

信用等级公告

联合[2018]1830号

联合资信评估有限公司通过对中银集团投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中银集团投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，“17 中银投资 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



中银集团投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

债项简称	余额	到期 兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
17 中银投资 MTN001	15 亿元	2020/6/26	AAA	AAA

评级时间: 2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年 (重述)	2016 年 (重述)	2017 年
资产总额(亿港元)	1851.39	2063.04	2449.82
权益总额(亿港元)	777.97	904.31	975.37
短期债务(亿港元)	251.73	262.00	393.98
长期债务(亿港元)	697.60	624.06	779.01
全部债务(亿港元)	949.33	886.06	1172.99
营业收入(亿港元)	140.67	181.45	213.19
税后利润(亿港元)	79.08	42.50	75.68
EBITDA(亿港元)	137.03	107.89	145.37
经营性净现金流(亿港元)	64.95	90.21	109.23
税后利润率(%)	77.22	26.55	41.02
净资产收益率(%)	10.17	4.70	7.76
资产负债率(%)	57.98	56.17	60.19
全部债务资本化比率(%)	54.97	49.49	54.60
流动比率(%)	70.09	79.23	35.67
经营现金流流动负债比(%)	22.93	28.15	24.58
全部债务/EBITDA(倍)	6.93	8.21	8.07
EBITDA 利息倍数(倍)	6.80	4.50	5.24

注: 1. 公司营业收入包含收入、其他收入和收益; 2. 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告中 2015 年重述数, 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告重述数。

分析师

杨学慧 王喜梅

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

中银集团投资有限公司 (以下简称“公司”) 是中国银行股份有限公司 (以下简称“中国银行”) 从事直接投资与管理业务的主要载体和平台。跟踪期内, 公司继续保持其强大的股东背景、雄厚的资本实力、丰富的投资与管理经验等优势, 同时布局保险业务, 于 2017 年 11 月完成受让中银三星人寿保险有限公司 (以下简称“中银三星人寿”) 51.00% 的股权, 带动公司收入与利润水平较快增长, 财务表现良好, 经营获现能力很强。联合资信评估有限公司 (以下简称“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、投资类资产退出和处置周期相对较长影响收益稳定性、公司有息债务增长快等因素对其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不断增强, 公司整体抗风险能力将进一步提升。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “17 中银投资 MTN001” 信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

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. 公司积累了丰富的投资管理经验, 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、品种逐渐拓宽, 风险得以分散。
3. 公司资金实力雄厚, 为各项业务发展提供有力支撑, 整体盈利能力强。
4. 公司 EBITDA 及现金类资产对“17 中银投资 MTN001” 的保障能力强。

关注

1. 投资行业存在一定风险，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、经营业绩及退出时点影响较大，存在一定程度的波动性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中银集团投资有限公司（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。

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。

中银集团投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中银集团投资有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，原名中国建设投资（香港）有限公司，1993年5月更为现名。成立以来，中银投历经多次增资扩股，截至2017年底，公司总股本为340.52亿港元，中国银行直接持有公司100%股权。

公司是中国银行进行国际化、多元化发展，落实直接投资业务的重要平台，也是中国银行旗下专业投资与投资管理机构，在港澳地区、中国内地和海外等进行企业股权投资、基金投资管理、不动产投资与管理、特殊机会投资（不良资产投资）等多种形式的投资活动，并参与了飞机设备租赁业务和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、消费和互联网+等行业。2017年11月，公司受让中银三星人寿保险有限公司¹（以下简称“中银三星人寿”）51.00%的股权，从而涉足国内寿险业。目前，公司形成了企业股权投资，基金投资与管理，不动产投资与管理、特殊机会投资、人寿保险和飞机租赁六大业务板块。

公司下设股权投资部、基金投资与管理部、不动产投资管理部、特殊机会投资部、风

险管理及合规部、财会部、人力资源部、审计部和办公室等9个部门。

截至2017年底，公司合并资产总额2449.82亿港元，权益总额975.37亿港元（非控制性权益99.71亿港元）；2017年，公司实现收入184.47亿港元，税后利润75.68亿港元。

公司注册地址：香港花园道1号中银大厦23楼。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2017年6月，公司发行了15亿元中期票据“17中银投资MTN001”，期限3年，募集资金用途为偿还银行借款。截至报告出具日，募集资金已按计划全部投入使用，利息已按时足额支付。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17中银投资MTN001	15.00	15.00	2017/06/26	2020/06/26

资料来源：中国货币网

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；

¹ 中银三星人寿原控股股东为中国银行下属全资子公司中银保险有限公司，持有中银三星人寿51%的股权，其余股东分别为韩国三星生命保险株式会社（持股25%）和中国航空集团公司（持股24%）。2017年11月，公司通过同一控制下企业合并方式受让中银三星人寿51%的股权，成为其控股股东，纳入合并范围。

制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要

保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当

前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 私募股权投资行业

随着国内多层资本市场的日益丰富及完善、行业监管政策的逐步落地及成熟，私募股权投资市场在 2015 年蓬勃发展，募集、投资和退出各环节都创造了历史新高。近年来，股权投资行业呈现出加速多元化，提升专业度、持续创新的新景象，形成了例如新三板、产业间并购整合、PE 二级市场等创新的投资、退出模式。根据清科研究中心发布的数据显示，2017 年，活跃在中国大陆的早期投资、创业投资和私募股权投资机构管理资本量总计超 8.7 万亿元，按照规模来看，中国已成为全球第二大股权投资市场。募资方面，2017 年中国私募股权新募集基金共 2533 支，共募集完成 14212.67 亿元人民币，约为 2016 年的 1.4 倍。投资方面，2017 年中国股权投资市场共发生 10144 起投资案例，投资总额超 1.2 万亿元，其中互联网 O2O、金融科技、共享经济、人工智能等创业热潮轮番兴起。

退出方面，2017 年中国早期投资/创业投资市场（VC）/和私募股权（PE）退出数量总计达 3409 起。按细分市场来看，早期投资市场 2017 年共发生 184 笔退出案例，其中股权转让发生 125 笔，新三板退出 35 笔，IPO 退出 5 笔；中国创业投资市场共发生 1420 笔退出案例，其中 IPO 退出 470 笔，股权转让退出 360 笔，新三板退出 315 笔；私募股权市场共发生 1805 笔退出案例，其中 IPO 退出 594 笔，股权转让退出 271 笔，新三板退出 474 笔。

整体来看，新三板挂牌退出企业数下降明显，主要由于负面清单的提出，新三板挂牌门槛相对 2016 年有所提高及部分优质企业选择主板上市造成。截至 2017 年底，新三板挂牌企业达到 1.16 万家，市值近 5 万亿，其中 2017 年新增 2176 家，增速同比下降 57.1%。在 A 股加速的政策吸引下，一些筹备新三板挂牌的企业直接转战 A 股上市。

在宏观政策层面，国家的“十三五”规划纲要鼓励股权投资行业继续发展，并提出：要积极培育公开透明、健康发展的资本市场，提高直接融资比重，降低杠杆率。同时，创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。为了更好地发挥资本市场对调结构、转方式的支持促进作用，健全多层次资本市场体系，支持中小企业发展和金融支持经济转型升级，证监会还制定了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，同时提出相应修订《证券发行与承销管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规章草案，重启 IPO 发行，并取消新股申购预缴款制度，简化发行审核条件。持续的改革创新给中小企业发展带来了积极的影响。

未来，随着股票发行由核准制向注册制的过渡，以及多层次资本市场体系的健全，中国的股权投资行业将会遇到进一步发展壮大的

机会。一方面，股权投资行业的资金渠道将更加多元化。政府支持中小企业的创业基金、证券公司以及部分实力雄厚的大型国有企业的部分资金都可以作为资金来源的一部分。另一方面，随着股权投资行业的发展，所关注的行业将进行进一步细分，在细分行业中将会挖掘出更多的可投资的优质企业。伴随着中国经济的持续增长、国内政策环境的日趋完善、股权投资公司的逐步成熟以及人才队伍的不断壮大，中国的股权投资行业将会保持健康的增长态势。

2. 飞机租赁行业

行业概况

飞机租赁指航空公司（或承租人）从租赁公司（或直接从制造厂家）选择一定型号、数量的飞机并与租赁公司（或出租人）签订有关飞机租赁协议的经营模式。在租期内，飞机的法定所有者即出租人将飞机的使用权转让给承租人，承租人以按期支付租金为代价，取得飞机的使用权。飞机租赁行业最早出现在 20 世纪 50 年代，随着国际航空运输业的迅速发展，航空公司对于飞机的需求不断增长，飞机租赁公司在资本市场获取资金，通过直租或售后回租的方式，为航空公司提供了除直接购买之外的又一渠道。

飞机租赁迅速发展的原因，主要归因于航空运输业的快速发展，除此以外，租赁飞机相对于直接购买具有的优势包括：①直接购买飞机需要一次性大额投入，租用飞机只需要定期支付租金，释放出流动性；②租赁飞机可以保持飞机资产组合的灵活性，根据市场变化调节机型组合，并且不承担残值风险；③飞机交付前不需要占用资金；④对于航空公司的资产质量有一定的提升，有助于外部融资的取得；⑤飞机租赁资产有利于出租人租赁资产的风险控制；⑥飞机租赁已逐步成为包括出租人在内的投资人获得投资税收效益最大化的有效途径。

中国飞机租赁行业起步较晚，1998 年以前，中国航空公司的飞机主要是通过直接购买的方式取得的，航空公司自行向银行申请贷款购买飞机并拥有飞机的所有权，但面临国内过高的融资成本和国际融资的实际困难，航空公司自己申请贷款购买飞机的代价很大。20 世纪 90 年代以来，中国航空公司逐步较多地采用经营性租赁或融资性租赁的方式引进了大量飞机，部分缓解了资金压力。

自 2007 年 2 月银监会发布修订的《金融租赁公司管理办法》规定中国国内和国外商业银行可以在中国设立或参股金融租赁公司以来，以工银租赁、国银租赁、交银租赁等为代表的银行系金融租赁公司凭借优惠的政策及雄厚的资金实力得以迅速发展。但受限於中国租赁行业起步较晚、本土公司资本实力不足、专业人才短缺等原因，很长一段时间，中国飞机租赁业都以外国专业飞机租赁机构或是金融机构为主，国内租赁公司仅占很少份额。2009 年以来，天津东疆率先开展了保税租赁、出口租赁、联合租赁以及离岸租赁等 30 余种租赁业务模式，推动监管方式和交易结构创新，大大加快了我国飞机租赁业务的发展。截至 2018 年 3 月底，天津东疆已累计完成 1122 架飞机租赁业务，成为仅次于爱尔兰的世界飞机租赁聚集地，中国飞机租赁业的蓬勃发展打破了飞机租赁市场外资垄断的局面。

飞机租赁经营模式

飞机租赁公司的上游供应商为飞机制造商，主要为波音和空客，两者目前飞机市场占有率达 80% 以上。新进入的飞机租赁公司为了尽快组建机队，也可以从别的航空公司或者飞机租赁公司打包购入大量飞机，但是飞机生产周期较长，加上生产商双寡头垄断的市场格局决定了每年进入市场的新飞机数量比较平稳，基本受生产商操控。

目前航空租赁主要以经营性租赁和融资性租赁为主。其中，经营性租赁收入主要来自于飞机租赁收入和飞机处置收入，飞机租赁收

入是按照月度或季度发生在整个租赁期内的一系列现金流，主要取决于租赁利率，租赁利率一般是固定利率（全新飞机每月租金相当于其价值的 0.75%~1.5%），主要受出租时点附近飞机供求关系影响（也受金融市场基准利率影响）；飞机的可用寿命至少是 20 年，而经营租赁的交易期限往往是 3~7 年，飞机处置收入发生在最末期，主要取决于处置时点飞机的市场价值与飞机账面净值的差别，受整个航空业周期的影响。经营租赁开支主要来自于利息支出和折旧，前者主要看公司在市场上取得的融资成本，后者取决于折旧方法。对于承租人而言，经营性租赁租赁期结束后，飞机交还给出租方，所有权归属不转移。因此，一家飞机租赁公司的经营优势来自于：在租赁利率高点签下新租赁合同，在市场价值高点处置飞机，获得低于平均融资利率的负债来源，并在风险可控的同时，扩张机队数量，以提高股东回报。目前，经营性租赁已成为中国飞机租赁的主要模式。

融资性租赁收入主要来自利差收益，飞机租赁公司开展全额偿付的融资租赁业务，利差收益视风险的高低，一般在 1~5%，同时还获取租赁手续费，财务咨询费，贸易佣金等，一般在合同金额的 0.5~3%；融资租赁承租期一般在 12~25 年，到期后承租人支付相关费用后获得飞机所有权。融资租赁模式下，承租人将租入资产计入资产负债表并计提折旧，租金用于偿还长期应付款。除此以外，航空公司还通过售后回租方式进行租赁，即航空公司将自己飞机出售给租赁公司，租赁公司再将飞机出租给原飞机使用方使用，承租人可通过售后回租方式改善财务状况，盘活存量资产，并可与租赁公司共同分享政府的投资减税优惠政策，以较低的租金使用飞机。

飞机租赁公司下游客户主要为各大航空公司。目前，国内航空公司飞机中约 40%为租赁形式取得。从航空公司的规模来看，大型航空公司的经营性租赁比例低于行业平均值。大

型航空公司财力较为雄厚，在选择经营性租赁与购买上更为灵活。新兴航空公司的经营性租赁比例较高，代表性的是海航控股与吉祥航空，经营性租赁比例均在 50%以上。

表 2 截至 2017 年底部分航空公司飞机来源情况
(单位:架)

航空公司	自购飞机	融资租赁	经营租赁	经营租赁占比
海航控股	147	50	213	51.95%
南方航空	277	213	264	35.01%
东方航空	247	235	145	23.13%
中国国航	276	176	203	30.99%
春秋航空	40	1	35	46.05%
吉祥航空	36	4	41	50.62%

资料来源: Wind, 联合资信整理

行业竞争及发展

飞机租赁属于典型的资金密集型行业，对于资本规模和管理能力的要求门槛很高。

中国本土飞机租赁公司可以分为四类：银行系租赁公司（如中银航空租赁、工银金融租赁公司、国银金融租赁等）、航空公司附属租赁公司（如海航集团及东航集团等下属飞机租赁公司）、飞机制造商附属租赁公司（如中航租赁）及独立飞机租赁公司（如中国飞机租赁公司、爱尔兰奇龙租赁公司等）。截至 2017 年底，中国航空租赁机队规模已达 3300 余架，随着国家政策的推进以及行业企业主体运营模式的不断改善，中国航空租赁机队规模保持增长。世界著名航空资讯公司 Flight Global 评选出的 2017 年度全球前 50 大飞机租赁公司排名中，中国企业整体排名及资产总量呈“双升”局面，资产价值超过 30 亿元，排名前 20 位的公司中，中资企业共有 7 家（Avolon、工银租赁、中银租赁、国银租赁、交银租赁、Goshark、中飞租），较 2016 年排名情况，中国飞机租赁公司数量及规模发展迅猛。

越来越多的行业进入者使得短期内飞机在租赁竞争形势加剧，飞机的租金费率也有所下降。但从目前的市场格局来看，中国从事飞机租赁的公司约 60 多家，其中不少公司自有

机队数量不超过 10 架；2017 年以来，境内外融资成本不断上升的形势下，飞机租赁公司的融资环境愈加紧张，单纯的价格竞争无法持续，预计行业将迎来一轮整合，行业集中度将有所提升。

总体来看，中国的飞机租赁市场发展迅猛，打破了多年以来外国飞机租赁公司垄断的局面；行业参与者的加入使得原本较高的利润空间受到挤压，行业价格竞争激烈；长期来看，行业资源将向资金实力强、融资渠道广、机队规模大的行业龙头集中。

受益于国际航空运输业持续发展带来的飞机需求的稳健增长，飞机租赁行业容量将会持续扩张，中国将成为仅次于美国的第二大潜在市场，航空租赁空间巨大。按照空客和波音公司对全球机队数量的预测，到 2020 年，全球飞机数量将达到 21556 架和 26802 架。考虑到航空运输业的不断发展以及中国飞机租赁市场规章秩序的不断完善，飞机租赁业具有良好的发展前景。

六、基础素质分析

1. 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专业技术，目前，在中国同类专业投资公司中，公司的经营历史较长、管理资产规模很大、业务体系健全，在行业内具有较强的影响力。

近年来，公司先后投资了京沪高铁、华能国际、中国神华、凤凰卫视、上海航空、东方广场、普洛斯有限公司、上海保险交易所、上海陆金所、中石化销售有限公司、KKR 欧洲基金、高盛资本合作基金、弘毅系列基金、鼎晖美元基金、纽约 7 Bryant Park、澳洲 140、Logicor 欧洲物流资产包等优质标的资产，多年来始终保持了良好的投资业绩。

公司控股子公司中银航空租赁有限公司

（以下简称“中银航空租赁”）于 2016 年 6 月 1 日在香港联交所上市，股票代码 2588.HK，截至 2017 年底公司持股 70%。中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司，按自有飞机价值计算，中银航空租赁是亚洲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。自成立以来，中银航空租赁凭借拥有的航空业专业知识，与航空公司客户、飞机制造商以及其他主要航空业参与者建立的良好关系，以及公司的高级管理团队及其他关键雇员累积的长期经验，得以在多个行业周期变动下取得优异的营运及财务业绩，连续 24 年实现盈利，平均股本回报率超过 15.00%。

2. 股东支持

中国银行成立于 1912 年 2 月。2006 年 6 月、7 月，中国银行先后在香港联交所和上海证交所成功挂牌上市，成为国内首家“A+H”发行上市的中国商业银行。上市以来经过数次增资扩股，截至 2017 年底，中国银行普通股股本增至 2943.88 亿元，境内外机构共有 11605 家。截至 2017 年底，中国银行总资产 194674.24 亿元，股东权益 15766.79 亿元；2017 年，中国银行实现营业收入 4832.78 亿元，净利润 1849.86 亿元。截至 2017 年底，中国银行不良贷款余额和不良贷款率分别为 1.71 万亿元和 1.74%，资本充足率为 14.19%。

公司是中国银行的全资子公司，也是中国银行开展直接投资与投资管理业务的主要平台。公司依托中国银行丰富的客户资源、强大的品牌优势、雄厚的资金实力和广泛的业务网络，协同效应得到有效发挥。公司成立以来，中国银行对公司进行多次增资，并曾经为公司境外发行债券提供担保。综合看，公司股东实力雄厚，给予公司较大支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、内控体系、管

理制度及高层管理人员方面无重大变化。

八、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的主要载体和平台，2017年，公司受让中银三星人寿51.00%的股权，从而涉足国内寿险业务。目前，公司主营业务包括企业股权投资、基金投资与管理、不动产投资与管理、特殊机会投资、人寿保险和飞机租赁六大业务板块。

跟踪期内，公司各项业务平稳发展，经营业绩较快增长。2017年，公司实现营业总收入223.51亿港元，同比增长18.57%；税前利润80.16亿港元，同比增长51.67%。分板块看，

飞机租赁是公司最主要的收入来源，占公司营业总收入的48%以上，2017年飞机租赁业务实现收入108.24亿港元，同比增长11.60%，主要受益于公司专注于改善飞机组合的资产质量，经营业绩不断提升；跟踪期内，公司受让中银三星人寿51.00%的股权而涉足人寿保险业务，2017年保险业务实现收入51.87亿港元，同比增长9.78%，成为公司第二大收入来源。股权投资、不动产投资与管理、特殊机会投资和基金投资与管理是公司的传统业务，2017年上述四大板块占总收入的比重分别为5.91%、10.01%、4.06%和2.04%，占比较稳定；其中，不动产投资与管理业务收入同比下滑16.02%，主要受退出项目数量减少所致。

表3 近三年公司总收入结构（单位：亿港元、%）

项目	2015年（重述）		2016年（重述）		2017年	
	总收入	占比	总收入	占比	总收入	占比
企业股权投资	50.49	31.45	10.98	5.83	13.21	5.91
不动产投资与管理	10.83	6.75	26.65	14.14	22.38	10.01
特殊机会投资	6.68	4.17	7.11	3.77	9.08	4.06
基金投资与管理	5.00	3.11	3.53	1.87	4.56	2.04
保险业务	--	--	47.25	25.06	51.87	23.21
飞机租赁	83.11	51.77	92.06	48.84	108.24	48.43
分部总额	156.10	97.25	187.58	99.51	209.34	93.66
其他	4.42	2.75	0.92	0.49	14.16	6.34
合计	160.52	100.00	188.50	100.00	223.51	100.00

资料来源：公司提供

注：1. 以上总收入包含公司财务报表中的收入、其他收入和收益及应占联营/合营企业收入（损失），故与公司营业收入存在差异；

2. 2015年企业股权投资收入为50.49亿港元，主要由于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收入大幅增长；

总体来看，跟踪期内，公司各业务板块经营稳定，受益于增加保险业务，带动收入、利润规模较快增长；投资业务易受项目退出方式、退出时点及市场行情波动影响，使得公司投资业务收入和利润有所波动。

2. 企业股权投资

股权投资作为公司的重要投资类型，主要针对成长型的非上市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。

公司坚持价值投资理念，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。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。在地域选择上，公司面向全球市场，重点投向中国大陆经济发达的沿海地区。在投资对象方面，以中国银行重点客户、目标客户战略合作伙伴为主，以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为重点。公司通过发挥中国银行和公司的独特优势，从财务、技术上支持被投资企业发展，通过完善被投资企业公司发展战略和公司治理机制、建立有效的激励机制、推进全面战略合作以及改进公司运营管理等方式提升被投资企业价值，通过利息、股息和资本收益实现投资价值。

表 4 截至 2017 年底企业股权投资按行业分类情况

行业	投资金额 (万港元)	占比 (%)
制造业	108751.00	2.43
能源	161304.00	3.61
交通运输	1711313.00	38.30
仓储物流业	1445779.00	32.35
金融业	593849.00	13.29
不动产及酒店	73509.00	1.65
消费	55322.00	1.24
医药医疗	78874.00	1.77
文化传媒	85921.00	1.92
公用事业	40979.00	0.92
科技	35204.00	0.79
跨境电商物流服务	66712.00	1.49
综合	10992.00	0.25
合计	4468509.00	100.00

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司的企业股权投资余额达到 446.85 亿港元，占总投资资产余额比重为 48.76%。从投资的行业分布来看，截至 2017 年底，中银投资企业股权投资余额前三大行业分别为交通运输、仓储物流和金融业，占比分别为 38.30%、32.35%和 13.29%。从投资项目来看，公司目前主要在投资项目包括京沪高速铁路股份有限公司、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。2017 年，公司股权投资业务处置项目 7 个，实现利润 9.59 亿港元。

3. 基金投资与管理

基金投资业务方面，公司主要从事私募股权基金业务的投资管理，对私募股权基金业务进行专业化经营。公司选择投资具有丰富管理经验的普通合伙人管理的私募股权投资基金，通过普通合伙人的选择，管理与帮助促进被投资基金的升值，通过投资基金的组合管理，实现风险和收益的平衡。公司选择投资的基金类型以成长型私募股权基金为主，兼顾并购型基金，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。公司重点关注行业包括金融、消费、医疗和资源能源，基金的投资区域主要分布于国内。同时，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，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。

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

表 5 截至 2017 年底公司基金投资余额

币种	投资余额 (万港元)	占比 (%)
外币基金	614605.03	37.15
人民币基金	1039647.68	62.85
合计	1654252.71	100.00

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司私募股权基金投资余额为 165.43 亿港元，占总投资资产余额的比重为 18.05%，其中人民币基金占比 62.85%，包括弘毅系列基金、鼎晖系列基金、春华基金、中信资本人民币基金、国开博裕人民币基金、红杉资本人民币四期基金和崇德基金三期等；外币基金占比 37.15%，包括 KKR 欧洲系列基金、摩立特私募基金 III、UBS 全球基建基金、软银中国美元基金第五期、IDG 资本第三期美元成长基金、中信产业基金美元二期、IDG Ventures 等。2017 年公司退出基金 2 支，实现利润 2.63 亿港元。

4. 不动产投资与管理

公司不动产投资与管理业务重点针对一线城市、核心地段的写字楼、商场等成熟商业地产项目进行公司股权收购、资产收购等业务，并通过租户组合管理、物业品质提升、资本结构重组和专业化团队对所投物业进行专业化经营管理，实现稳定现金流回报和资本增值收益。截至 2017 年底，公司不动产投资余额为 208.08 亿港元，占总投资资产余额的 22.70%。

表 6 截至 2017 年底公司不动产投资业务区域分布

地区	投资余额(亿港元)	占比(%)
中国内地	999124.00	48.02
香港	122261.00	5.87
海外	959399.00	46.11
合计	2080784.00	100.00

资料来源：公司提供

投资模式方面，公司主要通过市场化模式，开展房地产项目合作经营、项目公司股权收购和物业资产收购等业务，并探索基金化不动产投资管理模式，提供不动产投资、管理和经营等更广范围的金融服务产品。区域布局方面，公司重点锁定北京、上海、香港等一线区域、核心地段的写字楼和商场，同时也根据市场机会尝试海外不动产投资，海外投资延续其过往投资策略。历年以来，公司主要投资项目

有纽约 7 Bryant Park 项目、北京京汇大厦、上海利通广场、香港上环新纪元广场、澳洲 140 Sussex Street 项目、Logicor 欧洲物流资产包等。截至 2017 年底，公司在中国内地不动产投资余额占比 48.02%，香港地区占比 5.88%，海外不动产投资占比 46.11%。

投资管理方面，公司对项目物业进行装修改造，提升项目品质与档次，并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，保持和提升物业服务水准，维持高素质租户稳定，从而提高物业租金水平，并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。同时，公司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。得益于区域优势和较强的管理运营能力，公司投资性物业空置率常年保持在较低水平，租金收益保持稳定增长，为公司提供了稳定的现金流保障，投资性物业资产的市场价值也得到不断提升，亦能为公司日后融资创造条件。2017 年公司不动产投资退出项目 9 个，实现利润 11.27 亿港元。

5. 特殊机会投资

公司特殊机会投资业务主要是对金融机构持有的不良债权、不良股权和不良实物资产进行收购、管理和处置，对于有较大增值潜力的重点项目，公司通过实施债务重组、资产重组、企业重组和行业重组等运作手段，挖掘和提升项目价值后转让退出，获取增值收益。截至 2017 年底，公司特殊机会投资余额为 96.10 亿港元，占总投资资产余额的 10.49%。

在业务模式上，公司以商业银行、资产管理公司和政府部门等各类主体的不良资产为对象，采用独立出资、合资、组织基金等形式出资，投资区域以国内市场为主导，适度拓展海外市场，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清

收、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。2017年，公司不良资产业务处置项目6个，实现利润6.10亿港元。

6. 飞机租赁业务

中银航空租赁总部位于新加坡，是全球领先的飞机经营性租赁公司，2016年6月1日中银航空租赁完成联交所首次公开发行股票，募集资金净额约5.50亿美元，用于购买飞机以扩大自有有机队。截至2017年底，中银航空租赁资产总额160.40亿美元，股东权益38.19亿美元；2017年实现总经营收入及其他收入12.93亿美元，净利润5.87亿美元。

中银航空租赁的核心业务为飞机经营性租赁业务，约占其收入的90%。该模式下，中银航空租赁以具有竞争力的价格从飞机制造商直接购买预期对航空公司客户及飞机买家与投资者具有普遍吸引力、拥有明显预期剩余价值及可转让性特点的飞机，按优惠租赁条款向地区多样化的航空公司客户群出租飞机，向全球范围内多元化的客户群提供飞机长期经营性租赁，定期审阅飞机组合，确保飞机于最佳时间可供出售，并产生具有吸引力销售回报。同时，中银航空租赁以高效的方式为购买飞机进行融资，持续寻求成本最低、条款最优、还款最优化分散的融资方式。

中银航空租赁的客户为世界各大航空公司；主要供应商为空中客车、波音等飞机制造商。

截至2017年底，中银航空租赁的自有及代管飞机共计318架，共服务于33个国家的80家航空公司客户，按飞机账面净值计算，中银航空租赁飞机租赁业务23.30%位于亚太地区（不含中国大陆、香港特别行政区及台湾），24.20%位于欧洲，30.30%位于中国大陆、香港特别行政区及台湾、13.10%位于美洲和9.10%位于中东、非洲和其他地区，其中自有有机队经

账面净值加权后的平均机龄为3.00年，平均剩余租期为8.20年，截至2017年底，飞机组合利用率为99.80%。

7. 保险

2017年11月，公司受让中银三星人寿51%的权益，成为中银三星人寿的控股股东。中银三星人寿前身是成立于2005年的中航三星人寿保险有限公司，2015年8月经保监会批准股权变更，成为由中国银行控股的全国性寿险公司，投资人包括中国银行、三星生命保险株式会社和中国航空集团有限公司。中银三星人寿主要从事人寿保险、年金保险、健康保险和意外伤害保险等人身保险业务，为各类客户提供家庭保障、财富管理、子女教育、养老规划以及企业员工福利等保险服务。

截至2017年底，中银三星人寿资产总额129.85亿元，净资产11.80亿元。2017年度，中银三星人寿规模保费收入为70.75亿元，在全国85家寿险公司中排名第46位。

8. 未来发展

公司未来的战略重点将着力发展为商业银行背景下、具有市场影响力的专业投资管理公司，发展目标是持续强化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、资金募集能力、跨区域发展能力和风险管控能力，逐渐实现由投资向投资管理转型。发展模式方面，公司将强化资本约束，坚持滚动发展、内涵发展、均衡发展三大原则，不断提高增值服务和价值创造能力。其中，滚动发展指以现存项目的回收资金作为新增项目的主要资金来源；内涵发展指以实现现金流作为未来投资资产规模增长的主要约束条件；均衡发展指维持均衡合理的投资组合，增强收入的稳定性，适度分散投资风险。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2017年财务报告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。公司综合财务报告按《香港财务报告准则》编制。

截至2017年12月29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为1港元对人民币0.83591元。

2017年, 公司财务报表合并范围新增增加18家子公司, 通过收购新增2家, 注销、处置子公司45家。2017年, 公司受让中银三星人寿51%的权益, 公司根据香港会计师公会颁布的会计指引第5号《同一控制下企业合并之合并会计处理》, 采用合并会计处理以编制财务报表, 2016年的比较数据已相应重新列示, 将合并假设于过往年年初已发生, 以下财务分析中2016年财务数据采用2017年审计报告中的2016年重述数。

截至2017年底, 公司合并资产总额2449.82亿港元, 权益总额975.37亿港元(非控制性权益99.71亿港元); 2017年, 公司实现收入184.47亿港元, 税后利润75.68亿港元。

2. 资产质量

截至2017年底, 公司资产总额2449.82亿港元, 同比增长18.75%。从资产构成来看, 流动资产占6.47%, 非流动资产占93.53%, 公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至2017年底, 公司流动资产为158.50亿港元, 同比下降37.57%, 主要系持有待售资产、现金及现金等价物减少所致。从构成来看, 主要以应收款项、押金及预付款项(占22.03%)、现金及现金等价物(占47.83)和持有待售资产(占11.77%)为主。

截至2017年底, 公司现金及现金等价物75.81亿港元, 同比下降28.90%, 系2017年下半年公司投资项目较多使得现金流出增多所致。

截至2017年底, 公司应收账款、押金及预付款项为34.91亿港元, 同比下降22.63%, 主要系中银三星人寿归入贷款及应收款的投资减少所致。

截至2017年底, 公司持有待售资产为18.66亿港元, 同比大幅下降79.94%, 系公司2017年度完成下属子公司团的出售所致, 出售的子公司团主要从事房地产投资, 持有投资物业, 出售的子公司团被列为持有待售资产。

非流动资产

截至2017年底, 公司非流动资产为2291.31亿港元, 同比增长26.65%, 系固定资产、可供出售投资增长所致。从构成来看, 非流动资产主要由固定资产(占53.14%)、可供出售投资(占28.78%)和投资物业(占6.25%)等构成。

截至2017年底, 公司固定资产账面净额为1217.58亿港元, 同比增长23.08%, 其中飞机进度付款占12.90%, 飞行设备占86.41%。飞行设备中310.97亿港元作为借款的抵押物。2017年, 固定资产累计折旧135.70亿港元, 累计减值0.75亿港元。

截至2017年底, 公司投资物业账面价值为143.24亿港元, 同比增长1.43%。公司投资物业位于中国大陆、香港、美国和澳大利亚的活跃房地产市场, 有较大升值空间, 资产质量较好。截至2017年底, 公司以账面净值为9.62亿港元的投资物业作为银行借款的抵押物。

截至2017年底, 公司可供出售投资659.33亿港元, 同比增长43.09%, 主要系非上市股权投资增加所致; 从构成来看, 主要包括上市股权投资14.16亿港元、非上市股权投资604.43亿港元和非上市债权投资66.79亿港元。

截至2017年底, 公司对联营及合营企业的投资为157.94亿港元, 同比增长34.28%, 系公司新增投资及应享合营企业利润增加所致。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成以非流动资产为主，非流动资产以固定资产、可供出售投资和投资物业为主，资产流动性一般，符合所处行业特点。整体看，公司资产质量良好。

3. 负债及权益总额

权益

截至2017年底，公司权益总额为975.37亿港元，同比增长11.99%，主要来自未分配利润和非控制性权益的增长，截至2017年底公司非控制性权益为99.71亿港元，同比增长25.47%。从权益总额构成来看，股本占34.91%，储备占8.91%，未分配利润占45.95%，非控制性权益占10.22%。公司权益总额结构稳定性尚可。

负债

截至2017年底，公司负债总额1474.44亿港元，同比增长17.22%。非流动负债占比69.86%，公司负债以非流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债444.34亿港元，同比增长38.66%，主要系借款增加所致。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9.28%）和计息的银行借款及其他借款（占80.08%）构成。截至2017年底，公司非流动负债1030.10亿港元，同比增长22.88%，主要来自发行债券的增长。从构成上看，公司非流动负债主要由计息的银行借款及其他借款（占30.94%）和发行债券（占44.50%）构成。

截至2017年底，公司应付款项和其他应付款（流动部分和非流动部分）合计136.25亿港元，同比增长32.90%，主要系保护储金及投资款增加所致。

公司计息的银行及其他借款包括向同系子公司的借款、向直接持股母公司的借款、向金融机构的借款，截至2017年底，公司计息的银行借款及其他借款（流动部分和非流动部分）合计为674.57亿港元，同比增长33.37%，系金融借款增长所致。

截至2017年底，公司发行债券（流动部分）合计35.52亿港元，同比下降42.78%，系公司发行的3亿美元美元债（相当于23.27亿港元）于2017年到期并全额还清，发行债券（非流动部分）为458.35亿港元，同比增长46.47%，系公司新发中期票据所致。

截至2017年底，公司债务总额1172.99亿港元，同比增长32.38%，债务负担上升较快。从债务结构来看，短期债务占33.59%，长期债务占66.41%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，截至2017年底，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均同比上升，2017年底分别为60.19%、54.60%和46.28%。

跟踪期内，公司债务规模较快上升，仍以长期债务为主，公司债务负担加重。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入（收入+其他收入及收益）213.19亿港元，同比增长17.49%；其中实现收入184.47亿港元（主要包括股利收入、利息收入、投资物业租金收入、保险业务收入、飞机设备租赁及管理收入），同比增长15.24%。同期，公司其他收入及收益28.72亿港元，主要为处置可供出售投资净收益及投资物业公允价值收益。

2017年公司期间费用为143.34亿港元，其中，营业费用为113.66亿港元，主要为固定资产折旧，同比增长13.56%；其他费用为1.96亿港元，同比下降83.18%，主要系本年度可供出售投资工具的减值减少所致；财务费用为27.73亿港元，主要为利息支出，同比增长15.88%。2017年公司期间费用率67.24%，同比下降8.80个百分点。

应占联营及合营公司损益方面，2017年，公司应占联营、合营企业的收益为10.31亿港元，同比增长46.31%，系合营企业业务增长推动利润上升所致。

2017年，公司税前利润为80.16亿港元，同

比增长51.67%。

从盈利指标看，2017年公司净资产收益率和总资产收益率较2016年均有所上升，分别为7.76%和4.81%。公司整体盈利能力增强。

总体来看，随着公司业务规模的持续扩张，整体收入规模稳步增长，公司整体盈利能力强，同时公司期间费用占比较高，公司期间费用控制力有待增强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，公司经营活动产生的现金流主要受应收账款、预付款增减、应付账款增减等科目的影响较大，2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为109.23亿港元，同比增长21.08%，系飞行设备租赁收入增加所致。

投资活动方面，2017年，公司投资活动产生的现金流量净流出400.17亿港元，同比增长184.41%，系购买可供出售投资所支付的现金增加所致。

2017年，公司筹资活动现金流量净额为265.33亿港元，较2016年大幅增加225.61亿港元，主要系新增借款收到的现金增加所致，2017年新增银行借款收到的现金为600.62亿港元。

总体看，公司经营性投资支出规模大，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，截至2017年底，公司流动比率为35.67%，较2016年底下降明显，系公司持有待售资产减少和借款增加所致；2017年，公司经营现金流动负债比为24.58%，考虑到公司资产流动性一般，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为145.37亿港元，公司EBITDA利息倍数为5.24倍；全部债务/EBITDA为8.07倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2017年底，公司获得多家银行授信额度共计842亿港元，其中尚未使用额度约为358

亿港元，公司间接融资渠道通畅；此外子公司中银航空租赁为H股上市公司，公司具有直接融资渠道。

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极强。

十、存续期内债券偿还能力分析

目前，公司存续债券余额25亿元，包括“17中银投资MTN001”15亿元，“18中银投”10亿元。

2017年，公司EBITDA为应付债券余额的4.86倍，经营活动现金流量净额为应付债券余额的3.02倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流量净额对存续债券余额保障能力强。

表7 公司存续债券保障情况

项目	2016年
EBITDA/应付债券余额（倍）	4.86
经营活动现金流净额/应付债券余额（倍）	3.02

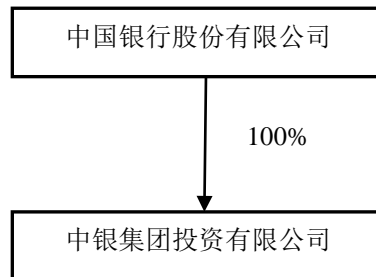
资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：上述指标计算时根据截止到2017年12月29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分别为1港元对人民币0.83591元。

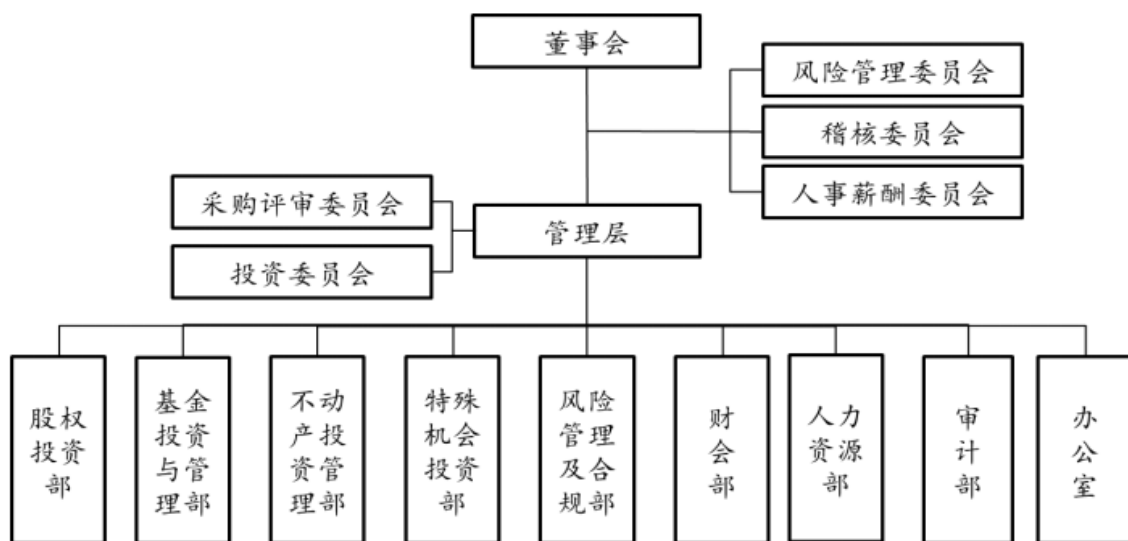
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“17中银投资MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年 (重述)	2016 年 (重述)	2017 年
财务数据			
资产总额(亿港元)	1851.39	2063.04	2449.82
权益总额(亿港元)	777.69	904.31	975.37
短期债务(亿港元)	251.73	262.00	393.98
长期债务(亿港元)	697.60	624.06	779.01
全部债务(亿港元)	949.34	886.06	1172.99
营业收入(亿港元)	140.67	181.45	213.19
税后利润(亿港元)	79.08	42.50	75.68
EBITDA(亿港元)	137.03	107.89	145.37
经营性净现金流(亿港元)	64.95	90.21	109.23
财务指标			
税后利润率 (%)	77.22	26.55	41.02
总资本收益率(%)	5.75	3.71	4.81
净资产收益率(%)	10.17	4.70	7.76
长期债务资本化比率(%)	47.29	40.83	46.28
全部债务资本化比率(%)	54.97	49.49	54.60
资产负债率(%)	57.98	56.17	60.19
流动比率(%)	70.09	79.23	35.67
速动比率(%)	70.09	79.23	35.67
经营现金流动负债比(%)	22.93	28.15	24.58
EBITDA 利息倍数(倍)	6.80	4.50	5.24
全部债务/EBITDA(倍)	6.93	8.21	8.07

注: 1.公司营业收入包含收入、其他收入和收益; 2.2015 年财务数据采用 2016 年审计报告中 2015 年重述数, 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告重述数。

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	
盈利指标	
总资本收益率	(税后利润+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	税后利润/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%
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

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+短期应付融资租赁款

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+长期应付融资租赁款

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+非控制性权益

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。