

信用等级公告

联合[2015] 417 号

渤海租赁股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对渤海租赁股份有限公司的主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

渤海租赁股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

渤海租赁股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券的信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张连娜 刘吉东

二〇一五年七月二十九日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

渤海租赁股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

债券期限：3+2 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2015 年 7 月 29 日

主要财务数据：

| 项 目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 3 月 |
|---------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额(亿元) | 478.81 | 571.25 | 677.21 | 859.77 |
| 所有者权益(亿元) | 151.65 | 83.86 | 125.98 | 130.63 |
| 长期债务(亿元) | 231.13 | 295.64 | 321.97 | 464.09 |
| 全部债务(亿元) | 297.27 | 396.28 | 479.12 | 654.07 |
| 营业收入(亿元) | 54.69 | 63.76 | 68.52 | 21.44 |
| 净利润(亿元) | 9.14 | 13.34 | 11.79 | 3.42 |
| EBITDA(亿元) | 35.67 | 42.35 | 40.25 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 34.80 | 46.20 | 47.35 | 14.63 |
| 营业利润率(%) | 47.74 | 48.43 | 45.55 | 47.92 |
| 净资产收益率(%) | -- | 11.33 | 11.23 | 2.66 |
| 资产负债率(%) | 68.33 | 85.32 | 81.40 | 84.81 |
| 全部债务资本化比率(%) | 66.22 | 82.53 | 79.18 | 83.35 |
| 流动比率 | 0.84 | 0.55 | 0.66 | 0.65 |
| EBITDA 利息倍数 | 3.75 | 4.03 | 3.84 | -- |
| EBITDA 全部债务比 | 0.12 | 0.11 | 0.08 | -- |
| EBITDA/本次发债额度 | 2.38 | 2.82 | 2.68 | |

注：1、2013 年 12 月，公司通过同一控制下企业合并收购 Seaco SRL 并按会计准则对期初数据进行追溯，本报告中 2012 年数据采用追溯调整后数据，追溯调整后 2011 年财务数据可比性较低，本报告中涉及 2011 年数据的指标均未计算；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对渤海租赁股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海租赁”）的评级，反映其作为目前国内业务规模较大的融资租赁公司之一，在天津、芜湖、香港和海外设有子公司，并且是国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司。近年来，公司业务及资产规模迅速增长，营业收入快速提高，资产质量良好，盈利能力较强。公司控股股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

目前，公司拟通过非公开发行股票募集资金不超过 160 亿元，议案已经股东大会批准，尚需中国证监会核准，结果仍存在不确定性。若此次非公开发行顺利完成，公司净资产水平、业务规模以及抗风险能力将得到显著提升。

中国融资租赁业市场渗透率远低于发达国家，市场发展空间较大。目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、过剩产能的政策落实，同时全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司；公司目前已成为全球第一大集装箱租赁服务商，业务网络覆盖全球六大洲，为

全世界 80 多个国家提供全方位的租赁服务。

2. 公司建立了较为完善的风险管控架构及业务操作流程，风险控制措施比较到位，整体风险控制能力较强。

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

关注

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

2. 公司从事的基础设施融资租赁业务周期较长，易受外部不确定因素影响。

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

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与渤海租赁股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与渤海租赁股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因渤海租赁股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由渤海租赁股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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”）。2011年5月13日，中国证监会核准了新疆汇通与海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、天津燕山股权投资基金有限公司等重大资产置换以及发行股份购买资产事宜；2011年6月1日，海航资本等合计持有天津渤海租赁有限公司100%的股权过户至渤海租赁名下；2011年6月15日，渤海租赁重大资产重组非公开发行的67,601.26万股人民币普通股A股已办理完毕股份登记手续，总股本变更为97,634.84万股，并于2011年7月14日上市；2011年10月新疆工商行政管理局核准公司变更登记，公司名称变更为现名。2011年10月26日经公司申请并经深交所核准，公司证券简称由“ST汇通”变更为“渤海租赁”，证券代码“000415”。

2012年，公司进行资本公积转增股本，转增后公司股本增至126,925.30万股。2014年3月10日，公司向海航资本定向发行股份21,645.02万股；2014年3月25日，公司向3名特定投资者非公开发行股份28,860.03万股，两次发行新股合计50,505.05万股。此次增发募集资金向海航集团股份有限公司（以下简称“海航集团”）控制的境外下属公司Global Sea Containers Two SRL（以下简称“GSCII”）收购了其持有的Seaco SRL 100%股权，交易各方确定Seaco SRL 100%股权的交易价格为81亿元，交易对价为支付现金及承接GSCII对Seaco SRL的债务，其中，现金支付金额约为72亿元，承债金额约为9亿元。

截至2015年3月底，公司总股本为177,430.30万股，海航资本持股占比44.32%，为公司的控股股东，海南航空股份有限公司工会委员会是公司的实际控制人。2015年6月，公司以资本公积金向全体股东每10股转增10股，转增后公司总股本增至354,860.70万股。

表1 截至2015年3月底公司前五大股东持股情况表

| 股 东 | 持股比例 (%) |
|---|--------------|
| 海航资本集团有限公司 | 42.32 |
| 天津燕山股权投资基金有限公司 | 8.72 |
| 泰达宏利基金—工商银行—华融国际信托—华融·泰达宏利11号权益投资集合资金信托计划 | 7.60 |
| 华安基金—工商银行—华融国际信托—华融·华安基金5号权益投资集合资金信托计划 | 4.61 |
| 天弘基金—工商银行—天弘定增14号资产管理计划 | 4.06 |
| 合 计 | 67.31 |

资料来源：公司一季报

公司营业范围包括：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；租赁业务的咨询服务；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。

截至2015年3月末，公司内设业务部、资产运营部、稽核风控部、综合管理部、财务部、战略与创新部、金融信息服务部等10个职能部门；公司下设一级子公司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海租赁”）；二级子公司皖江金融租赁有限公司（以下简称“皖江租赁”）、香港航空租赁有限公司（以下简称“香港航空租赁”）、香港渤海租赁资产管理有限公司、皖江金融租赁有限公司、横琴国际融资租赁有限公司等。截至2014年底，公司正式员工482人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 677.21 亿元，负债总额为 551.23 亿元，所有者权益合计 125.98 亿元。2014 年，公司实现营业收入 68.52 亿元，净利润 11.79 亿元，经营性净现金流 47.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.50 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 859.77 亿元，负债总额为 729.14 亿元，所有者权益合计 130.63 亿元。2015 年 1 季度，公司实现营业收入 21.44 亿元，净利润 3.42 亿元，经营性净现金流 14.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.79 亿元。

公司注册地址：新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市黄河路 93 号汇通大厦，法定代表人：汤亮。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“渤海租赁股份有限公司 2015 年公司债券”，本次发行规模不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元）。债券票面金额 100 元/张，平价发行；本次债券的期限为不超过 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，在本次债券存续期内前 3 年固定不变，在本次债券存续期的第 3 年末，如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加上调基点，并在债券存续期后 2 年固定不变；债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司营运资金。

三、运营环境

公司的主营业务为融资租赁业务，属于融资租赁行业。

1. 宏观经济概况

2014 年，中国政府继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，加强和改善宏观调控，将稳增长放在首要位置，以改革促调整，以调整促发展，国民经济稳中有进。据国家统计局初步核算，2014 年全年国内生产总值 63.65 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%，其中，第一产业增加值 5.83 万亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 27.14 万亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 30.67 万亿元，增长 8.1%。2014 年，我国固定资产投资增速放缓，固定资产投资（不含农户）50.20 万亿元，增长 15.7%；全年进出口总额 26.43 万亿元，比上年增长 2.3%；全年居民消费价格比上年上涨 2.0%。

2015 年上半年，国内生产总值为 29.69 万亿元，同比增长 7.0%。分季度看，一季度同比增长 7.0%，二季度增长 7.0%；分产业看，第一产业增加值 2.03 万亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 12.96 万亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 14.70 万亿元，增长 8.4%。固定资产投资增速继续有所回落，国民经济运行处在合理区间，主要指标逐步回暖，呈现缓中趋稳、稳中有好的发展

态势。

表 2 中国宏观经济主要指标表

| 项目 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GDP 增长率 (%) | 9.6 | 9.2 | 10.3 | 9.2 | 7.7 | 7.7 | 7.4 |
| CPI 增长率 (%) | 5.9 | -0.7 | 3.3 | 5.4 | 2.7 | 2.6 | 2.0 |
| PPI 增长率 (%) | 6.9 | -5.4 | 5.5 | 6 | -1.7 | -1.9 | -1.9 |
| 固定资产投资增长率 (%) | 25.5 | 30.1 | 23.8 | 23.8 | 20.6 | 19.2 | 15.7 |
| 进出口总额增长率 (%) | 17.8 | -13.9 | 34.7 | 22.5 | 6.2 | 5.8 | 2.3 |
| 进出口贸易差额(亿美元) | 2,955 | 1,961 | 1,831 | 1,551 | 2,311 | 2,597 | 3,825 |

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

从社会融资规模来看，2014 年社会融资需求疲软，2014 年社会融资规模为 16.46 万亿元，较 2013 年减少 4.80%。从结构看，2014 年人民币贷款占同期社会融资规模的 59.4%，同比提高 8.1 个百分点；外币贷款占比 2.2%，同比降低 1.2 个百分点；委托贷款占比 15.2%，同比提高 0.5 个百分点；信托贷款占比 3.1%，同比降低 7.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比-0.8%，同比降低 5.3 个百分点；企业债券占比 14.7%，同比提高 4.2 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 2.6%，同比提高 1.3 个百分点。

2015 年 6 月末社会融资规模存量为 131.58 万亿元，同比增长 11.9%。从结构看，2015 年 6 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 66.9%，同比高 1.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款余额占比 2.7%，同比低 0.5 个百分点；委托贷款余额占比 7.5%，同比高 0.4 个百分点；信托贷款余额占比 4.1%，同比低 0.4 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 5.3%，同比低 1.3 个百分点；企业债券余额占比 9.6%，同比高 0.6 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.2%，同比高 0.2 个百分点。

总体来看，中国经济发展已经进入结构调整期，整体增速有所放缓，但与国际发达国家相比，仍属较好水平。

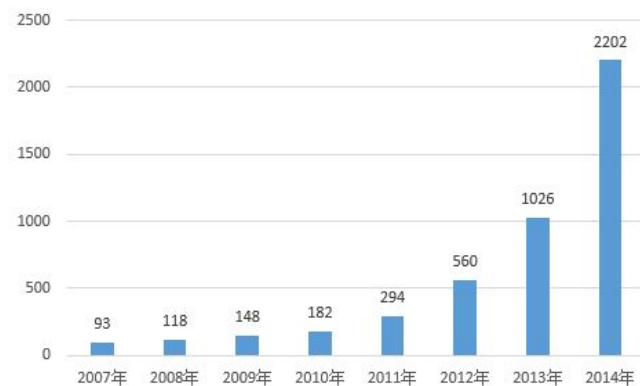
2. 行业概况

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自身的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

上世纪 80 年代，国内商业银行曾大量投资设立（或参股）金融租赁公司，但受整个行业环境不完善、管理不善等因素影响，经营状况普遍较差，1997 年亚洲金融危机后，商业银行全面退出租赁业。

2007 年 3 月，中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）为应对 WTO 协定中允许外资银行在华开展融资租赁业务的规定，颁布实施了修订后的《金融租赁公司管理办法》，允许符合资质的商业银行和其他机构设立或参股金融租赁公司。同年，包括中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司在内的 5 家商业银行再次获批组建金融租赁公司，自此，我国融资租赁公司的数量实现了高速增长。

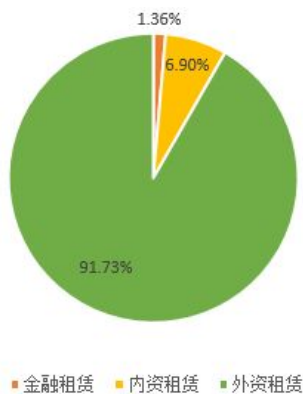
图1 2007~2014年融资租赁机构企业数量变化 (单位: 家)



资料来源: 中国租赁联盟

目前我国有两类融资租赁公司: 一类是由银监会批准成立的金融租赁公司, 按出资人不同, 可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司, 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, 主要是由非金融机构设立, 注册资本相对较小; 按企业形式不同, 该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资。截至2014年底, 全国在册运营的各类融资租赁公司(不含单一项目融资租赁公司)共2,202家, 比年初的1,026家增加1,176家, 增长了114.62%。其中, 金融租赁30家, 比上年增加2家; 内资租赁152家, 增加29家; 外商租赁增加较多, 达到2,020家, 比上年增加1,140家。

图2 2014年末融资租赁企业数量占比 (单位: 家)



资料来源: 中国租赁联盟

近年来, 多家租赁企业纷纷扩充资本金, 截至2014年底, 全国融资租赁行业注册资金达到6,611亿元人民币, 比上年底的3,060亿元增加3,551亿元, 增幅为116.00%。从业务发展情况看, 2007~2014年, 全国融资租赁合同余额保持较快增长(表2)。截至2014年底, 全国融资租赁合同余额约3.20万亿元人民币, 比2013年底的2.10万亿元增加约1.10万亿元, 增长幅度为52.38%。其中, 金融租赁合同余额约1.30万亿元, 增长51.20%; 内资租赁合同余额约1.00万亿元, 增长44.90%; 外商租赁合同余额约9,000亿元, 增长63.60%。

表 3 2007~2014 年我国融资租赁合同余额情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|-----------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 金融租赁公司 | 90 | 420 | 1,700 | 3,500 | 3,900 | 6,600 | 8,600 | 13,000 |
| 内资租赁公司 | 100 | 630 | 1,300 | 2,200 | 3,200 | 5,400 | 6,900 | 10,000 |
| 外资租赁公司 | 50 | 500 | 700 | 1,300 | 2,200 | 3,500 | 5,500 | 9,000 |
| 合计 | 240 | 1,550 | 3,700 | 7,000 | 9,300 | 15,500 | 21,000 | 32,000 |

资料来源: 中国租赁联盟

总体来看, 近年来我国融资租赁行业的市场渗透率逐步提高, 其中, 金融租赁在银行业的大力支持下, 企业数量及业务规模增速较快, 仍存在较大的市场空间, 先进入租赁行业的公司将拥有更多的发展机遇。

3. 行业竞争

目前我国存在三类融资租赁公司, 分别是内资租赁公司、外资租赁公司和金融租赁公司, 其中金融类租赁公司的发展最为迅速。目前全国实力较强的融资租赁公司集中于政策扶持力度较大的北京、天津、上海等地, 以注册资本金排序情况如下表:

表 4 2014 年中国融资租赁十强企业 (单位: 亿元)

| 序数 | 名称 | 注册资金 | 注册地 | 注册时间 |
|----|------------------|--------|-----|------|
| 1 | 工银金融租赁有限公司 | 110.00 | 天津 | 2007 |
| 2 | 远东国际租赁有限公司 | 84.60 | 上海 | 1991 |
| 3 | 国银金融租赁有限公司 | 80.00 | 深圳 | 1984 |
| 4 | 浦航租赁有限公司(原大新华船舶) | 76.60 | 上海 | 2009 |
| 5 | 平安国际融资租赁有限公司 | 75.00 | 上海 | 2012 |
| 6 | 天津渤海租赁有限公司 | 62.60 | 天津 | 2008 |
| 7 | 交银金融租赁有限责任公司 | 60.00 | 上海 | 2007 |
| 8 | 招银金融租赁有限公司 | 60.00 | 上海 | 2007 |
| 9 | 昆仑金融租赁有限责任公司 | 60.00 | 重庆 | 2010 |
| 10 | 长江租赁有限公司 | 58.00 | 天津 | 2004 |

资料来源: 中国租赁联盟

从行业集中度来看, 行业集中度有所增加, 行业前十名市场占比呈上升趋势。目前国内融资租赁行业仍以金融租赁企业为主, 其主体地位进一步确立, 金融租赁行业在资产规模和利润上虽仍占据行业 50% 以上的份额。近年来, 金融租赁企业中, 前四大企业在资产和利润等指标上的行业集中度也有所下降, 并且组成开始变化, 只有工银租赁和国银租赁的地位比较稳定。

近年来, 行业创新不断丰富。从行业产品创新来看, 直租的规模增长在金融租赁行业资产变化指标中增速最快; 同时, 转口租赁、保税租赁、联合租赁等形式层出不穷, 并且适应中小企业的租赁产品在工银租赁和民生租赁等已经很好地实现了标准化。从行业融资渠道来看, 企业债券和资产证券化等途径正逐步放宽落实, 这不仅为行业发展提供了更充分的资金来源, 而且是与资产特性匹配度更高的资金来源。

从资产管理能力来看, 行业服务的产业广度有所增加, 飞机、船舶、电力和轨道等大型设备领域的租赁服务继续扩大的同时, 中小企业租赁市场逐渐发展。中小企业租赁市场开拓以来, 融资租赁行业积极配合国家经济发展的产业政策, 在“三农”和“城镇化”领域、“医疗”和“教育”等领域都有所突破。

总体来看, 近年来, 融资租赁行业集中度有所增加, 行业创新不断丰富, 随着整个行业的不

断发展，行业规模不断扩大。

4. 监管与外部支持

我国《融资租赁法》的立法工作于2004年3月启动，目前尚处于修订和完善过程中。近年来，各监管部门针对租赁公司相继颁布了多部法律法规：2000年6月，人民银行发布了《金融租赁公司管理办法》；2001年8月，对外贸易经济合作部发布了《外商投资租赁公司审批管理暂行办法》；2004年10月，商务部、国家税务总局发布了《关于从事融资租赁业务有关问题的通知》；2005年2月，商务部发布了《外商投资租赁业务管理办法》。2007年和2014年，银监会先后两次发布了修订后的《金融租赁公司管理办法》，其中2014年对适用于融资租赁交易的租赁物范围、关联交易管理制度、资产证券化业务规则等部分内容进行了调整，包括将主要出资人制度调整为发起人制度，取消主要出资人出资占比50%以上的规定等内容，进一步放宽了准入门槛。2014年，最高人民法院颁布了《最高人民法院关于审理融资租赁合同纠纷案件适用法律问题的解释》，自2014年3月1日起施行。总体看，我国租赁行业的监管法律法规仍处在逐步修订和完善过程中。

近年来，融资租赁业的政策环境得到逐步改善。《财政部海关总署、国家税务总局关于在天津市开展融资租赁船舶出口退税试点的通知》、《中国银监会关于金融租赁公司在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务有关问题的通知》、《国家税务总局关于融资性售后回租业务中承租方出售资产行为有关税收问题的公告》等政策性文件的相继出台，较好地解决了租赁公司开展租赁船舶出口、保税区租赁、售后回租交易中的难题。另外，天津、上海、浙江、北京、山东等地也陆续出台专门支持融资租赁行业发展的政策。

5. 行业关注

政策风险

目前我国境内融资租赁公司包括由银监会监管的金融租赁公司、由商务部监管的外商投资融资租赁公司和内资试点融资租赁公司，未来租赁行业监管格局和政策的变动可能会对整个行业发展带来重大影响。此外，融资租赁为资本密集型行业，容易受到货币政策的影响，如果国家实行紧缩性货币政策，全行业的融资成本将进一步上升。

融资渠道有待拓展

目前我国内资融资租赁公司的融资渠道基本靠自有资金和银行借款，尽管金融租赁公司可以通过发行金融债等方式在一定程度上扩大了融资渠道，但面对众多企业不断增加的业务需求，整个租赁行业由于融资渠道受限致使融资成本居高不下，业务规模扩大受阻，利润空间严重被挤压，亟需深入融资创新、拓展融资渠道。

行业竞争加剧

近几年，融资租赁行业得到了飞速发展，国内租赁企业数量大幅上升。截至2014年底，国内融资租赁公司数量由年初的1,026家增加至2,202家，国内各家大型企业都在加紧布局金融租赁行业，同时，租赁企业的区域分布明显集中，行业内、地区间的业务竞争明显加剧。租赁企业业务多以融资租赁、售后回租为主，经营租赁占比较小，业务种类同质化现象明显。未来租赁行业战略转型压力也不断加大，除了租赁资金成本竞争外，多元化的租赁增值服务也将成为租赁公司的主要竞争手段。

6. 未来发展

融资租赁业在世界各国随着经济的发展而逐步发展壮大，作为当今世界发展最为迅速的金融服务产业之一，融资租赁已成为与银行信贷、证券并驾齐驱的第三大金融工具，目前全球近三分之一的固定资产投资是通过融资租赁完成的。中国租赁业的现状与中国高速发展水平很不相称，若以国际通用的融资租赁渗透率来衡量租赁行业发展成熟度，可以看出中国融资租赁业尚处于成长阶段初期，未来市场潜力巨大。

中国快速发展的经济，催生了交通、医疗、公用事业、航运等多个行业的巨大资金需求。融资租赁业务作为一种融资方式将扮演越来越重要的角色，近几年来更是呈现了爆发式的增长，目前中国融资租赁额已位居世界第二（不考虑统计口径）。尽管如此，中国融资租赁业的市场渗透率和国际差距巨大，从这一方面而言，中国的融资租赁才刚刚起步，还有较大发展空间。

国际融资租赁业的发展历程表明，推动发达国家和新兴工业化国家融资租赁业高速发展的经济动力可以归结为市场经济制度和工业化。就中国经济发展阶段而言，中国目前仍处于市场经济制度建设、完善和工业化过程之中，这一过程仍将持续10~20年。

未来，中国将面临从粗放型经济发展模式向集约型经济发展模式的转变，新兴行业和装备制造业正迅速发展，传统产业正待升级，这势必会加大对高端设备的需求；同时，民生工程如保障房建设、中西部基础设施建设稳步开展，相关的固定资产投资和新增设备投资需求也将持续增长，这些都为中国融资租赁业带来了极大的发展机遇和空间。

总体看，融资租赁行业在我国仍然处于起步阶段，法律、税收等方面仍需完善，且需要政府的政策扶持，资金来源有限在一定程度上束缚了资本金不够充足的融资租赁公司的发展。但是，该行业属于朝阳产业，拥有广阔的发展前景，并且为解决中小企业融资难等问题提供了新的解决途径。因此，联合评级认为，未来融资租赁行业将有较为快速的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是目前国内业务规模较大的融资租赁公司之一，目前已在天津、芜湖、香港和海外设有子公司，并且是国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司。

经过多年的发展，公司旗下境内金融租赁平台、融资租赁平台、中外合资租赁平台及境外飞机租赁平台、集装箱租赁平台协同发展，形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，其中公司现已成为全球最大集装箱业务提供商，业务横跨六大洲近80多个国家。在融资渠道上，公司打通了国内资本市场、国际资本市场的融资渠道，有利于公司在全球开展租赁业务并实现资源配置，稳步推进现有成熟租赁业务的同时亦能充分利用全球区域经济差异为公司带来稳定的资产升值收益。公司内部的租赁产业聚集效益日益明显，项目来源与融资渠道将逐步呈现多元化的发展态势，后续公司将以经营租赁为主，融资租赁为辅，紧密围绕国内一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、过剩产能转化拓展租赁业务，同时紧抓全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏的历史机遇，推进相关配套租赁服务。

公司近年来经营实力不断壮大，公司获第一财经日报颁发的“2014年最佳行业影响力租赁公司”，中国租赁联盟、中国国际商会租赁委员会、天津市租赁行业协会联合颁发的“2013年度内

资融资租赁公司”，在第八届中国企业国际融资洽谈会上荣获 2014 年中国租赁年会颁发的“2014 年十佳租赁公司”；证券时报颁发的“年度最具影响力融资租赁公司”，中国外商投资企业协会颁发的“2014 中国融资租赁榜年度公司”等奖项，有效提升了公司在租赁行业中的影响力。

总体来看，公司业务规模和范围较大，业务种类多元化，积累了较丰富的行业经验，公司内部协同效应较强，在国内外市场具备较强的竞争力。

2. 人员素质

董事长汤亮先生，现年 40 岁，硕士学位。曾任海航集团项目开发与管理部副总经理、渤海国际信托有限公司副总裁、海航集团财务有限公司副董事长兼总经理、海航资本总裁助理、财务总监、副总裁、总裁等职务。现任海航资本副董事长兼首席执行官、首席风控官，聚宝互联科技（深圳）股份有限公司董事长，渤海租赁董事长。

副董事长金川，现年 48 岁，硕士学位。曾任职中国银行总行营业部、信贷二部、公司业务部、中国银行纽约分行信贷业务及发展部，美国华美银行总行国际业务部。现任 Seaco 副 CEO 兼 CFO，渤海租赁董事、经理（首席执行官）。

截至 2014 年底，公司在职工共 482 人。从专业构成来看，生产人员 171 人，占 35.48%；财务人员 81 人，占 16.80%；行政管理人员（中后台）230 人，占 47.72%。从学历构成来看，硕士及以上学历 155 人，占 32.16%；本科学历 229 人，占 47.51%，本科以下学历 98 人，占 20.33%。

总体看，公司管理层均具有较长从业经验，员工的学历层次较高，能够满足公司持续发展的需要。

3. 股东实力

海航资本持有公司 44.32% 的股份，为公司控股股东；海航资本为海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）的全资子公司，是海航集团核心产业集团之一。海南航空股份有限公司工会委员会为公司的实际控制人。

海航资本拥有租赁、保险、信托、证券、期货、基金、保理等传统及创新金融业务，截至 2014 年底，海航资本总资产 1,479.54 亿元、净资产 303.39 亿元（未经审计），全资拥有或控股 20 家子公司，拥有国内营业网点逾 1,200 家，业务遍及北京、天津、上海、深圳、香港、新加坡、悉尼、伦敦、都柏林、奥斯陆、纽约等 30 个大中城市，与公司在全国范围内共享业务信息和客户资源。

海航集团于 2000 年 1 月经国家工商行政管理局批准组建，是一家以航空旅游、现代物流和现代金融服务为三大支柱产业的现代服务业综合运营商，产业覆盖航空、物流、金融、旅游、实业、基础设施、装备制造和其他相关产业。海航集团有限公司作为渤海租赁的实际控制人，是产业横跨航空、机场、港口、船运、商业、金融、房地产等产业的多元化集团公司。一方面，海航集团经过多年的运营经验，积累了雄厚的金融资源和业务资源，与很多客户建立了良好的合作关系，这为公司今后业务扩张提供了强有力的支持。另一方面，海航集团与国内多地的政府建立了良好的战略合作关系，在海航集团的支持下，公司在各地业务开拓过程中更易于抓住机遇、抢占先机、获得政策扶植。

总体来看，母公司以及海航集团以其强大的资本实力、广泛的融资渠道、多元化的产业平台在经营、管理等方面给予了公司较大的支持。

4. 区位优势

公司的主要三个子公司分别位于天津、芜湖和香港，目前渤海租赁已形成了国内外并行的租赁业务平台。

天津渤海租赁位于天津市。天津既是渤海租赁最为重视的区域市场，也是其发展的基础。天津市处于环渤海的中心地带，产业基础雄厚，近年来滨海新区成为天津市各种发展与改革的热点区域。天津滨海新区包括塘沽区、汉沽区、大港区三个行政区和天津经济技术开发区、天津港保税区等，天津港保税区作为我国北方规模最大的保税区，其固定资产投资、货运总量、实际利用外资、合同利用外资、税收总额和地区生产总值等指标在全国 15 个保税区综合排名中位居第二位，目前已形成了拥有海港保税区、空港保税区、空港物流加工区、空港国际物流区和保税物流园区联动的发展格局。此外，天津市金融改革创新成效显著，金融环境较好，金融业规模实力持续扩大，为天津渤海租赁的发展提供了良好和充满机遇的发展环境。

皖江租赁位于安徽省芜湖市。2010 年 1 月 12 日，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，以合肥为中心，半径 500 公里覆盖上海、江苏、浙江、河南、江西、湖北、山东、安徽七省一市划为皖江城市带，安徽沿江城市带承接产业转移示范区建设纳入国家发展战略。皖江城市带处于中国人口密集、消费需求较大的最靠近东部的中部地区，这一区域经济发展水平高，消费潜力巨大。无论是国内生产总值，还是社会消费额，占全国的比重都接近 1/2，皖江城市带无疑将是拓展国内市场、启动内需的关键区。皖江金融租赁地处芜湖市，位于皖江城市带的中心位置，立足安徽，面向长三角，凭借国家政策、地方政府的支持以及与银行的良好关系，未来发展前景看好。

香港航空租赁位于香港。香港是继纽约和伦敦之后的世界第三大金融中心，其地理位置优越，是连接北美与欧洲的桥梁，与内地及其他东南亚经济体联系紧密，资金可以自由进出，法律架构、监管制度成熟，政策完善、稳定，同时还是成衣、钟表、玩具、游戏、电子和某些轻工业产品的主要出口地，出口总值位列全球高位。香港航空租赁有限公司和香港渤海租赁资产管理有限公司以香港岛为依托，面向国际市场，在地理位置、经济环境等方面更具优势。

总体上看，公司三家主要子公司，具备一定区域优势，有利于公司整体业务的发展。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和中国证监会、深圳证券交易所的法律法规及有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治理水平。公司在业务、人员、资产、机构、财务上均独立于控股股东。公司董事会、监事会和内部机构均独立运作，公司重大决策均由公司独立做出并实施。

股东大会对公司重大事项行使最高决策权，是公司的最高权力机构。股东大会依法决定公司的经营方针、投资计划、审议公司资本变动、选举公司董事、监事和审议公司其他重大事项。公司设董事会，董事会负责执行股东会决议，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 2 人，独立董事 3 人。董事会下设审计委员会、提名委员会、战略发展委员会、薪酬考核委员会。公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名。公司高级管理层主要包括经理（首席执行官）、副经理（首席运营官）、副经理（首席投资官）、副经理（首席创新官）、副

经理（首席风险官）、财务总监（首席财务官）和董事会秘书。

总体来看，公司按照现代企业制度建立了内部组织架构及相关制度规程，法人治理结构与公司的发展相适应。

2. 管理体制与内控机制

自成立以来，公司按照相关法律、法规及公司章程等要求，遵照合法合规性、健全性、审慎性、适时性的原则，制定了涉及公司治理、内部管理、业务制度及流程、会计制度、稽核审计等方面的内部控制制度，并结合发展需要及时修订与增订。

公司组织机构由专业委员会和常设机构组成。公司专业委员会包括薪酬与考核委员会、提名委员会、战略与发展委员会和审计委员会。公司常设机构包括前台业务部门、中台管理部门、后台监督部门。前台业务部门主要为天津渤海租赁、皖江租赁、香港航空租赁三个子公司以及业务部；中台管理部门包括财务、资产运营部、综合管理部、战略与创新部及金融信息服务部；后台监督部门为稽核风控部。

公司实行分级授权、权责一致的管理原则。授权控制贯穿经营活动始终，被授权人在授权权限范围内开展经营管理活动，并承担相应责任。公司推行目标管理和岗位责任制，建立经营风险责任制，明确各部门、各岗位的风险责任，对未履行相应风险责任、给公司造成损失的部门和个人实施追究制度。公司制定了突发事件、法律诉讼事件应急预案，初步建立了危机处理机制和程序。

公司内设稽核风控部，独立行使稽核监督职能，制定并实施识别、计量、监测和控制风险的制度、程序和方法，以确保风险管理和经营目标的实现；并对具体租赁项目的法律合规风险、交易对手信用风险提供审核意见。此外还对公司内部控制、风险管理制度建设和执行情况定期进行检查评价，提出改进建议，对违反规定的机构和人员提出处理意见，并定期对审计委员会报告。

为应对融资租赁行业高端人才竞争的日趋激烈，公司逐步建立起了市场化、富有竞争力的薪酬福利和绩效激励体系。按照公司发展战略，以业务为导向，持续开展中高层管理干部、后备人才及基层员工各个层次的常态化及创新性培训。同时，将继续拓展内外部培训资源，加强与国内外知名院校的人才培养战略合作。

总体看，公司内部控制体系正逐步完善，各项内控制度基本健全，执行情况较好。

六、业务运营

1. 业务概况

渤海租赁于 2011 年 7 月重组新疆汇通集团，实现借壳上市，成为国内唯一一家 A 股上市的租赁公司，公司为控股型公司，母公司并不经营具体业务，公司业务主要通过全资子公司天津渤海租赁及其控股子公司皖江租赁、香港航空租赁和 Seaco SRL 经营。目前，公司主要业务种类有经营租赁和融资租赁，行业来看主要有飞机、集装箱、基础设施/道路桥梁/轨道交通、商业物业和机械设备。公司主要子公司情况如下表：

表 5 截至 2014 年底公司主要子公司、参股公司情况 (单位: 万元)

| 名称 | 业务性质 | 注册资本 | 持股比例 | 表决权比例 |
|-----------|------|----------------|--------------|---------|
| 天津渤海租赁 | 融资租赁 | 626,085.00 人民币 | 直接持股 100.00% | 100.00% |
| 皖江租赁 | 金融租赁 | 300,000.00 人民币 | 间接持股 55.00% | 55.00% |
| 香港航空租赁 | 租赁 | 236,262.74 港币 | 间接持股 68.78% | 68.78% |
| Seaco SRL | 租赁 | 11,323.01 美元 | 间接持股 100.00% | 100.00% |

资料来源: 公司年报

公司收入主要来源于融资租赁与经营租赁业务, 其中经营租赁业务收入占比较大。2012~2014 年融资租赁业务收入分别为 15.01 亿元、20.80 亿元和 24.79 亿元, 三年复合增长率达 28.51%, 保持较快增长势头, 其占营业收入的比重由 2012 年的 30.96% 上升到 2014 年的 36.18%, 呈上升趋势。2012~2014 年经营租赁业务收入持续稳定增长, 三年复合增长率为 4.10%, 其占营业收入的比重由 2012 年的 61.18% 下降到 2014 年的 52.91%。2013 年和 2014 年, 公司营业收入中其他收入主要为公司集装箱的销售收入。公司于 2013 年完成收购海外企业 Seaco SRL, 经过近两年的发展, 公司海外收入占比逐渐提升。2014 年, 公司中国大陆实现营业收入 28.24 亿元, 占比为 41.21%; 其他国家和地区收入为 40.28 亿元, 占比为 58.79%, 公司海外业务收入占比较大。

表 6 2012~2014 公司营业收入情况 (单位: 亿元、%)

| 项目 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 融资租赁 | 15.01 | 27.45 | 49.48 | 20.80 | 32.62 | 55.13 | 24.79 | 36.18 | 44.23 |
| 经营租赁 | 33.46 | 61.18 | 54.10 | 35.43 | 55.56 | 54.27 | 36.26 | 52.91 | 54.93 |
| 其他 | 6.22 | 11.37 | -- | 7.53 | 11.82 | 10.09 | 7.47 | 10.91 | 12.46 |
| 合计 | 54.69 | 100.00 | 52.67 | 63.76 | 100.00 | 49.33 | 68.52 | 100.00 | 46.43 |

资料来源: 公司年报

从成本和毛利率水平来看, 随着公司业务规模的增长, 公司的营业成本也保持增长。2012~2014 年, 公司营业成本分别为 28.17 亿元、32.31 亿元和 36.71 亿元, 三年复合增长率达 14.15%, 略高于营业收入涨幅。2012 年以来, 主要受经济环境放缓和租赁行业竞争加剧的影响, 公司整体毛利率呈下降趋势, 三年分别为 52.67%、49.33% 和 46.43%, 但仍属较高水平。

总体来看, 公司租赁业务保持良好发展势头, 受经济环境放缓和租赁行业竞争加剧的影响毛利率水平有所下降, 但仍属较高水平。

2. 业务模式及收益分析

公司目前的业务模式主要有融资租赁、经营租赁、售后回租和保税区租赁四种。

天津渤海租赁有限公司以融资租赁和售后回租为主, 融资租赁是公司根据承租人的需求, 出资购买或建造租赁标的物, 出租给承租人使用, 承租人以租金方式支付本息, 租期结束后由承租人以名义价格受让租赁标的物所有权; 售后回租是承租人先将现有资产出售给租赁公司, 再以融资租赁或者经营租赁方式回租资产。除此之外, 天津渤海租赁在天津东疆保税区开展飞机租赁业务, 此项业务采用保税区租赁模式, 由公司在境内保税区内设立专门子公司 (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。

皖江金融租赁有限公司主要采取直租和售后回租的业务模式。海航集团 (香港) 有限公司的飞机租赁业务以售后回租为主。

目前公司的收益主要包括债权收益、余值收益和服务收益。在融资租赁、经营性租赁、售后回租、保税区租赁四类租赁业务模式中，公司都享有对承租人收取租金的权利，因此，债权收益是渤海租赁旗下各子公司收益来源的主要构成部分。各项目的债权收益各不相同，视项目的操作方式、项目资质、业务相关各方议价能力等几个方面的情况而定。

从融资成本来看，公司通过股东注资，外部增资等方法使自有资金量增大，从而可在赢利较高的项目中增加自有资金的比例，以提高债权收益；另一方面，公司主要从事基础设施、大型机械设备的融资租赁业务，客户对象主要为地方政府、大型城市建设投资公司以及国内外大型生产制造企业，因此公司租赁资产具有低风险、现金流稳定的特征，公司租赁资产的上述特征决定了公司在向银行等金融机构融资中，具有较强的谈判地位，因此，银行等金融机构一般会在贷款基准利率的基础上进行下浮。

项目报酬率方面，公司根据具体项目、承租人、风险情况确定差别化的内部收益率。对于资产规模在 10~50 亿元人民币的一般工商企业，公司的内部收益率基本在 10% 以上；对于大型基础设施建设项目，由于客户资质有保障，公司视情况给予一定优惠，内部收益率基本维持在 8%~10% 左右。

总体来看，公司业务模式种类丰富，收益稳定。

3. 业务板块

(1) 天津渤海租赁

天津渤海租赁¹是经国家商务部和税务总局联合审批的第五批内资融资租赁试点企业，于 2007 年 12 月在天津注册成立，目前天津渤海租赁以 62.61 亿元的注册资本位列行业第二位。天津渤海租赁业务范围包括经营租赁、杠杆租赁、售后回租、厂商租赁等业务，其融资方式主要有银行贷款、战略投资、债券、保险资金、信托、银行保理、资产证券化等。天津渤海租赁是商务部监管下的内资融资租赁公司，杠杆率上限为 10 倍。

天津渤海租赁主营市政基础设施租赁、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，2009 年开创了国内基础设施租赁业务的先河，积极与各级政府深度合作，成为政府产业规划和产业升级的投融资平台，重点拓展基础设施建设、市政工程等大型设备、设施租赁业务，主要有武汉大桥联合租赁项目、东丽供热设备及配套设施租赁项目、天津海河路桥租赁项目、斗山挖掘机租赁、安徽安联高速公路租赁、国电肇庆热电租赁等项目。2012 年天津渤海租赁重点推进城镇化基础设施和高端设备领域的融资租赁业务，巩固了公司在基础设施租赁行业内领先地位。

天津渤海租赁采取的租赁方式主要为直接租赁和售后回租。直接租赁以融物的方式，实现承租人快速融资的目的，租期、租金可根据承租人的财务状况灵活安排；售后回租是承租人通过出售并回租自有固定资产，达到盘活存量资产，换取当期现金流入的目的。

2014 年，天津渤海租赁实现营业收入 68.52 亿元，实现净利润 12.50 亿元（天津渤海租赁合并口径）；单一最大承租人融资余额占净资产的比例较上年下降 19.32 个百分点，至 57.43%，承租人为天津港保税区管委会，是天津市人民政府的派出机构；天津渤海租赁业务担保方式以第三方保证和资产抵押为主。

2014 年，天津渤海租赁完成新增项目 6 个，其中静海道路售后回租项目融资金额达 3 亿元；

¹公司全资子公司，且是公司唯一的一级子公司。皖江金融租赁有限公司、香港航空租赁有限公司等均为天津渤海租赁控股子公司。

长龙航空 4 架 A320-200 项目规模达 1.78 亿美元；轧三友发炼钢系统设备项目与大通建设 YOHO 湾商业物业售后回租项目融资额度均达到 1.5 亿元。截至 2014 年底，天津渤海租赁累计租赁项目共 35 笔，租赁合同规模约为 196.24 亿元。截至 2014 年末，天津渤海租赁单体的租赁资产存量 140.88 亿元，其中商业物业租赁 39.80 亿元、基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁 81.77 亿元、机械设备租赁 7.60 亿元、飞机租赁 11.72 亿元。

融资渠道方面，天津渤海租赁在前海特区成立 SPV 项目公司，由该项目公司向香港银行机构申请贷款业务，用以支持国内企业融资；此外该项目公司拟向关联方渤海国际信托有限公司申请不超过 1.72 亿元（或等值外币）人民币信托贷款。保税区租赁模式亦将成为境外人民币回流的一个创新性渠道，借助境内、境外两个金融市场支持。

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

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

（2）皖江租赁

2011 年 7 月，银监会正式批准渤海租赁筹建皖江金融租赁，同年 12 月皖江租赁正式获得金融租赁经营许可证，并于 2011 年 12 月 31 日正式开业，注册资本为 30 亿元人民币，注册地安徽省芜湖市，由天津渤海租赁出资 165,000 万元（占注册资本的 55.00%），芜湖市建设投资有限公司出资 99,000 万元（占注册资本的 33.00%），美的集团有限公司出资 36,000 万元（占注册资本的 12.00%）共同组建。皖江租赁立足安徽，面向长三角，以内河航运与工程船舶、基建设施与设备、农业机具与仓储物流、工程机械与装备制造、通用航空与公务航空等作为公司重点业务领域。其业务范围包括融资租赁、吸收股东 1 年期（含）以上定期存款、同业拆借、向金融机构借款等。皖江金融租赁受银监会监管，杠杆率不超过 12.5 倍。

2012 年，皖江租赁正式运营，凭借海航集团以及渤海租赁的资金优势、客户资源、网络渠道以及《皖江城市带承接产业转移示范区规划》的政策支持，陆续开展了多类型融资租赁业务，并在机械加工和交通运输领域取得了快速发展。近年来，根据公司租赁业务专业化的发展要求，皖江租赁结合自身优劣势，在城市交通与水务设施、内贸集装箱与物流运输、工业装备与农业机械、通用航空与支线航空，以及医疗、新兴产业等领域重点拓展业务。2014 年皖江租赁实现营业收入 12.12 亿元，净利润 4.14 亿元（合并口径）。

截至 2014 年底，皖江租赁租赁项目共计 207 笔；租赁合同本金为 213.28 亿元；其中新增项目 112 笔，新增投放金额 117.07 亿元，在安徽地区投放金额 36.49 亿元，占当年新增投放额的 31.17%；单一最大承租人融资余额占净资产的比例为 19.54%，符合监管要求。皖江租赁项目担保方式多样，主要有保证金、第三方公司担保、土地和房产抵押、股权质押、个人无限连带责任等多种方式，具体根据项目的交易结构设计确定，确保每个项目的风险缓释措施到位。截至 2014 年底，承租人保证金和抵押金的比例为 5.13%，比例较低。

目前，皖江租赁的租赁方式多以售后回租为主，为增加直接租赁的比重，皖江租赁借助股东

资源，在内河航运、内贸集装箱和通用航空等领域进行积极探索和尝试，成功运作广西新闻航、安通物流集装箱直租业务、芜湖新联船厂、祥和拖轮等项目。

资金来源方面，受银行信贷政策、经营历史和股东背景等因素限制，皖江租赁在资金来源和成本方面与银行系租赁公司相比存在一定差距。为保证业务发展，皖江租赁积极与合作的金融机构进行沟通，确保已有授信的连续和稳定；同时积极探索与保险、券商等非银行金融机构的合作，增加新的融资渠道。截至 2014 年末，皖江租赁共获得交通银行、南昌银行等各类金融机构 50 家授信，授信额度 346 余亿元，年内新增信用额度 57.76 亿元。

项目拓展方面，为扩大优质项目来源，促进持续稳定发展，根据业务发展的需要，皖江租赁陆续在芜湖、合肥、北京、上海、深圳、西安、重庆等地组建业务部，引进业务骨干，初步完成全国范围内的业务网络布局，为公司的未来发展奠定了基础。

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

（3）香港航空租赁（HKAC）

香港航空租赁有限公司前身为海航集团（香港）有限公司（以下简称“海航香港”），其作为海航集团境外投资的平台，在海航集团（香港）公司收购 Allco 航空租赁资产过程中，海航集团设立并使用 Hong Kong Aviation Capital 作为所收购租赁的注册商标，并将海航集团（香港）有限公司旗下非航空租赁业务进行了剥离到海航集团国际总部（香港）有限公司。2012 年 6 月，中国证券监督管理委员会出具《关于核准渤海租赁股份有限公司重大资产重组方案的批复》（证监许可[2012]797 号），批复同意天津渤海租赁以海航香港截止评估基准日净资产评估值确定的交易价格人民币 243,000 万元，向海航集团支付现金人民币 164,725.40 万元和承继海航集团及其全资子公司-海航集团国际总部（香港）有限公司对海航香港的负债人民币 78,274.60 万元，购买海航香港 100% 股权。2012 年 7 月，海航集团完成海航香港 100% 股权过户至天津渤海租赁的相关股权过户手续。2013 年 10 月，公司将海航香港更名为香港航空租赁有限公司。

香港航空租赁以从事飞机经营性租赁业务为主，同时提供全方位的飞机租赁服务。目前香港航空租赁开展的飞机租赁业务均为中长期飞机经营租赁，主要通过下属的特殊目的公司（SPV）进行，海航香港根据每架飞机不同的租赁交易结构设立或安排一至三家特殊目的公司分别作为出租人、飞机持有人或负责融资的借款人，基本的交易模式为出租人同时作为飞机持有人和借款人通过融资购买飞机后出租，以收取的租金收入支付融资成本，获取剩余租金收益。设立 SPV 的好处是，香港航空租赁对 SPV 承担的是有限责任。若单一资产发生风险，至多导致 SPV 公司亏损或破产，不会影响到香港航空租赁的资产，同时也能保障融资银行、承租人等各利益相关方的权益。2014 年，香港航空租赁实现营业收入 13.08 亿元，净利润 2.49 亿元（合并口径）。

从历史情况来看，飞机出厂价格逐年提高，年增长约 3% 左右。香港航空租赁的飞机主要购置于 2008 年以前，香港航空租赁取得飞机购买权，只支付购买价格，不需要支付预付款，没有预付款利息，且无论是海航香港自有的飞机还是管理的飞机，飞机的维护均由航空公司负责并承担相应维护成本。购买的飞机要出租给航空公司，租金一般是在飞机购买价格的基础上协商确定。目前，香港航空租赁机队机龄合理，规模居于世界前列。截至 2015 年 5 月，香港航空租赁新机队和交易结构重组机队的加权平均机龄为 3.0 年（按价值加权），平均剩余租期 8.7 年，新增机队机型全部为燃油经济性强新型飞机，具有良好的保值能力。

香港航空租赁开展飞机租赁业务全部采用经营租赁方式，共拥有及管理飞机 71 架，其中管理出租飞机 17 架，自有出租飞机 54 架，机型多以空客 A320-200、波音 B737-800 为主。香港航空租赁自 2011 年以来新购入及交易结构重组的飞机达 30 余架，发展十分迅速。在已经承接的订单中，2015~2016 年确定向斯里兰卡航空和墨西哥 VOLARIS 航空交付 11 架飞机。2014 年公司与空中客车公司签署了 70 架空客 A320NEO/A321NEO 飞机的采购订单，基本合约价约为 77.57 亿美元，预计自 2019 年开始交付至 2024 年交付完成。

从业务区域和客户情况来看，目前香港航空租赁业务开展面向全球客户，分布于 15 个国家的 19 家航空公司，重点着眼于亚太地区，主要客户是全球信誉良好的航空公司，例如阿联酋航空（Emirates）、澳大利亚航空（Qantas）、印地高航空（IndiGo）、斯里兰卡航空（SriLankan）和捷星航空（Jetstar）等。此外，香港航空租赁在欧、美、中东地区也开展飞机租赁业务，合作客户主要包括巴西蔚蓝航空（Azul）、Flybe 航空和威兹航空公司（Wizz Air）等。香港航空租赁目前单一国家和地区或单一客户的业务规模不超过总业务规模的 16%，业务受单一国家和地区或单一客户的影响较小。

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

（4）Seaco SRL

公司于 2013 年通过定向增发完成收购全球第六大集装箱租赁公司 Seaco SRL，Seaco SRL 作为世界第六大集装箱租赁公司，其集装箱出租率、回报率均处于行业领先地位，并已在全球范围内建立起一个相对完整的客户和服务网络，通过一年的整合，Seaco SRL 已进入高效运行状态，Seaco SRL 的主要客户质量优异，包括世界排名前 20 的航运公司。截至 2014 年末，Seaco SRL 总资产规模 189.27 亿元，净资产为 52.08 亿元；2014 年实现营业收入 31.69 亿元，净利润 6.54 亿元²。

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

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

表 7 2014 年 Seaco SRL 集装箱业务情况表

| 名称 | 数量（个） | 平均利用率（%） | 平均租金（美元/天） |
|-----------|----------------|--------------|-------------|
| 集装箱干柜 | 726,855 | 97.36 | 0.95 |
| 冷藏集装箱 | 70,204 | 97.27 | 5.43 |
| 特种集装箱 | 35,849 | 96.57 | 2.15 |
| 罐式集装箱 | 18,381 | 96.20 | 8.24 |
| 合计 | 851,289 | 96.96 | 4.19 |

资料来源：公司提供

²该数据为单体财务报表中的金额，与合并报表中的计量基础不同。

如上表所示, Seaco SRL 拥有多样化的集装箱队, 包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种集装箱。Seaco SRL 的集装箱箱队多样化经营策略有利于减少业务单一可能面临的某一行业衰退带来的风险。截至 2014 年末, Seaco SRL 拥有 85.13 万个集装箱, 为世界 80 多个国家和地区的 500 多家客户提供全方位的集装箱设备租赁服务, 2014 年 Seaco SRL 整体集装箱平均利用率为 96.96%, 平均租金为 4.19 美元/天。其中集装箱干柜是 Seaco SRL 的数量最多的集装箱产品(占 85.38%), 集装箱干柜平均利用率为 97.36%、平均租金为 0.95 美元/天。

总体来看, Seaco SRL 在集装箱租赁领域经营上已相对成熟, 份额较为稳定, 整体经营情况较好。

4. 重大事项

非公开发行

根据公司 2015 年 5 月发布的公告, 公司将向包括控股股东在内的 8 位投资者定向增发不超过 13.1 亿股股份, 按定增价格 12.23 元/股, 共计募资 160 亿元, 此次定向增发不影响海航资本控股地位, 所有定增股份的锁定期为 3 年。公司募集资金用途如下: 1) 80 亿元用于增资子公司 HKAC 开展飞机租赁业务; 2) 33.9 亿元用于增资子公司天津渤海开展租赁业务; 3) 26.07 亿元用于偿还海航集团子公司 GSCII 债务; 4) 20 亿元用于偿还子公司 Seaco SRL 债务并增资 Seaco SRL 开展集装箱租赁业务。

若此次非公开发行实际募集资金净额少于上述项目拟投入募集资金总额, 募集资金不足部分由公司自有资金或通过其他融资方式解决。此次发行募集资金到位之前, 公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入, 并在募集资金到位之后以募集资金置换自筹资金。

目前, 公司拟通过非公开发行股票议案已经股东大会批准, 尚需中国证监会核准, 结果仍存在不确定性。若此次非公开发行顺利完成, 公司净资本水平、业务规模以及抗风险能力将得到显著提升。

收购全球第八大集装箱租赁公司 Cronos Ltd.

2015年1月, 公司完成了对Cronos Ltd. 80%股权的收购, 并相应将其纳入合并范围。Cronos Ltd. 作为全球第八大集装箱租赁公司, 是全球领先的集装箱租赁公司之一, 拥有并管理超80.7万的标准集装箱, 在行业内积累了优异的信誉和口碑, 客户涵盖了 Mediterranean、CMA、Cosco、CSCL、MOL等世界前十大航运公司。北京中企华资产评估有限责任公司于2014年10月30日出具评估报告, 按照市场法评估后的股东全部权益的评估值为人民币45.19亿元~50.49亿元, 增值率为45.80%~62.90%。

公司完成收购全球第八大集装箱租赁公司Cronos Ltd.后, 以CEU (cost equivalent units) 作为单位计量, 公司已成为全球第一大集装箱租赁服务商, 业务网络覆盖全球六大洲, 全球市场占有率约达16%。

5. 经营关注

产业升级转型带来的风险

由于国家当前正在进行产业结构调整, 而租赁公司服务的大部分企业也都在转型升级的过程中, 企业转型升级导致的业务稳定性将间接影响公司的经营状况。

资产整合风险

继大规模并购后，公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力需进一步提升，公司正在积极消化吸收境外先进的管控经验，提升公司整体管控及资产整合水平。

汇率风险

目前渤海租赁旗下有香港航空租赁、Seaco SRL、Cronos 三家海外公司，其资产均以美元计价，美元汇率波动会直接影响三家海外公司的业务，对公司整体业绩产生一定影响。

6. 未来发展

目前公司整体国际化进程加速，已成为全球最大的集装箱租赁服务商。受益于国内“一带一路”及“丝绸之路计划”，亚太地区航空业发展空间巨大，公司持续看好飞机租赁领域的增长空间，2015 年公司将通过再融资方式继续加大对飞机租赁有业务的投放，力争将香港航空租赁打造成为全球领先的飞机租赁公司。

公司将充分发挥公司下属租赁平台所在地域的产业支持政策以及公司境外管控平台的优势，实现公司利用境内境外不同市场资源的计划，稳步推进跨境人民币融资业务等，进一步提升公司在租赁行业的资金筹措能力；同时，公司将通过境内外资本市场、债券市场、银行间市场筹资，利用主动型负债工具，将目前以间接融资为主的融资方式调整为间接融资和直接融资相结合，积极顺应市场化融资发展趋势，逐步建立长期稳定的市场化、证券化融资机制。

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

七、风险管理分析

1. 公司风控架构及风控制度

公司搭建风险“前台-中台-后台”三级风险管控格局，实行“董事会及其下设专业委员会-高级管理层-业务评审委员会-公司各部门”的四级组织体系，构建以专业委员会为核心的风险管控体系。

董事会负责保证公司建立并实施充分而有效的风险控制体系；审批整体经营战略和重大政策并定期检查、评价执行情况；审批整体经营战略和重大政策并定期检查、评价执行情况；确保公司在法律和政策的框架内审慎经营，明确设定可接受的风险程度，确保高级管理层采取必要措施识别、计量、监测并控制风险；保证高级管理层对内部控制体系的充分性与有效性进行监测和评估。监事会监督经营决策、风险管理和内部控制，并指导公司内部审计部门的工作，负责监督董事会、高级管理层完善内部控制与风险管理体系。稽核风控部主要负责为公司整体的风险管理提供策略指导，设计整体风险管理框架，并提供有关制定、执行和优化公司的风险管理制度的架构建议。审计委员会主要负责监督公司内部控制和独立的审计和稽核职能，审查和监督内部控制规则和实施情况，评估公司的稽核能力，授权外聘审计师，以及审核公司的财务资料及相关信息披露。

高级管理层主要负责管理与业务运营有关的风险、实施董事会及下设的专业委员会制定的风险管理战略、规划、政策和系统。高级管理层由总裁 1 名、副总裁 4 名、高级管理层设副经理（首席风控官）1 名和财务总监 1 名组成；由总裁负责公司租赁项目风险和运营风险；财务总监负责流

动性风险和利率风险；高级管理层就公司整体风险管理事务向董事会汇报，并提供建议。

业务评审委员会审议所有公司操作的租赁项目，包括融资租赁、经营租赁以及与租赁相关的主营业务，并对项目风险出具评审意见。

公司的稽核风控部集风险管理、项目稽核、法律事务为一体，制定并实施识别、计量、监测和控制风险的制度、程序和方法，以确保风险管理和经营目标的实现；并对具体租赁项目的法律合规风险、交易对手信用风险提供审核意见。资产运营部负责公司资产风险管理，通过定期检查应收融资租赁款的状况，检查是否拖欠，并定期调查和限产视察客户，从而定期检查资产风险状况；并根据资产风险状况开展资产五级分类工作；开展重大事件报告、收取抵押品、回收损失及资产处置活动。

围绕整个业务的风险控制架构，公司制定了一系列风险管理制度及办法，包括《稽核管理制度》、《稽核人员行为规范》、《反舞弊及举报制度》、《内部控制制度》等。通过修订和完善各种风险管理制度使其租赁业务政策和流程得到逐步完善。公司依照风险管理制度，规范项目风险评审流程，形成了以“事前风险识别与评估、事中风险预警与跟踪、事后风险监督与处置”理念的一套完整风险管理管控模式。

总体看，公司风险架构可以满足自身经营管理的需要，风控制度比较完善，风险管理水平较高。

2. 风险管理流程与措施

公司面临的风险主要有信用风险、资产风险、法律风险和市场风险。市场风险主要指市场利率和汇率的风险，国内市场利率较为稳定，涉及利率、汇率的业务集中于香港航空租赁、Seaco SRL、Cronos 三家海外公司，其业务团队比较成熟，有丰富的国际市场操作经验，所以公司所面临的利率和汇率风险非常低。资产风险方面，公司遵循“重资产、轻信用”和“轻资产、重信用”两条原则，对于机器、设备等可把控、易处置的资产可适当选择信用水平稍低的承租人，而道路、桥梁等不易处置的资产则要必须选择信用水平较高的承租人。

目前，公司面临最主要的风险是承租人的信用风险，该风险主要来自于承租人无力或不履行其支付租金义务是导致的损失。公司依照租赁业务管理制度，规范项目风险评审流程，形成了以“事前风险识别与评估、事中风险预警与跟踪、事后风险监督与处置”为理念的一套完整项目风险管控模式。租赁前，公司根据租赁业务特点，制定业务操作制度和风险评估制度，使得项目风险标准化、流程化，做到风险事前识别、评估。业务部积极开展项目尽职调查，提交项目可研报告。风控部门负责项目风险调查结束后向业务评审委员会提交《风险评估报告》。租赁期间，公司通过三级风险管控体系，由不同部门实现对项目运行的全程预警与跟踪。业务部对客户风险进行全程分析；财务部对贷款、租金、资金平衡负责，实现全程监控；资产运营部对租赁资产、保险、损失、产权、价值等方面实行全程跟踪；风控部门及时汇总所有风险事件，并对项目提供综合信用风险分析，最终实现对始终风险的全程预警与跟踪，对重大风险及事件实时预警，迅速制定风险处置方案，并下达整改指令，以达到及时发现风险，处置风险的目的。租赁期满后，稽核风控部对经营数据、项目数据、风险制度进行内部审计，实现对于财务、资金、资产、法律、合规等风险及制度的监督功能；并根据风险制度执行情况提出改进建议和措施。

公司对现金流的管理方面，主要由资产运营部负责。资金计划管理方面，依据公司财务发展战略和年度生产经营计划，结合筹资能力编制公司现金流量计划与融资计划，并监控计划的实施；

定期向公司管理层反馈整体资金运用状况、提供及时有效的辅助决策依据。资金调度管理方面，依据融资计划、投资计划与公司的资金情况，系统规划资金的来源和运用，保障资金安全，实现资金的高效运转。贷后管理方面，公司对融资项目自下账至项目结束进行全程监控、管理，保证各类融资资金及时到位、融资文件妥善保存，并分析租赁公司整体负债结构，防范融资性负债风险。

在风险拨备方面，天津渤海租赁有限公司为商务部的内资融资租赁试点企业，无风险拨备要求，因此公司无风险拨备政策；香港航空租赁地处香港，也无风险拨备要求；皖江金融租赁有限公司是银监会监管的金融租赁公司，按照净利润的1%计提一般风险准备，按风险资产期末余额的1%计提应收融资租赁款风险准备。

此外，为进一步降低风险，公司要求每个项目都由承租人的关联公司或第三方担保机构提供担保，并且将承租人的盘活资产过户至公司名下。同时为加强客户准入管理，有效管理客户信用风险，提高融资租赁资产质量，公司开发和运用多元化的计算机风险管理建设平台，综合考虑客户规模、财务实力、经营历史、信用记录和发展前景等方面的因素，以此作为租赁授信客户选择和项目审批的依据，并对资金、资产和风险进行实时监控。

联合评级为了验证公司操作规程是否得到严格执行，对公司的项目情况进行了抽样，抽样客户的客户档案均齐备；未发现逆程序操作，未发现缺乏评审会决议、保证合同、调查报告、必要工作底稿的客户。从抽样客户来看，联合评级关注到，近年来随着公司业务发展，各项风险管控措施逐步完善。

总体看，公司建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，风险控制措施比较到位，整体风险控制能力较强。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2013年、2014年度合并财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2015年1季度合并财务报表未经审计。

2013年12月，公司通过同一控制下企业合并收购 Seaco SRL 并按会计准则对期初数据进行追溯，本报告中2012年数据采用追溯调整后数据，追溯调整后2011年财务数据可比性较低，本报告中涉及2011年数据的指标均未计算。

2014年，公司根据财政部制定的新会计准则相应调整了公司的会计政策，但该事项对以前年度的财务报表无重大影响，公司未对以前年度财务报表进行追溯调整，可比年度财务报表的列报方式已按照企业会计准则的要求进行了重述。子公司 Seaco SRL 于2013年5月重新审议了应收融资租赁款减值损失的计提方法，将计提比例由净投资额的3.25%修订为净投资额的1.5%，于2014年9月变更计提比例为净投资额的0.5%。该会计估计变更采用未来适用法实施。

2012年，公司合并范围新增增加子公司7家，收购增加子公司1家，因转让股权减少子公司1家；2013年，公司合并范围新增子公司、特殊目的主体24家，减少子公司1家；2014年，公司由于业务需要新增、注销部分特殊目的实体，对合并财务报表不具有重大影响，除上述变动外，公司2014年合并范围与2013年一致。

截至2014年底，公司合并资产总额为677.21亿元，负债总额为551.23亿元，所有者权益合计125.98亿元。2014年，公司实现营业收入68.52亿元，净利润11.79亿元；经营性净现金流47.35

亿元，现金及现金等价物净增加额 2.50 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 859.77 亿元，负债总额为 729.14 亿元，所有者权益合计 130.63 亿元。2015 年 1 季度，公司实现营业收入 21.44 亿元，净利润 3.42 亿元；经营性净现金流 14.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.79 亿元。

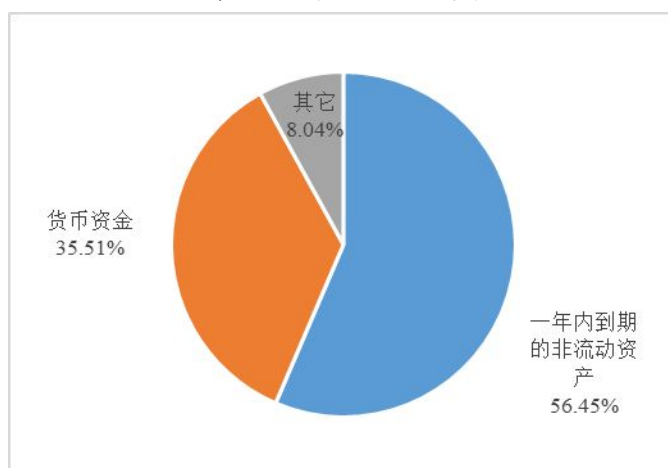
2. 资产质量

2012~2014 年，随着公司经营规模增长，公司资产持续快速增长，年均复合增长 18.93%。截至 2014 年底，公司合并资产总额为 677.21 亿元，较年初增长 18.55%；其中流动资产占 19.65%，非流动资产占 80.35%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产持续快速增长，年均复合增长 38.63%，主要系货币资金及应收融资租赁款大幅增加所致。截至 2014 年底，公司流动资产 133.08 亿元，较上年底增长 37.21%，以货币资金（占 35.51%）、应收账款（占 4.67%）和一年内到期的非流动资产（占 56.45%）为主。

图 3 截至 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2012~2014 年，随着经营活动及筹资活动流入现金增长，公司货币资金持续增长，年均复合增长 27.40%。截至 2014 年底，公司货币资金为 47.26 亿元，较上年底增加 25.53%。其中，所有权受到限制的货币资金 5 亿元用于取得银行借款而质押；使用权受到限制的货币资金 18.53 亿元。

2012~2014 年，随着公司销售收入增长，公司应收账款呈持续增长态势，年均复合增长 5.90%，低于收入增幅。截至 2014 年底，公司应收账款账面净值 6.22 亿元，应收账款的账期通常为 1~2 个月，截至 2014 年底，公司应收账款账龄在一年以内的占比 99.91%；应收账款的集中度来看，第一大客户占比为 9%，整体集中度较低；2014 年底，公司对应收账款计提了 0.55 亿元的坏账准备，计提比例为 8.08%，计提较为充分。

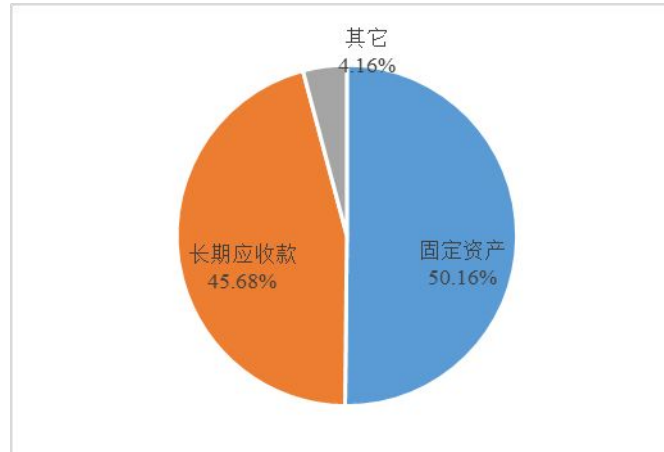
2012~2014 年，公司一年内到期的非流动资产持续大幅增长，年均复合增长率达 53.97%，主要系公司融资租赁业务发展导致对应的融资租赁款增加所致。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动资产合计 75.12 亿元，较上年增长 49.56%。

非流动资产

2012~2014 年，受长期应收款和固定资产大幅增长影响，公司非流动资产呈持续快速增长趋

势,年均复合增长 15.26%。截至 2014 年底,公司非流动资产合计 544.13 亿元,较上年底增长 14.73%,主要系融资租赁业务发展对应的应收融资租赁款增长及公司购入飞机及发动机、集装箱导致的固定资产增长所致,以固定资产(占 50.16%)和长期应收款(占 45.68%)为主。

图 4 截至 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源:公司年报,联合评级整理。

2012~2014 年,随着租赁业务发展,公司固定资产净值持续快速增长,年均复合增长率为 9.89%。截至 2014 年底,公司固定资产净值为 272.94 亿元,较上年底增长 7.15%,主要为用于经营性租赁的飞机及发动机、集装箱。截至 2014 年底,公司固定资产已累计计提折旧 35.71 亿元,固定资产成新率为 87.92%,成新率较高;其中,用于抵押的固定资产账面价值 261.98 亿元,已质押固定资产占比较大。

2012~2014 年,公司长期应收款呈持续快速增长趋势,年均复合增长 24.59%,公司长期应收款主要为应收融资租赁款。截至 2014 年底,公司长期应收款为 248.57 亿元,较上年底增长 23.78%,主要系融资租赁业务发展对应的融资租赁款增加所致;前五名长期应收款客户占长期应收款总额的 38%,客户集中度一般;从账龄分析来看,长期应收款中,1~2 年的占比 27.21%;2~3 年的占比 19.72%;3 年以上的占 53.47%,符合行业性质;长期应收款共计提长期应收款坏账准备 1.00 亿元;长期应收款中用于质押借款的融资租赁余额 166.84 亿元。

截至 2014 年底,公司商誉的余额为 10.57 亿元,系海航集团有限公司以前年度从第三方收购 Seaco SRL 产生的,2013 年,公司对 Seaco SRL 进行同一控制下企业合并时予以确认。截至 2014 年底,公司其他非流动资产为 6.85 亿元,其中 5.25 亿元为预付飞机款、1.44 亿元为递延成本。

进入 2015 年,公司业务规模进一步扩张。截至 2015 年 3 月底,公司合并资产总额为 859.77 亿元,较年初增加 26.96%,主要系新增租赁项目和全资子公司 Global Sea Containers Ltd 购买的 Cronos Ltd.纳入合并范围所致。从资产构成看,公司流动资产占 17.78%,非流动资产占 82.22%,非流动资产占比较年初略有提高,资产构成仍以非流动资产为主。

总体看,由于业务规模的扩张,公司资产规模持续快速增长;公司资产以融资租赁款和固定资产为主,整体资产质量较好。

3. 资金来源

近年来,公司租赁业务的快速发展带动公司负债规模较快速增长,近三年年均复合增长率

29.80%。截至2014年底,公司负债总额551.23亿元,较上年底增长13.10%,其中短期借款占16.60%,一年内到期的非流动负债占12.17%,其他应付款占5.42%,长期借款占52.07%,应付债券占6.34%。

银行借款是公司最主要的资金来源,呈快速增长趋势。截至2014年底,公司银行借款余额354.27亿元,以抵押借款为主。2014年底银行短期借款³占银行借款总额的18.98%。

随着租赁业务的发展,公司收取的保证金规模呈较快增长趋势。截至2014年底,公司长期应付款中融资租赁项目保证金余额⁴15.69亿元,占负债总额的2.85%。

2013年,随着公司业务发展,公司与关联方资金往来规模加大,截至2013年底,公司关联方/股东借款由2012年的0.14亿元大幅增加至59.54亿元;2014年,公司因2013年发行债券等融资方式尝试成功,融资渠道有所拓宽,与关联方资金往来规模有所下滑,截至2014年底,公司关联方/股东借款下滑至29.01亿元。公司与关联方资金往来无需抵押,且不计息。

截至2014年底,公司应付债券余额34.93亿元,系2013年发行的期限为5年期的公司债券,债券简称为“13渤租债”,发行规模为35亿元。

随着公司业务规模的发展,公司充分利用杠杆效应,2012~2014年公司资产负债率呈波动上升态势,分别为68.33%、85.32%和81.40%;2012~2014年,公司全部债务年均复合增长26.95%,全部债务资本化比率分别为66.22%、82.53%和79.18%,长期债务资本化比率分别为60.38%、77.90%和71.88%,受行业属性影响,公司债务负担较重,但仍属正常水平。

截至2015年3月底,公司负债合计729.14亿元,较年初大幅增长32.28%,主要系长期借款增加所致;资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为84.81%、83.35%和78.04%,较年初均有所上升,债务负担较重。

2012~2014年,公司所有者权益(含少数股东权益)波动下降,年均复合下降8.85%。2013年,公司同一控制下收购子公司Seaco SRL导致股本溢价大幅下跌,所有者权益(含少数股东权益)较年初大幅下降44.70%,2014年3月,公司向海航资本定向发行股份2.16亿股,向3名特定投资者非公开发行股份2.89亿股,公司股本和资本公积分别较上年底增长39.79%和116.59%,因利润留存导致未分配利润较上年底增长30.12%。截至2014年底,公司所有者权益(含少数股东权益)为125.98亿元,较上年底增长50.23%。其中归属于母公司所有者权益合计97.89亿元,较上年底增长72.96%。归属于母公司所有者权益中,主要由股本(占18.13%)、资本公积(占57.60%)、盈余公积(占1.03%)、未分配利润(占25.18%)等构成,资本公积主要由股本溢价构成,公司权益稳定性尚可。

截至2015年3月底,公司所有者权益(含少数股东权益)130.63亿元,较年初小幅增长3.69%,主要系利润留存所致。

总体看,公司资金来源主要是银行借款、债券、股权融资和利润留存,其中银行借款占比不断增长,资金对外依存度不断提高,负债结构与租赁资产的匹配性较高。

4. 流动性

从经营活动现金流来看,随着公司近年来业务规模的持续增长,公司销售商品、提供劳务产生的现金流入量持续增长,2012~2014年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为34.80亿元、46.20亿元和47.35亿元,公司经营活动产生的现金净流入规模较大。

从投资活动来看,近年来公司购入固定资产规模较大,投资活动现金流呈净流出态势,2012~

³ 该处短期银行借款含一年内到期的长期借款金额。

⁴ 该处融资租赁项目保证金含一年内到期的保证金。

2014年，公司投资活动现金净流出规模分别为116.98亿元、149.38亿元和125.98亿元，现金净流出规模较大。

从筹资活动来看，近年来公司通过银行借款、发行债券、股权融资等多种方式筹集资金，以满足公司投资需求，2012~2014年，公司筹资活动呈净流入态势，分别为35.41亿元、111.98亿元和81.12亿元。公司投资活动所需资金较大，经营活动产生现金净流入无法满足投资需要，公司有较大的筹资需求。

5. 资本充足性

随着公司租赁业务的持续发展，公司应收融资租赁款净额大幅增长，同时受2013年公司同一控制下合并事项导致资本公积调整带来所有者权益下降所致，近年来股东权益对应收融资租赁款净额的覆盖程度大幅下降。截至2014年底，公司资本充足率由2012年年底的83.53%大幅下降至2014年年底的39.01%。

表8 2012~2014年底公司资本充足情况(单位:亿元,%)

| 项目 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|----------|--------|-------|--------|
| 股东权益 | 151.65 | 83.86 | 125.98 |
| 净利润 | 9.14 | 13.34 | 11.79 |
| 资本充足率(%) | 83.53 | 33.48 | 39.01 |

资料来源:公司年报

注:资本充足率 = 股东权益/应收融资租赁款净额

2015年1~3月，公司经营活动产生现金流入净额14.63亿元，投资活动产生现金净流出70.35亿元，筹资活动现金净流入52.88亿元，公司仍有较大筹资需求。

总体看，公司经营活动现金净流入无法满足公司投资需求，公司存在一定筹资压力；近年来公司资本充足率大幅下降，目前属一般水平。

6. 盈利能力

近三年，公司租赁业务发展迅猛，营业收入持续增长，年均复合增长率11.93%，公司营业收入以融资租赁利息收入和经营租赁租金收入为主，随着公司业务快速发展，该两项业务收入增长迅速。2014年，公司实现营业收入68.52亿元，同比增长7.46%，其中融资租赁利息收入占31.92%，经营租赁租金收入占52.91%；公司实现净利润11.79亿元，同比下降11.64%，主要系成本及费用增速超过收入增速所致，其中，归属于母公司的净利润为9.13亿元。

从利润构成看，公司利润主要来自于主营业务、投资收益和营业外收入对公司利润总额形成积极影响。从营业外收入来看，公司营业外收入主要为与收益相关的地方政府补贴和税费返还，2012~2014年，公司营业外收入分别为0.92亿元、1.74亿元和1.71亿元，在利润总额中占比分别为8.22%、10.71%和12.24%，营业外收入对利润总额有一定的贡献度。

从期间费用来看，2012~2014年公司期间费用总额年均复合增长9.41%，截至2014年底，费用总额为16.68亿元。近三年公司的销售费用基本保持稳定；管理费用波动增长，年均复合增长4.85%，主要系应付职工薪酬、中介费用(包括收购项目产生中介费)等增长所致；受债务规模大幅增长影响，公司财务费用大幅增长，年均复合增长13.26%。2012~2014年，公司费用收入比分别为25.48%、23.10%和24.35%，公司费用控制能力有待加强。另外，2012~2014年，公司资产减值损失分别为1.88亿元、1.67亿元和2.42亿元，主要为固定资产减值损失。

从各项盈利指标来看,2012~2014年,公司营业利润率波动下降,三年分别为47.74%、48.43%,和45.55%,经营业务盈利能力略有下降,但仍属较高水平。2014年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为4.10%、3.92%和11.23%,较上年均有不同程度下降。公司主要从事传统的基础设施类租赁,租赁资产一般单笔规模较大,期限较长,虽然风险较低、收益稳定,但整体收益率相对不高。

2015年1~3月,公司实现营业收入21.44亿元,较上年同期增长37.35%,主要系当期购买Cronos Ltd.80%股权将其纳入合并范围,同时公司租赁业务规模扩大所致;营业利润3.92亿元,较上年同期增长43.46%,净利润3.42亿元,较上年同期增长26.27%。

总体看,随着经营规模的扩大,公司近年来收入规模增长较快,受主要租赁资产性质影响,公司整体盈利能力一般。

7. 偿债能力

短期偿债能力方面,受公司经营规模增长、增发股份等因素影响,公司流动资产持续快速增长,近三年年均复合增长38.63%;同时,随着公司业务发展,公司短期借款、一年内到期的非流动负债及其他应付款大幅增长,近三年年均复合增长66.82%,公司流动比率和速动比率有所波动,但整体呈下降趋势。2012~2014年,公司流动资产比率分别为0.84倍、0.55倍和0.66倍;速动比率分别为0.83倍、0.54倍和0.64倍,现金短期债务比分别为0.44倍、0.37倍和0.30倍,公司短期偿债能力下降较快,有一定的支付压力。

长期偿债能力方面,受利润总额波动增长的影响,公司EBITDA呈波动上升趋势,分别为35.67亿元、42.35亿元和40.25亿元。EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.11倍和0.08倍,EBITDA利息倍数分别为3.75倍、4.03倍和3.84倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般,对利息的覆盖程度较好。

截至2015年3月底,公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为0.65倍、0.63倍和0.24倍,分别较年初有所下降,公司有一定的短期支付压力。

截至2015年3月底,公司对外担保余额共计9.69亿元,全部为对海航集团有限公司的股权质押担保,担保到期日至2021年11月30日。

截至2015年3月底,公司无重大未决诉讼。

截至2015年3月底,公司共获境内金融机构授信总额622.00亿元,实际已使用额度279.14亿元,公司间接融资能力较强、融资渠道通畅;另外,公司作为上市公司,直接融资能力较强。

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码:G10650103000589202),截至2015年4月29日,公司无未结清的不良类与关注类信贷信息;已结清的信贷信息中,有40笔不良类贷款信息记录、有9笔关注类保函业务,均为重组前的不良记录。

总体看,公司负债规模较大,有一定的偿付压力,但公司作为国内业务规模较大的融资租赁公司之一,资产质量良好,盈利能力较强,公司整体偿债能力较强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年3月末,公司负债合计为729.14亿元,本次拟发行公司债券规模为15亿元,相对于公司目前的债务规模,本次债券发债额度一般,债务负担有所增加。

以 2015 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 15 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司自有资产负债率为 85.07%，债务指标数值处于较高水平。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行后，公司债务负担有所增加，但结合公司所处的租赁行业来看，整体处于适中水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年末的相关财务数据为基础，2014 年经营活动产生的现金流入 72.41 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 4.83 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较好；经营活动现金净流入 47.35 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 3.16 倍，经营活动现金净额对本次公司债券的覆盖程度较好。2014 年公司实现净利润为 11.79 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.79 倍，公司净利润对公司债券的覆盖程度一般。

总体看，公司现有现金流及净利润对本次债券的保障能力较好，并且期限较长的公司债债务有利于公司负债结构的改善，有利于公司业务规模的发展。

十、综合评价

渤海租赁股份有限公司作为国内业务规模较大的融资租赁公司之一，在天津、芜湖、香港和海外设有子公司，并且是国内唯一一家拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司。近年来，公司业务及资产规模迅速增长，营业收入快速提高，资产质量良好，盈利能力较强。公司控股股东海航资本的资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，在业务发展、资金使用等方面给予了公司大力支持。

目前，公司拟通过非公开发行股票募集资金不超过 160 亿元，议案已经股东大会批准，尚需中国证监会核准，结果仍存在不确定性。若此次非公开发行顺利完成，公司净资产水平、业务规模以及抗风险能力将得到显著提升。

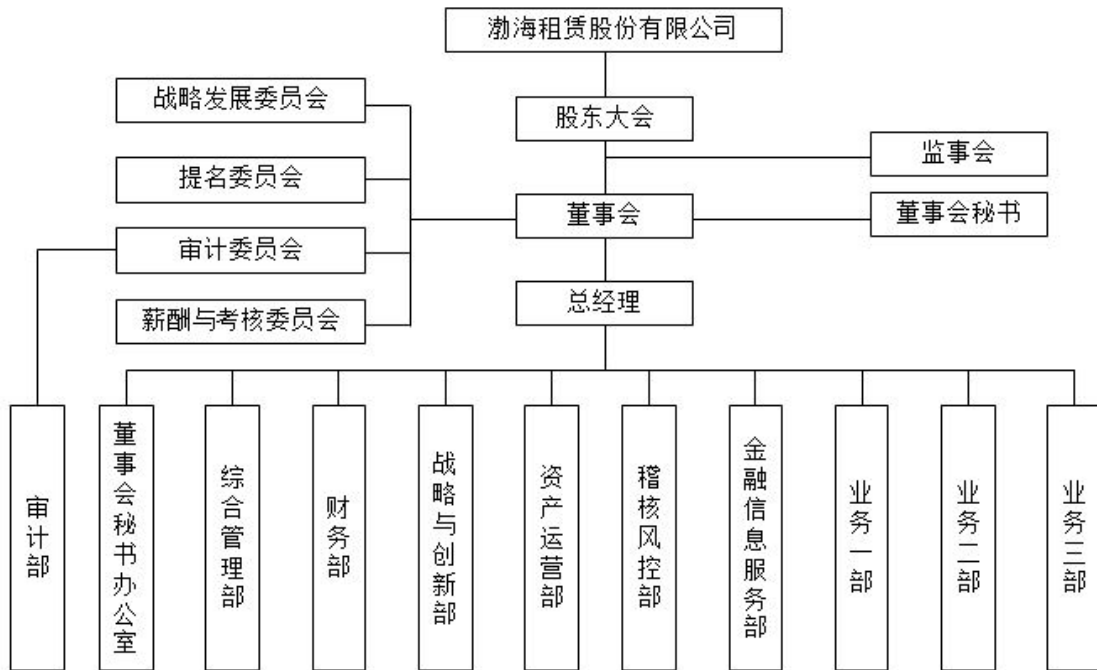
中国融资租赁业市场渗透率远低于发达国家，市场发展空间较大。目前公司已经形成了国内外并行的全球化租赁产业布局，未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、过剩产能的政策落实，同时全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 渤海租赁股份有限公司股权结构图



附件 2 渤海租赁股份有限公司组织结构图



附件 3-1 渤海租赁股份有限公司
2012~2015 年 3 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

| 资产 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 变动率(%) | 2015 年 3 月 |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------|---------------------|
| 流动资产： | | | | | |
| 货币资金 | 291,143.30 | 376,450.00 | 472,567.40 | 27.40 | 463,038.00 |
| 交易性金融资产 | | | | | 0.00 |
| 应收票据 | | | | | 0.00 |
| 应收账款 | 55,428.50 | 58,878.80 | 62,159.30 | 5.90 | 97,995.40 |
| 预付款项 | 418.90 | 2,784.70 | 548.50 | 14.43 | 597.80 |
| 应收利息 | 7,257.20 | 124.60 | 0.00 | -100.00 | 0.00 |
| 应收股利 | | | | | 0.00 |
| 其他应收款 | 9,276.30 | 5,901.20 | 8,648.10 | -3.45 | 34,179.30 |
| 存货 | 0.00 | 87.80 | 271.90 | -- | 256.20 |
| 可供出售金融资产 | | 0.00 | 2,184.90 | -- | 2,184.90 |
| 一年内到期的非流动资产 | 316,871.10 | 502,303.50 | 751,238.90 | 53.97 | 887,548.80 |
| 其他流动资产 | 12,077.50 | 23,371.40 | 33,170.40 | 65.72 | 42,616.00 |
| 流动资产合计 | 692,472.80 | 969,902.00 | 1,330,789.40 | 38.63 | 1,528,416.40 |
| 非流动资产： | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 7,934.20 | 10,891.60 | 11,149.70 | 18.54 | 12,179.80 |
| 交易性金融资产 | 888.90 | 0.00 | 0.00 | -100.00 | 0.00 |
| 长期应收款 | 1,601,362.00 | 2,008,226.60 | 2,485,722.70 | 24.59 | 2,649,517.80 |
| 长期股权投资 | | | | | 0.00 |
| 投资性房地产 | | | | | 0.00 |
| 固定资产 | 2,260,163.70 | 2,547,338.40 | 2,729,369.80 | 9.89 | 3,735,617.30 |
| 生产性生物资产 | | | | | 0.00 |
| 油气资产 | | | | | 0.00 |
| 在建工程 | 0.00 | 135.80 | 2,241.50 | -- | 2,446.70 |
| 工程物资 | | | | | 0.00 |
| 固定资产清理 | | | | | 0.00 |
| 无形资产 | 7,665.60 | 5,859.40 | 4,697.10 | -21.72 | 70,047.00 |
| 开发支出 | | | | | 0.00 |
| 商誉 | 108,589.00 | 105,330.70 | 105,712.50 | -1.33 | 482,060.20 |
| 长期待摊费用 | 43,493.70 | 38,039.30 | 31,755.30 | -14.55 | 31,316.40 |
| 递延所得税资产 | 2,669.40 | 2,809.20 | 2,111.90 | -11.05 | 3,704.90 |
| 其他非流动资产 | 62,855.00 | 24,003.10 | 68,518.50 | 4.41 | 82,392.70 |
| 非流动资产合计 | 4,095,621.50 | 4,742,634.10 | 5,441,279.00 | 15.26 | 7,069,282.80 |
| 资产总计 | 4,788,094.30 | 5,712,536.10 | 6,772,068.40 | 18.93 | 8,597,699.20 |

附件 3-2 渤海租赁股份有限公司
2012~2015 年 3 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

| 负债和所有者权益 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 变动率(%) | 2015 年 3 月 |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------|---------------------|
| 流动负债： | | | | | |
| 短期借款 | 161,837.50 | 439,494.00 | 915,137.00 | 137.80 | 1,088,223.00 |
| 应付账款 | 90,114.40 | 70,379.00 | 28,809.20 | -43.46 | 49,144.10 |
| 预收款项 | 20,931.90 | 23,442.60 | 54,724.10 | 61.69 | 66,656.40 |
| 应付职工薪酬 | 5,109.70 | 9,141.50 | 10,664.20 | 44.47 | 6,457.90 |
| 应交税费 | 8,852.10 | 16,796.10 | 8,714.20 | -0.78 | 6,344.60 |
| 应付利息 | 7,377.80 | 14,694.60 | 18,962.50 | 60.32 | 37,026.90 |
| 应付股利 | 0.00 | 0.00 | 57.00 | -- | 57.00 |
| 其他应付款 | 10,752.10 | 602,578.90 | 299,019.00 | 427.35 | 270,654.10 |
| 一年内到期的流动负债 | 504,668.00 | 568,153.40 | 670,610.10 | 15.27 | 822,559.00 |
| 其他流动负债 | 11,182.00 | 17,384.80 | 6,630.10 | -23.00 | 8,301.20 |
| 流动负债合计 | 820,825.50 | 1,762,064.90 | 2,013,327.40 | 56.61 | 2,355,424.20 |
| 非流动负债： | | | | | |
| 长期借款 | 2,311,322.00 | 2,607,340.50 | 2,870,422.30 | 11.44 | 4,291,612.60 |
| 应付债券 | 0.00 | 349,075.00 | 349,275.00 | -- | 349,325.00 |
| 长期应付款 | 63,820.30 | 91,838.40 | 184,412.60 | 69.99 | 188,392.40 |
| 递延收益 | 339.60 | 3,479.70 | 6,610.70 | 341.20 | 7,795.90 |
| 递延所得税负债 | 9,798.80 | 9,908.30 | 10,623.60 | 4.12 | 13,133.80 |
| 其他非流动负债 | 65,517.10 | 50,269.00 | 77,586.10 | 8.82 | 85,760.10 |
| 非流动负债合计 | 2,450,797.80 | 3,111,910.90 | 3,498,930.30 | 19.49 | 4,936,019.80 |
| 负债合计 | 3,271,623.30 | 4,873,975.80 | 5,512,257.70 | 29.80 | 7,291,444.00 |
| 所有者权益： | | | | | |
| 股本 | 126,925.30 | 126,925.30 | 177,430.30 | 18.23 | 177,430.30 |
| 资本公积 | 1,053,549.70 | 260,328.70 | 563,857.20 | -26.84 | 563,857.20 |
| 其他综合收益 | 0.00 | -27,056.30 | -32,899.10 | -- | -33,949.40 |
| 专项储备 | 3,448.40 | 9,070.10 | 13,931.30 | 101.00 | 13,931.30 |
| 盈余公积 | 2,324.40 | 7,255.40 | 10,046.20 | 107.90 | 10,046.20 |
| 未分配利润 | 94,732.90 | 189,432.30 | 246,485.40 | 61.30 | 271,169.60 |
| 外币报表折算差额 | -14,071.30 | 0.00 | 0.00 | -100.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,266,909.40 | 565,955.50 | 978,851.30 | -12.10 | 1,002,485.20 |
| 少数股东权益 | 249,561.60 | 272,604.80 | 280,959.40 | 6.10 | 303,770.00 |
| 所有者权益合计 | 1,516,471.00 | 838,560.30 | 1,259,810.70 | -8.85 | 1,306,255.20 |
| 负债和所有者权益总计 | 4,788,094.30 | 5,712,536.10 | 6,772,068.40 | 18.93 | 8,597,699.20 |

附件 4 渤海租赁股份有限公司
2012~2015 年一季度利润表
(单位: 人民币万元)

| 项 目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 变动率(%) | 2015 年 1~3 月 |
|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| 一、营业收入 | 546,941.80 | 637,649.20 | 685,195.50 | 11.93 | 214,429.50 |
| 减: 营业成本 | 281,686.80 | 323,095.10 | 367,075.10 | 14.15 | 109,636.10 |
| 营业税金及附加 | 4,139.00 | 5,741.00 | 6,023.30 | 20.63 | 2,041.40 |
| 销售费用 | 5,822.90 | 5,197.40 | 5,859.90 | 0.32 | 2,601.10 |
| 管理费用 | 56,233.20 | 51,628.30 | 61,816.50 | 4.85 | 18,911.10 |
| 财务费用 | 77,310.20 | 90,450.60 | 99,163.80 | 13.26 | 34,131.00 |
| 资产减值损失 | 18,805.50 | 16,666.80 | 24,154.70 | 13.33 | 7,938.00 |
| 加: 公允价值变动收益 | 3,903.50 | 0.00 | 174.20 | -78.87 | 26.80 |
| 投资收益 | -4,390.00 | 346.70 | 2,171.40 | -- | 11.70 |
| 其中: 对联营企业 和合营企业投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -- | 0.00 |
| 汇兑收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -- | 0.00 |
| 二、营业利润 | 102,457.70 | 145,216.70 | 123,447.80 | 9.77 | 39,209.30 |
| 加: 营业外收入 | 9,175.30 | 17,350.90 | 17,140.90 | 36.68 | 22.70 |
| 减: 营业外支出 | 15.40 | 496.10 | 549.60 | 497.40 | 0.00 |
| 其中: 非流动资产处置损失 | 0.00 | 276.40 | 413.10 | -- | 0.00 |
| 三、利润总额 | 111,617.60 | 162,071.50 | 140,039.10 | 12.01 | 39,232.00 |
| 减: 所得税费用 | 20,198.50 | 28,687.10 | 22,174.70 | 4.78 | 5,050.30 |
| 四、净利润 | 91,419.10 | 133,384.40 | 117,864.40 | 13.55 | 34,181.70 |
| 其中: 归属于母公司所 有者的净利润 | 77,532.00 | 105,252.10 | 91,319.60 | 8.53 | 24,684.20 |
| 少数股东损益 | 13,887.10 | 28,132.30 | 26,544.80 | 38.26 | 9,497.50 |

附件 5 渤海租赁股份有限公司 2012~2015 年一季度现金流量表

(单位: 人民币万元)

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 变动率 | 2015 年 1~3 |
|---------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------|---------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量: | | | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 547,940.80 | 638,571.30 | 690,779.30 | 12.28 | 221,274.40 |
| 收到的税费返还 | 1,110.00 | 6,380.40 | 5,634.20 | 125.30 | 0.00 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 18,938.00 | 38,181.80 | 27,699.30 | 20.94 | 3,846.80 |
| 经营活动现金流入小计 | 567,988.80 | 683,133.50 | 724,112.80 | 12.91 | 225,121.20 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 128,047.60 | 130,950.50 | 153,828.20 | 9.61 | 49,025.10 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 25,340.00 | 24,701.10 | 31,216.70 | 10.99 | 12,236.40 |
| 支付的各项税费 | 25,568.60 | 33,914.20 | 37,278.10 | 20.75 | 9,770.60 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 41,038.10 | 31,595.40 | 28,318.60 | -16.93 | 7,767.90 |
| 经营活动现金流出小计 | 219,994.30 | 221,161.20 | 250,641.60 | 6.74 | 78,800.00 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 347,994.50 | 461,972.30 | 473,471.20 | 16.64 | 146,321.20 |
| 二、投资活动产生的现金流量: | | | | | |
| 收回融资租赁本金 | | 410,097.70 | 634,268.90 | -- | 0.00 |
| 收回投资收益收到的现金 | 324,042.60 | 0.00 | 0.00 | -100.00 | 178,597.40 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产 | 9,330.60 | 0.00 | 1,030.80 | -66.76 | 0.00 |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净 | 9,356.10 | 141.20 | 0.00 | -100.00 | 0.00 |
| 受限资金的减少 | | 8,502.30 | 0.00 | -- | 0.00 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 9,034.10 | 20,702.00 | 62,755.90 | 347.23 | 5,802.80 |
| 投资活动现金流入小计 | 354,900.90 | 439,443.20 | 698,055.60 | 42.07 | 184,400.20 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产 | 1,304,432. | 1,593,698.8 | 1,842,775.4 | 18.86 | 467,950.20 |
| 投资支付的现金 | 9,417.80 | 0.00 | 0.00 | -100.00 | 0.00 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净 | 164,725.40 | 333,231.50 | 98,170.30 | -- | 385,005.60 |
| 受限资金的增加 | 41,617.20 | 0.00 | 16,948.40 | -- | 4,251.50 |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 4,556.70 | 6,314.40 | 0.00 | -100.00 | 30,657.10 |
| 投资活动现金流出小计 | 1,524,749. | 1,933,244.7 | 1,957,894.1 | 21.86 | 887,864.40 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1,169,848. | -1,493,801. | -1,259,838.5 | 13.82 | -703,464.20 |
| 三、筹资活动产生的现金流量: | | | | | |
| 子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 110,466.90 | 3,006.40 | 346,049.90 | 76.99 | 4,350.00 |
| 发行债券所收到的现金 | | 349,000.00 | 0.00 | -- | 0.00 |
| 使用受限资金的减少 | 1,980.00 | | | | 5,167.70 |
| 取得借款所收到的现金 | 898,099.60 | 2,161,663.2 | 2,791,646.2 | 76.31 | 1,163,504.50 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 74.30 | 63.50 | -- | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 1,010,546. | 2,513,743.9 | 3,137,759.6 | 76.38 | 1,173,022.20 |
| 偿还债务支付的现金 | 551,595.60 | 1,281,680.6 | 2,141,766.9 | 97.05 | 587,591.60 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | | 91,610.30 | 114,900.50 | -- | 26,564.40 |
| 使用受限制资金的增加 | 71,591.90 | 6,448.80 | 54,174.20 | -13.01 | 19,254.60 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 6,505.50 | 14,160.20 | 15,756.70 | 55.63 | 10,861.10 |
| 筹资活动现金流出小计 | 656,446.50 | 1,393,899.9 | 2,326,598.3 | 92.22 | 644,271.70 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 354,100.00 | 1,119,844.0 | 811,161.30 | 46.32 | 528,750.50 |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响 | -334.80 | -654.60 | 200.80 | -- | 524.70 |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -468,089.2 | 87,360.20 | 24,994.80 | -- | -27,867.80 |
| 加: 期初现金及现金等价物余额 | 593,005.20 | 124,916.00 | 212,276.20 | -40.17 | 237,271.00 |
| 六、期末现金及现金等价物余额 | 124,916.00 | 212,276.20 | 237,271.00 | -17.31 | 209,403.20 |

附件 6 渤海租赁股份有限公司 2012~2014 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

| 补充资料 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 变动率(%) |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| 将净利润调节为经营活动现金流量 | | | | |
| 净利润 | 91,419.10 | 133,384.40 | 117,864.40 | 13.55 |
| 加: 资产减值准备 | 18,805.50 | 16,666.80 | 24,154.70 | 13.33 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、 生产性生物资产折旧 | 141,327.80 | 148,686.00 | 150,431.80 | 3.17 |
| 无形资产摊销 | 4,727.40 | 1,792.40 | 1,752.30 | -39.12 |
| 长期待摊费用摊销 | 4,038.70 | 6,010.50 | 5,537.00 | 17.09 |
| 处置固定资产、无形资产和其他 长期资产的损失 | 0.00 | 276.40 | -2,015.10 | -- |
| 销售集装箱引起的固定资产变动 | 26,303.40 | 38,944.50 | 46,655.70 | 33.18 |
| 公允价值变动损失 | -3,903.50 | 0.00 | -174.20 | -78.87 |
| 财务费用 | 77,226.20 | 89,858.20 | 98,815.40 | 13.12 |
| 投资收益 | 4,390.00 | -346.70 | -2,171.40 | -- |
| 递延所得税资产减少 | 768.30 | -139.80 | 697.30 | -- |
| 递延所得税负债增加 | 3,786.40 | 109.50 | 715.30 | -56.54 |
| 存货的增加 | 0.00 | -87.80 | -184.10 | -- |
| 经营性应收项目的减少 | 56,661.60 | 30,583.90 | -5,767.10 | -- |
| 经营性应付项目的增加 | 76,019.80 | -3,766.00 | 37,159.20 | -- |
| 公允价值变动 | | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 347,994.50 | 461,972.30 | 473,471.20 | 16.64 |

附件 7 渤海租赁股份有限公司 2012~2015 年一季度主要计算指标

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 3 月 |
|---------------------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金收入比率 (%) | 100.18 | 100.14 | 100.81 | 103.19 |
| 总资本收益率 (%) | -- | 5.13 | 4.10 | -- |
| 总资产报酬率 (%) | -- | 5.09 | 3.92 | -- |
| 净资产收益率 (%) | -- | 11.33 | 11.23 | 2.66 |
| 主营业务毛利率 (%) | 52.67 | 49.33 | 46.43 | -- |
| 营业利润率 (%) | 47.74 | 48.43 | 45.55 | 47.92 |
| 费用收入比 (%) | 25.48 | 23.10 | 24.35 | 25.95 |
| 资产负债率 (%) | 68.33 | 85.32 | 81.40 | 84.81 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 66.22 | 82.53 | 79.18 | 83.35 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 60.38 | 77.90 | 71.88 | 78.04 |
| 经营现金债务保护倍数 (倍) | 0.12 | 0.12 | 0.10 | 0.02 |
| 筹资活动前现金流量净额 债务保护倍数 (倍) | -0.28 | -0.26 | -0.16 | -0.09 |
| 流动比率 (倍) | 0.84 | 0.55 | 0.66 | 0.65 |
| 速动比率 (倍) | 0.83 | 0.54 | 0.64 | 0.63 |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.44 | 0.37 | 0.30 | 0.24 |
| 经营现金流动负债比率 (%) | 42.40 | 26.22 | 23.52 | 6.21 |
| 经营现金利息偿还能力 (倍) | 3.66 | 4.40 | 4.52 | -- |
| 筹资活动前现金流量净额 利息偿还能力 (倍) | -8.65 | -9.83 | -7.51 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 3.75 | 4.03 | 3.84 | -- |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.12 | 0.11 | 0.08 | -- |

附件 8 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|---|
| 增长指标 | |
| 年均增长率或变动率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | (营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100% |
| 费用收入比 | (管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计(此公式有变动, 见下注) |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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(扣除一年内到期的长期应付款)+应付票据+应付债券(短期)

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

速动比率=(流动资产-存货-其他流动资产)/流动负债, 与上表公式略有不同

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

联合信用评级有限公司 关于渤海租赁股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年渤海租赁股份有限公司公告年报后 2 个月内对渤海租赁股份有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

渤海租赁股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。渤海租赁股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注渤海租赁股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现渤海租赁股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如渤海租赁股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至渤海租赁股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在深圳证券交易所网站及指定媒体和联合信用评级网站（www.unitedratings.com.cn）同时予以公布，并报送渤海租赁股份有限公司、监管部门和交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年七月二十九日

