

信用评级公告

联合〔2020〕4377号

联合资信评估股份有限公司通过对狮桥融资租赁（中国）有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定狮桥融资租赁（中国）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，狮桥融资租赁（中国）有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年十二月二十二日

狮桥融资租赁（中国）有限公司2021年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期公司债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 5.00 亿元

本期公司债券期限：2 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后，拟用于业务投放及补充营运资金。

评级时间：2020 年 12 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA ⁺		
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	B	经营环境	宏观风险	2		
			行业风险	3		
		自身竞争力	公司治理	2		
			风险管理	2		
			业务经营分析	3		
			未来发展	2		
财务风险	F2	流动性		1		
		偿付能力	资本充足性	4		
			盈利能力	3		
			资产质量	2		
		调整因素和理由				调整子级
		公司实际控制人实力强，能够为公司提供有力支持。				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对狮桥融资租赁（中国）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为在商用车融资租赁细分行业具有龙头地位的企业，业务覆盖区域较广，风控体系较完善。2017—2019 年，公司收入利润规模持续增长，租赁资产质量尚可。2020 年 6 月，建信（北京）投资基金管理有限责任公司（以下简称“建信北京”）成为公司实际控制人，建信北京股东背景强，能够为公司未来业务发展提供有力支持。

另一方面，公司资产负债率处于较高水平，且租赁资产受限比例较高。2020 年以来，新冠肺炎疫情对贸易、货运等行业影响较大，国内经济受到较大不利影响，需对公司资产质量的变化和助贷业务代偿情况保持关注。此外，公司实际控制人变更事项对公司的影响需关注。

随着公司注册资本的缴足和发展战略的推进，未来公司资本实力、业务规模和盈利水平有望继续提升，整体竞争实力将有所增强。另外，随着外部监管环境的变化，公司未来在公司治理及风控体系建设方面或将面临更高要求。同时，外部经济环境波动可能对公司经营发展及信用水平带来不利影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司实际控制人实力强，能够为公司提供有力支持。2020 年 6 月，Lionbridge Cayman Limited（以下简称“狮桥开曼”）股权完成变更，建信北京成为公司实际控制人，建信北京为建信信托有限责任公司（以下简称“建信信托”）全资子公司，股东背景强，能够为公司未来业务发展提供有力支持。
2. 公司细分行业竞争力强，业务规模持续增长。公司作为商用车融资租赁行业龙头企业，主营业务突出，业务覆盖区域较广，业务规模较大，且呈持续增长趋势。
3. 公司收入利润规模持续增长，风控体系较完善。随着公司业务规模的扩大，公司收入利润规模呈持续增长态势。此

分析师：董日新

孙翊宸

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

外，公司专注于商用车融资租赁领域，拥有较完善的风险控制体系，整体租赁资产质量尚可。

关注

1. **国内经济受疫情影响较大，公司资产质量和助贷业务代偿情况需关注。**2020年以来，新冠肺炎疫情对贸易、货运等行业影响较大，国内经济受到较大不利影响，需对公司资产质量的变化和助贷业务代偿情况保持关注。
2. **公司负债规模较大，杠杆处于较高水平，资产流动性一般。**随着业务规模的扩大，公司负债规模持续增长，杠杆处于较高水平；从债务构成来看，公司债务以短期债务为主，存在一定的短期偿债压力。此外，公司应收融资租赁款受限比例较高，公司资产流动性一般。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
资产总额（亿元）	152.79	170.39	222.08	245.08
所有者权益（亿元）	20.08	26.27	32.34	36.36
不良率（%）	0.72	0.94	1.11	1.20
拨备覆盖率（%）	195.68	198.17	166.20	166.43
短期债务（亿元）	92.64	93.15	130.31	148.65
全部债务（亿元）	117.24	121.07	159.99	171.86
营业收入（亿元）	15.39	17.10	24.15	15.30
利润总额（亿元）	2.07	2.75	3.09	1.43
杠杆倍数（倍）	7.13	5.95	6.33	5.66
总资产收益率（%）	1.27	1.26	1.17	0.45
净资产收益率（%）	8.18	8.78	7.80	3.10
流动比率（%）	88.68	113.13	97.88	98.43
EBITDA（亿元）	8.72	10.95	13.03	8.42
EBITDA利息倍数（倍）	1.33	1.35	1.34	1.23
全部债务/EBITDA（亿元）	13.45	11.05	12.28	20.42
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.74	2.19	2.61	1.68

注：公司2020年半年度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/7/15	董日新 张晨露	融资租赁企业信用评级方法（2020年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/12/12	董日新 张晨露	融资租赁企业信用评级方法（2018年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由狮桥融资租赁（中国）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

狮桥融资租赁（中国）有限公司2021年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

狮桥融资租赁（中国）有限公司（以下简称“公司”或“狮桥租赁”）成立于2012年4月，由狮桥资本有限公司（以下简称“狮桥资本”）全额投资，注册资本1,000万美元。经过历次增资扩股，截至2018年末，公司注册资本为3.38亿美元，实收资本3.06亿美元（即19.43亿元人民币）。2019年1月，公司完成新一轮增资，将注册资本变更为5亿美元，于2022年末前缴足。截至2020年10月末，公司注册资本为5.00亿美元，实收资本4.02亿美元。

根据公司公告，2019年12月30日，建信信托已通过其境外控制主体建信开曼与Bain Capital, LLC（以下简称“贝恩资本”）控制的Bain Capital Lionbridge Cayman Limited（以下简称“BCL”）签署股权转让协议以受让BCL持有的30% Lionbridge Cayman Limited（以下简称“狮桥开曼”）股权。截至2020年6月3日，公司收到股东的通知，本次交易已经完成交割。截至2020年6月末，CCBT Gem Capital Limited（以下简称“建信开曼”）直接持有狮桥开曼32.00%的股权，建信（北京）投资基金管理有限责任公司（以下简称“建信北京”）成为公司实际控制人（股权结构详见附件1-1）。截至2020年10月末，狮桥资本不存在质押公司股权融资的情况。

公司经营范围为：融资租赁业务（包含直接租赁、转租赁、售后回租、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等形式）、租赁业务，向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修，租赁交易咨询，与租赁业务相关的租赁设备（含农业机械、农机具及配件、交通工具及零配件、机械设备）的批发及零售（不设店铺）；货物进出口、技术进出口；代办车辆抵押登记服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2020年6月末，公司下设重卡事业部、二手车金融事业部、轻卡事业部、客车事业部、优车事业部、互联网中心、贷后管理中心、资产管理部、信审中心、督察部、行政及人力资源管理部、保险部、市场战略部、财务部、内审部、法律合规部、运营中心和资金中心等18个业务及职能部门，共有员工4222人。除此之外，公司直接及间接控制狮桥融资租赁（上海）有限公司、北京卡行风险管理科技有限公司、北京微服保险经纪有限公司等4家控股子公司和孙公司，直接及间接拥有狮桥科技（北京）有限公司、车正资产评估（天津）有限公司、天津通汇商业保理有限公司等9家全资子公司和孙公司。

截至2019年末，公司资产总额222.08亿元，其中应收融资租赁款净额170.07亿元，所有者权益32.34亿元（含少数股东权益0.99亿元）；2019年，公司实现营业收入24.15亿元，利润总额3.09亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额245.08亿元，其中应收融资租赁款净额171.10亿元，所有者权益36.36亿元（含少数股东权益0.99亿元）；2020年1—6月，公司实现营业总收入15.30亿元，利润总额1.43亿元。

公司注册地址：天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C1座17楼1769房间；法定代表人：万钧。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

公司申请注册总额度为10.00亿元的公司债券，本期公司债券拟发行额度不超过5.00亿元，发行期限为2年，偿还方式为每年付息一次，到期一次还本。本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。

本期公司债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟用于业务投放及补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演

变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2020 年三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。

2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。

其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同

比下降6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长5.6%，上半年为同比增长1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020年前三季度我国货物贸易进出口总值3.3万亿美元，比去年同期下降1.8%。其中，出口1.8万亿美元，同比下降0.8%；进口1.5万亿美元，同比下降3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。

2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。

2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2

余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展,以“六稳”“六保”为中心,促进经济恢复,逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。

2020 年前三季度,全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中,新增减税降费 1.37 亿元,翘尾新增减税降费 7265 亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度,全国累计发行国债 4.80 万亿元,较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据

加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度我国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方

面,从资金方面看,2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动,但北京及青岛区域疫情的快速控制,给居民带来信心,使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心,支撑消费增速继续向上修复的趋势不变,但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看,在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下,消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发,将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面,预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面,随着冬季全球第二波疫情的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%,较三季度收窄4个百分点;从主要发达经济体制造业PMI来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业环境分析

目前,公司主要收入来源于融资租赁业务,属于融资租赁行业。近年来,融资租赁企业仍面临着融资结构性紧张的挑战与资产质量下行压力。类金融企业监管文件将逐步落地,规范企业经营行为,将会对行业现状产生较大的冲击,但长期看来有利于规范行业秩序,并且对行业总体抗风险能力有积极影响。

近年来,融资租赁行业企业数量和业务规模增速显著放缓,并且2020年出现了负增长;行业渗透率持续处于低位,融资租赁行业仍存在广阔的发展空间。

长期以来,我国有两类融资租赁公司:一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司,属于非银行金融机构;另一类是由商务部批准成立的租赁公司,该类租赁公司主要是由非金融机构设立。近年来,融资租赁公司数量增速持续放缓,2017—2019年年末较年初增幅分别为35.39%、21.71%和3.00%。截至2019年末,全国融资租赁企业(不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司)总数为12,130家;其中,金融租赁公司70家,较2018年末增加1家。

从业务发展情况看,近年来,全国融资租赁合同余额保持增长,但增速持续放缓,2017—2019年末较年初增幅分别为14.07%、9.38%和0.06%,其中金融租赁公司合同余额最大,为2.50万亿元,较上年末变化不大,而内资和外资租赁公司受存在很多空壳公司的影响,合同余额分别为2.08万亿元和2.07万亿元,均与上年末基本保持一致。2020年以来,由于新冠肺炎疫情在国内外相继爆发和蔓延,并且在监管政策尚未明朗的叠加作用下,融资租赁行业整体规模回落,3月末合同余额6.47万亿元,较年初下降2.8%,出现了2006年以来的首次负增长。

行业渗透率方面,近年来,我国融资租赁行业已取得长足发展,市场规模和企业竞争力显著提高,行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看,融资租赁行业渗透率仍然较低,且2016年以来渗透率整体呈下降态势,存在较大的行业发展空间。本报告使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平,近年来,融资租赁行业渗透率呈波动上升趋势但仍处于较低水平,截至2019年末,融资租赁行业渗透率为2.65%,仍持续处于较低水平。

图1 融资租赁行业渗透率 单位: 万亿元、%



资料来源: WIND, 联合资信整理

在行业分化愈加明显的环境下，行业内的龙头企业依托实力雄厚的股东支持仍然能够实现平稳发展，而民营、小微融资租赁企业仍需寻求专业化发展，部分实力相对较弱的融资租赁企业将面临进一步的风险暴露甚至清退情况。

联合资信在前期对融资租赁企业的分类研究中发现，股东支持力度对于融资租赁企业的抗风险能力（包括资产质量以及资金来源等）有重要影响，尤其是经历了融资艰难的时期后，金融机构对于风险溢价的需求增加，流动性的结构性宽松也并未使得民营及小微企业的融资难度有明显改善。融资租赁行业内龙头企业更容易取得较为稳定的资金来源，并且依托于股东资源的业务质量也普遍更容易控制风险；而民营及小微融资租赁企业不仅在资金来源方面受限，并且在业务端方面也对自身风控能力提出了更高的要求。在这样的背景下，民营、小微融资租赁企业需要走一条专业化发展的道路，回归租赁本源，减少同质化竞争，提高自身专业度及风险管理能力。我们在分析样本企业的资产质量时也发现，即使外部信用风险没有显著改善，企业依然可以依靠自身的风险控制实现稳健经营；专业化的服务可以使企业逐渐打破产品同质化的现状，做出品牌效应。这些都有利于提高投资者对企业自身的认可度，有助于拓宽融资渠道和获得较为稳定的资金来源。在行业分化愈加明显的情况下，部分未能实现转型升级的民营、小微融资租赁企业在上游资金端融资成本和难度边际上升及下游业务端资产质量

波动的双重挤压下，将会面临进一步的风险暴露甚至清退情况。

银保监会已正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，强监管在短时期内会对融资租赁企业产生较大的冲击，但长期看来有利于规范行业秩序，并且对行业总体抗风险能力有积极影响。

2020年5月，银保监会正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《办法》”）以及2019年10月发布的对商业保理企业的监管要求，银保监会对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。此次《办法》中提出的监管要求堪称国内融资租赁行业发展史上最严。监管机构着力整顿行业秩序，不专注主业、没有正常营业的企业未来将面临清理；正常类企业的融资渠道和业务的集中度等都将受到监管的限制，并且《办法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业发现自身的风险敞口，及时发现风险控制风险。虽然严监管会使融资租赁企业经受一定的清理、业务转型等各方面的压力；但长远来看，行业秩序将得到规范，符合监管规则的企业将能够健康、可持续发展。

近期，各地金融局陆续下发了相关的监管文件，上海市地方金融监督管理局于2019年6月和2020年4月先后发布了《关于规范企业名称及经营范围中相关表述的通知》和《上海市地方金融监督管理条例》，进一步规范了上海市融资租赁企业名称及相关企业监督管理办法。2020年4月，北京市地方金融监督管理局下发了《北京市融资租赁公司监督管理指引（试行）》（以下简称“《指引》”），在《办法》的基础上，对融资租赁企业的股东做出了明确的要求以确保融资租赁企业的主要股东具有较强的经营实力和对其一定的支持实力、并且尽可能避免同一股东下的同业竞争，另外还需要保持融资租赁企业股权的稳定性；除此之外，《指引》中还明确一般风险损失准备原则上不低于风险资产余额的1.5%。

“稳定”仍然是经济发展的主基调；近年来

政策不断支持民营及中小微企业融资，但此类融资租赁企业融资问题短期内难以彻底改善，资产质量将仍然承压。

2019年12月，中央经济工作会议召开，2020年我国要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。目前对于民营融资租赁企业，在银行融资多需要抵质押或是担保借款，纯信用借款较少；另外从债券市场来看，投资者对民企债的认可度仍然不高，对民营企业“一刀切”的现象还普遍存在。虽然近年来不断有政策支持民营企业融资，但市场并未向民营企业大量释放流动性，资金方对于风险溢价的要求仍然很高，股东对于融资和经营风险的影响愈加明显，并且短期内此种态势难以扭转。

在融资端分层的背景下，融资租赁下游民营和中小微企业受限于融资和经营风险等问题，资金链相对趋紧，信用风险短期难以化解，向该领域投放资金的融资租赁企业资产质量短期内仍然存疑，而业务集中于央企或资质相对较好的大型国企的融资租赁企业的资产质量能够得到一定的保障。此外，联合资信也关注到，近年来部分资质一般的地方政府融资平台和地方国企已经出现了融资租赁项目违约的情况，资金大量投放到该两类企业的融资租赁企业资产质量未来可能承压。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月末，公司注册资本为5.00亿美元，实收资本为4.02亿美元（即26.08亿元人民币）。2020年6月，公司母公司狮桥资本有限公司全资母公司狮桥开曼股权完成变更。建信开曼成为狮桥开曼第一大股东，截至2020年6月末，建信北京间接持有公司32.00%的股份，建信北

京成为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司展业时间较长，管理团队稳定，业务覆盖区域较广，以商用车融资租赁为核心拓展业务，融资渠道多元化，风险控制体系较完善，在商用车融资租赁行业具有龙头地位。

公司成立于2012年，展业时间相对较长，管理团队稳定性较强；截至2019年末，公司实收资本23.11亿元，在行业中处于上游水平，截至2019年末，公司应收融资租赁款净额170.07亿元。

从业务开展行业来看，2017年以来，公司调整了自身的经营方向，逐步退出除商用车融资租赁以外的其他领域，并于2018年开始专注商用车融资租赁细分市场，整合上下游产业链条，向车主提供资金周转、二手车购买和估值、保险、货源信息等商用车产业链配套服务。目前，公司已成为国内最大的第三方商用车金融服务商，具有行业龙头地位。

从融资渠道来看，公司主要通过同业转租赁、Pre-ABS、资产证券化等多元化方式进行融资。2017—2019年，公司发行ABS和ABN共计16支，发行债券1支，发行规模合计180.76亿元。

从风险管理来看，公司建立了较为完善的风险控制体系，风险控制及内部控制制度覆盖了公司的主要管理流程、业务过程和操作环节；此外，2017—2019年，公司的风险控制体系逐步完成了由人工评价向大数据管理与模型风控的转型，公司风险控制模型每年完成一次迭代升级。

3. 人员素质

公司管理层从业经验丰富，团队稳定性较强，员工的学历水平符合行业特征，能够满足公司持续发展的需要。

公司董事长兼首席执行官万钧，男，1972年12月生，中国人民大学经济学学士、中欧国际工商学院EMBA；曾任中联重科股份有限公司副总裁，中联重科融资租赁公司总经理，新时代信托投资股份有限公司总裁助理兼融资租赁事业部总经理；自2012年4月起任公司董事长兼首席

执行官。

公司副总裁(分管风险控制及市场战略)朱涛,男,1972年10月生,中国政法大学法学学士,中欧国际工商学院MBA;CFA持证人,持有国家律师资格;曾任标准普尔风险管理咨询总监、汇丰银行环球银行部副总经理、汇丰村镇银行行长、中国银行高级风险经理。自2013年7月起担任公司副总裁。

截至2020年6月末,公司员工合计4222人;从学历构成来看,本科及以上学历1801人,占比42.66%;大专及以下学历2421,占比57.34%;公司学历水平符合行业特征。

4. 外部支持

公司实际控制人及股东背景强,能够为公司提供有力支持;狮桥开曼第二大股东贝恩实力强,对公司资金支持力度较大。

从股东支持来看,公司实际控制人建信北京由建信信托100%持股,成立于2011年3月,注册资本20.61亿元,经营范围主要包括投资管理、投资咨询、实业投资、资产管理、财务咨询、企业管理咨询等。截至2019年末,建信北京合并资产总额63.68亿元,净资产为28.63亿元,2019年实现营业收入2.42亿元,实现净利润2.18亿元。建信信托是经中国银监会批准,由中国建设银行投资控股的非银行金融机构。截至2019年末,建信信托资产规模为315.86亿元,所有者权益合计为208.01亿元,受托管理的信托资产规模为1.39万亿元。2019年,建信信托实现营业收入49.77亿元,实现净利润22.18亿元。2020年1月,建信信托与公司及天津狮桥国际物流有限公司(以下简称“狮桥物流”)三方签署《融资支持框架协议》,包括但不限于建信开曼在一定情形下应(并促使其关联方)向公司及天津狮桥国际物流有限公司提供《融资支持框架协议》下的财务性、服务性及其他相关支持。2020年11月,建信信托与公司及狮桥物流签署新《融资支持框架协议》,并约定在公司及狮桥物流面临流动性困难时给予金额不超过100.00亿元的必要注资或流动性支持。

狮桥开曼第二大股东贝恩资本是全球领先的私募基金之一,主要致力于私募股权投资业务。截至2019年末,贝恩资本管理约1050亿美元的资产,总计完成了300余个投资项目,主要涉及消费、零售和餐饮业,工业和能源行业,医疗保健行业,技术、媒体和电信业以及金融和商业服务领域。贝恩资本在全球设有19个办事处、拥有超过1000人的专业队伍,从事投资业务并支持其所投资的公司。贝恩资本在中国有丰富的投资经验,包括国美电器、纷美包装、飞翔化工、融创、中视金桥、亚新科、金宝贝、宇视科技、中国消防安全、VXI和瑞思学科英语。2017—2019年,贝恩资本参与公司两次增资,公司分别于2017年8月和2019年1月获得其1.00亿美元和约1.62亿美元增资;贝恩资本对公司资金支持力度较大。

5. 企业信用记录

根据2020年10月22日查询的《企业信用报告》(统一社会信用代码:91120116592903165X),公司已结清和未结清信贷业务中无关注类或不良类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构比较完善,能够与公司的业务发展相适应。

公司严格按照《公司法》《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》等法律法规及有关规定制定公司章程,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。公司决策体系由股东、董事会、监事及高级管理人员构成。

公司不设股东会,股东是公司的最高权力机构。公司设立董事会,董事会由5名董事组成。董事会成员由股东狮桥资本委派或者更换。董

事会设董事长一人，董事长由股东狮桥资本在董事会成员中选定。董事每届任期三年，连选可以连任。公司不设监事会，设一名监事，监事由股东狮桥资本委派或撤换。监事任期每届3年，任期届满，经股东狮桥资本委派可以连任。公司设首席执行官1人，副总裁4人、财务负责人1人（兼）及董事长助理1人。首席执行官由董事会聘请，副总裁、财务负责人及董事长助理由首席执行官提名，董事会批准，首席执行官、副总裁、财务负责人及董事长助理任期3年。首席执行官、副总裁、财务负责人及董事长助理经董事会聘请、批准，可以连任。

2. 管理水平

公司内部控制体系较完善，各项内控制度基本健全。

公司下设重卡事业部、二手车金融事业部、轻卡事业部、客车事业部、优车事业部、互联网中心、贷后管理中心、资产管理部、信审中心、督察部、行政及人力资源管理部、保险部、市场战略部、财务部、内审部、法律合规部、运营中心和资金中心等18个业务及职能部门，其中资金中心负责公司融资及资金管理；财务部负责财务核算和决策；资产管理部负责大项目的催收；授信评审部负责团单项目尽调；信审中心负责散单信审和电话催收；督察部负责业务合规性审查；贷后管理中心负责日常贷后管理及清收工作。公司的组织架构设置与不同的发展阶段相匹配，根据公司自身经营特点，逐步调整并优化组织架构，通过制度化、规范化，明确了各部门之间的分工及权责。

公司根据《公司法》明确了股东行使职责的方式，以及董事会、监事的职责及决议程序，确保公司重大决策等行为合法、合规、真实、有效。为了加强内部管理，公司建立了与其法人治理结构配套的内部控制制度体系，涵盖了会计核算、财务管理、投融资管理制度、重大事项决策、人力资源管理、印章管理和使用等整个公司经营过程，确保各项工作都有章可循，形成了规范的管理体系。

资金预算管理方面，公司制定了《狮桥融资租赁（中国）有限公司资金预算管理制度》。公司秉承“收支筹划，综合平衡；安全优先，兼顾效益；全面预算，过程控制；权责明确，分级实施；严格考核，奖惩兑现”的预算管理基本原则，优化资源配置，降低资金经营和管理成本，指导公司各部门的经营运作，提高企业管理效率和经济效益，保证公司整体的健康发展。

融资租赁业务管理方面，公司为规范其资产的过程管理，保证资产安全，根据相关法律法规的规定，并结合公司的实际情况建立了贷前、贷中、贷后三个环节业务管理制度体系和流程，并通过融资租赁业务管理系统进行系统化管理，主要业务管理制度包括《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部传统融资租赁业务信审规范》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部放款材料审核规范》《狮桥融资租赁（中国）有限公司项目风险评审委员会管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司呼叫中心租金催收管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部结清管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司逾期应收账款清收管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部车辆清收及处置管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部GPS管理办法》，通过一系列的制度和逐步完善的制度体系，对业务申请与审批、贷后管理与催收、拖回资产的清收与处置以及租赁资产的实时定位与追踪进行了明确的规定，以确保业务正常开展与租赁资产的安全。

对外担保方面，公司制定了《狮桥融资租赁（中国）有限公司对外担保管理办法》，规定了对外担保严格的审批制度，要求担保期间安排专人负责动态跟踪，及时预警可能出现的风险并采取相应的化解措施，从而使公司对外担保风险能够得到有效控制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务突出，2017-2019年，公司营业收入持续增长，营业收入以融资租赁业务收

入和贷款促成服务业务收入为主。

公司业务以融资租赁业务为主。2017—2019年，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长25.26%；2019年，公司实现营业收入24.15亿元，同比增长41.24%，主要系当年公司融资租赁业务收入增长以及贷款促成服务收入大幅增长所致。2017—2019年，公司营业收入包括主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入占公司营业收入比重持续高于94%，主营业务突出。公司主营业务收入主要由融资租赁业务收入和贷款促成服务业务收入构成，2019年占营业收入的比重分别为82.67%和11.68%。公司其他业务收入主要由管理及服务费收入、经营租赁利息收入、汽车销售业务收入和其他收入构成，2017—2019年占公司营业收入比重均很低。

2017—2019年，公司利润总额规模持续增长，年均复合增长22.34%；2019年，公司实现利润总额3.09亿元，同比增长12.62%，增速有所放缓。2017—2019年，公司净利润规模持续增长，年均复合增长21.37%；2019年，公司实现净利润2.29亿元，同比增长12.40%，增速与利润总额同步放缓。

2020年1—6月，公司实现营业收入15.30亿元，同比增长40.82%；从营业收入结构上来看，助贷业务收入占比进一步提升至16.45%。2020年1—6月，公司实现利润总额1.43亿元，同比下降30.16%，实现净利润0.44亿元，同比下降39.69%，主要系公司营业成本、业务及管理费和资产减值损失增长所致。

表2 公司经营概况 单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	15.16	98.49	16.38	95.79	22.78	94.34	14.68	95.96
其中：融资租赁业务收入	15.16	98.49	16.00	93.57	19.97	82.67	12.16	79.51
贷款促成服务收入	0.00	0.00	0.38	2.22	2.82	11.68	2.52	16.45
其他业务收入	0.23	1.51	0.72	4.21	1.37	5.66	0.62	4.04
其中：管理及服务费收入	0.19	1.22	0.36	2.13	0.30	1.23	0.02	0.14
经营租赁业务收入	0.04	0.29	0.05	0.31	0.12	0.50	0.07	0.43
汽车销售收入	0.00	0.00	0.20	1.19	0.54	2.22	0.01	0.04
其他	0.00	0.00	0.10	0.58	0.41	1.70	0.53	3.43
合计	15.39	100.00	17.10	100.00	24.15	100.00	15.30	100.00
利润总额		2.07		2.75		3.09		1.43

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务发展

公司业务发展以商用车融资租赁业务为主，业务模式主要为回租模式；此外，2018年起，公司开始推行商用车助贷业务，并将其作为营业收入的重要补充。公司业务投放额波动增长，商用车领域业务投放额持续增长。

从融资租赁业务模式来看，公司主要采用售后回租（以下简称“回租”）模式，直接融资租赁（以下简称“直租”）模式业务规模较小；2017—2019年，公司租赁资产投放回租模式占比分别为89.46%、99.84%和99.98%，占比逐年提升。公司融资租赁合同约定期限以1—3年（含3年）为主。

除融资租赁外，自2018年起，公司开始大力推行商用车助贷业务。在助贷模式下，金融机构直接与客户签署贷款合同提供资金，公司作为资产管理人和资产服务商收取服务费用，截至2020年6月末，公司与33家金融机构达成合作，累计获得助贷业务授信450.50亿元，助贷业务余额为100.80亿元。助贷业务期限一般是2年期；公司在该业务模式中承担资产管理责任，采用与融资租赁业务相同的风险控制手段。公司助贷业务费率通常在4~6%左右。

2017—2019年，随着业务的发展，公司业务投放额（包含租赁和助贷）波动增长，三年分别为125.89亿元、114.13亿元和227.66亿元，年均

复合增长34.48%；2019年，公司业务投放额（包含租赁和助贷）同比增长99.47%，主要系当年公司融资租赁业务投放额增长，以及助贷业务规模快速增长所致。业务投向上，公司主要在商用车领域开展业务。2017—2019年，公司商用车领域业务投放额（包含租赁和助贷）持续上升，三年分别为112.84亿元、113.63亿元和227.66亿元，年均复合增长42.04%。

2020年1—6月，公司完成投放（包含租赁和助贷）147.22亿元，同比增长48.47%。

公司租赁资产投放规模波动增长；公司租赁资产投放以商用车领域为主，并逐步缩减并停止除商用车以外的其他领域投放。

2017—2019年，公司租赁业务持续发展。租赁资产余额方面，2017—2019年末，公司期末租赁资产余额持续上升，年均复合增长15.20%；截至2019年末，公司租赁资产余额173.26亿元，较上年末增长29.71%，主要系当年公司商用车投放进一步增长所致。租赁资产净额方面，2017—2019年末，公司期末租赁资产净额持续上升，年均复合增长14.95%；截至2019年末，公司租赁资产净额170.07亿元，较上年末增长29.75%。

2017—2019年，公司租赁资产投放额波动增长，年均复合增长10.72%；2018年，公司当期租赁资产投放额102.08亿元，同比下降18.91%，主要系2018年起公司调整自身经营方向，专注

发展商用车融资租赁业务，2018年基本停止了其他板块融资租赁业务投放以及2018年公司部分新增业务通过助贷模式投放所致；2019年，公司租赁资产投放额为154.34亿元，同比增长51.19%，主要系当年资本金增加，使得公司租赁业务的投放空间随之扩大，当年租赁资产均为商用车领域投放。

2017—2019年，公司结合对商用车融资租赁业务前景判断及其对自身差异化竞争的定位，逐步退出除商用车以外的其他领域，专注商用车融资租赁市场。2017—2019年，公司商用车领域租赁资产投放额波动上升，年均复合增长16.95%，三年分别为112.84亿元、101.58亿元和154.34亿元；2018年，公司商用车领域租赁资产投放额较2017年下滑9.98%，主要系2018年公司推行助贷模式，部分新增业务通过助贷模式投放所致。2019年，公司商用车领域投放额为154.34亿元，同比增长51.94%，主要系资本金增加，使得公司商用车租赁业务的投放空间随之扩大。

截至2020年6月末，公司租赁资产余额为174.59亿元，较上年末变化不大；租赁资产净额为171.10亿元，较上年末变化不大。2020年1—6月，公司完成租赁资产投放82.50亿元，同比增长22.60%，均为商用车领域投放。

表3 公司租赁业务概况（分行业） 单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商用车	112.84	89.63	101.58	99.51	154.34	100.00	82.50	100.00
乘用车	10.00	7.94	0.44	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00
医疗工装	3.04	2.41	0.06	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
农用机械	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
当期投放合计	125.90	100.00	102.08	100.00	154.34	100.00	82.50	100.00
期末租赁资产余额	130.56		133.57		173.26		174.59	
期末租赁资产净额	128.72		131.08		170.07		171.10	

资料来源：公司提供

公司助贷业务发展迅速，以不提供担保的助贷项目为主。同时联合资信也关注到，公司助贷业务开展时间短且发展较为迅速，未来关于公司提供担保的助贷业务的代偿情况仍需观

察。

自2018年起，公司开始大力推行商用车助贷业务。公司对助贷业务实行与融资租赁业务相同的风控制度，并对助贷业务承担资产管理

责任。自推行以来，公司商用车助贷业务发展迅速。2018—2019年，公司助贷业务分别完成投放12.05亿元和73.32亿元。截至2019年末，公司助贷业务余额为61.10亿元，较上年末增长48.80亿元。其中，公司提供担保的助贷业务余额为10.84亿元，较上年末增长10.41亿元，占公司助贷业务余额的比重为17.74%，公司助贷业务以不提供担保的项目为主。截至2019年末，公司助贷业务当年代偿额为0.28亿元。

2020年1—6月，公司助贷业务完成投放64.72亿元，同比增长103.10%。截至2020年6月末，公司助贷业务余额为100.80亿元，较上年末增长64.98%。其中公司提供担保的业务余额为15.88亿元，助贷业务仍以不提供担保的项目为主。公司助贷业务期限一般在2年左右，由于公司助贷业务开展时间尚短，未来关于公司提供担保的助贷业务的代偿情况仍需观察。

表4 公司助贷业务概况 单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年 1—6月末
助贷业务余额	12.30	61.10	100.80
其中：提供担保的助贷业务余额	0.43	10.84	15.88
不提供担保的助贷业务余额	11.87	50.24	84.92
当期助贷业务投放额	12.05	73.32	64.72
当期助贷业务代偿额	0.00	0.28	0.59

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司制定了较为清晰且符合其自身定位的发展规划。

公司聚焦于商用车领域，是商用车领域最大的独立第三方融资租赁公司，在商用车领域中处于领先地位。同时，公司在商用车市场中建立了较完善的业务网络、业务团队和业务流程体系，使得公司在快捷度、效率性、体验感、协同性、业务分布的广度和深度等多方面与同行业公司相比拥有一定的比较优势。

同时，为进一步发展商用车融资租赁业务，公司自2018年开始大力推行助贷模式。目前，公司助贷业务合作银行包括国有银行、股份制银行、城商行及互联网银行等30余家金融机构。未来，公司将大力发展助贷业务。

八、风险管理分析

1. 风险管理架构

自成立以来，公司不断完善的风险治理机制。公司各业务线的经营计划和各融资租赁产品的风险回报方案均需经过董事会研究和决定，以防范业务模式带来的信用风险。公司董事会通过例会和内审等机制监控风险控制流程落实情况和资产质量结果。

公司建立了适应中期经济环境预期的资产组合和风险分散策略，公司的融资租赁资产主要投向受宏观经济周期进入下行期影响较小的公路货运重卡，并采取零售化策略以分散风险。此外，公司强化了融资项目操作流程控制，实行严格的审贷放分离原则。项目经业务部门项目经理贷前调查后，由风控部门进行独立的贷时审查，并依据项目类别和融资额确定相应的风险审查流程，报有权审批人或者风险评审委员会进行审批。放款部门准备法律文书、审查确认放款条件满足后操作放款。公司风控部门和放款部门不属于业务部门管理，直接向公司管理层汇报。最后，基于专注于细分行业积累的知识 and 经验，公司建立了较为完善的单个融资项目的风险评估技术和工具，包括零售型业务的风控工具和批发型业务的风控工具。

2. 风险管理措施

(1) 信用风险管理

信用风险是指金融工具的一方不能履行义务，造成另一方发生财务损失的风险。公司对包括授信项目调查和申报、授信审查审批、贷款发放、贷后监控和不良资产管理等环节的业务全流程实行规范化管理。通过信用风险管理相关政策制度和流程、业务系统和资产结构优化，及时有效识别、监控和管理公司各环节潜在的信用风险。

公司专注商用车融资租赁领域，租赁资产行业集中度高，2017—2019年末客户集中度很低且呈下降趋势，租赁资产区域分布较均衡，华东地区和华北地区为公司业务最主要的开展区域。

从行业集中度来看,按租赁资产余额统计,2017—2019年末,公司租赁资产主要集中于商用车领域,且占比逐年提升,2017—2019年末占比分别为82.94%、89.53%和95.01%,主要系公司调整了自身的经营方向,专注商用车融资租赁业务所致,其他行业租赁资产占比持续下降。公司租赁资产行业集中度很高。截至2020年6月末,公司租赁资产仍集中于商用车领域,较上年末上升1.42个百分点。

图2 公司租赁资产行业分布情况 单位: %



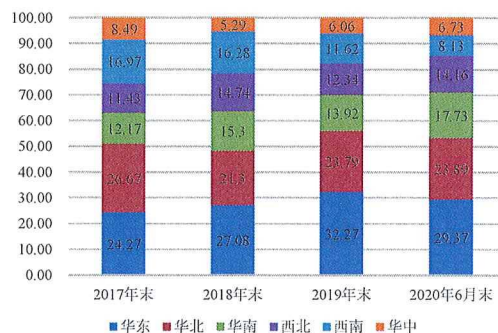
注:统计口径为租赁资产余额

资料来源:公司提供,联合资信整理

从区域集中度来看,公司以华东和华北地区为业务重点开展区域,并辐射到全国范围,地区集中度呈上升趋势,2017—2019年末,华北地区和华东地区租赁资产余额合计占租赁资产余额合计比重波动上升,三年末分别为50.94%、48.38%和56.06%。截至2019年末,除华中地区

外,公司分布在其他各区域的租赁资产余额占比均不低于10%,区域分布较均衡。截至2020年6月末,公司华北地区和华东地区租赁资产余额合计占租赁资产余额合计比重下降至53.26%。

图3 公司租赁资产区域分布情况 单位: %



资料来源:公司提供,联合资信整理

从客户集中度来看,2017—2019年末,公司下游客户较分散且集中度逐年下降,主要系公司新增租赁业务逐步向散单倾斜所致,2017—2019年末单一最大客户融资余额分别为0.38亿元、0.27亿元和0.17亿元,占净资产的比重分别为1.91%、1.03%和0.53%;前十大客户集中度分别为13.63%、7.29%和4.14%。公司租赁业务客户集中度很低。截至2020年6月末,公司客户集中度有所抬升,单一客户融资余额占净资产比重小幅上升至0.78%,前十大客户融资余额占净资产比重较上年末变化不大,整体仍处于很低水平。

表5 公司客户集中度情况 单位: 亿元、%

项目		2017年末	2018年末	2019年末	2020年6月末
单一最大客户	融资租赁业务余额	0.38	0.27	0.17	0.29
	占净资产比例	1.91	1.03	0.53	0.78
前十大大客户	融资租赁业务余额	2.74	1.92	1.34	1.52
	占净资产比例	13.63	7.29	4.14	4.17

注:统计口径为租赁资产余额

资料来源:公司提供,联合资信整理

公司资产质量有所下滑,但仍处于尚可水平,租赁资产拨备计提充分。同时,联合资信也关注到,随着外部信用风险的攀升以及2020年以来的新冠疫情的不利影响,公司资产质量存在下行压力。

公司使用租赁资产风险分类法对租赁资产质量进行分类,主要是判断承租人及时足额归

还租赁资产本息的可能性,考虑的因素主要包括:承租人的还款能力、还款记录、还款意愿、租赁资产的担保及偿还的法律责任等。对租赁资产进行分类时,公司以评估承租人的还款能力为核心,把承租人的正常营业收入作为租赁资产的主要还款来源,租赁资产的担保作为次要还款来源。公司将应收融资租赁款分为三类,

未逾期及逾期1个月以内分类为正常类，逾期1至3个月分类为关注类，逾期3个月以上分类为不良类。

2017—2019年末，公司资产质量有所下滑，不良率分别为0.72%、0.94%和1.11%，资产质量仍处于尚可水平。2017年，公司运用个别方式和组合方式评估减值损失，2018—2019年，公司采用预期损失模型评估资产减值损失。拨备覆盖率方面，2017—2019年末，公司租赁资产拨备覆盖率波动下降，三年末分别为195.68%、198.17%和166.20%；融资租赁资产拨备率方面，2017—2019年末，公司租赁资产拨备率波动上升，三年

末分别为1.41%、1.87%和1.84%，公司对租赁资产拨备计提充分。

截至2020年6月末，公司关注类资产规模上升至0.36亿元，不良类资产规模上升至2.10亿元，不良率上升至1.20%，资产质量仍处于尚可水平；拨备覆盖率较年末变化不大，融资租赁资产拨备率为2.00%，较上年末有所增长，公司对租赁资产拨备计提较充分。2020年以来，新冠肺炎疫情对贸易、货运等行业影响较大，国内经济受到较大不利影响，且公司租赁资产以商用车为主，受此影响较大，公司资产质量存在下行压力。

表6 公司资产质量情况 单位：亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	129.54	99.22	132.22	98.99	171.17	98.79	172.13	98.59
关注类	0.08	0.06	0.10	0.07	0.17	0.10	0.36	0.21
不良类	0.94	0.72	1.26	0.94	1.92	1.11	2.10	1.20
合计	130.56	100.00	133.57	100.00	173.26	100.00	174.59	100.00
坏账准备		1.83		2.49		3.19		3.49
租赁资产拨备率		1.41		1.87		1.84		2.00
拨备覆盖率		195.68		198.17		166.20		166.43

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 流动性风险管理

流动性风险是指负债到期时没有足够资金偿付负债的风险，流动性风险是因资产和负债的金额和到期日不匹配而产生。公司的资金来源包括债权融资和股权融资。

公司融资渠道较多元，同业转租赁、Pre-ABS和资产证券化是公司最主要的债权融资渠道，且债权融资成本尚可。此外，公司股东通过增资的方式持续为公司补充资本金。

公司融资方式较为多样，除传统的银行借款渠道外还可以通过转租赁、发行债券、资产证券化产品等方式进行融资；另外股东也可以给公司一定的资金支持。

债权融资方面，公司主要通过同业转租赁、Pre-ABS、资产证券化渠道进行融资，并辅以银行借款、公司债和股东借款。截至2019年末，公司同业转租赁融资余额为48.39亿元，较上年

末增长24.46%，占比小幅下降至30.24%，是公司最主要的融资途径。截至2019年末，公司Pre-ABS融资余额为47.65亿元，较上年末增长124.87%，占比提升至29.78%，成为公司第二大融资渠道。截至2019年末，公司资产证券化融资余额为43.82亿元，较上年末下降7.84%，占比下降至27.39%。此外，截至2019年末，公司银行借款、公司债和股东借款融资余额分别为12.07亿元、6.31亿元和1.76亿元，占比分别为7.54%、3.94%和1.10%，对公司融资形成了一定的补充。2017—2019年，公司平均融资成本有所波动，但整体变化不大，分别为7.21%、6.78%和6.87%，公司融资成本尚可。截至2020年6月末，公司债务融资余额为171.86亿元，较上年末变化不大，银行借款仍为公司第四大融资渠道，但占比由7.54%大幅上升至19.43%，公司融资结构略有变动。

表 7 公司债权融资渠道情况 单位：亿元、%

科目	2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
同业转租赁	38.88	32.11	48.39	30.24	47.51	27.64
Pre-ABS	21.19	17.50	47.65	29.78	34.28	19.95
资产证券化	47.55	39.27	43.82	27.39	43.64	25.39
银行借款	7.21	5.96	12.07	7.54	33.39	19.43
资本市场债券融资	4.48	3.70	6.31	3.94	11.28	6.56
股东借款	1.76	1.45	1.76	1.10	1.76	1.03
合计	121.07	100.00	159.99	100.00	171.86	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

股权融资方面，2017—2020年6月末，公司完成四次增资，注册资本由2.38亿美元增至5.00亿美元，实收资本由2.18亿美元增至4.02亿美元。公司资本实力持续增长。

（3）利率风险管理

固定利率和浮动利率的带息金融工具分别使公司面临公允价值利率风险和现金流量利率风险。公司根据市场环境来决定固定利率和浮动利率的比例并通过定期审阅与监察维持适当的固定和浮动利率工具组合。此外，公司未通过衍生金融工具对冲利率风险。

（4）汇率风险管理

对于不是以记账本位币计价的外币金融资产和外币金融负债，如果出现短期的失衡情况，公司会在必要时按市场汇率买卖外币，以确保将净风险敞口维持在可接受的水平。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了无保留的审计意见；公司2020年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，2018—2019年，公司分别新增8家和13子公司；除此之外，公司合并范围变

化来自于合并由公司发行资产证券化产品产生的结构化主体，公司新增子公司规模相对较小，对公司财务数据造成一定的影响，但影响不大。财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司资产总额222.08亿元，其中应收融资租赁款净额170.07亿元，所有者权益32.34亿元（含少数股东权益0.99亿元）；2019年，公司实现营业收入24.15亿元，利润总额3.09亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额245.08亿元，其中应收融资租赁款净额171.10亿元，所有者权益36.36亿元（含少数股东权益0.99亿元）；2020年1—6月，公司实现营业总收入15.30亿元，利润总额1.43亿元。

2. 资产构成及流动性

公司资产规模持续增长，主要由应收融资租赁款和货币资金构成。同时，联合资信也关注到公司受限资产占比较高，整体资产流动性弱。

2017—2019年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长20.56%；截至2019年末，公司资产总额222.08亿元，较上年末上升30.34%，主要系当年公司应收融资租赁款¹规模上升所致。公司资产主要由应收融资租赁款（占比76.58%）和货币资金（占比7.82%）构成。

¹ 以下此科目分析均包含一年内到期的部分。

表 8 公司资产主要构成 单位：亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.60	6.28	14.09	8.27	17.36	7.82	39.45	16.10
应收融资租赁款	128.72	84.25	131.08	76.93	170.07	76.58	171.10	69.81
资产总额	152.79	100.00	170.39	100.00	222.08	100.00	245.08	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

应收融资租赁款是公司最主要的资产组成部分。2017—2019年末，公司应收融资租赁款净额持续增长，年均复合增长14.95%；截至2019年末，公司应收融资租赁款净额为170.07亿元，较上年末增长29.75%。坏账计提方面，截至2019年末，公司应收融资租赁款坏账准备3.19亿元，不良应收融资租赁款1.92亿元，拨备覆盖率和租赁资产拨备率分别为166.20%和1.84%，公司坏账准备计提充足。按到期期限来看，截至2019年末，按应收融资租赁款余额口径计算，公司应收融资租赁款中1年（含）以内到期的占比60.92%，1至2年（含）到期的占比29.15%，2至3年（含）到期的占比7.05%，3年以上到期的占比2.88%。资产受限方面，截至2019年末，公司应收融资租赁款中受限部分账面价值164.76亿元，占应收融资租赁款账面价值的96.87%，较上年末上升2.41个百分点，受限租赁资产主要系公司为取得借款质押的租赁资产和已转让但仍需并入公司合并范围的租赁资产，租赁资产受限比例很高。

2017—2019年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长34.46%。截至2019年末，公司货币资金17.36亿元，较上年末增长23.20%。截至2019年末，公司货币资金中受限部分规模5.99亿元，主要系保证金及质押存款、与公司发起并设立的资产支持专项计划相关的尚未向投资者分配的银行账户留存资金，以及公司并表信托及资管计划下银行账户留存资金，受限货币资金占货币资金的比重为34.51%，较年初上升2.45个百分点，公司货币资金受限比例有所上升。

截至2020年6月末，公司资产总额245.08亿元，较上年末增长10.36%，仍主要由应收融资租赁款（占比69.81%）和货币资金（占比16.10%）构成。截至2020年6月末，公司应收融资租赁款171.10亿元，较上年末变化不大。截至2020年6

月末，公司货币资金39.45亿元，较上年末增长127.27%，主要系公司转让交易性金融资产和融资租赁规模增加所致。

截至2020年6月末，公司受限资产账面价值173.76亿元（具体见下表），占资产总计的比重为78.24%，公司资产流动性弱。

表 9 截至 2020 年 6 月末受限资产情况 单位：亿元

项目	期末账面价值
其他货币资金	8.04
应收融资租赁款	158.68
存出融资保证金	2.75
押金	0.06
其他保证金	0.08
合计	169.61

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，主要通过股东增资及利润留存补充资本，实收资本在所有者权益中占比较高，所有者权益稳定性较好。

公司主要通过股东增资和利润留存补充资本。2017—2019年，公司股东对公司完成三次增资，截至2019年末，公司实收资本3.60亿美元（即23.11亿元人民币）。另一方面，2017—2019年，公司未向股东分配利润，利润留存力度大。2017—2019年末，随着利润的留存，公司未分配利润年均复合增长29.36%，公司利润留存对公司资本补充作用较好。2017—2019年末，受益于股东增资和利润留存，公司所有者权益规模持续增长，年均复合增长26.92%；截至2019年末，公司所有者权益32.34亿元，较上年末增长23.11%。其中，归属于母公司所有者权益31.36亿元，较上年末增长23.48%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比73.70%、未分

配利润占比 23.78%。公司所有者权益中实收资本占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计 36.36 亿元，较上年末增长 12.42%，主要系利润留存及股东缴纳前期约定的资本金所致。其中，归属于母公司所有者权益 35.37 亿元，较上年末增长 12.81%。归属于母公司所有者权益结构较上年末变化不大。

(2) 负债

公司负债规模持续增长，债务负担较重，且以短期债务为主，需要进行较好的流动性管理。

表 10 公司负债主要构成 单位：亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	43.20	28.28	28.90	16.96	62.31	28.06	70.47	28.75
长期借款	69.56	45.53	88.43	51.90	92.36	41.59	93.26	38.05
其他非流动负债	14.28	9.34	17.02	9.99	22.72	10.23	28.86	11.77
负债总额	132.71	100.00	144.11	100.00	189.74	100.00	208.72	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

2017—2019 年末，公司短期借款规模波动上升，年均复合增长 20.10%；截至 2019 年末，公司短期借款规模为 62.31 亿元，同比大幅增长 115.60%，主要系当年公司短期借款中质押借款规模大幅上升所致。截至 2019 年末，公司短期借款主要包括质押借款、保证借款和信用借款，占比分别为 85.60%、11.66%和 2.74%。

2017—2019 年末，公司长期借款规模持续增长，年均复合增长 15.23%；截至 2019 年末，公司长期借款规模为 92.36 亿元，较上年末增长 4.44%，主要系当年公司长期借款中质押借款规模增长所致。截至 2019 年末，公司长期借款中质押借款主要包括质押借款、信用借款和保证借款，占比分别为 96.51%、1.92%和 1.57%。

2017—2019 年末，公司其他非流动负债规模持续增长，年均复合增长 43.63%；截至 2019 年末，公司其他非流动负债规模为 22.72 亿元，较上年末增长 33.50%，主要系当年公司融资租赁业务规模持续增长，客户存入租赁保证金增长所致。截至 2019 年末，公司其他非流动负债均为存入租赁保证金。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 208.72

理。

公司负债规模持续增长，债务负担较重，且以短期债务为主，需要进行较好的流动性管理。

2017—2019 年末，公司负债规模逐年上升，年均复合增长 19.57%；截至 2019 年末，公司负债合计 189.74 亿元，较上年末增长 31.66%。截至 2019 年末，公司负债主要由长期借款（含一年内到期的）（占比 48.68%）、短期借款（占比 32.84%）及其他非流动负债（含一年内到期的）（占比 11.97%）构成。

亿元，较上年末增长 10.00%，仍主要由长期借款（占比 38.05%）、短期借款（占比 28.75%）和其他非流动负债（占比 11.77%）构成。

表 11 债务及杠杆水平 单位：亿元、倍、%

指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期债务	92.64	93.15	130.31	148.65
长期债务	24.60	27.92	29.69	23.20
全部债务	117.24	121.07	159.99	171.86
资产负债率	86.86	84.58	85.44	85.16
全部债务资本化比率	85.38	82.17	83.18	82.54
杠杆倍数	7.13	5.95	6.33	5.66

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2017—2019 年末，随着业务规模的扩大，公司融资需求增长，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长 16.82%；截至 2019 年末，公司全部债务规模 159.99 亿元，较上年末增长 32.15%，主要系当年公司短期借款及一年内到期的长期借款增长所致。截至 2019 年末，公司全部债务中短期债务占比 81.45%，债务结构偏短期，需进行较好的流动性管理。

杠杆水平方面，2017—2019 年末，公司资

产负债率、全部债务资本化比率和杠杆倍数均呈波动下降态势，资产负债率分别为 86.86%、84.58%和 85.44%，全部债务资本化比率分别为 85.38%、82.17%和 83.18%，杠杆倍数分别为 7.13 倍、5.95 倍和 6.33 倍。整体看，公司债务负担较重。

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 171.86 亿元，较上年末增长 7.41%。其中，短期债务占比 86.50%，债务结构偏短期，需进行较好的流动性管理。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 85.16%和 82.54%，杠杆倍数为 5.66 倍。

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司收入利润规模均持续增长，盈利能力处于较好水平。

2017—2019 年，随着业务的发展，公司营业收入持续增长，年均复合增长 25.26%；2019 年，公司实现营业收入 24.15 亿元，同比增长 41.24%，主要系当年随着业务规模的扩张，公司融资租赁业务收入及贷款促成服务收入均同比增长所致。

营业成本方面，2017—2019 年，公司营业成本随着业务规模的扩大而增长，年均复合增长 22.93%；2019 年，公司发生营业成本 11.20 亿元，同比增长 18.86%。公司营业成本主要来自于利息支出，2017—2019 年，公司利息支出持续增长，年均复合增长 21.73%，主要系公司业务规模不断扩大所致；2019 年，公司发生利息支出 9.73 亿元，同比增长 19.92%。业务及管理费方面，2017—2019 年，随着业务的扩大，公司业务及管理费持续增长，年均复合增长 52.19%；2019 年，公司发生业务及管理费 8.06 亿元，同比大幅增长 119.73%，主要系当年公司员工费用、科技服务费及营销费用大幅增长所致。公司减值损失包括对抵债资产计提的资产减值损失和对应收融资租赁款等计提的信用减值损失（2017 年公司仅计提资产减值损失，2018 年起公司开始采用预期信用损失模型对应收融资租赁款等计提信用减值损失）。2017—2019 年，

公司计提减值损失规模波动下降，年均复合下降 16.41%；2019 年，公司计提减值损失 1.98 亿元，同比增长 34.04%，主要系当年公司增加对应收融资租赁款计提信用减值损失所致。公司对资产计提减值损失较充分，但随着信用风险攀升，未来仍面临一定的减值压力。

综合以上因素，2017—2019 年，公司利润总额及净利润均持续增长，年均复合增长率分别为 22.34%和 21.37%；2019 年，公司利润总额及净利润分别为 3.09 亿元和 2.29 亿元，分别同比增长 12.62%和 12.40%。

表 12 公司盈利情况 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入	15.39	17.10	24.15	15.30
营业成本	7.41	9.42	11.20	7.00
业务及管理费	3.48	3.67	8.06	5.15
利润总额	2.07	2.75	3.09	1.43
净利润	1.55	2.03	2.29	1.07
总资产收益率	1.27	1.26	1.17	0.46
净资产收益率	8.18	8.78	7.80	3.10
净利息差	8.08	5.31	6.09	2.86

资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2017—2019 年，公司总资产收益率持续下滑，分别为 1.27%、1.26%和 1.17%；净资产收益率波动下降，分别为 8.18%、8.78%和 7.80%；同期，净利息差波动下降，分别为 8.08%、5.31%和 6.09%。公司盈利能力处于较好水平。

与所选公司比较，公司净资产收益率接近样本平均水平，总资产收益率低于样本平均值，资产负债率偏高。

表 13 2019 年同行业公司财务指标对比 单位：%

公司名称	净资产收益率	总资产报酬率	资产负债率
中远海运租赁	9.54	1.42	85.84
康富租赁	9.42	1.22	87.10
中垠租赁	5.17	2.70	48.60
平均值	8.04	1.78	73.85
公司	7.80	1.17	85.44

资料来源：公开资料，联合资信整理

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 15.30 亿元，同比增长 40.82%；同期，公司实现利润总额 1.43 亿元，同比下降 30.16%，实现净利润 0.44 亿

元,同比下降39.69%。2020年1—6月,公司总资产收益率、净资产收益率和净利息差分别为0.46%、3.10%和2.86%。

5. 现金流

公司现金流有所波动,整体状况保持良好,日常经营对融资依赖程度较高。

表 14 公司现金流量情况 单位: 亿元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
经营现金流量净额	-41.68	4.22	-31.59	11.19
投资活动现金流量净额	0.71	-2.46	1.68	1.37
筹资活动前现金流量净额	-40.96	1.76	-29.91	12.57
筹资活动现金流量净额	47.70	-0.39	31.71	7.47
现金及现金等价物净增加额	6.73	1.39	1.80	20.04
期末现金及现金等价物余额	8.18	9.57	11.37	31.41

资料来源: 公司财务报告

经营活动现金流方面, 流入主要系公司提供融资租赁业务和转让债权收到的现金, 流出主要系公司提供融资租赁业务支付的现金。2017—2019年, 随着公司业务规模的持续扩大, 经营活动流入及流出的现金均持续增长, 年均复合增长率分别为58.24%和40.88%。综合以上因素, 经营性现金流量净额分别为-41.68亿元、4.22亿元和-31.59亿元, 波动较大。

公司投资活动现金流主要系公司进行现金管理收回投资及投资支付的现金。2017—2019年, 随着公司业务发展, 投资活动流入及流出规模均持续增长, 年均复合增长率分别为31.05%和30.83%, 投资活动现金流净额分别为0.71亿元、-2.46亿元和1.68亿元, 公司投资性现金流量净额有所波动。

筹资活动现金流方面, 筹资活动现金流入主要来源于间接融资、发行债券及股东增资, 流出主要系债务到期偿还和支付利息。2017—2019年, 公司融资规模持续增长, 公司筹资活动流入及流出规模均持续增长, 年均复合增长率分别为33.11%和49.99%, 变化趋势与经营活动现金流量净额相同。公司经营对融资依赖程度较高。

2020年1—6月, 公司通过发行出表的ABS产品转让债权, 使得应收融资租赁款回流加快, 经营活动现金流量净额由负转正, 为11.19亿元; 投资活动现金流量净额为1.37亿元, 筹资活动前现金流量净额为12.57亿元, 筹资活动现金流量净额为7.47亿元。

6. 偿债能力

公司偿债指标整体表现一般。考虑到公司业务持续发展, 在商用车融资租赁行业具有龙头地位, 融资渠道较畅通, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看, 公司流动比率有所波动, 2017—2019年末分别为88.68%、113.13%和97.88%。2017—2019年末, 公司现金短期债务比波动上升, 分别为0.10倍、0.20倍和0.15倍。2017—2019年末, 筹资活动前现金流入/短期债务持续上升, 三年分别为190.84%、273.76%和292.46%。2017—2019年末, 受租赁资产投放额快速增长, 资金需求较大影响, 公司筹资活动前现金净流入/利息支出分别为-624.13%、21.64%和-307.57%, 筹资活动前现金净流入对公司利息支出的覆盖程度一般。

从长期偿债能力来看, 近年来随着利润总额和利息支出的持续增长, 2017—2019年末公司EBITDA持续增长, 年均复合增长22.27%, EBITDA利息倍数分别为1.33倍、1.35倍和1.34倍, 覆盖程度保持稳定, 属于尚可水平; 全部债务/EBITDA分别为13.45倍、11.05倍和12.28倍, EBITDA对债务的保障程度一般。

截至2020年6月末, 公司流动比率、现金短期债务比、筹资活动前现金流入/短期债务和筹资活动前现金净流入/利息支出分别为98.43%、0.27倍、128.48%和204.18%。截至2020年6月末, 公司EBITDA、EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA比分别为8.42亿元、1.23倍和20.42倍。

表 15 公司偿债能力指标 单位：%、倍、亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
流动比率	88.68	113.13	97.88	98.43
现金短期债务比	0.10	0.20	0.15	0.27
筹资活动前现金流入/短期债务	190.84	273.76	292.46	128.48
筹资活动前现金净流入/利息支出	-624.13	21.64	-307.57	204.18
EBITDA	8.72	10.95	13.03	8.42
EBITDA 利息倍数	1.33	1.35	1.34	1.23
全部债务/EBITDA	13.45	11.05	12.28	20.42

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年6月末，公司无对合并范围外的重大担保；需要公司提供担保的助贷业务规模为15.88亿元。

截至2020年6月末，公司无重大未决诉讼。

截至2020年6月末，公司在银行等外部金融机构授信总额为398.15亿元，其中已使用256.85亿元。

十、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行有助于改善公司债务结构，公司经营活动现金流和EBITDA对本期公司债券保障能力很强。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券发行规模为不超过5.00亿元，按发行规模上限5.00亿元测算，本期公司债券分别占2020年6月末公司长期债务和全部债务的21.55%和2.91%，对公司全部债务影响尚可，有助于改善公司债务结构。2020年6月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为85.16%、82.54%和38.95%，本期公司债券发行后上述指标将分别上升至85.46%、82.95%和43.68%，债务负担有所加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2017—2019年，公司筹资活动前现金流入量对本期公司债券覆盖程度较好，筹资活动前现金流量净额对本期公司债券覆盖程度一般，EBITDA对本期公司债券覆盖倍数尚可。

表 16 本期公司债券保障能力测算（单位：亿元、倍）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
筹资活动前现金流入量（亿元）	176.79	255.01	381.10	190.99
筹资活动前现金流入量保障倍数（倍）	35.36	51.00	76.22	38.20
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-40.96	1.76	-29.91	12.57
筹资活动前现金流量净额保障倍数（倍）	-8.19	0.35	-5.98	2.51
EBITDA（亿元）	8.72	10.95	13.03	8.42
EBITDA/本期债券发行额度（倍）	1.74	2.19	2.61	1.68

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

公司作为在商用车融资租赁细分行业具有龙头地位的企业，业务覆盖区域较广，风控体系较完善。2017—2019 年，公司收入利润规模持续增长，租赁资产质量尚可。2020 年 6 月，建信北京成为公司实际控制人，建信北京股东背景强，能够为公司未来业务发展提供有力支持。

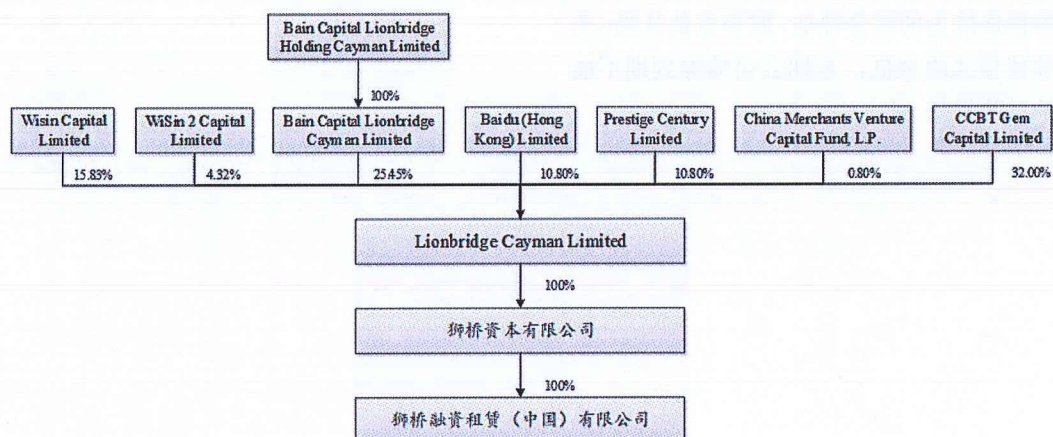
另一方面，公司资产负债率处于较高水平，且租赁资产受限比例较高。2020 年以来，新冠肺炎疫情对贸易、货运等行业影响较大，国内经济受到较大不利影响，需对公司资产质量的变化和助贷业务代偿情况保持关注。此外，公司实际控制人变更事项对公司的影响需关注。

随着公司注册资本的缴足和发展战略的推进，未来公司资本实力、业务规模和盈利水平有望继续提升，整体竞争实力将有所增强。另外，随着外部监管环境的变化，公司未来在公司治理及风控体系建设方面或将面临更高要求。同时，外部经济环境波动可能对公司经营发展及

信用水平带来不利影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

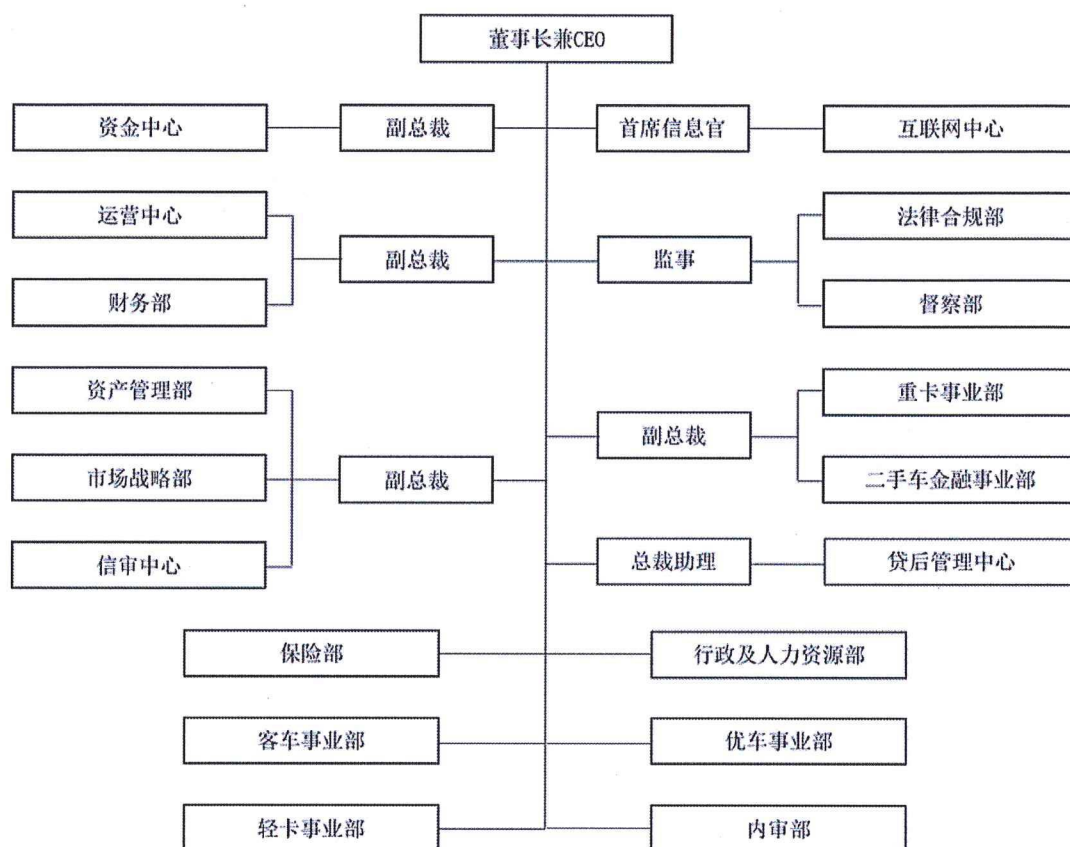
基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很低,本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月末狮桥融资租赁（中国）有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月末狮桥融资租赁（中国）有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.60	18.37	19.27	39.72
资产总额 (亿元)	152.79	170.39	222.08	245.08
所有者权益 (亿元)	20.08	26.27	32.34	36.36
短期债务 (亿元)	92.64	93.15	130.31	148.65
长期债务 (亿元)	24.60	27.92	29.69	23.20
全部债务 (亿元)	117.24	121.07	159.99	171.86
营业收入 (亿元)	15.39	17.10	24.15	15.30
利润总额 (亿元)	2.07	2.75	3.09	1.43
EBITDA (亿元)	8.72	10.95	13.03	8.42
筹资活动前净现金流 (亿元)	-40.96	1.76	-29.91	12.57
财务指标				
营业利润率 (%)	13.43	16.09	12.84	9.59
总资产收益率 (%)	1.27	1.26	1.17	0.45
净资产收益率 (%)	8.18	8.78	7.80	3.06
净利息差 (%)	8.08	5.31	6.09	2.86
杠杆倍数 (倍)	7.13	5.95	6.33	5.66
全部债务资本化比率 (%)	85.38	82.17	83.18	82.54
资产负债率 (%)	86.86	84.58	85.44	85.16
流动比率 (%)	88.68	113.13	97.88	98.43
筹资活动前现金流入/短期债务 (%)	190.84	273.76	292.46	128.48
现金短期债务比 (倍)	0.10	0.20	0.15	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.33	1.35	1.34	1.23
全部债务/EBITDA (倍)	13.45	11.05	12.28	20.42
EBITDA/本期债券额度 (倍)	1.74	2.19	2.61	1.68

注：公司 2020 年半年度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+计入其他科目的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

利息支出=计入成本的利息支出+费用化利息支出

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

风险资产按总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定 (监管口径)

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 狮桥融资租赁（中国）有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年狮桥融资租赁（中国）有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

狮桥融资租赁（中国）有限公司应按联合资信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。狮桥融资租赁（中国）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对狮桥融资租赁（中国）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，狮桥融资租赁（中国）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注狮桥融资租赁（中国）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现狮桥融资租赁（中国）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对狮桥融资租赁（中国）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如狮桥融资租赁（中国）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对狮桥融资租赁（中国）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送狮桥融资租赁（中国）有限公司、监管部门等。