动	52,201.40	48,938.80	52,310.00
公允价值变动 (收益)/ 损失	-13,650.80	10,387.00	3,429.90
财务费用	1,364,530.40	647,247.90	340,031.70
投资收益	-365,715.70	-345,864.80	-202,305.10
递延所得税资产增加	-13,006.50	-3,316.10	-4,372.60
递延所得税负债增加	24,943.90	4,004.40	8,414.70
存货的 (增加)/ 减少	-15,572.70	11,196.00	12,849.00
经营性应收项目的增加	-4,730,551.90	-1,569,685.60	-1,982,026.20
经营性应付项目的增加	4,626,812.80	1,253,792.60	1,391,039.30
经营活动产生的现金流量净额	2,101,885.60	1,074,783.80	213,066.70

注：2015年数据为2016年审计报告期初数，2016年数据为2017年审计报告期初数。
 资料来源：公司2016年、2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	28,206,823.55	29,164,328.30	21,689,776.40	15,224,194.00
资产负债率	75.92%	75.97%	69.60%	78.09%
流动比率	1.09	0.92	1.11	1.30
速动比率	1.05	0.88	1.06	1.25
综合毛利率	51.67%	44.84%	34.68%	44.89%
期间费用率	45.95%	43.14%	27.53%	35.01%
营业利润率	-1.07%	8.97%	12.80%	18.17%
总资产回报率	-	3.79%	3.80%	3.22%
净资产收益率	-	2.04%	4.64%	58.93%
非付现费用（万元）	-	1,004,878.90	687,256.10	364,855.80
非经营损益（万元）	-	999,905.20	324,983.80	196,232.40
FFO（万元）	-	2,221,197.40	1,379,480.80	791,204.60
营运资本变化（万元）	-	-119,311.80	-304,697.00	-578,137.90
EBITDA（万元）	-	2,405,782.40	1,662,125.20	937,557.86
EBITDA 利息保障倍数	-	2.08	2.42	2.71
产权比率	315.26%	316.06%	228.94%	356.47%

注：2015年数据为2016年审计报告期初数，2016年数据为2017年审计报告期初数。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及2018年1-3月未经审计的财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
渤海金控投资股份有限公司	618,452	39.21%	租赁
海航投资集团股份有限公司	143,023	19.98%	房地产为主 综合类
天津燕山航空租赁产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	398,400	49.77%	投资咨询
天津燕山科技创业投资有限公司	10,000	100.00%	投资咨询
海航资本南方总部（深圳）有限公司	1,910,000	37.70%	投资咨询
海航风险投资管理有限公司	10,000	100.00%	投资咨询
航美投资管理有限公司	5,000	51.00%	投资咨询
渤海国际信托股份有限公司	360,000	51.23%	信托
天津渤海融资担保有限公司	25,000	60.00%	担保
Eros International Investment Co., Ltd.	330	100.00%	投资咨询
HNA Capital (Hong Kong) Holdings Company Limited	2,000	100.00%	投资咨询
海航资本投资（北京）有限公司	21,000	100.00%	投资管理
天津燕山投资管理有限公司	10,000	90.00%	投资管理
天津航鑫投资合伙企业（有限合伙）	173,000	99.99%	股权投资
天津诚智投资合伙企业（有限合伙）	145,000	44.76%	对外投资
聚宝互联科技（深圳）股份有限公司	315,805	63.45%	互联网信息服务
天津航盛投资合伙企业（有限合伙）	215,025	81.31%	对外投资
北京燕元投资基金合伙企业（有限合伙）	390,001	41.03%	投资管理
天津通万投资合伙企业（有限合伙）	161,000	99.94%	对外投资
北京鼎元投资基金合伙企业（有限合伙）	150,001	33.33%	对外投资
天津航诚投资合伙企业（有限合伙）	151,000	33.33%	对外投资
天津盛祥投资合伙企业（有限合伙）	200,001	100.00%	对外投资
霍尔果斯联达永铭股权投资管理有限公司	10,000	100.00%	对外投资
黄海丝路财富投资管理（青岛）有限公司	10,000	70.00%	对外投资
天津华晟永盈投资有限公司	100,000	100.00%	对外投资

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 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	$\text{短期借款} + \text{应付票据中的有息部分} + \text{一年内到期的非流动负债中的有息部分} + \text{长期借款} + \text{长期应付款中的有息部分} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债中的有息部分}$
非付现费用	$\text{资产减值损失} + \text{投资性房地产折旧} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经营损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的收益} + \text{销售集装箱引起的固定资产变动} + \text{公允价值变动 (收益) / 损失} + \text{财务费用} + \text{投资收益} + \text{递延所得税资产增加} + \text{递延所得税负债增加}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
营运资本变化	$\text{存货减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目的增加}$

附录七 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。