

中性 (首次)

行业向稳定性竞争阶段过渡 三条主线把握投资机会

2017年07月31日

融资租赁行业分析

分析师: 张紫薇

电话: (024) 2295-5450

邮箱: zhangziwei@wxzq.com

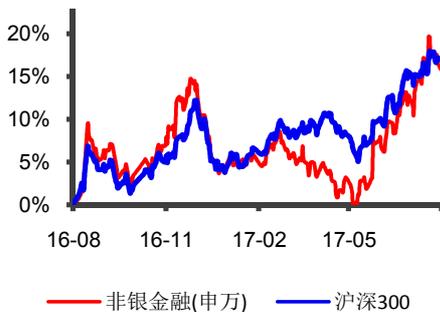
证书编号: S0650517060001

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	54	1.6
总市值 (亿元)	45293.65	7.7
流通市值 (亿元)	29933.58	7.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.30	9.93	15.83
相对表现	0.77	-0.37	-1.12



核心观点

☞ 融资租赁行业整体经过了前几年的快速发展, 目前登记在册数量已超过 7000 家, 融资租赁合同余额超过 5 万亿。行业内分部门、分地区来看, 发展存在不均衡。目前的市场渗透率不到 5%, 远低于成熟市场 15%~30% 的区间, 并且业务模式趋同, 盈利模式相对单一。我们对行业现在形势的判断是正处于从粗放发展向稳定性竞争过渡阶段。

☞ 我们看好行业的逻辑主要基于三点: 一是行业集中度有望提升, 预期出现龙头企业; 二是行业市场渗透率有较大上升空间; 三是融资渠道的拓宽有助于企业提升资本实力。

投资建议

一是关注以融资租赁作为主业的企业, 如渤海金控 (000415); 二是关注通过融资租赁完善企业价值链布局的产业龙头, 如柳工 (000528)、三一重工 (600031) 等; 三是挖掘在环保设备、新能源设备、医疗器械等非传统融资租赁领域提前布局的企业。

风险提示

信用风险、汇率风险、利率风险、经济下行风险。

目 录

一、行业整体处于粗放发展到稳定竞争的过渡阶段.....	3
(一) 近年发展态势迅猛，企业数量呈几何级数倍增.....	3
(二) 总体业务量较快增长，但分类别发展状况存在差异.....	4
(三) 中国融资租赁业务市场渗透率远低于成熟市场.....	6
(四) 业务模式趋同，赚取利差为主要盈利模式.....	7
二、看好行业发展的逻辑.....	7
(一) 行业集中度有望提升，预期出现龙头企业.....	7
(二) 从国外的发展轨迹看，行业渗透率有明显上升空间.....	8
(三) 融资租赁企业融资渠道拓宽，进一步增强企业资本实力.....	8
四、关注个股.....	10
五、风险提示.....	10

图表目录

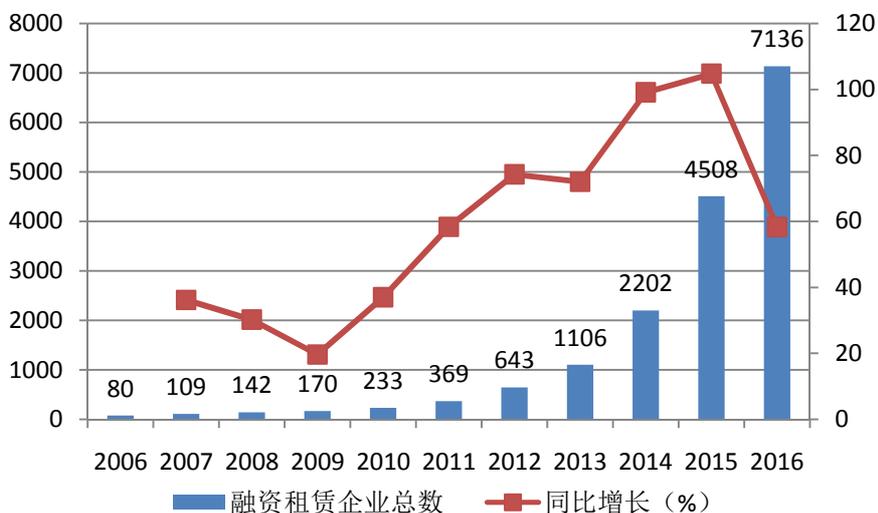
图表 1 融资租赁企业总数量.....	3
图表 1-1 金融租赁与内资租赁企业数量.....	3
图表 1-2 外资租赁企业数量.....	4
图表 2 融资租赁合同余额.....	5
图表 2-1 融资租赁合同余额占比分类统计.....	5
图表 2-2 分类统计单个企业平均合同余额.....	5
图表 3 非金融租赁企业区域分布数量.....	6
图表 4 中、美、日三国融资租赁业务量与融资租赁市场渗透率对比.....	6
图表 5 近年融资租赁公司传统债务融资工具发行情况.....	8
图表 6 融资租赁企业资产证券化产品发行规模快速增长.....	9

一、行业整体处于粗放发展到稳定竞争的过渡阶段

(一) 近年发展态势迅猛，企业数量呈几何级数倍增

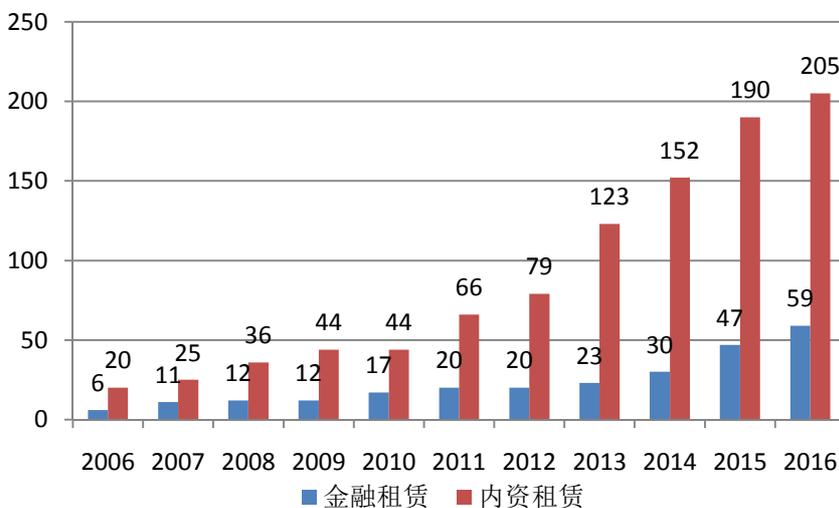
融资租赁行业近年发展迅猛，登记在册企业呈几何级数增加，近5年的年均复合增速更是超过80%。融资租赁可以进一步划分为金融租赁（银监会监管）、内资（试点）租赁与外资租赁（商务部监管）。外资租赁企业的增长速度远高于金融租赁企业与内资租赁企业。以截至2016年底的统计数据来看，外资租赁企业占比达到96.3%。

图表 1 融资租赁企业总数量

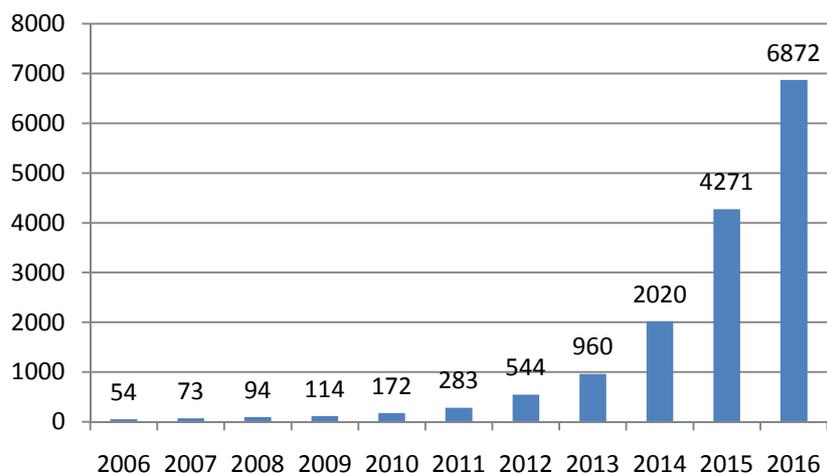


资料来源：WIND，网信证券研究发展部

图表 1-1 金融租赁与内资租赁企业数量



资料来源：WIND，网信证券研究发展部

图表 1-2 外资租赁企业数量


资料来源：WIND，网信证券研究发展部

外资租赁发展速度远超金融租赁与内资租赁，这其中最为重要的因素是政策因素：一是 2009 年起，外资融资租赁公司的审批权由商务部下放至省级商务主管部门，使得外资融资租赁公司的成立更加容易，这一监管放松显著推动了融资租赁市场的扩张；二是部分自贸区内，外资融资租赁公司由审批制改为备案制，注册资金由实缴制改为认缴制，且对新成立及迁入的融资租赁公司给与税收、政府补贴等政策优惠。这样的政策背景，是行业近年爆发式增长的深层次原因。

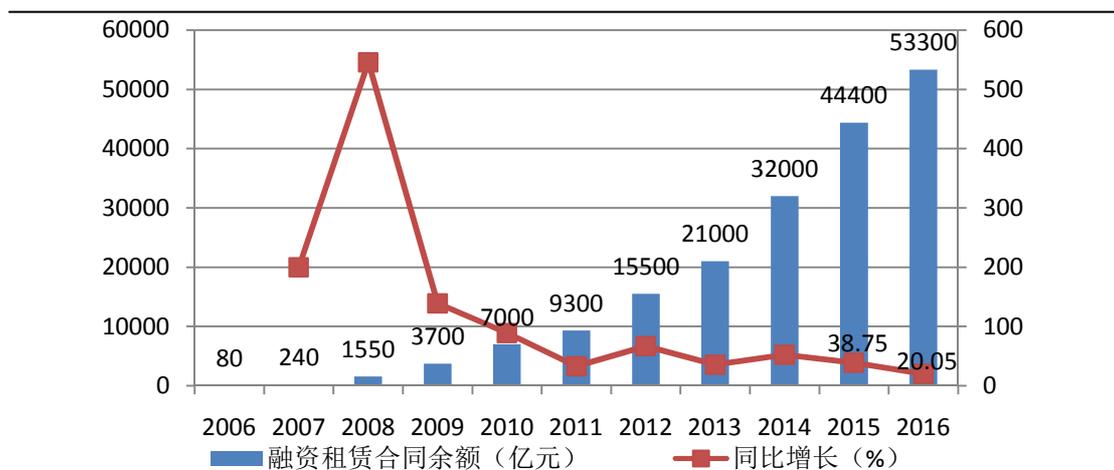
（二）总体业务量较快增长，但分类别发展状况存在差异

1、分部门比较

单从融资租赁合同余额来看，已从 2006 年的 40 亿发展为 2016 年的 5.33 万亿，按目前的发展态势，即使谨慎估计（GARC 按 17% 计算），到 2020 年，融资租赁合同余额也有望突破 10 万亿，我们预期有较大概率达成。

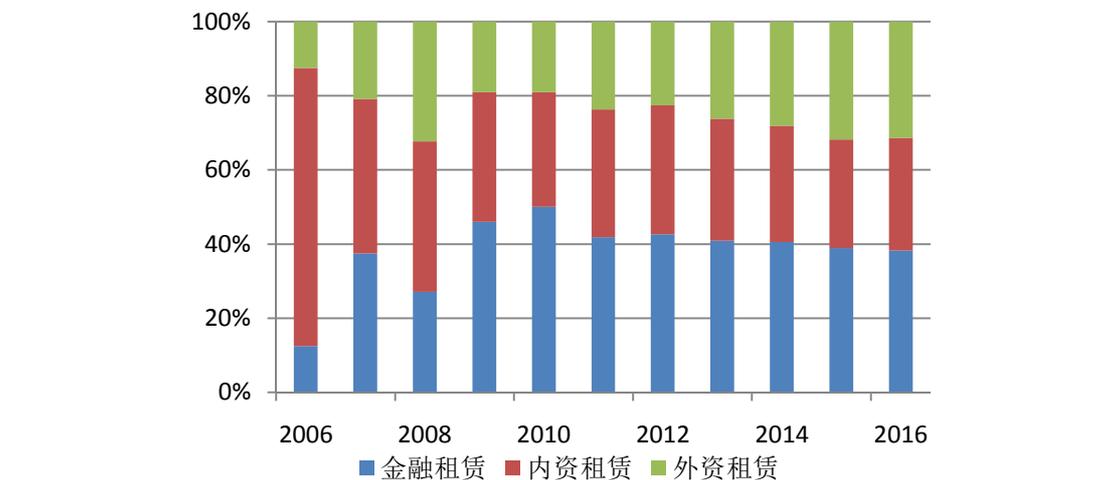
从近些年的发展态势看，外资租赁企业经过快速发展，其业务总量逐步追赶内资租赁，在 2016 年，甚至已小幅反超。金融租赁业务总量占比在 2011 年后基本持平，略有小幅小降，但仍是占比最高，接近 40%。

图表 2 融资租赁合同余额



资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

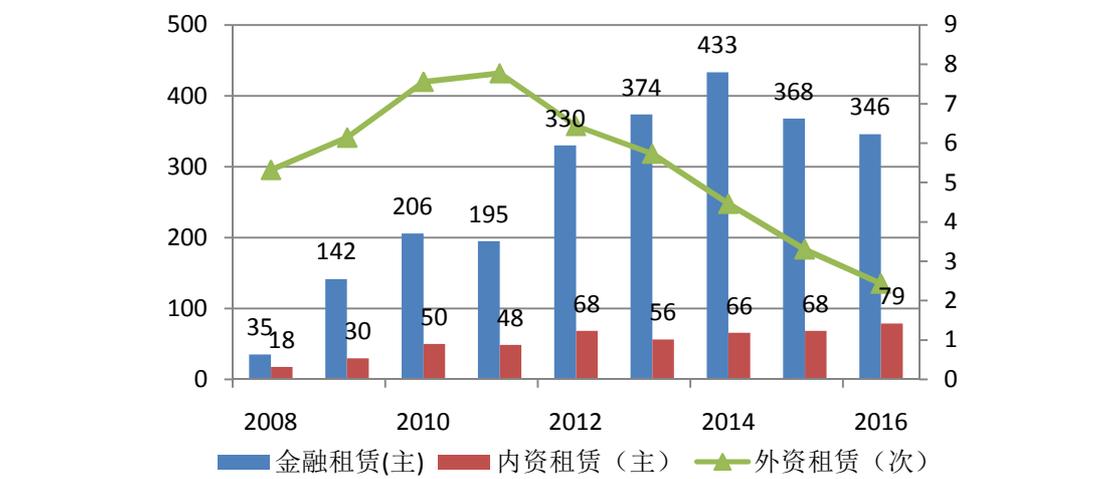
图表 2-1 融资租赁合同余额占比分类统计



资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

图表 2-2 分类统计单个企业平均合同余额

单位: 亿元

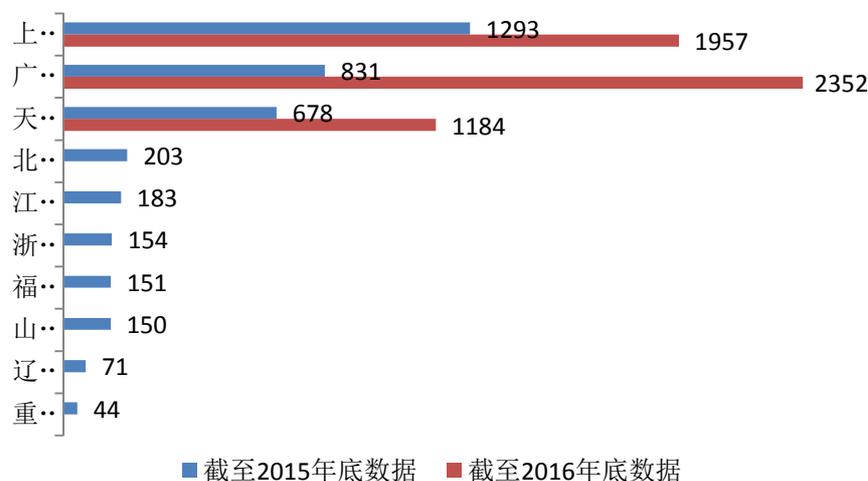


资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

从单个企业的平均合同余额来看，金融租赁的体量明显高于内资租赁，大概是 5~10 倍的倍比，而单个外资租赁企业的规模更小，随着近几年规模的快速扩张，单个企业的体量也是一路下降，以 2016 年的数据来看，只有不到 3 亿元的体量，其最高峰时，也没有超过 10 亿元的体量。另外，结合总体企业数量与融资合同余额来看，单家企业的平均融资合同余额是呈下降趋势，从侧面说明了近年来新成立的融资租赁企业以中、小型为主。

2、分区域比较

图表 3 非金融租赁企业区域分布数量



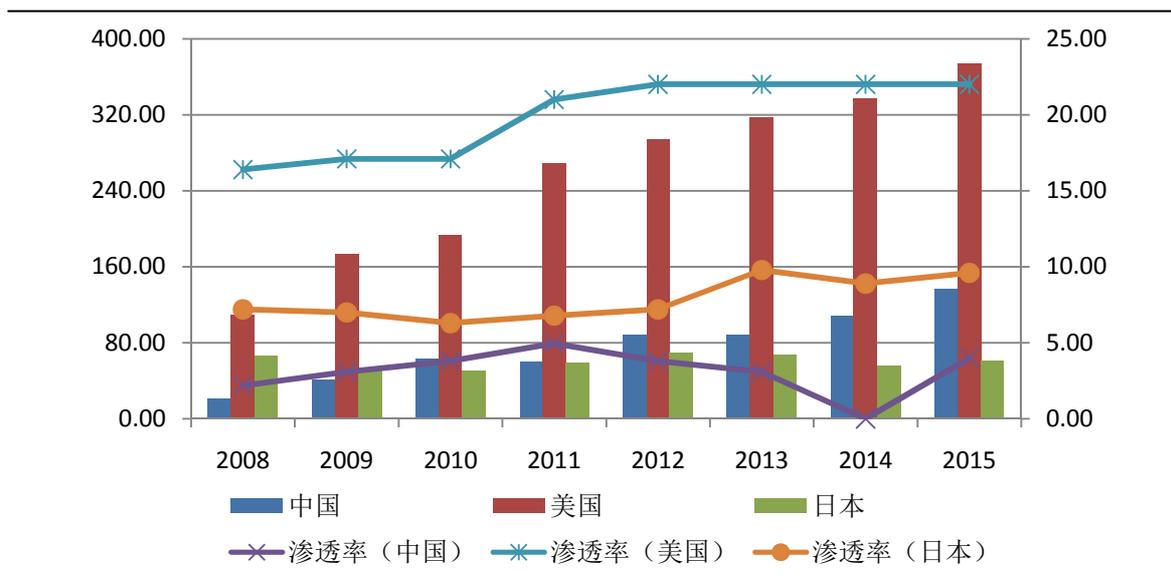
资料来源：中国网（http://leasing.china.com.cn/2016-06/14/content_8831223.htm），WIND

从区域分布状况来看，上海、广东、天津具有明显的领先优势。截至 2016 年底，三地企业合计全国占比已接近 80%。三地的快速发展，与区域中自贸区内的扶持政策密切相关。同时三地的发展也各有侧重，都充分结合了自身区域的产业优势。

（三）中国融资租赁业务市场渗透率远低于成熟市场

融资租赁业务市场渗透率是指租赁在固定资产投资中所占比例。在欧美等发达国家，融资租赁已成为仅次于银行信贷的第二大融资方式，其市场渗透率在 15%~30%之间，而目前国内的融资租赁业务市场渗透率整体来看还不足 5%。

图表 4 中、美、日三国融资租赁业务量与融资租赁市场渗透率对比



资料来源：WIND，网信证券研究发展部（注：2014年中国融资租赁市场渗透率数据缺失）

（四）业务模式趋同，赚取利差为主要盈利模式

考虑国内业务步入正轨的融资租赁公司，其目前最主要的盈利来源仍是通过财务杠杆赚取利息收入，这也是相对具有低成本资金来源的金融租赁企业，其单家业务规模远超非金融融资租赁企业的重要原因。这样的模式，随着利率市场化与资金成本逐渐上升后，其发展会受到限制。融资租赁企业为了自身的可持续发展，也必然面临着转型，协同产业链的发展，才是未来主流的发展方向。

二、看好行业发展的逻辑

（一）行业集中度有望提升，预期出现龙头企业

我们认为融资租赁行业近几年在政策宽松、资本快速介入行业的背景下，经历了爆发式的发展，但是这种粗放式的发展，并没有充分发挥融资租赁的本质优势，融资租赁企业主要的功能近似于“资金通道”，承租企业将融资租赁作为除银行信贷外的另一种融资渠道，而出租企业赚取其中的利差。

未来，随着金融行业“脱虚入实”，一方面，通道模式的融资租赁公司面临的竞争压力会越来越大，低资金成本会是最重要的竞争力，金融融资租赁企业、大型非金融融资租赁企业优势明显，并购

将逐步明显，行业集中度会逐步提升。

另一方面，大部分中小型融资租赁企业将面临转型，深耕细分行业，厂商系的融资租赁企业进一步深耕上下游产业链，通过融资租赁的形式盘活固定资产、促进销售，厂商型的融资租赁企业也最有可能向经营租赁企业转型。对于承租企业来说，经营租赁具有以相对低投入扩大生产规模、节税、调节利润等更多的优势，看好经营租赁企业未来的发展空间。

再者，专业服务型的融资租赁企业则由传统的工程机械、飞机船舶领域，向医疗器械、农业器械、新能源设备等领域拓展。

随着行业发展成熟，将产生全方位资金优势型龙头企业与细分行业龙头企业并存的局面。

（二）从国外的发展轨迹看，行业渗透率有明显上升空间

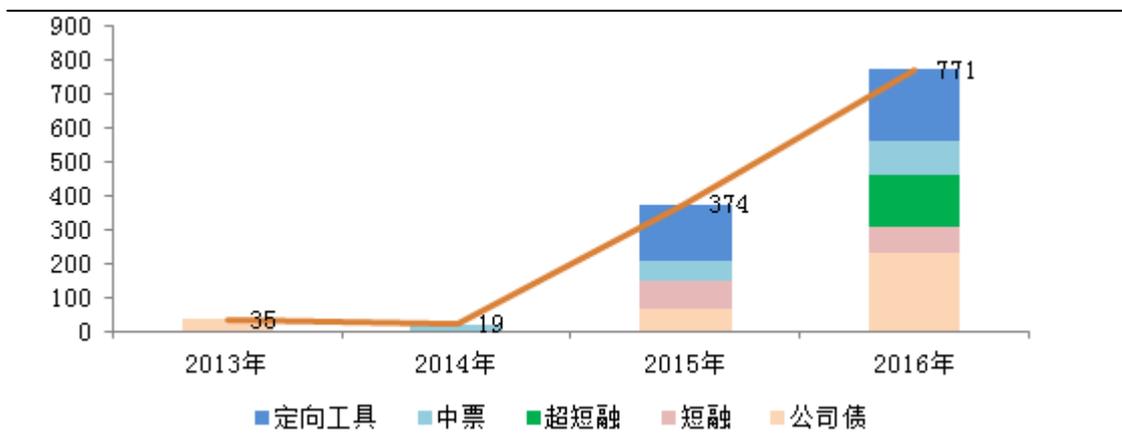
目前，国内融资租赁企业的市场渗透率不到 5%，而以美国为代表的成熟型市场，其渗透率超过 20%。因此行业的整体市场空间广阔。

（三）融资租赁企业融资渠道拓宽，进一步增强企业资本实力

对于在国内经营的融资租赁企业来说，传统的融资方式主要为股权融资与债权融资。根据大公资信统计数据显示，2015 年以来融资租赁企业的传统债权融资规模快速增长：

图表 5 近年融资租赁公司传统债务融资工具发行情况

单位：亿元



资料来源：大公资信

(<http://www.dagongcredit.com/index.php?a=show&c=index&catid=20&id=4786&m=content>)

1) 截至 2016 年末，累计发行传统债券（公司债、定向工具、中票、超短融、短融）规模为 1,198.80 亿元，其中 2015~2016 年发行占比达到 95.50%。

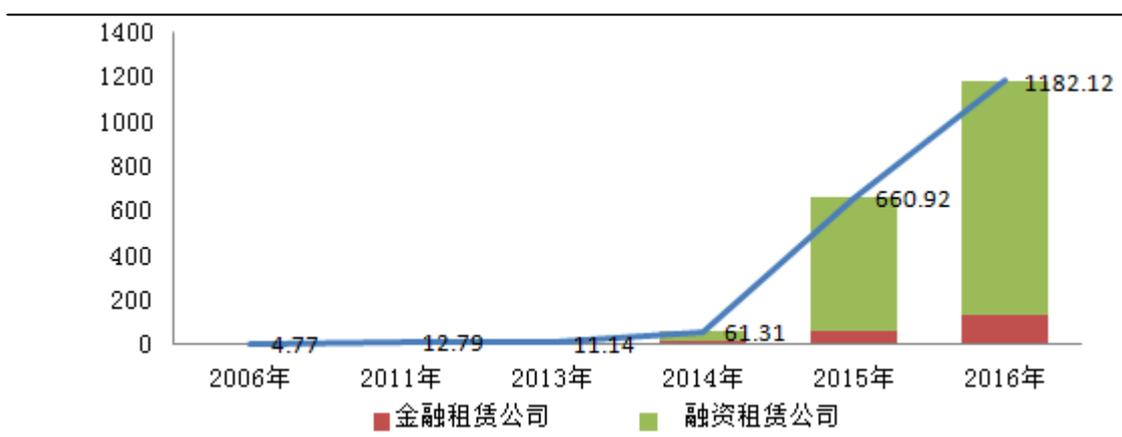
2) 新增的定向工具、短融和超短融等债权融资方式发展迅速。以定向工具为例，2015 年首单发行，至 2016 年末累计发行规模达 375.20 亿元，占比达到 31.30%，近与公司债平分秋色。主要原因一方面是非公开发行门槛相对较低，发行成功率相对较高；二是定向工具期限较长，能较好地匹配租赁资产。另外，超短融作为 2016 年新发产品，具有发行流程简单、发行效率较高等优势，2016 年全年共发行 151.50 亿元，占比达到 12.64%。

相比于上述传统债权融资方式，通过资产证券化方式融资最大的优点是主要关注基础资产质量，对发行主体本身实力依赖度较低，融资的可行性和便利性较强。

尽管国内第一个融资租赁企业资产证券化产品在 2004 年即发行（远东国际租赁，规模 4.77 亿），但 2014 年以前发行规模始终处于较低水平，也并未受到市场足够重视。2015 年以来，在资本市场创新发展的推动下，融资租赁企业租赁资产证券化产品发行规模大幅增加。

图表 6 融资租赁企业资产证券化产品发行规模快速增长

单位：亿元



资料来源：大公报信

金融市场上，资产证券化产品的快速发展，为融资租赁企业提供

了一条有效的资金来源渠道，尽管从发行主体来看，占比并不高，很多小型的企业还是难以满足基本的发行主体要求，但是对于大中型的融资租赁企业来说，通过资产证券化进行融资可以有效改善公司的资本结构，进一步盘活公司的资产，同时也为融资提供了多一种的渠道。所以，我们合理预期，资本证券化的发展会与融资租赁公司的发展产生协同效应，助力行业发展壮大，会有一些中型的融资租赁企业借资产证券化之势腾飞，行业排行榜的前列或也将改写。

三、关注个股

目前 A 股市场上，以融资租赁作为主业的公司只有渤海金控，其他企业主要以子公司的形式开展融资租赁业务。如中航资本、东莞控股、广汇汽车、柳工、摩恩电气、申通地铁、华铁科技、金洲慈航等等，还有各大银行下设的金融租赁公司，不再一一赘述。

推荐逻辑有三：一是以融资租赁作为主业或双主业之一的企业，如渤海金控（000415）。二是通过融资租赁等手段能够带动企业自身销售，由单纯主机销售向提供类似“销售+服务+租赁+大修”模式全价值链服务转变的产业龙头，如柳工（000528）、三一重工（600031）等。三是在环保设备、新能源设备、医疗器械等非传统融资租赁领域提前布局的企业。

四、风险提示

信用风险、汇率风险、利率风险、经济下行风险。

【评级体系说明】

股票投资评级：

- 强烈推荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上
- 推 荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间
- 中 性——预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间
- 回 避——预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上

行业投资评级：

- 强于大市——预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上
- 中 性——预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数表现在±5%之间
- 弱于大市——预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，在本公司及本人知情范围内，本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的股票没有利害关系，特此声明。

【法律声明】

网信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告作为其做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“网信证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。