

信用等级公告

联合〔2020〕856号

狮桥融资租赁（中国）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对狮桥融资租赁（中国）有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

狮桥融资租赁（中国）有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

狮桥融资租赁（中国）有限公司拟公开发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

狮桥融资租赁（中国）有限公司

2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过1亿元（含）

债券期限：2年期，附第1年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2020年5月11日

主要财务数据：

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元） | 152.79 | 170.39 | 222.08 |
| 所有者权益（亿元） | 20.08 | 26.27 | 32.34 |
| 不良率（%） | 0.72 | 0.94 | 1.11 |
| 拨备覆盖率（%） | 195.68 | 198.17 | 166.20 |
| 短期债务（亿元） | 92.64 | 93.15 | 130.69 |
| 全部债务（亿元） | 117.24 | 122.06 | 161.20 |
| 营业收入（亿元） | 15.39 | 17.10 | 24.15 |
| 净利润（亿元） | 1.55 | 2.03 | 2.29 |
| 杠杆倍数（倍） | 7.13 | 5.95 | 6.33 |
| 总资产收益率（%） | 1.27 | 1.26 | 1.17 |
| 净资产收益率（%） | 8.18 | 8.78 | 7.80 |
| 流动比率（倍） | 0.89 | 1.13 | 0.98 |
| EBITDA（亿元） | 8.72 | 10.95 | 13.03 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.33 | 1.35 | 1.34 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.07 | 0.09 | 0.08 |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 8.72 | 10.95 | 13.03 |

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告中全部债务指有息债务

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对狮桥融资租赁（中国）有限公司（以下简称“公司”或“狮桥租赁”）的评级反映了其展业时间较长，在商用车融资租赁细分行业具有龙头地位。2017—2019年，公司收入利润规模持续增长；业务覆盖区域较广，专注商用车融资租赁领域，租赁资产质量尚可，风控体系较完善。公司实际控制人 Bain Capital, LLC（以下简称“贝恩资本”）实力强，且对公司资本支持力度较大。此外，公司管理团队从业时间较长，管理经验丰富且稳定性较好。

同时，联合评级也关注到公司资产负债率处于较高水平且债务期限偏短，租赁资产受限比例较高。2020年以来，新冠病毒疫情对贸易、货运等行业影响较大，国内经济受到较大不利影响，需对公司资产质量的变化和助贷业务代偿情况保持关注。

随着公司战略的持续推进，未来公司业务规模和盈利水平有望继续提升，整体竞争实力将有所增强。联合评级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公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **公司股东资本实力强，且对公司支持力度较大。**公司实际控制人贝恩资本实力强，对公司资金支持力度较大。

2. **公司细分行业竞争力强，收入利润规模持续增长。**公司作为商用车融资租赁行业龙头企业，主营业务突出，业务规模较大，且呈持续上升趋势。同时，公司收入利润规模呈持续增长态势。

3. **公司专注商用车融资租赁领域，风控体系较完善。**公司专注于商用车融资租赁领域，拥有

较完善的风险控制体系，整体租赁资产质量尚可。

关注

1. **国内经济受疫情影响较大，公司资产质量和助贷业务代偿情况需关注。**2020 年以来，新冠病毒疫情对贸易、货运等行业影响较大，国内经济受到较大不利影响，需对公司资产质量的变化和助贷业务代偿情况保持关注。

2. **公司负债规模较大，且债务期限偏短，资产流动性一般。**随着业务规模的扩大，公司负债规模持续增长，杠杆处于较高水平；从债务构成来看，公司债务以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。此外，公司应收融资租赁款受限比例较高，公司资产流动性一般。

3. **公司母公司的全资母公司股权变更中，本次交易对公司的影响需关注。**公司狮桥资本有限公司（以下简称“狮桥资本”）全资母公司 Lionbridge Cayman Limited（以下简称“狮桥开曼”）处于股权变更过程中。本次交易的完成会使得贝恩资本失去公司实际控制人地位，建信信托有限责任公司（以下简称“建信信托”）将成为狮桥开曼第一大股东。本次交易对公司法人治理体系、业务发展及融资环境等方面的影响需关注。

分析师

董日新 登记编号（R0040218050002）

张晨露 登记编号（R0040216120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

李同新 张磊
联合信用评级有限公司

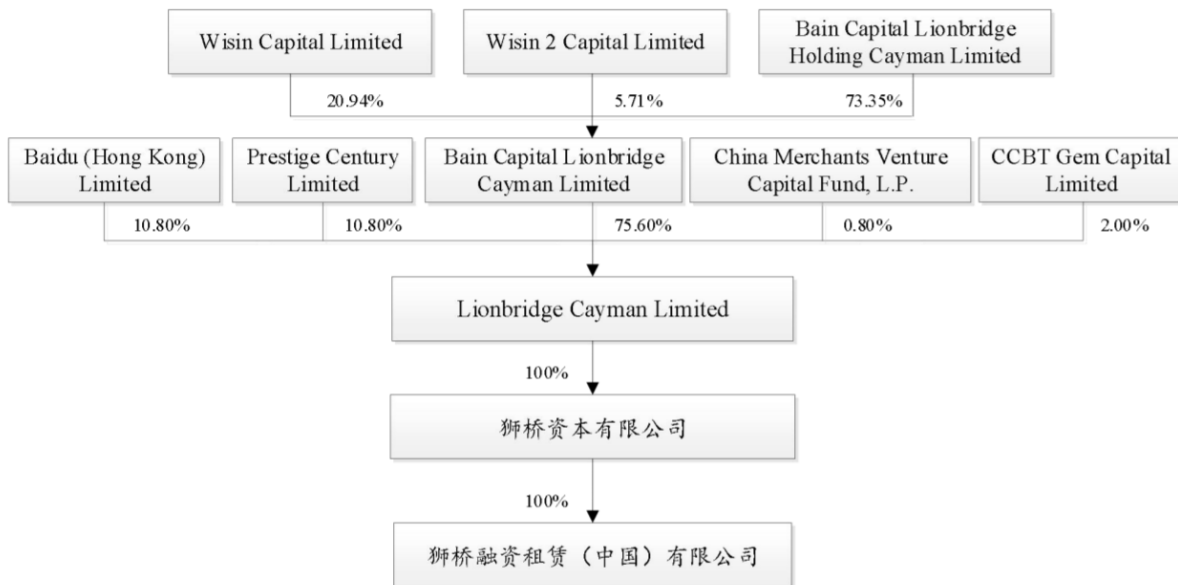
一、主体概况

狮桥融资租赁（中国）有限公司（以下简称“公司”或“狮桥租赁”）成立于2012年4月，由狮桥资本有限公司（以下简称“狮桥资本”）全额投资，注册资本1,000万美元。经过历次增资扩股，截至2018年末，公司注册资本为3.38亿美元，实收资本3.06亿美元（即19.43亿元人民币）。2019年1月，公司完成新一轮增资，将注册资本变更为5亿美元，于2022年末前缴足；截至2019年末，公司注册资本为5.00亿美元，实收资本3.60亿美元（即23.11亿元人民币），Bain Capital, LLC（以下简称“贝恩资本”）间接持股比例为75.60%，公司实际控制人为贝恩资本（股权结构详见下图）。

根据公司公告，2019年12月30日，建信信托有限责任公司（以下简称“建信信托”）已通过其境外控制主体与贝恩资本控制的Bain Capital Lionbridge Cayman Limited（以下简称“BCL”）签署股权转让协议以受让BCL持有的30% Lionbridge Cayman Limited（以下简称“狮桥开曼”）股权。本次交易完成后，建信信托将持有狮桥开曼32.00%的股权，并成为狮桥开曼第一大股东，贝恩资本将失去公司实际控制人地位。目前，本次交易尚未完成。

截至2020年3月末，公司股东不存在质押公司股权融资的情况。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：融资租赁业务（包含直接租赁、转租赁、售后回租、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等形式）、租赁业务，向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修，租赁交易咨询，与租赁业务相关的租赁设备（含农业机械、农机具及配件、交通工具及零配件、机械设备）的批发及零售（不设店铺）；货物进出口、技术进出口；代办车辆抵押登记服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年末，公司下设重卡事业部、新能源商用车事业部、轻卡事业部、客车事业部、优车事业部、互联网中心、贷后管理中心、资产管理部、信审中心、授信评审部、风险管理部、督察部、行政及人力资源部、市场部、财务部、运营中心和资金中心等18个业务及职能部门，共有员工3,547人。除此之外，公司直接及间接控制狮桥融资租赁（上海）有限公司、北京卡行

风险管理科技有限公司、北京微服保险经纪有限公司等 5 家控股子公司和孙公司，直接及间接拥有狮桥科技（北京）有限公司、狮路新能源汽车（上海）有限责任公司和狮路新能源汽车南通有限公司等 23 家全资子公司和孙公司。

截至 2019 年末，公司资产总计 222.08 亿元，负债合计 189.74 亿元，所有者权益合计 32.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 31.36 亿元。2019 年，公司实现营业收入 24.15 亿元，净利润 2.29 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 2.28 亿元；公司筹资活动前现金净流量-29.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.80 亿元。

公司注册地址：天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C1 座 17 楼 1769 房间；法定代表人：万钧。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“狮桥融资租赁（中国）有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模不超过人民币 1 亿元（含），期限为 2 年期，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采取公开发行的方式，发行对象为《公司债券发行与交易管理办法》及证券交易所等认定的合格投资者；债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于融资租赁业务，属于融资租赁行业。近年来，融资租赁企业仍面临着融资结构性紧张的挑战与资产质量下行压力。类金融企业监管文件将逐步落地，规范企业经营行为，将会对行业现状产生较大的冲击，但长期看来有利于规范行业秩序，并且对行业总体抗风险能力有积极影响。联合评级对融资租赁行业的展望为“稳定”。

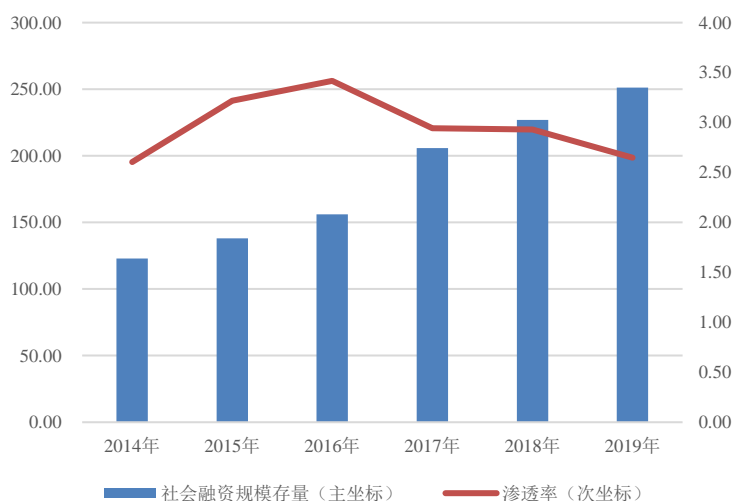
近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，但增速有所放缓；行业渗透率持续处于低位，融资租赁行业仍存在广阔的发展空间。

长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司，该类租赁公司主要是由非金融机构设立。近年来，融资租赁公司数量增速持续放缓，2017—2019 年年末较年初增幅分别为 35.39%、21.71%和 3.00%。截至 2019 年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为 12,130 家；其中，金融租赁公司 70 家，较 2018 年末增加 1 家。

从业务发展情况看，近年来，全国融资租赁合同余额保持增长，但增速持续放缓，2017—2019 年年末较年初增幅分别为 14.07%、9.38%和 0.06%，其中金融租赁公司合同余额最大，为 2.50 万亿元，较上年末变化不大，而内资和外资租赁公司受存在很多空壳公司的影响，合同余额分别为 2.08 万亿元和 2.07 万亿元，均与上年末基本保持一致。

行业渗透率方面，近年来，我国融资租赁行业已取得长足发展，市场规模和企业竞争力显著提高，行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看，融资租赁行业渗透率仍然较低，且2016年以来渗透率整体呈下降态势，存在较大的行业发展空间。本报告使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平，近年来，融资租赁行业渗透率呈波动上升趋势但仍处于较低水平，截至2019年末，融资租赁行业渗透率为2.65%，仍持续处于较低水平。

图2 融资租赁行业渗透率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

在行业分化愈加明显的环境下，行业内的龙头企业依托实力雄厚的股东支持仍然能够实现平稳发展，而民营、小微融资租赁企业仍需寻求专业化发展，部分实力相对较弱的融资租赁企业将面临进一步的风险暴露了甚至清退情况。

联合评级在前期对融资租赁企业的分类研究中发现，股东支持力度对于融资租赁企业的抗风险能力（包括资产质量以及资金来源等）有重要影响，尤其是经历了融资艰难的时期后，金融机构对于风险溢价的需求增加，流动性的结构性宽松也并未使得民营及小微企业的融资难度有明显改善。融资租赁行业内龙头企业更容易取得较为稳定的资金来源，并且依托于股东资源的业务质量也普遍更容易控制风险；而民营及小微融资租赁企业不仅在资金来源方面受限，并且在业务端方面也对自身风控能力提出了更高的要求。在这样的背景下，民营、小微融资租赁企业需要走一条专业化发展的道路，回归租赁本源，减少同质化竞争，提高自身专业度及风险管理能力。我们在分析样本企业的资产质量时也发现，即使外部信用风险没有显著改善，企业依然可以依靠自身的风险控制实现稳健经营；专业化的服务可以使企业逐渐打破产品同质化的现状，做出品牌效应。这些都有利于提高投资者对企业自身的认可度，有助于拓宽融资渠道和获得较为稳定的资金来源。在行业分化愈加明显的情况下，部分未能实现转型升级的民营、小微融资租赁企业在上游资金端融资成本和难度边际上升及下游业务端资产质量波动的双重挤压下，将会面临进一步的风险暴露甚至清退情况。

银保监会已正式就《办法》向社会公开征求意见，强监管在短期内会对融资租赁企业产生较大的冲击，但长期看来有利于规范行业秩序，并且对行业总体抗风险能力有积极影响。

预计监管机构对于融资租赁企业的正式监管文件即将出台，参考目前银保监会起草的《融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《办法》”）以及10月发布的对商业保理企业的监管要求，银保监会对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。此次《办法》中提出的监

管要求堪称国内融资租赁行业发展史上最严。监管机构着力整顿行业秩序，不专注主业、没有正常营业的企业未来将面临清理；正常类企业的融资渠道和业务的集中度等均将受到监管的限制，并且《办法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业发现自身的风险敞口，及时发现风险控制风险。虽然严监管会使融资租赁企业经受一定的清理、业务转型等各方面的压力；但长远来看，行业秩序将得到规范，符合监管规则的企业将能够健康、可持续发展。

“稳定”仍然是经济发展的主基调；近年来政策不断支持民营及中小微企业融资，但此类融资租赁企业融资问题短期内难以彻底改善，资产质量将仍然承压。

2019年12月，中央经济工作会议召开，2020年我国要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。会议提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。目前对于民营融资租赁企业，在银行融资多需要抵质押或是担保借款，纯信用借款较少；另外从债券市场来看，投资者对民企债的认可度仍然不高，对民营企业“一刀切”的现象还普遍存在。虽然近年来不断有政策支持民营企业融资，但市场并未向民营企业大量释放流动性，资金方对于风险溢价的要求仍然很高，股东对于融资和经营风险的影响愈加明显，并且短期内此种态势难以扭转。

在融资端分层的背景下，融资租赁下游民营和中小微企业受限于融资和经营风险等问题，资金链相对趋紧，信用风险短期难以化解，向该领域投放资金的融资租赁企业资产质量短期内仍然存疑，而业务集中于央企或资质相对较好的大型国企的融资租赁企业的资产质量能够得到一定的保障。此外，联合评级也关注到，近年来部分资质一般的地方政府融资平台和地方国企已经出现了融资租赁项目违约的情况，资金大量投放到该两类企业的融资租赁企业资产质量未来可能承压。

四、规模与竞争力

公司展业时间较长，业务覆盖区域较广，以商用车融资租赁为核心拓展业务，融资渠道多元化，风险控制体系较完善，在商用车融资租赁行业具有龙头地位。

公司成立于2012年，展业时间相对较长，管理团队稳定性较强；截至2019年末，公司实收资本23.11亿元，在行业中处于上游水平，截至2019年末，公司应收融资租赁款净额170.07亿元。

从业务开展行业来看，2017年以来，公司调整了自身的经营方向，逐步退出除商用车融资租赁以外的其他领域，并于2018年开始专注商用车融资租赁细分市场，整合上下游产业链条，向车主提供资金周转、二手车购买和估值、保险、货源信息等商用车产业链配套服务。目前，公司已成为国内最大的第三方商用车金融服务商。

从融资渠道来看，公司主要通过同业转租赁、pre-abs、资产证券化等多元化方式进行融资。2017—2019年，公司发行ABS/ABN共计16支，发行债券1支，发行规模合计180.76亿元。

从风险管理来看，公司建立了较为完善的风险控制体系，风险控制及内部控制制度覆盖了公司的主要管理流程、业务过程和操作环节；此外，2017—2019年，公司的风险控制体系逐步完成了由人工评价向大数据管理与模型风控的转型，公司风险控制模型每年完成一次迭代升级。

公司实际控制人贝恩资本实力强，对公司资本支持力度较大；同时，联合评级也关注到，狮桥开曼正在进行股权变更，交易完成后，贝恩资本将失去公司实际控制人地位；联合评级将持续关注本次交易对公司在法人治理体系、业务发展及融资环境等方面的影响。

从股东支持来看，公司实际控制人贝恩资本是全球领先的私募基金之一，主要致力于私募股权投资业务。截至 2019 年末，贝恩资本管理约 1,050 亿美元的资产，总计完成了 300 余个投资项目，主要涉及消费、零售和餐饮业，工业和能源行业，医疗保健行业，技术、媒体和电信业以及金融和商业服务领域。贝恩资本在全球设有 19 个办事处、拥有超过 1,000 人的专业队伍，从事投资业务并支持其所投资的公司。贝恩资本在中国有丰富的投资经验，包括国美电器、纷美包装、飞翔化工、融创、中视金桥、亚新科、金宝贝、宇视科技、中国消防安全、VXI 和瑞思学科英语。2017—2019 年，贝恩资本对公司增资两次，于 2017 年 8 月和 2019 年 1 月分别向公司增资 1.00 亿美元和约 1.62 亿美元，并约定于 2022 年末前缴足；贝恩资本对公司资本支持力度较大。2019 年 12 月起，公司母公司狮桥资本全资母公司狮桥开曼股权开始发生变更，本次交易完成后，贝恩资本将失去公司实际控制人地位，建信信托持股 32% 并将成为第一大股东。目前，本次交易尚未完成。联合评级将持续关注本次交易将对公司在法人治理体系、业务发展及融资环境等方面的影响。

五、公司治理与内控

公司法人治理结构比较完善，能够与公司的业务发展相适应。

公司严格按照《公司法》《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》等法律法规及有关规定制定公司章程，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治理水平。公司决策体系由股东、董事会、监事及高级管理人员构成。

公司不设股东会，股东是公司的最高权力机构。公司设立董事会，董事会由 4 名董事组成。董事会成员由股东狮桥资本委派或者更换。董事会设董事长一人，董事长由股东狮桥资本在董事会成员中选定。董事每届任期三年，连选可以连任。公司不设监事会，设一名监事，监事由股东狮桥资本委派或撤换。监事任期每届 3 年，任期届满，经股东狮桥资本委派可以连任。公司设首席执行官 1 人，副总裁 5 人、财务负责人 1 人（兼）及董事长助理 1 人。首席执行官由董事会聘请，副总裁、财务负责人及董事长助理由首席执行官提名，董事会批准，首席执行官、副总裁、财务负责人及董事长助理任期 3 年。首席执行官、副总裁、财务负责人及董事长助理经董事会聘请、批准，可以连任。

公司内部控制体系较完善，各项内控制度基本健全。

公司下设重卡事业部、新能源商用车事业部、轻卡事业部、客车事业部、优车事业部、互联网中心、贷后管理中心、资产管理部、信审中心、授信评审部、风险管理部、督察部、行政及人力资源管理部、保险部、市场战略部、财务部、运营中心和资金中心等 18 个业务及职能部门，其中资金中心负责公司融资及资金管理；财务部负责财务核算和决策；资产管理部负责大项目的催收；授信评审部负责团单项目尽调；信审中心负责散单信审和电话催收；风险管理部负责企业法务相关工作；督察部负责业务合规性审查；贷后管理部负责日常贷后管理及清收工作。公司的组织架构设置与不同的发展阶段相匹配，根据公司自身经营特点，逐步调整并优化组织架构，通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。

公司根据《公司法》明确了股东行使职责的方式，以及董事会、监事的职责及决议程序，确保公司重大决策等行为合法、合规、真实、有效。为了加强内部管理，公司建立了与其法人治理结构配套的内部控制制度体系，涵盖了会计核算、财务管理、投融资管理制度、重大事项决策、人力资源管理、印章管理和使用等整个公司经营过程，确保各项工作都有章可循，形成了规范的管

理体系。

资金预算管理方面，公司制定了《狮桥融资租赁（中国）有限公司资金预算管理制度》。公司秉承“收支筹划，综合平衡；安全优先，兼顾效益；全面预算，过程控制；权责明确，分级实施；严格考核，奖惩兑现”的预算管理基本原则，优化资源配置，降低资金经营和管理成本，指导公司各部门的经营运作，提高企业管理效率和经济效益，保证公司整体的健康发展。

融资租赁业务管理方面，公司为规范其资产的过程管理，保证资产安全，根据相关法律法规的规定，并结合公司的实际情况建立了贷前、贷中、贷后三个环节业务管理制度体系和流程，并通过融资租赁业务管理系统进行系统化管理，主要业务管理制度包括《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部传统融资租赁业务信审规范》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部放款材料审核规范》《狮桥融资租赁（中国）有限公司项目风险评审委员会管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司呼叫中心租金催收管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部结清管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司逾期应收账款清收管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部车辆清收及处置管理办法》《狮桥融资租赁（中国）有限公司重卡事业部 GPS 管理办法》，通过一系列的制度和逐步完善的制度体系，对业务申请与审批、贷后管理与催收、拖回资产的清收与处置以及租赁资产的实时定位与追踪进行了明确的规定，以确保业务正常开展与租赁资产的安全。

对外担保方面，公司制定了《狮桥融资租赁（中国）有限公司对外担保管理办法》，规定了对外担保严格的审批制度，要求担保期间安排专人负责动态跟踪，及时预警可能出现的风险并采取相应的化解措施，从而使公司对外担保风险能够得到有效控制。

公司管理层从业经验丰富，团队稳定性较强，员工的学历水平符合行业特征，能够满足公司持续发展的需要。

公司董事长兼首席执行官万钧，男，1972 年 12 月生，中国人民大学经济学学士、中欧国际工商学院 EMBA；曾任中联重科股份有限公司副总裁，中联重科融资租赁公司总经理，新时代信托投资股份有限公司总裁助理兼融资租赁事业部总经理；自 2012 年 4 月起任公司董事长兼首席执行官。

公司副总裁（分管风险控制及市场战略）朱涛，男，1972 年 10 月生，中国政法大学法学学士，中欧国际工商学院 MBA；CFA 持证人，持有国家律师资格；曾任标准普尔风险管理咨询总监、汇丰银行环球银行部副总经理、汇丰村镇银行行长、中国银行高级风险经理。自 2013 年 7 月起担任公司副总裁。

截至 2019 年末，公司正式员工 3,547 人。从学历构成来看，本科及以上学历 1,451 人，占比 40.91%；大专及以上学历 2,096 人，占比 59.09%；公司学历水平符合行业特征。

六、业务运营

1. 业务概况

公司主营业务突出，2017—2019 年，公司营业收入持续增长，营业收入以融资租赁业务收入和贷款促成服务业务收入为主。

公司业务以融资租赁业务为主。2017—2019 年，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长 25.26%；2019 年，公司实现营业收入 24.15 亿元，同比增长 41.24%，主要系当年公司融资租赁业务收入增长以及贷款促成服务收入大幅增长所致。公司营业收入包括主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入占公司营业收入比重持续高于 94%，主营业务突出。公司主营业务收入主要由融资租

赁业务收入和贷款促成服务业务收入构成，2019年占营业收入的比重分别为82.67%和11.68%。公司其他业务收入主要由管理及服务费收入、经营租赁利息收入、汽车销售业务收入和其他收入构成，2017—2019年占公司营业收入比重均很低。2017—2019年，公司净利润规模持续增长，年均复合增长21.37%；2019年，公司实现净利润2.29亿元，同比增长12.40%，增速有所放缓。

表1 公司营业收入分布情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 主营业务收入 | 15.16 | 98.49 | 16.38 | 95.79 | 22.78 | 94.34 |
| 其中：融资租赁业务 | 15.16 | 98.49 | 16.00 | 93.57 | 19.97 | 82.67 |
| 贷款促成服务业务 | -- | -- | 0.38 | 2.22 | 2.82 | 11.68 |
| 其他业务收入 | 0.23 | 1.51 | 0.72 | 4.21 | 1.37 | 5.66 |
| 其中：管理及服务费 | 0.19 | 1.22 | 0.36 | 2.13 | 0.30 | 1.23 |
| 经营租赁利息 | 0.04 | 0.29 | 0.05 | 0.31 | 0.12 | 0.50 |
| 汽车销售业务 | -- | -- | 0.20 | 1.19 | 0.54 | 2.22 |
| 其它 | -- | -- | 0.10 | 0.58 | 0.41 | 1.70 |
| 合计 | 15.39 | 100.00 | 17.10 | 100.00 | 24.15 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 业务分析

公司业务发展以商用车融资租赁业务为主，业务模式主要为回租模式；此外，2018年起，公司开始推行商用车助贷业务，并将其作为营业收入的重要补充。公司业务投放额波动增长，商用车领域业务投放额持续增长。

从融资租赁业务模式来看，公司主要采用售后回租（以下简称“回租”）模式，直接融资租赁（以下简称“直租”）模式业务规模较小；2017—2019年，公司租赁资产投放回租模式占比分别为89.46%、99.84%和99.98%，占比逐年提高。公司融资租赁合同期限以1—3年（含3年）为主。

除融资租赁外，自2018年起，公司开始大力推行商用车助贷业务。在助贷模式下，金融机构直接与客户签署贷款合同提供资金，公司作为资产管理人和资产服务商收取服务费用，截至2019年末，公司与25家金融机构达成合作，累计获得助贷业务授信296.50亿元，已使用授信额度83.67亿元。助贷业务期限一般是2年期；公司在该业务模式中承担资产管理责任，采用与融资租赁业务相同的风险控制手段。公司助贷业务费率通常在4~6%左右。

2017—2019年，随着业务的发展，公司业务投放额（包含租赁和助贷）波动增长，三年分别为125.89亿元、114.13亿元和227.66亿元，年均复合增长34.48%；2019年，公司业务投放额同比增长99.47%，主要系当年公司融资租赁业务投放额增长，以及助贷业务规模快速增长所致。业务投向上，公司主要在商用车领域开展业务。2017—2019年，公司商用车领域业务投放额持续上升，三年分别为112.84亿元、113.63亿元和227.66亿元，年均复合增长42.04%。

公司租赁资产投放规模波动增长；公司租赁资产投放以商用车领域为主，并逐步缩减并停止除商用车以外的其他领域投放。

2017—2019年，公司租赁业务持续发展。租赁资产余额方面，2017—2019年末，公司期末租赁资产余额持续上升，年均复合增长15.20%；截至2019年末，公司租赁资产余额173.26亿元，较上年末增长29.71%，主要系当年公司商用车投放进一步增长所致。租赁资产净额方面，2017—2019年

末，公司期末租赁资产净额持续上升，年均复合增长 14.95%；截至 2019 年末，公司租赁资产净额 170.07 亿元，较上年末增长 29.75%。

2017—2019 年，公司租赁资产投放额波动增长，年均复合增长 10.72%；2018 年，公司当期租赁资产投放额 102.08 亿元，同比下降 18.91%，主要系 2018 年起公司调整自身经营方向，专注发展商用车融资租赁业务，2018 年基本停止了其他板块融资租赁业务投放以及 2018 年公司部分新增业务通过助贷模式投放所致；2019 年，公司租赁资产投放额为 154.34 亿元，同比增长 51.19%，主要系当年资本金增加，使得公司租赁业务的投放空间随之扩大，当年租赁资产均为商用车领域投放。

2017—2019 年，公司结合对商用车融资租赁业务前景判断及其对自身差异化竞争的定位，逐步退出除商用车以外的其他领域，专注商用车融资租赁市场。2017—2019 年，公司商用车领域租赁资产投放额波动上升，年均复合增长 16.95%，三年分别为 112.84 亿元、101.58 亿元和 154.34 亿元；2018 年，公司商用车领域租赁资产投放额较 2017 年下滑 9.98%，主要系 2018 年公司推行助贷模式，部分新增业务通过助贷模式投放所致。2019 年，公司商用车领域投放额为 154.34 亿元，同比增长 51.94%。

表 2 公司租赁业务概况（单位：亿元）

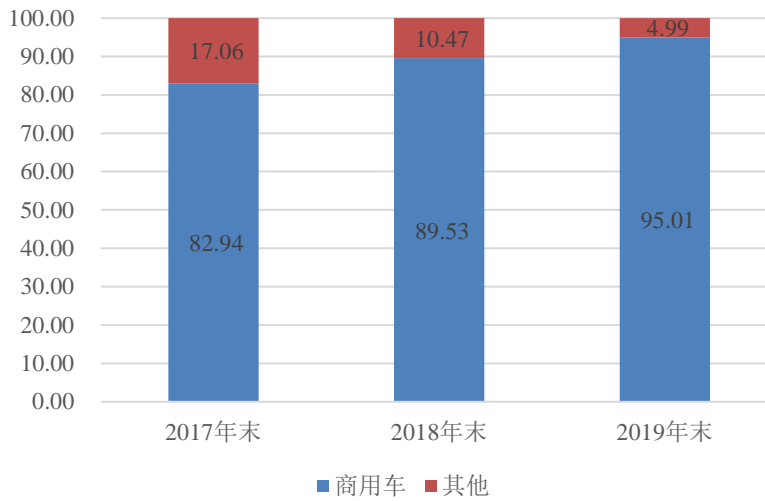
| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 期末租赁资产余额 | 130.56 | 133.57 | 173.26 |
| 期末租赁资产净额 | 128.72 | 131.08 | 170.07 |
| 租赁资产投放额 | 125.89 | 102.08 | 154.34 |
| 其中：商用车 | 112.84 | 101.58 | 154.34 |
| 乘用车 | 10.00 | 0.44 | -- |
| 医疗工装 | 3.04 | 0.06 | -- |
| 农用机械 | 0.02 | -- | -- |

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司专注商用车融资租赁领域，租赁资产行业集中度高，客户集中度很低且呈下降趋势，租赁资产区域分布较均衡，华东地区和华北地区为公司业务最主要的开展区域。

行业集中度方面，按租赁资产余额统计，2017—2019 年末，公司租赁资产主要集中于商用车领域，且占比逐年提升，三年末分别为 82.94%、89.53%和 95.01%，主要系公司调整了自身的经营方向，专注商用车融资租赁业务所致，其他行业租赁资产占比持续下降。公司租赁资产行业集中度很高。

图3 公司租赁资产行业集中度(单位: %)



注: 统计口径为租赁资产余额
资料来源: 公司提供

2017—2019年, 公司下游客户较分散且集中度逐年下降, 主要系公司新增租赁业务逐步向散单倾斜所致, 2017—2019年末单一最大客户融资余额分别为0.38亿元、0.27亿元和0.17亿元, 占净资产的比重分别为1.91%、1.03%和0.53%; 前十大客户集中度分别为13.63%、7.29%和4.14%。公司租赁业务客户集中度很低。

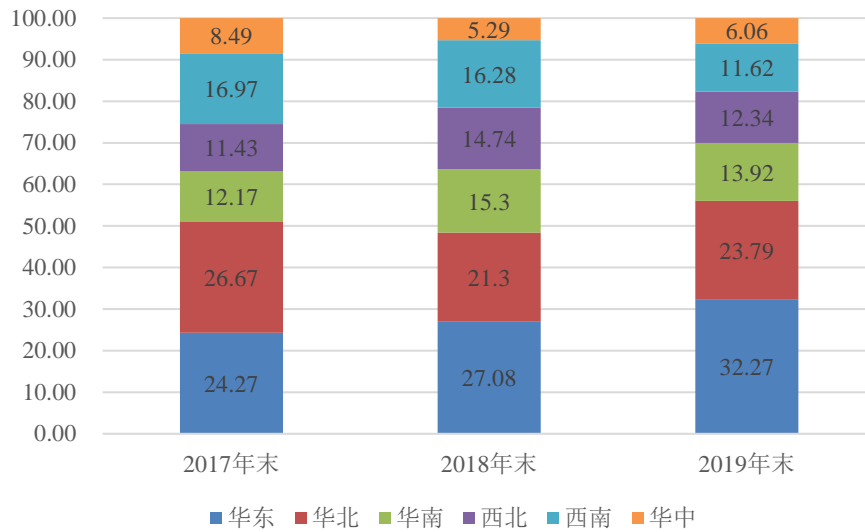
表3 公司租赁业务集中度(单位: 亿元、%)

| 项目 | | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单一最大客户 | 租赁资产余额 | 0.38 | 0.27 | 0.17 |
| | 占净资产比例 | 1.91 | 1.03 | 0.53 |
| 前十大客户 | 租赁资产余额 | 2.74 | 1.92 | 1.34 |
| | 占净资产比例 | 13.63 | 7.29 | 4.14 |

注: 统计口径为租赁资产余额
资料来源: 公司提供, 联合评级整理

区域集中度方面, 公司以华东和华北地区为业务重点开展区域, 并辐射到全国范围, 地区集中度呈上升趋势, 2017—2019年末, 华北地区和华东地区租赁资产余额合计占租赁资产余额合计比重波动上升, 三年末分别为50.94%、48.38%和56.06%。截至2019年末, 除华中地区外, 公司分布在其他各区域的租赁资产余额占比均不低于10%, 区域分布较均衡。

图 4 公司应收融资租赁款地区分布 (单位: %)



注: 统计口径为租赁资产余额; 其中, 华东指代江苏、浙江、上海、安徽、福建、江西和山东; 华北指代北京、天津、河北、山西、内蒙古自治区和东北三省; 西南指代重庆、四川、贵州和云南; 华南指代广东和广西; 西北指代陕西、甘肃、宁夏和新疆; 华中指代河南、湖北和湖南。
资料来源: 公司提供, 联合评级整理

公司资产质量有所下滑, 但仍处于尚可水平, 租赁资产拨备计提充分。同时, 联合评级也关注到, 随着外部信用风险的攀升以及 2020 年以来的新冠疫情的不利影响, 公司资产质量状况需关注。

公司使用租赁资产风险分类法对租赁资产质量进行分类, 主要是判断承租人及时足额归还租赁资产本息的可能性, 考虑的因素主要包括: 承租人的还款能力、还款记录、还款意愿、租赁资产的担保及偿还的法律责任等。对租赁资产进行分类时, 公司以评估承租人的还款能力为核心, 把承租人的正常营业收入作为租赁资产的主要还款来源, 租赁资产的担保作为次要还款来源。公司将应收融资租赁款分为三类, 未逾期及逾期 1 个月以内分类为正常类, 逾期 1 至 3 个月分类为关注类, 逾期 3 个月以上分类为不良类。

2017—2019 年末, 公司资产质量有所下滑, 不良率分别为 0.72%、0.94%和 1.11%, 资产质量仍处于尚可水平。2017 年, 公司运用个别方式和组合方式评估减值损失, 2018—2019 年, 公司采用预期损失模型评估资产减值损失。拨备覆盖率方面, 2017—2019 年末, 公司租赁资产拨备覆盖率波动下降, 三年末分别为 195.68%、198.17%和 166.20%; 租赁资产拨备率方面, 2017—2019 年末, 公司租赁资产拨备率波动上升, 三末分别为 1.41%、1.87%和 1.84%, 公司对租赁资产拨备计提充分。2020 年以来, 受新冠病毒疫情影响, 国内经济受到较大不利影响, 贸易、货运等行业影响较大, 由于公司租赁资产以商用车为主, 受此影响较大, 需对公司资产质量的变化保持关注。

表 4 公司租赁资产资产质量 (单位: 亿元、%)

| 资产分类 | 2017 年末 | | 2018 年末 | | 2019 年末 | |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 正常类 | 129.54 | 99.22 | 132.22 | 98.99 | 171.17 | 98.79 |
| 关注类 | 0.08 | 0.06 | 0.10 | 0.07 | 0.17 | 0.10 |
| 不良类 | 0.94 | 0.72 | 1.26 | 0.94 | 1.92 | 1.11 |
| 合计 | 130.56 | 100.00 | 133.57 | 100.00 | 173.26 | 100.00 |
| 不良率 | | 0.72 | | 0.94 | | 1.11 |

| | | | |
|---------|--------|--------|--------|
| 拨备覆盖率 | 195.68 | 198.17 | 166.20 |
| 租赁资产拨备率 | 1.41 | 1.87 | 1.84 |

注：统计口径为租赁资产余额

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司助贷业务发展迅速，以不提供担保的助贷项目为主。同时联合评级也关注到，公司助贷业务开展时间短且发展较为迅速，未来提供担保的助贷业务代偿情况仍需观察。

自 2018 年起，公司开始大力推行商用车助贷业务。公司对助贷业务实行与融资租赁业务相同的风控制度，并对助贷业务承担资产管理责任。自推行以来，公司商用车助贷业务发展迅速。2018—2019 年，公司助贷业务分别完成投放 12.05 亿元和 73.32 亿元。截至 2019 年末，公司助贷业务余额为 61.10 亿元，较上年末增长 48.80 亿元。其中，公司提供担保的助贷业务余额为 10.84 亿元，较上年末增长 10.41 亿元，占公司助贷业务余额的比重为 17.74%，公司助贷业务以不提供担保的项目为主。截至 2019 年末，公司助贷业务当年代偿额为 0.28 亿元。公司助贷业务期限一般在 2 年左右，由于公司助贷业务开展时间尚短，未来提供担保的助贷业务代偿情况仍需观察。

表 5 公司助贷业务概况（单位：亿元）

| 项目 | 2018 年/末 | 2019 年/末 |
|----------------|----------|----------|
| 助贷业务余额 | 12.30 | 61.10 |
| 其中：提供担保的助贷业务余额 | 0.43 | 10.84 |
| 不提供担保的助贷业务余额 | 11.87 | 50.24 |
| 当期助贷业务投放额 | 12.05 | 73.32 |
| 助贷业务代偿额 | 0.00 | 0.28 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司融资渠道较多元，同业转租赁、pre-abs 和资产证券化是公司最主要的融资渠道；公司融资成本尚可。

债权融资方面，公司主要通过同业转租赁、pre-abs、资产证券化渠道进行融资，并辅以银行借款、公司债和股东借款。截至 2019 年末，公司同业转租赁融资余额为 48.39 亿元，较上年末增长 24.46%，占比小幅下降至 30.24%，是公司最主要的融资途径。截至 2019 年末，公司 pre-abs 融资余额为 47.65 亿元，较上年末增长 124.87%，占比提升至 29.78%，成为公司第二大融资渠道。截至 2019 年末，公司资产证券化融资余额为 43.82 亿元，较上年末下降 7.84%，占比下降至 27.39%。此外，截至 2019 年末，公司银行借款、公司债和股东借款融资余额分别为 12.07 亿元、6.31 亿元和 1.76 亿元，占比分别为 7.54%、3.94%和 1.10%，对公司融资形成了一定的补充。2017—2019 年，公司平均融资成本¹有所波动，但整体变化不大，分别为 7.21%、6.78%和 6.87%，公司融资成本尚可。

表 6 公司主要债务融资余额（单位：亿元、%）

| 融资渠道 | 2018 年 | | 2019 年 | |
|---------|--------|-------|--------|-------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 同业转租赁 | 38.88 | 32.11 | 48.39 | 30.24 |
| pre-abs | 21.19 | 17.50 | 47.65 | 29.78 |
| 资产证券化 | 47.55 | 39.27 | 43.82 | 27.39 |
| 银行借款 | 7.21 | 5.96 | 12.07 | 7.54 |
| 公司债 | 4.48 | 3.70 | 6.31 | 3.94 |

¹ 平均融资成本=利息支出/平均有息债务规模*100%

| | | | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 股东借款 | 1.76 | 1.45 | 1.76 | 1.10 |
| 合计 | 121.07 | 100.00 | 159.99 | 100.00 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

股权融资方面，2017—2019年，公司完成四次增资，注册资本由2.38亿美元增至5.00亿美元，实收资本由2.18亿美元增至3.60亿美元。公司资本实力持续增长。

3. 重大事项

公司母公司股权发生变更，目前交易尚未完成，联合评级将持续关注本次交易后续进展，及本次交易对公司法人治理体系、业务发展及融资环境等方面的影响。

2019年12月，建信信托已通过其控制的CCBT Gem Capital Limited（以下简称“建信开曼”）与贝恩资本所控制的BCL签署股权转让协议以受让BCL持有狮桥开曼的30%股权（以下简称“本次交易”）。本次交易完成后，建信开曼将合计持有狮桥开曼32%的股权，成为其第一大股东。

2020年1月，建信信托与公司及天津狮桥国际物流有限公司签署《融资支持框架协议》，进一步对本次交易完成后的相关后续事项作出具体约定，包括但不限于建信开曼在一定情形下应（并促使其关联方）提供《融资支持框架协议》下的财务性、服务性及其他相关支持。

建信信托是经中国银监会批准，由中国建设银行投资控股的非银行金融机构。截至2019年末，建信信托资产规模为315.86亿元，所有者权益合计为208.01亿元，受托管理的信托资产规模为1.39万亿元。2019年，建信信托实现营业收入49.77亿元，实现净利润22.18亿元。

目前，建信信托控制的境内关联方已完成上海市浦东新区商务委员会、上海市商委办理境外投资备案手续，本次交易尚未最终完成。此外，本次交易完成后，贝恩资本将失去实际控制人地位。联合评级将持续关注本次交易后续进展，及本次交易对公司法人治理体系、业务发展及融资环境等方面的影响。

4. 未来发展

公司制定了较为清晰且符合其自身定位的发展规划，但考虑到公司正处于母公司的全资母公司股权变更状态，公司未来发展存在一定不确定性。

公司聚焦于商用车领域，是商用车领域最大的独立第三方融资租赁公司，在商用车领域中处于领先地位。同时，公司在商用车市场中建立了较完善的业务网络、业务团队和业务流程体系，使得公司在快捷度、效率性、体验感、协同性、业务分布的广度和深度等多方面与同行业公司相比拥有一定的比较优势。

同时，为进一步发展商用车融资租赁业务，公司自2018年开始大力推行助贷模式。目前，公司助贷业务合作银行包括国有银行、股份制银行、城商行及互联网银行等20余家金融机构。未来，公司将大力发展助贷业务。

此外，公司正处于母公司的全资母公司股权变更状态，公司未来发展存在一定不确定性。

七、风险管理分析

公司建立了与现有业务发展相适应的风险控制体系，风险管理水平逐渐提升。同时联合评级也关注到，近年来随着宏观经济下行压力较大，信用风险攀升，信用风险仍然是公司面临的主要风险，联合评级将对公司未来的资产质量及逾期租赁款的回收情况保持关注。

1. 风险管理与控制

自成立以来，公司建立了良好的风险治理机制。公司各业务线的经营计划和各融资租赁产品的风险回报方案，均需经过董事会研究和决定，较好地防范了业务模式带来的信用风险。公司董事会通过例会和内审等机制监控风险控制流程落实情况和资产质量结果。

公司建立了适应中期经济环境预期的资产组合和风险分散策略，公司的融资租赁资产主要投向受宏观经济周期进入下行期影响较小的公路货运重卡，并采取零售化策略以分散风险。此外，公司强化了融资项目操作流程控制，实行严格的审贷放分离原则。项目经业务部门项目经理贷前调查后，由风控部门进行独立的贷时审查，并依据项目类别和融资额确定相应的风险审查流程，报有权审批人或者风险评审委员会进行审批。放款部门准备法律文书、审查确认放款条件满足后操作放款。公司风控部门和放款部门不属于业务部门管理，直接向公司管理层汇报。最后，基于专注于细分行业积累的知识和经验，公司建立了较为完善的单个融资项目的风险评估技术和工具，包括零售型业务的风控工具和批发型业务的风控工具。

（1）零售型业务的风控工具

承租人须符合一定的资质要求，如行业经验、本地人等。公司通过现场调查、访谈以核实承租人背景和经营情况，测算确认其现金收入能够超额覆盖租金。公司已建立了超过 1,000 人的一线团队下沉到市县级，能够支持公司做现场风控，成为公司的风控能力优势。公司使用几十万条信贷记录建立了违约概率计量模型，建立了模型风控，利用大数原理，对承租人进行打分、核定信用等级。公司通过月付分期、客户自付比例、提供担保人等融资条款手段控制违约风险。

（2）批发型业务的风控工具

公司批发型业务主要针对中小型物流公司，公司分析师团队有着多年的行业经验，熟悉行业及物流公司运作模式，坚持现场调查，通过银行流水、现场访谈、车辆运营数据等核实企业经验及财务状况。同时，公司和主机厂合作，通过对车辆价值，以及车辆与客户行业匹配性的了解，选择优质项目进行操作。

2. 应收账款管理

对于正常的应收融资租赁款，公司主要通过建立台账、录入业务系统、划扣、分解进行管理（其中划扣是指划扣操作员根据承租人租赁支付表上的到期日从承租人的账户上扣除到期的每期租金）。

3. 逾期资产管理

对于逾期的应收融资租赁款，公司建立起了较为健全的逾期清收体系并严格执行。项目开始起租后，公司每月或每季评估项目风险，包括评估承租人还款能力、租金回收的风险、租赁物使用及价值变动情况等，从而做到对项目的持续跟踪和持续风险评估。对于正常还款承租人，公司信审中心根据融资租赁合同约定贷款时间和方式，提前通过短信提醒及电话外呼等方式催收租金。

对于逾期还款承租人，公司根据逾期情况通过上门催收、发送律师函、要求担保人代为清偿、回收设备以及诉讼等方式清收到期租金。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年的审计报告，均由毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并

出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2018—2019年，公司分别新增8家和13子公司，除此之外，公司合并范围变化来自于合并由公司发行资产证券化产品产生的结构化主体，公司新增子公司规模相对较小，对公司财务数据造成一定的影响，但影响不大。总体看，近年来公司财务数据可比性较强。

2. 资产构成及流动性

公司资产规模持续增长，主要由应收融资租赁款和货币资金构成。同时，联合评级也关注到公司受限资产占比较高，整体资产流动性弱。

2017—2019年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长20.56%；截至2019年末，公司资产总额222.08亿元，较上年末上升30.34%，主要系当年公司应收融资租赁款²规模上升所致。公司资产主要由应收融资租赁款（占比76.58%）和货币资金（占比7.82%）构成。

表7 公司资产概况表（单位：亿元）

| 项目 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 |
|---------|--------|--------|--------|
| 资产总计 | 152.79 | 170.39 | 222.08 |
| 其中：货币资金 | 9.60 | 14.09 | 17.36 |
| 应收融资租赁款 | 128.72 | 131.08 | 170.07 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

应收融资租赁款是公司最主要的资产组成部分。2017—2019年末，公司应收融资租赁款净额持续增长，年均复合增长14.95%；截至2019年末，公司应收融资租赁款净额为170.07亿元，较上年末增长29.75%。坏账计提方面，截至2019年末，公司应收融资租赁款坏账准备3.19亿元，不良应收融资租赁款1.92亿元，拨备覆盖率和租赁资产拨备率分别为166.20%和1.84%，公司坏账准备计提充足。按到期期限来看，截至2019年末，按应收融资租赁款余额口径计算，公司应收融资租赁款中1年（含）以内到期的占比60.92%，1至2年（含）到期的占比29.15%，2至3年（含）到期的占比7.05%，3年以上到期的占比2.88%。资产受限方面，截至2019年末，公司应收融资租赁款中受限部分账面价值164.76亿元，占应收融资租赁款账面价值的96.87%，较上年末上升2.41个百分点，受限租赁资产主要系公司为取得借款质押的租赁资产和已转让但仍需并入公司合并范围的租赁资产，租赁资产受限比例很高。

2017—2019年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长34.46%。截至2019年末，公司货币资金17.36亿元，较上年末增长23.20%。截至2019年末，公司货币资金中受限部分规模5.99亿元，主要系保证金及质押存款、与公司发起并设立的资产支持专项计划相关的尚未向投资者分配的银行账户留存资金，以及公司并表信托及资管计划下银行账户留存资金，受限货币资金占货币资金的比重为34.51%，较年初上升2.45个百分点，公司货币资金受限比例有所上升。

截至2019年末，公司受限资产账面价值173.76亿元（具体见下表），占资产总计的比重为78.24%，公司资产流动性弱。

表8 截至2019年末公司受限资产情况（单位：亿元）

| 项目 | 期末账面价值 |
|---------|--------|
| 其他货币资金 | 5.99 |
| 应收融资租赁款 | 164.76 |

² 以下此科目分析均包含一年内到期的部分。

| | |
|-----------|---------------|
| 存出融资保证金 | 2.91 |
| 押金 | 0.06 |
| 其他保证金 | 0.06 |
| 合计 | 173.76 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

3. 负债及所有者权益

公司负债规模持续增长，债务负担较重，且以短期债务为主，需要进行较好的流动性管理。

2017—2019 年末，公司负债规模逐年上升，年均复合增长 19.57%；截至 2019 年末，公司负债合计 189.74 亿元，较上年末增长 31.66%。截至 2019 年末，公司负债主要由长期借款（含一年内到期的）、短期借款及其他非流动负债（含一年内到期的）构成，占比分别为 48.68%、32.84% 和 11.97%。

2017—2019 年末，公司短期借款规模波动上升，年均复合增长 20.10%；截至 2019 年末，公司短期借款规模为 62.31 亿元，同比大幅增长 115.60%，主要系当年公司短期借款中质押借款规模大幅上升所致。截至 2019 年末，公司短期借款主要包括质押借款、保证借款和信用借款，占比分别为 85.60%、11.66% 和 2.74%。

2017—2019 年末，公司长期借款规模持续增长，年均复合增长 15.23%；截至 2019 年末，公司长期借款规模为 92.36 亿元，较上年末增长 4.44%，主要系当年公司长期借款中质押借款规模增长所致。截至 2019 年末，公司长期借款中质押借款主要包括质押借款、信用借款和保证借款，占比分别为 96.51%、1.92% 和 1.57%。

2017—2019 年末，公司其他非流动负债规模持续增长，年均复合增长 43.63%；截至 2019 年末，公司其他非流动负债规模为 22.72 亿元，较上年末增长 33.50%，主要系当年公司融资租赁业务规模持续增长，客户存入租赁保证金增长所致。截至 2019 年末，公司其他非流动负债均为存入租赁保证金。

有息债务方面，2017—2019 年末，随着业务规模的扩大，公司融资需求增长，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长 17.26%；截至 2019 年末，公司全部债务规模 161.20 亿元，较上年末增长 32.07%，主要系当年公司短期借款及一年内到期的长期借款增长所致。截至 2019 年末，公司全部债务中短期债务占比 81.07%，债务结构偏短期，需进行较好的流动性管理。

杠杆水平方面，2017—2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和杠杆倍数均呈波动下降态势，资产负债率分别为 86.86%、84.58% 和 85.44%，全部债务资本化比率分别为 85.38%、82.29% 和 83.29%，杠杆倍数分别为 7.13 倍、5.95 倍和 6.33 倍。整体看，公司债务负担较重。

表 9 公司负债情况表（单位：亿元、%、倍）

| 项目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 负债总额 | 132.71 | 144.11 | 189.74 |
| 其中：短期借款 | 43.20 | 28.90 | 62.31 |
| 长期借款 | 69.56 | 88.43 | 92.36 |
| 其他非流动负债 | 11.01 | 17.02 | 22.72 |
| 全部债务 | 117.24 | 122.06 | 161.20 |
| 其中：短期债务 | 92.64 | 93.32 | 130.69 |
| 长期债务 | 24.60 | 28.74 | 30.51 |
| 资产负债率 | 86.86 | 84.58 | 85.44 |
| 全部债务资本化比率 | 85.38 | 82.29 | 83.29 |
| 杠杆倍数 | 7.13 | 5.95 | 6.33 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司所有者权益规模持续增长，主要通过股东增资及利润留存补充资本，实收资本在所有者权益中占比较高，所有者权益稳定性较好。

公司主要通过股东增资和利润留存补充资本。2017—2019年，公司股东对公司完成三次增资，截至2019年末，公司实收资本3.60亿美元（即23.11亿元人民币）。另一方面，2017—2019年，公司未向股东分配利润，利润留存力度大。2017—2019年末，随着利润的留存，公司未分配利润年均复合增长29.36%，公司利润留存对公司资本补充作用较好。2017—2019年末，受益于股东增资和利润留存，公司所有者权益规模持续增长，年均复合增长26.92%；截至2019年末，公司所有者权益32.34亿元，较上年末增长23.11%。其中，归属于母公司所有者权益31.36亿元，较上年末增长23.48%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比73.70%、未分配利润占比23.78%。公司所有者权益中实收资本占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

公司收入利润规模均持续增长，盈利能力处于较好水平。

2017—2019年，随着业务的发展，公司营业收入持续增长，年均复合增长25.26%；2019年，公司实现营业收入24.15亿元，同比增长41.24%，主要系当年随着业务规模的扩张，公司融资租赁业务收入及贷款促成服务收入均同比增长所致。

营业成本方面，2017—2019年，公司营业成本随着业务规模的扩大而增长，年均复合增长22.93%；2019年，公司发生营业成本11.20亿元，同比增长18.86%。公司营业成本主要来自于利息支出，2017—2019年，公司利息支出持续增长，年均复合增长21.73%，主要系公司业务规模不断扩大所致；2019年，公司发生利息支出9.73亿元，同比增长19.92%。业务及管理费方面，2017—2019年，随着业务的扩大，公司业务及管理费持续增长，年均复合增长52.19%；2019年，公司发生业务及管理费8.06亿元，同比大幅增长119.73%，主要系当年公司员工费用、科技服务费及营销费用大幅增长所致。公司减值损失包括对抵债资产计提的资产减值损失和对应收融资租赁款等计提的信用减值损失（2017年公司仅计提资产减值损失，2018年起公司开始采用预期信用损失模型对应收融资租赁款等计提信用减值损失）。2017—2019年，公司计提减值损失规模波动下降，年均复合下降16.41%；2019年，公司计提减值损失1.98亿元，同比增长34.04%，主要系当年公司增加对应收融资租赁款计提信用减值损失所致。公司对资产计提减值损失较充分，但随着信用风险攀升，未来仍面临一定的减值压力。

综合以上因素，2017—2019年，公司利润总额及净利润均持续增长，年均复合增长率分别为22.34%和21.37%；2019年，公司利润总额及净利润分别为3.09亿元和2.29亿元，分别同比增长12.62%和12.40%。

盈利指标方面，2017—2019年，公司营业利润率波动下降，三年分别为13.43%、16.09%和12.84%；同期，总资产收益率持续下滑，分别为1.27%、1.26%和1.17%；2017—2019年，净资产收益率波动下降，分别为8.18%、8.78%和7.80%；同期，净利息差波动下降，分别为8.08%、5.34%和6.15%。公司盈利能力处于较好水平。

表10 公司盈利能力指标情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 15.39 | 17.10 | 24.15 |
| 营业成本 | 7.41 | 9.42 | 11.20 |
| 资产减值损失 | 2.83 | 0.80 | 0.53 |

| | | | |
|--------|-------|-------|-------|
| 信用减值损失 | -- | 0.68 | 1.45 |
| 利润总额 | 2.07 | 2.75 | 3.09 |
| 净利润 | 1.55 | 2.03 | 2.29 |
| 营业利润率 | 13.43 | 16.09 | 12.84 |
| 总资产收益率 | 1.27 | 1.26 | 1.17 |
| 净资产收益率 | 8.18 | 8.78 | 7.80 |
| 净利息差 | 8.08 | 5.34 | 6.15 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从同行业对比来看，公司净资产收益率接近行业平均水平，总资产收益率低于同业，资产负债率偏高。

表 11 同行业 2019 年财务指标比较（单位：%）

| 企业名称 | 净资产收益率 | 总资产收益率 | 资产负债率 |
|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 中远海运租赁 | 9.54 | 1.42 | 85.84 |
| 康富租赁 | 9.42 | 1.22 | 87.10 |
| 中垠租赁 | 5.17 | 2.70 | 48.60 |
| 样本平均值 | 8.04 | 1.78 | 73.85 |
| 狮桥租赁 | 7.80 | 1.17 | 85.44 |

资料来源：公司审计报告及公开资料，联合评级整理

5. 现金流

公司现金流有所波动，整体状况保持良好，日常经营对融资依赖程度较高。

经营活动现金流方面，流入主要系公司提供融资租赁业务和转让债权收到的现金，流出主要系公司提供融资租赁业务支付的现金。2017—2019 年，随着公司业务规模的持续扩大，经营活动流入及流出的现金均持续增长，年均复合增长率分别为 58.24% 和 40.88%。综合以上因素，经营性现金流量净额分别为 -41.68 亿元、4.22 亿元和 -31.59 亿元，波动较大。

公司投资活动现金流主要系公司进行现金管理收回投资及投资支付的现金。2017—2019 年，随着公司业务发展，投资活动流入及流出规模均持续增长，年均复合增长率分别为 31.05% 和 30.83%，投资活动现金流净额分别为 0.71 亿元、-2.46 亿元和 1.68 亿元，公司投资性现金流量净额有所波动。

筹资活动现金流方面，筹资活动现金流入主要来源于间接融资、发行债券及股东增资，流出主要系债务到期偿还和支付利息。2017—2019 年，公司融资规模持续增长，公司筹资活动流入及流出规模均持续增长，年均复合增长率分别为 33.11% 和 49.99%，变化趋势与经营活动现金流量净额相同。公司经营对融资依赖程度较高。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流量净额 | -41.68 | 4.22 | -31.59 |
| 投资性现金流量净额 | 0.71 | -2.46 | 1.68 |
| 筹资性现金流量净额 | 47.70 | -0.39 | 31.71 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 6.73 | 1.39 | 1.80 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 8.18 | 9.57 | 11.37 |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

6. 偿债能力

公司偿债指标整体表现一般。考虑到公司业务持续发展,在商用车融资租赁行业具有龙头地位,融资渠道较畅通,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看,公司流动比率有所波动,2017—2019年末分别为0.89倍、1.12倍和0.98倍;2017年和2019年,受租赁资产投放额快速增长,资金需求较大影响,公司筹资活动前净现金流分别为-40.96亿元和-29.91亿元,无法覆盖流动负债及利息,公司日常经营对于筹资活动的依赖程度较高,2018年公司筹资活动前净现金流为1.76亿元,公司日常经营对于筹资活动的依赖程度有所降低,但对流动负债和利息的覆盖程度仍较低。

从长期偿债能力来看,近年来随着利润总额和利息支出的持续增长,2017—2019年末公司EBITDA持续增长,年均复合增长22.27%,EBITDA利息倍数分别为1.33倍、1.35倍和1.34倍,覆盖程度保持稳定,属于尚可水平;EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.09倍和0.08倍,EBITDA对债务的保障程度一般。

表 13 公司偿债能力情况(单位:亿元、倍)

| 项目 | 2017年/末 | 2018年/末 | 2019年/末 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 流动比率 | 0.89 | 1.13 | 0.98 |
| 筹资活动前净现金流 | -40.96 | 1.76 | -29.91 |
| EBITDA | 8.72 | 10.95 | 13.03 |
| EBITDA 利息倍数 | 1.33 | 1.35 | 1.34 |
| EBITDA 全部债务比 | 0.07 | 0.09 | 0.08 |

资料来源:公司审计报告,联合评级整理

截至2019年末,公司无对合并范围外的重大担保,且无重大未决诉讼;需要公司提供担保的助贷业务规模为10.84亿元。

截至2019年末,公司在银行等外部金融机构授信总额度为404.70亿元,其中已使用261.46亿元,公司融资渠道较畅通。

截至2020年1月3日,经查询公司征信报告,公司已结清和未结清信贷业务中无关注类或不良类贷款。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2019年末,公司全部债务合计161.20亿元,本期拟发行公司债券规模为不超过1亿元(含),相对于公司目前的债务规模,本期债券发行规模不大,债务负担增加不大。

以2019年末财务数据为基础,假设本期债券募集资金净额为1.00亿元,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅增加至为85.50%和83.37%,债务负担水平影响不大。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以相关财务数据为基础,按照发行1.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数(见下表),筹资活动前的现金流量无法覆盖债券本金,盈利和权益对本金的负债程度较好。

表 14 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

| 项目 | 2019 年 |
|-------------------|--------|
| 净资产/本期债券本金 | 32.34 |
| 净利润/本期债券本金 | 2.29 |
| EBITDA/本期债券本金 | 13.03 |
| 筹资前活动现金净流量/本期债券本金 | -29.91 |

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，考虑到期限较长的公司债券有利于公司负债结构的改善，有助于公司业务的发展，并考虑到公司在商用车融资租赁行业具有龙头地位，股东支持力度较大，资产质量尚可，融资渠道较畅通，间接融资能力较强，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、综合评价

公司展业时间较长，在商用车融资租赁细分行业具有龙头地位。2017—2019 年，公司收入利润规模持续增长；业务覆盖区域较广，专注商用车融资租赁领域，租赁资产质量尚可，风控体系较完善。公司实际控制人贝恩资本实力强，且对公司资本支持力度较大。此外，公司管理团队从业时间较长，管理经验丰富且稳定性较好。

同时，联合评级也关注到公司资产负债率处于较高水平且债务期限偏短，租赁资产受限比例较高。2020 年以来，受新冠病毒疫情的影响，国内经济受到较大不利影响，贸易、货运等行业影响较大，需对公司资产质量的变化和助贷业务代偿情况保持关注。

随着公司战略的持续推进，未来公司业务规模和盈利水平有望继续提升，整体竞争实力将有所增强。联合评级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公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 2 狮桥融资租赁（中国）有限公司

主要财务数据

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元） | 152.79 | 170.39 | 222.08 |
| 所有者权益（亿元） | 20.08 | 26.27 | 32.34 |
| 不良率（%） | 0.72 | 0.94 | 1.11 |
| 拨备覆盖率（%） | 195.68 | 198.17 | 166.20 |
| 负债总额（亿元） | 132.71 | 144.11 | 189.74 |
| 短期债务（亿元） | 92.64 | 93.32 | 130.69 |
| 全部债务（亿元） | 117.24 | 122.06 | 161.20 |
| 营业收入（亿元） | 15.39 | 17.10 | 24.15 |
| 净利润（亿元） | 1.55 | 2.03 | 2.29 |
| 单一客户融资集中度（%） | 1.91 | 1.03 | |
| 最大十家客户融资集中度（%） | 13.63 | 7.29 | |
| 资产负债率（%） | 86.86 | 84.58 | 85.44 |
| 全部债务资本化比率（%） | 85.38 | 82.29 | 83.29 |
| 杠杆倍数（倍） | 7.13 | 5.95 | 6.33 |
| 总资产收益率（%） | 1.27 | 1.26 | 1.17 |
| 净资产收益率（%） | 8.18 | 8.78 | 7.80 |
| 净利息差（%） | 8.93 | 5.34 | 6.15 |
| 流动比率（倍） | 0.89 | 1.12 | 0.98 |
| 筹资活动前现金流动负债比（倍） | -0.41 | 0.02 | -0.21 |
| 筹资活动前现金利息保障倍数（倍） | -8.19 | 0.35 | 3.08 |
| EBITDA（亿元） | 8.72 | 10.95 | 13.03 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.33 | 1.35 | 1.34 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.07 | 0.09 | 0.08 |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 8.72 | 10.95 | 13.03 |

附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|--------------|---|
| 年均增长率 | $[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$ |
| 逾期率 | 逾期金额/融资租赁资产余额 $\times 100\%$ |
| 不良率 | 不良融资租赁资产余额/融资租赁资产余额 |
| 拨备覆盖率 | 融资租赁资产损失准备余额/不良融资租赁资产余额 $\times 100\%$; |
| 融资租赁资产拨备率 | 融资租赁资产损失准备余额/融资租赁资产余额 $\times 100\%$ |
| 单一客户融资集中度 | 最大单一客户融资余额/净资产 $\times 100\%$ |
| 最大十家客户融资集中度 | 最大十家客户融资余额/净资产 $\times 100\%$ |
| 净利息差 | 融资租赁业务收入/[(期初应收融资租赁款余额+期末应收融资租赁款余额) /2] $\times 100\%$ - 利息支出/[(期初全部债务+期末全部债务) /2] $\times 100\%$ |
| 总资产收益率 | 净利润/[(期初总资产+期末总资产) /2] $\times 100\%$ |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] $\times 100\%$ |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计 $\times 100\%$ |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(全部债务+所有者权益) $\times 100\%$ |
| 风险资产 | 总资产-现金-银行存款-国债 |
| 杠杆倍数 | 风险资产/净资产 |
| 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券+其他流动负债科目中有息债务 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他非流动负债科目中有息债务 |
| 全部债务 | 短期债务+长期债务 |
| 流动比率 | 流动资产/流动负债 |
| 筹资活动前现金净流量 | 经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额 |
| 筹资活动前现金流量 | 经营活动产生的现金流入+投资活动产生的现金流入 |
| EBITDA | 利润总额+利息支出+折旧+摊销 |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务比 |

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 狮桥融资租赁（中国）有限公司 2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年狮桥融资租赁（中国）有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

狮桥融资租赁（中国）有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。狮桥融资租赁（中国）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注狮桥融资租赁（中国）有限公司的相关状况，如发现狮桥融资租赁（中国）有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如狮桥融资租赁（中国）有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至狮桥融资租赁（中国）有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送狮桥融资租赁（中国）有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年五月十一日