

信用等级通知书

信评委函字[2018]0451D 号

国药控股（中国）融资租赁有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“国药控股（中国）融资租赁有限公司
2018年度第一期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中
诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为
AA⁺，评级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月八日

国药控股（中国）融资租赁有限公司 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	国药控股（中国）融资租赁有限公司
发行主体信用等级	AA ⁺
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AA ⁺
注册额度	10 亿元
本期规模	6 亿元
发行期限	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支付
发行用途	全部用于补充公司生产经营活动所需营运资金及偿还公司借款

基本观点

中诚信国际评定国药控股（中国）融资租赁有限公司（以下称“国控租赁”、“公司”或“发行人”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，评定其拟发行的 2018 年度第一期中期票据（以下称“本期中期票据”或“本期票据”）信用等级为 AA⁺。该等级是中诚信国际基于对宏观经济、行业环境、国控租赁自身财务实力以及国药控股股份有限公司（以下称“国药控股”）的外部支持的综合评估之上确定的，肯定了国控租赁强大的股东背景、较强的医疗行业专业经营能力、良好的资产质量、较好的资产负债匹配度以及逐步多元化的融资体系等优势；该等级同时反映了国控租赁面临的诸多挑战，包括宏观经济底部震荡或对资产质量带来不利影响、资金成本不断上升为盈利能力提升带来挑战、业务规模持续扩张对风险管理能力及人力资源提出更高要求、非医疗板块战略实施成效仍有待观察等。

国控租赁第一大股东国药控股是中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）所属核心企业，是国内最大的药品、医疗保健产品分销商及领先的供应链服务提供商，拥有并经营中国最大的药品分销及配送网络。国控租赁作为国药控股旗下专业从事融资租赁和保理业务的子公司，在资本补充、业务来源、专业技术提升等方面均获得国药控股的大力支持，中诚信国际将此因素纳入本期中期票据的评级考虑。

概况数据

国控租赁	2015	2016	2017
总资产（亿元）	18.87	56.99	135.72
总负债（亿元）	13.85	47.26	102.03
所有者权益（亿元）	5.02	9.73	33.69
拨备前利润（亿元）	0.20	1.31	2.73
利润总额（亿元）	0.02	0.96	2.42
净利润（亿元）	0.02	0.71	1.81
拨备前利润/平均总资产（%）	--	3.46	2.83
平均资产回报率（%）	--	1.88	1.88
平均资本回报率（%）	--	9.69	8.34
应收融资租赁款不良率（%）	0.00	0.00	0.00
应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款（%）	--	--	--
风险资产/净资产（X）	3.76	5.70	3.39
总债务/总资本（%）	72.63	81.75	73.29
应收融资租赁款净额/总债务（X）	1.32	1.23	1.11

注：[1]数据来源为公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2015 年财务报告和经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2016 年和 2017 年财务报告；
[2]本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。
资料来源：国控租赁，中诚信国际整理

信用优势

- 公司作为国药控股旗下专业子公司，具有重要的战略地位，在资本补充、业务来源、专业技术等方面获得国药控股的大力支持；
- 公司目前在医疗大健康行业形成较为成熟的业务模式，具备较强的专业经营能力；
- 依托国药控股资源及渠道，公司业务稳健开展，资产质量较好；
- 长期融资占比较高，同时拓展包括资产证券化、发行债券等多元化的融资渠道，负债结构逐步优化。

信用挑战

- 国内经济呈现“L”型底部震荡，或对公司资产质量带来不利影响，未来需对资产质量迁徙趋势保持关注；
- 受市场资金面趋紧影响，公司融资成本不断上升，对盈利能力的持续提升带来一定挑战；
- 业务范围扩大对风险管理、专业人力资源提出更高要求；
- 受宏观政策影响，非医疗板块业务面临转型，创新业务战略实施成效仍有待观察。

分析师

孟航
hmeng@ccxi.com.cn
胡欣辰
xchhu@ccxi.com.cn
刘书欣
shxliu@ccxi.com.cn
杨诗琦
shqyang@ccxi.com.cn

电话：(010) 66428877
传真：(010) 66426100
2018 年 6 月 8 日

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

概况

本期票据概况

本期中期票据发行规模为人民币 6 亿元，为 3 年期中期票据。本期中期票据发行对象为银行间市场的机构投资者（国家法律法规禁止购买者除外）。本期中期票据采用固定利率方式，按面值发行，发行利率根据集中簿记建档、集中配售的结果确定。主承销商、联席主承销商以余额包销的方式承销本期中期票据。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期中期票据不设担保。

募集资金投向

本期中期票据募集资金全部用于补充公司生产经营活动所需营运资金及偿还公司借款。

发债主体概况

国控租赁于 2015 年 2 月经中华人民共和国商务部批准，在上海自贸区注册成立，由国药控股及其全资子公司国药控股股份香港有限公司（以下简称“国药控股香港”）共同出资，初始注册资本 5 亿元，其中国药控股直接持有公司 70% 股份，通过全资子公司国药控股香港间接持有公司 30% 股份，国药控股为公司实际控制人。后经 3 次增资扩股，截至 2017 年末，公司注册资本增至 25 亿元，国药控股直接或间接持有公司 36% 股份，为公司第一大股东。

国控租赁的业务经营范围为经商务部批准的融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处置及维修；租赁交易咨询和担保；从事与主营业务相关的商业保理业务。截至 2017 年末，公司在北京、深圳设有 2 个办事处，同时设有 2 家全资子公司。

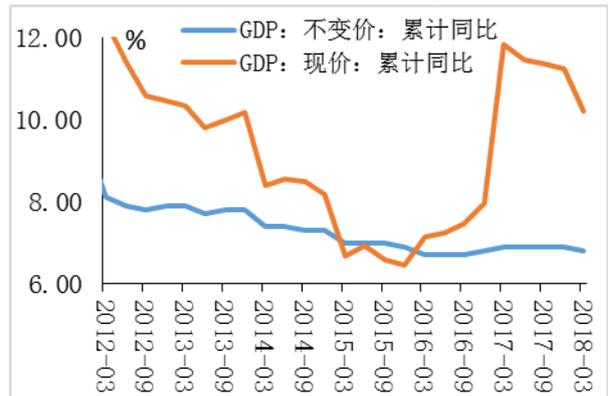
截至 2017 年末，国控租赁资产总额为 135.72 亿元，所有者权益 33.69 亿元，2017 年实现净营业收入 3.93 亿元，净利润 1.81 亿元。

运营环境分析

宏观经济和政策展望

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在 3 月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束

并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信国际认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

租赁业发展趋势

随着近年来国家和地方出台了一系列相关租

赁业的监管条例和会计准则，租赁业的行业发展环境得到进一步的完善，推动我国融资租赁业规模继续快速增长，租赁业的发展逐步步入正轨，融资租赁业的渗透率一直呈稳步增长态势。融资租赁行业的快速发展，在调整优化产业结构、利用社会闲置资源、发掘企业有效需求及促进金融市场完善等方面发挥重要的作用。在我国经济发展进入“新常态”的阶段，租赁公司将在产业转型升级的进程中扮演不可或缺的角色。

租赁公司总体业务量近年保持高速增长，根据中国租赁联盟等机构组织编写的《2017 年中国融资租赁业发展报告》显示，截至 2017 年末，全国融资租赁合同余额约为 6.06 万亿元，同比增长 13.70%。但租赁行业融资规模仍远低于银行信贷及证券市场融资规模，造成这种情况主要有以下几个原因：一是租赁的社会认知度较低，很多企业不了解租赁的特点以及对企业的好处；二是租赁公司缺乏专业人才，租赁业务很多情况下还只是简单的信贷替代产品，不能提供真正满足客户需要的产品。由于租赁公司的资金成本无法同银行相比，因而经常处在夹缝中求生存的状态；三是融资渠道受限，除注册资本金外，以银行借款为主，融资成本较高，业务规模受银行信贷规模和政策影响较大；四是与租赁有关的法律、税收、会计制度不够完善，影响了租赁行业的发展。

但租赁业相关的社会环境和政策环境正在逐步改善，租赁业的社会认知度和在国民经济中的地位逐步提高。2014 年 3 月，银监会修订了《金融租赁公司管理办法》，对金融租赁公司的设立标准、业务范围、融资渠道等都进一步放宽了限制。2014 年 5 月，中国人民银行和银监会再次发布公告，放宽了金融租赁公司在银行间市场发行金融债的条件。与此同时，发改委和交易商协会也分别放开了商务部下的融资租赁公司非金融企业债务融资工具的发行。上述融资渠道的放开有效地改善了金融租赁公司面临的融资难题，对扩大租赁市场规模、提升行业盈利水平、降低行业运营风险均具有正面影响。2015 年，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁发展的指导意见》（国办发[2015]68 号）及《关于促进金融租赁行业健康发

展的指导意见》(国办发[2015]69号)(以下简称《指导意见》)。分别从总体要求、主要任务和政策措施三大方面提出了我国融资租赁业发展的意见;从发挥金融租赁促进经济转型升级、支持产业结构优化调整、加强行业基础建设、加强行业自律和完善监管体系等八个方面对金融租赁业发展进行了部署,明确了融资租赁的政策性定位,体现了国家对融资租赁行业的全面肯定和大力支持,认可了融资租赁行业在国民经济中的作用和影响,又对相较滞后的行业发展环境进行指引与纠偏。《指导意见》是目前国家针对融资租赁行业出台的最高级别文件,使其法律保障级别上升至国务院法规级别。文件的发布从顶层设计的视角规划了融资租赁行业的发展蓝图,行业中一些诸如市场环境、政策扶持、业务领域开拓等需要简政放权的问题得到了明确和授权,无疑对行业的创新与发展起到正面推动作用。我们应注意到,在《指导意见》中,融资租赁与金融租赁已经明确被区分为同一行业中的两个产业,金融租赁公司与融资租赁公司同属融资租赁行业,但两者在产业划分、监管部门、政策支持、法律授权、存款业务、对外开放程度等诸多方面存在差别。2016年,商务部、财政部、国家税务总局等部门相继印发《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法(征求意见稿)》、《关于天津等4个自由贸易试验区内资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》、《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》、《财政部 海关总署 国家税务总局关于融资租赁货物出口退税政策有关问题的通知》、《关于明确金融 房地产开发 教育辅助服务等增值税政策的通知》、《关于修订飞机经营性租赁审定完税价格有关规定的公告》等政策性文件,直接或间接的在融资租赁公司的设立行政审批时间、税收制度、业务发展转型等方面做出相应规范,促使行业进一步良性协调发展。其中,2016年3月23日,财政部、国家税务总局发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税【2016】36号文,以下简称“36号文”),将营改增试点范围扩展至包括金融业在内的全部行业,同时也将近年来营改增试点过程中的相关政策进行了明

确和细化。36号文将融资租赁业务区分为融资性售后回租业务(以下简称“回租”)和直接融资租赁业务(以下简称“直租”)分别纳税。回租业务按照贷款服务计税,税率为6%,但承租人不得抵扣租金进项税。直租业务区分动产和不动产,动产税率为17%,不动产税率11%,但由于承租人可以抵扣租金的销项税,实际成本较低,有利于直租业务的发展。由于直租更符合租赁业务融物性质的本源,36号文有利于引导租赁公司服务实体经济,同时对租赁公司业务创新能力和业务调整能力提出更高要求。

按不同的租赁业监管主体,我国的租赁机构可分为三种类型:一是由中国银保监会批准、属于非银行金融机构类的金融租赁公司;二是由商务部或商务部授权的省级商务主管部门和国家经济技术开发区批准的中外合资租赁公司;三是由商务部、国家税务总局联合审批的内资试点租赁公司。2018年5月,商务部发布《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》(以下简称“《通知》”),《通知》指出,商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划至银保监会。监管职责的统一有利于银保监会统一管理融资租赁行业,有利于商务部原监控下的两类融资租赁公司进行资源整合,但是,我们注意到融资公司目前仍不是持牌金融机构,与金融租赁公司在政策支持、法律授权、存款和同业业务上的差异仍然存在,同时,融资租赁公司的具体监管实施主体可能为地方金融办,银保监会对融资租赁行业的监管方式和整合力度仍有待持续观察。截至2017年末,全国注册运营的融资租赁公司由2007年的93家增长到约9,090家,其中金融租赁公司69家,内资租赁公司276家,外资租赁公司约8,745家,注册资本总额达人民币32,031亿元。从行业竞争格局来看,银行和金融资产管理公司控股的金融租赁公司具有较强的竞争优势,占市场主导地位。

但未来融资租赁行业面临着一些问题和挑战,需要直面和破解。一是法律环境尚不健全。由于租赁法至今没有发布,租赁各方当事人的合法权益无法得到系统、完整的保障。现有的法律

体系缺乏租赁物的登记和公示制度，对租赁物权属保护不足，当出现承租人违约时，租赁物不能起到“对抗善意第三人”的作用。同时在租赁物取回方面，缺乏租赁物取回条件、取回程序、取回方法等配套规定。二是有关配套政策有待进一步明确。国务院《指导意见》为融资租赁行业发展开辟空间，但相应的税收、法律、外汇、监管等长期有效的配套措施还需要尽快推出；对于某些业务领域，法律关于承租人特殊资质也适用于出租人的要求，大大挫伤了租赁公司进行相关业务的积极性，限制了金融租赁公司支持特定行业、新兴产业等方面的引导作用；另外，国家提倡发展 PPP 项目，但是目前租赁公司在项目中不能参与前期的股权投资，大大限制了融资租赁行业在此领域发挥重要作用。三是社会大众对于融资租赁行业的认知还是有偏差的。虽然政策体系在持续完善中，但是融资租赁在社会经济中的认知度依旧偏低。许多企业缺乏对融资租赁的认知，多数尚停留在一次性买断设备的传统观念上。社会认知不到位，限制了融资租赁业务的广泛展开。同时，融资租赁行业的飞速发展，使行业面临人才匮乏的困局，尤其是专业度较高的人才尤为稀缺。

综合财务实力分析

战略规划和市场定位

国控租赁借助于股东国药控股的资源优势，坚持“专业高效、责任诚信、创新卓越”的经营理念，不断提升管理水平，丰富业务模式，形成了良好的行业影响力和品牌号召力。公司目前以融资租赁业务为核心依托，兼营商业保理、投资等一体化业务。通过不断的探索与经营，国控租赁未来将由从事融资性租赁的专业公司逐步发展为全方位专业金融服务提供商。

国控租赁立足于社会民生事业，充分布局医疗大健康产业领域，全面覆盖医疗大健康产业的生产制造、流通、零售、医院终端等产业链。公司将着力推动国药控股产融结合和服务转型，一方面为股东打造产业链竞争优势，增强整体竞争

能力，另一方面快速做大资产规模，更好更快实现收益。公司将采用“外部资源+实体资源+租赁”结构模式，从银行、基金子公司、SPV 引入资金和优质资源，从股东公司及下属公司引入固定资产和上下游资源，结合租赁业务结构完成跨越式发展，推动公司由传统流通企业转变为聚焦医药健康服务的专业化、数据化、互联网化新平台。

传统业务方面，公司还将不断开拓城市发展、物流及制造等业务板块。城市发展板块方面，公司将围绕国家城镇化、区域协调发展战略，聚焦于城市基础设施建设、城市运营服务和公共文化服务三大领域。结合公司发展战略，以融资租赁为载体，对智慧城市、生态环保、公共交通、供水供电、文化旅游、科研教育等细分客户群提供金融解决方案，助推我国城镇化硬件建设与软件提升。物流及制造板块方面，公司一方面大力布局机场、轨道交通、港口建设等领域，同时依托国药控股体系内物流仓储产业资源，不断探索金融结合产业的创新之路；另一方面积极拓展装备制造业，发展诸如新能源汽车等领域。

创新业务方面，顺应国药控股产融结合的战略思路，结合公司在金融方向的定位与拓展，国控租赁将依托集团内应收账款资源，开展集团内外部保理业务，在供应链金融领域布局短中长期资产。集团内保理业务方面，公司将梳理上下游供应链体系，打造独立的保理系统平台，深入提供金融产品，构建集团内供应链金融服务体系。集团外保理业务方面，公司将提供基础设施、汽车制造、个人消费等国计民生领域的相关保理金融服务，优化资产配置。此外，公司计划布局包括 PPP、股权投资及咨询、企业融资等业务领域。PPP 业务方面，公司一方面将与政府、银行成立产业基金，参与项目投资，另一方面与社会资本参与方联合投资成立项目公司，开展多元化业务，分享产业链收益。股权投资及咨询类业务方面，公司计划通过设立产业基金孵化相关业务条线，或成立控股直接投资公司进行股权投资；通过创新咨询类业务为医疗机构或其他投资人提供项目咨询和金融解决方案，同时可对投后管理形成交叉支持。企业融资业务方面，公司将以金融与产

业相结合的创新发展模式，紧密结合公司发展战略，开发收益匹配、可持续运营、安全可行的上市公司、国有企业、区域及行业龙头优质企业，结合企业经营资金需求，探索保理、供应链金融及权益类产品，不断探索金融加产业综合解决方案。

中诚信国际认为，国控租赁结合外部经济环境和自身情况制定了相对可行的战略目标，对其业务规模的发展和竞争实力的增强具有重要意义。同时，由于公司成立时间较短，公司仍需不断探索业务发展经营模式，拓展优质稳定的客户群体，培养具有专业经营能力的人才队伍，推动创新业务的实施落地。

公司治理和管理架构

公司治理

国控租赁成立于 2015 年 2 月，由国药控股及其全资子公司国药控股香港共同出资设立，设立时注册资本为人民币 5 亿元，其中国药控股直接持有公司 70% 股份，通过全资子公司国药控股香港间接持有公司 30% 股份，国药控股为公司实际控制人。2016 年 10 月，公司增加注册资本至人民币 9 亿元，股东持股比例未发生变化。2017 年 6 月，公司增加注册资本人民币 1 亿元，由上海溥慧企业管理合伙（有限合伙）认缴，变更后注册资本增至人民币 10 亿元。2017 年 12 月，公司引入战略投资者进行混合所有制改革，注册资本增至人民币 25 亿元。截至 2017 年末，国药控股直接或间接持有公司 36% 股份，为公司第一大股东。深圳峰顺投资企业（有限合伙）（以下简称“深圳峰顺”）持有公司 23.38% 股份，为第二大股东。深圳峰顺是由中国国有资本风险投资基金股份有限公司作为 LP 出资设立的基金管理合伙企业，中国国有资本风险投资基金股份有限公司的实际控制人为中国国新控股有限责任公司（以下简称“中国国新”），中国国新是经国务院批准设立的国有独资公司和国家授权的投资机构。此外，PAGAC II-3（HK）Limited（以下简称“PAGAC”）、上海运想通远企业管理咨询合伙企业（有限合伙）、深圳市松禾成长股权投资合伙

企业（有限合伙）、上海溥慧企业管理合伙（有限合伙）（以下简称“上海溥慧”）、河南睿贤实业有限公司分别持有公司 19.50%、9.98%、4.14%、4.00%、3.00% 股份。

表 1：截至 2017 年末公司股权结构

股东	出资额 (亿元)	出资比例 (%)
国药控股股份有限公司	6.30	25.20
深圳峰顺投资企业（有限合伙）	5.84	23.38
PAGAC II-3（HK）Limited	4.87	19.50
国药控股股份香港有限公司	2.70	10.80
上海运想通远企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	2.50	9.98
深圳市松禾成长股权投资合伙企业	1.04	4.14
上海溥慧企业管理合伙（有限合伙）	1.00	4.00
河南睿贤实业有限公司	0.75	3.00
合计	25.00	100.00

资料来源：国控租赁

国控租赁成立以来，根据相关法律法规制定并完善了《公司章程》等规章制度，建立了董事会、监事会、经营层分工协作、相互制衡的法人治理结构，形成了权力机构、监督机构和高级管理层之间各司其职、相互协调、有效制衡的工作机制。董事会是公司最高权力机构，决定公司一切重大问题。董事会由 5 名董事组成，其中国药控股提名 2 名董事，上海溥慧、深圳峰顺以及 PAGAC 各提名 1 名董事，董事会设立董事长 1 名，由董事会选举产生。公司设立监事会，由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，监事对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。从高级管理层来看，总经理、副总经理、财务总监为公司高级管理人员，公司设总经理 1 名，由董事会聘任和解聘。

关联交易方面，公司与国药控股及其下属子公司开展部分租赁及保理业务，其中公司目前开展的保理业务主要围绕国药控股集团内部企业。截至 2017 年末，对全部关联方的应收租赁债权 1.06 亿元，保理应收账款 5.91 亿元。

从目前的运作情况看，国控租赁建立了较为完善的公司治理框架，并对董事会、监事会、经营管理层的权力、责任以及利益做了具体规划。未来，随着业务规模的不断扩大，公司应逐步设

立各专业委员会，进一步强化公司治理层面的风险管理职责。

管理架构

国控租赁设立了较为清晰的前中后台部门，中后台职能部门包括资金部、信审部、资产管理部、财务部、法律合规部、运营管理部、人力资源部、内审稽核部、信息部、战略管理部等。前台业务部门方面，国控租赁为进一步实现专业化运营，对医疗及公共事业两大业务板块实行事业部制管理，设立了医疗系统事业部和城市发展事业部（2018年1月新设立），并在事业部中配置了财务、信审及资产管理等职能团队。除两大事业部外，国控租赁还设立企业融资业务部、医疗产业投融部、保理业务部及业务发展部等4个业务部门。其中，企业融资业务部主要服务于大型企业、上市公司的融资需求；医疗产业投融部旨在为医疗器械企业以及类医疗服务机构提供包括投贷联动、药服联动等全产业链金融服务；保理业务部目前主要承做国药控股体系内企业的应收账款保理业务；业务发展部负责现有行业之外潜力市场的开发，是公司的“产业孵化器”。此外，公司在北京、深圳设有办事处，但办事处仅起到平台作用，人员分属事业部进行管理。截至2017年末，公司在职员工199人，平均年龄29.6岁，其中具有本科及以上学历占比达96%以上。

公司下设2个全资子公司国药控股医融实业（上海）有限公司（以下简称“国控医融”）、国药控股（杭州）投资管理有限公司（以下简称“国控投资”）。国控医融成立于2016年8月，注册资本300万元，主要从事医疗器械销售、技术咨

询服务等。国控投资于2017年10月正式运营，注册资本2亿元，作为国控租赁一站式医疗综合金融服务投资平台，开展直接投资及产业基金管理业务。此外，随着保理业务不断开展，公司正在进行保理子公司的筹备工作，届时公司的保理业务将通过专业子公司予以推进。

中诚信国际认为，目前国控租赁建立了基本与自身业务规模和管理需求相适应的公司治理和管理架构，为未来业务规模的扩张和业务范围的进一步扩大奠定了坚实的基础。与此同时，中诚信国际也注意到，由于公司成立时间较短，部分业务部门处于探索及资源积累期，中后台职能部门职责仍需进一步细化，相关管理制度仍有待完善。未来，随着业务的不断发展，公司应需不断优化调整其组织管理架构，完善相关制度建设。

业务运营

国控租赁自成立以来，经过两年多的发展，以融资租赁为核心、商业保理及投资等一体化业务共同发展，在医疗、基础设施、城市运营等领域为客户提供全方位的金融服务。公司自成立以来营业收入实现了快速增长，其中融资租赁业务是公司的核心业务，2017年实现融资租赁收入6.76亿元，同比增长132.47%，在公司营业收入中占比93.84%。2017年以来，公司开展保理业务，全年实现保理业务收入0.19亿元，在营业收入中占比2.68%。此外，贷款利息收入、银行利息收入在营业收入中分别占比0.57%、0.55%，其他收入为子公司营业收入，占比2.36%，比重均较低。

表 2: 2015-2017 年营业收入构成（金额单位：百万元）

收入来源	2015		2016		2017	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
融资租赁收入	47.67	88.49	290.67	99.03	675.74	93.84
保理业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	19.31	2.68
贷款利息收入	5.66	10.51	1.62	0.55	4.07	0.57
银行利息收入	0.16	0.30	0.51	0.17	3.93	0.55
其他	0.38	0.70	0.72	0.25	17.08	2.36
营业收入合计	53.87	100.00	293.52	100.00	720.13	100.00

资料来源：国控租赁，中诚信国际整理

融资租赁业务

国控租赁自 2015 年成立以来，业务规模呈快速增长态势。在宏观经济增速放缓，金融市场竞争加剧，产业景气度下行以及行业政策波动较大的大环境下，国控租赁坚持“租赁+医疗”的战略理念，依托股东在医药板块的行业优势，加大对医疗医药以及公共事业等非充分竞争且资产安全性较高的民生行业的投放。2015-2017 年，国控租赁当年新签订租赁合同数量分别为 55 笔、109 笔及 136 笔。截至 2017 年末，公司存续租赁合同 274 笔，应收融资租赁款净额（扣除未实现融资收益）102.16 亿元，应收融资租赁款净值（扣除减值准备）101.23 亿元，其中医疗医药板块在应收融资租赁款净值的占比为 64.72%，较 2016 年末下降了 10.45 个百分点，行业集中度有所下降，但医疗医药板块仍为主力板块。

表 3：2015-2017 年租赁合同签订情况

	2015	2016	2017
签订租赁合同数量（个）	55	109	136
合同本金金额（亿元）	20.95	51.86	84.41

资料来源：国控租赁

具体来看，国控租赁在成立之初即将医疗医药作为重点业务板块，得益于国内医疗大健康产业的发展以及股东国药控股在医疗医药行业的领先优势，公司在医院、药企的设备引进和基础设施改造等方面获得较多业务合作机会，近年来保持快速发展。2017 年以来，公司持续推进“专业高效、责任诚信、创新卓越”的经营理念，在医疗大健康领域按照预定经营节奏稳步发展。公司专门成立医疗系统事业部，围绕医疗大健康产业链，以公立医院为核心客户，向上衍生至医药制造产业，向下拓展至连锁药房和医疗终端消费者，以融资租赁业务为依托，形成稳定客户基础。2017 年，医疗行业全年投放项目数 97 个，实际投放额 51.89 亿元，占全年租赁总投放额的 61.47%。截至 2017 年末，医疗行业的应收融资租赁款净值为

65.51 亿元，同比增长 63.58%，在公司应收融资租赁款净值（扣除减值准备）中占比 64.72%，较上年下降 10.45 个百分点。

非医疗板块方面，公司成立了城市发展事业部承担非医疗板块业务发展职能，围绕国家城镇化、区域协调发展战略，以融资租赁为载体，对智慧城市、公共交通、水务环保、供热供电、文化旅游、科研教育等细分客户群提供金融解决方案。公司非医疗板块主要划分为公共设施和科教文旅业务板块。公共设施业务方面，主要包括基础设施和城市运营两大类。基础设施类业务受国家宏观政策影响，2017 年以来公司积极调整业务投向，提高客户准入标准，加强风险把控，重点投向自身现金流状况良好的类平台企业。城市运营类业务主要投向城市交通物流、水务等与民生关系紧密的优质项目。2017 年全年，公共设施板块共投放项目 16 个，实际投放额为 14.53 亿元，占全年租赁业务总投放额的比重为 17.20%，较 2016 年下降 10.10 个百分点。未来公司将继续顺应国家政策，严控基础设施类项目质量，完善公共设施板块项目准入要求。科教文旅业务方面，公司着重开发中、高等教育及国有 AAAA 级以上景区，具体细分为教育行业及旅游行业业务。教育行业上，公司的目标客户主要集中在高中、中职、中专、专科及本科等院校；旅游行业上，公司对旅游景区设定了较为严格的准入标准，具体体现为 AAAA 级以上或年收入 5,000 万的国有景区，并向地方名片式景区倾斜。出于风险控制的原因，目前暂未开放民办旅游景区的准入。2017 年全年，科教文旅板块投放项目 18 个，实际投放额 17.61 亿元，占全年租赁总投放额的 20.86%。截至 2017 年末，公司非医疗板块应收融资租赁款净值 35.72 亿元，在公司总应收融资租赁款净值中占比 35.28%。

表 4：2015-2017 年末国控租赁融资租赁资产净值行业分布情况（金额单位：亿元）

行业	2015		2016		2017	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)

医疗	15.59	89.90	40.50	75.17	65.51	64.72
非医疗	1.75	10.10	12.78	24.83	35.72	35.28
合计	17.34	100.00	53.28	100.00	101.23	100.00

注：行业分项合计数为应收融资租赁款净值。

资料来源：国控租赁，中诚信国际整理

在租赁业务模式上，国控租赁主要采用直租和售后回租两种模式开展业务，以售后回租模式为主。售后回租模式下，国控租赁与承租人签署《所有权转让协议》从承租人处购买其自有设备，同时与承租人签署《融资租赁合同（售后回租）》再将该设备回租给承租人使用并按期收取租金。售后回租不涉及第三方设备供应商，操作流程更为便捷，交易效率更高。截至 2017 年末，国控租赁售后回租业务净值为 100.72 亿元，占比 99.50%。

表 5：2015-2017 年末国控租赁融资租赁资产净值租赁模式分布情况（金额单位：亿元）

租赁资产类别	2015	2016	2017
售后回租	17.09	52.69	100.72
直租	0.25	0.59	0.51
合计	17.34	53.28	101.23

注：租赁类型分项合计数为应收融资租赁款净值。

数据来源：国控租赁，中诚信国际整理

从区域分布来看，公司目前面向全国开展业务，通过在北京、深圳设立办事机构，形成辐射全国的客户网络。目前公司项目开展的地区分布较为分散，截至 2017 年末，应收融资租赁款规模排名前三的省份分别为河南省、四川省和云南省，国控租赁在上述地区的融资租赁资产净值分别为 11.07 亿元、10.41 亿元和 8.68 亿元，占比分别为 10.94%、10.28% 和 8.68%。

表 6：2015-2017 年国控租赁融资租赁资产净值前五大地区分布情况（金额单位：亿元）

省份	2015	2016	2017
河南省	0.41	2.52	11.07
四川省	1.86	6.53	10.41
云南省	1.12	4.51	8.68
陕西省	0.00	3.68	7.03
湖南省	1.02	5.86	6.74
合计	4.41	23.10	43.93

数据来源：国控租赁，中诚信国际整理

总体来看，国控租赁自成立以来凭借雄厚的股东背景及明确的行业定位，融资租赁业务取得较快发展。未来，随着行业竞争日益激烈，公司

需结合宏观经济特点，深入优化业务布局，进一步夯实传统医疗医药板块业务的同时依托股东资源，发挥协同效应，大力发展包括智慧城市、公共交通、水务环保、供热供电、文化旅游、科研教育等细分行业，积极培育新业务领域，加强综合金融服务能力。

保理业务

国控租赁保理业务自 2016 年末开展，2017 年取得较快发展。为顺应股东国药控股产融结合的战略思路，公司依托体系内成员单位以及外部优质医药企业的应收账款资源，大力开展保理业务，截至 2017 年末，国控租赁存续保理合同 20 笔，应收保理款余额为 6.92 亿元，当年实现保理业务收入 0.19 亿元。

从期限上看，国控租赁保理业务期限均为一年以内，主要集中在 6 个月（含）以内，截至 2017 年末，期限 6 个月（含）以内应收保理款余额为 4.00 亿元，占应收保理款余额的 57.80%。国控租赁保理业务全部为公开保理，截至 2017 年末，保理业务累计投放金额 14.97 亿元，其中，有追索权和无追索权保理业务规模分别为 1.17 亿元和 13.80 亿元。

从行业分布来看，国控租赁保理业务主要集中于国药控股体系内成员单位，截至 2017 年末，医疗类保理资产期末余额为 5.99 亿元，占期末保理资产余额的 86.56%，合同笔数 18 笔。

表 7：2017 年末国控租赁保理资产余额行业分布情况

行业分布	2017	
	数量（个）	金额（亿元）
医疗	18	5.99
其他	2	0.93
合计	20	6.92

数据来源：国控租赁，中诚信国际整理

资金业务

融资来源方面，国控租赁目前主要的融资渠

道包括境内商业银行借款、保证金及发行资产证券化产品等。具体来看，银行借款是目前最主要的融资渠道，近年来随着公司业务快速发展，公司银行借款的规模大幅增加，截至 2017 年末，公司银行借款的规模较上年上升 112.11% 至 92.44 亿元¹，其中一年以上到期的借款占比 57.13%；全部银行借款在总融资中的占比为 98.32%。截至 2017 年末，国控租赁获得的银行授信额度为人民币 195.69 亿元，尚未使用额度为 103.19 亿元。此外，截至 2017 年末租赁保证金余额为 1.58 亿元，在总融资中占比 1.68%。

为了支持持续快速的业务增长，公司在争取银行信贷额度的同时也在加强融资渠道创新。直接融资方面，公司从 2016 年开始探索资产证券化融资方式，通过产品结构的设计，公司可以将资产支持证券专项计划作为不合并的结构化主体，以此来控制风险资产在净资产中的占比指标，释放更多资本金额度来开展新业务。截至 2017 年末，公司发行 1 期资产支持证券，1 期资产支持票据，金额合计为 22.47 亿元。截至 2017 年末，公司购买资产支持证券的次级部分 3.31 亿元。同时，由于优先级的购买方为金融机构等，具有潜在的较高安全性要求，因此公司仍需关注与基础资产质量相关的经营风险。未来公司拟通过发行中期票据、超短期融资券等继续调整债务结构，进一步提高中长期债务比例，以满足长期业务需求。

总体来看，公司自成立以来逐步拓宽融资渠道，负债结构持续优化。未来随着金融市场主体多元化、价格市场化、以及金融机构之间的竞争日趋激烈，公司需持续加强金融创新，降低融资成本，为业务的快速发展提供资金及流动性支持。

风险管理

在组织架构方面，国控租赁建立了包括董事会、高级管理层和各职能部门组成的风险管理组织架构。董事会对公司全面风险管理工作负最终责任，负责有效地识别、管理并处置公司面临的各类风险。高级管理层是公司日常信用风险管理

的决策层，主要负责执行董事会制定的风险管理战略，具体管控公司各项业务所承担的风险。公司设有项目评审委员会（以下简称“评审会”），其中医疗系统事业部内部设立评审会，负责项目评审工作。具体来看，信审部主要负责信用风险管理；资金部主要负责市场风险和流动性风险管理，各职能部门负责本部门内的操作风险管理工作。在制度建设方面，国控租赁按照公司风险管理要求，制定了《全面风险管理办法》，同时制订了《公立医疗机构客户授信管理办法》、《医疗机构客户现场考察操作指引》、《集团内部保理业务管理办法》、《保理业务授信管理办法》和《资产分类认定管理办法》等管理办法和操作指引，具体覆盖项目立项、尽职调查、项目审批和资产管理等主要业务环节。

信用风险管理方面，公司《全面风险管理办法》制定审批决策委员会机制。资金类业务需经公司审批决策委员会评议，事业部授权内项目按事业部规定进行审批。公司审批决策委员会对资金类项目通过与否具有最终决定权。公司审批决策委员会成员中业务部门总监/副总监为对应项目所属部门负责人，具体成员包括：公司总经理、分管业务部门副总经理/总经理助理、分管信审部门副总经理/总经理助理、财务总监、项目对应业务部门负责人、信审部部长、法律合规部部长、资产管理部部长、资金部部长、商务部部长。公司审批决策委员会至少需要超半数以上评委出具“同意”或者“有条件同意（相关条件必须满足）”意见，项目才可继续推进。上会前，业务及信审人员进行项目沟通，判定项目是否可继续推进，沟通结果若为项目可行，则业务就初步方案与客户达成初步共识，并协助获取信审所需资料。信审经办在获取完整资料后完成项目资信评估报告、出具信审建议。财务部负责对每个项目的报价进行审核，审批通过后，项目方可进入上会阶段。会议期间，经办项目经理、信审经办以现场会议的形式进行分别汇报，评委根据现场汇报情况出具意见，填写《授信评议表》，并给出评议意见结论，结论分为：同意、有条件同意、否决。会议以评委出具的意见结论，最终以《审批

¹ 冲减递延费用后的金额，下文同。

决策委员会评审结论表》的形式留存在项目流程内。

市场风险管理方面，公司目前大部分租赁项目的交易条件中约定，对以人民币贷款利率为基准利率的租赁合同，租赁利率随央行公布的同期基准利率做出调整，以最大限度地降低公司因央行调息而可能面临的利率风险。此外，公司目前暂无外币资产及负债，汇率风险可控。

流动性风险管理方面，公司将现金流量缺口管理作为识别、计量和监测流动性风险的重要工具，并通过资金头寸管理预测未来的现金流量进行流动性风险管理，目前公司的现金流预测最长可涵盖未来一年的资金安排，具体涉及刚性及预测性的资金收支。此外公司流动性风险管理的方式还包括流动性风险压力测试和设置流动性应急计划等。公司目前的融资渠道主要为银行借款，公司加强与各大国有大型银行、股份制银行合作，截至 2017 年末，公司已取得授信 195.69 亿元，其中尚未使用的授信 103.19 亿元。此外，国控租赁积极开拓新的融资渠道，公司通过盘活存量资产实现融资，2016 年以来资产证券化项目持续发行。目前公司还计划通过在银行间市场发行中期票据、超短期融资券以保持公司流动性。

中诚信国际认为，国控租赁初步搭建了适应自身目前发展阶段的风险管理组织架构和制度体系。在业务开展过程积累了一定的经验，已形成了一套有效的信用风险管理机制，公司业务开展过程中风险总体可控。但随着业务规模和范围的逐步扩大，相应风险管理制度有待持续制度化和细化；同时，全面风险管理体系的建设、流动性风险的系统建设及操作风险的日常监控仍有待完善。

财务分析

以下关于国控租赁财务状况的分析基于国控租赁提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2015 年财务报告和经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2016 年和 2017 年财务报告。已审计财务报告均由会计师事务所出具了标准无保留意见。

2016 年度新设立并纳入合并报表范围的子公司包括国药控股医融实业（上海）有限公司。2017 年度新设立并纳入合并报表范围的子公司包括国药控股（杭州）投资管理有限公司。

盈利能力及经营效率

国控租赁自成立以来，租赁业务规模快速增长，2015-2017 年，应收融资租赁款净额（扣除未确认融资收益）三年复合增长率为 141.49%，截至 2017 年末，应收融资租赁款净额为 102.16 亿元，较上年末增长 89.86%，融资租赁收入/平均应收融资租赁款净额较上年上升 0.51 个百分点至 8.66%。受上述因素共同影响，公司全年实现融资租赁收入 6.76 亿元，同比增加 132.47%，是公司主要的收入来源。

融资成本方面，公司的融资来源包括银行借款、租赁保证金及发行资产支持证券等，其中银行借款是最主要的融资来源，截至 2017 年末，公司银行借款金额为 92.44 亿元，在总融资中的占比为 98.32%。受国内融资市场资金面趋紧以及公司直接融资渠道拓宽等因素影响，公司融资成本呈上升趋势，2017 年公司利息支出/平均付息负债为 4.66%，较 2016 年上升 1.20 个百分点。全年发生利息支出 3.17 亿元，较 2016 年增加 221.59%。

非融资租赁收入方面，主要收入来源包括少量保理业务收入、银行存款利息收入、贷款利息收入和子公司业务收入。2017 年公司实现保理业务收入 0.19 亿元，贷款利息收入 0.04 亿元，银行存款利息收入 0.04 亿元、子公司业务收入 0.17 亿元，其中子公司业务收入主要包括医疗器械销售、技术咨询服务收入等。公司目前尚未开展经营租赁业务。受上述因素共同推动，公司净营业收入保持较快增长，2017 年全年实现净营业收入 3.93 亿元，同比增长 101.75%。

由于国控租赁成立时间较短，受业务持续快速发展、办公场地和人员增加等因素影响，业务及管理费用逐年上升。2017 年公司发生业务及管理费用 1.13 亿元，同比增长 82.80%。但得益于收入的快速增长，公司成本收入比呈下降趋势，2017 年公司成本收入比为 28.79%，较 2016 年下降 2.99

个百分点。由于公司成立时间较短，仍处于业务快速发展阶段，公司未来的成本收入比上升压力仍然存在，但鉴于国药控股集团对公司成本的管控及公司自身经营效率的提升，长期来看其成本收入比将趋于稳定。受收入和支出两方面因素共同作用，2017年公司实现拨备前利润2.73亿元，较2016年增长107.98%。

公司成立至今资产质量保持良好，拨备压力较小。公司基于审慎拨备原则，2017年计提资产减值损失0.44亿元，较2016年增长25.38%，其中计提的应收融资租赁款减值损失为0.40亿元。受此影响，2017年公司实现净利润1.81亿元，较2016年增长153.48%。截至2017年末，公司平均资产回报率为1.88%，与上年持平，平均资本回报率为8.34%，较2016年下降1.35个百分点，盈利能力整体保持在较好水平。

中诚信国际认为，国控租赁自成立以来专业

技术水平、行业经营经验、品牌实力以及融资能力均不断增强，并且依托股东国药控股的资源和渠道优势，逐渐实现多元化发展，资产和业务规模持续快速增长，盈利水平稳步提升。同时租赁行业巨大的发展空间以及外部环境的逐步改善为公司的发展和盈利能力的进一步提高提供了广阔的发展前景。不过，国控租赁未来的盈利增长仍可能受到以下不利因素的影响：一是受到全球经济环境不稳定和国内宏观经济持续“L”型底部运行影响，部分行业可能面临一定考验，未来或将面临资产质量下行风险，进而对盈利水平产生不利影响；二是随着市场竞争的加剧、利率市场化的推进以及“去杠杆”背景下同业资金成本的上升，利差空间可能受到进一步挤压；三是租赁资产行业结构较为集中，易受政策和经济波动影响，或将对公司盈利能力的持续增长产生负面影响。

表 8：2015-2017 年主要盈利指标（金额单位：亿元）

	2015	2016	2017
融资租赁净收入	0.37	1.92	3.59
非融资租赁净收入	0.06	0.03	0.34
净营业收入	0.43	1.95	3.93
拨备前利润	0.20	1.31	2.73
净利润	0.02	0.71	1.81
融资租赁收入/平均应收融资租赁款净额(%)	--	8.15	8.66
利息支出/平均付息负债(%)	--	3.46	4.66
拨备前利润/平均总资产(%)	--	3.46	2.83
拨备前利润/平均所有者权益(%)	--	17.77	12.55
平均资产回报率(%)	--	1.88	1.88
平均资本回报率(%)	--	9.69	8.34
成本收入比(%)	51.64	31.78	28.79

资料来源：国控租赁，中诚信国际整理

资产质量

由于公司定位于股东国药控股体系内成员单位及其上下游医疗服务企业、公共服务企业等优质客户，在经济下行时期有较强的风险抵御能力，且得益于公司较为严格的风险控制措施和较高且谨慎的业务准入标准，国控租赁成立以来资产质量保持优良，截至目前，公司租赁资产均为正常类资产。同时，公司按照监管要求计提资产减值损失准备，减值准备余额逐年提升，2017年公司

计提应收融资租赁款减值准备0.40亿元，较去年增加0.05亿元。截至2017年末，融资租赁款减值准备余额为0.93亿元，较年初增加0.40亿元。

从客户集中度风险来看，国控租赁中小客户较多，业务较为分散，集中度风险较低。截至2017年末，国控租赁最大单一、最大十家客户融资分别为2.24亿元和16.89亿元，分别占应收融资租赁款净值的2.22%和16.69%，分别较年初下降1.06和个8.58个百分点。

中诚信国际认为，国控租赁自成立以来，资

产质量保持优良，但由于我国经济增长仍面临一定压力，部分行业信用风险依然存在，资产质量存在潜在压力，未来随着公司业务范围的不断扩大仍需关注并加强对租赁资产投放的行业研究以及风险定价能力。

流动性

国控租赁的资产以应收融资租赁款为主，截至 2017 年末，应收融资租赁款净值占资产总额的 74.59%。应收融资租赁款总额中 1 年以内应收融资租赁款占比为 71.93%（不含逾期）。截至 2017 年末，高流动性资产/总资产为 16.43%，较上年末上升 12.88 个百分点，高流动性资产占比处于较高水平。

从融资结构看，截至 2017 年末，公司总融资 94.02 亿元，较上年末增长 112.36%，其中银行借款余额、租赁保证金占比分别为 98.32% 和 1.68%。从期限上看，截至 2017 年末，银行存款中中短期借款占比为 42.87%，较年初上升了 0.09 个百分点，长期借款占比为 57.13%，资产负债期限较为匹配。截至 2017 年末，应收融资租赁款净额/总债务为 1.11 倍，应收融资租赁款净值/总债务为 1.10 倍，分别较年初降低 0.11 倍和 0.12 倍。

截至 2017 年末，公司获得 30 余家金融机构授信 195.69 亿元。此外，公司不断拓展融资渠道，通过发行资产支持证券增加中长期负债占比，截至 2017 年末，公司已在全国银行间债券市场成功发行 1 笔资产支持证券，发行金额 7.51 亿元，期限为 5 年期；成功发行 1 笔资产支持票据，发行金额 14.96 亿元，期限为 5 年期。未来，公司仍计划通过发行中期票据、超短期融资券以及资产支持证券等方式积极探索融资来源，不断拓宽融资渠道，优化负债结构，防范流动性风险。

总体来看，公司的融资来源逐步多元化，资产负债的期限较为匹配，同时租赁资产质量保持良好，整体流动性风险较为可控。未来公司应继续加强流动性风险监测和研究，增强租赁业务现金流收入稳定性，进一步降低流动性风险。

表 9：2015-2017 年末流动性指标（%）

	2015	2016	2017
--	------	------	------

高流动资产/总资产	1.28	3.55	16.43
应收融资租赁款净额/总债务 (X)	1.32	1.23	1.11
应收融资租赁款净值/总债务 (X)	1.30	1.22	1.10

资料来源：国控租赁，中诚信国际整理

资本充足性

国控租赁成立时初始注册资本为 5 亿元，为了支撑国控租赁未来的业务增长，自公司成立以来，国药控股、国药控股香港、上海溥慧企业管理合伙企业、深圳峰顺投资企业（有限合伙）以及其他四家企业累计对公司出资 20 亿元，公司的资本实力持续增强。截至 2017 年末，公司注册资本增加至 25 亿元。由于公司自成立以来保持较好的盈利能力，净利润持续增长，公司资本内生能力较强。但由于业务规模的快速增长，截至 2016 年末，公司风险资产/净资产倍数为 5.70 倍，较 2015 年末上升了 1.94 倍。2017 年，公司通过引入战略投资者实现增资，截至 2017 年末，公司风险资产/净资产倍数较上年末下降 2.31 倍至 3.39 倍。此外，公司未来计划于 2018 年年底继续增资 10 亿元人民币，资本充足性水平将得到进一步提升。

总体来看，公司自成立以来业务发展迅速，债务融资规模逐年增加，且由于资本金持续补充，资本充足水平较高，公司业务发展空间较大。

表 10：2015-2017 年末资本充足水平（金额单位：亿元）

	2015	2016	2017
风险资产总计（亿元）	18.85	55.48	114.36
净资产（亿元）	5.02	9.73	33.69
风险资产/净资产 (X)	3.76	5.70	3.39

资料来源：国控租赁，中诚信国际整理

外部支持

国控租赁于 2015 年由国药控股发起设立，成立之初国药控股及其全资子公司国药控股香港分别持有国控租赁 70% 和 30% 的股份，国药控股为国控租赁实际控制人。后经过 3 次增资扩股，截至 2017 年末，国药控股及其下属子公司合计持有国控租赁 36% 的股份，为公司第一大股东。

国药控股股份有限公司的前身为“国药集团医药控股有限公司”，是由中国医药集团总公司及上海复星产业投资有限公司于 2003 年 1 月成立的有限责任公司。后经多次增资扩股及股权变更，

截至 2017 年 9 月末,国药控股注册资本增至 27.67 亿元,国药集团为其最终控股公司。

国药控股主营业务包括中药材、中成药、中药饮片、化学原材料、生化药品等的产销;医药企业受托管理、资产重组;医药实业投资项目咨询服务等。作为中央医药储备定点单位,国药控股还承担着全国重大灾情、疫情、事故的急救供应工作。国药控股通过多年来的发展,已在全国 32 个省、自治区、直辖市建立了中国最大的、直达终端的药品分销、零售连锁和物流配送网络,是中国最大的药品、医疗保健产品分销商及领先的供应链服务提供商。截至 2017 年 9 月末,国药控股总资产 1,805.55 亿元,所有者权益 493.28 亿元,前三季度实现营业总收入 2,086.31 亿元,净利润 54.61 亿元。

国控租赁作为国药控股旗下专业从事融资租赁和保理业务的子公司,在资本补充、业务来源、专业技术提升等方面均获得国药控股的大力支持。此外,国药控股自身盈利性较好,近年来对

国药集团利润贡献稳定,是国药集团营业收入的重要来源之一。因此,中诚信国际认为,国药控股具有较强的能力和意愿对国控租赁给予支持,并将此支持因素纳入本期中期票据的评级考虑。

过往债务履约情况

根据公司提供资料,截至 2017 年末,公司银行借款和其他债务均能够到期还本、按期付息,未出现延迟支付本金和利息的情况。

结论

综合上述对国控租赁在市场定位、管理及战略、业务运营、风险管理、财务基本面以及股东支持意愿和能力等方面的分析,中诚信国际评定国药控股(中国)融资租赁有限公司主体信用等级为 **AA⁺**,评级展望为稳定;评定其拟发行的国药控股(中国)融资租赁有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于国药控股（中国）融资租赁有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

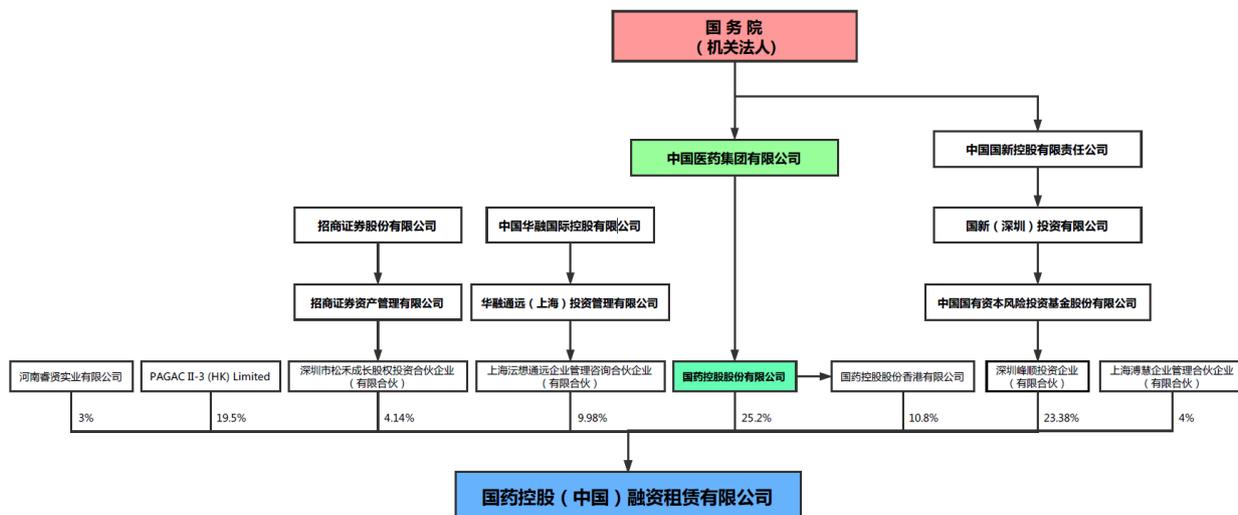
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

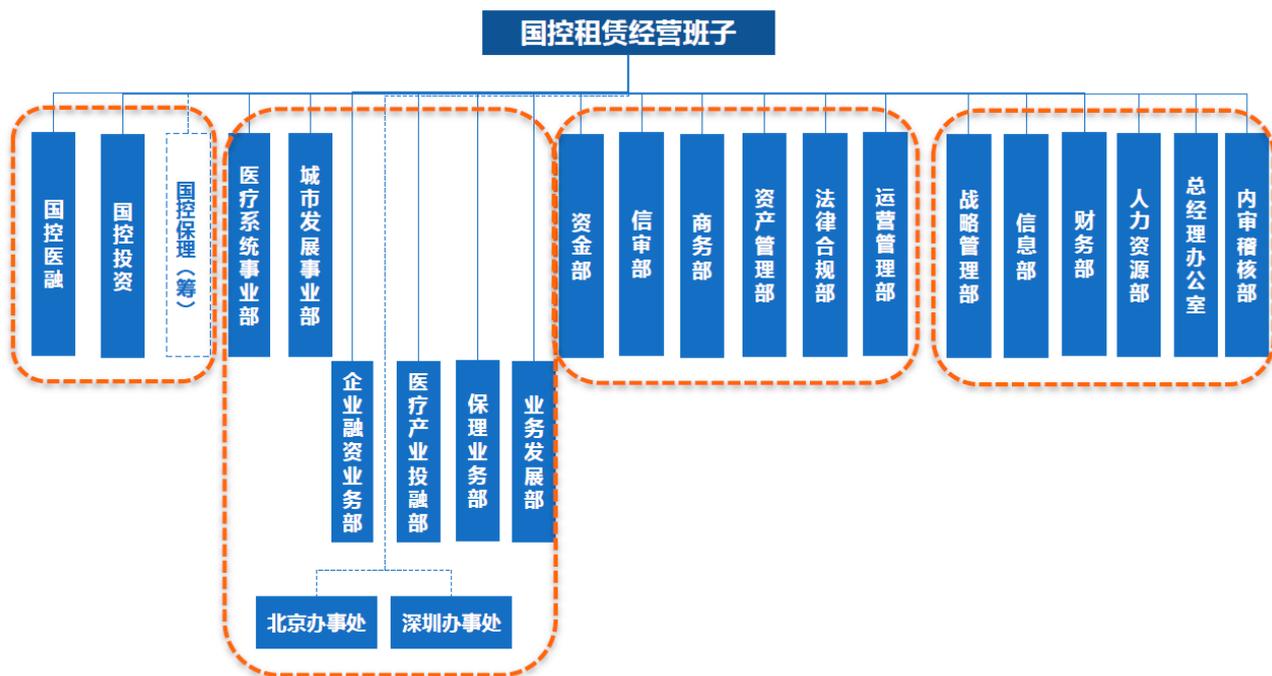
2018 年 6 月 8 日

附一：国控租赁股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：国控租赁

附二：国控租赁组织架构图（截至 2017 年末）



资料来源：国控租赁

附三：国控租赁主要财务数据及主要财务指标

财务数据（人民币百万元）	2015	2016	2017
货币资金	24.07	202.07	2,230.05
对同业债权	0.00	0.00	0.00
应收融资租赁款总额	2,206.97	6,338.76	11,950.49
应收融资租赁款净额	1,751.84	5,381.01	10,216.21
应收融资租赁款净值	1,734.30	5,328.05	10,122.80
经营性租赁资产	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.89	1.72	2.82
总资产	1,886.71	5,699.47	13,571.92
短期债务	298.30	1,462.71	3,963.12
长期债务	1,033.12	2,895.38	5,280.94
总债务	1,331.42	4,358.10	9,244.06
总负债	1,385.02	4,726.32	10,202.73
所有者权益	501.69	973.16	3,369.18
融资租赁净收入	36.82	192.13	358.83
非融资租赁净收入	6.18	2.72	34.27
净营业收入	43.00	194.85	393.10
拨备前利润	19.94	131.05	272.57
应收融资租赁款减值损失	(17.54)	(35.42)	(40.45)
利润总额	2.40	95.63	242.11
净利润	1.69	71.47	181.16
财务指标（%）	2015	2016	2017
融资租赁收入/平均应收融资租赁款净额	--	8.15	8.66
利息支出/平均付息负债	--	3.46	4.66
拨备前利润/平均总资产	--	3.46	2.83
拨备前利润/平均所有者权益	--	17.77	12.55
平均资产回报率	--	1.88	1.88
平均资本回报率	--	9.69	8.34
应收融资租赁款不良率	0.00	0.00	0.00
应收融资租赁款减值准备/不良应收融资租赁款	--	--	--
风险资产/净资产（X）	3.76	5.70	3.39
资产负债率	73.41	82.93	75.18
总债务/总资本	72.63	81.75	73.29
高流动资产/总资产	1.28	3.55	16.43
应收融资租赁款净额/总债务（X）	1.32	1.23	1.11
应收融资租赁款净值/总债务（X）	1.30	1.22	1.10

附四：基本财务指标的计算公式

拨备前利润=利润总额+风险资产呆账损失-营业外收支净额-以前年度损失调整

应收融资租赁款净值=应收融资租赁款总额-未实现融资收益-减值准备

应收融资租赁款净额=应收融资租赁款总额-未实现融资收益

短期债务=短期借款+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券+拆入资金+卖出回购金融资产

长期债务=长期借款（一年以上到期）+应付债券（一年以上到期）+股东存款

总债务=付息负债=短期债务+长期债务

总融资=总债务+租赁保证金

总资本=总债务+所有者权益

融资租赁净收入=融资租赁收入-借款利息支出

净营业收入=利息净收入+非利息净收入

高流动性资产=现金及贵金属+对央行的债权+对同业的债权+交易性金融资产+可供出售类金融资产+衍生金融资产

平均资本回报率=净利润/[(当期末净资产+上期末净资产)/2]

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

融资租赁净收入占比=融资租赁净收入/净营业收入

成本收入比=业务及管理费用/净营业收入

应收融资租赁资产不良率=不良应收融资租赁资产/应收融资租赁资产合计

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，信用风险较高。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。