

信用等级公告

联合[2017] 155号

联合资信评估有限公司通过对中银集团投资有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中银集团投资有限公司

主体长期信用等级为

AAA

中银集团投资有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年一月二十三日



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

网址：www.lhratings.com

中银集团投资有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 15 亿元
本期中期票据期限: 3 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本付息
发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2017 年 1 月 23 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿港元)	184.93	216.63	117.78	195.95
资产总额(亿港元)	1645.94	1827.71	1850.77	1918.43
权益总额(亿港元)	685.41	722.96	777.69	882.68
短期债务(亿港元)	257.34	288.04	250.96	151.00
长期债务(亿港元)	593.30	691.65	673.69	738.44
全部债务(亿港元)	850.63	979.69	924.66	889.44
总收入(亿港元)	113.83	136.21	159.96	63.56
税前利润(亿港元)	45.61	55.34	85.93	28.86
EBITDA(亿港元)	89.39	106.08	136.76	--
经营性净现金流(亿港元)	81.04	55.34	65.35	23.71
税后利润率(%)	36.16	35.89	49.42	39.68
净资产收益率(%)	6.01	6.76	10.16	--
资产负债率(%)	58.36	60.44	57.98	53.99
全部债务资本化比率(%)	55.38	57.54	54.32	50.19
流动比率(%)	81.60	74.86	69.93	134.06
经营现金流流动负债比(%)	28.11	17.69	23.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.52	9.24	6.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.84	5.69	6.82	--

注: 1. 2016 年上半年财务数据未经审计; 2. 公司总收入包含收入、其他收入和收益及应占联营/合营企业收入(损失)。

分析师

张钰 孙鑫 柳丝丝

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”)的评级反映了中银集团投资有限公司(以下简称“中银投”或“公司”)作为中国银行股份有限公司(以下简称“中国银行”)的全资附属机构,以及中国银行从事直接投资与管理业务的主要载体和平台,在项目来源、运营管理以及股东支持方面具备的显著优势。公司三十年来积累了丰富的投资与管理经验,业务体系健全,涵盖企业股权投资、基金投资与管理、不动产投资与管理、不良资产投资等,投资规模行业居前,内部管理规范,经营风格稳健,具备较强的竞争优势;公司投资项目优质,近年来整体收入规模及盈利能力均持续提升。同时,联合资信也关注到,投资行业受外部经济环境和资本市场波动影响较大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来,随着公司投资项目实现逐步退出,以及业务团队投资能力的增强,公司整体抗风险能力将进一步提升;依托股东的支持,公司未来投资规模将进一步扩大,盈利能力有望得到增强,对公司偿债能力形成有力支撑。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司是中国银行从事投资业务的专业子公司,在项目来源、运营管理和股东支持等方面具备明显的竞争优势。
2. 公司被投资项目质量较好,未来有望实现良好投资收益。
3. 公司积累了丰富的投资与投资管理经验,

投资规模行业居前，内部管理规范，经营风格稳健，具备较强的竞争优势，随着投资领域逐渐拓宽，风险得以分散。

4. 公司盈利能力强，投资类业务是公司的主要利润来源。

关注

1. 投资行业风险较高，受宏观经济周期和资本市场波动影响较大。
2. 公司收入和利润受被投资企业市值和经营业绩影响较大，存在一定程度的波动性，未来该部分收益的实现取决于退出时点和退出情况。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中银集团投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中银集团投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中银集团投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中银集团投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中银集团投资有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

中银集团投资有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中银集团投资有限公司（以下简称“中银投”或“公司”）是中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”或“总行”）的全资附属机构，于 1984 年 12 月在香港注册成立，原名为中国建设投资（香港）有限公司，1993 年 5 月改为目前名称，至今已有 32 年持续经营历史。

经过多次增资扩股，截至 2016 年 6 月底，公司已发行股本为 340.52 亿港元；中国银行直接持有中银投 100% 股权，为公司控股股东。股权结构详见附件 1-1。

公司是中国银行从事直接投资与管理业务的主要载体和平台，也是中国银行推行国际化、多元化发展战略的重要组成部分。作为中国银行旗下的专业投资与投资管理公司，中银投在港澳地区、中国内地和海外等开展企业股权投资、基金投资与管理、不动产投资与管理、不良资产投资等多种形式的投资活动，参与了一大批大型基础设施和重点项目建设，投资领域涉及金融、能源、交通、医药医疗、工业、物流、传媒、消费、互联网+等行业。此外，中银投是中银航空租赁有限公司（以下简称“中银航空租赁”）的控股股东，中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司。经过逾三十年的开拓发展，中银投依托中国银行的资金实力和业务脉络，发挥整体协作优势，积极拓展业务，积累了丰富的投资与投资管理经验，市场地位和影响力不断提高。

公司经营范围为：企业股权投资、基金投资管理、不动产投资与管理、不良资产投资、飞机设备租赁业务。

公司下设战略投资部、基金投资与管理部、资产管理部、NPA 投资部、风险管理及合

规部、财会部、人力资源部、稽核部和办公室等 9 个部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1850.77 亿港元，权益总额 777.69 亿港元（非控股权益 1.76 亿港元）。2015 年，公司收入 101.82 亿港元，税前利润 85.93 亿港元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 1918.43 亿港元，权益总额 882.68 亿港元（非控股权益 67.25 亿港元）。2016 年 1~6 月，公司收入 55.86 亿港元，税前利润 28.86 亿港元。

公司注册地址：香港花园道 1 号中银大厦 23 楼。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2017 年注册总金额为 80 亿元人民币的中期票据，本期计划发行 2017 年度第一期中期票据 15 亿元人民币（以下简称“本期中期票据”），期限 3 年。公司计划将募集资金用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。

但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016年1-6月份，中国国内生产总值（GDP）34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1-6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着

去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1-6月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8万亿元，同比增长9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1-6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016年1-6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1-6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经

济结构转型，实现经济在 6.5%-7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

（一）私募股权投资行业

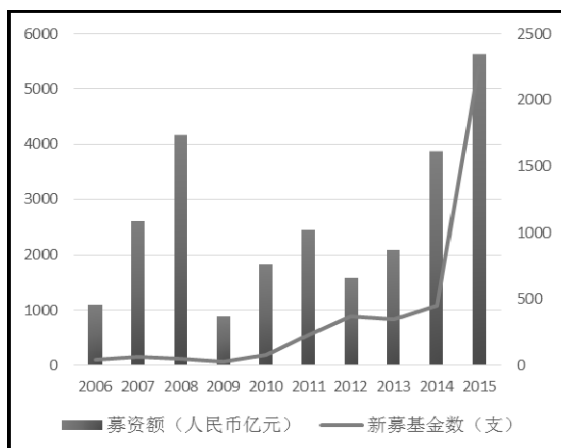
1. 行业情况

私募股权投资（Private Equity, PE）是指通过私募基金对非上市公司进行的权益性投资。在交易实施过程中，PE 会附带考虑将来的退出机制，即通过公司首次公开发行股票（IPO）、兼并与收购（M&A）或管理层回购

（MBO）等方式退出获利。简单的讲，PE 投资就是 PE 投资者寻找优秀的高成长性的未上市公司，注资其中，获得其一定比例的股份，推动公司发展、上市，此后通过转让股权获利。

从募集资金角度，2006~2008 年，中国私募股权投资市场募资总额快速发展，特别是 2008 年达到顶峰。而之后受金融危机影响，2009 年私募股权投资市场出现了整体回调，全年新募基金数和募资金额双双出现回落。2009 年之后，新募基金数量不断走高，但单个基金募资规模不断走低。2014 年，受益于新“国九条”明确构建多层次资本市场中鼓励大力发展私募行业，大量政府背景的产业资本加快涌入私募股权投资行业。同时，开放宽松的行政监管格局的正式确立，极大地刺激了以境内外上市公司为主的资本的涌入。2014 年共有 448 支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，披露募资金额的 423 支基金共计募集 3882.43 亿元。完成募集的基金数同比增长 28.37%，披露募资总金额同比增长 83.30%，两项数据均创历史新高。2015 年，尽管下半年资本市场“寒冬论”一直笼罩着中国股权投资市场，然而在“大众创业、万众创新”的时代大浪潮下，中国私募股权市场依然保持着较高的活跃度，且多项数据刷新历史纪录。2015 年共有 2249 支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，披露募资金额的 1582 支基金共计募集 5649.54 亿元。完成募集的基金数同比大幅增长 502.01%，披露募资总金额同比大幅增长 145.39%。就平均募资额来看，披露金额的 1582 支基金平均规模在 3.57 亿元人民币左右，约为 2014 年平均募资额的 38.91%。总体来看，由于大型机构 Limited Partner（以下简称“LP”）和国资 LP 在 2015 年度募集活动中的活跃度上升，PE 基金的两极分化趋势在 2015 年继续加深，新募基金规模基本符合“二八定律”，即 20% 的基金募资规模达到市场募资总额的 80% 左右。

图1 私募股权投资资金募集情况



资料来源：清科研究所

从新募基金类型角度分析，2249支新基金中，成长基金的数量与金额均超过一半，占比较往年均有所上升，共计新增成长基金1719支，占全年新增基金数的76.43%；募资规模达到3882.59亿元，占全年总募资规模的68.72%。并购基金共完成募集245支，约为2014年的3.6倍，募集金额为744.62亿元，同比增幅较为明显。房地产基金共计新增182支，募集金额为631.35亿元，占全年总募资规模的11.18%。另外，2015年全年新增基础设施基金78支，募集资金247.35亿元，新增夹层基金4支，募集资金40.67亿元，以及以PIPE基金、过桥基金为主的其他类型基金合计募集102.97亿元。

从基金币种来看，2015年人民币基金依然为中国私募股权市场上的主力，募集数量占整个市场的97.2%，募资总额占比84.1%。与此相比，外币基金在募集数量和募集总规模上均不占优势，但单支基金平均募集规模依然远远高于人民币基金。

从投资市场情况上来看，2015年中国私募股权市场共发生投资案例2845起，是2014年全年投资案例数的3.02倍，其中披露金额的2679起案例涉及交易金额3859.74亿元，同比增长16.75%，投资规模继续保持了高位增长。就平均投资额来看，由于PE机构投资新三板企业以及早于C轮的投资案例数量较2014年

增幅明显，导致平均投资额下降至1.44亿元，相当于2014年平均投资金额的36.89%，平均投资规模收缩明显，投资阶段前移趋势进一步加深。

从投资交易策略上看，2015年我国私募股权依然以投资成长资本为主，2845起投资案例中有2448起案例投资策略为成长资本，占总投资案例数的86.05%，这其中有约30%为新三板投资，代表性PE机构如天星资本和鼎锋资产；披露投资金额的2295起成长资本投资案例共计投资2308.91亿元，占比达到59.82%。与2014年相比，2015年PIPE投资（主要是PE机构通过定增方式投资上市公司）的案例数量和投资金额均有明显提升，其中以硅谷天堂、中新融创、温氏投资等机构为代表的百余家PE机构共计发生了234起投资案例，投资总额达1132.83亿元；房地产投资和并购投资较2014年变化不大，共发生投资案例126起和37起，投资金额分别为306.34亿元和111.65亿元。

2015年，从私募股权投资案例的行业分布来看，互联网依旧是PE机构最主要的投资标的行业，2015年共计发生481起案例，紧随其后的还有IT、生物技术/医疗健康、机械制造和电信及增值业务等行业。2015年房地产行业的投资案例总数为126起，有回暖迹象，但投资规模较2014年仍略有下降，总计467.35亿元人民币。

表1 2015年中国私募股权市场主要行业投资分布
(单位：起，人民币亿元)

行业	案例数	投资金额
互联网	481	524.21
IT	281	87.75
生物技术/医疗健康	246	215.66
机械制造	231	138.09
电信及增值业务	210	335.97
金融	177	556.11
清洁技术	146	104.35
电子及光电设备	137	166.49
房地产	126	467.35
娱乐传媒	110	175.30

资料来源：清科研究所

从投资地域来看,2015年北京和上海两地的投资案例数和投资金额均处于全国前两名,代表案例如滴滴打车、金丰投资和中石化销售等。由于受蚂蚁金服、华数传媒和快的打车等大额投资案的拉动,浙江省超过深圳成为投资规模排名第三的地区。另外,沿海各地区也由于政策、资源和人才等优势,吸引了众多PE机构的投资,广东省(包括深圳)和江苏等地以互联网、IT等新兴技术领域投资为主,而福建、山东等地则以地区性特色传统行业为主要投资方向;中西部地区的投资事件较2014年有所提高,但仍与沿海地区存在较大差距。

从退出方式分析,2015年中国私募股权投资市场共计实现退出1878笔,其中以被投资企业挂牌新三板作为项目退出的案例数达到954笔,占比超过50%;IPO退出作为回报率最高的退出方式,2015年共有267笔PE基金/机构所投资企业上市案例,虽然主要来自于2015年上半年,但已远超2014年IPO总数。由于IPO下半年一直处于冷冻期,使得企业加速并购整合,因此PE机构通过企业并购退出的案例数得以迅速增长,全年并购退出案例数合计276笔。此外,PE基金还通过股权转让、清算、管理层收购、借壳上市等多种方式分别实现了退出,退出方式逐渐多元化。

2. 竞争格局

国内PE市场可分为外资PE和内资PE,而内资PE又因主导者不同而分为券商直投、产业基金和民营资本。这四大力量为国内PE竞争市场的主要代表。其中民营资本和产业基金由于机制更加活跃,目前处于优势地位。

外资PE的优势在于雄厚的资本实力和投管退三个环节多年积累的经验 and 能力。然而外资PE在中国市场上发展主要受到外汇管制、产业限制等几大限制。种种障碍限制了外资PE在中国的竞争力,使得外资PE处于较为不利的地位,尤其是在抢夺项目资源的方面。内资PE中的券商直投机构具有两大特点:一是资

金实力雄厚,二是具有退出通道优势,正因为这两个特点,使得券商直投目前将主要投资领域锁定在PRE-IPO上;产业基金是另一大类PE机构,主要锁定某个或某几个行业进行投资,这类基金资金实力较大,往往在某些行业或某些地区具有资深行业背景及政府关系,在项目获取上有较大优势;民营资本是国内PE的主要类型,资金实力参差不齐,总体较小,但在搜寻项目和抢夺项目等前端能力上比较强。

3. 未来发展

国内外统计数据表明,PE诞生三十余年来,其投资业绩远高于股票市场,资本的逐利性将促进资本涌入PE行业,为该行业带来持续的发展动力。

当前,中国股权投资行业仍处在发展的黄金时期,环境因素、政策因素、市场因素、投融资供求因素等,都为行业发展提供了有利的条件。国家对股权投资的管理、扶持与发展政策日益完善。经过修订的《证券法》、《公司法》、《合伙企业法》等为股权投资机构的设立、管理、运作提供了必要的法律依据;2010年国务院颁布的“新36条”扩大了民间投资的领域和范围,《国务院关于促进企业兼并重组的意见》明确鼓励各类投资基金参与企业的兼并重组。中央政府提出七大新兴产业将带来众多投资机会,有利于创新中小企业的融资需求。国内外企业兼并和重组的浪潮带来了市场机会,吸引社会资金流向本行业,这无疑为股权投资提供了持续的动力与发展的空间。

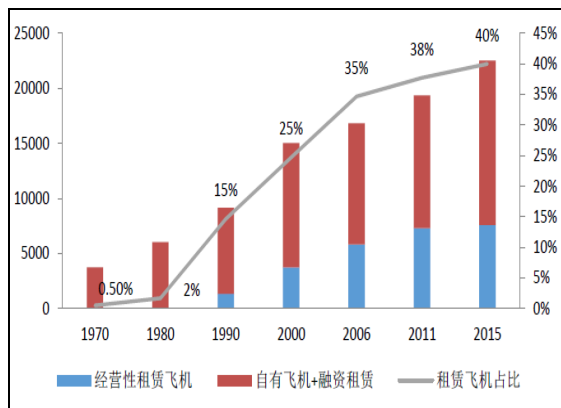
2013年11月15日,十八届三中全会指出要深化经济体制改革、积极发展混合所有制经济、推动国有企业改革、完善现有的金融市场体系等一系列制度,随着中国经济市场化的不断深入,PE行业的投资空间将不断扩大。未来,随着中国经济的发展及改革的不断深入,PE行业将迎来发展机遇期。

（二）飞机租赁行业

1. 行业概况

国际航空运输业是一个周期性行业，但在过去超过四十年的时间里持续增长，显示出很强的周期抵御能力。行业的成长性主要来自一系列趋势：1、民航飞行管制的放松；2、传统北美和欧洲市场增长常规化以后，新兴市场先后出现了爆发式增长；3、廉价航空公司的兴起；4、行业信息化提升了运营效率（计算机系统对机场流量的实时管理、在线订票系统等）。国际航空运输业的长期增长促进了飞机的需求。全球市场来看，从1970年到2015年，飞机租赁公司为购买飞机提供的融资占比逐步上升，经营性租赁飞机数量的占比从1970年的0.5%逐步上升至2015年的40%。

图2 经营性租赁飞机数量占比情况



资料来源：Ascend，广发证券（香港）

由于单架飞机价值较高，融资对于飞机购置是重要的步骤。2015年，购买飞机的融资来源主要有现金（23%）、资本市场（34%）、银行信贷（28%）和出口信贷（13%）。飞机租赁行业在六十年代出现，并随着航空运输业的长期发展而繁荣。飞机租赁是租赁公司从制造商或者其他机构购买飞机，然后将飞机租给航空公司或者其他承租人，然后依据租赁协议，按照月度或季度向承租人收取租金的业务。

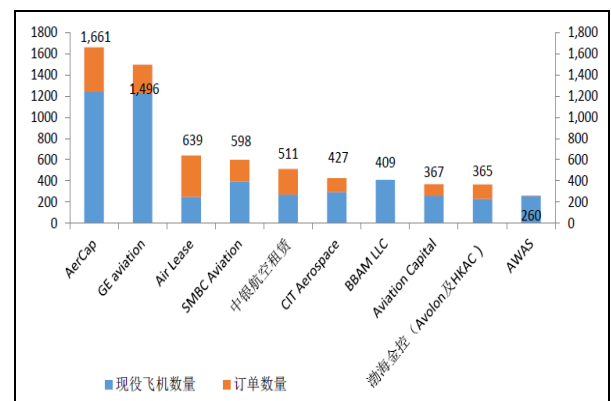
2. 竞争格局

飞机租赁公司业务主要围绕民航飞机展

开，飞机的供给来自上游两家最主要的飞机生产商：波音和空客，两者目前的飞机市场占有率达到80%以上。飞机租赁公司主要有两大收入来源：一是和航空公司签署租赁协议，获取月度或季度的租赁收入；二是处置旧飞机获得飞机处置收入，可以选择在二手飞机市场卖出，转卖为货运飞机或进行飞机拆解。租赁收入水平取决于租赁机队的数量和租赁利率的高低，后者主要受飞机市场供给和需求影响；飞机处置净收入水平则主要取决于飞机的市场价格和基准价格的差值。

Ascend统计了全球共158家飞机租赁公司，截止2015年底，按照机队规模排名前十的飞机租赁公司无论是机队数量（包括订单数）还是机队市场价值都占到了行业总体的60%左右。AerCap和GECAS占据行业龙头地位，现役飞机数量均超过1200架，包括订单数量的机队总数也达到1661架和1496架。随着中国航空运输业的迅速发展，两家中国资本背景的租赁公司出现在排名前十的榜单上，分别是中银航空租赁和渤海金控（后者已收购Avolon和香港国际航空租赁），机队规模分别为511架和365架（均包含积压订单数量）。

图3 截至2015年底前十名飞机租赁公司机队、订单数量情况



资料来源：Ascend，广发证券（香港）

3. 飞机的供给和需求

飞机的供给主要受两大飞机生产商波音和空客的控制。从历史数据来看，波音和空客在航空运输业的周期波动中非常谨慎地安排

了每年的飞机生产数量，其生产量的周期波动幅度远远低于订单所反映的需求端的波动幅度，大致实现了供给端的平稳增长。虽然民航飞机制造市场还存在一些其他竞争者，但从市场地位而言，波音和空客长期占据民航飞机市场份额的 80% 以上，具有垄断地位。对于航空公司而言，虽然其他竞争者的产品可能定价更为低廉，但飞机飞行的安全可靠被放在首位。同时，不同类型的飞机在操作、性能和维护方面都有很大区别，不同生产商制造的飞机在运营上的成本差异更大，需要航空公司额外配备专门的机组人员并投入大量的培训费用。因此飞机租赁公司也都选择组建以热门机型为主的机队，以实现飞机在不同航空公司和地区之间的灵活配置。未来也可能出现性能更好价格更低的竞争飞机，但基于安全及运营成本考虑，新飞机制造商可能需要花费比较长的时间才能挑战波音和空客的市场地位。

飞机需求置身于整个国际宏观系统中，由很多复杂的经济变量和人口变量决定。但从民航新飞机的用途出发，总的来说有三个方面：自然增长需求、新市场需求、替代需求。

自然增长需求主要来自经济的增长。经济增长促进了商务出行的人数和次数，商品交易的繁荣增加了货运的频率和规模，消费增长的同时休闲旅游的出行也得到提升，旺盛的民航出行需求开始可以通过增加飞机飞行频率来满足，但最终表达为对新飞机的需求。

新市场方面，伴随着航空运输业的自由化趋势，更少的航空管制和新航线的增加非常明显地促进了新兴市场对飞机的需求，在发达国家，随着廉价航空的运营，很多过去被认为需求并不足以支撑航线盈利的路线也成功运营。

替代需求方面，飞机是一种有寿命的资产，随着飞机服役时间的增长，需要的维护和维修费用也逐渐上升，当达到飞机资产边际收入和边际成本的平衡，就意味着飞机经济使用寿命的终结。但飞机的实际使用时间通常更短，原因包括：航空公司为了增强竞争力而引

进新飞机提升乘机体验，油价上涨导致运营节能型新飞机更为划算，为了适应最新的碳排放监管需要更换旧机型等。新飞机替代旧飞机是预测飞机需求量的重要组成部分。

4. 行业前景

未来，预期机队将继续保持其长期增长趋势。空客和波音在 2015 年和 2016 年分别发布了对未来二十年飞机市场的预测，预测结果都较乐观。空客认为，全球机队数量将从 2015 年初的 17354 架增加至 2034 年的 35749 架，年均复合增长率为 3.7%。其中原有机队按照每年 7.1% 的比例退役，20 年间新飞机的总需求为 31781 架，替换需求占比 42% 而新增需求占比 58%（自然增长需求和新市场需求共同组成了的新增需求）。波音认为，全球机队数量将从 2016 年初的 22510 架增加至 2035 年的 45240 架，年均复合增长率为 3.6%。其中原有机队按照每年 6.7% 的比例退役，20 年间新飞机的总需求为 39,620 架，替换需求占比 43% 而新增需求占比 57%。

经营性租赁在替代融资方式上为部分航空公司提供了所有权优势以及经营优势，因而预期经营出租人拥有的飞机机队与全球扩展中的飞机机队将实现同步增长。在经营性租赁的渗透率维持于目前同一水平的情况下，预期于未来十年内约 4600 架 100 个座位以上的商用喷气式飞机及同型号货机将加入目前的经营性租赁机队以支持此增长。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 6 月底，公司注册资本为 340.52 亿港元，中国银行 100% 控股，中国银行为公司唯一股东。

2. 企业规模与竞争力

自 1984 年成立以来，公司依托控股股东中国银行整体协作优势，积极开展多种形式的

投资活动。凭借 30 余年积累的专业投资经验和技 术，公司资产规模不断扩大、业务结构逐步优化、融资渠道日趋多元、经营效益稳步提高。

企业股权投资方面，公司投资于具有相对稳定业务模式的成长型企业，并适度向收购兼并发展；支持科技创新创业，适度投资于已形成成熟商业模式的创新型科技企业的 VC 投资，通过发挥中国银行和公司的独特优势，从财务、技术上支持被投企业发展，提升被投资企业价值，并通过利息、股息和资本收益实现投资价值。截至 2016 年 6 月底，公司股权投资余额为 312.36 亿港元，占总投资资产余额的 43.43%。

基金投资与管理方面，公司主要以自有资金投资市场上优秀的私募股权基金。截至 2016 年 6 月底，公司基金投资余额为 160.87 亿港元，占总投资资产余额的 22.4%。

不动产投资方面，公司以市场化方式，对成熟商业地产项目进行股权收购、资产收购与管理等业务，实现稳定现金流回报和资本增值收益。截至 2016 年 6 月底，公司不动产投资余额为 193.39 亿港元，占总投资资产余额的 26.9%。

不良资产投资方面，公司对不良债权、不良股权和不良实物资产进行收购、管理和处置。对有较大增值潜力的重点项目通过实施追加投资、资产置换、债务重组和债转股等运作手段，挖掘和提升项目价值后转让退出，获取增值收益。截至 2016 年 6 月底，公司不良资产投资余额为 52.59 亿港元，占总投资资产余额的 7.3%。

作为中国银行的全资附属机构，以及中国银行从事直接投资与管理业务的主要载体和平台，公司现已发展成为同类投资公司中经营历史最长、管理资产规模最大、业务体系最健全的专业投资机构之一。

3. 人员素质

公司现有董事会成员 10 人、高层管理人员 6 人。

截至 2016 年 6 月底，公司总部共有员工 122 人。在学历结构层面，拥有硕士及以上学历的员工约占公司员工总数的 59.02%，拥有本科学历的员工约占公司员工总数的 29.51%，拥有大专及以上学历的员工约占公司员工总数的 11.47%。

总体看，公司高级管理人员素质高，且拥有丰富的管理经验，现有人员构成可以满足公司日常经营管理的需要。

4. 股东支持

中国银行持有公司 100% 股权，为公司控股股东。

1912 年 2 月，经孙中山先生批准，中国银行正式成立。从 1912 年至 1949 年，中国银行先后行使中央银行、国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能。1949 年以后，中国银行长期作为国家外汇外贸专业银行，统一经营管理国家外汇，开展国际贸易结算、侨汇和其他非贸易外汇业务。改革开放以来，中国银行充分发挥长期经营外汇业务的独特优势，成为国家利用外资的主渠道。1994 年，中国银行改为国有独资商业银行。2004 年 8 月，中国银行股份有限公司挂牌成立。2006 年 6 月、7 月，中国银行先后在香港联交所和上交所成功挂牌上市，成为国内首家“A+H”发行上市的中国商业银行。

中国银行是中国国际化和多元化程度最高的银行，在中国内地及 47 个国家和地区为客户提供全面的金融服务。主要经营商业银行业务，包括公司金融业务、个人金融业务和金融市场业务，并通过全资子公司中银国际控股有限公司开展投资银行业务，通过全资子公司中银集团保险有限公司及中银保险有限公司经营保险业务，通过全资子公司中银集团投资有限公司经营直接投资和投资管理业务，通过控股中银基金管理有限公司经营基金管理业

务，通过控股中银航空租赁有限公司（以下简称“中银航空租赁”）经营飞机租赁业务。

中银投紧跟中国银行国际化、多元化发展战略，可共享集团境内、境外两个市场、两种资源，依托集团百年品牌优势、雄厚资金优势、优质客源优势、全球化经营网络优势及全方位金融服务优势，可不断完善自身投资业务体系，拓宽投资业务领域，加大项目搜寻力度，建立稳定项目来源，具有一定市场影响力和技术含量，且能实现较大利润贡献，由中银投主导或共同主导的明星项目，进一步提升市场地位和影响力，不断提高对集团的战略价值和财务价值。

总体上看，公司股东实力雄厚，能给予公司较大支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立、健全了法人治理结构，有完善的董事会和管理层的独立运行机制，同时按照《公司章程》和其适用的法律法规运作，保障了公司的运营决策和效率。

公司设立董事会，董事会现有 10 名成员，均为中国银行委派，其中有 7 名董事为现任中国银行信用审批、授信管理、公司金融、财务管理、风险管理、人力资源管理、稽核等重要职能部门总经理室成员。董事会下设专业委员会，分别建立了风险管理委员会、人事薪酬委员会和稽核委员会，各专业委员会分别由相关董事负责，为董事会决策提供专业支持。

根据《公司章程》，公司设立经营管理机构，负责公司的日常经营管理。《公司章程》对总经理的委任做了明确规定。公司管理层现有成员 6 人，在中银集团平均服务年限超过 20 年，具有商业银行和投资市场领域丰富的从业经验和稳健务实的经营管理作风。公司管理层根据董事会授权，负责日常管理运营，内部设立投资委员会和采购评审委员会，分别对公司

重大业务决策和大额财务支出事宜进行审议，为管理层决策提供支持。

2. 管理水平

为了保证公司各项管理工作的规范化、流程化和制度化运作，公司在投资管理、项目风险管理、财务管理、附属公司管理、人力资源管理及对公司重大事项进行决策和管理等方面制定了较为完善的内部管理制度。

项目投资管理制度方面，公司制定了全流程业务管控办法，涵盖投前、投后、退出三个项目投资管理阶段的各项工作。项目投前阶段，制定了项目投资标准指引，严格实施项目立项。项目投后阶段，制定了风险管理政策指引，建立和健全公司风险管理制度体系，有效管理各类风险，达到风险与收益的合理平衡，促进业务发展和提高股东价值回报。项目退出阶段，依据管理办法规定，对拟退出项目开展价值评估，进行独立性尽责审查。按照授权审批管理规定，履行审批程序。

财务管理制度方面，公司根据相关法律法规，结合实际情况制定了全面的财务管理规章制度。强化财务管理职能，综合运用预算、控制、分析、监督和考核等方法，实现股东价值最大化。

内控合规制度方面，公司强化内部风险管理及合规工作，制定完善覆盖各环节的管控机制和制度体系。深化合规工作管理，建立与公司发展战略和外部环境相适应的独立有序的合规工作体系和良好的合规文化，使公司及所有员工的所有经营管理行为合法合规，保护公司良好声誉并最大限度减小财务损失，促进公司持续健康发展。

风险控制方面，公司建立和健全项目投资风险、市场风险、集中度风险、汇率风险等风险管理制度，提高对业务风险的把控和管理能力，建立与公司战略目标、业务规模与风险偏好适应的风险管理体系，保障业务持续、稳健地运营。

人力资源管理制度方面，公司制定了各项人力资源管理制度，规范人事薪酬政策和标准。建立市场化的人才选聘和培养体系，对人才招聘、任用进行严格规范，为人才库建设提供坚实制度保障。建立与市场接轨的职位体系，有效引进市场人才，促进业务发展。明确部门和员工考核管理办法，强化激励约束机制。

附属公司管理制度方面，公司根据“清晰的业务定位，严谨的差异化管理，有效的风险控制，适度的业务授权，充分的市场化运作”原则，加强附属公司管理。制定二级公司管理办法，明确管理机制及授权权限，在有效防范和控制风险的基础上推动二级公司业务发展。

稽核制度方面，公司设立了独立的稽核部，配备专职审计人员。稽核部依据公司内控制度要求进行内部审计监督评价和风险控制，独立行使审计职权。制定内部稽核工作规程，进一步规范公司的内部稽核检查计划管理、风险评估、现场稽核工作规程、稽核档案管理等重要内容。

整体来看，公司依据自身业务特点，制定了较为完善的管理制度，基本可以满足日常经营需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是中国银行从事直接投资与管理业务的主要载体和平台，也是中国银行推行国际化、多元化发展战略的重要组成部分。经过多年发展，公司形成以企业股权投资、基金投资与管理、不动产投资与管理、不良资产投资四大板块为代表的主营业务。此外，中银投是中银航空租赁的控股股东，中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司。

公司主营业务划分如表 2 所示。2013~2015 年，公司总收入快速增长，年均复合增长 18.55%，2015 年为 159.96 亿港元。从收入结构上看，企业股权投资和飞机租赁收入是公司收入主要来源，2015 年占比分别为 31.56% 和 51.95%。2013~2015 年，随着公司业务规模的扩张，不良资产投资和基金投资与管理板块收入均快速增长，2015 年分别为 6.68 亿港元和 5.00 亿港元，占总收入比重提升至 4.17% 和 3.12%；同期，公司不动产投资与管理板块收入波动中有所增长，年均复合增长 10.82%。

表 2 2013~2016 年 6 月公司总收入结构（单位：亿港元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			16 年 1-6 月		
	收入	占比	税后利润率	收入	占比	税后利润率	收入	占比	税后利润率	收入	占比	税后利润率
企业股权投资	19.91	17.49	62.15	28.16	20.68	53.44	50.49	31.56	89.80	4.78	7.53	60.19
不动产投资与管理	8.85	7.77	56.63	18.38	13.49	63.94	10.87	6.79	47.81	6.44	10.13	55.26
不良资产投资	1.51	1.32	-2.72	2.99	2.19	-45.93	6.68	4.17	74.22	4.49	7.06	70.81
基金投资与管理	0.78	0.69	-32.71	0.99	0.73	-66.97	5.00	3.12	59.19	3.46	5.45	74.39
飞机租赁	69.58	61.13	29.26	76.04	55.83	31.19	83.11	51.95	30.18	44.55	70.08	35.52
分布总额	100.62	88.40	37.22	126.56	92.92	38.31	156.14	97.61	53.49	63.72	100.25	43.96
内部分布收入及其他	13.21	11.60	28.13	9.64	7.08	4.18	3.82	2.39	--	-0.16	-0.25	--
合计	113.83	100.00	36.16	136.21	100.00	35.89	159.96	100.00	49.42	63.56	100.00	39.68

资料来源：公司财务报表

注：1. 公司总收入包含收入、其他收入和收益及应占联营/合营企业收入（损失）；2. 公司税后利润=总收入-营业费用-其他费用-财务费用-企业所得税；3. 本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

从税后利润率情况来看，2013~2015年，公司企业股权投资板块税后利润率保持高位。2015年公司处置华能国际电力开发公司，使得当年处置股权投资项目投资收益大幅增长，企业股权投资板块税后利润率大幅提升至89.80%，为公司最主要的利润来源；同期，飞机租赁板块税后利润率相对稳定，2015年为30.18%；受市场波动影响，公司其他业务板块税后利润率有所波动。受上述因素综合影响，2013~2015年公司整体税后利润率呈波动增长趋势，2015年为49.42%。

2016年1~6月，公司实现总收入63.56亿元，较2015年同期下降15.62%，整体税后利润率为39.68%。

2. 企业股权投资

公司企业股权投资业务主要针对成长型公司进行私募股权投资，通过对目标公司在发展战略、财务管理、经营运作等层面提供各类价值增值服务，推动其资本市场运作，实现企业价值最大化。公司具备较强的专业投资能力和价值增值能力，在业内具备较为显著的竞争优势。

公司坚持价值投资理念，优先选择经济发达地区开展股权投资业务，以国企改革、跨境

并购、民企增长等三大投资主题为主，重点关注能源、金融、物流、消费、医药医疗、互联网+等六大行业，兼顾其他投资机会；公司重点投资具有行业内领先地位或突出竞争优势，具有较好经营纪录和良好公司治理机制的企业。

历年以来，公司企业股权投资业务的主要投资项目包括：京沪高速铁路股份有限公司、华能国际电力开发公司、中国神华能源股份有限公司、上海航空股份有限公司、凤凰卫视控股有限公司、NBA体育文化发展（北京）有限责任公司、北京东方广场、普洛斯有限公司、上海保险交易所股份有限公司、上海陆家嘴国际金融资产交易市场股份有限公司、中国石化销售有限公司、豪威科技股份有限公司、药明康德新药开发有限公司等。

分行业看，公司企业股权投资项目主要分布在交通运输、仓储和邮政业、金融业、租赁和商务服务业、制造业，以及批发和零售业等行业。截至2016年6月底，公司存量投资项目57个，投资规模312.36亿港元。其中，交通运输、仓储和邮政业以及金融业投资比例较高，二者合计共投资项目25个，投资额占投资总规模的69.61%，集中度较高，公司投资项目行业分布明细如表3所示。

表3 2016年6月底公司企业股权投资项目行业分布

行业	项目数(个)	投资金额(亿港元)	项目投资额占比(%)
交通运输、仓储和邮政业	6	17232448	55.16
金融业	19	4513869	14.45
租赁和商务服务业	2	3000489	9.60
制造业	13	1646188	5.27
批发和零售业	1	1577500	5.05
房地产业	4	1106026	3.54
文化、体育和娱乐业	4	880825	2.82
住宿和餐饮业	1	609296	1.95
信息传输、软件和信息技术服务业	2	433471	1.39
建筑业	1	192413	0.62
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	1	36480	0.12
采矿业	2	5618	0.02
农、林、牧、渔业	1	1620	0.01
合计	57	31236243	100.00

资料来源：公司提供

3. 基金投资与管理

公司主要以自有资金投资市场上优秀的私募股权基金，通过专业判断选择行业优秀的普通合伙人，投资其管理的私募基金。

截至 2016 年 6 月底，公司基金投资余额为 160.87 亿港元，占总投资资产余额的 22.40%，公司投资的基金项目余额情况如表 4。

表 4 截至 2016 年 6 月底公司基金投资余额

币种	投资余额(亿港元)	占比(%)
外币基金	55.35	34.41
人民币基金	105.52	65.59
合计	160.87	100.00

资料来源：公司提供

公司基金投资与管理业务模式较为成熟。公司按照区域、行业、品类科学构建基金投资组合，优化基金组合配置。选择投资的基金类型以国内为主要投资区域的成长型私募股权基金为主，同时向投资阶段前端和境外项目延伸拓展，适度提高创业投资基金、欧美并购基金在基金投资组合中的比重，适度分散投资风险，拓展联动业务空间。公司积极开展创业投资、海外私募股权市场研究，加强对优秀创业投资基金管理人和海外私募股权基金管理人的搜寻，拓展海外项目搜寻渠道。同时，公司发掘带动更多联合投资机会，围绕公司六大行业、三大主题，推动 GP 与公司及集团建立更紧密业务联系。

公司通过分析私募 PE 市场，掌握优秀基金的成功要素，形成筛选优秀基金的科学化标准；通过基金组合管理，达到多元化投资组合，分散投资风险的目的；通过商业银行、公司、被投基金的三方联动提升投资能力；发挥多元化经营优势，为被投基金配套提供多样化金融产品服务；与被投基金共同投资，实现双赢。

截至 2016 年 6 月底，公司主要参与投资的人民币基金为：(1)弘毅系列基金，(2)北鼎晖系列基金，(3)春华基金，(4)中信资本人民币基金，(5)国开博裕人民币基金，(6)红杉资本人民币四期基金，(7)崇德基金三期等。此外，公司

还参与投资多支外币基金，包括：(1)KKR 欧洲系列基金，(2)摩立特私募基金 III，(3)UBS 全球基建基金，(4)软银中国美元基金第五期，(5)IDG 资本第三期美元成长基金，(6)中信产业基金美元二期等。

4. 不动产投资

公司不动产投资业务以市场化手段，通过项目公司股权收购、物业资产收购、项目合作经营、售后回租等方式，对成熟商业地产项目进行直接投资和管理。实现稳定现金流回报和资本增值收益。截至 2016 年 6 月底，公司不动产投资余额为 193.39 亿港元，占总投资资产余额的 26.90%。

表 5 截至 2016 年 6 月底公司不动产投资与管理业务项目分布

地区	投资余额(亿港元)	占比(%)
中国内地	127.05	65.70
香港	20.17	10.43
美国	46.17	23.87
合计	193.39	100.00

资料来源：公司提供

公司不动产投资业务重点投资于内地一线城市、核心地段具有增值潜力的优质资产，继续扩大海外市场投资规模。通过建立境内外投资机构客户网络，培育重要合作伙伴。通过价值增值手段，有效提升现有项目租金收入水平；加大投放力度，持续提高投资性物业价值贡献能力。同时，公司多元化利用股权、债权及与资本市场相结合手段，进一步拓宽投资方式，探索基金化不动产投资管理模式，提供不动产投资、管理和经营等更广泛范围的金融服务产品。

公司拥有较为专业的不动产投资能力，主要体现在：公司透租户组合管理、物业品质提升、资本结构重组、专业化管理团队等措施有效提升投资物业价值和综合回报。公司根据市场及租赁状况，及时对租户组合进行调整，引进高品质租户，适时提高租金水平；通过对项目物业进行装修改造，提升项目品质与档

次，提高物业租金水平；及时对项目投资贷款进行调整、置换，有效降低贷款利息费用，改善项目现金流量，提高项目回报；通过专业化物业管理服务，保持和提升物业服务水准，维持高素质租户稳定，促进租金稳步提升。

近年来，公司寻求市场机会，加大不动产投资力度，持续提高投资性物业价值增值及财务贡献能力，并要求在项目投资阶段应有可预见的退出渠道，在适当时期将资产退出。

总体看，公司持有的不动产投资业务主要位于中国大陆、香港和美国等活跃房地产市场，资产价值较高；近年来，公司投资性物业租金收益稳步增长，为公司提供了稳定的现金流保障；同时，不动产投资自身市场价值的提升，有助于优化公司资产结构，并对公司利润的实现作出较大贡献。

5. 不良资产投资

公司通过对不良债权、不良股权和不良实物资产进行收购、管理，挖掘和提升项目价值后转让退出，获取增值收益。截至 2016 年 6 月底，公司不良资产投资余额为 52.59 亿港元，占总投资资产余额的 7.30%。

表 6 截至 2016 年 6 月底公司不良资产投资项目按区域分布

地区	投资余额(亿港元)	占比(%)
华东	29.29	55.70
华北	2.37	4.51
华中	2.87	5.46
华南	12.28	23.35
西南	0.79	1.51
西北	4.96	9.43
东北	0.02	0.05
合计	52.59	100.00

资料来源：公司提供

公司不良资产投资区域以国内市场为主导，适度拓展港澳地区境外不良资产收购业务。公司在持续加大金融不良资产收购处置业务的同时，逐步向并购重组业务转型。不良资产投资业务出资模式主要采用独立出资、合资、组织基金等形式。不良资产处置和退出方式主要包括打包批发收购后分拆零售处置、诉

讼与判决和执行强制执行、债务重组和大股东收购等方式，公司也通过追加投资，完善产权、管理和运营押品、债转股等多重增值运作手段，提升项目价值后实现退出。

6. 飞机租赁

中银投是中银航空租赁的控股股东，中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司。

中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司。截至 2015 年底，中银航空租赁是总部设于亚洲的最大的飞机经营性租赁公司及全球第五大飞机经营性租赁公司（均按自有飞机价值计但不包括已下达订单但未交付飞机）。中银航空租赁凭借其经验丰富的高级管理层团队、与航空公司客户及飞机制造商之间的长期合作关系、严谨而积极的飞机组合管理模式和具有竞争力的债务融资能力，近年来经营业绩良好。中银航空租赁自成立起至 2015 年的累计溢利约为 21 亿美元，其平均股本回报率为 15.1%。

中银航空租赁的核心业务模式着重于按具有竞争力的价格从飞机制造商直接购买节能及市场确需的新飞机，以高效的方式为购买飞机进行融资，向全球范围内多元化的客户群提供飞机长期经营性租赁，出售飞机以维持低龄机队、降低飞机组合的风险并从中赚取收益，并将销售收益重新投资于新飞机投资。

2013~2015 年，中银航空租赁经营收入及其他收入稳步增长，三年分别为 69.58 亿港元、76.04 亿港元和 83.11 亿港元。其中，租赁租金收入为其主要构成部分。

截至 2016 年 6 月底，中银航空租赁的自有及代管飞机共计 265 架，共服务于 31 个国家的 64 家航空公司客户。自有机队经账面净值加权后的平均机龄为 3.3 年，平均剩余租期为 7.2 年。2016 年 1~6 月，中银航空租赁飞机利用率保持在 100%。截至 2016 年 6 月底，中银航空租赁以地区划分的飞机账面净值情况如表 7。

表 7 近年来中银航空租赁机队构成情况

地区	飞机账面净值比例(%)
亚太（不包括中国大陆及港澳台）	32.2
中国大陆及港澳台	21.6
欧洲	23.2
美洲	16.2
中东及非洲	6.80
合计	100.00

资料来源：公司提供

注：1. 上述区域系基于有关经营性租赁合同下主债务人所在司法辖区；2. 上述飞机账面净值不包括持作出售资产的账面值。

7. 未来发展

公司旨在发展成为商业银行背景下，具有市场影响力的专业投资管理公司。

未来，公司将不断强化集团直接投资业务的独特竞争优势，巩固现有投资业务，推动基金管理业务，不断提高价值增值能力、市场筹资能力、跨区域发展能力和风险管控能力，逐步实现由投资向投资管理转型的战略定位。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年财务报表经安永会计师事务所审计，审计意见为：合并报表根据《香港财务报告准则》，真实而公允地反映了公司的财务状况、财务表现及现金流量。公司提供的2016年上半年财务报表未经审计。公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制。

截止2016年6月30日、2015年12月31日、2014年12月31日和2013年12月31日，根据中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平分别为1港元对人民币0.85467元、1港元对人民币0.83778元、1港元对0.78887人民币元、1港元对0.78623人民币元。

2014年，公司财务报表合并范围的变化主要来自新增投资设立30家公司，以及处置、注销等引起合并范围减少的20家公司。2015年，公司财务报表合并范围新增15家公司，全部通过投资设立取得，合并范围减少9家公司，全部为原中银航空租赁子公司。总体看，近三年

公司合并范围的变化对公司合并报表的财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额1850.77亿港元，权益总额777.69亿港元（非控股权益1.76亿港元）。2015年，公司收入101.82亿港元，税前利润85.93亿港元。

截至2016年6月底，公司合并资产总额1918.43亿港元，权益总额882.68亿港元（非控股权益67.25亿港元）。2016年1~6月，公司收入55.86亿港元，税前利润28.86亿港元。

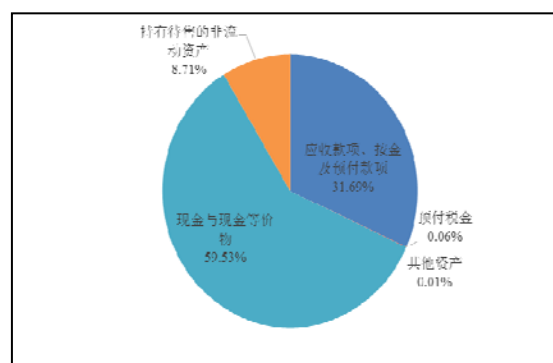
2. 资产质量

2013~2015年，随着公司业务规模的扩张，公司资产总额稳步增长，年均复合增长6.04%。截至2015年底，公司资产总额1850.77亿港元，同比增长1.26%。从资产构成来看，流动资产占10.69%，非流动资产占89.31%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产波动下降，年均复合变动率-7.81%。截至2015年底，公司流动资产197.86亿港元，同比下降15.52%。从构成来看，现金及现金等价物占59.53%，应收款项、按金及预付款项占31.69%，持有待售的非流动资产占8.71%，其他资产占0.01%，预付款项占0.06%。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015年，公司现金及现金等价物波动下降，年均复合变动率为-20.16%。截至2015年底，公司现金及现金等价物117.78亿港元，同比大幅下降45.62%，主要系短期定期存款大

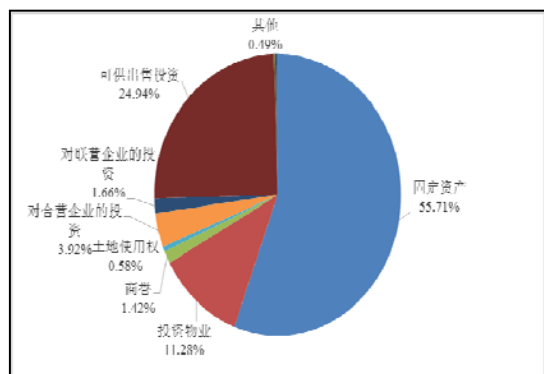
幅下降所致。截至2015年底，公司已质押银行存款10.50亿港元。

2013~2015年，公司应收账款、按金及预付款项大幅增加，年均复合增长49.92%。截至2015年底，公司应收账款、按金及预付款项62.70亿港元。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产稳定增长，年均复合增速8.15%。截至2015年底，公司非流动资产为1652.91亿港元，同比增长3.73%。从构成来看，非流动资产主要由固定资产（占55.71%）、可供出售投资（占24.94%）、投资物业（占11.28%）和对合营企业的投资（占3.92%）构成。

图5 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015年，公司固定资产快速增长，年均复合增长率为10.07%。截至2015年底，公司固定资产账面净额为920.90亿港元，其中房屋、建筑物占0.84%，租赁物业改良工程占0.01%，设备占0.08%，运输工具占0.01%，飞行进度付款占18.87%和飞行设备占80.19%。飞行设备中7.81亿港元作为融资租赁负债的抵押资产及496.91亿港元作为借款的抵押物。

2013~2015年，公司投资物业快速增长，年均复合增长率为22.35%。截至2015年底，公司投资物业账面价值为186.51亿港元，同比增长29.90%，主要系公司投资商业房地产公允价值增加所致。公司投资物业位于中国大陆、香港和美国的活跃房地产市场，有较大升值空间，资产质量较好。截至2015年底，公司以账

面净值为6.85亿港元的投资物业作为银行借款的抵押物。

2013~2015年，公司可供出售投资有所上涨，年均复合增长率为8.34%。截至2015年底，公司可供出售投资412.20亿港元，同比增加5.98%，主要系非上市股权投资增加所致。

2013~2015年，公司对合营及联营公司的投资呈波动下降趋势，年均复合变动率为-18.53%，主要系公司于2015年12月终止确认对华能国际电力开发公司的投资所致。截至2015年底，公司对合营及联营企业的投资账面价值为92.27亿港元。公司重要的合营企业有优领环球有限公司（以下简称“优领环球”）和中广核一期产业投资基金有限公司（以下简称“中广核一期”）。优领环球是公司于2015年2月新收购的公司，是公司对汽油及燃油销售领域的投资项目。中广核一期是公司对核电项目及相关产业的投资平台并对外提供咨询服务。

截至2016年6月底，公司资产总额1918.43亿元，较2015年底增长3.66%。其中，流动资产占12.83%，非流动资产占87.17%，公司资产结构较2015年底变化不大。截至2016年6月底，公司流动资产合计246.06亿港元，同比增长24.36%，主要系现金与现金等价物增长所致。截至2016年6月底，公司非流动资产为1672.37亿港元，较2015年底变化不大。

总体看，随着公司现有市场的不断渗透及通过合营方式开拓新市场工作的推进，公司资产规模稳步增长，构成以非流动资产为主。公司非流动资产以固定资产、可供出售投资和投资物业为主。整体来看，公司资产质量较好。

3. 负债及权益总额

权益

2013~2015年，公司权益总额快速增长，年均复合增长6.52%。截至2015年底，公司权益总额为777.69亿港元，同比增长7.57%，主要来自未分配利润的增长。从权益总额构成来看，股本占43.79%，储备占9.85%，未分配利

润占46.14%，非控制性权益占0.23%。公司权益总额结构稳定性较好。

截至2016年6月底，公司权益总额合计882.68亿港元，较2015年底增长13.50%，主要系中银航空租赁在香港交易所首次公开发售发行普通股所致。

负债

2013~2015年，公司负债波动上升，年均复合变动率5.70%。截至2015年底，公司负债总额1073.08亿港元，同比下降2.87%。近三年非流动负债占比分别为69.99%、71.68%和73.63%，公司负债以非流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债波动下降，年均复合变动率为-0.92%。截至2015年底，公司流动负债282.95亿港元，同比下降9.57%，主要系向同系子公司的借款的下降所致。从构成上看，公司流动负债主要由应付款项及其他应付款（占9.21%）、向同系子公司的借款（占49.10%）、向金融机构的借款（占19.20%）和发行债券（占16.59%）构成。

2013~2015年，公司应付款项及其他应付款有所上升，年均复合变动率4.67%。截至2015年底，公司应付款项和其他应付款26.06亿港元，同比上升26.57%，主要系预提费用大幅上升所致。

2013~2015年，公司向同系子公司的借款波动下降，年均复合变动率-14.91%。截至2015年底，公司向同系子公司的借款为138.93亿港元，同比下降27.90%。

2013~2015年，公司向金融机构的借款波动上升，年均复合增长率为31.94%，近三年，分别为31.21亿港元、54.66亿港元和54.33亿港元。截至2014年底，公司向金融机构的借款同比增加75.13%，主要系公司向金融机构借款有担保部分大幅增加所致。

2013~2015年，公司发行债券（流动负债）快速增长，年均复合增长246.08%。截至2015年底，公司发行债券46.93亿港元，同比大幅增长。

2013~2015年，公司非流动负债波动上升，年均复合变动率为8.41%。截至2015年底，公司非流动负债790.13亿港元，同比下降0.22%。从构成上看，公司非流动负债主要由向金融机构的借款（占41.31%）和发行债券（占35.79%）构成。

截至2015年，公司银行借款及向其他机构借款594.95亿元¹，同比下降17.40%，从构成上看，公司银行借款及向其他机构借款主要由向同系子公司借款（占29.58%）、向直接持股母公司借款（占6.44%）和向金融机构借款（占63.98%）构成。

2013~2015年，公司扩大债券（非流动负债）发行规模，年均复合增长率为40.19%。截至2015年底，公司发行超过一年期的债券为282.78亿港元，同比增长10.47%。

2013~2015年，公司债务总额波动上升，年均复合变化率4.26%，截至2015年底，公司债务总额924.66亿港元，同比下降5.62%，债务负担略有下降。从债务结构来看，短期债务占27.14%，长期债务占72.86%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，2013~2015年，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均波动下降，三年加权平均值分别为58.79%、55.50%和47.62%，2015年底分别为57.98%、54.32%和46.42%。

截至2016年6月底，公司负债合计1035.75亿港元，较2015年底下降3.48%。从构成上看，流动负债占17.72%，非流动负债占82.28%，非流动负债占比较2015年底进一步增加。截至2016年6月底，公司流动负债为183.55亿港元，较2015年底下降35.13%，主要系向同系子公司的借款和向金融机构的借款减少所致；公司非流动负债为852.20亿港元，较2015年底增长7.85%，主要来自发行债券的增长。

截至2016年6月底，公司债务总额889.44亿港元，较2015年底小幅下降3.81%。从构成来看，短期债务占16.98%，长期债务占83.02%。

¹ 包括流动部分和非流动部分。

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53.99%、50.19%和45.55%，较2015年底分别下降3.99个百分点、4.13个百分点和0.87个百分点。

总体来看，近年来公司债务负担有所下降，债务结构以非流动负债为主，债务水平适宜。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司收入稳定增长，年均复合增长8.87%。2015年公司收入101.82亿港元，同比增长4.60%。

2013~2015年，公司其他收入及收益分别为15.64亿港元、26.39亿港元和38.25亿港元，年均复合增长率为56.37%，主要为处置可供出售投资净收益及处置联营企业投资净收益。其中，2015年，公司处置联营企业投资净收益大幅增长，主要为处置华能国际电力开发公司股权所致。

2013~2015年，公司期间费用波动增长，年均复合增长4.18%。2015年公司期间费用为74.03亿元，其中，营业费用为49.95亿港元，主要为固定资产折旧；其他费用为4.05亿港元，同比下降70.61%，主要系可供出售投资减值损失和合营企业及联营企业减值损失下降所致；财务费用为20.04亿港元，主要为利息支出。2015年公司期间费用率72.71%，较2014年下降10.36个百分点，公司期间费用压力有所缓解。

应占联营及合营公司损益方面，2013~2015年，公司在联营公司的损益有所上升，年均复合变动率为7.59%；同期，公司在合营公司损益大幅上升。2015年，公司合营企业投资净收益5.15亿港元。

2013~2015年，公司税前利润快速增长，年均复合增幅37.26%，2015年公司税前利润为85.93亿港元，同比增长55.26%。

从盈利指标看，2013~2015年公司净资产收益率分别为6.01%、6.76%和10.16%；总资本收益率分别为3.67%、3.95%和5.77%。公司整

体盈利能力有所增强。

2016年1~6月，公司收入55.86亿港元，其他收入和收益3.28亿港元；同期，公司应占合营企业收益和应占联营企业收益分别为3.53亿港元和0.90亿港元，取得税前利润28.86亿港元。

总体来看，近三年公司收入规模不断增长，公司期间费用压力有所缓解。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2013~2015年，公司经营产生的现金流量净额分别为81.04亿港元、55.34亿港元和65.35亿港元；主要由税前利润、折旧和应收款项净减少额构成。

投资活动方面，2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-158.45亿港元、-150.32亿港元和-111.23亿港元。

公司筹资活动资金主要来自于银行借款和发行债券，2013~2015年新增银行借款收到的现金分别为54.65亿港元、24.23亿港元和141.80亿港元；同期，公司发行债券所收到的现金分别为110.78亿港元、121.46亿港元和74.94亿港元；筹资活动产生的现金流量净额分别为58.78亿港元、118.00亿港元和-52.96亿港元。

总体看，公司投资支出规模较大，需要通过外部融资来满足资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率持续下降，近三年分别为81.60%、74.86%和69.93%。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为28.11%、17.69%和23.10%。总体看，公司经营现金净流量对流动负债保障能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA持续增长，年均复合增幅23.69%，2015年为136.76亿港元。2013~2015年，公司EBITDA利息倍数分别为5.84倍、5.69倍和6.82

倍；全部债务/EBITDA分别为9.52倍、9.24倍和6.76倍。

截至2016年6月底，公司在银行共获得授信额度756亿港元，其中尚未使用的授信额度约为332亿港元。总体看，公司间接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的说明文件，公司维持良好信用记录，公开市场无违约记录及不良贷款。

8. 抗风险能力

作为中国银行的全资附属机构，以及中国银行从事直接投资与管理业务的主要载体和平台，公司近年来资产规模和盈利能力不断增强。总体看，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据15亿元人民币，根据2016年6月30日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为1港元对人民币0.8547元，本期中期票据约为17.55亿港元，以下偿债能力分析均基于此数值。本期中期票据发行额度分别占2016年6月底公司全部债务和长期债务的1.97%和2.38%，对公司现有债务结构影响较小。同时，联合资信关注到2016年以来，港元对人民币汇率水平变动较大，存在一定的汇兑风险。

截至2016年6月底，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53.99%、50.19%和45.55%。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还银行借款，本期中期票据发行对公司实际债务负担影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为81.04亿港元、55.34亿港元和65.35亿港元，分别为本期中期票据发行额度的4.62倍、3.15倍和3.72倍；2013~2015年公司EBITDA/本期发债额度分别为5.09倍、6.04倍和7.79倍。

整体看，公司经营活动产生的现金流量净额和EBITDA对本期中期票据保障程度强。

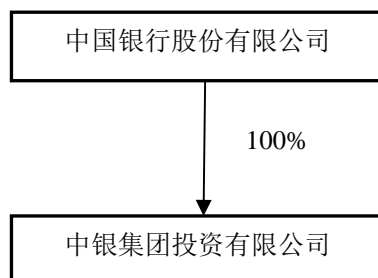
十、结论

投资行业具有高风险高回报的特点，近年来大量资金的进入带动了该行业的快速扩张。未来几年，在政策导向、市场环境的支持下，中国投资行业将迎来发展机遇期。

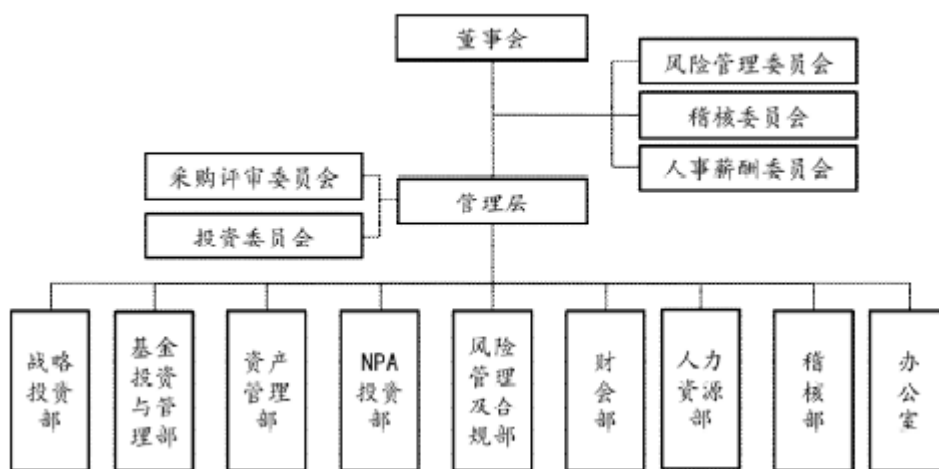
作为中国银行的全资附属机构，以及中国银行从事直接投资与管理业务的主要载体和平台，公司现已发展成为同类投资公司中经营历史最长、管理资产规模最大、业务体系最健全的专业投资机构之一，在项目来源、运营管理以及股东支持方面具备明显的竞争优势。公司内部管理规范，经营风格稳健，业务人员稳定，从业经验丰富；近年来，公司投资项目质量较好，回报率较高，整体总收入及盈利能力均持续提升。未来，随着市场行情的回升，公司投资项目实现逐步退出，以及业务团队投资能力的增强，公司整体抗风险能力将进一步增强。

公司资产质量良好，债务规模较小，负债率适宜，符合行业特点。考虑到行业特点及公司综合实力，并结合股东支持等因素，总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	184.93	216.63	117.78	195.95
资产总额(亿港元)	1645.94	1827.71	1850.77	1918.43
权益总额(亿港元)	685.41	722.96	777.69	882.68
短期债务(亿港元)	257.34	288.04	250.96	151.00
长期债务(亿港元)	593.3	691.65	673.69	738.44
全部债务(亿港元)	850.63	979.69	924.66	889.44
总收入(亿港元)	113.83	136.21	159.96	63.56
税前利润(亿港元)	45.61	55.34	85.93	28.86
EBITDA(亿港元)	89.39	106.08	136.76	--
经营性净现金流(亿港元)	81.04	55.34	65.35	23.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
税后利润率(%)	36.16	35.89	49.42	39.68
总资本收益率(%)	3.67	3.95	5.77	--
净资产收益率(%)	6.01	6.76	10.16	--
长期债务资本化比率(%)	46.40	48.89	46.42	45.55
全部债务资本化比率(%)	55.38	57.54	54.32	50.19
资产负债率(%)	58.36	60.44	57.98	53.99
流动比率(%)	81.60	74.86	69.93	134.06
速动比率(%)	81.60	74.86	69.93	134.06
经营现金流动负债比(%)	28.11	17.69	23.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.84	5.69	6.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.52	9.24	6.76	--

注: 1. 2016 年上半年财务数据未经审计; 2. 公司总收入包含收入、其他收入和收益及应占联营/合营企业收入(损失)。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	
净资产年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
收入年均复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
税前利润年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	收入/平均应收贸易账款净额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年度盈利+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年度盈利/权益总额×100%
税后利润率	税后利润/收入×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+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额×100%
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%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%

注: 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=现金及银行结余

短期债务=向同系子公司短期借款+持股母公司短期借款+其他金融机构短期借款+短期应付债券

长期债务=向同系子公司长期借款+持股母公司长期借款+其他金融机构长期借款+应付长期债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=税前利润+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

权益总额=本公司拥有人应占权益+非控股权益

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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 中银集团投资有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中银集团投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中银集团投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中银集团投资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银集团投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中银集团投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中银集团投资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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中银集团投资有限公司、主管部门、交易机构等。