信用等级公告

联合〔2020〕2734 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，“18 中银投资 MTN001”和“20 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

二〇二〇年七月二十七日

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2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中银集团投资有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18中银投资MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20中银投资MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18中银投资MTN001	20亿元	20亿元	2021/12/19
20中银投资MTN001	15亿元	15亿元	2023/05/08

评级时间：2020年7月27日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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，公司在股东背景、资本实力、投资能力及投资规模等方面保持既有优势；投资类业务保持平稳发展，飞机租赁板块实现较快增长，保险业务盈利能力明显改善，公司整体财务表现较好。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，全球爆发的新冠疫情使飞机租赁行业面临一定经营压力等因素对其信用基本面带来的不利影响。

公司EBITDA对存续债券的保障能力强，现金类资产对一年内到期债券保障能力很强。

未来，随着公司业务团队投资能力的不断增强、投资项目逐步实现退出以及持续的股东支持，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，“18中银投资MTN001”和“20中银投资MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东实力雄厚，给予公司较大支持。**中国银行作为中央管理的大型国有银行，资金实力雄厚，行业地位显著，具有很强的国内及国际影响力，在业务资源获取、资本金注入以及股东借款方面给予公司较大支持。
2. **投资业务发展稳健，投资能力较强。**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实现平稳较快增长，盈利能力强。
3. **飞机租赁业务表现良好。**2019年，公司飞机租赁业务实现收入19.76亿美元，同比增长14.51%，实现净利润7.02亿美元，同比增长13.23%；截至2019年底，自有机队规模317架，较上年底新增14架。
4. **公司EBITDA对存续债券的保障能力强，现金类资产对**

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	7
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东支持：作为中国银行全资子公司，公司依托中国银行雄厚的资金实力、丰富的客户资源、庞大的经营网络和全球化金融服务优势，业务发展获得母行有力支持。				1
有利因素：公司资产构成以非流动资产为主，非流动资产中，固定资产主要是代航空公司购买的飞行设备，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，升值和变现能力较好，公司资产质量良好。				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

一年内到期债券保障能力很强。公司 2019 年底现金类资产是目前一年内到期债券余额的 12.19 倍；2019 年 EBITDA 是目前存续债券余额的 4.43 倍。

关注

1. **投资业务受宏观经济和资本市场波动影响大。**在全球经济遭受疫情冲击、国内经济待复苏和资本市场波动的环境下，公司投资的项目运营和估值或受到负面影响，项目退出也面临一定挑战。
2. **债务规模持续增长，公司本部存在一定短期偿债压力。**随着业务规模的不断扩大，公司债务规模增长较快，本部债务结构以短期为主，存在一定偿付压力。
3. **全球航空业遭受重创，或使公司飞机租赁业务面临经营压力。**2020 年新冠疫情导致全球航空业遭受重大负面冲击，现金流损失严重，进而对公司飞机租赁业务发展产生负面影响。

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

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿港元)	75.81	113.11	136.03
资产总额(亿港元)	2449.82	2786.48	3050.98
权益总额(亿港元)	975.37	1040.56	1099.30
短期债务(亿港元)	393.98	484.52	463.43
长期债务(亿港元)	779.01	910.36	1049.14
全部债务(亿港元)	1172.99	1394.88	1512.57
营业收入(亿港元)	213.19	216.00	282.61
税后利润(亿港元)	75.68	86.40	103.53
EBITDA(亿港元)	145.37	180.66	222.76
经营性净现金流(亿港元)	109.23	112.15	58.17
税后利润率(%)	41.02	44.40	44.90
净资产收益率(%)	7.76	8.30	9.42
资产负债率(%)	60.19	62.66	63.97
全部债务资本化比率(%)	54.60	57.27	57.91
流动比率(%)	35.67	28.17	43.08
经营现金流动负债比(%)	24.58	17.58	8.87
全部债务/EBITDA(倍)	8.07	7.72	6.79
EBITDA 利息倍数(倍)	5.24	4.47	4.11
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿港元）	935.49	956.30	1047.61
权益总额（亿港元）	476.91	486.37	495.59
全部债务(亿港元)	450.11	464.22	485.42
营业收入(亿港元)	21.68	29.59	43.61
税后利润(亿港元)	21.04	20.73	28.84
资产负债率（%）	49.02	49.14	52.69
全部债务资本化比率(%)	48.55	48.83	49.48
流动比率（%）	5.03	10.94	17.77
经营现金流动负债比(%)	-1.29	-2.02	-3.47

注：营业收入包含收入、其他收入和收益

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中银投资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/20	杨学慧 王喜梅	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读原文
18 中银投资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/30	杨学慧 王喜梅	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 中银投资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/11/28	杨学慧 王喜梅	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类企业信用评级模型（2016 年）	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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中银集团投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

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“公司”或“中银投”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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2019年底，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、不良资产投资、人寿保险和飞机租赁六大业务板块。

公司下设消费与金融投资部、物流投资部、高端制造与能源投资部、医疗健康投资部、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、综合部和信息技术部13个部门。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为3050.98亿港元，权益总额1099.30亿港元（含非控制性权益117.95亿港元）；2019年，公司实现营业收入282.61亿港元，税后利润103.53亿港元。

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

公司由联合资信评级的存续债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕，在跟踪期内正常付息。

表1　公司存续债券概况（单位：人民币）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 中银投资 MTN001	20 亿元	20 亿元	2018/12/19	2021/12/19
20 中银投资 MTN001	15 亿元	15 亿元	2020/05/08	2023/05/08

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

1. 宏观经济环境

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

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计

[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。

同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

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

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服

务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

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

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

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

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

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

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。

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

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

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

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。

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

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

供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 股权投资行业

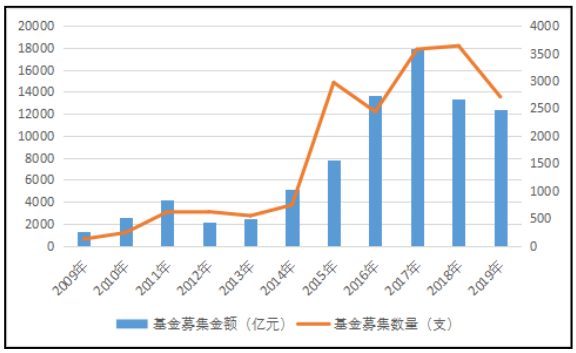
2018 年以来中国股权投资市场增速放缓，募资端承压，行业处于阶段性调整时期。近期资本市场改革持续推进，科创板落地、创业板、新三板等多层次、多方面改革措施出台，为股权投资市场创造投资机会，提供更多元高效的退出机制，未来股权投资市场将朝着更加规范、多元的方向发展。

自 2015 年起，随着“大众创业、万众创新”的发展和“供给侧改革”的推动，大批民营 VC/PE 机构、国资机构、金融机构、战略投资者等开展股权投资，中国股权投资市场经历萌芽和起步，进入发展期，市场活跃度稳步提升，股权投资市场总体迅速扩张。期间受股票二级市场波动影响，2015 年下半年股权投资活跃度出现了短暂回调，但增长势能在 2016－2017 年期间重新释放。另一方面，随着 2017 年下半年国内“去杠杆”“防控金融风险”工作力度的加大以及“资管新规”征求意见稿的公布，2018 年一季度开始股权投资市场募资端率先承压，而投资、退出端由于传导延迟性，活跃度自 2018 年四季度开始回撤。综合效应下，中国股权投资市场自 2018 年下半年起由单一扩张期进入优化整合、提质增效的新阶段。

2019 年，中国经济平稳运行，但国内外经济形势依然严峻，不确定因素增多，经济下行压力仍然较大。股权投资市场进入新的发展阶段，私募投资基金备案规则推出，证监会、中基协组织私募基金清查，中国金融市场进一步规范，在金融改革、市场出清、各项配套政策推进的作用下，募资难的困境稍有缓解，科创板的推出使得企业估值逐渐回归理性，投资市场受募资端承压和二级市场疲软的双重影响，活跃度仍不足，市场面临严峻考验。

清科研究中心发布的数据显示，截至 2019 年底，中国基金管理规模超过 11 万亿元，从规模看中国已经成为全球第二大股权投资市场，但 2019 年全年的投资规模、募资规模及退出数量较 2018 年剧烈下滑。募资端，2019 年，中国股权投资机构整体募资额为 12444.04 亿元，同比下降 6.6%，2019 年私募基金管理人新登记主体数量明显下降，2019 年新成立且在基金业协会完成登记的私募股权、创业投资和私募资产配置类基金管理人数量仅 148 家，同比下降 57.83%。

图1 2009－2019年中国股权投资基金募资情况（包括早期投资、VC、PE）



资料来源：清科研究中心

在募资困难及二级市场疲软的大环境下，2019 年中国股权投资机构活跃度和投资金额均大幅下降。2018 年中国股权投资市场总额约为 1.08 万元，较 2017 年下降 10.9%；2019 年中国股权投资市场总额仅为 7600 亿元，同比下降 29.3%，投资案例数 8234 起，同比下降 17.8%。近年来经济下行压力带来的不确定性导致投资机构避险情绪明显。

从投资行业分布来看，2019 年 IT 行业、互联网、生物技术与医疗健康投资案例数排名前三，分别实现 2164 起、1264 起、1188 起；从投资金额来看，排名前三的仍然是 IT 行业、互联网、生物技术与医疗健康，投资金额分别达到 1169.40 亿元、1072.75 亿元、1016.15 亿元，三个行业的投资额共占总投资额的 42.87%，领跑全行业投资金额。目前，中国经济正在由高速增长转为高质量发展阶段，全国范围内的产业升级成为政策导向，科技创新则是主要驱动力。此外，科创板开板利好及国家对数字经济领域加大政策鼓励，使得芯片、半导体等领域受到股权投资市场青睐，半导体及电子设备行业投资案例与投资金额跃居第四。

股权投资退出情况，2019 年整体退出案例数开始回升，全年退出案例数 2949 笔，同比上升 19.0%，其中 IPO 退出案例数回升，达到 1573 起，同比上升 57.9%，主要系 2019 年后 IPO 审核渐宽，过会率大幅回升，同时科创板落地，导致 2019 年的 IPO 上市家数开始回升，股权投资 IPO 退出案例数量也开始大幅回升，其中科创板 IPO 退出案例 651 起，占 41.4%。虽然退出案例数有所增加，但由于国内经济增长放缓，再加上一二级市场估值倒挂，投资机构退出回报走低。

在宏观政策层面，自 2018 年监管趋严以来，股权投资市场遭遇募资寒冬，大部分机构面临募资难题，2019 年以来全面深化资本市场改革积极推进，众多政策意见，各个层面影响着投资机构的“募投管退”。2019 年 1 月 30 日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，3 月 1 日配套业务规则正式发布，7 月科创板正式交易，科创板在上市标准上对于财务指标、股权结构要求相对放松，在退出方式上相对于主板和创业板增加了非公开转让，即在首发前股份限售期满后，除按照现行减持规定实施减持外，还可以采取非公开转让方式实施减持，以便创投资金退出。科创板的落地，有效完善了国内多层次资本市场体系，打通“募投管退”的股权投资闭环，使企业快速实现财务回报和资本增值，引导更多资本助力科创企业发展。

在创业板改革方面，2019 年 8 月，国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确指出，要研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。2019 年 10 月，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，以优化重组上市制度。本次修改，允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市；另外，本次修改再度恢复了重组上市配套融资，主要目的是为支持上市公司和置入资产改善现金流、发挥协同效应，有利于提升企业重组积极性，减少重组上市阻碍。

在新三板改革方面，2019 年 10 月，证监会宣布将在新三板设立精选层，将此前两层市场结构进一步细分为“基础层、创新层、精选层”三层结构，建立转板上市机制、允许公开发行、引入公募等长期资金、完善摘牌制度等。根据规划，精选层企业挂牌一定期限后，符合交易所上市条件和相关规定的可以直接转板。

2019 年 12 月 28 日，十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法，并在 2020 年 3 月 1 日开始实施。本次修订明确将全面推行注册制，一是精简优化了证券发行条件，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”；二是调整了证券发行的程序，取消发行审核委员会制度，证监会更多的是作为注册机关；三是强化了证券发行中的信息披露。未来企业在国内上市将更加便捷，进一步加快股权投资退出速度。

2. 飞机租赁行业

2019 年，飞机租赁行业整体运行平稳，受波音 737MAX 飞机停飞及新机暂停交付、空客 A320 neo 系列飞机交付延迟等因素影响，全年行业交付飞机数量同比下滑；2020 年全球爆发新冠疫情，预计将对飞机租赁行业的盈利能力和短期现金流造成不利影响。

（1）行业概况

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，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。1998 年之后，国内飞机租赁行业开始起步，中国航空公司逐步采用经营性租赁或融资性租赁的方式引进飞机，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。加之近年来随着国内航空运输业的快速发展，中国已成为全球航空运输产业的核心增长区域，航空运输的市场潜力巨大，飞机的引进需求激增，这为国内飞机租赁提供了良好的发展机遇。截至 2019 年底，天津东疆已累计完成 1100 余架飞机租赁业务，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。2019 年，空客和波音有近 50%的新飞机通过直接订购或售后回租的方式交付给了飞机租赁公司；此外，受波音 737MAX 飞机停飞及新机暂停交付、空客 A320 neo 系列飞机交付延迟等因素影响，2019 年波音和空客飞机交付数量下降至约 1200 架，低于 2018 年的 1600 架。

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 60%以上，且呈逐年上升趋势。

表 3 截至 2019 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	98	25	238	65.93
南方航空	282	257	320	37.12
东方航空	261	262	200	27.66

中国国航	285	207	202	29.11
春秋航空	43	1	49	52.69
吉祥航空	27	8	61	63.54

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。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、工银租赁、国银租赁等）、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。

2019 年，中国本土飞机租赁公司整体发展平稳，工银租赁、国银租赁和交银租赁三大飞机租赁公司牢固占据国内前三强，其中工银租赁新增飞机 31 架，机队规模突破 400 架大关，增速最快，国银租赁和交银租赁增速保持平稳；中航租赁依托股东中国航空工业集团有限公司强大的背景优势持续发力，近两年增速较快，机队规模已快速增至 285 架。

2020 年 1 月下旬以来，新冠疫情在全球 200 多个国家和地区的蔓延给全球航空运输业带来了前所未有的挑战。根据 IATA 在 2020 年 4 月 14 日的预测，截至 4 月初，全球航班数量同比下降 80%。受新冠肺炎疫情冲击，2020 年航空公司客运收入或将减少 3140 亿美元，同比 2019 年下降 55%。就飞机租赁行业而言，此次疫情将直接影响下游航空公司的盈利能力及租金支付能力，并在一定时期内抑制飞机租赁需求，进而对飞机租赁公司的经营计划、盈利能力和短期现金流造成负面影响。中长期看，随着航空运输业的持续发展，飞机需求将会稳健增长，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，航空租赁行业仍然有较大发展空间。

六、基础素质分析

公司依托中国银行丰富的客户资源、雄厚的资金实力和广泛的业务网络不断拓展各类投资业务，同时能持续获得股东银行借款等资金支持。

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 Sussex Street、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 2019 年底公司持股 70%（未质押）。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 26 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 2019 年底，中国银行普通股股本达 2943.88 亿元，境内外机构共有 11699 家。截至 2019 年底，中国银行总资产为 227697.44 亿元，股东权益 19766.96 亿元；2019 年，中国银行实现营业收入 5491.82 亿元，净利润 2018.91 亿元。截至 2019 年底，中国银行不良贷款率为 1.37%，资本充足率为 15.59%。

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，同时给予公司银行借款及境外债券担保等方面的大力支持。

七、管理分析

2020 年 4 月 27 日，经董事会书面决议，自当日起，由刘健先生担任公司执行总裁及执行董事，龚建中先生不再担任公司执行总裁。龚建中先生继续担任公司董事长职务。

刘健先生，博士研究生，注册会计师，1998 年 6 月至 2007 年 4 月先后担任中国证监会主任科员、副处长、处长职务，2007 年 4 月至 2007 年 9 月担任中央汇金投资有限公司综合部主任，2007 年 9 月至 2013 年 9 月担任中国投资有限责任公司副总监、总监兼董事会秘书等职，2013 年 9 月至 2020 年 1 月担任财政部巡视员、司长。2020 年 1 月加入中国银行，2020 年 4 月 27 日至今担任公司执行总裁及执行董事。

除上述执行总裁人选变动外，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. 经营情况

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。

2019 年，公司实现总收入 295.06 亿港元，同比增长 21.99%；税后利润 103.53 亿港元，同比增长 19.83%。分板块看，企业股权投资、不动产投资与管理、不良资产投资、基金投资与管理、保险业务和飞机租赁分别实现收入 33.23 亿港元、13.38 亿港元、13.89 亿港元、15.77 亿港元、54.76 亿港元和 154.41 亿港元，占总收入的比重分别为 11.26%、4.54%、4.71%、5.34%、18.56%和 52.33%。其中，企业股权投资、不动产投资与管理、基金投资与管理、保险业务和飞机租赁业务的收入较上年分别增长 61.31%、9.22%、49.20%、60.45%和 14.45%，不良资产投资收入较上年下降 21.88%。

表 4　公司总收入及利润率情况（单位：亿港元、%）

项 目	2017 年			2018 年			2019 年		
	总收入	占比	利润率	总收入	占比	利润率	总收入	占比	利润率
企业股权投资	13.21	5.91	73.10	20.60	8.52	74.33	33.23	11.26	66.05
不动产投资与管理	22.38	10.01	50.33	12.25	5.06	58.54	13.38	4.54	50.91
不良资产投资	9.08	4.06	73.88	17.78	7.35	47.71	13.89	4.71	69.83
基金投资与管理	4.56	2.04	57.62	10.57	4.37	63.84	15.77	5.34	62.83
保险业务	51.87	23.21	0.13	34.13	14.11	-3.39	54.76	18.56	4.33
飞机租赁	108.24	48.43	40.97	134.91	55.78	35.76	154.41	52.33	35.58

分部总额	**209.34**	**93.66**	**35.67**	**230.24**	**95.19**	**36.83**	**285.4**	**96.74**	**37.02**
其他	14.16	6.34	--	11.63	4.81	--	9.62	3.26	--
合计	**223.51**	**100.00**	**33.86**	**241.87**	**100.00**	**35.72**	**295.06**	**100.00**	**35.09**

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），利润率为税后利润率；2.2016 年保险业务收入为 2017 年追溯调整的年初数；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，此差异是由于四舍五入造成
资料来源：公司财务报表

从利润率情况来看，2019 年公司综合利润率为 35.09%，同比保持稳定；其中企业股权投资、不动产投资与管理和不良资产投资业务受市场行情以及投资标的的差异影响，利润率同比变动较大，同比分别下降 8.28 个、7.63 个和增加 22.12 个百分点；保险业务受益于中银三星人寿积极提升服务质量，大力推动快捷、简便的微信理赔而带动业务量快速增长，收入和利润率均同比有较大改善；基金投资与管理和飞机租赁业务盈利情况保持稳定，2019 年利润率较上年变动不大。

2．企业股权投资

公司主要以自有资金从事私募股权投资，对目标公司提供各类价值增值服务，推动其资本市场运作，实现企业价值增值。2019 年，公司股权投资总体规模变动不大，收入呈增长态势，利润率有一定下降。

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 2019 年底，公司股权投资业务投资余额为 527.83 亿港元，较上年底增长 1.23%，占总投资余额的比重为 45.65%。

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、医疗健康、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 5　2019 年底公司企业股权投资项目行业分布

行业组合	项目数（个）	投资余额（亿港元）	项目投资额占比（%）
消费与金融组合	54	110.70	21.0
物流组合	12	351.93	66.7
高端制造与能源组合	8	37.87	7.2
医疗健康组合	9	27.33	5.2
合计	**83**	**527.83**	**100.00**

资料来源：公司提供

从投资的行业分布来看，截至 2019 年底，公司企业股权投资余额前三大行业分别为物流组合、消费与金融和高端制造与能源业，占比分别为 66.7%、21.0%和 7.2%，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 94.9%，行业集中度很高。

从投资项目来看，公司主要在投项目包括普洛斯项目、京沪高铁项目、晋豫鲁铁路项目、京东金融等项目。

从项目退出情况来看，2019 年公司的企业股权投资业务共退出项目 9 个，主要包括广东高新凯特项目、成都中小企业融资担保有限责任公司等项目。2019 年公司股权投资业务实现利润 21.9 亿港元（2018 年为 15.3 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。2019年，公司基金投资规模小幅增长，收入呈增长态势，利润率保持平稳。

公司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，并通过提供增值服务帮助资金升值。公司通过基金退出分配实现投资回报。

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，以国内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。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 与公司及中国银行建立更紧密的业务联系。

表 6　截至 2019 年底公司基金投资余额

币种	投资余额（亿港元）	占比（%）
外币基金	108.11	51.75
人民币基金	100.77	48.25
合计	**208.88**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司私募股权基金投资余额为208.88亿港元，较上年底增长5.07%，占总投资资产余额的比重为18.06%；其中人民币基金占比48.25%，主要包括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等。外币基金占比51.75%，主要包括KKR欧洲基金、中信产业基金美元二期、崇德基金三期、IDG-Breyer成长基金等。截至2019年底，公司在投的基金组合中，有13个基金已进入退出期；2019年基金投资业务实现利润9.9亿港元（2018年为6.75亿港元）。

4. 不动产投资与管理

跟踪期内，公司不动产投资规模不断增长，不动产区域分布仍以内地一线城市为主，美国、欧洲等发达地区投资为辅，2019年收入小幅上升，利润率有所下降。

2019 年，公司不动产投资模式未发生重大变化，仍然以市场化手段，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与管理，实现稳定现金流回报和资本增值收益。截至 2019 年底，公司不动产投资余额为 268.08 亿港元，较上年底增长 17.40%，占总投资资产余额的 23.18%。

表 7 截至 2019 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	124.71	46.5
香港、澳门	12.82	4.8
美国	60.97	22.7
澳大利亚	8.59	3.2
欧洲	61.00	22.8
合计	**268.08**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司不动产投资与管理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，建立境内外投资机构客户网络，培育重要合作伙伴。公司通过价值增值手段，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；多元化利用股权、债权及与资本市场相结合的手段，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的金融服务产品。

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 2019 年底，公司在中国内地不动产投资余额占比 46.5%，香港、澳门地区占比 4.8%，美国不动产投资占比 22.7%，欧洲不动产投资占比 22.8%，多区域的投资有利于降低区域集中度风险。

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。

5. 不良资产投资

公司不良资产投资规模持续收缩，2019 年收入呈下降趋势，受益于处置规模的增加，利润率同比显著增长。

公司不良资产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 2019 年底，公司不良资产投资余额为 63.35 亿港元，较上年底下降 25.41%，占总投资资产余额的比重为 5.44%。

表 8　截至 2019 年底公司不良资产投资项目分布

地区	投资余额（亿港元）	占比（%）
金融资产	30.49	48.13
抵债资产	2.15	3.40
联营企业投资	30.46	48.09
投资性房地产	0.24	0.38
合计	**63.35**	**100.00**

资料来源：公司提供

从不良资产投资余额的项目分类情况来看，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。截至 2019 年底，金融不良资产投资余额为 30.49 亿港元，较上年底下降 4.30%，其占不良资产投资余额的比重为 48.13%，较上年底增加 10.62 个百分点；联营企业的不良资产投资余额为 30.46 亿港元，较上年底下降 39.89%，其占不良资产投资余额的比重为 48.09%，较上年底减少 11.56 个百分点。

跟踪期内，公司进一步缩减了联营企业不良资产投资规模，在持续进行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，通过债务重组、资产重组、企业重组、行业整合以提升投资价值；投资区域重点关注中国内地及香港的投资机会，内地优先关注北上广等一线城市、长三角与珠三角等产业转型较快、基础资产质量好的地区；出资方式主要采用独立出资、合资、基金等形式；处置和退出方式主要包括股权转让、上市退出、直接催收、司法诉讼、资产包二次转让等方式，同时综合运用追加投资、债转股、商业重组、司法重整等多重增值运作手段，提升项目价值后实现退出。2019 年，公司不良资产投资业务出资 1.1 亿港元，回收 23.2 亿港元，全年实现利润 9.7 亿港元（2018 年为 7.63 亿港元）。

6. 飞机租赁业务

2019 年，公司飞机租赁业务表现良好，并通过出售附带租约飞机组成的资产组合弥

补部分飞机延迟交付的影响，租金收入和利润均实现 10%以上的增长，利润率同比保持稳定。2020 年，全球爆发的新冠肺炎疫情或对公司飞机租赁业务带来经营压力，联合资信将持续关注疫情对该业务产生的影响。

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。截至 2019 年底，中银航空租赁资产总额为 197.64 亿美元，股东权益 45.81 亿美元；2019 年实现营业总收入 19.76 亿美元，同比增长 14.51%，实现净利润 7.02 亿美元，同比增长 13.23%。

跟踪期内，中银航空租赁业务运营模式未发生变化，仍然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。2019 年，航空公司承载率表现强劲，平均为 82.6%，客运需求增长同比上升 4.2%，低于 2018 年增速。2019 年中银航空租赁向航空公司交付飞机 54 架，净交付数量低于预期，主要因 23 架波音 737 MAX 飞机的交付被延迟至 2019 年以后，以及 5 架空客 A321NEO 飞机的交付延至 2020 年，飞机制造商的延迟交付使得公司的业绩增长目标面临一定挑战，公司通过出售附带租约飞机组成的资产组合来实现盈利增长。2019 年，中银航空租赁共售出 28 架自有飞机。

截至 2019 年底，中银航空租赁的自有及代管飞机共计 357 架，较上年底新增 29 架，其中自有飞机 317 架，较上年底新增 14 架，共服务于 41 个国家及地区的 93 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 3.1 年，较上年增加 0.1 年，平均剩余租期为 8.4 年，较上年增加 0.1 年，截至 2019 年底，飞机利用率为 99.6%，现金收款率为 96.9%。

表 9　截至 2019 年底飞机账面净值情况

地区	飞机账面净值比例（%）
中国大陆及港澳台	30.6
欧洲	27.1
亚太（不包括中国内地及港澳台）	23.0
中东及非洲	12.4
美洲	6.9
合计	**100.0**

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. 上述飞机账面净值包括待售飞机，不包括融资租赁飞机
资料来源：公司提供

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 2019 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），27.1%位于欧洲，30.6%位于中国大陆、香港特别行政区及台湾、6.9%位于美洲和 12.4%位于中东、非洲和其他地区。2019 年，中银航空租赁实现租赁租金收入 17.04 亿美元，同比增长 10.43%。

2020 年以来，全球爆发新型冠状病毒肺炎疫情，短期内对航空运输业产生较大负面冲击，航空公司现金流损失严重，经营业绩承压。这一全球性的影响亦或使飞机租赁行业面临租金及飞机资产价值下降、航空公司租金支付困难以及飞机订单量减少等经营压力。联合资信将持续关注疫情对公司飞机租赁业务的影响。

7．保险业务

2019 年，受益于积极提升科技服务质量，公司保险业务量和保费规模均实现快速增长，

盈利能力明显改善。

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。

2019年，中银三星人寿一方面通过科技赋能、提升理赔服务效率，另一方面主动对服务内容和质量进行优化升级，为客户带来便捷优质的服务体验。受益于积极提升科技服务质量，中银三星人寿2019年全年累计为近5万人次受理理赔案件，同比上升25.78%；个险赔付金额为4318.47万元，同比上升20.97%；团险赔付金额为6878.46万元，同比上升9.48%；保费豁免金额为454.18万元，同比上升191.27%。其中，通过微信理赔申请占比已到达66.07%，中银三星人寿自2016年推出微信理赔以来，因其快捷、简便的理赔服务方式深受客户的喜爱，截至2019年底，使用微信进行理赔的客户已达30422人次。

截至2019年底，中银三星人寿注册资本金16.67亿元，资产总额211.05亿元，净资产15.32亿元。2019年中银三星人寿规模保费达到93.85亿元，同比增长30.27%；高价值业务收入同比增长119.84%，新业务价值同比增长7%，实现利润总额0.51亿元，同比增长45.71%

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

公司提供的2019年财务报告经安永会计师事务所审计，审计意见为：合并财务报表根据《香港财务报告准则》的规定，真实而公允地反映了公司的财务状况、经营成果及现金流量。公司综合财务报告按《香港财务报告准则》编制。2019年公司合并范围较上年未有重大变化。

截至2019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为1港元对人民币0.89578元。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为3050.98亿港元，权益总额1099.30亿港元（含非控制性权益117.95亿港元）；2019年，公司实现营业收入282.61亿港元，税后利润103.53亿港元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成仍然以非流动资产为主，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、基金投资。总体看，公司资产质量良好。

截至2019年底，公司资产总额为3050.98

亿港元，较上年底增长 9.49%。从资产构成来看，流动资产占 9.26%，非流动资产占 90.74%，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。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 282.54 亿港元，较上年底增长 57.20%。从构成来看，主要以应收款项、押金及预付款项（占 31.66%）、现金与现金等价物（占 48.13%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 10.67%）为主。

截至 2019 年底，公司现金及现金等价物为 135.99 亿港元，较上年底增长 20.22%，其中已质押的银行存款规模为 2.76 亿港元，受限比例很低。截至 2019 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为 30.16 亿港元，较上年底保持稳定。截至 2019 年底，公司应收款项、押金及预付款项为 89.46 亿元，较上年底大幅增长 186.72%，主要受保险业务规模增加以及投资项目预付款增加影响。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 2768.45 亿港元，较上年底增长 6.20%，主要由固定资产（占 53.80%）、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（占 28.24%）和投资物业（占 6.30%）等项目构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 1489.38 亿港元，较上年底增长 5.20%，主要系购置飞机设备增加所致，构成以飞机资产为主（占比约 86%）。截至 2019 年底，公司投资物业规模为 174.40 亿港元，较上年底增长 17.73%，主要来自不动产投资规模的扩大以及经第三方机构评估后持有的不动产公允价值增加所致。截至 2019 年底，公司投资合营/联营企业 115.76 亿港元，较上年底下降 17.13%，主要系当年对联营企业完成部分退出所致。截至 2019 年底，公司以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产为 781.91 亿港元，较上年底增长 5.52%，主要由股权投资资产、债权工具和基金构成。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产规模合计 247.18 亿港元，占总资产的比重为 8.10%，包括飞行设备 227.22 亿港元、银行存款 2.76 亿港元和投资物业 17.20 亿港元。

2. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司股东权益稳定增长，构成以股本和未分配利润为主，权益稳定性尚可。随着投资规模的扩大，公司对外融资需求增加，长期债务增长较快，财务杠杆比率有所上升，债务结构和资产结构匹配度较好。

（1）所有者权益

截至 2019 年底，公司股东权益合计 1099.30 亿港元，较上年底增长 5.65%，主要来自未分配利润和非控制性权益的增长，截至 2019 年底公司非控制性权益为 117.95 亿港元，较上年底增长 8.49%。从股东权益构成来看，股本占 30.98%，储备占 2.13%，未分配利润占 55.98%，非控制性权益占 10.73%。

（2）负债

截至 2019 年底，公司负债总额为 1951.68 亿港元，较上年底增长 11.79%；其中，非流动负债占 66.40%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 655.84 亿港元，较上年底微增 2.80%。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 27.11%）、计息的银行借款及其他借款（占 55.36%）和发行债券（占 15.30%）构成。截至 2019 年底，公司非流动负债为 1295.84 亿港元，较上年底增长 16.96%，主要来自发行债券和保险合同准备金的增长。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 28.31%）和发行债券（占 52.65%）构成。

截至 2019 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 221.31

亿港元，较上年底增长 25.48%，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 2019 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 730.00 亿港元，较上年底下降 5.25%，主要来自向金融机构的借款流动部分的下降。构成方面，按期限划分，短期借款 363.09 亿港元，占 49.74%，长期借款 366.91 亿港元，占 50.26%；按借款机构划分，向同系子公司的借款 189.51 亿港元，占 25.96%，向直接持股母公司的借款 91.30 亿港元，占 12.51%，向金融机构的借款 449.19 亿港元，占 61.53%。截至 2019 年底，公司发行债券（流动部分和非流动部分）合计 782.58 亿港元，较上年底增长 25.33%，系公司 2019 年发行美元债券和全球中期票据所致；截至 2019 年底，公司存续债券主要包括美元债券 6 亿美元、全球中期票据 687 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 2019 年底，公司债务总额为 1512.57 亿港元，较上年底增长 8.44%，其中短期债务为 463.43 亿港元，较上年底下降 4.35%，长期债务为 1049.14 亿港元，较上年底增长 15.24%；从债务结构来看，短期债务占 30.64%，长期债务占 69.36%，长期债务占比进一步提升。从债务指标来看，截至 2019 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较上年底均小幅上升，2019 年底分别为 63.97%、57.91%和 48.83%。

3．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模稳定增长，主业盈利能力持续提升，有息债务的增长推升财务费用，整体盈利能力极强。

2019 年，公司实现营业收入（收入＋其他收入及收益）282.61 亿港元，同比增长 30.84%；其中实现收入 230.58 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 18.49%，主要来自飞机租赁收入和保险业务收入的增长。同期，公司其他收入及收益 52.03 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），同比增长 143.00%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动收益大幅增长所致。

2019 年公司期间费用为 178.78 亿港元，其中，营业费用为 127.03 亿港元，同比增长 20.71%，主要系保险业务规模扩大使得公司营业费用支出增加；财务费用为 49.80 亿港元，同比增长 23.23%，主要系公司银行借款及应付债券规模增加所致。2019 年公司期间费用率 63.26%，同比减少 4.17 个百分点。

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，2019 年，受益于主业盈利的持续向好，公司税前利润同比增长 20.85%至 116.28 亿港元。

从盈利指标看，2019 年公司净资产收益率和总资本收益率较 2018 年均有所上升，分别为 9.42%和 6.04%，分别较上年提高 1.12 个和 0.83 个百分点。公司整体盈利能力持续增强。

4．现金流及保障

跟踪期内，公司经营性现金流有所波动，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。

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，2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 58.17 亿港元，同比下降 48.13%，主要受投资项目预付款增加影响。投资活动方面，2019 年，公司投资活动表现为净流出 119.87 亿港元，同比下降 57.09%，系当年购买飞机设备的现金支出减少所致。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 80.76

亿港元，同比下降 62.51%，主要系新增借款规模同比减少且偿还债务规模同比增加所致，2019 年新增银行借款收到的现金为 381.23 亿港元，同比下降 13.20%，偿还银行借款所支付的现金 270.99 亿港元，同比增长 27.74%

5．偿债能力

公司短期偿债能力一般，考虑到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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率为43.08%，较2018年底增长14.91个百分点，系公司保险业务及投资项目预付款增加带动流动资产较快增长所致；2019年，公司经营现金流动负债比为8.87%，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.29倍，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，2019年公司EBITDA为222.76亿港元，EBITDA利息倍数为4.11倍，同比有所下降；全部债务/EBITDA为6.79倍。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。公司整体偿债能力极强。

截至2019年底，公司获得多家银行授信额度共计970亿港元，其中尚未使用额度约为475亿港元，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。

截至2019年底，公司无对外担保。

6．母公司财务分析

母公司作为投资控股型企业，资产构成以对子公司的投资和以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产为主，短期偿债压力较大，经营活动现金流表现一般，存在外融资需求。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 1047.61 亿港元，其中非流动资产为 973.31 亿港元，以对子公司的投资（占 71.74%）和以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（占 21.60%）为主；流动资产为 74.29 亿港元，以现金及现金等价物（占 70.06%）和应收子公司贷款及账款（占 29.34%）为主。整体看，母公司资产流动性一般，资产质量尚可。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 495.59 亿港元，其中股本 340.52 亿港元，未分配利润 155.07 亿港元。

截至 2019 年底，母公司负债总额 552.02 亿港元，其中流动负债 418.09 亿港元，主要包括计息的银行借款及其他借款（流动部分）222.23 亿港元和发行债券（流动部分）174.19 亿港元，非流动负债为 133.93 亿港元，包括计息的银行借款及其他借款（非流动部分）55.64 亿港元和发行债券（非流动部分）33.36 亿港元。截至 2019 年底，母公司全部债务为 485.42 亿港元，其中短期债务 396.42 亿港元，长期债务 89.00 亿港元，以短期债务为主。母公司资产负债率为 52.69%。整体看，母公司短期偿债压力较大。

2019 年，母公司实现营业收入 43.61 亿港元，同比增长 47.38%，税后利润为 28.84 亿港元，同比增长 39.12%，主要来自投资业务盈利的改善。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 -14.49 亿港元，投资活动现金净流量为 10.75 亿港元，筹资活动现金流量净额为 27.45 亿港元，以借款收到的现金和偿还借款所支付的现金为主。

十、存续债券偿还能力分析

截至2020年6月底，公司本部存续债券余额为45亿元，其中一年内到期的债券余额10.00亿元（2021年6月底前到期）。公司2019年底现

金类资产是目前一年内到期债券余额的12.19倍；2019年，公司经营活动现金净流量以及EBITDA对存续债券余额的覆盖倍数分别为1.16倍和4.43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很强，EBITDA对公司存续债券余额保障能力强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

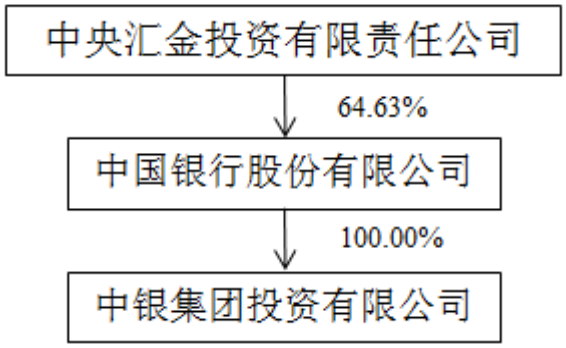
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	12.19
经营活动现金流净额/存续债券余额	1.16
EBITDA/存续债券余额	4.43

注：上述指标计算时根据截至2019年12月31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0.89578元。
资料来源：联合资信根据公开资料整理

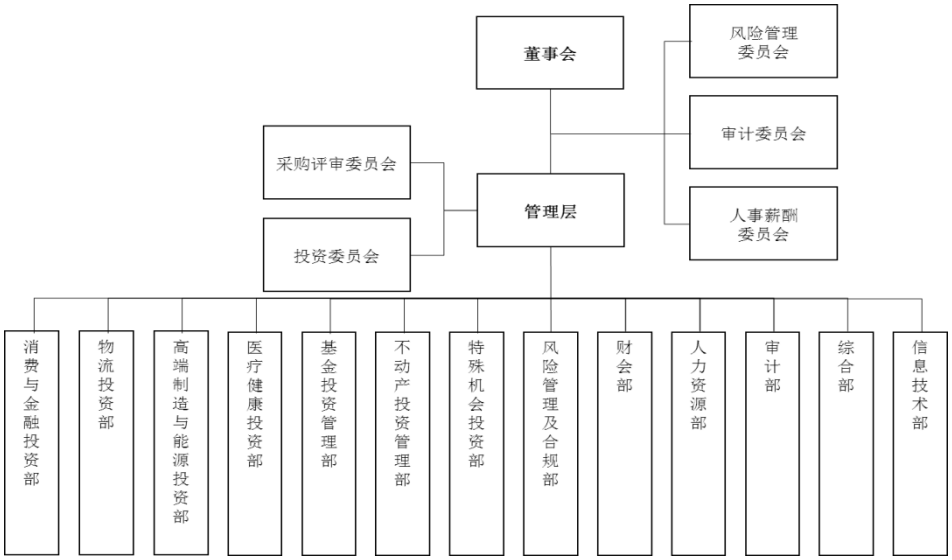
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“18中银投资MTN001”和“20中银投资MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿港元)	75.81	113.11	136.03
资产总额(亿港元)	2449.82	2786.48	3050.98
权益总额(亿港元)	975.37	1040.56	1099.30
短期债务(亿港元)	393.98	484.52	463.43
长期债务(亿港元)	779.01	910.36	1049.14
全部债务(亿港元)	1172.99	1394.88	1512.57
营业收入(亿港元)	213.19	216.00	282.61
税后利润(亿港元)	75.68	86.40	103.53
EBITDA(亿港元)	145.37	180.66	222.76
经营性净现金流(亿港元)	109.23	112.15	58.17
财务指标			
税后利润率(%)	41.02	44.40	44.90
总资本收益率(%)	4.81	5.21	6.04
净资产收益率(%)	7.76	8.30	9.42
长期债务资本化比率(%)	44.40	46.66	48.83
全部债务资本化比率(%)	54.60	57.27	57.91
资产负债率(%)	60.19	62.66	63.97
流动比率(%)	35.67	28.17	43.08
速动比率(%)	35.67	28.17	43.08
经营现金流动负债比(%)	24.58	17.58	8.87
EBITDA 利息倍数(倍)	5.24	4.47	4.11
全部债务/EBITDA(倍)	8.07	7.72	6.79

注：营业收入包含收入、其他收入和收益

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿港元)	15.22	28.35	52.05
资产总额(亿港元)	935.49	956.30	1047.61
权益总额(亿港元)	476.91	486.37	495.59
短期债务(亿港元)	432.45	413.22	396.42
长期债务(亿港元)	17.66	51.00	89.00
全部债务(亿港元)	450.11	464.22	485.42
营业收入(亿港元)	21.68	29.59	43.61
税后利润(亿港元)	21.04	20.73	28.84
EBITDA(亿港元)	--	--	--
经营性净现金流(亿港元)	-5.67	-8.43	-14.49
财务指标			
税后利润率(%)	103.26	50.69	66.26
总资本收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	4.41	4.26	5.82
长期债务资本化比率(%)	3.57	9.49	15.22
全部债务资本化比率(%)	48.55	48.83	49.48
资产负债率(%)	49.02	49.14	52.69
流动比率(%)	5.03	10.94	17.77
速动比率(%)	5.03	10.94	17.77
经营现金流动负债比(%)	-1.29	-2.02	-3.47
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：营业收入包含收入、其他收入和收益

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	中航资本控股股份有限公司	工银金融租赁有限公司	中银集团投资有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央国有企业	中央国有企业	中央国有企业
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	3416.15	2724.89	3050.98
所有者权益（亿元）	481.76	321.76	1099.30
营业收入（亿元）	180.32	111.42	282.61
利润总额（亿元）	64.11	47.58	116.28
经营活动现金流净额（亿元）	-49.50	-54.13	58.17
资产负债率（%）	85.90	86.63	63.97

注：中银投所用单位为“亿港元”

附件 4　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

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 5-1　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 5-2 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 5-3　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