信用等级公告

联合〔2019〕2444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”和“18中银投资MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中银集团投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

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	2020/06/26	AAA	AAA
18 中银投资 MTN001	20 亿元	2021/12/19	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2016 年（重述）	2017 年	2018 年
现金类资产(亿港元)	106.64	75.81	113.11
资产总额(亿港元)	2063.04	2449.82	2786.48
权益总额(亿港元)	904.31	975.37	1040.56
短期债务(亿港元)	262.00	393.98	484.52
长期债务(亿港元)	624.06	779.01	910.36
全部债务(亿港元)	886.06	1172.99	1394.88
营业收入(亿港元)	181.45	213.19	216.00
税后利润(亿港元)	42.50	75.68	86.40
EBITDA(亿港元)	107.86	145.37	180.66
经营性净现金流(亿港元)	90.21	109.23	112.15
税后利润率(%)	26.55	41.02	44.40
净资产收益率(%)	4.70	7.76	8.30
资产负债率(%)	56.17	60.19	62.66
全部债务资本化比率(%)	49.49	54.60	57.27
流动比率(%)	79.23	35.67	28.17
经营现金流动负债比(%)	28.15	24.58	17.58
全部债务/EBITDA(倍)	8.22	8.07	7.72
EBITDA 利息倍数(倍)	4.51	5.24	4.47

注：1.公司营业收入包含收入、其他收入和收益；
2. 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，公司在资本实力、股东背景、投资与管理经验及投资规模等方面保持既有优势；投资类业务实现稳步发展，飞机租赁板块盈利能力稳健，公司整体财务表现良好，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，投资行业易受外部经济环境和资本市场波动影响、投资类资产退出和处置周期相对较长影响收益稳定性、波音 737MAX 的禁飞及延期交付或对飞机租赁板块业务增长带来不确定性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有望进一步提升。

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”和“18 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，投资规模位居行业前列，内部管理规范，经营风格稳健，具备较强的竞争优势。跟踪期内，公司企业股权投资、基金投资和不动产投资业务平稳增长，盈利能力较好。
3. 跟踪期内，公司飞机租赁业务发展良好，2018 年实现业务收入 15.43 亿美元，同比增长 20.17%，盈利能力稳健。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对存续债券的保障能力强。

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，存在一定波动性。
3. 波音 737MAX 飞机受事故影响，遭到世界多国禁飞，波音公司已经暂停该机型的交付，波音 737MAX 延期交付或对公司飞机租赁板块业务增长带来一定不确定性。

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（以下简称“联合资信”）关于中银集团投资有限公司（以下简称“中银投”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中银投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 2018 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，为公司的控股股东；中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）持有中国银行 64.63%的股权，为公司的实际控制人（详见附件 1-1）。

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 2018 年底，公司（合并）资产总额 2786.48 亿港元，权益总额 1040.56 亿港元（含非控制性权益 108.72 亿港元）；2018 年，公司实现收入 194.59 亿港元，税后利润 86.40 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

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金已按计划全部投入使用，17 中银投资 MTN001 已按时足额付息，18 中银投资 MTN001 未到付息日。

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
18 中银投资 MTN001	20.00	20.00	2018/12/19	2021/12/19

资料来源：中国货币网，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0

[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%）和中国航空集团有限公司（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。

万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信

息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国

进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

1.私募股权投资行业

2018 年，受资管新规实施的影响，中国私募股权投资市场分化程度加大，优质机构竞争优势凸显，市场整体继续向规范化、规模化和品牌化的趋势发展，据清科私募通统计，截至 2018 年底，中国股权投资市场活跃的 VC/PE 机构超过 1.4 万家，管理资本量达 9.99 万亿元，基金业协会登记的从业人员 14.5 万人，市场规模增速有所放缓。

募资方面，2018 年，由于 P2P 持续爆雷连带私募股权基金监管收紧，中国部分地区曾一度暂停基金注册。同时，2018 年 4 月 27 日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地实施，多层嵌套和通道业务被严格禁止，资管产品投向股权投资基金的要求提升，银行作为 LP 出资受限使流入股权投资市场的资金大幅下降，中国股权投资基金的募资难度进一步加大。根据清科研究中心统计，2018 年中国股权投资市场共募集基金数量 3637 支，较上年增长 1.76%，募资总额为 1.33 万亿元，较上年下降 25.55%，平均基金规模 3.66 亿元，同比下降 26.95%，行业整体募资难现象凸显。但即使在募资压力偏大的环境下，优质机构仍能完成大额募资。据清科私募通统计，2018 年中国创业投资市场募资金额在 10 亿元及以上的基金共有 64 支，涉及金额达 2012.71 亿元，其中浙商创投和深创投分别完成一支 250 亿元和 100 亿元规模基金的募集。

2019 年一季度，中国股权投资市场募资难趋势延续，新募基金数量 507 支，同比下降 59.3%，新募基金总额 2492.72 亿元，同比下降 25.90%。整体来看，中国股权投资市场募资难问题将持续发酵，尤其对于无品牌、无业绩支撑的中小机构及新机构，但随着行业募集难度的提升，业内龙头企业的募资优势将日益凸显。

投资方面，2018 年，中国股权投资市场投资案例数 10021 起，较上年整体持平，投资总金额为 1.08 万亿元，同比下降 10.93%，投资规模有所下降。近两年来，传统企业逐渐开始利用股权投资的方式达到战略驱动、核心业务赋能及新兴行业布局等目的，战略投资者也逐渐在私募股权投资市场占据重要地位。2018 年清科 50 强 PE 机构中，腾讯投资、阿里资本、小米集团、百度投资及京东均名列前茅。除注重战略协同，重金布局互联网和 IT 等行业的独角兽企业外，战略投资机构投资策略多元化，拓展和提前培育新领域的潜力企业也成为重要的发展趋势。在信息化、智能化浪潮推动下，未来将有越来越多的企业通过股权投资市场进一步拓展主营业务，围绕自身优势产业增强市场地位，战略投资机构将成为股权投资市场中不容忽视的重要参与者。

2019 年一季度，在募资端收紧和宏观经济不确定性增加等因素影响下，中国股权投资活跃度显著下降，投资案例数 1816 起，同比下降 37.00%，投资金额 1339.76 亿元，同比下降 47.70%。

退出方面，股权投资市场的退出方式以 IPO 退出为主，但整体受到资本市场政策、二级市场景气度的影响较大。2018 年中国股权投资基金退出案例数量达到 2657 笔，同比下降 22.06%，其中被投企业 IPO 数量 996 笔，占退出总数量的 37.50%，被投企业 IPO 上市数量同比下降 6.83%，机构退出压力有所增大。从退出方式来看，2018 年股权投资市场退出方式延续上年格局，IPO 退出 996 笔，占比 37.5%，股权转让退出 664 笔，占比 25.0%，并购退出 428 笔，占比 16.1%。在退出收益方面，中国 VC/PE 机构的整体回报率水平呈下滑趋势。尤

其在 A 股市场 IPO 常态化推进下，中小创的估值重心将逐步下降，未来一二级市场之间的溢价差将持续缩小，个股的市场估值将根据自身竞争实力和成长性出现更加显著的分化。

2019 年一季度，中国股权投资市场退出案例数为 388 笔，同比下降 43.4%；但受益于港交所上市新政，被投企业 IPO 案例数同比增长 26.2%。

行业政策方面，2018 年 3 月 1 日，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（证监会公告〔2018〕4 号），沪深交易所同步发布相关实施细则，细则区分创投基金的投资期限，形成投资期限与首发前股份减持时间区间“反向挂钩”的机制，不断完善的减持政策对创投基金给予差异化支持，利于创投基金退出并再投资，调动其投资积极性，促进早期中小企业及高新技术企业的资本形成，增强中国资本市场服务实体经济的能力。2018 年 5 月 16 日财政部和国家税务总局出台《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》将创业投资企业和天使个人税收试点政策推广到全国实施。2019 年 1 月，财政部、国家税务总局、发改委和证监会联合发布《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（财税〔2019〕8 号文），创投企业可以选择按照单一投资基金核算（20%税率）或年度所得整体核算（5%~35%累进税率）两种方式之一缴纳个人所得税，并继续享受投资于初创科技型企业满 2 年可按投资额的 70%抵扣该股权转让产生的应纳税所得的优惠政策，该政策提供了更有弹性的纳税选择，对于稳定创业投资个人合伙人的税收负担，鼓励创业投资行业发展具有重要作用，也体现了国家层面持续支持创业投资企业发展的政策导向。

2019 年 3 月 1 日，证监会和上交所正式发布了科创板上市制度规则，具体包括 2 项部门规章《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监督办法（试行）》和 6 项配套业务规则，意味着科创板在中国正式落地。据清科研究中心统计，截至 2019 年 5 月 8 日，已有 103 家企业的科创板上市申请获得受理，上述企业中有 91 家获得 VC/PE 支持，参与机构近 600 家，合计投资金额近 1000 亿元。科创板的发行和上市条件更加宽松，一方面将解决中国科技创新企业的融资难题，另一方面为股权投资机构的 IPO 退出带来重大利好，并正面引导 VC/PE 机构对科技创新企业的价值投资，将有利于股权投资市场的良性发展。

整体看，2018 年中国股权投资市场募资难度加大，市场规模增速放缓；但优质机构仍能够完成大额募资，竞争优势凸显，加之科创板落地，减持规定和税收机制对于创投基金差异化鼓励政策出台，具有规模和品牌优势的创投机构有望实现加速发展。

2. 飞机租赁行业

（1）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。

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。但受限于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，大大加快了中国飞机租赁业务的发展。截至 2018 年底，天津东疆已累计完成 1144 架飞机租赁业务，按照 2018 年底中国民航运输飞机总量来算，天津东疆完成的飞机租赁数量约占中国民航运输飞机总量的三分之一，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。

（2）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。

目前飞机租赁业务主要以经营性租赁和融资性租赁为主。从国内各大航空公司来看，经营性租赁已经成为飞机租赁的主要模式，国内航空公司飞机中约 40%为经营租赁形式取得。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，在选择经营租赁与购买上更为灵活，代表性的主要有中国国航和东方航空，经营租赁比例均低于 30%。新兴航空公司的经营租赁比例较高，代表性的是海航控股与吉祥航空，经营租赁比例均在 50%以上。

表 2　截至 2018 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	146	24	268	57.88%
南方航空	282	232	326	38.81%
东方航空	230	260	190	27.94%
中国国航	287	193	204	29.82%
春秋航空	40	1	40	49.38%
吉祥航空	22	8	60	66.67%

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）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。

根据 Flight Global 数据，截至 2018 年底，全球共有飞机租赁公司 341 家，共有干支线飞机机队为 11477 架；其中，中国大陆正在运营的飞机租赁公司为 31 家，共有在役飞机数量为 1379 架，占全球飞机租赁公司总机队的 12%。中国民航运输飞机机队规模为 3714 架，其中，通过融资租赁方式、经营租赁方式引进的共 2161 架，占中国民航机队的 58.2%。

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）。其中，以银行系租赁公司占据主要市场份额。

2018 年以来，中国经济去杠杆和监管形势趋严，融资渠道紧缩，中资飞机租赁公司均面临较大经营压力，单纯的价格竞争将无法持续，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，凭借自身 30 余年积累的专业投资经验，积极开展多种形式的投资活动，在行业内具有较大的影响力。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 欧洲物流资产包等多个优质标的资产，多年来始终保持良好的投资业绩。

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 2018 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 25 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 2018 年底，中国银行普通股股本增至 2943.88 亿元，境内外机构共有 11741 家。截至 2018 年底，中国银行总资产 212672.75 亿元，股东权益 17253.97 亿元；2018 年，中国银行实现营业收入 5041.07 亿元，净利润 1924.35 亿元。截至 2018 年底，中国银行不良贷款率为 1.42%，资本充足率为 14.97%。

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。自成立以来，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，公司部分董事人选发生变化。2018 年 4 月 10 日，唐小晴女士担任公司非执行董事；2018 年 10 月 19 日，任立女士卸任公司非执行董事，同时魏晗光女士开始担任公司非执行董事；2018 年 11 月 9 日，黎晓静先生卸任公司董事长，同时龚建中先生担任公司董事长。

龚建中先生，硕士研究生，高级经济师，1991 年 6 月加入中国银行。2000 年 3 月至 2002 年 3 月，任公司助理总经理；2002 年 3 月至

2005 年 11 月，任公司副执行总裁；2005 年 11 月至今任公司执行总裁；2005 年 9 月起担任公司执行董事，2018 年 11 月起担任公司董事长。

除上述董事人选变动外，公司在治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司凭借中国银行强大的资金、资源和业务脉络，以及自身长期以来积累的丰富的投资与管理经验，各项业务平稳发展，经营业绩较快增长。2018 年，公司实现收入 194.59 亿港元，同比增长 5.49%；税后利润 86.40 亿港元，同比增长 14.17%。分板块看，企业股权投资、不动产投资与管理、特殊机会投资、基金投资与管理、飞机租赁和保险业务分别实现收入 8.66 亿港元、10.93 亿港元、2.29 亿港元、1.38 亿港元、127.47 亿港元和 35.22 亿港元，占营业收入的比重分别为 4.45%、5.62%、1.18%、0.71%、65.50%和 18.80%，其中，企业股权投资、不动产投资管理和飞机租赁业务的收入较上年分别增长 6.30%、1.56%和 24.39%，特殊机会投资、基金投资与管理和保险板块的营业收入较上年分别下降 4.02%、35.95%和 29.94%。

表 3 公司收入构成情况（单位：亿港元、%）

项 目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
企业股权投资	8.15	4.42	8.66	4.45
不动产投资与管理	10.76	5.83	10.93	5.62
特殊机会投资	2.39	1.30	2.29	1.18
基金投资与管理	2.15	1.17	1.38	0.71
保险业务	50.26	27.25	35.22	18.10
飞机租赁	102.47	55.55	127.47	65.50
其他	8.29	4.49	8.65	4.45
合计	**184.47**	**100.00**	**194.59**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司各业务板块经营稳定，受益于飞机租赁业务规模的增长，带动收入水平提升；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

企业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。截至 2018 年底，公司股权投资业务投资余额 521.41 亿港元，同比增长 16.69%，占总投资余额的比重为 50.61%。

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、技术上支持被投企业发展，通过完善被投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 2018 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	76847	1.47
能源	161276	3.09
交通运输	1523523	29.22
仓储物流	1659686	31.83

金融业	948744	18.20
不动产及酒店	66196	1.27
消费	42369	0.81
医药医疗	190762	3.66
文化传媒	93458	1.79
公用事业	17731	0.34
科技	352165	6.75
跨境电商物流服务	68864	1.32
综合	12515	0.24
合计	**5214136**	**100.00**

资料来源：公司提供

从投资的行业分布来看，截至 2018 年底，公司企业股权投资余额前三大行业分别为仓储物流、交通运输和金融业，占比分别为 31.83%、29.22%和 18.20%，以上三大行业投资余额合计占企业股权投资余额的比重为 79.25%，较上年减少 4.69 个百分点，行业集中度仍然较高。

从投资项目来看，公司目前主要在投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、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、药明康德新药开发有限公司等。2018 年公司新增投资项目有京东金融项目、字节跳动项目、ARM 中国项目和福佑卡车等 18 个项目。

从项目退出情况来看，2018 年公司的企业股权投资业务共退出项目 7 个，分别为江西铜业财务公司股权转让、嘉强顺风合伙权益转让、普洛斯上市公司股票出售、北京豪威科技项目退出、汇贤 REITs 出售、中国重汽股票出售和中国联通减资退出等。2018 年公司股权投资业务实现利润 15.30 亿港元。

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。

跟踪期内，公司仍然按照区域、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。

表 5 截至 2018 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	918436	46.00
人民币基金	1069515	54.00
合计	**1987951**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司私募股权基金投资余额为 198.80 亿港元，同比增长 20.17%，占总投资资产余额的比重为 19.29%；其中人民币基金占比 54%，主要包括中国文化产业基金、国开博裕一期基金、大湾区共同家园发展基金等。外币基金占比 46%，主要包括 AMR 中国基金、厚朴美元三期基金、太盟二期基金、中信产业美元二期基金、IDG 第三期美元成长基金、KKR 欧洲基金第四期等。2018 年公司基金投资与管理业务退出项目 1 个，全年实现利润 6.75 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 2018 年底，公司不动产投资余额为 228.34 亿港元，同比增长 9.74%，占总投资资产余额的 22.16%。

表 6 截至 2018 年底公司不动产投资业务区域分布

地区	投资余额（万港元）	占比（%）
中国内地	1039884	45.54
香港、澳门	128783	5.64

美国	471167	20.63
澳大利亚	82340	3.61
英国	70073	3.07
其他地区	491144	21.51
合计	**2283391**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司不动产投资模式未发生重大变化，仍然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。目前公司主要投资项目有纽约 7 Bryant Park 项目、上海利通广场、香港上环新纪元广场等。截至 2018 年底，公司在中国内地不动产投资余额占比 45.54%，香港、澳门地区占比 5.64%，美国不动产投资占比 20.63%，澳大利亚和英国占比分别为 3.61%和 3.07%，多区域的投资有利于降低区域集中度风险，未来公司将继续扩大海外市场的投资规模。

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。2018 年公司不动产投资业务实现利润 6.61 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 2018 年底，公司特殊机会投资余额为 84.93 亿港元，同比下降 27.62%，占总投资资产余额的比重为 7.94%。

从不良资产投资余额的项目分类情况来，公司不良资产投资主要集中于联营企业不良资产投资和金融不良资产投资两大板块。2018 年以来，公司不良资产投资业务逐步向金额相对较小的金融不良资产投资倾斜。截至 2018 年底，联营企业的不良资产投资余额为 50.67 亿港元，同比下降 27.62%，其占不良资产投资余额的比重为 59.65%，同比减少 13.18 个百分点；不良金融资产的投资余额为 31.86 亿港元，同比增长 34.93%，其占不良资产投资余额的比重为 37.51%，同比增加 12.94 个百分点。2018 年，公司不良资产投资业务处置项目共 5 个，全年实现利润 7.63 亿港元。

6. 飞机租赁业务

公司飞机租赁业务运营主体为中银航空租赁。中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司，2016 年 6 月 1 日完成联交所上市，募集资金净额约 5.50 亿美元，用于购买飞机以扩大自有机队。截至 2018 年底，中银航空租赁资产总额 182.56 亿美元，股东权益 41.99 亿美元；2018 年实现营业总收入 15.54 亿美元，同比增长 20.19%，实现净利润 6.20 亿美元，同比增长 5.62%。

运营模式方面，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，并产生具有吸引力的销售回报。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；主要供应商为空客、波音等飞机制造商。

截至 2018 年底，中银航空租赁的自有及代管飞机共计 328 架，较上年新增 10 架，其中自有飞机 303 架，较上年新增 16 架，经账面净值加权后的平均机龄为 3.0 年，与上年持平，平均剩余租期为 8.3 年，较上年增加 0.1 年，2018 年底飞机综合利用率为 99.99%，较上年增加 0.01 个百分点。

联合资信关注到，截至 2018 年底，中银航空租赁自有“737 MAX”飞机 5 架，占自有飞机总数的比重为 1.65%，已订购波音“737 MAX”系列飞机 90 架，占已订购飞机总数的比重为 49.81%，受 2018 年 10 月狮航客机坠毁和 2019 年 3 月埃塞航客机坠毁事件影响，世界多国对“737 MAX”采取禁飞措施，波音公司亦已暂停该机型的交付。受此影响，中银航空租赁涉及该机型的租赁客户业务停滞，使得此类租赁客户租金偿付能力下滑，或将使中银航空租赁未来业绩增长产生不确定性风险。

从飞机租赁业务的区域分布来看，中银航空租赁客户的地理区域仍呈多元化分布，截至 2018 年底，按飞机账面净值计算，中银航空租赁飞机租赁业务 23.0%位于亚太地区（不含中国大陆、香港特别行政区及台湾），23.8%位于欧洲，31.5%位于中国大陆、香港特别行政区及台湾、8.8%位于美洲和 12.9%位于中东、非洲和其他地区。2018 年，中银航空租赁实现租赁租金收入 15.43 亿美元，同比增长 20.2%。

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 2018 年底，中银三星人寿注册资本金 16.67 亿元，资产总额 148.05 亿元，净资产 12.91 亿元。2018 年中银三星人寿实现营业利润 0.35 亿元，同比增长 45.18%。从偿付能力来看，截至 2018 年底，受业务调整及增资尚未到位影响，中银三星人寿的综合偿付能力充足率较上年底下降 13.23 个百分点至 157.91%。

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2018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。2018年公司合并范围较上年未有重大变化。

截至2018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0.87620元。

截至2018年底，公司合并资产总额2786.48亿港元，权益总额1040.56亿港元（含非控制性权益108.72亿港元）；2018年，公司实现收入194.59亿港元，税后利润86.40亿港元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额2786.48亿港元，同比增长13.74%。从资产构成来看，流动资产占6.45%，非流动资产占93.55%，公司资产仍以非流动资产为主，资产构成较上年底变化不大。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为179.73亿港元，同比增长13.39%。从构成来看，主要以应收款项、押金及预付款项（占17.36%）、现金与现金等价物（占62.94%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占16.95%）为主。

截至2018年底，公司现金及现金等价物113.11亿港元，同比增长49.20%，其中已质押的银行存款规模为1.58亿港元，受限比例很低。截至2018年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产30.47亿港元，同比大幅增长333.32%，主要系2018年开始执行《香港财务报告准则》第9号--金融工具，相关科目进行了重分类所致。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为2606.75亿港元，同比增长13.77%，主要由固定资产（占54.31%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占28.43%）和投资物业（占5.68%）等构成。

截至2018年底，公司固定资产账面净额为1415.74亿港元，同比增长16.28%，主要系购置飞机设备增加所致；同期公司投资物业规模为148.14亿港元，同比增长3.42%，主要系经第三方机构进行评估，当年不动产投资规模及持有的不动产公允价值增加所致；同期公司投资合营/联营企业139.69亿港元，同比下降11.56%，主要系当年公司联营企业完成退出所致；公司以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产741.03亿港元，主要由股权投资资产、债权工具和基金构成。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成以非流动资产为主，非流动资产中固定资产、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产和投资物业占比高；其中，固定资产主要为飞机设备，投资物业多位于中国大陆、香港、美国和澳大利亚等活跃的房地产市场，有较大升值空间；以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产主要是公司对上市及非上市公司的股权投资。总体看，公司资产质量良好。

3. 负债及股东权益

股东权益

截至2018年底，公司股东权益总额为1040.56亿港元，同比增长6.68%，主要来自未分配利润和非控制性权益的增长，截至2018年底公司非控制性权益为108.72亿港元，同比增长9.03%。从权益总额构成来看，股本占32.72%，储备占3.88%，未分配利润占52.95%，非控制性权益占9.03%。公司股东权益中未分配利润和股本占比高，权益稳定性尚可。

负债

截至2018年底，公司负债总额1745.92亿港元，同比增长18.41%。非流动负债占比63.46%，公司负债以非流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债637.99亿港元，同比增长43.58%，主要系借款和应付款项

及其他应付款增加所致。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23.36%）和计息的银行借款及其他借款（占68.61%）构成。截至2018年底，公司非流动负债1107.94亿港元，同比增长7.56%，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30.03%）和发行债券（占52.14%）构成。

截至2018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176.37亿港元，同比增长29.45%，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2018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770.43亿港元，同比增长14.21%，主要来自向同系子公司和金融机构的借款增长所致，其中短期借款437.73亿港元，占比56.82%，长期借款332.70亿港元，占比43.18%。截至2018年底，公司发行债券（流动部分和非流动部分）合计624.44亿港元，同比增长26.44%%，系公司2018年发行全球中期票据和中国银行间市场中期票据及公司债券所致；截至2018年底，公司存续债券主要包括美元债券3亿美元、全球中期票据561亿港元、中国银行间市场中期票据35亿元及公司债券10亿元。

截至2018年底，公司债务总额1394.88亿港元，同比增长18.92%，其中短期债务484.52亿港元，同比增长22.98%，长期债务910.36亿港元，同比增长16.86%；从债务结构来看，短期债务占34.74%，长期债务占65.26%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，截至2018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，2018年底分别为62.66%、57.27%和46.66%。

跟踪期内，随着业务规模的扩大，公司对外融资需求增加，短期债务增长较快，短期偿付压力加大；债务结构仍以长期债务为主，财务杠杆比率有所上升，但仍处于合理水平。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入（收入＋其他收入及收益）216.00亿港元，同比增长1.32%；其中实现收入194.59亿港元（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5.49%。同期，公司其他收入及收益21.41亿港元（主要包括处置金融资产、固定资产、子公司、联营企业及投资物业的收益，以及资产的公允价值变动收益和汇兑净收益），同比下降25.45%，主要系投资物业公允价值下降所致。

2018年公司期间费用为145.65亿港元，其中，营业费用为105.24亿港元，同比下降7.41%，主要系保险业务规模下滑使得公司营业费用支出减少；财务费用为40.41亿港元，同比增长150.84%，主要系公司银行借款及应付债券规模增加所致。2018年公司期间费用率67.43%，同比变化不大。

公司税前利润主要包括经营性业务利润和应占联营及合营企业收益，2018年，受益于应占联营、合营企业的收益同比大幅增长，公司税前利润同比增长20.03%至96.22亿港元。

从盈利指标看，2018年公司净资产收益率和总资本收益率较2017年均有上升，分别为8.30%和5.21%。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，盈利能力不断增强；同时公司有息债务的增长推升财务费用，对公司的盈利产生一定侵蚀，公司期间费用控制力有待增强。

5. 现金流及保障

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，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为112.15亿港元，同比增长2.68%，主要受益于飞行设备租赁收入及股息收入的增加。投资活动方面，2018年，公

司投资活动表现为净流出279.38亿港元，同比下降30.18%，系当年购买可供出售投资大幅减少所致。2018年，公司筹资活动现金流量净额为215.44亿港元，同比下降18.80%，主要系新增借款规模下降所致，2018年新增银行借款收到的现金为439.22亿港元，同比下降26.87%。

总体看，公司经营活动净现金流保持稳定增长，经营性投资较上年有所放缓，但仍保持较大的支出规模，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2018年底，公司流动比率为28.17%，较2017年底下降7.50个百分点，系公司银行借款增加所致；2018年，公司经营现金流动负债比为17.58%，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，2018年公司EBITDA为180.66亿港元，公司EBITDA利息倍数为4.47倍；全部债务/EBITDA为7.72倍。总体看，跟踪期内，公司EBITDA对债务本息的保障程度虽有所下降但仍保持在较高水平，加之公司作为中国银行体系内从事直接投资与管理业务的主要载体和平台，具有重要的战略地位，业务发展得到中国银行强有力的支持。综上，公司偿债能力很强。

截至2018年底，公司获得多家银行授信额度共计916亿港元，其中尚未使用额度约为372亿港元，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，公司具备直接融资渠道。

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45亿元，包括“17中银投资MTN001”15亿元、“18中银投资MTN001”20亿元和“18中银投”10亿元，其中将于一年内到期债券余额15亿元。

截至2018年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障倍数为5.51倍；2018年，公司EBITDA为存续债券余额的3.52倍，经营活动现金流量净额为存续债券余额的2.18倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力强；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

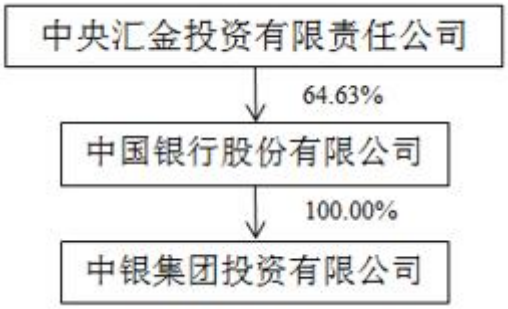
项 目	2018 年
一年内到期债券余额（亿元）	15.00
现金类资产/一年内到期债券余额（倍）	5.51
EBITDA/应付债券余额（倍）	3.52
经营活动现金流净额/应付债券余额（倍）	2.18

注：上述指标计算时根据截至2018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为1港元对人民币0.87620元。
资料来源：联合资信根据公开资料整理

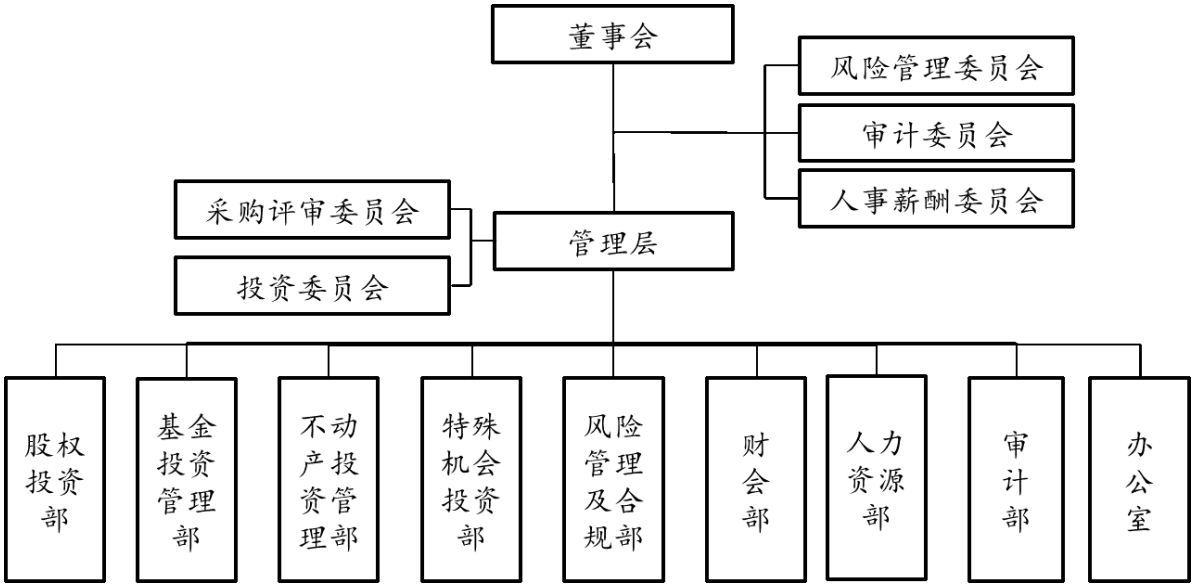
十一、结论

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”和“18中银投资MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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	2016 年（重述）	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿港元)	106.64	75.81	113.11
资产总额(亿港元)	2063.04	2449.82	2786.48
权益总额(亿港元)	904.31	975.37	1040.56
短期债务(亿港元)	262.00	393.98	484.52
长期债务(亿港元)	624.06	779.01	910.36
全部债务(亿港元)	886.06	1172.99	1394.88
营业收入(亿港元)	181.45	213.19	216.00
税后利润(亿港元)	42.50	75.68	86.40
EBITDA(亿港元)	107.86	145.37	180.66
经营性净现金流(亿港元)	90.21	109.23	112.15
财务指标			
税后利润率（%）	26.55	41.02	44.40
总资本收益率(%)	3.71	4.81	5.21
净资产收益率(%)	4.70	7.76	8.30
长期债务资本化比率(%)	40.83	46.28	46.66
全部债务资本化比率(%)	49.49	54.60	57.27
资产负债率(%)	56.17	60.19	62.66
流动比率(%)	79.23	35.67	28.17
速动比率(%)	79.23	35.67	28.17
经营现金流动负债比(%)	28.15	24.58	17.58
EBITDA 利息倍数(倍)	4.51	5.24	4.47
全部债务/EBITDA(倍)	8.22	8.07	7.72

注：1.公司营业收入包含收入、其他收入和收益；2. 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	（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%
净资产年均复合增长率	
收入年均复合增长率	
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=货币资金

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　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