

信用等级公告

联合〔2019〕3285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长期信用状况及拟发行的 2020 年度第一期中期票据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 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十一月二十日



中银集团投资有限公司

2020 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

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 15 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起兑付

募集资金用途: 偿还即将到期的中期票据

评级时间: 2019 年 11 月 20 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

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	
财务风险	F3	现金流	经营分析	1	
			资产质量	7	
			盈利能力	1	
		资本结构	现金流量	3	
					1
			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

评级观点:

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”) 从事直接投资与管理业务的主要载体和平台, 业务涵盖企业股权投资、基金投资与管理、不动产投资与管理、不良资产投资、保险和飞机租赁。

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对中银投的评级反映了其具备强大的股东背景、雄厚的资本实力、丰富的投资与管理经验、稳健的经营风格、规范的内部管理及良好的财务表现。2016 年 6 月, 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”) 在香港联交所成功上市, 资本实力及市场地位得到有效提升; 2017 年 11 月, 公司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% 的股权布局保险业务, 业态不断丰富, 带动收入较快增长, 综合竞争实力进一步增强。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、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、波音 737 MAX 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产生一定不利影响。

公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

未来, 随着公司业务团队投资能力的不断增强、投资项目实现逐步退出以及持续的股东支持, 公司盈利能力有望进一步提高, 对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, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据的偿还能力极强, 本息不能偿还的风险极低。

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. 公司被投项目质量较好, 经营业绩稳中有升, 未来亦有望实现良好投资收益。

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

4. 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。

5. 公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年（重述）	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿港元)	106.64	75.81	113.11	115.77
资产总额(亿港元)	2063.04	2449.82	2786.48	2950.40
权益总额(亿港元)	904.31	975.37	1040.56	1074.42
短期债务(亿港元)	262.00	393.98	484.52	507.77
长期债务(亿港元)	624.06	779.01	910.36	965.45
全部债务(亿港元)	886.06	1172.99	1394.88	1473.22
营业收入(亿港元)	181.45	213.19	216.00	134.46
税后利润(亿港元)	42.50	75.68	86.40	49.22
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	35.76
税后利润率(%)	26.55	41.02	44.40	45.87
净资产收益率(%)	4.70	7.76	8.30	--
资产负债率(%)	56.17	60.19	62.66	63.58
全部债务资本化比率(%)	49.49	54.60	57.27	57.83
流动比率(%)	79.23	35.67	28.17	32.32
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	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿港元）	824.10	935.49	956.30	1021.30
权益总额（亿港元）	460.01	476.91	486.37	499.12
全部债务(亿港元)	106.73	181.45	281.48	263.28
营业收入(亿港元)	22.80	21.68	29.59	19.91
税后利润(亿港元)	16.58	21.04	20.73	12.75
资产负债率（%）	44.18	49.02	49.14	51.13
全部债务资本化比率(%)	18.83	27.56	36.66	34.53
流动比率（%）	27.90	5.03	10.94	17.38
经营现金流动负债比(%)	-3.06	-1.29	-2.02	--

注：2019 年半年度财务数据未经审计；公司营业收入包含收入、其他收入和收益；2016 年财务数据采用 2017 年审计报告重述数

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	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
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
AAA	稳定	2017.1.23	张钰 孙鑫 柳丝丝	工商企业主体评级方法（2013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


 联合资信评估有限公司
 二〇一九年十一月二十日

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中银集团投资有限公司

2020 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6月底，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等13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，公司实现营业收入216.00亿港元，税后利润86.40亿港元。

截至2019年6月底，公司（合并）资产总额2950.40亿港元，权益总额1074.42亿港元（含非控制性权益111.44亿港元）；2019年1—6月，公司实现营业收入134.46亿港元，税后利润49.22亿港元。

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

公司拟注册总额度为80亿元人民币的中期票据，本期计划发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模15亿元，期限3年。公司计划将募集资金用于偿还即将到期的中期票据。

本期中期票据无担保。

三、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，

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。

中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，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。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
GDP	74.00	82.10	90.00	45.10
GDP 增速	6.70	6.80	6.60	6.30
规模以上工业增加值增速	6.00	6.60	6.20	6.00
固定资产投资增速	8.10	7.20	5.90	5.80
社会消费品零售总额增速	10.40	10.20	9.00	8.40
出口增速	-1.90	10.80	7.10	6.10
进口增速	0.60	18.70	12.90	1.40
CPI 增幅	2.00	1.60	2.10	2.20
PPI 增幅	-1.40	6.30	3.50	0.30
城镇登记失业率	4.00	3.90	3.80	3.60
城镇居民人均可支配收入增速	5.60	6.50	5.60	5.70

注：增速及增幅均为同比增长情况；出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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；固定资产投资增速为不含农户投资增速；城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性

的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速

(1.2%)较1—3月转负为正。具体来看,生活日常类消费仍保持较高增速,升级类消费增速较快,服务类消费增幅明显。此外,网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长,消费结构进一步改善,在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进,贸易顺差有所扩大。2019年1—6月,中国货物贸易进出口总值14.7万亿元,同比增速(3.9%)较1—3月略有回升,较上年同期大幅回落,主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面,机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主,集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点,是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年,国际贸易紧张局势可能加剧、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,中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。从三大需求看,一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大,以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复,基础设施投资有望持续企稳;减税降费的落实将进一步修复企业盈利,激发企业主体活力,加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展,制造业投资有望企稳;在“房住不炒”的定位下,房地产投资增速或有所回落,但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求,可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响,加上当前中国居民部门杠杆率持续攀

升、房地产对消费的挤出效应仍强,居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素,外部需求或继续放缓;随着相关扩大进口政策的进一步实施,以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往,中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定,但国内经济下行压力有所加大,中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看,2019年下半年,中国经济运行仍将保持在合理区间,考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓,下半年经济增速或略有回落,预计全年经济增速在6.2%左右。

四、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 1—6 月，中国股权投资市场募资难趋势延续，新募基金数量 1190 支，同比下降 47.2%，新募基金总额 5729.56 亿元，同比下降 19.4%。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 1—6 月，在募资端收紧和宏观经济不确定性增加等因素影响下，投资市场也持续降温，机构普遍出手谨慎，投资金额为 2610.91 亿元，同比下降 58.5%，涉及 3592 起投资案例，同比下降 39.1%。

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 1—6 月，中国股权投资市场退出案例数继续下跌至 831 笔，同比下降 33.6%；但受益于港交所上市新政，被投企业 IPO 案例增至 471 笔，但回报倍数却走低。

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制度的不断完善,飞机租赁业具有良好发展前景。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6月底,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;汇金公司持有中国银行64.63%的股权,为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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 2019 年 6 月底公司持股 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%。

3. 人员素质

公司现有董事8人，高层管理人员4人。

董事长兼执行总裁龚建中先生，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。

截至2019年6月底，公司总部共有员工120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60.00%，拥有本科学历的员工约占公司员工总数的30.84%，拥有大专及以下学历的员工约占公司员工总数的9.16%。

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

中国银行成立于1912年2月。2006年6月至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，总资产212672.75亿元，净资产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2019年6月底，中国银行总资产222660.24亿元，净资产19074.52亿元；2019年上半年实现营业收入2767.33亿元，净利润1214.42亿元。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载体和平台。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，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。

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8名成员，均为中国银行委派，其中有6名董事为现任中国银行授信管理、公司金融、财务管理、风险管理、人力资源管理、审计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、人事薪酬委员会和审计委员会，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4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. 内部管理

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。

审计制度方面，公司设立了独立的审计部，配备专职审计人员。审计部依据公司内部控制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。制定内部审计工作规程，进一步规范公司的内部稽核检查计划管理、风险评估、现场审计工作规程、审计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，内部管理规范，可以满足日常经营需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是中国银行从事直接投资与管理的主要载体和平台，目前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、不良资产投资、保险和飞机租赁六大业务板块。

2016—2018年，公司总收入平稳较快增长，年均复合增长率为13.28%，2018年实现总收入241.87亿港元，同比增长8.21%。分板块看，投资与投资管理业务（包括企业股权投资、不动产投资与管理、不良资产投资和基金投资与管理）是公司最主要的业务，2018年上述四大

投资业务占总收入的比重分别为8.52%、5.06%、7.35%和4.37%，占比有所波动；此外，飞机租赁和保险业务对公司收入形成有力补充，2018年占总收入的比重分别为55.78%和14.11%。

表3 近年来公司总收入及利润率情况（单位：亿港元、%）

项 目	2016 年（重述）			2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	总收入	占比	利润率	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	10.98	5.83	73.22	13.21	5.91	73.10	20.60	8.52	74.33	17.34	12.29	76.98
不动产投资与管理	26.65	14.14	65.02	22.38	10.01	50.33	12.25	5.06	58.54	8.63	6.12	55.50
不良资产投资	7.11	3.77	-58.36	9.08	4.06	73.88	17.78	7.35	47.71	6.23	4.41	69.04
基金投资与管理	3.53	1.87	62.45	4.56	2.04	57.62	10.57	4.37	63.84	4.97	3.52	48.02
保险业务	47.25	25.06	-5.39	51.87	23.21	0.13	34.13	14.11	-3.39	27.33	19.38	4.94
飞机租赁	92.06	48.84	34.40	108.24	48.43	40.97	134.91	55.78	35.76	72.64	51.51	34.24
分部总额	187.58	99.51	28.01	209.34	93.66	35.67	230.24	95.19	36.83	137.13	97.24	37.22
其他	0.92	0.49	--	14.16	6.34	--	11.63	4.81	--	3.90	2.76	--
合计	188.50	100.00	22.55	223.51	100.00	33.86	241.87	100.00	35.72	141.02	100.00	34.90

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，这些差异是由于四舍五入造成的

资料来源：公司财务报表

从利润率情况来看，受市场行情影响，公司利润率存在一定的波动，2016—2018 年，公司利润率分别为 22.55%、33.86%和 35.72%。2016 年，受不良资产投资和保险业务亏损影响，利润率同比下降 26.72 个百分点至 22.55%，为近年来的较低水平；2017 年以来，公司除不良资产投资业务利润率有所波动外，其余业务利润率保持相对稳定。

2019 年 1—6 月，公司实现总收入 141.02 亿元，较 2018 年同期增长 14.63%，利润率为 34.90%。

整体看，公司盈利能力较好，但投资行业受外部经济环境和资本市场波动影响较大，公司收益的稳定性面临一定挑战。

2. 企业股权投资

企业股权投资是公司最为重要的投资类型之一，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 6 月底，公司的企业股权投资余额达到 546.28 亿港元，占总投资资产余额比重为 49.67%。

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。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。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。

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、

凤凰卫视控股有限公司、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。

表 4 2019 年 6 月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 (%)
消费与金融投资组合	59	134.98	24.71
物流组合	12	353.27	64.67
高端制造与能源组合	6	34.44	6.30
医疗健康组合	9	23.59	4.32
合计	86	546.28	100.00

资料来源：公司提供

2016—2018 年及 2019 年 1—6 月，公司企业股权投资业务处置项目分别为 6 个、9 个、7 个和 2 个，实现利润 4.67 亿港元、3.92 亿港元、2.71 亿港元和 0.08 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，并通过提供增值服务帮助基金升值。公司通过基金退出分配实现投资回报。截至 2019 年 6 月底，公司基金投资余额为 209.04 亿港元，占总投资资产余额的 19.01%。

表 5 截至 2019 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	109.19	52.23
人民币基金	99.86	47.77
合计	209.04	100.00

资料来源：公司提供

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；发挥综合化经营优势，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。

历年以来，公司主要参与投资的弘毅产业一期、北京弘毅贰零壹零股权投资中心、春华秋实（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）、中信资本人民币基金、国开博裕人民币一期基金、国开博裕人民币二期基金、红杉资本人民币四期等。外币基金包括：KKR 欧洲基金第三期、KKR 欧洲基金第四期、鼎

晖基金第四期、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、崇德基金三期、IDG 第五期 VC 基金等。

公司的主要基金投资仍处于存续期内，2017 年之前并无基金退出；2018 年退出基金 1 只，实现利润 6.75 亿港元。

4. 不动产投资

公司以市场化手段，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 2019 年 6 月底，公司不动产投资余额为 237.36 亿港元，占总投资资产余额的 21.58%。

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。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。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、管理和经营等更广范围的金融服务产品。

表 6 截至 2019 年 6 月底公司不动产投资项目分布

地区	投资余额(亿港元)	占比(%)
中国内地	112.90	47.56
香港、澳门	12.87	5.42
美国	47.12	19.85
澳大利亚	7.97	3.36
欧洲	56.50	23.81
合计	237.36	100.00

资料来源：公司提供

在管理方面，公司通过租户组合管理、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。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。

公司捕捉市场机会，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。近年来，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；另一方面，得益于良好的资产管理，投资性物业资产的市场价值也得到不断提升，截至目前均已取得了较为良好的增值空间。

历年以来，公司主要投资项目包括：纽约 7 Bryant Park 项目、北京京汇大厦、上海利通广场、香港珀丽酒店、香港上环新纪元广场、140 Sussex Street 项目等。截至 2019 年 6 月底，公司在中国内地不动产投资余额占比 47.56%，香港、澳门地区占比 5.42%，美国不动产投资占比 19.85%，澳大利亚和欧洲占比分别为 3.36%和 23.81%，多区域的投资有利于降低区域集中度风险，未来公司或将继续扩大海外市场的投资规模。

2016—2018 年及 2019 年 1—6 月，公司退出项目为香港珀丽酒店，该项目购置于 2009 年，于 2017 年以 15.5 亿港元出售。

5. 不良资产投资

公司不良资产投资业务主要是对困境债权、困境股权和困境实物资产进行收购、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 6 月底，公司不良资产投资余额为 63.35 亿港元，占总投资资产余额的 5.76%。

表 7 截至 2019 年 6 月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

在业务模式上，公司主要以商业银行、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，投资区域以境内市场为主，重点关注经济相对发达、司法较为透明的长三角和珠三角地区的特殊投资机会。在持续加大金融不良资产收购处置业务的同时，逐步向不良重组业务转型。不良资产投资业务出资模式主要采用独立出资、联合投资、组织基金等形式。不良资产处置和退出方式主要包括打包收购后分拆处置、法律诉讼、二次转让、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。

2016—2018 年及 2019 年 1—6 月，公司不良资产投资业务处置项目分别为 8 个、6 个、8 个和 3 个，实现利润分别为 4.33 亿港元、2.28 亿港元、1.53 亿港元和 0.13 亿港元。

6. 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 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%。截至 2019 年 6 月底，中银三星人寿资产总额 168.14 亿元，净资产 14.04 亿元。2018 年度，中银三星人寿保费规模 72.04 亿元，在全国 91 家寿险公司中排名第 45 位。

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%。

7. 飞机租赁

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，净利润 6.20 亿美元；截至 2019 年 6 月底，中银航空租赁资产总额 191.62 亿美元，股东权益 42.92 亿美元；2019 年上半年实现营业总收入 8.51 亿美元，净利润 3.21 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；主要供应商为空客、波音等飞机制造商。

截至 2019 年 6 月底，中银航空租赁的自有及代管飞机共计 337 架，共服务于 40 个国家及地区的 92 名客户。自有机队经账面净值加权后的平均机龄为 3.1 年，平均剩余租期为 8.2 年。2019 上半年共完成 25 架飞机交付（其中 5 架飞机由航空公司客户于交付时购买）。截至 2019 年 6 月底，中银航空租赁自有及代管飞机组合主要机型为空客 A320CEO 系列（133 架）、波音 737NG 系列（103 架）、已订购飞机（包括所有飞机采购承诺，含航空公司客户有权收购的相关飞机）机型主要为波音 737MAX 系列（87 架）、空客 A320NEO 系列（52 架）和空客 A330NEO 系列（12 架）。截至 2019 年 6 月底，飞机组合利用率为 99.6%。

表 8 截至 2019 年 6 月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	30.8
欧洲	27.0
亚太（不包括中国内地及港澳台）	22.2
中东及非洲	11.8
美洲	8.2
合计	100.00

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

联合资信关注到，截至 2019 年 6 月底，中银航空租赁自有“737 MAX”飞机 6 架，占自有飞机总数的比重为 1.91%，已订购波音“737 MAX”系列飞机 87 架，占已订购飞机总数的比重为 53.70%，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 2019 年 6 月底，按飞机账面净值计算，中银航空租赁飞机租赁业务 30.8%位于中国大陆及港澳台地区，27.0%位于欧洲，22.2%位于亚太地区（不含中国大陆及港澳台），8.2%位于美洲和 11.8%位于中东及非洲。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%；2019 年上半年实现租赁租金收入 8.32 亿元，同比增长 10.49%。

8. 未来发展

公司将坚持以服从、服务总行整体战略为根本宗旨，以持续提升对总行战略价值和财务价值为核心目标，以一体化、基金化、数字化为发展方向，激发活力、敏捷反应、重点突破，持续加强资金募集能力、项目搜寻能力、价值增值能力和风险管控能力建设，致力成为具有市场领导地位的智能化专业投资公司，成为总行综合化经营的重要平台。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，安永会计师事务所对其进行审计，并出具审计意见为：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。公司 2019 年上半年财务数据未经审计。

从合并范围看，2016 年，公司财务报表合并范围新设增加子公司 15 家，收购子公司 3 家，注销子公司 6 家；2017 年，公司财务

报表合并范围新增增加子公司 18 家, 收购子公司 2 家, 注销、处置子公司 45 家; 2018 年, 公司财务报表合并范围新增增加子公司 21 家, 增持股权纳入合并范围 1 家, 清算注销 8 家; 2019 年 1—6 月, 公司合并范围新增子公司 18 家, 注销清算 12 家, 截至 2019 年 6 月底, 公司纳入合并范围子公司 284 家。2017 年, 公司受让中银三星人寿 51% 的权益, 在编制 2017 年财务报表时对 2016 年的比较数据进行重述, 本报告 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告重述数。整体看, 近三年公司财务数据具备可比性。

截至 2019 年 6 月 28 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 0.87966 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, 公司实现营业收入 216.00 亿港元², 税后利润 86.40 亿港元。

截至 2019 年 6 月底, 公司(合并)资产总额 2950.40 亿港元, 权益总额 1074.42 亿港元(含非控制性权益 111.44 亿港元); 2019 年 1—6 月, 公司实现营业收入 134.46 亿港元, 税后利润 49.22 亿港元。

2. 资产质量

2016—2018 年, 公司资产规模逐年增长, 年均复合增长 16.22%。截至 2018 年底, 公司资产总额 2786.48 亿港元, 较上年底增长 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

2016—2018 年, 公司流动资产波动下降, 年均复合下降 15.86%。截至 2018 年底, 公司流动资产为 179.73 亿港元, 较上年底增长

13.39%, 主要来自以公允价值计量且变动计入损益的金融资产和现金与现金等价物的增长。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损益的金融资产(占 16.95%)为主。

2016—2018 年, 公司现金与现金等价物波动增长, 年均复合增长 2.99%。截至 2018 年底, 公司现金与现金等价物为 113.11 亿港元, 较上年底增长 49.20%, 主要为年底新增融资款。其中已质押的银行存款规模为 1.58 亿港元, 受限比例很低。

2016—2018 年, 公司应收款项、押金及预付款项(流动部分+非流动部分)分别为 100.11 亿港元、98.62 亿港元和 109.07 亿港元, 2018 年底同比增长系再保险资产和押金的增加所致。从构成看, 包括分类为摊余成本的投资、再保险资产、押金、保险保障基金等; 近三年, 该科目流动部分分别为 45.13 亿港元、34.91 亿港元和 31.20 亿港元, 非流动部分分别为 54.99 亿港元、63.71 亿港元和 77.87 亿港元。

2016—2018 年, 公司以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产逐年增长, 截至 2018 年底为 30.47 亿港元, 较上年底增长 333.32%, 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。

2016—2017 年, 公司持有待售资产分别为 93.01 亿港元和 18.66 亿港元, 2017 年底较上年底大幅下降系公司于 2016 签订转让投资物业项目协议, 于 2017 年完成转让所致。截至 2018 年底, 公司将剩余持有待售资产(主要为飞行设备)全部处置, 该科目减少至零。

非流动资产

2016—2018 年, 公司非流动资产规模逐年增长, 年均复合增长 20.04%。截至 2018 年底, 公司非流动资产为 2606.75 亿港元, 较上年底增长 13.77%, 系固定资产和以公允价值

² 营业收入包含收入、其他收入和收益。

计量且其变动计入损益的金融资产增长所致。从构成看，主要由固定资产（占 54.31%）、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（占 28.43%）和投资物业（占 5.68%）等构成。

2016—2018 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 19.63%。截至 2018 年底，公司固定资产为 1415.74 亿港元，较上年底增长 16.28%，系新增飞行设备所致，从构成看，固定资产主要由飞行设备构成（占 82.77%），其余包括房屋建筑物、租赁物业改良工程、设备等。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧 150.69 亿港元，累计减值 0.48 亿港元。

2016—2018 年，公司投资物业逐年增长，年均复合增长 2.42%。截至 2018 年底，公司投资物业账面价值为 148.14 亿港元，较上年底增长 3.42%，系经第三方机构进行评估，不动产投资规模及持有的不动产公允价值增加所致，公司投资物业位于中国大陆、香港、美国、英国和澳大利亚，以商业房地产为主。

2016—2018 年，公司对联营及合营企业的投资分别为 117.62 亿港元、157.94 亿港元和 139.69 亿港元，2018 年底同比下降系对联营企业中银信达（芜湖）投资合伙企业（有限合伙）的投资减少所致。

截至 2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（非流动部分）为 741.03 亿港元，系 2018 年底根据新会计准则，公司将部分股权投资、债权投资和基金投资重分类至该科目所致。截至 2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（非流动部分）为 35.10 亿港元，系根据新会计准则，公司将原计入可供出售投资的部分债权投资重分类至该科目所致。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 2950.40 亿港元，较 2018 年底增长 5.88%，仍以非流动资产为主（占 92.67%）。截至 2019 年 6 月底，公司应收款项、押金及预付款项

（流动部分+非流动部分）为 126.60 亿港元，较 2018 年底增长 16.08%，系受中银三星再保合同业务影响所致；投资物业为 186.46 亿港元，较 2018 年底增长 25.87%，系新增投资项目所致。

截至 2019 年 6 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计账面价值 256.58 亿港元，包括抵押的飞行设备 235.60 亿港元，银行存款 3.77 亿港元和投资物业 17.21 亿港元，受限资产账面价值合计占公司净资产的 23.88%，占总资产的 8.70%。

综合来看，近年来公司资产规模持续增长，资产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，固定资产主要为飞行设备，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

2016—2018 年，公司股东权益逐年增长，年均复合增长 7.27%。截至 2018 年底，公司股东权益总额为 1040.56 亿港元，较上年底增长 6.68%，主要来自未分配利润的增长，截至 2018 年底公司非控制性权益为 108.72 亿港元，较上年底增长 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 10.45%。截至 2019 年 6 月底，公司股东权益总额为 1074.42 亿港元，较 2018 年底增长 3.25%，主要来自未分配利润增长，权益构成较 2018 年底变动不大。

总体看，公司股东权益中股本和未分配利润占比高，权益稳定性尚可。

负债

2016—2018 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 25.38%。截至 2018 年底，公司负债总额为 1745.92 亿港元，较上年底增长 18.41%。非流动负债占比 63.46%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债和非流动负债均逐年增长，年均复合增长 41.10%和 14.96%。截至 2018 年底，公司流动负债和非流动负债分别为 637.99 亿港元和 1107.94 亿港元，分别同比增长 43.58%和 7.56%，系借款、应付款项及其他应付款和发行债券增加所致。

2016—2018 年，公司应付款项及其他应付款（流动部分+非流动部分）分别为 102.51 亿港元、136.25 亿港元和 176.37 亿港元，主要由债权人及应计支出、保户储金及投资款和收到押金款项构成。截至 2018 年底，公司应付款项及其他应付款流动部分为 149.05 亿港元，非流动部分为 27.32 亿港元。

公司计息的银行借款及其他借款主要为向同系子公司的借款、向直接持股母公司的借款和向金融机构的借款。2016—2018 年，公司计息的银行借款及其他借款（流动部分+非流动部分）分别为 505.80 亿港元、674.57 亿港元和 770.44 亿港元，以向金融机构的借款为主，公司对外融资持续增长。

2016—2018 年，公司发行债券（流动部分+非流动部分）分别为 375.01 亿港元、493.87 亿港元和 624.44 亿港元，呈快速增长趋势，以发行债券（非流动部分）为主。截至 2018 年底，公司发行债券同比增长，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 2019 年 6 月底，公司负债总额为 1875.98 亿港元，较 2018 年底增长 7.45%，构成较 2018 年底变动不大。

有息债务方面，随着公司业务规模扩张，计息的银行借款及发行债券规模均呈上升趋势，公司有息债务规模较快增长。2016—2018 年，公司全部债务分别为 886.06 亿港元、1172.99 亿港元和 1394.88 亿港元，以长期债务为主，截至 2018 年底，公司短期债务为 484.52 亿港元，长期债务为 910.36 亿港元。截至 2019 年 6 月底，公司全部债务为 1473.22 亿港元，其中短期债务 507.77 亿港元，长期债务为 965.45 亿港元。从债务指标看，近三年，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持续上升，截至 2018 年底，上述三项指标分别为 62.66%、57.27%和 46.66%，截至 2019 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 63.58%、57.83%和 47.33%，公司债务负担偏重。

总体看，公司负债以非流动部分为主，近年来对外融资不断增加，有息债务规模较快增长，债务负担偏重。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入（收入+其他收入及收益）分别为 181.45 亿港元、213.19 亿港元和 216.00 亿港元。公司收入主要由股利收入、利息收入、投资物业租金收入、保险业务收入、飞机设备租赁收入、物业管理费收入、基金管理费收入和保险业务收入构成，三年分别为 160.08 亿港元、184.47 亿港元和 194.59 亿港元；公司其他收入及收益主要由处置可供出售投资净收益、投资物业公允价值变动收益、处置子公司投资收益、处置联营合营企业投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净收益、处置固定资产净收益等构成，三年分别为 21.37 亿港元、28.72 亿港元和 21.41 亿港元，其中 2017 年公司通过处置子公司获得收益较大带动其他收入及收益增长。

2016—2018 年，公司期间费用分别为 135.65 亿港元、143.34 亿港元和 145.65 亿

港元，以营业费用为主。2018 年营业费用为 105.24 亿港元，以固定资产折旧、人事费用和保费收入直接的营业费用为主；财务费用为 40.41 亿港元，同比增长 45.73%，系有息债务增加，利息支出增长所致。近三年，公司期间费用率分别为 74.76%、67.24% 和 67.43%。

2016—2018 年，公司税前利润分别为 52.85 亿港元、80.16 亿港元和 96.22 亿港元。从盈利指标看，2016—2018 年，公司净资产收益率和总资本收益率均呈逐年上升趋势，2018 年，上述两项指标分别为 8.30% 和 5.21%，公司整体盈利能力强。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 134.46 亿港元，同比增长 19.14%，系其他收益、飞行设备租赁收入和保险业务收入增长所致，其他收入和收益为 27.14 亿港元，同比增长 84.64%，系金融资产公允价值估值上升所致；财务费用为 24.86 亿港元，同比增长 33.68%。公司税前利润为 54.51 亿港元，同比增长 10.37%，其中应占联营和合营企业的投资收益为 6.56 亿港元，同比下降 35.41%。

近三年，公司业务规模持续扩张，整体收入规模稳步增长，整体盈利能力强，同时有息债务的增长推升财务费用，对公司盈利产生一定侵蚀，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，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 90.21 亿港元、109.23 亿港元和 112.15 亿港元，呈净流入态势且逐年增长，主要是公司飞行设备租赁收入不断增加所致。投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量分别为 -140.70 亿港元、-400.17 亿港元和 -279.38 亿港元，其中 2017 年净流出额同比增长 184.41%，系购买可供出售投资所支付的现

金和购建固定资产及无形资产所支付的现金增加所致。筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 39.72 亿港元、265.33 亿港元和 215.44 亿港元，2017 年同比大幅增加 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，2018 年，公司新增借款收到的现金有所下降，为 439.22 亿港元。

总体看，公司经营活动净现金流保持稳定增长，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. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 956.30 亿港元，其中非流动资产 910.59 亿港元，以对子公司的投资（占 67.05%）和以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（占 25.24%）为主；流动资产 45.71 亿港元，以现金及现金等价物为主（占 62.03%），其余为应收子公司贷款及款项。整体看，母公司资产流动性一般，资产质量尚可。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 486.37 亿港元，其中股本 340.52 亿港元，未分配利润 145.86 亿港元。

截至 2018 年底，母公司负债总额 469.92 亿港元，其中流动负债 417.96 亿港元，主要由计息的银行借款及其他借款（流动部分）和应付子公司款项（流动部分）构成，非流动负债为 51.96 亿港元，以发行债券为主（占 98.15%）。截至 2018 年底，母公司全部债务为 281.48 亿港元，包括计息的银行借款及其他借款（流动部分）230.48 亿港元和发行债券（非流动部分）51.00 亿港元，以短期债务为主。母公司资产负债率为 49.14%。整体看，母公司债务负担尚可。

2018 年，母公司实现营业收入 29.59 亿港元（包含其他收益 -11.31 亿港元），同比增长 36.49%，税后利润为 20.73 亿港元，同比下降 1.45%，系财务费用同比大幅增加所致。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额

为-8.43 亿港元，规模较小，投资活动现金净流量为-67.19 亿港元，以应付子公司款项增加额为主；筹资活动现金流量净额为 88.75 亿港元，以借款收到的现金和偿还借款所支付的现金为主。整体看，母公司投资活动资金支出规模大，对外融资需求高。

整体看，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，债务负担尚可，母公司对外投资支出规模大，对外融资需求高。

7. 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 年底减少 7.50 个百分点，系流动负债中应付款项及其他应付款及向金融机构的借款大幅增加所致；截至 2019 年 6 月底，上述指标为 32.32%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 17.58%。截至 2018 年底，公司现金及现金等价物对短期债务的覆盖倍数为 0.23 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，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 105.42 亿港元、145.37 亿港元和 180.66 亿港元，EBITDA 利息倍数分别为 4.50 倍、5.24 倍和 4.47 倍，全部债务/EBITDA 分别为 7.95 倍、8.07 倍和 7.72 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 6 月底，公司获得多家银行授信额度共计 895 亿港元，其中尚未使用额度约为 365 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，具有直接融资渠道。

九、本期中期票据偿还能力分析³

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

³ 下述指标计算时根据截止到 2019 年 6 月 28 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 0.87966 元。

响

公司本期中期票据拟发行额度为人民币 15 亿元，占 2019 年 6 月底长期债务和全部债务的 1.77%和 1.16%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 63.58%、47.33%和 57.83%。考虑到公司本期中期票据募集资金将用于偿还即将到期的中期票据，发行后公司债务负担变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 6.33 倍、8.53 倍和 10.60 倍，对本期中票票据保障能力强；经营活动现金流量净额对本期中期票据保障倍数分别为 5.29 倍、6.41 倍和 6.58 倍，对本期中期票据覆盖程度好。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

十、结论

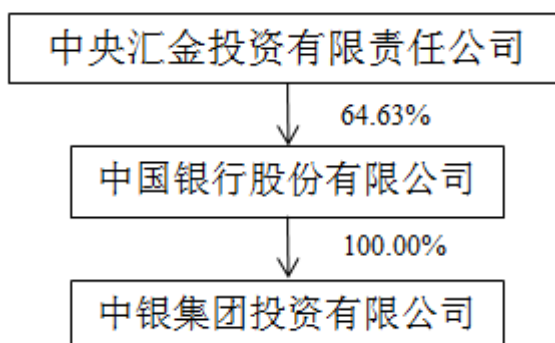
投资行业具有高风险高回报的特点，近年来大量资金的进入带动了该行业的快速扩张。未来几年，在政策导向、市场环境的支持下，中国投资行业将迎来发展机遇期。

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，随着已投资项目逐步实现退出，以及业务团队投资能力的增强，公司整体抗风险能力有望进一步增强。

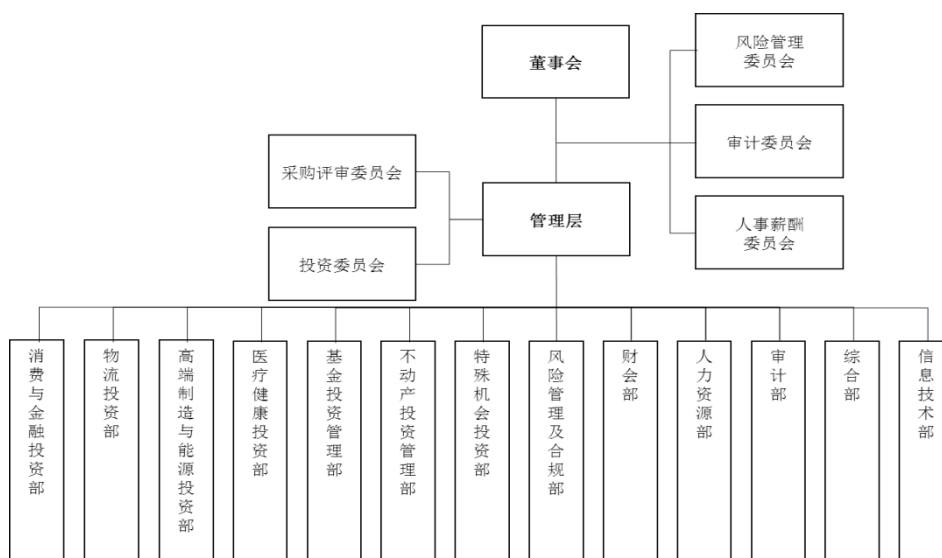
本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。公司 EBITDA 及经营活动现金流量

净额对本期中期票据保障能力强。综合考虑行业特点、公司综合实力、股东支持等因素，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，本息不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年（重述）	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	106.64	75.81	113.11	115.77
资产总额(亿港元)	2063.04	2449.82	2786.48	2950.40
权益总额(亿港元)	904.31	975.37	1040.56	1074.42
短期债务(亿港元)	262.00	393.98	484.52	507.77
长期债务(亿港元)	624.06	779.01	910.36	965.45
全部债务(亿港元)	886.06	1172.99	1394.88	1473.22
营业收入(亿港元)	181.45	213.19	216.00	134.46
税后利润(亿港元)	42.50	75.68	86.40	49.22
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	35.76
财务指标				
税后利润率(%)	26.55	41.02	44.40	45.87
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	44.40	46.66	47.33
全部债务资本化比率(%)	49.49	54.60	57.27	57.83
资产负债率(%)	56.17	60.19	62.66	63.58
流动比率(%)	79.23	35.67	28.17	32.32
速动比率(%)	79.23	35.67	28.17	32.32
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：1.2019 年上半年财务数据未经审计；2.营业收入包含收入、其他收入和收益；3.2016 年财务数据采用 2017 年审计报告重述数

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	33.76	15.22	28.35	44.74
资产总额(亿港元)	824.10	935.49	956.30	1021.30
权益总额(亿港元)	460.01	476.91	486.37	499.12
短期债务(亿港元)	106.73	163.79	230.48	229.21
长期债务(亿港元)	0.00	17.66	51.00	34.07
全部债务(亿港元)	106.73	181.45	281.48	263.28
营业收入(亿港元)	22.80	21.68	29.59	19.91
税后利润(亿港元)	16.58	21.04	20.73	12.75
EBITDA(亿港元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿港元)	-11.05	-5.67	-8.43	-5.87
财务指标				
税后利润率(%)	62.42	103.26	50.69	71.26
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	3.60	4.41	4.26	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	3.57	9.49	6.39
全部债务资本化比率(%)	18.83	27.56	36.66	34.53
资产负债率(%)	44.18	49.02	49.14	51.13
流动比率(%)	27.90	5.03	10.94	17.38
速动比率(%)	27.90	5.03	10.94	17.38
经营现金流动负债比(%)	-3.06	-1.29	-2.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2019 年上半年财务数据未经审计；2. 营业收入包含收入、其他收入和收益

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	
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

联合资信评估有限公司关于 中银集团投资有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中银集团投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中银集团投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中银集团投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中银集团投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中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中银集团投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中银集团投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。