

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0006号

国泰租赁有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 国泰债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级上调贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时上调“20 国泰债”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
信评委主任

二〇二三年三月六日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



东方金诚国际信用评估有限公司
2023年3月6日

国泰租赁有限公司主体 及“20国泰债”2023年度不定期跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2023/3/6	AA+/稳定	李倩	吴仁迪

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
20 国泰债	AAA	AA+	规模及竞争力	资产规模	12.00	9.28
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。				租赁业务竞争力	10.00	8.00
				融资渠道多样性	10.00	7.00
主体概况			风险管理水平	不良率	12.00	7.69
				拨备覆盖率	10.00	4.19
				流动比率	8.00	7.46
国泰租赁是山东省国资委实际控制的融资租赁公司，资本实力位居融资租赁行业前列。公司主要经营融资租赁、贸易以及投资业务，经营区域以山东为主并逐步覆盖江苏、浙江等发达地区，具有一定品牌知名度。			盈利及资本充足性	净资产收益率	10.00	6.41
				净资产	16.00	13.16
				风险资产/净资产	12.00	10.93
			调整因素	无		
			个体信用状况		aa	
			外部支持		+2	
			评级模型结果		AAA	

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

跟踪期内，国泰租赁的租赁业务规模增长较快，新增投放以基础设施建设、水利环境管理等行业为主，带动公司营业收入快速增长，盈利指标持续提升。公司于2022年11月获得增资30.00亿元，资本实力大幅增强。资本实力的增强以及盈利的提升，进一步增强了公司风险抵补能力。但公司租赁项目的区域及行业集中度依然较高，在贵州、广西等地的部分租赁客户债务压力增加，资产质量仍存下行压力。

外部支持方面，国泰租赁是国惠投资租赁业务的运营主体，且对国惠投资的利润贡献度高，国惠投资在资本金注入、关联借款、流动性等方面给予了公司持续的支持。

综合分析，东方金诚上调国泰租赁主体信用等级至AAA，评级展望为稳定，上调“20国泰债”信用等级至AAA。

同业对比（单位：亿元、倍、%）

	国泰租赁	中交租赁	国药控股租赁	华润租赁	大唐租赁
资产总额	358.38	515.91	387.40	264.08	267.43
应收融资租赁款净额	245.54	449.54	312.42	209.75	223.63
负债总额	279.36	407.97	327.96	226.85	199.22
所有者权益	79.01	107.94	59.44	37.23	68.21
营业收入	58.45	33.66	25.75	15.48	11.70
净利润	6.08	7.49	7.05	4.01	1.14
流动比率	1.61	1.15	1.18	0.65	1.07
净资产收益率	7.08	7.22	12.61	11.39	1.63
应收融资租赁资产不良率	1.73	0.01	1.04	0.40	1.97
风险资产/净资产	4.08	4.73	5.99	6.85	3.85

数据来源：国泰租赁提供、对比组2021年度报告，东方金诚整理

注：本表选取的对比组公开级别均为 AAA。

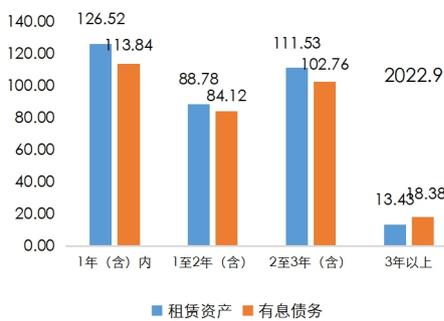
主要指标及依据（单位：亿元、倍、%）

资产规模与营业收入¹



项目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
资产总额	249.87	276.05	358.38	422.89
所有者权益	73.63	92.84	79.01	69.12
应收融资租赁款净额	155.19	161.71	245.54	307.49
有息债务	152.87	155.20	247.54	319.10
营业总收入	26.50	24.78	58.45	80.62
投资收益	1.98	2.14	2.47	2.52
净利润	4.42	5.13	6.08	7.63

2022年9月末资产负债期限结构



短期债务占比	37.01	24.48	36.71	35.68
应收融资租赁资产不良率	2.21	1.99	1.73	1.34
拨备覆盖率	85.71	89.37	126.43	134.11
流动比率	1.16	2.07	1.61	1.62
净资产收益率	6.39	6.16	7.08	-
风险资产/净资产	3.08	2.73	4.08	5.68

注：表中数据来源于国泰租赁 2019 年~2021 年的审计报告、2022 年 9 月末财务报表及公司提供的资料。

优势

- 国泰租赁为山东省国资委实际控制的融资租赁公司，2022 年 11 月获得股东国惠投资和山东盐业合计货币增资 30.00 亿元，增资后公司的实收资本达到 80.00 亿元，资本实力升至行业前列；
- 跟踪期内，公司加大基础设施建设、水利环境管理等板块业务投放，租赁业务结构持续调整和优化，行业和客户覆盖范围面拓宽，租赁业务规模和收入保持快速增长；
- 公司在利润增长的趋势下加大了拨备计提力度，拨备覆盖率逐步上升至 100% 以上，风险抵补能力明显增强；
- 公司控股股东国惠投资为山东省国资委全额出资组建的省级服务平台，综合实力极强，能够在业务发展、资本补充以及流动性等方面给予公司持续的支持。

关注

- 公司租赁项目的区域及行业集中度依然较高，在贵州、广西等地的部分租赁客户债务压力增加，资产质量仍存下行压力；
- 公司持有的投资资产以上市公司股票为主，2022 年公允价值的波动导致公司其他综合收益下降程度较大。

评级展望

增资后，预计国泰租赁业务投放量将持续增长，未来投资、实业与租赁板块协同将促进公司营业收入和利润的增加。综上，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《东方金诚融资租赁公司信用评级方法及模型（RTFF004202208）》

历史评级信息

¹ 各项业务收入=营业收入+投资收益+资产处置收益+其他收益

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2022/6/24	张丽、吴仁迪	《融资租赁公司信用评级方法 (RTFF004202004) 》	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2020/3/16	张丽、陈群	《融资租赁公司信用评级方法 (RTFF004201907) 》	阅读原文

注：以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 国泰债	2022/6/24	5.00 亿元	2020/6/5-2023/6/5	-	-

跟踪评级原因

2022年11月,山东国惠投资有限公司与山东省盐业集团有限公司对国泰租赁有限公司(以下简称“国泰租赁”或“公司”)合计增资30.00亿元,增资后公司的实收资本达到80.00亿元。基于上述增资事项,东方金诚国际信用评估有限公司(以下简称“东方金诚”)根据信用评级相关制度实施了本次不定期跟踪评级。

主体概况

国泰租赁 2022 年获得现金增资 30.00 亿元,控股股东仍为国惠投资,实际控制人仍为山东省国资委

国泰租赁成立于2007年2月,是由新汶矿业集团有限公司(以下简称“新矿集团”)、山东新矿投资控股集团有限公司和山东华源矿业集团有限公司三家国有企业共同发起设立的全国性融资租赁试点企业,初始注册资本5.00亿元。成立以来,经过多次增资扩股和股权转让,截至2021年末,公司实收资本增加至50.00亿元,山东国惠投资控股集团有限公司(以下简称“国惠投资”)和山东省盐业集团有限公司(以下简称“山东盐业”)持股比例分别为82.30%和17.70%。2022年11月,国惠投资和山东盐业合计货币增资30.00亿元,增资后公司的实收资本达到80亿元,各股东的持股比例保持不变。公司控股股东为国惠投资,实际控制人为山东省国资委。

图表 1: 截至报告出具日国泰租赁股东持股情况(单位:亿元、%)

序号	股东名称	股东简称	出资额	持股比例
1	山东省盐业集团有限公司	山东盐业	14.16	17.70
2	山东国惠投资控股集团有限公司	国惠投资	65.84	82.30
合计			80.00	100.00

资料来源:国泰租赁提供,东方金诚整理

公司治理方面,2022年以来公司高管未发生变动,整体战略规划落实情况较好,公司章程将注册资本更新为80亿元。

2021年国泰租赁新设1家子公司国泰大搜车(天津)融资租赁有限公司,并将山东国泰实业有限公司、山东泰正投资有限公司等16家子公司通过无偿划转的方式转出。截至2022年9月末,公司已经将房地产、基础设施建设相关板块全部转出,营业收入主要由贸易业务和租赁业务组成。

图表 2: 截至 2022 年 9 月末公司主要境内子公司概况(单位:亿元、%)

企业名称	成立时间	注册资本	直接持股比例	主营业务
昆仑融资租赁(深圳)有限公司	2017-02-23	10.00	75.00	融资租赁

昆仑融资租赁（天津）有限公司	2017-03-16	10.00	75.00	融资租赁
国泰租赁（安徽）有限公司	2018-03-06	10.00	75.00	融资租赁
上海杉玺投资管理有限公司	2016-01-05	2.00	95.00	投资管理
济南祥瑞投资有限公司	2018-06-12	2.00	100.00	投资管理
烟台陆港贸易有限公司	2018-12-11	0.05	100.00	贸易经济和代理
瀚惠贸易（泰安）有限公司	2019-12-23	0.15	100.00	货物及技术进出口贸易
青岛国泰智城国际贸易有限公司	2020-07-27	0.50	100.00	批发业
青岛国泰大成国际贸易有限公司	2020-09-21	1.00	100.00	批发业
济南润惠国际贸易有限公司	2020-11-12	2.00	100.00	贸易
国泰大搜车（天津）融资租赁有限公司	2021-12-15	10.00	20.00	融资租赁

资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

国泰租赁于2020年6月在上海证券交易所发行5.00亿元一般公司债，债券简称“20国泰债”，发行总额为5.00亿元，债券期限为3年，偿还方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券募集资金扣除承销费后全部用于偿还有息债务、补充营运资金，符合募集说明书中的资金用途。公司于2022年6月6日支付了自2021年6月5日至2022年6月4日期间的利息。

个体信用状况

经营环境

宏观经济和政策环境

疫情冲击缓和叠加稳增长政策发力显效，2022年三季度经济增速明显反弹；四季度GDP同比将进一步向正常增长水平靠拢，国内高通胀风险不大

三季度GDP同比增速达到3.9%，较上季度大幅回升3.5个百分点，主要源于当季新增病例明显减少，疫情冲击缓和，加之稳住经济大盘一揽子政策及接续政策持续发力，带动经济转入较为稳定的回升过程。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，三季度疫情缓和背景下，商品和服务消费拉动力由负转正；稳增长政策发力推动基建投资大幅提速，有效对冲房地产投资下滑带来的影响，投资对经济增长的拉动力进一步增强；另外，三季度出口整体保持强势，贸易顺差创历史新高，净出口对国内经济增长的拉动力继续保持较高水平。

需要指出的是，三季度经济增速与“5.5%左右”的正常增长水平还有一段距离，加之美欧经济衰退阴影渐浓，外需对国内经济增长的拉动力趋于弱化，为推动经济保持回升向上势头，提振内需的迫切性增加，特别是当前居民消费偏弱局面亟待改善。展望四季度，在疫情得到稳定控制的前景下，消费还有较大修复空间，基建投资有望保持两位数高增，房地产投资拖累效应趋于缓和。综合以上，预计四季度宏观经济有望延续回升势头，GDP同比增速将升至4.5%

至 5.0%左右，进一步向常态增长水平靠拢。整体上看，预计全年 GDP 同比将在 3.5%左右。

主要受“猪周期”处于价格较快上升阶段影响，三季度 CPI 同比增速升至 2.7%，接近年初设定的“3.0%左右”的控制目标。但扣除食品和能源价格、更能体现整体物价水平的核心 CPI 同比仅为 0.7%。这意味着当前物价形势整体稳定，背后是居民消费持续偏弱，以及疫情以来货币政策宽松有度，始终坚持不搞大水漫灌。预计四季度 CPI 同比上破 3.0%的可能性不大，核心 CPI 仍将处于低位，近期 PPI 同比快速下行也有助于稳定物价大局。未来一段时间通胀形势仍将是国内外经济基本面的主要差别之一，这是当前国内宏观政策能够坚持“以我为主”的主要原因。

四季度宏观政策将保持稳增长取向，财政政策还有发力空间，货币政策将更加注重内外平衡，政策性降息的可能性较小

前三季度基建投资（宽口径）同比增速达到 11.2%，显著高于去年全年 0.4%的增长水平；10 月增发 5000 多亿元专项债开闸，并将在月内发完。这意味着今年基建稳增长显著发力，四季度基建投资将继续保持两位数高增。另外，财政政策在促消费和推动楼市回暖方面也有较大空间。值得一提的是，今年政策面始终对地方政府隐性债务风险保持高压态势，主要通过启用政策性金融工具替代城投平台，推动基建投资提速。货币政策方面，近期受美联储持续快速加息影响，中美利差倒挂幅度加大，人民币出现脱离美元走势的较快贬值苗头，稳汇率在货币政策权衡中的比重增加。预计四季度再度实施政策性降息的可能性不大。不过，为推动楼市尽快回暖，年底前 5 年期 LPR 报价大概率会单独下调；监管层将继续引导资金面处于较为充裕水平，为推动经济进一步回升提供支持性的货币金融环境。

行业分析

融资租赁行业监管趋严，租赁业务增速放缓，行业分化加剧，部分实力较弱的中小租赁公司经营压力加大

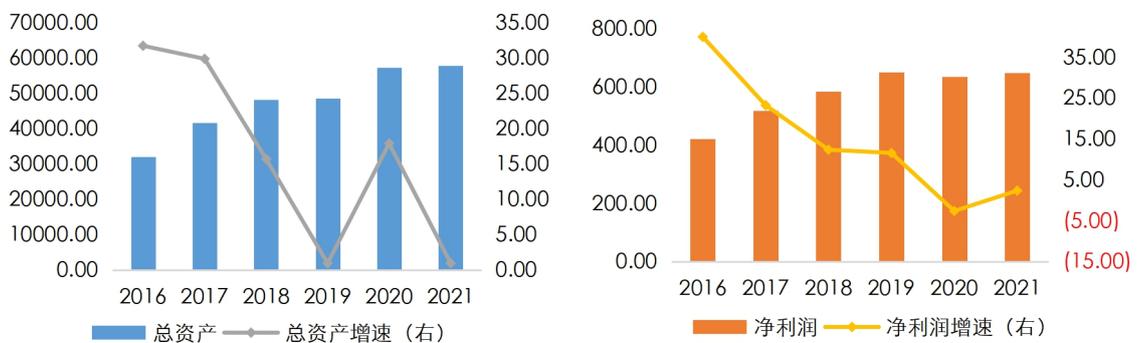
2020 年 6 月，中国银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（“以下简称《办法》”），对融资租赁业务范围、租赁物、客户集中度和杠杆倍数等进行限定，预计短期内行业将加速出清空壳公司，过度依赖通道业务、集团业务或单一客户的融资租赁公司结构调整压力较大。2021 年以来，广东、江苏、上海、浙江、湖南等地参照《办法》制定本地区《融资租赁公司监督管理实施细则》/《暂行办法》，将对融资租赁公司进行监管评级、分类监管，并指出对于符合国家及相关政策导向的领域，可结合监管评级适当调整业务集中度和关联集中度。此外，银保监会于 2020 年 7 月发布了《金融租赁公司监管评级办法（试行）》，监管评级将作为衡量金融租赁公司经营管理能力、风险程度的重要依据，资本实力和风险管理能力较强的头部银行系金融租赁公司将实现差异化竞争优势，部分金融租赁公司存在股东重组、业务整改等压力。受行业监管趋严影响，预计融资租赁行业增速将明显放缓且分化加剧。

在国内外宏观经济下行、租赁公司下游客户产业转型升级背景下，融资租赁公司资产端压力持续上行，叠加 2020 年以来飞机租赁等业务受全球疫情拖累，预计行业不良率将抬升、拨备计提压力同步上升。同时，监管要求融资租赁公司完善风险管理制度、资产分类和准备金制度，

加强风险防范，构建融资租赁公司监管评级指标体系；在金融租赁公司监管评级中分别赋予管理质量、风险管理以 25%、35% 的风险权重，行业风险管理压力加大。疫情反复背景下，不同类型的租赁公司资产质量分化将加剧，客户准入把控不严、存量项目风险管理能力较弱的中小型融资租赁公司存在较大的资产质量恶化的风险。

业务增速放缓以及资产质量下行导致拨备计提压力增加，叠加部分租赁公司股东重组、经营大幅亏损等影响，预计短期内融资租赁公司盈利指标仍将进一步分化。部分风控能力较强或主要开展集团内业务的大型租赁公司将受益于市场环境宽松、资产端定价和资产管理优势，盈利能力将保持行业前列，中小型租赁公司的盈利表现相对趋弱。此外，监管对融资租赁公司杠杆倍数要求进一步提高、将资本管理纳入金融租赁公司监管评级要素中，部分租赁公司存在一定的资本补充压力。

图表 3：样本融资租赁公司资产和盈利变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：样本公司公告，东方金诚整理

注：样本为发行债券且公布财务数据的 97 家融资租赁公司（含 44 家金融租赁公司）

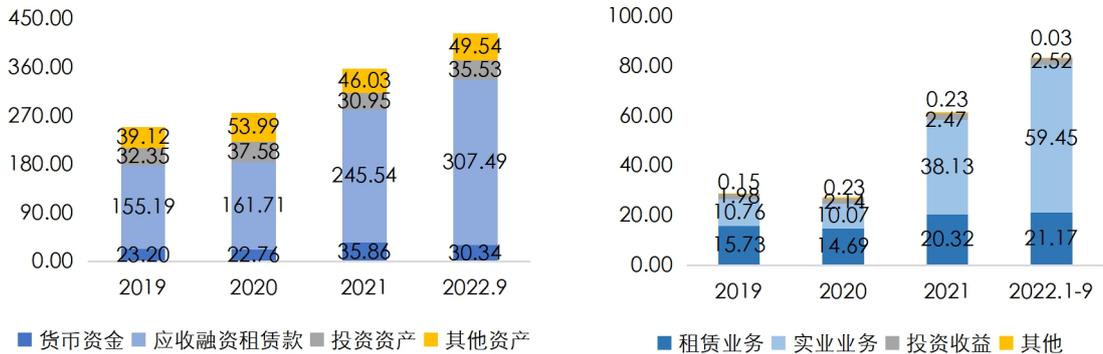
业务运营

跟踪期内，公司租赁业务结构持续调整和优化，行业和客户覆盖范围面拓宽，营业收入持续增长

国泰租赁以租赁业务为主业，逐步形成以环渤海、长三角、珠三角区域为重点区域，中部、西南区域为次重点区域的全国业务布局，租赁行业和客户覆盖范围逐步拓宽。同时，公司协同发展实业和投资业务板块，其中公司实业业务在房地产业务剥离后以贸易业务为主，收入结构上亦主要由上述三大板块构成。截至 2022 年 9 月末，公司总资产 422.89 亿元，租赁资产占比¹为 72.71%，资产规模在融资租赁行业中排名中等水平。2022 年 1~9 月，公司租赁、实业和投资板块收入占营业总收入的比重分别为 25.47%、71.50%和 3.03%。同期，公司租赁、实业和投资板块毛利润占总毛利润的比重分别为 99.00%、0.12%和 0.88%。

¹ 根据 2021 年 12 月 1 日山东省地方金融监督管理局出台的《山东省融资租赁公司监督管理暂行办法》，融资租赁公司融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%。此处统计的租赁资产包含少量委托贷款，租赁资产未扣除减值准备，不包含未实现融资收益。

图表 4：公司资产规模和各项收入²构成（单位：亿元）



资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

注：本表中投资资产包括长期股权投资资产，图表中的“各项收入—其他”主要是固定资产处置收益等。

租赁业务

跟踪期内，公司加大了对江苏、广东、福建等区域的投放，水利环境管理板块租赁业务快速增长，带动租赁业务规模、收入持续增长

出于业务转型和风险控制考虑，国泰租赁持续调整业务结构，基础设施和水利环境管理、交运仓储、文化旅游等行业是近年来的投放重点，并带动投放规模的上升。2022年以来，公司对总部和子公司业务部门进行整合、加大客户经理考核力度，同时得益于全国基建项目资金需求的回升，公司新增业务量稳步上升。在区域选择上，公司更加倾向于投放江苏、广东、福建等区域的项目，2022年1~9月公司在上述地区的新增项目占比为24.08%，较2021年上升13.79个百分点。2022年1~9月，公司新增投放租赁项目合计169.02亿元，较2021年全年增长6.01%。其中，在水利环境管理、基础设施、交通仓储业及文化旅游业四大板块投放规模占新增投放的92.56%，其中水利环境管理占比为39.97%，新增业务区域主要集中在山东、江苏和陕西等地。未来随着区域布局的扩大，公司基础设施和水利环境管理类业务客户覆盖面将得到进一步提升，预计收入贡献度仍将维持在较高水平。

2022年，公司继续控制商业物产板块投放力度，1~9月无新增项目投放。截至2022年9月末，公司商业物产板块融资租赁余额为26.16亿元，主要承租人包括济南福春置业有限公司（为国泰租赁关联方，2.85亿元）、郓城县水浒城市建设置业有限公司（1.81亿元）、大连德银置业有限公司（为国泰租赁关联方，1.49亿元）、济南四季春天置业有限公司（1.32亿元）、聊城市民安控股建设有限公司（0.70亿元）等。

公司在交通运输及仓储领域业务拓展主要围绕航空、汽车运输以及山东、江苏地区港口运输服务类企业开展，另有部分业务与浙江大搜车融资租赁有限公司（以下简称“大搜车租赁”）合作拓展车辆租赁业务。2022年1~9月，公司在该板块新增投放12.85亿元，期末融资租赁账面金额为29.23亿元，主要承租人包括大搜车租赁（4.78亿元）、海航集团有限公司（以下

² 各项业务收入=租赁业务收入+实业务收入+其他业务收入+投资收益

简称“海航集团”，4.24亿元）和泰州市港口开发有限公司（1.68亿元）等。

公司融资租赁业务仍以回租为主，主要基于对客户的资信情况、违约概率进行评估测算，并结合融资成本、同业竞争和客户资金需求进行定价。公司客户转向江苏、广东、福建等经济发达地区，且以国有企业客户为主，项目收益率有所下滑。但受益于融资成本的下降，2022年1~9月公司租赁项目的净息差为3.12%，较2021年小幅上升0.09个百分点。

图表 5：公司新增业务情况（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-9
水利环境管理	7.60	19.67	26.50	67.55
基础设施	38.82	37.10	85.49	64.75
交通仓储业	8.15	5.29	8.18	12.85
文化旅游业	6.04	13.05	14.50	11.30
商业物产	10.66	16.20	13.80	-
其他	1.94	7.20	10.97	12.57
合计新增金额	73.21	98.51	159.44	169.02
其中：售后回租	71.26	98.29	158.59	168.55
直租	1.95	0.23	0.85	0.47

资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

注：行业分布中的其他包括机械制造、采矿业、化工及轻工业等行业。

投资业务

跟踪期内，公司投资规模有所回升，投资品种仍以上市公司股票为主，投资收益保持增长趋势

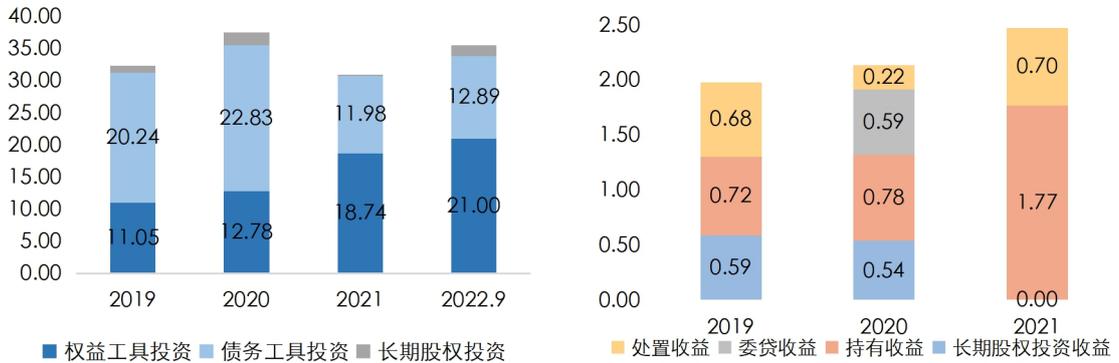
公司投资余额维持在30~40亿元之间，投资工具仍以权益投资和债权投资为主。截至2022年9月末，公司投资余额较年初上升14.79%至35.53亿元，其中权益工具投资和债权投资余额分别为21.00亿元和12.89亿元。2022年1~9月，公司实现投资收益2.52亿元，因其他权益工具公允价值波动导致其他综合收益减少6.04亿元。

公司权益类投资包括私募基金投资、直接股权投资等方式。公司私募基金投资仍主要以LP形式参与投资，最终投向医药、化工、充电桩等行业上市公司定向增发和并购重组项目、拟IPO项目，投资周期在2年以上或无固定期限，预期年化回报率为12%~15%。公司大额直接股权投资项目主要是对山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）的投资，9月末投资余额为4.19亿元，长期股权投资对象主要为济南四季春天置业有限公司、鲁信科技股份有限公司等。截至2022年9月末，公司其他权益工具及长期股权投资的金额分别为21.00亿元和1.65亿元。

截至2022年9月末，公司债务工具投资余额为12.89亿元，较年初上升7.53%，投资品种均为集团内拆借给济南瀚惠投资合伙企业的资金。济南瀚惠投资合伙企业成立于2016年，其在一二级市场参与股票的定向增发，投放方向重点关注飞机、轮船、教育、新能源、电子信息、高端制造、物流以及国家支持的战略新兴产业、山东省“十强”产业。该笔借款期限为1年期

到期续借，利率为 7%。

图表 6：公司投资结构和投资收益（单位：亿元）



资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

注：2019 年公司委贷业务收入计入营业收入，2020 年计入投资收益。

实业业务

受棕榈、铜等相关大宗商品转口贸易业务开展的影响，公司贸易收入的大幅增长，毛利率仍处于较低水平

2021 年公司根据国惠投资优化调整权属企业产权的统一安排部署，将持有的国泰实业 100%的股权无偿划转给国惠投资的同时，国泰实业将持有的山东金融资产管理有限公司以及部分投资公司、贸易企业的股权无偿划转给国泰租赁。2022 年，公司下属香港瀚惠贸易有限公司、瀚惠贸易（泰安）有限公司等贸易子公司大力开展与棕榈、铜等相关的大宗商品转口贸易，上游为进口贸易企业，下游客户以山东省内的国有企业为主，贸易业务收入的增长幅度较大。2022 年公司的贸易业务规模继续增加，1~9 月实现相关收入 59.45 亿元，占总收入的比重为 71.50%，毛利率下降至 0.19%。

综上分析，跟踪期内国泰租赁持续优化租赁业务结构，水利环境管理板块租赁项目投放规模明显上升，预计未来公司租赁业务行业和客户覆盖面将持续提升，带动收入稳步增长。同时，投资业务和实业业务持续发展，也将有助于增厚公司的整体营业收入水平。

风险管理

信用风险

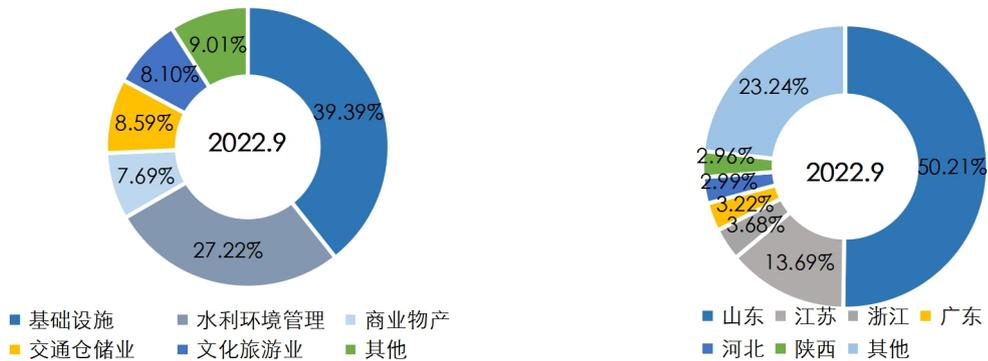
公司租赁项目投放仍集中在基础设施、水利环境管理业、商业物产等行业，业务区域主要集中在山东地区，集中度维持在较高水平

公司租赁业务主要投放在基础设施、水利环境管理、交通仓储业、文化旅游业和商业物产，截至 2022 年 9 月末，上述 5 大行业投放余额占比分别为 39.39%、27.22%、8.59%、8.10%和 7.69%，合计占比 90.99%。从地域分布来看，公司在山东地区的投放规模占比超过 50%。同时，随着公司业务结构的调整，公司在江苏、广东等地区业务规模上升。同期末，公司山东、江苏、

浙江、广东、河北、广西和贵州租赁业务余额分别为 170.86 亿元、46.59 亿元、12.52 亿元、10.97 亿元、10.17 亿元、5.10 亿元和 2.08 亿元，占比分别为 50.21%、13.69%、3.68%、3.22%、2.99%、1.50%和 0.61%。

截至 2022 年 9 月末，公司单一客户集中度及单一集团客户集中度分别为 6.92%和 9.64%，均满足监管要求。同期末，公司前十大客户应收融资租赁款余额 30.94 亿元，占应收融资租赁款余额的比重为 9.09%。其中，第一大客户为交通运输行业承租人，融资租赁余额为 4.78 亿元。公司主要与该客户合作，发放车辆租赁资产，并由该客户提供保证担保。根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月末，该客户均对逾期车辆均按照合同约定履行了代偿及回购义务，东方金诚也将持续关注该笔租赁业务的风险情况。公司第二大客户为海航集团，融资租赁余额为 6.27 亿元，其中剩余本金余额为 3.19 亿元³；已计提 2.03 亿元减值准备。由于出现流动性困难，海航集团无法按期足额支付融资租赁款，其已经申请破产重整，且《重整计划草案》已经债委会表决通过。根据公司提供的相关资料，公司总计确认债权 10.51 亿元（包括罚息、滞纳金等）。其中，海航基础破产重整确认债权 4.21 亿元，已通过现金和流通股股票的形式收回。同时，公司还将受偿账面价值为 10.51 亿元信托计划份额，公允价值尚待评估，该信托计划控制、参股多家金融企业、航空公司、酒店等。

图表 7：截至 2022 年 9 月末公司租赁资产行业/地区分布以及前十大租赁客户概况（亿元）



客户名称	应收租赁款	行业	风险缓释措施
浙江大搜车融资租赁有限公司	4.78	交通运输、仓储和邮政业	大搜车回购，车辆抵押
海航集团有限公司	4.24	交通运输、仓储和邮政业	信托受益权
济南正盛基础设施建设工程有限公司	3.09	基础设施	保证
山东明水国开实业开发有限公司	3.01	基础设施	保证、抵押
荣成市城市发展投资有限公司	2.94	基础设施	保证
河南能信热电有限公司	2.92	水利环境管理	保证、设备质押
济南福春置业有限公司	2.85	商业物产	保证
廊坊市投资控股集团有限公司	2.61	基础设施	保证、抵押
武汉开发投资有限公司	2.29	水利环境管理	保证
淄博市康华医院管理有限公司	2.20	商业物产	保证

³ 本金余额=融资租赁余额-减值准备-罚息及利息

资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司无新增不良类租赁资产，资产质量略有改善，拨备覆盖率将持续上升，但部分租赁客户债务压力增加，预计未来公司资产质量仍存在一定的下行压力

2021年以后公司调整了租赁资产的五级分类标准，将租金逾期30天（含）以内或者出现销售收入下降、利润下降、流动性不足等风险因素的租赁资产纳入到关注类进行管理，将租金逾期30天以上或出现2次以上租赁逾期或存在经营持续亏损、租赁物运行不正常等风险因素的租赁资产纳入到不良进行管理，公司对不良项目按照比例确认相应的减值准备和不良资产。由于五级分类标准的变化及部分客户风险暴露，公司于当年末不良资产规模有所上升、拨备计提规模较大。2022年1~9月公司无新增不良资产，当月末公司确认的不良资产规模为4.56亿元，较年初减少0.17亿元，占应收融资租赁款的比重为1.34%，占比较年初下降0.39个百分点。同期末，公司计提应收融资租赁款减值准备余额为6.11亿元，期末拨备覆盖率134.11%，较年初上升7.68个百分点。

公司存量不良项目主要分布在交通仓储、基础设施和化工与轻工业等板块，以民营企业及部分地区城投公司为主。公司逾期租赁项目共计6笔金额合计8.90亿元，逾期时间均超过1年。其中，第一大笔为海航集团，项目质押股权价值和现金对租赁物价值覆盖不足，且承租人已破产重组，后续仍需关注信托受益权的入账情况。第二大笔为青海平安高精铝业有限公司，应收融资租赁款余额为0.81亿元，客户为青海省国资背景矿业企业，由于盈利能力较弱导致现金流紧张，且担保人青海省投资集团破产重组，担保能力不足，质押的1.22亿元股权流动性较弱，预计未来收回难度较大。公司其他逾期客户应收租赁款余额在0.14亿元~0.76亿元之间，主要通过资产重组、展期等方式进行处置，但受制于诉讼流程长、抵押物变现困难等问题，公司资金回收周期仍相对较长。

整体来看，公司逾期项目处置难度较大，若后期项目处置不达预期，拨备计提压力增加，或存在损失风险。同时东方金诚关注到，公司存量项目中有部分投放于贵州、广西柳州等地的城投企业，相关融资人出现评级下调、被纳入失信被执行人的情况，预计未来公司资产质量仍存下行压力。

图表8：公司应收融资租赁资产质量（单位：亿元、%）

	2019		2020		2021		2022.9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	164.77	97.07	176.91	97.88	267.44	97.81	334.15	98.20
关注	1.22	0.72	0.24	0.13	1.25	0.46	1.55	0.46
不良	3.74	2.21	3.59	1.99	4.73	1.73	4.56	1.34
其中：次级	0.62	0.37	0.18	0.10	0.56	0.20	0.74	0.22
可疑	0.74	0.44	0.89	0.49	2.43	0.89	2.69	0.79
损失	2.38	1.40	2.52	1.39	1.74	0.64	1.12	0.33
减值准备	3.21		3.21		5.98		6.11	

资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

投资业务方面，截至 2022 年 9 月末，公司投资资产以直接股权投资、私募基金投资等权益投资为主。公司私募股权投资项目或者设置抵押、担保和劣后级保障；或者被投资企业较为分散，部分被投资企业拟申报 IPO，整体风险可控，但仍需关注股价波动对其他综合收益的影响。公司债权投资主要为集团内拆借给济南瀚惠投资合伙企业参与定向增发的资金，风险相对可控。

流动性风险

随着租赁资产投放的增加，公司有息债务增长较快，且与租赁资产的期限匹配程度较好

截至 2022 年 9 月末，公司总资产 422.89 亿元，较年初增长 18.00%，其中应收融资租赁款、投资类资产占比分别为 72.71%和 8.40%。公司租赁资产⁴剩余期限在 1 年以内、1~3 年期的占比分别为 37.18%和 58.87%，短期租赁资产占比较年初下降 9.95 个百分点。公司投资类资产以直接股权投资、私募股权基金投资和拆借资金为主，流动性较弱。公司现金储备较为充足，同期末公司货币资金余额 30.34 亿元⁵，占总资产的比重为 7.17%。公司其他应收款期末余额为 35.38 亿元，主要系与山东国泰实业有限公司、山东惠文投资有限公司等关联公司之间的往来款，账龄在 1 年以内或 1~3 年之间，公司计划通过母公司国惠投资协调处置收回相关款项。

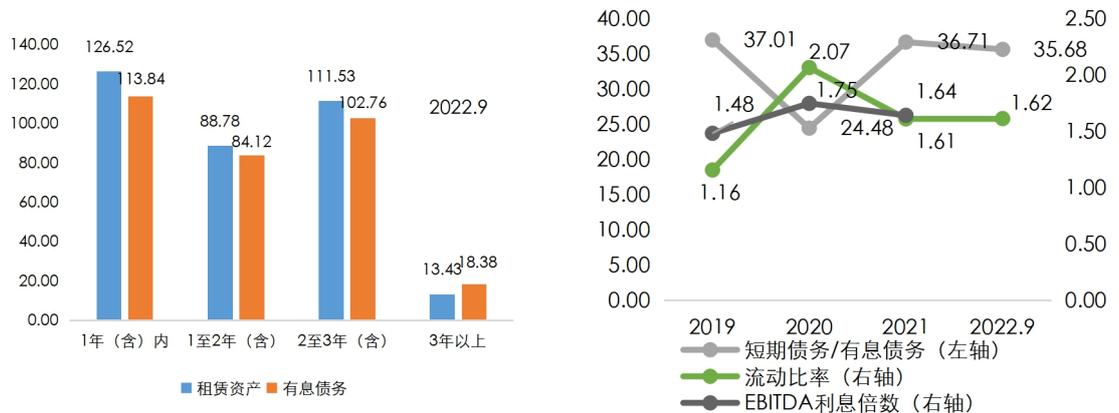
负债端来看，2022 年公司新增债务以中长期借款、高级无抵押定息美元债券、资产支持专项计划和关联方借款等为主，由于公司债务与租赁的资产的期限匹配程度较好，短期债务随着公司租赁项目的逐步到期而有所增加。截至 2022 年 9 月末，公司有息负债较年初增长 28.90%至 319.10 亿元。其中，短期有息债务规模较年初上升 25.28%，占比为 35.68%，较年初下降 1.03 个百分点。

截至 2022 年 9 月末，公司应付债券、银行借款、关联方借款、非银借款占比分别为 42.24%、13.19%、36.45%和 8.12%，非银借款主要包括保险资管债权计划、信托借款和同业融资租赁等。从付息成本来看，2022 年 1~9 月末公司的综合融资成本为 4.70%，较 2021 年下降 0.02 个百分点。

⁴ 此处统计含减值准备和未实现融资收益。

⁵ 其中受限资金规模为 3.52 亿元，主要为保证金存款。

图表 9：公司资产负债期限结构与流动性指标（单位：亿元、倍、%）



资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

综上所述，跟踪期内，公司无新增不良类租赁资产，资产质量略有改善，但存量不良项目处置周期相对较长，租金回收存在不确定性，且贵州、广西等地的部分租赁客户债务压力增加，预计未来公司资产质量仍存在一定的下行压力。随着租赁资产的投放，公司债务规模上升幅度较大，与租赁资产的期限匹配情况较好，流动性风险可控。

财务状况

国泰租赁提供了 2019 年~2021 年经审计的财务报告以及 2022 年 9 月末未经审计的合并口径财务报表，审计意见均为标准无保留意见。

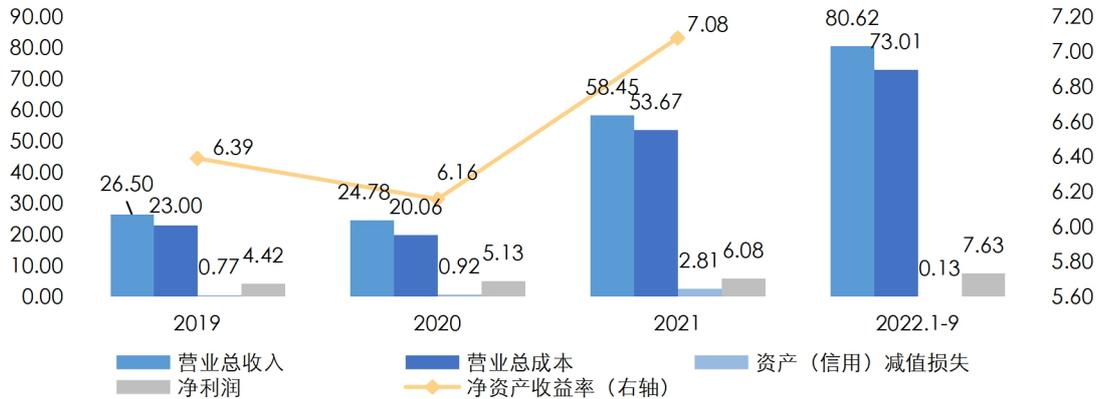
收入与盈利能力

随着租赁资产的大规模上升以及贸易业务收入的上升，公司营业收入增长明显，净利润呈增长态势，预计增资后公司租赁业务发展将继续带动盈利能力增长

2022 年，公司租赁业务余额的净增长明显，推动公司租赁业务利息收入上升。同时，实业板块收入由于公司大力开展贸易业务而明显增长。综合影响，2022 年 1~9 月公司实现营业收入 80.62 亿元，其中租赁业务收入为 21.27 亿元，均超过去年全年水平。随着公司融资规模的扩大、低毛利贸易业务的开展，公司营业成本增长幅度较大。同期，公司营业成本 67.65 亿元，其中租赁板块利息支出和实业板块营业成本分别为 8.32 亿元和 59.34 亿元。

随着存量投资项目的退出以及持有收益的推动，投资收益对公司经营利润形成补充。2022 年 1~9 月，公司计提资产减值损失 0.13 亿元，较去年大幅下降，主要系公司在 2022 年无新增逾期项目。综合上述影响，公司实现净利润 7.63 亿元，超过去年全年水平。

图表 10: 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 国泰租赁提供, 东方金诚整理

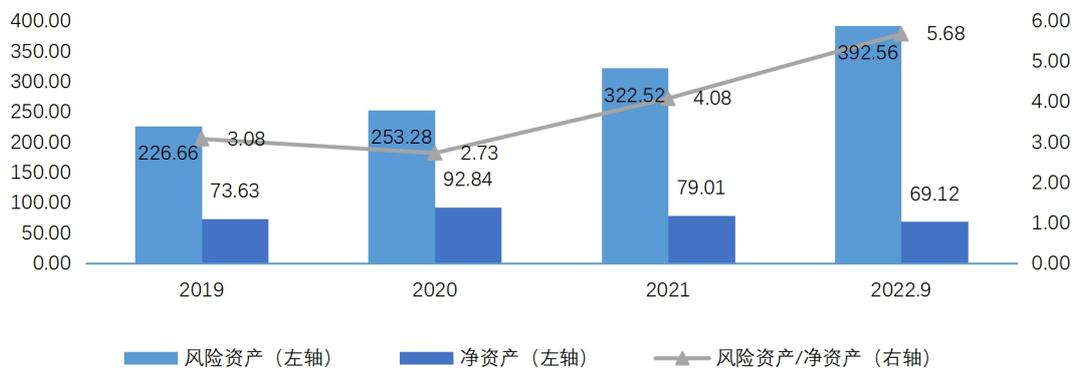
资本充足性

增资完成后, 公司资本实力大幅提升, 杠杆倍数显著下降, 为其未来业务开展奠定了良好基础

2022 年前三季度内公司将 5.00 亿元的永续中票赎回, 叠加向股东进行分红、公司持有的其他权益工具公允价值波动导致其他综合收益下降, 公司净资产有所减少。截至 2022 年 9 月末, 公司净资产余额 69.12 亿元, 较年初减少 9.89 亿元, 其中实收资本、未分配利润、资本公积分别为 50.00 亿元、5.19 亿元和 4.52 亿元。而随着租赁资产的投放, 公司杠杆水平有所上升, 同期末风险资产/净资产上升至 5.68 倍。

2022 年 11 月, 国惠投资和山东盐业向公司进行同比例现金增资 30.00 亿元, 于 2022 年 11 月 9 日完成验资, 当月末公司的净资产余额提升至 100.91 亿元, 杠杆倍数水平下降至 4.02 倍, 为其未来业务发展奠定了良好基础。

图表 11: 公司资本充足性情况 (单位: 亿元、倍)



资料来源: 国泰租赁提供, 东方金诚整理

外部支持

国泰租赁是国惠投资租赁业务的运营主体，且对国惠投资的利润贡献度高，国惠投资在资本金注入、关联借款、流动性等方面给予了公司持续的支持

公司控股股东为国惠投资，国惠投资是山东省国资委全额出资组建的省级服务平台，截至2022年9月末实收资本300.50亿元，主营业务包括国企改革基金运营管理、产业项目投融资、培育发展新兴产业等。近年来，国惠投资业务已拓展至交通运输、融资租赁、工程和生产制造等多个领域，资产规模和盈利能力持续提升。截至2022年9月末，国惠投资合并口径资产总额1700.34亿元，所有者权益1004.14亿元；2021年实现营业总收入131.00亿元，净利润13.51亿元。国泰租赁是国惠投资租赁业务的运营主体，其中2022年1~9月实现净利润占国惠投资净利润的47.99%，利润贡献度较高。

自2017年被国惠投资收购以来，公司持续获得国惠投资在资本金注入、关联借款、流动性支持等方面的支持。其中，2020年8月国惠投资及其子公司山东盐业合计货币增资20.00亿元，2022年11月国惠投资及其子公司山东盐业同比例货币增资30.00亿元，公司的资本实力显著增强。同时，国惠投资还以关联借款的形式支持国泰租赁业务的发展，截至2022年9月末，公司关联方借款的规模为116.30亿元，占全部融资规模的36.45%，均来自国惠投资及其子公司。此外，国泰租赁章程中明确，国惠投资将持续向公司提供流动性资金支持，以确保公司稳健经营、资本金充足，防止出现支出困难情况，有利于公司业务的稳健发展和自身竞争力的进一步增强。

综合来看，预计未来国惠投资凭借自身极强的综合实力以及业务经验将在业务拓展、资金注入等方面为公司提供极大的支持。

已发行债券偿付能力分析

国泰租赁整体经营状况正常，且得益于增资，公司对本次债券本息偿付保障程度上升

截至本报告出具日，国泰租赁本次债券余额为5亿元。公司偿债资金主要来源于业务产生的未来现金流（包括租赁本金、利息回收款在内的租金回收款）以及新增融资等。良好的经营情况和现金流回收情况为到期债务的偿付提供合理保障。同时，公司持续拓展银行授信额度和外部融资渠道，融资结构逐渐多元化。经过测算，本轮增资30.00亿元后，截至2022年11月末，公司净资产对债券余额的覆盖倍数上升至20.18倍。综合公司经营情况以及融资能力等方面来看，公司对本次跟踪债券的偿付保障能力很强。

图表 12：已发行债券偿付保障能力分析（单位：倍）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
净利润/本次跟踪债券年利息	16.06	18.64	22.12	27.76
净资产/本次跟踪债券余额	14.73	18.57	15.80	13.82

资料来源：国泰租赁提供，东方金诚整理

注：“20国泰债”发行利率为5.50%。

过往债务履约情况

根据国泰租赁提供的由中国人民银行征信管理中心出具的《企业基本信用信息报告》，截至2023年3月1日，公司在过往债务履约方面不存在不良信用记录。截至2022年9月末，公司对外担保金额13.14亿元，被担保人包括国惠投资、青岛国泰智城产业发展有限公司、淄博周村区环城工程项目管理有限公司以及东营河口西区环城工程项目管理有限公司，上述被担保人均属于集团内部担保，处于正常经营状态。

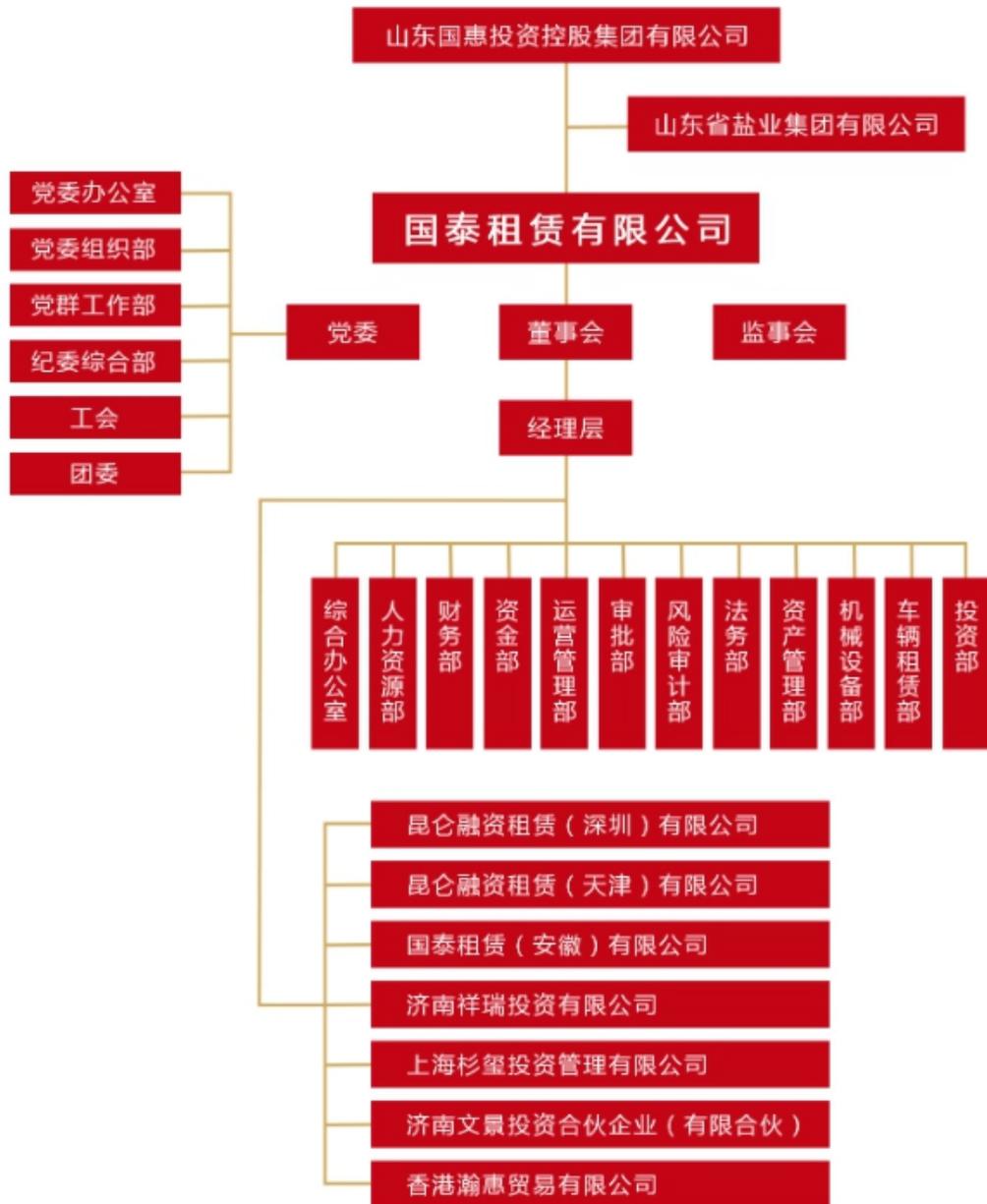
抗风险能力及结论

国泰租赁为山东省国资委实际控制的融资租赁公司，2022年11月获得股东国惠投资和山东盐业合计货币增资30.00亿元，增资后公司的实收资本达到80.00亿元，资本实力升至行业前列；跟踪期内，公司加大基础设施建设、水利环境管理等板块业务投放，租赁业务结构持续调整和优化，行业和客户覆盖范围面拓宽，租赁业务规模和收入保持快速增长；公司在利润增长的趋势下加大了拨备计提力度，拨备覆盖率逐步上升至100%以上，风险抵补能力明显增强；公司控股股东国惠投资为山东省国资委全额出资组建的省级服务平台，综合实力极强，能够在业务发展、资本补充以及流动性等方面给予公司持续的支持。

公司租赁项目的区域及行业集中度依然较高，在贵州、广西等地的部分租赁客户债务压力增加，资产质量仍存下行压力；公司持有的投资资产以上市公司股票为主，2022年公允价值的波动导致公司其他综合收益下降程度较大。

综上所述，东方金诚上调国泰租赁有限公司主体信用等级至AAA，评级展望稳定，上调国泰租赁有限公司2020年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用等级至AAA。

附件一：国泰租赁组织结构图



附件二：国泰租赁主要财务数据及指标（单位：亿元、倍、%）

类别	2019年	2020年	2021年	2022年9月
资产质量和拨备情况				
资产总额	249.87	276.05	358.38	422.89
应收融资租赁款净额	155.19	161.71	245.54	307.49
应收融资租赁款不良率	2.21	1.99	1.73	1.34
应收融资租赁款拨备覆盖率	85.71	89.37	126.43	134.11
经营效率和盈利能力				
营业总收入	26.50	24.78	58.45	80.62
营业总成本	23.00	20.06	53.67	73.01
其中：营业成本	20.74	16.65	46.75	67.65
资产减值损失	0.77	0.92	2.81	0.13
投资收益	1.98	2.14	2.47	2.52
净利润	4.42	5.13	6.08	7.63
总资产收益率	1.71	1.95	1.92	-
净资产收益率	6.39	6.16	7.08	-
流动性与偿债能力				
负债总额	176.23	183.21	279.36	353.77
短期有息债务	56.58	38.00	90.87	113.84
全部有息债务	152.87	155.20	247.54	319.10
短期债务/有息债务	37.01	24.48	36.71	35.68
流动比率	1.16	2.07	1.61	1.62
EBITDA	17.80	17.15	21.72	-
EBITDA 利息倍数	1.48	1.75	1.64	-
资本充足性				
所有者权益	73.63	92.84	79.01	69.12
风险资产	226.66	253.28	322.52	392.56
风险资产/净资产	3.08	2.73	4.08	5.68

附件三：主要指标计算公式

指标	计算公式
资产质量与拨备情况	
应收融资租赁款净额	一年内到期的应收融资租赁款+长期应收融资租赁款
应收融资租赁款不良率	不良应收融资租赁款/应收融资租赁款余额×100%
应收融资租赁款逾期率	逾期应收融资租赁款/应收融资租赁款余额×100%
经营效率与盈利能力	
成本收入比	业务及管理费/(营业收入+投资净收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+其他收益)×100%
总资产收益率	净利润/(上期末总资产+本期末总资产)×200%
净资产收益率	净利润/(上期末净资产+本期末净资产)×200%
流动性与偿债能力	
短期有息债务	短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
长期有息债务	长期借款+应付债券+其他长期有息债务
流动比率	流动资产/流动负债×100%
EBITDA	利润总额+财务费用利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息保障倍数	(利润总额+财务费用利息支出+折旧+摊销)/(利息费用+资本化利息支出)
资本充足性 (%)	
风险资产	总资产-现金及银行存款-国债

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。