

信用评级公告

联合〔2020〕4440号

联合资信评估股份有限公司通过对中航国际租赁有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中航国际租赁有限公司主体长期信用等级为 AAA，中航国际租赁有限公司面向专业投资者公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA，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：



二〇二〇年十二月三日

中航国际租赁有限公司

公开发行2020年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况

本期公司债券发行规模：不超过 25 亿元（含）

本期公司债券期限：本期债券分两个品种，品种一基础期限为 1 年，以每 1 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 1 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券

偿还方式：在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次；若发行人在续期选择权行权年度，选择延长本期债券期限，则本期债券的期限自该计息年度付息日起延长 1 个周期。若发行人在续期选择权行权年度，选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日即为本期债券的兑付日；本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务

募集资金用途：本期发行公司债券的募集资金拟全部用于偿还公司债务、补充营运资金

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中航国际租赁有限公司（以下简称“中航租赁”或“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“中航工业”）唯一的租赁业务平台，在集团系统中具有重要战略意义；控股股东中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”）为 A 股上市公司，是中航工业的重要金融投资平台，依托中航工业在客户资源、营销渠道、资本金等方面的支持。近年来公司资本实力持续增强，截至 2019 年末公司注册资本排名行业前列；公司租赁业务规模持续扩大，收入及利润规模持续增加；融资渠道多元化且融资成本较低，2017—2019 年公司应收融资租赁款不良率持续下降；公司资产质量较好，盈利能力较强。

同时，联合资信关注到近年来随着宏观经济下行压力带来的信用风险攀升，需对公司租赁资产质量保持关注；另外，公司债务规模较大且负债率较高，债务水平较高。

随着股东的持续支持和公司自身战略发展的推进，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，公司主体偿债风险极低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **股东实力很强，且对公司支持力度较大。**公司作为中航工业下属唯一的租赁业务平台，在集团系统中具有重要战略意义，在业务发展能获得集团大力支持；近年来公司控股股东中航资本及其他中航工业下属子公司持续对公司注资，公司资本实力强，且逐年稳定增长，截至 2019 年末注册资本排名行业前列。
2. **公司具有很强的业务竞争力，盈利能力较强。**公司租赁业务主要为设备类、航空及船舶租赁，近年来公司租赁业务规模及收入持续增长，盈利能力较强。
3. **公司融资渠道较丰富，融资成本较低。**公司融资渠道多样，直接及间接融资渠道畅通，并且融资成本较低。

评级时间：2020 年 12 月 3 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	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	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	1
			未来发展	2
财务风险	F2	流动性		2
		偿付能力	资本充足性	2
			盈利能力	3
			资产质量	4
		调整因素和理由		
公司作为中航工业唯一的租赁业务平台，在集团系统中具有重要战略意义，在业务发展能获得集团大力支持				+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

分析师：贾一晗

张晨露

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

关注

1. 外部信用风险攀升，资产质量仍面临下行压力，新冠疫情会对公司短期内业务的开展带来一定影响。近年来对于宏观经济下行压力带来的信用风险攀升现象，公司应收融资租赁款不良率有所下降，但仍需对公司租赁资产质量保持关注。2020 年初以来，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情。受疫情影响，租赁公司的存量融资租赁业务风险逐步暴露，疫情对交通运输等行业产生较大冲击，相关行业承租人的还本付息能力有所下降。公司作为国内大型飞机船舶租赁公司，短期内业务的开展受到了一定的影响。
2. 过剩产能行业的不良资产占比较大。公司不良资产集中于设备租赁板块，在过剩产能行业的比例仍然较大，需对不良资产规模的增长及清收情况保持关注。
3. 债务规模持续增长，债务水平较高。随着公司业务的发展，融资需求迅速增长，债务规模逐年增加，公司债务规模较大且负债率较高，债务水平较高。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	882.04	1327.55	1487.56	1593.79
所有者权益（亿元）	102.63	146.32	211.36	213.53
不良率（%）	2.13	1.57	1.27	1.33
拨备覆盖率（%）	106.02	113.48	156.66	144.87
短期债务（亿元）	330.99	321.40	451.01	451.71
全部债务（亿元）	689.79	1031.64	1200.62	1292.55
营业收入（亿元）	55.43	71.64	100.77	48.50
利润总额（亿元）	13.62	16.56	22.18	12.66
杠杆倍数（倍）	8.30	8.49	6.79	7.14
总资产收益率（%）	1.30	1.14	1.22	0.63
净资产收益率（%）	11.07	10.14	9.57	4.54
流动比率（%）	71.36	92.00	80.85	89.68
EBITDA（亿元）	46.95	63.74	87.02	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.60	1.56	/
全部债务/EBITDA（亿元）	14.69	16.19	13.80	/
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.88	2.55	3.48	/

注：1. 公司 2020 年半年度财务报表未经审计；

资料来源：公司提供，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	2020/8/10	贾一晗 张晨露	融资租赁行业信用评级方法	阅读全文
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 V3.0.201907 融资租赁企业主体信用评级模型 V3.0.201907	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次（期）债项，有效期为本次（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：

 张晨露
联合资信评估股份有限公司

中航国际租赁有限公司

公开发行2020年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中航国际租赁有限公司（以下简称“公司”或“中航租赁”）原名“上海中航国际租赁有限公司”，1993 年由中国航空技术国际控股有限公司（原“中国航空技术进出口总公司”）、中国工商银行北京信托投资公司与中国电子租赁有限公司共同出资设立，初始注册资本为 500 万美元。1994 年 8 月，公司更名为“中航国际租赁有限公司”。

1997 年 12 月，公司进行改制，注册资本为 0.40 亿元（其中中国航空技术进出口总公司出资 0.32 亿元，中国农业银行江西省信托投资股份有限公司出资 0.08 亿元），企业类型为有限责任公司。

2003 年 8 月，公司注册资本变更为 0.70 亿元。2006 年 12 月，以中国航空工业第一集团公司（2008 年重组为中国航空工业集团公司，以下简称“中航工业”）为首的集团内十三家公司对公司实施重组增资，增资后的注册资本为 4.30 亿元。2009 年 2 月，根据董事会决议，公司更名为现名。2009 年 4 月中航工业将其持有 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”）。2009 年 12 月，由中航投资等其他投资者对公司增资，增资后的注册资本为人民币 8.50 亿元。2011 年 2 月，中航投资等股东对公司增资 6.50 亿元，增资后注册资本为 15.00 亿元。2012 年 7 月和 2013 年 2 月，公司先后两次增资合计 5.00 亿元，增资后注册资本为 20.00 亿元。2013 年 12 月和 2014 年 3 月，公司先后两次增资合计 7.26 亿元，增资后注册资本为 27.26 亿元。2014 年 5 月，公司将资本公积 10.64 亿元转增注册资本，注册资本变更为 37.90 亿元，原各股东持股比例不变。

2015 年 11 月，中航资本控股股份有限公司（以下简称“中航资本”）向公司原股东购买其持有的 30.95% 的股权，股权转让后成为公司第二大股东，第一大股东仍为中航投资，持股比例 65.80%。2015 年 12 月，中航投资对公司增资 20.00 亿元（其中 11.46 亿元计入实收资本，其余计入资本公积），注册资本变更为 49.36 亿元。2016 年 12 月，各股东对公司以现金形式增资合计 25.30 亿元（其中中航资本增资 24.67 亿元），公司注册资本变更为 74.66 亿元。2018 年 10 月，中航资本和中航投资各向公司增资 25.00 亿元，该轮增资过后，公司注册资本增至 99.78 亿元¹，中航资本和中航投资的持股比例分别为 49.072% 和 49.065%，控股股东和实际控制人均不发生变更。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 99.78 亿元，中航资本直接持有公司 49.072% 股份，通过其下属控股子公司中航投资持有公司 49.065% 股份，是公司的控股股东，中航工业及其下属单位持有中航资本 49.48% 的股权，中航工业由国务院国资委 100.00% 出资，公司实际控制人为国务院国资委（股权结构详见附件 1-1）。截至 2020 年 9 月末，公司股权不存在被质押情况。

公司经营范围为：融资租赁，自有设备租赁，租赁资产的残值处理及维修，合同能源管理，从事货物及技术的进出口业务，国内贸易（除专项规定），实业投资，医疗器械经营，相关业务的咨询服务。【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，公司下设商用航空业务部、通用航空业务部、航运业务部、设备业务部、风险管理部、资产管理部、财务部、资金部、法律合规部、综合管理部等 17 个职能、业务部

¹ 此次增资价格为每股价格为 1.99 元，其中 1 元作为认缴的注册资本，超过 1 元的部分计入公司资本公积。

门。截至 2020 年 6 月末，纳入公司合并报表范围的子公司共计 260 家。子公司中，上海圆航机电有限公司主要以经营贸易业务为主；上海航融置业有限公司主要以房地产开发为主；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。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1487.56 亿元，其中应收融资租赁款净额 1228.50 亿元，所有者权益合计 211.36 亿元（含少数股东权益 14.08 亿元）；2019 年公司实现营业总收入 100.77 亿元，利润总额 22.18 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 1593.79 亿元，其中应收融资租赁款净额 1288.81 亿元，所有者权益合计 213.53 亿元（含少数股东权益 14.08 亿元）；2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 48.50 亿元，利润总额 12.66 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区南泉路 1261 号；法定代表人：周勇。

二、本期债券概况

本期债券名称为“中航国际租赁有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）”，发行总额不超过 25 亿元（含），本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。

本期债券分两个品种，品种一基础期限为 1 年，以每 1 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 1 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

本期债券面向专业投资者公开发行；本期债券票面金额 100 元/张，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，首个周期的票面利率

将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商，由公司确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。本期债券采用单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息，每年付息一次。本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中计算利息。

本期发行公司债券的募集资金拟全部用于偿还公司债务、补充营运资金。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。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压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，

对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，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

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对东盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-

1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，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 0.9%、-1.9%和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第

三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，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，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2,461亿元，较上年多增1,256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，

同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然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，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时

增加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；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；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。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4,000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、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认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，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。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实

效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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。

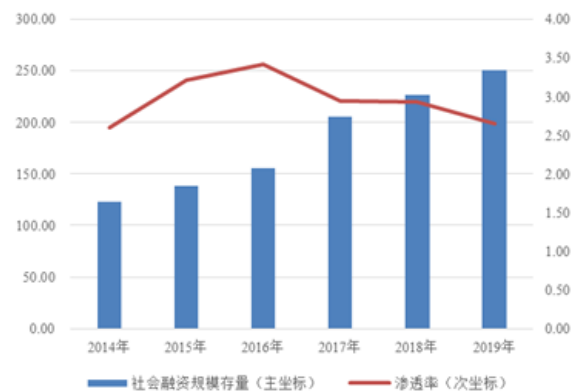
近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模增速显著放缓，并且2020年出现了负增长；行业渗透率持续处于低位，融资租赁行业仍存在广阔的发展空间。

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，公司注册资本及实收资本均为99.78亿元，中航资本直接持有公司49.072%股份，通过其下属控股子公司中航投资持有公司49.065%股份，是公司的控股股东，中航工业及其下属单位持有中航资本49.48%的股权，中航工业由国务院国资委100.00%出资，公

司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司资本实力很强，2017-2019年，租赁资产余额持续增长，业务规模行业排名靠前。

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，也是国内中央企业投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司。近年来，公司租赁业务持续快速发展，2017-2019年租赁资产余额年均复合增长29.43%；依托中航工业的有力支持，公司在全国范围内开展融资租赁业务，飞机租赁和设备租赁领域建立起国内知名度；公司的航空租赁板块和船舶租赁板块均未出现不良。截至2019年末，公司资产总额1487.56亿元，所有者权益211.36亿元，2019年，公司实现营业总收入100.77亿元，实现净利润17.11亿元，公司资本实力很强，经营数据排名行业靠前。

3. 人员素质

公司核心团队成员具有丰富行业从业经验，项目经理学历背景较好，员工构成能够支持公司的业务发展。

公司现任董事长、党委书记周勇先生，出生于1963年，研究生学历。曾先后担任上海航空电器厂主管工艺员；航空工业浦东开发中心项目主管、项目处副处长、处长。2002年以来至今均在中航工业及下属子公司任职。2017年8月至今担任公司董事长、党委书记。

公司现任总经理、党委副书记赵祝平先生，出生于1963年，研究生学历，高级经济师，曾先后担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，公司党委书记、副总经理；2017年5月至今担任公司总经理、党委副书记。

公司监事会主席王旺松先生，1973年出生，男，中共党员，研究生学历。曾任长沙矿山研究院助理工程师；汉唐证券研究所分析师；泰康人寿资产管理中心风险管理经理；中航证券有限公司历任创新工作小组副组长、证券投资部副总经理、证券投资部总经理，现任中航资本风控

法务部部长，公司监事会主席。

截至2020年6月末，公司员工中研究生及以上学历占比53.57%；本科学历占比41.96%。公司硕士研究生及以上学历人数占比最高，其中从事租赁业务的项目经理大多为硕士研究生及以上学历。

4. 外部支持

公司股东背景很强，并且能够在业务渠道、资金等方面给与公司有力支持。

截至2020年6月末，中航资本直接持有公司49.072%股份，通过其下属控股子公司中航投资持有公司49.065%股份，是公司的控股股东。中航资本为A股上市公司，近年来经营状况良好，营业收入持续增长，截至2019年末，中航资本资产总额3416.15亿元，所有者权益481.76亿元，全年实现营业总收入180.32亿元，净利润47.24亿元。中航资本所属集团中航工业是由中央管理的国有特大型企业，由国务院国资委100%控股，由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立，设有航空业务（包括军用航空、民用航空及相关业务）、非航空业务及三产服务业三大产业板块。公司作为中航工业唯一的租赁业务平台，在集团系统中具有重要战略意义，业务发展能获得集团大力支持，共享集团的客户资源和营销渠道。在资金方面，近年来中航工业及其下属子公司多次向公司增资，截至2020年6月末，公司注册资本增至99.78亿元，排名行业前列。

5. 企业信用记录

根据2020年11月18日查询的《企业信用报告》，公司未结清信贷业务中有3笔关注类贷款，已结清信贷业务中有2笔关注类贷款（均正常收回）。公司关注类贷款为国家开发银行北京分行的美元借款，根据国家开发银行行北京分行为公司出具的情况说明，公司美元借款均正常、无违约、无欠息等信息，调整为关注类贷款的主要原因系公司资产负债率相对较高，根据国家开发银行内部规定，将公司外汇贷款项目资产质量以及为SPV公司提供的担保及股权质押登记

业务的分类调整为关注类。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照现代企业制度建立了法人治理结构，与目前公司的发展相适应。

公司建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，完善了股东会、董事会、监事会、经营层相互制衡的管理体制。

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的最高权力机构。股东会依照《公司法》及公司章程行使职权。公司控股股东严格依法行使出资人的权利和义务，与公司已实现了人员、财务、资产、业务、机构独立，各自独立核算、独立承担责任和风险。

公司设立董事会，董事会为股东会的执行机构。董事会由7名董事组成，董事会设董事长1名，由董事会选举产生。董事长任期三年，届满可以连选连任。董事长人事发生变动无法继续履行职责的，在改选出的董事长就任前，原董事长仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事长职务。董事会下设风险管理和审计委员会，负责风险战略、风险管理政策审定、风险状况评估和公司内、外部审计的沟通、监督、核查工作。

公司设立监事会。监事会由5名监事组成，其中设职工监事2人，由职工民主选举产生；非由职工代表担任的监事由股东会选举和更换。监事每届任期三年，可以连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。

公司设总经理1名、副总经理5名（其中1名副总经理兼任公司副财务总监）。总经理和副总经理根据公司章程规定履行其职责。总经理负责公司日常经营管理工作，并全面监督公司各个经营部门。总经理对董事会负责，副总经理协助总经理工作。总经理候选人应由董事长提名，

经董事会审议通过后聘任；副总经理的人选应由总经理提名，并经董事会审议通过后聘任。总经理和副总经理任期三年，任期届满，可以连选连任。

2. 管理水平

公司内部组织机构设置较合理，基本能够满足当前业务发展的需要，内部控制体系较为健全，为业务发展起到了较好的保障作用。

公司下设租赁业务部、风险管理部、法律合规部、资产管理部、财务部、资金部以及综合管理部等职能部门。其中租赁业务部门根据公司整体业务发展策略，在划定的区域、行业内开拓租赁业务，组织策划市场开发方案并实施；负责受理客户对租赁业务的申请、委托、咨询及初选；对初选通过的项目，负责接收客户提交的有关文件材料，并按规定程序，组织租前调查，撰写租前调查分析报告；项目经批准后，负责合同的签订，负责到期租金的催收，落实租后的跟踪管理；维护和管理客户信息，做好对客户的宣传、服务。除此之外，设备租赁部北京分部还承担代表公司与集团总部及控股股东相关部门、国家政府部门、金融租赁协会及业内同行进行联系与沟通；协助公司职能部门在北京开展的各项工作；风险管理部主要负责风险管理、稽核审计、授信评估等；法律合规部主要负责法律支持等；资产管理部主要负责租赁资产投放流程，跟踪及残值管理、客户服务及维护等；财务部主要负责会计核算、财务管理、计划预算管理等；资金部主要负责资金计划及调度、筹融资等；综合管理部主要负责文秘、行政事务、人力资源管理、企业文化建设、档案管理、信息系统的建设与维护等。

公司管理体制框架已经形成，建立了风险管理制度、财务管理制度、资金管理制度、资产管理制度等一系列内部控制制度。未来随着整合的推进以及战略规划的实施，相应的管理制度有望逐渐完善。由于独特的行业性质，公司按照全程管理的原则，制定有《全面风险管理制度》，并建立健全了风险控制体系，对承租人的

评级体系、信用评估、违约概率等方面进行管理，加强对融资租赁业务风险的监督和管理，提高资金安全性，保证公司持续稳健运行。公司同时制定有《租金管理制度》《租赁资产分类管理制度》，对租赁资产实行分级管理，按照承租人还款的可能性，以及发行人应收租赁款的本金和利息的可回收性，将租赁资产分为正常、关注、次级、可疑、损失五级。

除上述主要制度外，公司还根据上市公司相关要求和自身经营需要，建立了诸如《SPV公司管理制度》《关联交易制度》《会计财务规章制度》《资金管理制度》《信息披露制度》等一系列制度，规范了公司的各项业务开展。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主业突出，近年来收入和净利润呈快速增长趋势；上半年增速有所放缓。

公司业务以租赁业务为主，包含融资租赁和经营租赁两种业务模式；除此之外还经营少

量的贸易业务等。公司营业收入主要由租赁利息收入构成，近年来占比均超过97%，主营业务很突出。

近年来公司租赁业务持续快速发展，2017—2019年租赁利息收入年均复合增长35.44%。受益于此，公司营业收入年均复合增长34.84%，净利润年均复合增长29.43%，2019年公司实现营业收入100.77亿元，同比增长40.66%。

利润实现方面，2017—2019年，公司利润总额呈持续增长态势，年均复合增长27.63%；2019年，公司实现利润总额22.18亿元，同比增长33.97%。

2020年以来，公司保持了较好的业务发展势头，1—6月实现营业收入48.50亿元，同比增长0.69%，其中租赁利息收入占比96.20%；实现利润总额12.66亿元，同比增长9.08%，主要系资产处置收益和其他收益有所增加所致，资产处置收益为公司根据经营租赁合同的条件在租赁期满收回租赁物后进行出售或转让所获得的收益。

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
租赁利息收入	54.16	97.71	70.04	97.77	99.35	98.59	46.66	96.20
贸易收入	1.13	2.03	1.45	2.03	1.41	1.40	1.84	3.79
其他	0.14	0.26	0.15	0.20	0.008	0.01	0.004	0.01
合计	55.43	100.00	71.64	100.00	100.77	100.00	48.50	100.00
利润总额	13.62		16.56		22.18		12.66	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务发展

公司业务模式以融资租赁为主，并有少量的经营租赁。2017—2019年公司租赁业务规模持续增长，业务构成以设备租赁、航空租赁、船舶租赁和公用事业租赁为主，其中航空租赁、设备租赁和公用事业租赁三个板块比例占比较平均，构成总体较为稳定。

从融资租赁模式来看，公司主要采取直接融资租赁（以下简称“直租”）和售后回租（以下简称“回租”）两种方式开展业务，截至2019年末，公司回租比例为65.97%、直租比例24.41%、

经营租赁比例9.62%。直租和回租的租赁期通常介于3~12年之间；经营租赁期限一般为10~12年。近年来，公司保持较快的发展速度，租赁业务当期新增合同个数、合同金额、投放金额均逐年持续增长。受此影响，2017—2019年，公司期末租赁资产余额年均复合增长29.43%。截至2019年末，公司租赁资产总额1415.17亿元，较年初增长12.22%。2017—2019年，公司租赁业务保持较好发展态势，当期投放金额分别为429.58亿元、682.46亿元和692.85亿元，年均复合增长27.00%，签订合同分别为354个、464个和403个，2020年

1—6月，公司租赁业务投放金额为310.65亿元，签订合同139个，涉及本金255.06亿元，截至2020

年6月末，公司租赁资产余额1502.87亿元，较年初增长6.20%。

表3 近年来公司租赁业务概况 单位：亿元、个

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
当期租赁业务实际投放金额	429.58	682.46	692.85	310.65
当期租赁业务签订合同数量	354	464	403	139
当期租赁业务签订合同本金	456.72	797.17	736.39	255.06
期末租赁资产余额	844.75	1261.11	1415.17	1502.87

资料来源：公司提供

公司根据行业划分业务方向，目前已经形成航空租赁、船舶租赁、设备租赁和公用事业租赁四个主要业务领域。按照租赁资产规模统计，设备租赁近年来占比30%左右，航空租赁占比在29%左右，但有小幅波动，公用事业租赁占比28%左右，并且有小幅上升趋势，船舶租赁占比较小，总体构成较为稳定。

公司依托中航工业强大的航空产业背景，近年来航空租赁板块持续平稳发展，机队规模及租赁资产余额逐年增长。

公司依托中航工业强大的航空产业背景，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。公司承担了中航工业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，以融资租赁形式实现“新舟60客机”国内航空公司的商业飞行，运12飞机、小鹰500飞机和AC313直升机在国内通用航空公司的使用。

在业务模式上，公司通过向国外租赁公司购买带有租约的飞机资产，开拓了飞机经营租

赁业务，飞机租赁方式逐渐向融资租赁与经营租赁相结合的方向转变，截至2020年6月末，公司航空租赁业务中经营租赁比例为30.74%，直接租赁占比63.00%，售后回租占比6.26%。

近年来，公司航空租赁业务持续稳定发展，2017—2019年，飞机签约金额分别为68.65亿元、143.50亿元和209.30亿元；期末飞机机队规模分别为265架、291架和300架，呈逐年增长趋势；期末租赁资产余额亦逐年增长，分别为238.41亿元、363.25亿元和423.13亿元。2020年1—6月，公司航空租赁业务飞机签约金额为7.77亿元，2020年上半年，公司航空租赁业务飞机签约金额和交付金额较低，主要系受新冠肺炎疫情疫情影响所致。截至2020年6月末，公司飞机机队规模282架，较2019年末减少了18架，主要系公司相应租赁项目结束所致；截至2020年6月末，飞机租赁资产余额为428.80亿元，较年初有所增长。截至2020年6月末，公司航空板块资产不良率为0.25%，航空板块资产质量较好。

表4 近年来公司航空租赁业务概况 单位：亿元、个

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
飞机签约金额	68.65	143.50	209.30	7.77
飞机交付金额	77.25	157.80	172.80	24.51
期末飞机机队规模	265	291	300	282
期末租赁资产余额	238.41	363.25	423.13	428.80

资料来源：公司提供，联合资信整理

船舶租赁业务在公司主营业务中占比较小，近年来发展态势较好，期末租赁资产余额稳步增长。

公司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，从业务模式来看，

截至2020年6月末，经营租赁占比12.37%，直租占比27.34%，回租占比60.30%。在近几年运价走低对于散货船客户的经营带来较大压力的背景下，公司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，通过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方式开展合作；另一方面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，并运用SPV单船业务模式在香

港操作船舶租赁项目。近年来公司船舶租赁持续较快发展，2017—2019年船舶签约金额分别为45.56亿元、101.71亿元和91.47亿元，交付金额分别为44.18亿元、71.00亿元和75.86亿元，期末租赁资产余额分别为77.50亿元、113.37亿元和154.37亿元。2020年1—6月，公司船舶签约金额、交付金额及期末租赁资产余额分别为36.89亿元、49.22亿元和190.89亿元，发展速度较快。截至2020年6月末，公司船舶资产不良率为0，船舶资产质量好。

表5 近年来公司船舶租赁业务概况 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
船舶签约金额	45.56	101.71	91.47	36.89
船舶交付金额	44.18	71.00	75.86	49.22
期末租赁资产余额	77.50	113.37	154.37	190.82

资料来源：公司提供，联合资信整理

公用事业租赁业务在公司主营业务中占比较大，近年来发展态势较好，期末租赁资产余额稳步增长。

公司的公用事业板块即原设备板块中的基础设施业务，自2019年不再将纳入设备板块中核算。目前公司相关租赁业务涵盖城市公用事业的四个领域：一是城市交通；二是休闲旅游设施；三是污水处理和垃圾处理设施；四是城市综合保障系统如供水、采暖、供气等。从业务模式来看，公用事业租赁项目公司均采用售后回租方式。

公司公用事业租赁业务持续稳定发展，2017—2019年，公用事业签约金额分别为141.24亿元、216.75亿元和231.90亿元；公用事业交付金额分别为151.24亿元、180.66亿元和233.90亿元，呈逐年增长趋势；期末租赁资产余额亦逐年增长，分别为243.64亿元、322.60亿元和404.99亿元。2020年1—6月，公司公用事业租赁业务签约金额为133.89亿元，截至2020年6月末，公司公用事业租赁资产余额为461.41亿元，较年初有所增长。截至2020年6月末，公司公用事业业务的不良率为0.00%，平均项目期限4年。

设备租赁业务中机械设备行业占比最大，

机械设备行业的资产质量较好。

公司设备租赁主要开展大型成套设备的融资租赁业务，客户群体定位于国有企业、上市公司和优质民营企业。从业务模式来看，公司设备租赁业务中，回租占比很大，近年来比重均超过90%，直租和经营租赁占比较小。

从行业集中度来看，公司设备租赁业务行业分布中机械设备占比较大，2017年以来占比较为稳定，占比为25%左右；钢铁行业受经济周期影响较大，企业信用风险攀升，公司缩减了钢铁行业的租赁业务规模，2017年以来占比有所下降，截至2020年6月末占比为13.03%。2018—2019年，其他通用设备占比有所上升，截至2020年6月末，其他通用设备占比为24.22%。化工行业占比呈波动上升态势，截至2020年6月末，化工行业占比为16.74%。总体看行业集中度较高，但在机械设备行业的客户选择方面，公司选择中央企业、地方国企和上市公司为主要客户。对于单笔承租项目，公司要求承租企业可以提供第三方的保证或实物抵押等作为担保条件。此外，公司充分考量承租客户的企业背景和产品市场占有率的因素，分析客户现有产品产销和

现金流情况, 拟定租赁交易结构和融资条件, 对单一客户和集团客户都有合计融资额上限的限制, 以此控制行业租赁项目风险。截至2020年6月末, 公司设备租赁板块资产不良率为3.88%。

表6 近年来公司设备租赁板块行业集中度情况 单位: 亿元、%

行业分布	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
钢铁	52.62	18.45	61.42	13.30	55.12	12.74	54.98	3.50
光伏	12.71	4.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
机械设备	72.12	25.29	114.04	24.69	110.35	25.50	109.49	25.95
化工	36.51	12.80	89.29	19.33	77.73	17.96	70.60	16.74
水泥	6.15	2.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
医疗	3.93	1.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
纺织	2.87	1.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他设备	98.29	34.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
造纸	0.00	0.00	16.86	3.65	16.47	3.81	14.78	3.50
绿色能源	0.00	0.00	11.92	2.58	17.20	3.98	18.51	4.39
交通物流	0.00	0.00	58.24	12.61	51.32	11.86	51.30	12.16
其他通用设备	0.00	0.00	110.13	23.84	104.49	24.15	102.19	24.22
合计	285.20	100.00	461.90	100.00	432.68	100.00	421.84	100.00

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

3. 未来发展

公司定位明确, 未来发展规划符合公司的自身情况, 有利于公司综合竞争力的提升。近年来随着宏观经济下行压力带来的信用风险攀升现象, 需持续关注公司的租赁资产质量状况。

公司制定了3~5年的发展战略, 计划依托中航工业的航空产业背景, 通过设计多样化的租赁服务产品满足客户差异化需求, 成为航空租赁突出、国内领先的综合性租赁公司; 同时, 以飞机租赁为主体, 整合现有资源, 培育核心竞争力, 全方位为中航集团产业发展和外部行业客户提供服务; 不断探索多元发展路径, 加速形成专业化的服务特色。

八、风险管理分析

1. 风险管理架构

公司建立了较为完善的风险控制操作流程, 且信息化程度较高。近年来随着宏观经济下行压力较大, 信用风险攀升, 信用风险仍然是公司面临的主要风险, 联合资信将对公司未来的资产质量及逾期租赁款的回收情况保持关注。

从公司风控架构来看, 董事会是公司的最高风险管理决策机构, 承担公司风险管理最终责任。董事会下设风险管理和审计委员会, 负责风险战略、风险管理政策审定、风险状况评估和公司内、外部审计的沟通、监督、核查工作。高级管理层是风险管理的执行主体, 负责落实董事会制定的风险管理政策, 掌握经营过程中的风险水平及管理状况。公司设风险评审委员会, 负责对租赁项目进行评审。风险管理部负责组织推动公司的全面风险管理工作及相关体系建设, 汇总公司风险信息进行集中管理, 定期向中航工业和中航资本提交风险管理报告以及负责牵头组织召开风险评审委员会。公司各类风险管控职责划分明晰, 具体来看, 信用风险管理主要由各业务部门、风险管理部和资产管理部负责; 市场风险管理和流动性风险管理由资金部负责; 操作风险管理工作由风险管理部和法律合规部等部门负责。

公司现行风险管理和内部控制制度及业务操作流程基本覆盖公司的主要管理流程、业务过程和操作环节。公司制定了《全面风险管理与

内部控制手册》，将各部门的业务流程以流程图形式体现，明确了流程中的风险点及相对应的控制措施。此外，公司针对风险管理的各方面制定具体的管理制度和操作方法，包括《融资租赁业务管理办法》《租赁项目风险管理实施细则》《重大风险预警与突发事件应急处理管理办法》等，制度细则得到进一步完善。

公司根据自身业务特点定制开发了租赁业务ERP管理系统，该系统已基本覆盖租赁业务的整个操作流程以及资金的计划和运用过程，包括承租人管理、项目管理、合同管理、租金管理、分析测算模型、合同终止、资产管理、报表管理等模块，实现了租赁业务操作的信息化和规范化。

2. 风险管理措施

(1) 信用风险管理

信用风险是融资租赁公司面临的主要风险。信用风险是指由于交易对方不能或不愿履行合约承诺而使公司遭受损失的可能性。

公司风险管理部每月编制并发布《租赁业务风险提示》供各业务部门参考。其内容包括租赁项目租前/租后操作细节、操作过程中的风险点、主要行业动态和大宗商品价格波动等信息以及各行业租赁项目的准入条件。公司在客户准入时参考工信部公布的符合产能过剩行业规范条件的企业名单，对于名单外的客户原则上不新增授信额度。

公司对所有项目均进行租前调查和评审。业务部门客户经理租前尽职调查包括对承租人及担保方式（如有）进行调查，以及对租赁标的物信息进行查询。尽调完成后，客户经理撰写项目评审报告。评审报告经业务部门负责人预审、

风险管理部初审后提交风险评审会审核。

公司租后管理由资产管理部负责，每2~3名资产经理负责一个业务部门的租后管理工作。除通过ERP系统对租金回收情况进行监控外，业务部门的客户经理还对租赁项目进行实地回访跟踪，了解租赁物的使用、维护情况，以及承租人真实的生产、经营、负债、诉讼等情况。对于关注及以下类别项目和出现拖欠租金的项目则增加实地回访频率，建立常态化的租赁项目租后巡查机制。公司每月定期召开资产管理工作会议，分析公司租赁资产营运状况和质量，通报逾期项目催收成果，提出下一阶段的催收计划。对于发生承租人突发事件、大额租金逾期支付等事项预计对公司有重大影响的项目，则召开资产管理专题会议。租赁款催收方面，资产管理部和法务审计部配合业务部门联合行动，除客户经理催收外，资产经理通过电话、现场催收等方式催收租金，法务审计部则向满足条件的拖欠项目发送具有法律效力的催款函。

公司按照承租人还款的可能性，以及公司应收租赁款的本金和利息的可回收性每月对租赁资产的分类进行调整和更新，相关分类结果由资产管理工作会议审核后确定。

公司客户集中度均满足监管要求。

从客户集中度来看，截至2020年6月末，公司单一最大客户及单一最大集团客户融资租赁业务余额均为44.86亿元，占公司净资产的比重为21.01%，单一最大客户及单一最大集团客户集中度较高；公司最大单一关联方的全部融资租赁业务余额为2.85亿元，占净资产的比重为1.33%；全部关联方的全部融资租赁业务余额为36.70亿元，占净资产的比重为17.19%。公司客户集中度均满足监管要求。

表 7 公司客户集中度情况 单位：亿元、%

项目		2020 年 6 月末
单一最大客户	融资租赁业务余额	44.86
	占净资产比例	21.01
单一最大集团客户	融资租赁业务余额	44.86
	占净资产比例	21.01
单一最大关联方	融资租赁业务余额	2.85
	占净资产比例	1.33
全部关联方	融资租赁业务余额	36.70
	占净资产比例	17.19

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司航空租赁及船舶租赁业务资产质量好，资产不良率呈持续下降态势。考虑到近年来信用风险攀升，仍需关注未来资产质量面临的下行压力和不良资产未来的清收情况。

由于经营租赁资产不适用于五级分类，因此对于租赁资产质量的分析仅限于融资租赁业

务产生的应收融资租赁款，不含经营租赁业务。

2017—2019年，公司不良资产规模呈波动下降态势，不良率持续下降。截至2020年6月末，公司不良率为1.33%，较上年末略有上升。公司加大了减值准备计提力度，减值准备余额持续增加，整体拨备水平较好。

表 8 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	733.72	95.89	1,127.30	97.39	1,225.34	97.75	1,271.35	96.75
关注类	15.18	1.98	12.00	1.04	12.21	0.97	25.28	1.92
次级类	4.34	0.57	7.82	0.68	10.48	0.84	11.04	0.84
可疑类	11.96	1.56	10.34	0.89	5.51	0.44	6.39	0.49
损失类	0.00	0.00	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	1314.06	100.00
不良资产	16.30	2.13	18.16	1.57	15.98	1.27	17.43	1.33
坏账准备	17.28		20.60		25.04		25.25	
租赁资产拨备率	2.31		1.78		2.00		1.92	
拨备覆盖率	106.02		113.48		156.66		144.87	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年初以来，境内外相继爆发新型冠状病毒肺炎疫情。受疫情影响，租赁公司的存量融资租赁业务风险暴露增加，疫情对交通运输等行业产生较大冲击，相关行业承租人的还本付息能力有所下降。公司作为国内大型飞机船舶租赁公司，短期内业务的开展受到了一定的影响，目前，公司航空租赁业务和船舶租赁业务受疫情影响不大，但仍需关注公司资产质量及不良率等相关情况。

(2) 流动性风险管理

流动性风险是指由于金融资产流动性的不确定性变动而遭受经济损失的可能性。租赁公

司的流动性风险主要来源于负债结构和租赁资产期限结构不匹配。

对于中型、大型客机租赁及船舶租赁业务，公司一般采取单船单机的SPV公司模式，一般由保税区及海外SPV公司直接向银行申请同期限的美元项目借款，确保融资期限与项目期限匹配。对于设备租赁或小飞机租赁业务，一般由公司本部向银行申请流动资金借款或与租赁业务期限一致的中长期借款。

公司通过ERP系统进行流动性管理，合理安排提款，避免集中还款。资金部以半个月为周期滚动制定资金运营计划，合理安排资金，确保

租金收取与还贷匹配以及确保公司账面保持充足的自有资金供日常支付和项目投放使用。同时，公司还与融资银行保持密切的业务往来，维护良好的合作关系，随时了解银行资金面、政策面变化。

公司主要通过银行借款和发行债券等进行融资，关联公司借款和股东注资及增资占比较小，总体看公司融资手段多元化，直接和间接融资渠道畅通，并且成本较低。

公司通过股权及债权融资取得资金；其中

外部借款主要通过银行借款和发行债券（包括银行间及交易所债券、定向融资工具及资产证券化产品等），融资渠道多元化且成本较低。截至2020年6月末，公司银行借款占融资总额的50.10%，融资成本区间为3.48%至4.99%；发行债券占融资总额33.94%，融资成本区间为1.50%至3.50%；关联公司借款占融资总额的3.22%，融资成本区间为3.92%至4.28%；股东增资及注资占融资总额的9.34%。公司融资渠道较畅通且成本较低。

表9 公司融资渠道情况 单位：亿元、%

科目	2020年6月末	
	金额	占比
银行借款	714.36	50.10
发行债券	483.87	33.94
关联公司借款	45.90	3.22
股东注资及增资	133.20	9.34
其他	48.42	3.40
合计	1425.75	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（3）市场风险管理

市场风险是指市场利率和汇率波动导致公司利率和汇率敏感性资产和负债出现波动并发生潜在损失的可能性。

利率风险方面，公司收取租金按浮动利率计算，即基准利率加上预先设置的利差。对于以人民币贷款利率为基准利率的租赁合同，租赁利率随央行公布的同期基准利率作调整。其中，按月还租的租赁项目，调息方式约定为“下一还租期”调息；按季度还租的租赁项目，调息方式约定为“即期按日”调息。

汇率风险方面，目前公司外币资产以美元资产为主，公司尽量将美元资产和负债进行匹配，减少美元资产净敞口。

（4）操作风险管理

操作风险是指由于内部程序、人员、系统的不完善或失误，或外部事件造成直接或间接损失的风险。

为防范操作风险，公司通过建立授权和审批制度来界定不同部门的职责，并对前中后台实行岗位分离以减少不同职位间潜在的利益冲

突。在业务流程上，公司租前初次尽职调查实行业务部门双人A、B角作业；对于评委要求复议的项目，由风险管理部进行独立的补充尽职调查，以形成岗位间和部门间的有效制衡。此外，公司风险评审会的非常务委员由ERP系统随机抽取，并遵循回避原则。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年度及2020年1—6月合并财务数据，2017—2019年年审计报告由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留的审计意见；2020年1—6月数据未经审计。2017—2018年数据均取自后一年审计报告中的期初或上期数。从合并范围来看，近年来公司合并范围变化主要来自于设立SPV公司，用于开展船舶和飞机租赁业务。

公司自2019年1月1日起施行新金融工具准则。采用新金融工具准则对公司金融负债的会计政策并无重大影响。新金融工具准则要求金融资产减值计量由“已发生损失”模型改为“预

期信用损失”模型，适用于以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、租赁应收款，不适用于权益工具投资。“预期信用损失”模型要求持续评估金融资产的信用风险，因此在新金融工具准则下，公司信用损失的确认时点早于原金融工具准则。在新金融工具准则施行日，公司按照新金融工具准则的规定对金融工具进行分类和计量（含减值），涉及前期比较财务报表数据与新金融工具准则要求不一致的，无需调整。金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入新金融工具准则施行日所在年度报告期间的期初留存收益或其他综合收益。

在执行新金融准则后，公司应收账款及融资租赁增加计提了减值准备金额；应收账款及融资租赁款的账面价值有所减少；递延所得税资产有所调增；归属于母公司股权权益有所调减，其中主要是调减了未分配利润，同时调增了其他综合收益；公司盈余公积有所调减。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额1487.56亿元，其中应收融资租赁款净额1228.50亿元，

所有者权益合计211.36亿元（含少数股东权益14.08亿元）；2019年公司实现营业总收入100.77亿元，利润总额22.18亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额1593.79亿元，其中应收融资租赁款净额1288.81亿元，所有者权益合计213.53亿元（含少数股东权益14.08亿元）；2020年1—6月，公司实现营业总收入48.50亿元，利润总额12.66亿元。

2. 资产构成及流动性

随着租赁业务的持续发展，公司资产规模持续稳步增长，构成以租赁业务形成的应收融资租赁款和固定资产为主，公司对以上两项资产科目坏账及折旧计提较充分，资产质量较高，但受限资产规模较大，资产流动性一般。

近年来，随着公司租赁业务的持续发展，公司资产规模持续较快增长，2017—2019年复合增长率为29.87%。截至2019年末，公司资产总额为1,487.56亿元，较年初增长12.05%，资产构成以应收融资租赁款²（占比82.59%）和固定资产（占比8.72%）为主。

表10 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
应收融资租赁款净额	747.92	84.79	1,136.86	85.64	1,228.50	82.59	1,273.70	79.92
固定资产	58.32	6.61	73.39	5.53	129.73	8.72	121.97	7.65
其他	75.80	8.60	117.30	8.83	129.33	8.69	198.12	12.43
资产总额	882.04	100.00	1327.55	100.00	1487.56	100.00	1593.79	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，随着公司租赁业务的发展，应收融资租赁款净额逐年增长，2017—2019年年均复合增长率为28.16%，截至2019年末，公司应收融资租赁款净额为1228.50亿元，较年初增长8.06%。坏账计提方面，截至2019年末，公司应收融资租赁款坏账准备25.04亿元，不良应收融资租赁款为15.98亿元，拨备覆盖率为156.66%。

固定资产主要为经营租赁资产，近年来占比均超过95%。随着公司逐步开展经营租赁业务，固定资产净值逐年增长，2017—2019年年均复合增长49.15%，截至2019年末，公司固定资产净值129.73亿元，较年初增长76.78%。公司未对固定资产计提减值准备，折旧计提方面，公司对于用于经营租赁的固定资产通常按照剩余租赁期限每年平均计提折旧，2017—2019年末公

² 以下此科目分析均包含一年到期的部分。

司固定资产累计折旧分别为16.34亿元、22.00亿元和27.09亿元。

2017—2019年末，公司货币资金分别为30.25亿元、57.78亿元和51.83亿元，其中受限货币资金分别为1.88亿元、10.89亿元和14.37亿元，占当期货币资金的比重分别为6.20%、18.85%和27.73%，公司受限货币资金主要为保证金存款以及证券化业务代付款项，该保证金存款主要是公司向银行申请飞机和船舶的项目贷款和票据融资导致存款资金被冻结所致。

截至2020年6月末，公司资产总额为1593.79亿元，较年初增长7.14%，其中应收融资租赁款净额1288.81亿元，较年初增长4.91%，固定资产净值154.76亿元，较年初增长19.29%，资产构成变化不大。公司为保证租赁业务的正常进行，在股东会和董事会授权下以其应收租赁款和租赁资产作为质押品和抵押品向银行申请借款，截至2020年6月末，公司受限资产总额合计为643.51亿元，占总资产规模比例为40.38%，受限资产规模较大，在资产总额中占比较高。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司主要通过股东注资、发行永续债及利润留存补充资本，所有者权益稳定性好。

公司主要通过股东注资、发行永续债以及利润留存补充资本。2017—2019年公司实收资本年均复合增长15.61%；随着利润的留存，2017—2019年公司未分配利润年均复合增长

33.07%。受益于此，公司所有者权益持续增长，年均复合增长43.51%；其他权益工具均为永续债，2018—2019年，其他权益工具分别为15.00亿元和30.00亿元，2019年增加15.00亿元主要系2019年12月公司发行“19航租Y1”所致。截至2019年末，公司所有者权益211.36亿元；其中，实收资本占比47.21%，资本公积占比15.81%，未分配利润占比13.65%，其他权益工具占比14.19%，公司所有者权益稳定性好。

截至2020年6月末，公司所有者权益213.53亿元，较年初增长1.03%，公司资本实力进一步增强。公司所有者权益主要由实收资本（占比46.73%）、其他权益工具（占比14.05%）、资本公积（占比15.65%）和未分配利润（占比14.31%）组成，资本结构较上年末变化不大。

(2) 负债

随着公司业务规模的扩大，负债规模增加较快，整体债务水平较高；公司短期债务占比逐年下降，短期偿债压力一般。

随着公司业务的发展，资金需求亦逐年增加，负债规模持续增长，2017—2019年年均复合增长27.96%，截至2019年末，公司负债总额1276.19亿元，较年初增长8.04%，构成以有息债务为主，近年来占比均接近90%；按科目来看，主要为短期借款（占比8.25%）、一年内到期的非流动负债（占比21.35%）、长期借款（占比29.44%）、应付债券（占比12.82%）、长期应付款（占比9.26%）和其他非流动负债（占比8.81%）。

表 11 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	124.86	16.02	130.89	11.08	105.28	8.25	106.29	7.70
一年内到期的非流动负债	107.68	13.82	122.54	10.37	272.48	21.35	263.54	19.09
长期借款	232.90	29.88	388.83	32.92	375.69	29.44	471.59	34.17
应付债券	24.90	3.20	136.40	11.55	163.56	12.82	175.36	12.71
长期应付款	68.46	8.78	102.47	8.67	118.13	9.26	117.95	8.55
其他非流动负债	104.38	13.39	141.13	11.95	112.41	8.81	107.17	7.76
其他	116.23	14.91	128.98	13.46	128.63	10.08	138.36	10.02
负债总额	779.41	100.00	1181.23	100.00	1276.19	100.00	1380.26	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理；数据来源：公司财务报告、联合资信整理

公司短期借款主要为质押借款和信用借款。 2017—2019年，公司短期借款呈波动下降态势，

截至 2019 年末，公司短期借款 105.28 亿元，较上年末下降 19.56%，主要系信用借款规模有所下降所致。公司短期借款以信用借款为主，截至 2019 年末占比为 82.98%。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债呈持续增长态势，年均复合增长 59.07%，截至 2019 年末，一年内到期的非流动负债 272.48 亿元，较上年末增长 122.36%，主要系一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的非公开定向债务融资工具规模大幅增长所致。

2017—2019 年，公司长期借款呈波动增长态势，年均复合增长 27.01%；截至 2018 年末，长期借款 388.83 亿元，较 2017 年末增长 66.95%，主要系因租赁业务增加导致借款需求提高，公司质押借款规模大幅增加所致；截至 2019 年末，公司长期借款 375.69 亿元，较 2018 年末下降 3.38%。

2017—2019 年，公司应付债券呈持续增长态势，年均复合增长 156.28%；截至 2018 年末，公司应付债券 136.40 亿元，较 2017 年末大幅增长 447.69%，主要系 2018 年公司新增发债规模较大所致；截至 2019 年末，公司应付债券 163.56 亿元，较 2018 年末增长 19.92%，主要系 2019 年公司新发境外债券和公司债所致。

2017—2019 年，公司长期应付款呈持续增长态势，年均复合增长 31.37%，主要系公司开展资产证券化及租赁业务所致；截至 2019 年末，长期应付款 118.13 亿元，较 2018 年末增长 15.29%。

2017—2019 年，公司其他非流动负债有所波动，年均复合增长 3.78%；截至 2018 年末，公司其它非流动负债 141.13 亿元，较 2017 年末增长 35.21%，主要系公司 2018 年在中国银行间债券市场发行期限长于 1 年的 23 亿元中期票据以及 138 亿元的非公开定向债券融资工具所致；截至 2019 年末公司其他非流动负债 112.41 亿元，较 2018 年末下降 20.35%，主要系一年内到期的其他非流动负债规模较大，重新划分会计科目所致。

2017—2019 年，公司风险资产分别为 851.79 亿元、1273.42 亿元和 1435.73 亿元，呈持续增长态势；杠杆倍数分别为 8.30 倍、8.49 倍和 6.79 倍，2019 年大幅下降，主要系公司增资以及发行永续债所致。根据中国银保监会于 2020 年 6 月发布的《融资租赁公司监督管理暂行办法》中规定，融资租赁企业的风险资产总额不得超过净资产总额的 8 倍，公司的风险资产规模满足上述监管规定。

有息债务方面，受融资需求增加影响，公司全部债务规模逐年增长，2017—2019 年年均复合增长 31.93%，截至 2019 年末，公司全部债务 1200.62 亿元，较年初增长 16.38%。按构成来看，近年来公司短期债务占比逐年下降，2019 年末为 37.56%，短期偿债压力有所下降。截至 2019 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 85.79%和 85.03%，均较年初有所下降，但债务水平仍较高。截至 2019 年末，公司有息债务 1200.62 亿元，其中到期期限在 1 年以内的金额 451.01 亿元，占有息债务的比重为 37.56%，到期期限在 1 年以上 3 年以下（含 3 年）的金额为 517.34 亿元，占有息债务的比重为 43.09%，公司有息债务到期期限主要集中在 3 年以内。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额为 1380.26 亿元，较年初增长 8.15%，构成较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司有息债务 1292.55 亿元，较上年末增长 7.66%，其中，短期债务 451.71 亿元，占有息债务的比重为 34.95%，长期债务 840.84 亿元，占有息债务的比重为 65.05%，公司有息债务以长期债务为主。

4. 盈利能力

随着资产及经营规模的扩大，公司收入及利润规模持续稳定增长，整体盈利能力较强。

随着公司业务的发展，营业收入逐年增长，2017—2019 年分别为 55.43 亿元、71.64 亿元和 100.77 亿元，年均复合增长 34.84%。营业成本方面，公司主要营业成本来自于借款利息支出，2017—2019 年公司营业成本分别为 27.22 亿元、

41.18亿元和57.04亿元，年均复合增长44.75%，主要系债务规模增长所致。

期间费用方面，随着固定资产折旧费的增长，管理费用增长较快，导致期间费用的持续增长，2017—2019年分别为9.33亿元、10.71亿元和11.56亿元。公司期间费用构成变动较大，近年来管理费用占比呈波动上升，财务费用占比有所波动，销售费用占比持续上升，但占比始终较小。

公司资产减值损失全部为坏账损失，2017—2019年资产减值损失分别为6.42亿元、7.05亿元和-0.002亿元，2019年资产减值损失由正转负主要系公司自2019年1月1日起，根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（2017年）应用指南，将租赁资产减值准备所形成的预期信用损失通过“信用减值损失”科目核算所致。2019年，公司计提信用减值准备14.04亿元，主要来源于融资租赁业务计提坏账损失准备。

综合以上分析，公司近年来利润总额及净利润均逐年增长，近三年年均复合增长率分别为27.63%和29.43%，2019年公司利润总额及净利润分别为22.18亿元和17.11亿元，同比分别增长33.97%和35.55%。

盈利指标方面，2017—2019年，公司净利息差有所波动，分别为3.71%、2.66%和3.24%；总资产收益率和净资产收益率均保持较为稳定的水平，2019年分别为1.22%和9.57%，较上年分别上升0.08个百分点和下降0.57个百分点，但公司盈利能力仍属较强。

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
营业总收入	55.43	71.64	100.77	48.50
营业总成本	27.22	41.18	70.17	34.20
期间费用	9.33	10.71	11.56	5.62
利润总额	13.62	16.56	22.18	12.66
总资产收益率	1.30	1.14	1.22	0.63
净资产收益率	11.07	10.14	9.57	4.54
净利息差	3.71	2.66	3.24	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从同行业对比来看，公司盈利能力指标与样本企业平均水平基本持平。

表 13 2019 年同行业公司财务指标对比

公司名称	净资产收益率 (%)	总资产收益率 (%)	营业费用率 (%)
华润租赁有限公司	8.85	1.40	10.28
中建投租赁股份有限公司	9.91	1.23	8.56
平均值	9.38	1.32	9.42
公司	9.57	1.22	11.47

资料来源：公开资料，联合资信整理

2020年以来，公司保持了较好的业务发展势头，2020年1—6月公司实现营业总收入48.50亿元，同比增长0.69%；利润总额12.66亿元，同比增长9.08%，主要系资产处置收益和其他收益有所增加所致。

5. 现金流

公司业务开展所需资金较大，需要筹资活动的现金来补充业务发展资金，公司整体现金流状况符合其行业特性。

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	-123.41	-302.25	-79.24	-54.16
投资活动现金流量净额	-4.92	-16.55	48.86	5.46
筹资活动前现金流量净额	-128.33	-318.80	-30.38	-48.70
筹资活动现金流量净额	129.11	337.95	20.63	61.93
现金及现金等价物净增加额	0.47	19.67	-9.44	13.65
期末现金及现金等价物余额	27.23	46.89	37.46	51.11

资料来源：公司财务报告

经营活动现金流方面，流入主要系公司收到承租人支付的租金，流出主要系公司购买租赁资产支付的款项，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呈增长态势，2017—2019 年年均复合增长率分别为 26.76% 和 16.68%，经营活动现金流净额分别为-123.41 亿元、-302.25 亿元和-79.24 亿元，保持净流出状态。

公司投资活动较少，现金流主要受经营性租赁业务影响，2017—2019 年，投资活动现金流净额分别为-4.92 亿元、-16.55 亿元和 48.86 亿元，2019 年投资活动现金流净额由负转正主要系公司收回投资所收到的现金以及处置固定资产及无形资产收回的现金增加所致。筹资活

动方面,随着业务的开展,融资需求亦迅速增加,公司筹资活动现金流入主要来源于股东注资以及外部融资,流出主要系债务到期偿还以及少量的利润分配,2017—2019年,公司筹资活动现金流净额分别为129.11亿元、337.95亿元和20.63亿元,均为净流入状态。

2020年1—6月,公司经营活动现金流净额为-54.16亿元,投资活动现金流净额为5.46亿元,筹资活动现金流净额为61.93亿元,现金及现金等价物净增加额13.65亿元。

6. 偿债能力

公司流动比率和速动比率表现一般;公司盈利对利息的保障程度较好,全部债务

/EBITDA有所波动;另外考虑到公司强大的股东背景、业务稳定持续发展、直接和间接融资渠道畅通等因素,公司整体偿债能力极强。

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71.36%、92.00%和80.85%;公司现金短期债务比分别为0.09倍、0.20倍和0.13倍,现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA持续增长;公司EBITDA利息倍数分别为1.79倍、1.60倍和1.56倍,EBITDA对利息的覆盖程度较好。2017—2019年,公司全部债务/EBITDA分别为14.69倍、16.19倍和13.80倍,有所波动。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
流动比率 (%)	71.36	92.00	80.85	89.68
现金短期债务比 (倍)	0.09	0.20	0.13	0.17
筹资活动前现金流入/短期债务 (%)	-38.24	-97.83	-7.23	-11.27
EBITDA (亿元)	46.95	63.74	87.02	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.79	1.60	1.56	/
全部债务/EBITDA (倍)	14.69	16.19	13.80	/

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担保,且未决诉讼涉及金额较小。

截至2020年6月末,公司在各金融机构授信总额1,147.09亿元,已使用645.97亿元,间接融资渠道通畅。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大,公司经营活动现金流和EBITDA对本期债券保障能力很强。整体来说,公司对本期债券偿还能力极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2019年末,公司全部债务合计为1,200.62亿元,本期拟发行公司债券规模为不超过25.00亿元(含),由于本期债券为可续期债券,根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》和《企业会计准则第37号——金融工具

列报》,公司将本期债券计入权益,公司杠杆率将有所降低。

以2019年底财务数据为基础,公司本期债券基础发行总额不超过25.00亿元(含),假设本期债券募集资金净额为25.00亿元,本期债券发行后,在其它因素不变的情况下,公司资产负债率为84.11%,较发债前下降1.68个百分点。

2. 本期债券偿还能力分析

若未来公司行使赎回选择权或不行使续期选择权,按照公司发行25.00亿元公司债券估算相关指标对本期债券的保障倍数如下表,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,EBITDA对本期公司债券覆盖程度较好。

表 16 本期债券保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
筹资活动前现金流入量（亿元）	364.00	386.76	718.48
筹资活动前现金流入量保障倍数（倍）	14.56	15.47	28.74
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-128.33	-318.80	-30.38
筹资活动前现金流量净额保障倍数（倍）	-5.13	-12.75	-1.22
EBITDA（亿元）	46.95	63.74	87.02
EBITDA 保障倍数（倍）	1.88	2.55	3.48

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

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，公司主体偿债风险极低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

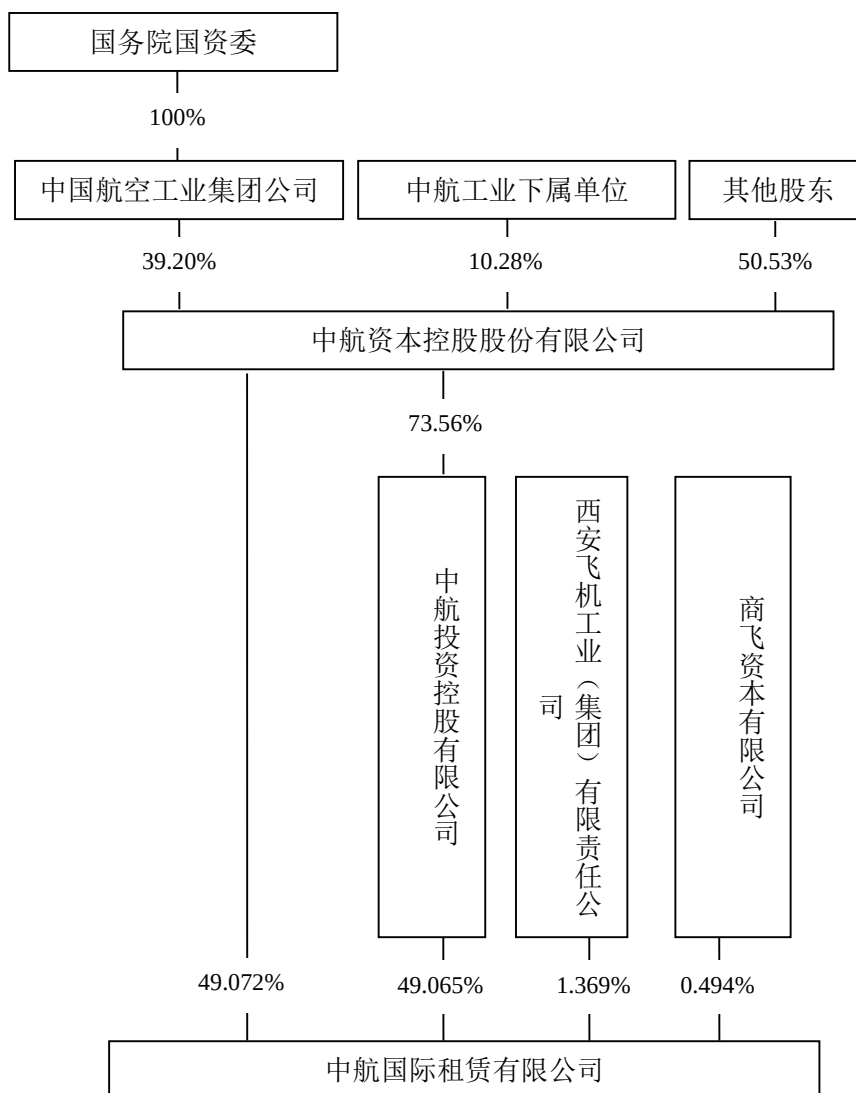
十一、结论

公司作为中国航空工业集团有限公司唯一的租赁业务平台，在集团系统中具有重要战略意义；控股股东中航资本控股股份有限公司为 A 股上市公司，是中航工业的重要金融投资平台，依托中航工业在客户资源、营销渠道、资本金等方面的支持。近年来公司资本实力持续增强，截至 2019 年末公司注册资本排名行业前列；公司租赁业务规模持续扩大，收入及利润规模持续增加；融资渠道多元化且融资成本较低，2017—2019 年公司应收融资租赁款不良率持续下降；公司资产质量较好，盈利能力较强。

同时，联合资信关注到近年来随着宏观经济下行压力带来的信用风险攀升，需对公司租赁资产质量保持关注；另外，公司债务规模较大且负债率较高，债务水平较高。

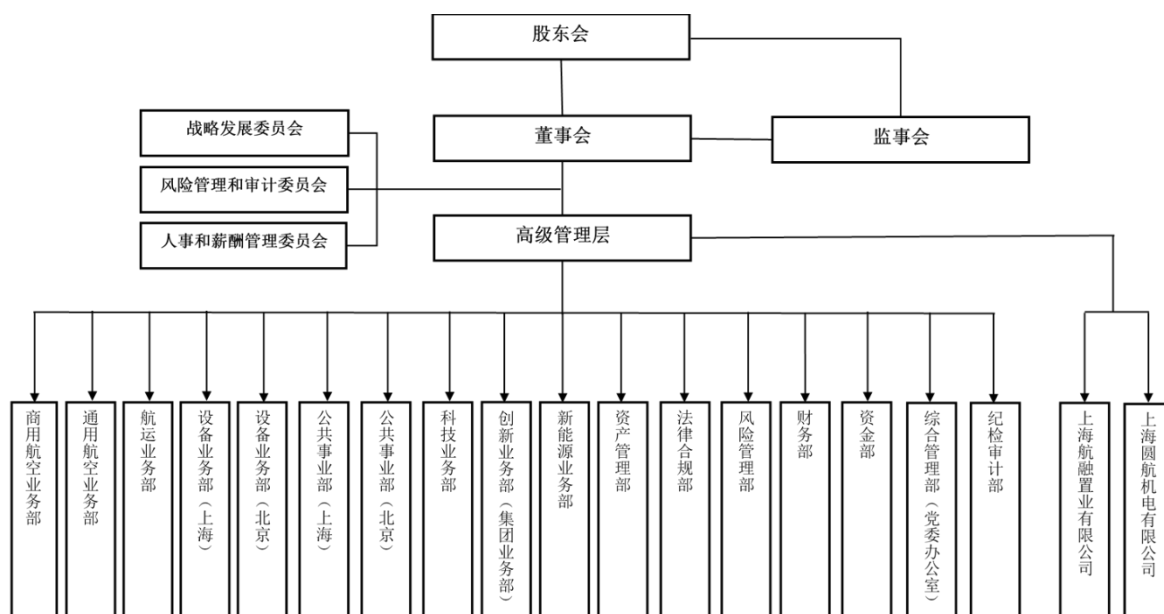
随着股东的持续支持和公司自身战略发展的推进，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。联合资信对公司的评级

附件 1-1 截至 2020 年 6 月末中航国际租赁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 月末中航国际租赁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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.75	65.76	55.31	72.87
资产总额（亿元）	882.04	1327.55	1487.56	1593.79
所有者权益（亿元）	102.63	146.32	211.36	213.53
短期债务（亿元）	333.54	325.88	420.32	451.71
长期债务（亿元）	354.25	705.76	780.30	840.84
全部债务（亿元）	689.79	1031.64	1200.62	1292.55
营业总收入（亿元）	55.43	71.64	100.77	48.50
利润总额（亿元）	13.62	16.56	22.18	12.66
EBITDA（亿元）	46.95	63.74	87.02	/
筹资活动前净现金流（亿元）	-128.33	-318.80	-30.38	-48.70
财务指标				
营业利润率（%）	24.53	22.83	21.24	25.90
总资产收益率（%）	1.30	1.14	1.22	0.63
净资产收益率（%）	11.07	10.14	9.57	4.54
净利息差（%）	3.71	2.66	3.24	/
杠杆倍数（倍）	8.30	8.49	6.79	7.14
全部债务资本化比率（%）	87.05	87.31	85.03	85.82
资产负债率（%）	88.36	88.98	85.79	86.60
流动比率（%）	71.36	92.00	80.85	89.68
筹资活动前现金流入/短期债务（%）	109.13	118.68	170.94	65.81
现金短期债务比（倍）	0.09	0.20	0.13	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.60	1.56	1.64
全部债务/EBITDA（倍）	14.69	16.19	13.80	/
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.88	2.55	3.48	/

资料来源：公司审计报告、财务报表，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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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 中航国际租赁有限公司 公开发行 2020 年可续期公司债券（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，在每年中航国际租赁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。

中航国际租赁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。中航国际租赁有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能中航国际租赁有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，中航国际租赁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中航国际租赁有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现中航国际租赁有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能中航国际租赁有限公司或本次（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。

如中航国际租赁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中航国际租赁有限公司或本次（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中航国际租赁有限公司、监管部门等。