信用等级公告

联合〔2020〕2690 号

联合资信评估有限公司通过对中航国际租赁有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中航国际租赁有限公司主体长期信用等级为 AAA，确定维持中航国际租赁有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中航国际租赁有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中航国际租赁有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中航租赁 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 中航租赁 MTN001	10.00	10.00	2023/6/12

评级时间：2020 年 7 月 24 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	V3.0.201907
融资租赁企业主体信用评级模型	V3.0.201907

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		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	1
			未来发展	1
财务风险	F3	现金流因素	资产质量	5
			盈利能力	2
			现金流量	5
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东支持：公司为中航集团唯一一家融资租赁子公司，能够在公司治理、业务发展、资本补充等方面得到集团的大力支持。				+2

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

分析师：张博　朱晗

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中航国际租赁有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国航空工业集团有限公司（以下简称“中航集团”）唯一一家融资租赁子公司，在风险防控、业务经营、租赁资产质量、融资渠道及股东支持等方面的优势。同时，联合资信也关注到，公司的租赁资产面临一定的行业和区域集中风险；公司有息债务规模较大，财务杠杆水平较高，债务负担较重等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将稳步推进租赁业务的开展，继续聚焦设备、航空、船舶以及公用事业等领域，不断提升公司专业化水平，控制财务杠杆，优化债务结构。另一方面，公司债务水平较高，需关注未来市场资金成本变化对其盈利水平的影响；在宏观经济增速放缓以及新冠疫情对全球航空、运输等产业造成巨大冲击的背景下，公司租赁业务资产质量变化需持续关注。

综合评估，联合资信确定维持中航国际租赁有限公司主体长期信用等级为AAA，维持中航国际租赁有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **租赁业务专业化程度较高，竞争力较强。**2019 年，公司租赁业务在航空、船舶以及公用事业租赁领域保持较好增长，继续保持较强的竞争力。
2. **融资渠道通畅。**2019 年，公司采用较为丰富的融资方式满足业务端资金需求，直接融资和间接融资渠道保持通畅。
3. **收入结构多元化。**公司收入结构趋于多元化，营业收入及净利润持续增长。
4. **租赁资产质量较好。**2019 年，公司不良融资租赁资产率持续下降，租赁资产质量处于行业较好水平。
5. **股东支持力度较大。**中航集团综合财务实力较强，公司作为中航集团唯一融资租赁子公司，能够在业务发展、营销渠道和资本补充等方面得到中航集团的大力支持。

关注

1. **外部经济环境对租赁业务发展带来一定压力。**2019 年，受宏观经济下行、行业竞争加剧及新冠肺炎疫情等因素影响，公司租赁业务的发展受到一定阻碍，需关注未来其资产规模增长的可持续性。
2. **租赁资产面临一定行业和区域集中风险。**公司融资租赁资产存在一定的行业和区域集中风险，且随着其业务多元化发展不断推进，对其风险管理提出了更高要求。
3. **债务规模较大，需关注流动性管理情况。**2019 年，公司杠杆水平有所下降，但仍处于较高水平，同时公司有息负债规模仍较大，加之资产端受限资产规模较大，其流动性管理面临一定压力。
4. **需关注未来公司资本消耗情况。**公司风险资产放大倍数及资产负债率均处于较高水平，需关注业务发展对资本消耗的影响。
5. **需关注监管政策变化对融资租赁行业发展产生的影响。**随着融资租赁公司纳入中国银行保险监督管理委员会监管范畴，未来公司在公司治理体系建设及风险管理方面或将面临一定挑战。

主要财务数据：

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	822.04	1327.55	1487.56
应收融资租赁款净额(亿元)	747.93	1131.97	1228.49
股东权益(亿元)	102.63	146.32	211.36
全部债务(亿元)	689.79	1031.64	1200.62
资产负债率(%)	88.36	88.98	85.79
全部债务资本化比率(%)	87.05	87.58	85.03
流动比率(%)	71.36	92.00	80.85
不良融资租赁资产率(%)	2.13	1.57	1.27
拨备覆盖不良融资租赁资产率(%)	106.02	113.48	156.66
融资租赁资产拨备率(%)	2.26	1.78	1.99
项目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
营业收入(亿元)	55.43	71.64	100.77
净利润(亿元)	10.22	12.62	17.11
成本收入比(%)	17.28	14.28	12.35
平均资产收益率(%)	1.30	1.14	1.22
平均净资产收益率(%)	11.07	10.14	9.57
筹资前现金流量净额/流动负债(%)	-36.82	-76.41	-6.01
筹资前现金流入量/全部债务(%)	52.77	38.87	59.84
EBITDA(亿元)	46.95	63.74	87.02
EBIDA 利息倍数(倍)	1.76	1.60	1.56
全部债务/EBIDA(倍)	14.69	16.19	13.80

注：公司 2020 年一季度度财务报表未经审计；以上财务数据及指标均为合并口径
数据来源：公司审计报告、财务报表及提供数据，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
AAA	稳定	2020.5.26	张博、刘彦良、朱晗	融资租赁企业信用评级方法/融资租赁企业主体信用评级模型	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中航国际租赁有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中航国际租赁有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、主体概况

中航国际租赁有限公司（以下简称“公司”）原名上海中航国际租赁有限公司，成立于 1993 年 11 月，初始注册资本为 500 万美元。2006 年 12 月，以原中国航空工业第一集团公司（2008 年 11 月与中国航空工业第二集团公司重组整合成立中国航空工业集团公司）为首的集团内 13 家公司对公司增资 3.60 亿元，增资后公司注册资本增至 4.30 亿元。2009 年 2 月，公司更名为中航国际租赁有限公司。2009 年 4 月，中国航空工业集团公司（以下简称“中航集团”）将持有的 23.26%的股份无偿划转给中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资”）。近年来，公司以增资扩股、资本公积转增注册资本等方式补充资本。2015 年 11 月，公司的 12 家少数股东将持有股份转让至中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”），公司股东数量减少至 4 家。2019 年 1 月，公司以增资扩股的形式再度增资 25.00 亿元，其中 12.56 亿元计入公司实收资本，其余计入资本公积，西安飞机工业（集团）有限责任公司（以下简称“西飞工业”）和上海航空工业（集团）有限公司（以下简称“上航工业”）未参与本次增资。截至 2019 年末，公司实收资本 99.78 亿元，股东情况见表 1，股权结构图见附录 1。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

表 1　2019 年末股东持股情况　单位：%

股东名称	持股比例
中航资本控股股份有限公司	49.072
中航投资控股有限公司	49.065
西安飞机工业（集团）有限责任公司	1.369
上海航空工业（集团）有限公司	0.494
合计	**100.000**

数据来源：公司提供，联合资信整理

目前，公司设有航运业务部、设备业务部、公共事业部、资金部、财务部等 15 个业务部门。截至 2020 年 3 月末，纳入公司合并报表范围的子公司共计 242 家。其中，上海圆航机电有限公司以经营贸易业务为主；上海航融置业有限公司以房地产开发为主；中航国际控股有限公司、中航工业航空租赁（爱尔兰）有限公司为公司设立的租赁控股平台公司，负责海外租赁业务；其他子公司为公司设立的 SPV 项目公司；公司员工共 222 人。

截至 2019 年末，合并口径下公司资产总额 1487.56 亿元，其中应收融资租赁款净额 1228.49 亿元；负债总额 1276.19 亿元，其中借款余额 609.54 亿元；股东权益 211.36 亿元；不良融资租赁资产率 1.27%，拨备覆盖不良融资租赁资产率 156.66%。2019 年，公司实现营业收入 100.77 亿元，净利润 17.11 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区南泉路 1261 号。

公司法定代表人：周勇。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，公司存续期内且经联合资信评级的债券为10亿元中期票据，债券概况见表2。

表 2　债券概况　单位：亿元、%

债券简称	发行规模	期限	债券利率	到期兑付日期
20 中航租赁 MTN001	10.00	3 年	3.40	2023 年 6 月 12 日

数据来源：中国货币网，联合资信整理

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 3），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. 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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三

产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，

大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆

率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

4. 行业分析

目前，公司主要收入来源于融资租赁业务，属于融资租赁行业。近年来，融资租赁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。联合资信对融资租赁行业的展望为“稳定”。

近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，但增速有所放缓；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。2017—2019 年年末较年初增幅分别为 35.39%、21.71%和 3.00%，融资租赁公司数量增速有所放缓。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 12130 家；其中，金融租赁公司 70 家，较年初增加 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，但增速有所放缓，2017—2019 年年末较年初增幅分别为 14.07%、9.38%和 0.06%；其中 2019 年末金融租赁公司合同余额最大，为 2.50 万亿元，较年初变化不大，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，均较年初变化不大。

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，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处于较低水平，截至 2019 年末，融资租赁行业渗透率为 2.65%。

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了甚至清退情况。

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。

“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。

四、公司治理及内部控制

公司基本建立了适合自身发展的公司治理架构，公司治理机制运行较好；公司的实际控制人中航集团能够在公司经营方面给予公司较大支持；公司持续健全内控制度体系建设，目前的内控体系基本能够满足公司现阶段业务发展的需要；但随着公司业务规模的增长，公司审计团队的建设工作有待加强。

截至 2020 年 3 月末，公司股东中除上海航空工业（集团）有限公司外，其余均为中航集团子公司。国务院国资委持有中航集团 100%股权，公司实际控制人为国务院国资委。公司控股股东所持有的公司股权不存在质押情况。

公司根据《公司法》及相关法律、行政法规的规定和要求，建立了由股东会、董事会、监事会及经理层组成的公司治理架构，并制定了相关议事规则。

股东会是公司的最高权力机构，对公司经营和管理拥有最高决策权。公司设有董事会，董事会为股东会的执行机构，对股东会负责。公司董事会由 7 名成员组成，其中股东董事 5 名、职工董事 1 名、独立董事 1 名；董事长 1 名，由股东委派。公司董事会下设战略发展委员会、风险管理委员会、审计人事委员会和薪酬管理委员会等专门委员会。董事长周勇先生，历任中航工业上海资产经营管理有限公司总经理、董事长，航空工业浦东开发中心主任兼党委书记等职务；2017 年 8 月至今任公司党委书记、董事长。具备深厚行业背景以及公司管理经验。近年来，公司召开多次董事会会议，审议通过了修订公司章程、增资扩股方案、发行债券、向各合作银行申请信贷等多项议案。

公司监事会由 5 名监事组成，其中股东监事 3 名，分别由中航资本控股股份有限公司、中航投资控股有限公司以及上海航空工业（集团）有限公司委派；职工监事 2 名。近年来，公司监事会按照公司章程召开会议，对董事及高级管理人员的履职情况、财务状况、经营管理等进行监督评价，较好地履行了监督职能。

公司经理层作为公司的执行机构，对董事会负责。公司经理层设总经理 1 名及副总经理 5 名。总经理赵祝平先生，高级经济师，历任中航商用飞机有限公司董事，上海航空发动机制造股份公司法定代表人、专职董事长等职务。2017 年 1 月至今任公司总经理、党委副书记。

经理层能够按照公司章程及董事会授权开展日常经营管理，并接受监事会的监督。

公司设立了较为清晰的前中后台部门。前台业务部门主要负责市场开拓、产品营销及管理、客户开发及管理等。中后台部门主要包括风险管理部、资产管理部及财务部、资金部、纪检审计部和综合管理部等后台部门。公司组织架构图见附录 2。

法务审计部负责公司的法务工作和内部审计工作。近年来，风险管理部根据公司审计工作安排及监管要求，开展内部审计工作，审计内容主要涵盖租赁项目程序合规性的审查及租后管理执行情况、投资类项目风险审查等。此外，针对审计中发现的问题，公司法务审计部及时落实反馈，并对整改情况进行后续跟踪监督，确保整改的完成效果。

五、主要业务经营分析

1. 经营概况

2019 年，受控制财务杠杆影响，公司租赁业务规模增速放缓。

公司是经商务部、国家税务总局批准的国内首批内资融资租赁企业，也是国内目前唯一一家央企投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司。近年来，公司以“点面结合、条块结合”为业务开发策略，突出重点行业领域，通过扶持重点企业带动整个行业和地区的经济发展。目前，公司的租赁业务已覆盖多个行业，其中飞机、大型设备、船舶、公用事业为四大核心行业；标的物主要集中在大宗设备，重点开发飞机、船舶、基建设施、冶金及化工、能源的专业化租赁项目。

公司的融资租赁业务以售后回租为主。近年来，得益于自身专业化经营及股东的大力支持，公司融资租赁业务持续发展。2019 年以来，出于控制财务杠杆考虑，公司适度控制资金融入规模，受此影响，公司租赁资产规模增速明显放缓。2019 年，公司新增租赁合同 403 个，新增租赁项目实际投放金额 692.85 亿元。截至 2019 年末，公司租赁资产总额 1415.17 亿元，较上年末增长 12.22%；其中，航空租赁、船舶租赁、设备租赁和公用事业租赁的资产总额占比分别为 29.90%、10.91%、30.57%和 28.62%。

2. 业务经营分析

公司下设商用航空业务部、通用航空业务部、航运业务部、设备业务部、公用事业部，分别对接各自业务板块。

（1）航空租赁业务

2019 年，公司航空租赁业务稳步发展，海外平台的夯实丰富了其航空产品体系。另一方面，受宏观经济下行、行业竞争加剧及全球新冠肺炎疫情等因素影响，公司在航空租赁领域新增投放量增长受阻；加之航空租赁属于资金密集型行业，需关注此类业务对公司流动性及资产负债期限管理等方面带来的压力；同时对于境外项目，需关注当地经济环境、政策等方面变化对公司业务发展带来的影响。

公司依托中航集团强大的航空产业背景，不断开拓国内外飞机租赁市场，加快产业布局，搭建多元化的航空产品体系。一方面，公司承担了中航集团国产民用飞机的市场拓展职责，推动各类国产飞机在国内航空领域的普及和市场化运营。另一方面，公司通过不同形式的业务平台开展市场化的航空租赁运作，选择机型逐渐向国际主流机型发展。在租赁平台建设方面，公司已完成了在境外、保税区、自贸区三个飞机租赁平台的搭建，并相继开展 SPV 公司模式的航空租赁业务，为公司航空租赁业务的发展创建了良好条件。

公司航空租赁业务主要为直接租赁和经营租赁业务，业务模式主要为向上游飞机制造商订购飞机并租赁给航空公司。公司与波音公司、空中客车公司等达成持续的飞机采购合作协议；为了加强市场竞争力，加快国际化战略布局，公司还与庞巴迪宇航、巴西航空等国外飞机制造商进行了战略合作与洽谈，为开展飞机租赁

及开拓国际市场搭建了良好的合作平台。公司航空租赁业务的下游承租人主要为航空公司和通用航空公司，承租人在接收飞机后投入运营，形成的经营收入作为支付租金的来源。承租人主要分布在京津及东部地区，少数承租人位于西南和华南地区。公司航空租赁业务的平均租赁期限为10~12年，租赁利率范围为2.76%~5.48%。

航空租赁业务是公司战略规划的核心业务板块，2019年以来，公司航空租赁业务稳步发展。2019年，公司在航空租赁领域新增投放量为152.39亿元。截至2019年末，公司航空租赁资产余额423.13亿元，较上年末增长16.48%，占租赁资产总额的29.90%。

（2）船舶租赁业务

2019年，公司船舶租赁业务体系逐步成熟，业务种类不断丰富，专业化水平得到提升，在船舶租赁领域的新增投放量持续增长。另一方面，船舶租赁业务专业性较强，对公司风险防控提出更高要求；同时对于境外项目，需关注当地经济环境、政策等方面变化对公司业务发展带来的影响。

公司已在船舶租赁领域形成了成熟的业务体系，以“定位主流船型、准确评估船价、加强船厂合作、关注客户现金流”为策略重点，加强与船厂的合作，有序开展业务转型与模式创新。公司的业务团队均具有一定船舶从业经验，该团队与全国的造船企业、航运公司、评估机构建立了较为密切的联系，对中国航运及金融市场有深度了解，通过对船舶价值的评估以及承租人的运输业务量分析，寻找具有长期航运业务、现金流稳定的企业作为目标客户。近年来，运价的持续走低对干散货船客户的经营带来较大压力，公司业务团队一方面深入分析市场及客户，将服务对象向上游高端客户延伸，加强与船厂、船东的合作，与中外合资大型企业集团签署战略合作协议，与大型国有背景的航运公司等开展合作；另一方面，主动降低业务中干散货船舶比例，控制单体船舶的融资金额，在沥青船、液化气船和化学品船等船型领域开发新业务，成功运用SPV单船业务模式在香港成功操作了船舶租赁项目，提升了公司的业务专业化水平。

公司船舶租赁业务主要为直接租赁和售后回租业务，直接租赁业务的上游是国内的造船企业，公司向其订购符合承租人要求的船舶并交付给承租人使用。目前，公司船舶租赁板块的上游包括天津新港船舶重工有限责任公司、上海船厂有限公司、扬子江造船集团股份有限公司等；下游承租人主要为航运公司，承租人在接收船舶后投入运营，形成的运输收入作为支付租金的来源。承租人主要分布在我国华东和华南地区，少数位于东北地区。公司船舶租赁的平均租赁期限为6~10年，租赁利率范围为4.58%~5.81%。

2019年，公司大力开拓船舶租赁业务，新增投放金额持续增长。2019年，公司在船舶租赁领域的新增投放量为75.86亿元。截至2019年末，公司船舶租赁资产余额为154.37亿元，较上年末增长36.16%，占租赁资产总额的10.91%。

（3）设备租赁业务

公司设备租赁领域加速转型，持续加强与集团股东的业务协同，专业化程度不断提升。另一方面，2019年，出于谨慎经营考虑，公司控制设备租赁领域的业务投放力度。未来需关注租赁客户信用风险上升对公司业务发展带来的挑战。

公司以国家产业结构调整和优化升级为导向，不断加快行业技术改造，提升企业经济效益；融入地方区域经济的号召，与各级地方政府开展战略合作，服务当地企业；实施多元化的发展战略，根据与设备有关的融资、促进销售、盘活资产、改善财务结构等客户需求，为企业提供融资租赁、资产管理等多方位服务。此外，公司计划加强与国内外大型设备制造商的合作，开发集团外的促销租赁业务。目前，设备租赁是公司盈利的主要来源，业务对象主

要为大型成套设备，客户群体定位于国有企业、上市公司和优质民营企业。

公司设备租赁的业务方式主要为售后回租，直接租赁规模占比小。在该板块涉及的客户方面，公司下游主要对接承租人，少数直接租赁业务的上游客户是设备制造商或供应商，下游客户主要为国内制造型或生产型企业单位，客户群体分散在全国各地，东部地区客户群体占比接近 40%，其余客户主要分布于西南和西北地区。

2019 年，公司将原设备租赁板块的基础设施租赁业务剥离并由成立的公用事业部负责；目前，公司设备租赁业务的行业分布主要包括机械设备、钢铁、化工、绿色能源等。机械设备方面，公司以中央企业、地方国企和上市公司为主要客户；对于单笔承租项目，公司要求承租企业提供上级单位的保证或实物抵押等作为担保条件。钢铁行业方面，公司主要向国内排名前列、具有国有背景的钢铁企业提供融资租赁服务，此类客户整体生产和销售稳定，在未来几年内不存在产能被淘汰的可能性；同时，公司要求承租企业提供保证或实物抵押等作为担保条件。绿色能源方面，公司针对绿色能源项目选择国有企业或国有控股企业作为基本条件；针对国家的绿色产业政策，要求承租人的拟租赁资产符合政策要求、具有持续经营能力并有第三方保证或资产抵质押条件。公司设备租赁的平均租赁期限为 3~5 年，租赁利率范围为 4.75%~6.50%。

2019 年，公司把握市场需求，持续开展大型成套设备的融资租赁业务；但受宏观经济下行、产业结构转型等因素影响，公司设备租赁领域租赁资产规模有所下降。截至 2019 年末，公司设备租赁资产余额 432.68 亿元，较上年末下降 6.32%，占租赁资产总额的 30.57%。

（4）公用事业租赁业务

2019 年，公司公用事业租赁业务呈较好发展态势，形成了较强的竞争优势。另一方面，在宏观经济下行、金融监管趋严、行业竞争加剧的背景下，公司公用事业租赁资产增长的可持续性需持续关注。

2019 年，公司将原设备租赁业务板块中的基础设施类租赁业务剥离并由新成立的公用事业部管理。目前，公司公用事业租赁业务主要包括城市道路交通基础设施、城市管网建设和改造、污水处理和垃圾处理设施以及城市综合保障系统；项目主要为供水、采暖、供气等公用事业类租赁项目。

公司公用事业租赁业务选择的客户是以承租人主体评级在 AA 及以上的客户，以是否能够通过自身经营产生收入和现金流偿还租金作为项目实施的评判标准；同时，公司还综合考虑国家政策、承租人所在地区的财政收入状况、第三方担保实力以及可提供的抵质押物价值等因素；公用事业租赁项目均采用售后回租的方式；项目主要集中在东部、中部、西南地区以及沿海城市的 1~3 级县市。

2019 年，在国家加大基础设施建设的政策推动下，公司公用事业租赁资产规模稳步提升。2019 年，公司在公用事业租赁领域新增投放金额 216.60 亿元。截至 2019 年末，公司公用事业租赁资产余额 404.99 亿元，较上年末增长 25.54%，占租赁资产总额的 28.62%。

六、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。其中，合并财务报表的合并范围包括设立的多家置业、贸易、租赁子公司以及设立的 SPV 项目公司。

1. 资产质量

2019 年，受负债规模增速放缓影响，公司资产规模增速有所放缓；租赁资产质量持续向好，拨备保持较为充足水平；值得注意的是，公司所有权或使用权受限的资产账面价值占资产总额的比重较高，需关注其对流动性的影响。

2019 年以来，受负债端资金规模增速放缓影响，资产规模增速亦有所放缓。截至 2019 年末，公司资产总额 1487.56 亿元，较上年末增长 12.05%，主要由应收融资租赁款净额、现金类资产及其他类资产构成（见表 4）。

表4　公司资产结构　　单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	30.75	3.49	65.76	4.95	55.31	3.72
应收融资租赁款净额	747.93	84.80	1131.97	85.27	1228.49	82.58
投资类资产	2.33	0.26	0.40	0.03	1.86	0.12
其他类资产	101.03	11.45	129.42	9.75	201.90	13.57
合计	**822.04**	**100.00**	**1327.55**	**100.00**	**1487.56**	**100.00**

注：应收融资租赁款净额包括一年内到期的应收融资租赁款净额和长期应收融资租赁款净额
其他类资产包括应收账款、预付款项、其他应收款、存货、其他流动资产、固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用、递延所得税资产
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年以来，受压降财务杠杆影响，用于投放租赁资产的资金规模增速放缓，年末租赁资产增速同比有所放缓。截至 2019 年末，公司应收融资租赁款净额 1228.49 亿元，较上年末增长 8.53%，占资产总额的 82.58%。从期限结构来看，剩余期限 1 年以内、1 年至 2 年、2 年以上的应收融资租赁款分别占比 27.34%、23.86%和 48.80%。

公司的租赁业务主要集中在设备领域，2019 年，随着业务结构的逐步优化，设备领域租赁业务的占比有所下降，航空和船舶领域租赁业务的占比有所上升。截至 2019 年末，公司在设备领域投放的资产余额占租赁资产总额的 30.57%，航空领域租赁资产余额占比 29.90%，公共事业领域租赁资产余额占比 28.62%，船舶领域租赁资产余额占比 10.91%（见表 5）。

表5　公司融资租赁业务行业分布情况　　单位：%

2017 年末		2018 年末		2019 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
设备	33.76	设备	36.62	设备	30.57
公用事业	28.84	航空	28.80	航空	29.90
航空	28.22	公用事业	25.58	公用事业	28.62
船舶	9.18	船舶	8.99	船舶	10.91
合计	**100.00**	**合计**	**100.00**	**合计**	**100.00**

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

公司对其管理的租赁资产进行分级管理，参照中国人民银行的《贷款风险分类指导原则》和《银行贷款损失准备计提指引》，结合公司的租赁资产管理制度和内部准则，按照承租人还款的可能性以及应收租赁款项的可回收性，将租赁资产分为正常、关注、次级、可疑、损失五级。同时，公司按照承租人的企业性质、行业、规模、财务指标等因素，将五级分类进一步细化为十二级分类。2019 年，公司加大不良融资租赁资产的清收处置力度，逐步优化租赁业务结构，不良融资租赁资产率持续下降，租赁资产质量持续改善。2019 年，全年核销不良融资租赁资产 9.60 亿元。截至 2019 年末，公司不良融资租赁资产余额 15.98 亿元，不良融资租赁资产率 1.27%；关注类融资租赁资产余额 12.21 亿元，占租赁资产总额的 0.97%（见表 6）。公司根据应收融资租赁资产五级分类的要求计提减值准备。2019 年，随着应收融资租赁

资产质量不断改善，加之加大减值准备计提力度，公司拨备覆盖水平有所提升。截至 2019 年末，公司应收融资租赁款减值准备余额为 25.04 亿元，拨备覆盖不良融资租赁资产率为 156.66%，融资租赁资产拨备率为 1.99%，拨备较充足。

表6　融资租赁业务资产质量情况　　单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	733.72	95.89	1127.30	97.39	1225.34	97.75
关注	15.18	1.98	12.00	1.04	12.21	0.97
次级	4.34	0.57	7.82	0.68	10.48	0.84
可疑	11.96	1.56	10.34	0.89	5.51	0.44
损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	**765.20**	**100.00**	**1157.46**	**100.00**	**1253.54**	**100.00**
不良融资租赁资产	**16.30**	**2.13**	**18.16**	**1.57**	**15.98**	**1.27**
应收融资租赁款减值准备余额		**17.28**		**20.60**		**25.04**
拨备覆盖不良融资租赁资产率		**106.02**		**113.48**		**156.66**
融资租赁资产拨备率		**2.26**		**1.78**		**1.99**

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

公司投资类资产规模小，占资产总额的比重低。截至 2019 年末，公司投资类资产余额 1.86 亿元，占资产总额的 0.12%。其中，投资性房地产 0.57 亿元，长期股权投资 1.24 亿元，其他权益工具投资 0.05 亿元。

公司其他类资产包括应收账款、预付款项、固定资产和在建工程等，主要来源于公司的非融资租赁业务。截至 2019 年末，公司其他类资产余额 201.90 亿元，占资产总额的 13.57%。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值为 581.43 亿元，占资产总额的 39.09%，占比较高，主要为借款抵质押、借款保证金以及专项计划专户资金。

2. 资本与杠杆水平

公司融资渠道通畅，负债来源较为稳定，能够较好的支撑经营所需的资金需求。2019 年，公司完成增资，资本实力不断提升，杠杆水平有所下降。另一方面，公司财务杠杆仍处于较高水平，未来在去杠杆的过程中，其流动性管理情况需保持关注。

公司营运及租赁项目资金主要来源于自有资金、银行借款以及债券融资等，融资渠道较为通畅。2019 年下半年，在宏观去杠杆的背景下，公司适度控制财务杠杆水平，压降资金融入规模，年末负债增速有所放缓。截至 2019 年末，公司负债总额为 1276.19 亿元，较上年末增长 8.04%，主要由借款、债券融资及长期应付款等构成（见表 7）。

表7　公司负债结构　　单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借款	420.89	54.00	596.59	50.51	609.54	47.76
债券融资	268.90	34.50	373.55	31.62	420.88	32.98
长期应付款	73.01	9.37	118.43	10.03	151.29	11.85
其他类负债	16.61	2.13	92.65	7.84	94.49	7.40
合计	**779.41**	**100.00**	**1181.23**	**100.00**	**1276.19**	**100.00**

注：借款包括短期借款、长期借款（包含一年内到期的长期借款）；长期应付款包含一年内到期的长期应付款
其他类负债包括应付票据、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费、应付利息、除保证金外的其他应付款和递延收益
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年下半年以来，公司减少借款力度以控制杠杆水平。受此影响，公司年末借款余额增速放缓，借款对象主要为银行，借款类别主要为信用借款和质押借款。截至 2019 年末，公司借款余额为 609.54 亿元，较上年末增长 2.17%，占负债总额的 47.76%。从期限结构来看，截至 2019 年末，公司长期借款余额占借款余额的比重分别为 55.33%、65.38%和 61.64%。

公司通过在银行间市场发行超短期融资券、短期融资券、中期票据以及非公开定向债务融资工具等，并在上海证券交易所发行公司债券以及在海外发行美元债券，进一步拓宽公司的融资渠道。2019 年，公司债券融资余额持续增长。截至 2019 年末，公司负债端债券融资余额为 420.88 亿元，较上年末增长 12.67%，占负债总额的 32.98%。其中，超短期融资券和短期融资券余额合计 42.55 亿元；公开和非公开公司债券以及中期票据余额合计 378.33 亿元。从债券期限结构来看，截至 2019 年末，公司 1 年内到期债券占债券融资余额的比重为 16.60%，债券期限结构有所优化。

公司长期应付款主要为租赁业务保证金，近年来长期应付款规模持续增长。截至 2019 年末，公司长期应付款余额为 151.29 亿元，占负债总额的 11.85%。

2019 年，公司先后通过利润留存、发行权益工具以及增资扩股的方式补充资本。2019 年 1 月，公司开展增资扩股事项，共募集资金 25.00 亿元，其中 12.56 亿元计入公司实收资本，其余计入资本公积。截至 2019 年末，公司股东权益 211.36 亿元，其中实收资本 99.78 亿元，其他权益工具 30.00 亿元，资本公积 33.42 亿元，盈余公积 5.07 亿元，未分配利润 28.85 亿元。

从杠杆水平来看，2019 年，随着增资扩股事项完成，加之公司控制债务规模大幅增长，整体财务杠杆水平有所下降，但仍处于较高水平。截至 2019 年末，公司资产负债率为 85.79%（见表 8），应收融资租赁款净额与股东权益的比例为 5.81 倍，全部债务资本化比率为 85.03%。

表 8　公司杠杆水平　单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
全部债务	689.79	1031.64	1200.62
应收融资租赁款净额/股东权益	7.29	7.74	5.81
全部债务资本化比率	87.05	87.58	85.03
资产负债率	88.36	88.98	85.79

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 经营效率和盈利能力

2019 年，公司营业收入和净利润均持续增长；但在去杠杆的背景下，其业务发展速度趋缓，未来盈利水平变化情况需持续关注。

公司开展的融资租赁和经营租赁业务，以收取的租（金）息扣除其融资成本后盈余的息差作为主要的盈利来源。公司一般采用浮动利率进行租赁业务定价，该利率为一个基准利率加上预先设置的利差。公司营业收入及成本主要来源于融资租赁和经营租赁。2019 年，公司营业收入持续增长，并带动营业净收入的增长。2019 年，公司实现营业收入 100.77 亿元，较上年度增长 40.66%。其中融资租赁和经营租赁实现营业收入 99.35 亿元；营业净收入 43.73 亿元（见表 9）。其中，融资租赁和经营租赁营业净收入 30.21 亿元，占营业净收入的 98.59%。

表9　公司盈利指标　　单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	55.43	71.64	100.77
营业成本	27.22	41.18	57.04
营业净收入	28.21	30.46	43.73
销售及管理费用	9.58	10.23	12.45
资产减值损失/信用减值损失	6.42	7.05	14.04
净利润	10.22	12.62	17.11
成本收入比	17.28	14.28	12.35
平均资产收益率	1.30	1.14	1.22
平均净资产收益率	11.07	10.14	9.57

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年，公司成本控制能力较好，成本收入比整体呈下降趋势。2019 年，公司销售及管理费用为 12.45 亿元，成本收入比为 12.35%。资产减值准备方面，公司严格按照租赁资产五

级分类情况计提减值损失。2019 年，公司新增计提信用减值损失 14.04 亿元。得益于租赁业务良好的发展态势及较好的成本控制能力，2019 年，公司净利润持续增加。2019 年，公司实现净利润 17.11 亿元。从收益率指标看，公司平均资产收益率为 1.22%，平均净资产收益率为 9.57%。

4. 现金流

公司业务经营对于筹资性现金流的依赖程度较高，但考虑到公司融资渠道较为多元化，融资能力较强，公司整体现金流趋于宽松。随着公司租赁资产规模的增长，公司经营活动产生的现金流呈净流出状态；2019 年，由于租赁资产投放力度减弱，净流出规模有所减少；2019 年，投资活动产生的现金流由净流出转为净流入状态，主要是公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金规模增加所致；筹资活动产生的现金流保持净流入状态，由于筹资力度减小，净流入规模有所收缩。截至 2019 年末，公司现金及现金等价物余额为 37.46 亿元（见表 10）。从现金流保障程度来看，2019 年，由于租赁业务规模持续扩张，且租赁期限相对较长，公司筹资前现金流量净额为负，无法为债务提供保障。

表10 公司现金流情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	-123.41	-302.25	-79.24
投资活动产生的现金流量净额	-4.92	-16.55	48.86
筹资活动产生的现金流量净额	129.11	337.95	20.63
现金及现金等价物净增加额	0.47	19.67	-9.44
年末现金及现金等价物余额	27.23	46.89	37.46
筹资前现金流量净额/流动负债	-36.82	-76.41	-6.01
筹资前现金流入量/全部债务	52.77	38.87	59.84

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力

公司股东背景良好，融资渠道通畅，整体偿债能力极强。为满足融资租赁业务快速发展的资金需求，公司通过银行贷款及公开、非公开发行债券等方式拓宽资金来源。从短期偿债能力来看，2019 年，流动比率有所下降，但仍处于较好水平。截至 2019 年末，公司流动比率为 80.85%（见表 11），短期偿债能力较好。

表11 公司偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项目	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	71.36	92.00	80.85
EBITDA	46.95	63.74	87.02
全部债务/EBITDA	14.69	16.19	13.80
EBITDA 利息倍数	1.76	1.60	1.56

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

从长期偿债能力来看，2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.56 倍，公司盈利对利息支出的保障能力好；全部债务/EBITDA 指标为 13.80 倍；截至 2020 年 3 月末，公司在各金融机构授信总额 1114.00 亿元，其中已使用授信额度 635.49 亿元，未使用额度 478.51 亿元。公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较弱，但考虑到公司较大规模的银行授信额度、融资渠道趋于多元化以及国有股东支持等因素，公司的整体偿债能力极强。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2020 年 6 月 9 日，公司未曾发生信贷违约事件，过往履约情况良好。公司存续期内债券均正常兑付，资信良好。

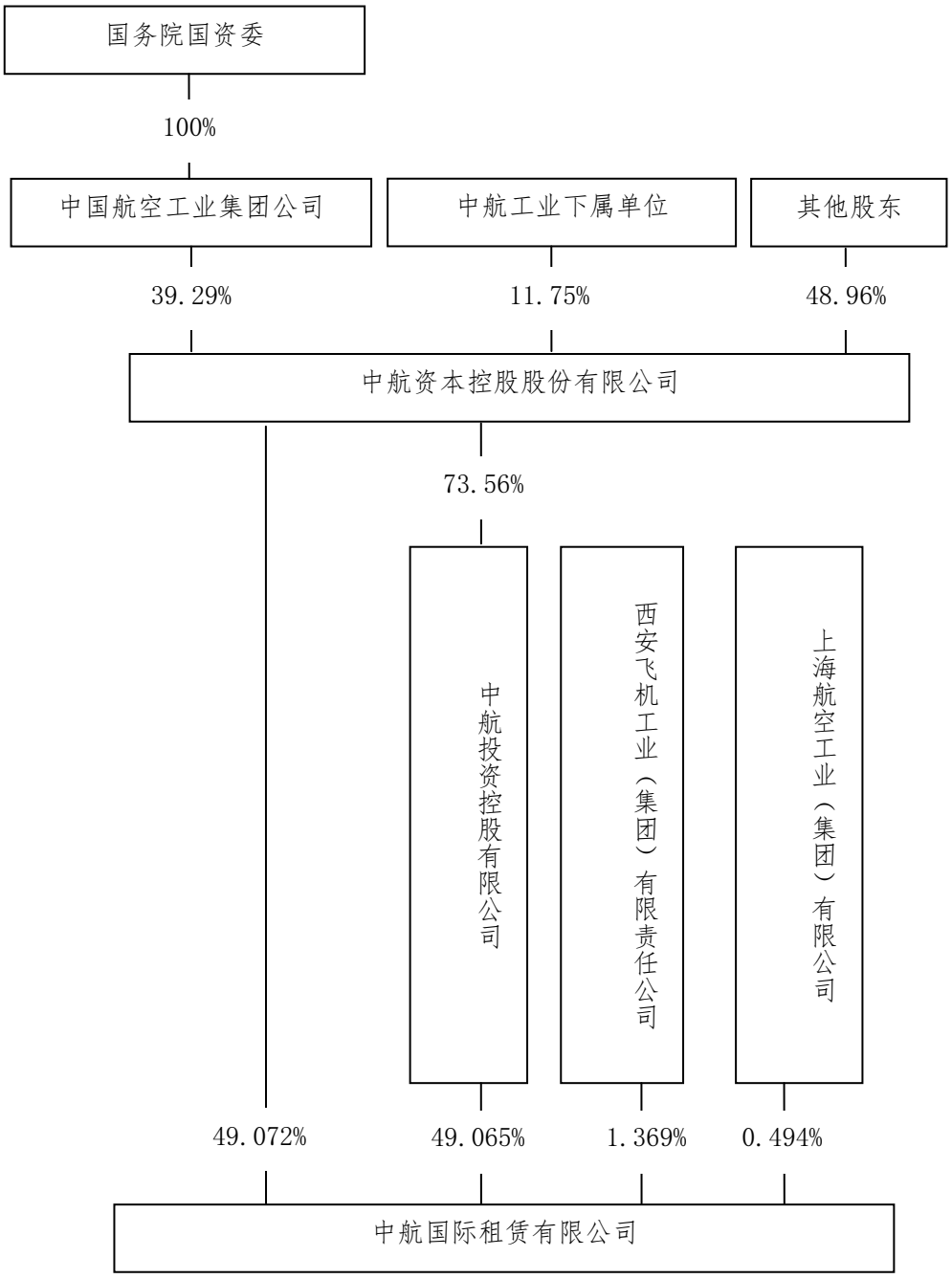
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务实力，以及中航集团实力和支持力度等因素综合判断，公司整体抗风险能力极强。

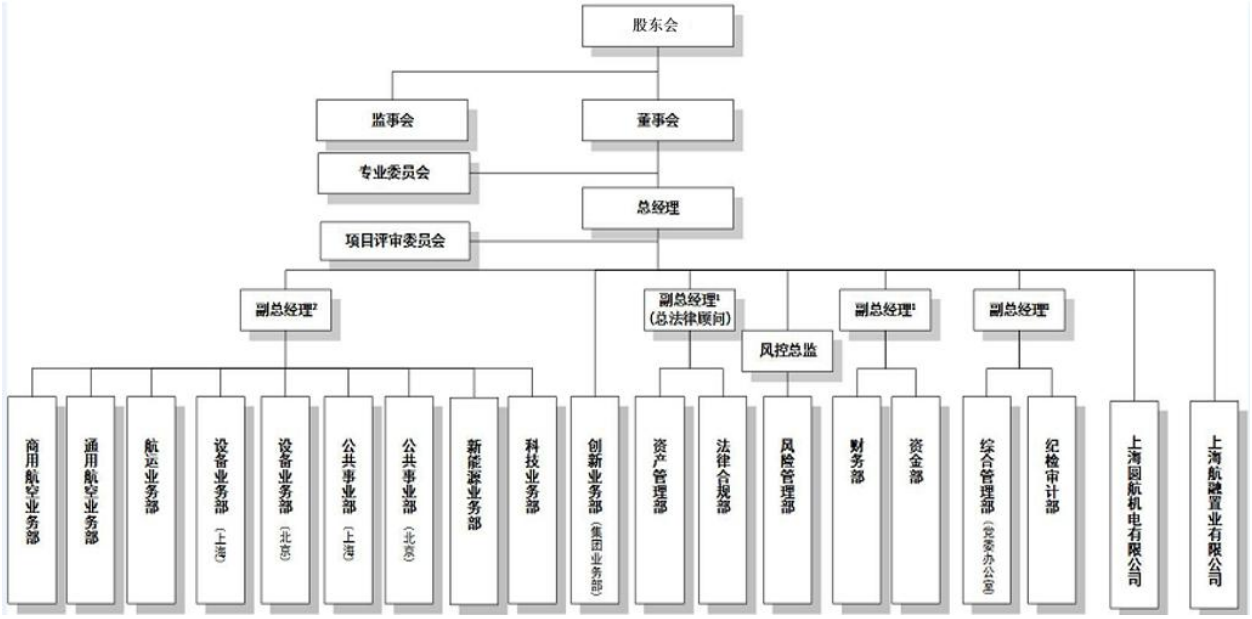
七、结论

综合评估，联合资信确定维持中航国际租赁有限公司主体长期信用等级为AAA，维持中航国际租赁有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附录 1　2019 年末公司股权结构图



附录 2　2019 年末公司组织架构图



附录 3　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产质量及拨备水平指标	
应收融资租赁款净额	应收融资租赁款总额-未实现融资收益-减值准备
不良融资租赁资产率	不良应收融资租赁资产余额/应收融资租赁资产总额×100%
拨备覆盖不良融资租赁资产率	融资租赁资产减值准备余额/不良融资租赁资产余额×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%
客户集中度指标	
最大单一客户融资集中度	最大单一客户融资余额/资本净额×100%
前五大客户融资集中度	前五大客户融资余额/资本净额×100%
现金流量指标	
筹资前现金流量净额/流动负债	筹资前现金流量净额/流动负债×100%
筹资前现金流入量/全部债务	筹资前现金流入量/全部债务×100%
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产/流动负债×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
杠杆指标	
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+股东权益)×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
盈利指标	
营业净收入	营业收入-营业成本
平均净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2]×100%
平均资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%

注：全部债务=短期借款+其他流动负债+长期借款（含 1 年内到期的长期借款）+应付债券+其他非流动负债中的中期票据和私募债务融资工具
由于将公司将利息支出计入了营业成本，且营业成本中利息支出占比较高，故用营业成本代替利息支出来估算偿债能力指标
EBITDA=利润总额+营业成本+固定资产折旧+摊销
利息支出=营业成本
现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
投资类资产=可供出售金融资产+投资性房地产

附录 4-1　融资租赁公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信将融资租赁公司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　融资租赁公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信融资租赁公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 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