

融资租赁行业分析及 2019 年展望

2019.01.22



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

融资租赁行业分析及 2019 年展望

联合资信评估有限公司 高龙 丁倩岩 林璐

2017 年以来，受宏观经济增速放缓、金融监管环境趋严、行业竞争加剧等因素影响，我国融资租赁行业企业数量、注册资金和租赁合同余额增速均明显放缓；从目前已在公开市场发行债券的租赁企业来看，租赁业务新增投放量减少，租赁资产规模增长乏力，融资成本上升，盈利水平呈下降趋势。但整体来看，虽然融资租赁行业增长放缓，但盈利仍处于较好水平，融资和资本补充渠道亦逐步拓宽，资本仍保持充足水平，融资租赁行业整体发展态势较好。另一方面，与发达国家租赁市场相比，我国融资租赁行业仍处于初级发展阶段，市场渗透率远低于发达国家，仍有很大的提升空间和市场潜力。

展望未来，随着“供给侧改革”、“一带一路”、“中国制造 2025”等国家政策的持续推进，融资租赁行业运营环境持续优化，市场需求逐步提升，给融资租赁行业带来良好的发展空间和机遇。另一方面，在宏观经济增速放缓、利率市场化进程持续推进的背景下，租赁企业资产质量下行压力未减，利差收窄使得盈利承压；随着租赁企业数量较快增长，同业竞争日趋激烈，业务领域同质化亦愈发严重，业务的发展对租赁企业风险管理和专业化运营水平也提出更高要求。此外，随着融资租赁企业的监管职能划归到银保监会，融资租赁行业将面临监管趋严趋紧，但亦有利于防范金融风险，促进行业健康发展。综上，联合资信认为，在未来一段时间内我国融资租赁行业的信用风险展望为稳定。

优势

- 我国融资租赁行业市场渗透率与发达国家相比处于较低水平，尚有很大的提升空间和市场潜力；
- 随着“供给侧改革”、“一带一路”、“中国制造2025”等国家政策的持续深入，给融资租赁行业带来良好的发展空间和机遇；
- 租赁企业依托于股东，能够在资本金补充、客户资源、融资渠道等方面得到大力的支持；
- 租赁企业融资渠道逐步拓宽，整体盈利处于较好水平，资本充足。

关注

- 宏观经济持续低迷、金融监管环境趋严，部分地区、行业信用风险暴露，租赁企业资产质量面临一定下行压力；
- 租赁企业业务多以售后回租为主，业务模式和收入结构都较为单一；
- 为满足资金需求和优化资产负债结构，发行债券和资产证券化产品成为租赁企业的重要融资渠道，但目前其资金来源仍主要为短期银行授信，资产负债期限错配及流动性管理仍需进一步改善。

一、行业概述

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前我国有两类租赁企业¹：一类是由原银监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的非金融机构类的融资租赁企业（以下简称“融资租赁企业”），主要是由非金融机构设立；按企业形式划分，融资租赁企业可分为内资融资租赁企业和外资融资租赁企业（以下分别简称“内资租赁”和“外资租赁”）；按照公司背景划分，还可划分为厂商系融资租赁企业和独立第三方融资租赁企业（以下分别简称“厂商系租赁”和“独立第三方租赁”）。

截至 2018 年 6 月末，全国租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司）总数约为 10611 家，较 2017 年末增长 16.73%。其中，2018 年上半年，原银监会尚未审批新的金融租赁公司，已经获批开业的仍为 69 家；内资租赁 366 家，较 2017 年末增长 32.61%；外资租赁共 10176 家，较 2017 年末增长 16.36%。

¹ 为避免歧义，本文中的“租赁企业”为我国从事融资租赁业务的企业统称。

二、行业政策与行业监管回顾

在融资租赁行业监管趋严的背景下，融资租赁企业业务发展模式或将面临一定调整；但另一方面，融资租赁企业未来或可在融资渠道上享有与金融租赁公司相似的待遇，这将对行业中优质企业的良性发展带来助益，亦或将出现行业整合的机遇。此外，统一监管也对整合金融监管资源、疏通金融监管渠道、防范化解金融风险起到积极作用。

2018 年 5 月，商务部下发《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”），将制定融资租赁企业业务经营和监管规则的职责划给中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”），自 2018 年 4 月 20 日起，有关职责已由银保监会履行。

在《通知》下发之前，金融租赁公司和融资租赁企业分别由原银监会和商务部进行监管。两类租赁企业在业务范围、准入门槛、董事高级管理人员任职资格、监管指标、关联交易规则监管等方面均有较大差异（见表 1）。

表 1 金融租赁公司与融资租赁企业监管差异

监管标准	金融租赁公司	融资租赁企业
适用规定	《金融租赁管理办法》（2014.3）	《商务部 国家税务总局关于从事融资租赁业务有关问题的通知》（2004.10） 《外商投资租赁业管理办法（2015 年修正）》（2018 年 2 月废止） 《融资租赁企业监督管理办法》（2013.9）
业务范围	除可以从事租赁业务外，还可以吸收非银行股东 3 个月（含）以上定期存款，进行同业拆借，以及经原银监会批准，从事发行债券、资产证券化等业务，承担更多金融机构的职能。	主要从事与融资租赁业务相关的租赁财产购买、租赁财产残值处理与维修、租赁交易咨询和担保等业务。 不得从事吸收存款、发放贷款、受托发放贷款等金融业务。未经相关部门批准，不得从事同业拆借等业务。
准入门槛	发起人应为：中国境内外注册的具有独立法人资格的商业银行；在中国境内注册的、主营业务为制造适合融资租赁交易产品的大型企业；在中国境外注册的融资租赁公司或原银监会认可的其他发起人。 上述发起人出资比例不低于拟设金融租赁公司全部股本的 30%。此外，原银监会对发起人的具体资格要求均作出了明确的限定。	未设立具体的准入门槛，仅要求申请设立融资租赁企业的境外投资者须符合外商投资的相关规定。 内资租赁企业最低注册资本金要达到 17000 万元。

	注册资本为一次性实缴货币资本，最低限额为 1 亿元人民币或等值的可自由兑换货币。	
董事、高级管理人员任职资格	董事和高管实行任职核准制度，上述人员必须满足原银监会制订的《银行业金融机构董事（理事）和高级管理人员任职资格管理办法》规定的任职资格基本条件。	无特殊要求，符合《公司法》规定即可。
监管指标	《金融租赁公司管理办法》设定了一系列财务监管指标： （1）资本充足率不得低于 8%；（2）单一客户融资集中度不得超过资本净额的 30%；（3）单一集团客户融资集中度不得超过资本净额的 50%；（4）单一客户关联度不得超过资本净额的 30%；（5）全部关联度不得超过资本净额的 50%；（6）单一股东关联度不得超过该股东在金融租赁公司的出资额，且应同时满足对单一客户关联度的规定；（7）同业拆借比例不得超过资本净额的 100%。	除要求融资租赁企业的风险资产不得超过净资产总额的 10 倍外，商务部并未对融资租赁企业设定具体的监管指标，仅规定省级商务主管部门要定期对企业关联交易比例、风险资产比例、单一承租人业务比例、租金逾期率等关键指标进行分析。对于相关指标偏高、潜在经营风险加大的企业应给予重点关注。
关联交易规则	重大关联交易应当经董事会批准。 重大关联交易是指金融租赁公司与一个关联方之间单笔交易金额占其资本净额 5% 以上，或与一个关联方发生交易后与该关联方的交易余额占其资本净额 10% 以上的交易。	融资租赁企业应当建立关联交易管理制度，应加强对重点承租人的管理，控制单一承租人及承租人为关联方的业务比例，注意防范和分散经营风险，未设置具体要求。

资料来源：银保监会、商务部，联合资信整理。

金融租赁公司作为金融机构，受到原银监会的严格监管，原银监会参照银行相关的监管要求对金融租赁公司进行监管；而融资租赁企业相较于金融租赁公司而言，面临的监管环境较为宽松。而从企业数量来看，金融租赁公司仅占租赁企业的极小部分，大量的的是融资租赁企业。因此，在近年来行业快速发展的背景下，融资租赁行业在监管上的“双轨制”滋生了不少包括“监管套利”、违规融资等行业乱象。随着融资租赁企业的监管职能划归到银保监会，融资租赁行业将面临监管趋严趋紧，亦有利于防范金融风险，促进行业健康发展。

但需要注意的是，《通知》中提到的“监管划转”是“业务经营和监管规则”的“制定”职能，而不是将融资租赁企业的监管完全划转给银保监会。由于目前对金融租赁公司的监管要求远远严于融资租赁企业，在目前强监管的态势下，对于如此庞大数量的融资租赁企业，完全按照金融租赁公司的标准监管可行性也不

大。我们注意到，自《通知》下发后，银保监会也陆续在全国范围内开展融资租赁企业的摸底工作；而在 11 月底，上海市地方金融监管局已经和上海市商务委签署了转隶确认书，转隶后上海市地方金融监管局将切实承担在上海市级层面加强对融资租赁企业的集中统一监管职责。由此可见，未来融资租赁企业的监管趋势，可能是由银保监会制定统一的监管规则并指导实施，地方金融监管局在监管职责范围内制定具体实施细则和操作方法。

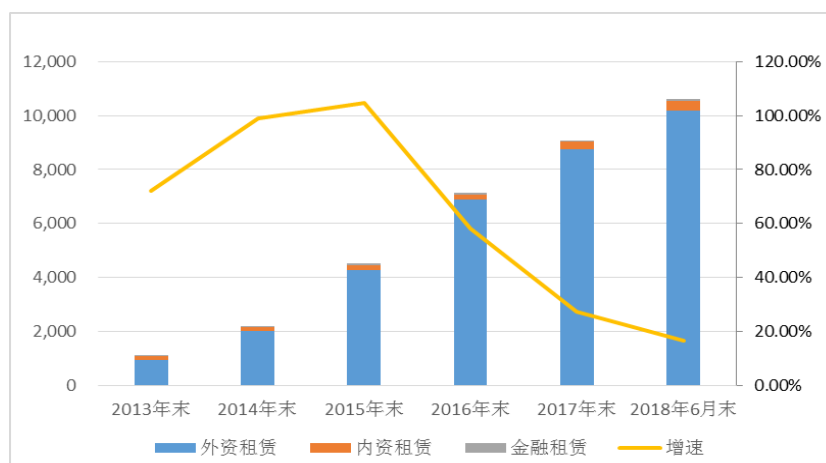
三、行业竞争

近年来，我国融资租赁行业较快发展，虽然 2017 年以来受宏观和监管环境影响，整体业务规模增速有所放缓，但整体发展态势仍较好；且与发达国家租赁市场相比，我国融资租赁行业仍处于初级发展阶段，市场容量较大，竞争也相对宽松。随着融资租赁企业监管划转以及行业逐渐向成熟阶段发展，银行系、厂商系和独立第三方系租赁企业由于在客户和业务定位上的差异性，未来有望形成差异化的产业链条，但在部分细分市场竞争亦将日趋激烈；另一方面，随着融资租赁行业监管趋严，融资租赁企业或将面临优胜劣汰的新格局。

从企业数量来看，近年来我国租赁企业数量整体保持快速增长，但 2017 年以来增速明显放缓；截至 2018 年 6 月末，全国租赁企业总数约为 10611 家，其中金融租赁公司 69 家，内资融资租赁企业 366 家，外资融资租赁企业 10176 家（见图 1）。

三类租赁企业中金融租赁公司准入门槛最高，审批难度也最大，因此数量最少，增速也相对较慢。外资租赁数量远超其他租赁企业，一方面是由于外资租赁的审批部门由商务部下放到注册地省级商务部门后，审批较为便捷；另一方面其注册门槛较低，2015 年以后其最低注册资本金的要求亦被取消，且部分地区对外资租赁发放补贴，使得其数量呈现爆发式增长；此外，近年来自贸区改革试点，也在一定程度上刺激了其数量的增长。内资租赁则是在商务部、税务总局陆续将 11 个自由贸易区的内资租赁审批权限下放后，呈现了快速增长的态势，2017 年以来，内资租赁数量增速超过金融租赁公司和外资租赁。

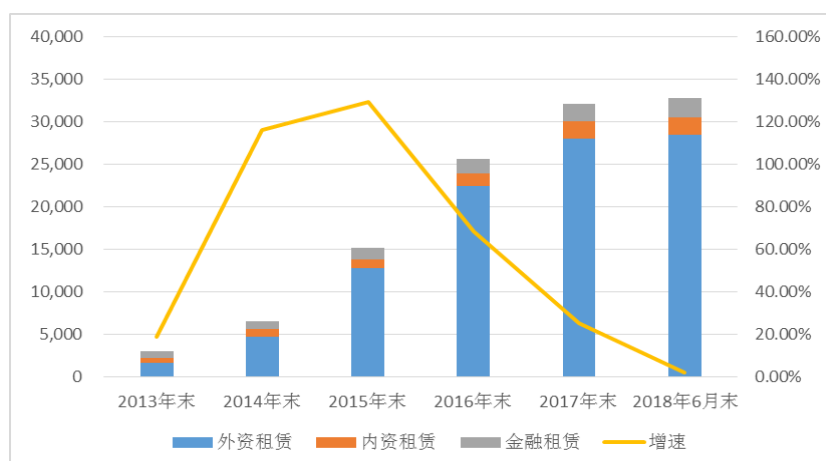
图 1 我国租赁企业数量情况(单位: 家/%)



资料来源: WIND 数据, 联合资信整理。

从注册资金来看, 在租赁企业数量高速增长的同时, 注册资金总量也快速上升, 但 2017 年以来增速亦明显放缓。其中, 外资租赁由于数量上的优势, 总注册资金占比最高; 金融租赁公司由于大多为银行系, 母公司背景实力雄厚, 平均注册资金较高, 虽然公司数量最少, 但总注册资金与内资租赁相当。截至 2018 年 6 月末, 我国租赁企业注册资金合计 32763 亿元, 其中金融租赁公司 2262 亿元, 内资租赁 2117 亿元, 外资租赁 28383 亿元 (见图 2)。

图 2 我国租赁企业注册资金情况(单位: 亿元/%)

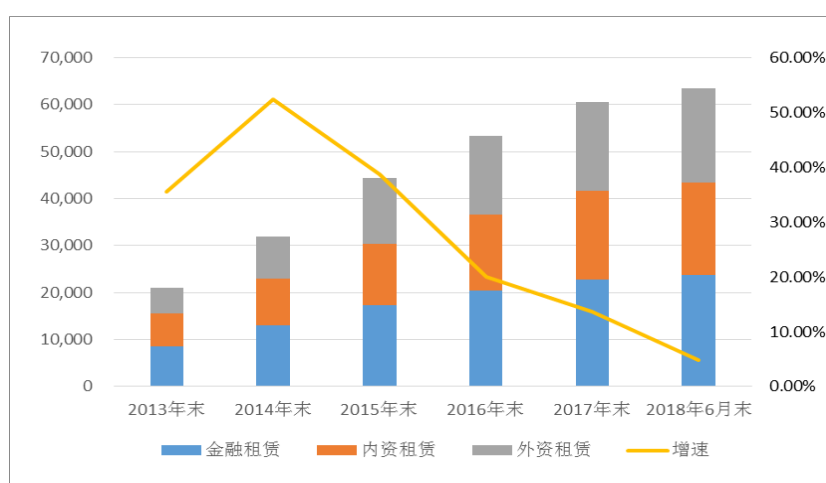


资料来源: WIND 数据, 联合资信整理。

从业务合同余额来看, 尽管外资租赁在数量上远高于内资租赁和金融租赁公司, 但三类租赁企业合同余额占比基本接近, 主要原因在于金融租赁公司和内资租赁资产规模相对较大, 外资租赁资产规模相对较小, 且外资租赁中空壳企业较多, 很多外资租赁成立是为了进行跨境资金套利或者利用优惠政策获取政府补贴,

实际在运营的企业远小于注册家数。商务部 2016 年全国融资租赁风险排查行动中发现，大约七成融资租赁企业为空壳公司。从业务合同增速来看，2018 年以来明显放缓，主要是在宏观经济增速放缓、金融强监管以及监管职能划转的背景下，一方面租赁企业融资难度加大，另一方面部分租赁企业根据监管导向主动进行业务转型，回归租赁本源，导致业务规模增速有所下滑。截至 2018 年 6 月末，我国融资租赁合同余额总量为 6.35 万亿元，较 2017 年末仅增长 4.79%。其中金融租赁合同余额 2.37 万亿元，占比 37.32%；内资租赁合同余额 1.98 万亿元，占比 31.10%；外资租赁合同余额 2.01 万亿元，占比 31.57%。

图 3 我国租赁企业合同余额情况(单位：亿元/%)



资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

根据股东背景差异划分，租赁企业可分为银行系、专业化的厂商系和独立第三方系。其中，银行系主要为金融租赁公司，其特点是依托于银行股东，具有资金实力雄厚、融资成本低、客户群体多等优势，其业务发展一般定位于交通、船舶、大型设备制造业等大资产类行业；但银行系金融租赁公司由于普遍缺乏成熟的融资租赁业务能力，因此其业务模式多为“类信贷”的售后回租，业务“同质化”现象较为严重。厂商系租赁主要股东为设备制造厂商，其特点是拥有系统内的客户资源和技术优势，业务开展集中于系统内部及上下游客户，在机械、医疗、汽车、电力设备等特定行业领域具有较为丰富的专业经验和竞争优势，业务模式多为直租；但厂商系租赁受制于系统内产品体系和客户，服务对象通常较为单一。独立第三方系租赁股东多为大型外贸、物流、综合型集团企业，其特点是依托于股东的资源，定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业的中小企业，行业分布较为广泛，业务模式相对灵活；但独立第三方系租赁通常资本实力相对较弱，市场定位不明确，融资渠道较为单一。

四、行业发展

随着我国“供给侧改革”的持续推进，“一带一路”、“中国制造 2025”等导向型政策的持续深入，产业经济结构调整、技术革新带动大量固定资产投资需求，融资租赁将在产业结构转型升级和中国企业“走出去”的道路上发挥重要作用，融资租赁行业未来面临良好发展机遇。

从政策层面来看，“十三五”期间，国家实施供给侧结构性改革，以推动经济结构转型和促使资源的优化配置。在践行“供给侧改革”的过程中，一方面高新技术产业发展初期存在资金不足问题；另一方面，传统行业淘汰落后产能，加速产业结构转型升级，都将产生资金和设备需求，融资租赁既可以为企业解决资金需求，又能帮助企业引进新装备、新技术。因此，融资租赁将在“供给侧改革”进程中发挥重要的作用。

伴随着“一带一路”国家战略的实施，由于“一带一路”沿线多为发展中国家，工业化程度不高，经济建设和社会发展愿望强烈，基础设施投资需求较大，为融资租赁行业加快国际化布局特别是参与大型基础设施建设项目提供了广阔的市场机遇。而租赁区别于其他金融行业最重要的特点是具有融资和融物双重属性，横跨产业和金融，这使租赁在“一带一路”中具有不可替代的优势。近年来，我国部分租赁企业已参与到“一带一路”当中，例如在飞机、船舶项目融资上，工银金租已与境外各大银行建立了业务合作关系，创新应用境外进出口银行等政策性银行资金，降低了资金成本；民生金租也积极发展“两头在外”的国际化发展模式，采用境外融资和发债方式为境外客户提供更全面的服务；远东租赁也在2018年发行了首单“一带一路”ABS产品，募集资金主要用于支持“一带一路”相关项目投放及业务发展。

此外，“中国制造 2025”政策的实施也为融资租赁行业带来良好的发展空间，“中国制造 2025”支持重点领域大型制造业企业集团开展产融结合试点，通过融资租赁方式促进制造业转型升级。对于制造业企业来说，在对设备进行更新换代时，通过融资租赁的方式获得设备，无需大量资金就能迅速获得资产，且相较于银行贷款，融资要求相对宽松。因此，融资租赁能够将产业与金融有效结合，助力金融支持制造业产业升级。同时，“中国制造 2025”提出要大力发展包括航空航天设备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备等十个重点发展的新兴行业，这必将为融资租赁行业带来广阔的市场需求和客户群体。

五、租赁企业经营分析

由于金融租赁公司与融资租赁企业在各项监管要求方面存在较大差异，导致两者在业务经营、业务结构、资产质量、盈利水平、资本充足性、融资渠道等方面均存在差异。因此对于租赁企业的经营分析，我们将金融租赁公司与融资租赁企业分别进行分析和比较。我们选取的样本企业为目前已在公开市场发行债券的金融租赁公司与融资租赁企业，样本企业数量分别为 24 家和 35 家²。

1. 租赁业务分析

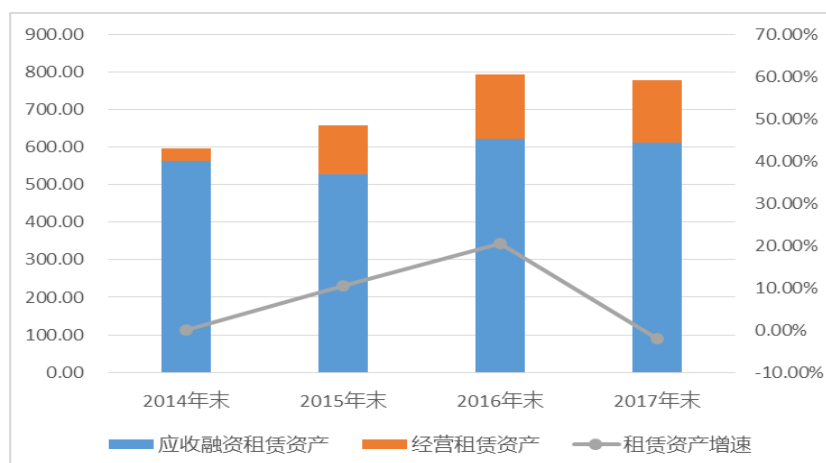
2017 年以来，受金融监管环境趋严、行业竞争加剧以及部分租赁企业业务调整等因素影响，租赁企业新增业务投放量有所减少，样本融资租赁企业平均租赁资产规模增幅明显放缓，样本金融租赁公司平均租赁资产规模甚至出现小幅下降；业务领域方面，金融租赁公司与融资租赁企业有所分化，整体业务结构都较为单一。

从业务发展来看，样本金融租赁公司 2017 年末平均租赁资产规模（含融资租赁和经营租赁，下同）小幅下降；主要是由于 2017 年以来，受金融监管环境趋严、行业竞争加剧以及部分金融租赁公司业务调整等因素影响，导致新增业务投放量有所减少。截至 2017 年末，样本金融租赁公司平均应收融资租赁款净额为 612.52 亿元，平均经营租赁资产为 165.43 亿元；其中租赁资产规模超千亿的有 7 家，包括交银金租、招银金租、工银金租等。

从业务领域来看，金融租赁公司尤其银行系，业务发展主要定位于交通、船舶、大型设备制造业等行业。在业务模式上，金融租赁公司以融资租赁为主，且售后回租占比高，仅有少数资本实力排名靠前的如国银金租、交银金租、工银金租等拥有较大规模的经营租赁资产，主要集中在飞机、船舶等领域；整体看，金融租赁公司业务模式较为单一，且存在同质化、类信贷化的现象。但近年来，在经济增速放缓、监管政策导向租赁业务“回归本源”以及企业违约风险上升、同业竞争加剧的经营环境下，金融租赁公司也在逐步优化业务结构，提升直租业务比例。

²由于融资租赁企业信息披露不全，因此样本融资租赁企业部分数据为不完全统计。

图 4 样本金融租赁公司平均租赁资产（单位：亿元/%）

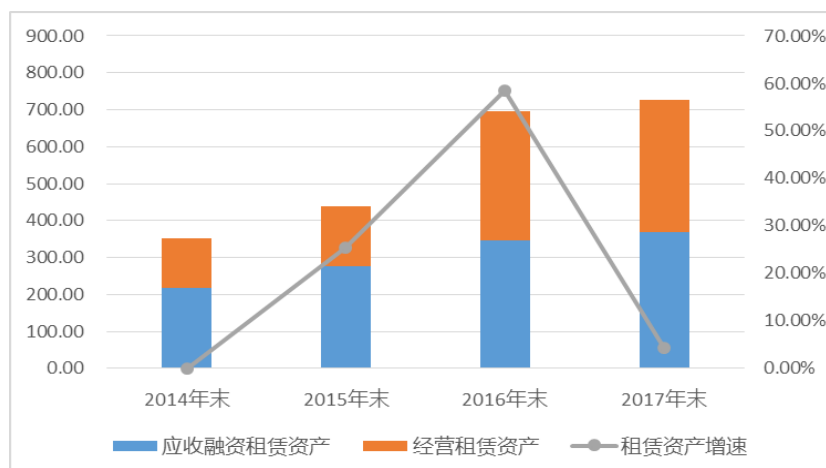


资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

从业务发展来看，样本融资租赁企业 2014-2017 年末平均租赁资产规模（含融资租赁和经营租赁，下同）保持增长，但 2017 年以来增速明显放缓；截至 2017 年末，样本企业平均应收融资租赁资产为 368.70 亿元，整体低于金融租赁公司。从经营租赁资产规模来看，样本企业中仅有极少数如渤海租赁和中飞租租赁以经营租赁业务为主，其余均较少涉及经营租赁业务；截至 2017 年末，渤海租赁和中飞租租赁经营租赁资产余额分别为 1755.17 亿元和 208.33 亿元，均保持增长。

从业务领域来看，融资租赁企业主要是依赖其股东的客户资源、技术和渠道优势，拓展上下游客户，因此业务领域分化较大。如中飞租租赁，作为中国飞机租赁集团控股有限公司的全资子公司，依托其母公司的业务资源，专注于民用航空业；而中国康富国际租赁，作为国家电力投资集团公司下属租赁公司，主要在工程机械、电力能源领域形成了较为稳定的业务模式。

图 5 样本融资租赁企业平均租赁资产余额（单位：亿元）



资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

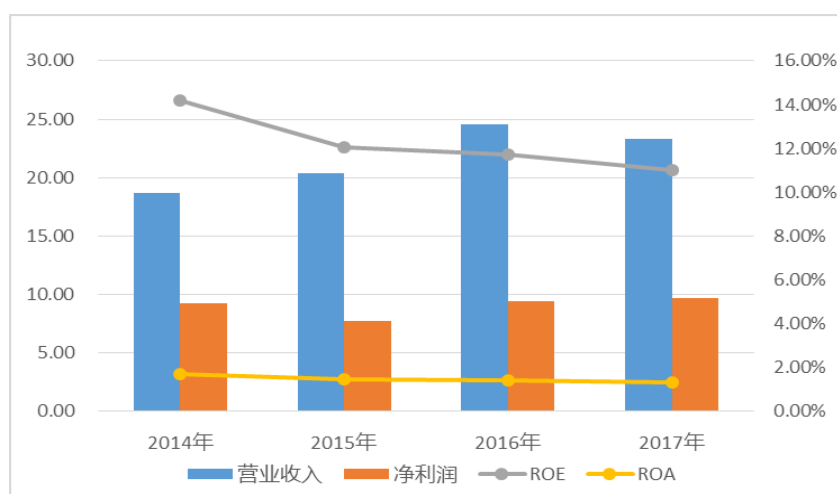
2. 盈利水平分析

2017 年以来，受整体租赁资产新增投放量减少以及融资成本上升等因素影响，租赁企业盈利水平呈下降趋势，但仍处于较好水平；随着金融租赁公司经营租赁业务规模的不断扩大，预计经营租赁业务收入未来对其营业收入的贡献度将逐步提升，金融租赁公司收入结构亦将逐步优化；而融资租赁企业收入结构则相对较为单一。

从盈利状况来看，样本金融租赁公司平均营业收入在 2017 年小幅下降，净利润基本保持稳定，ROE 和 ROA 均呈下降趋势；主要是由于 2017 年金融租赁公司新增业务投放量普遍有所减少，同时受市场资金紧张影响，融资成本有所上升，利差空间受到挤压所致。2017 年，样本金融租赁公司平均营业收入和净利润分别为 23.33 亿元和 9.66 亿元，平均 ROE 和 ROA 分别为 10.99% 和 1.34%（见图 6），盈利整体仍处于较好水平。

从收入结构来看，样本金融租赁公司均以融资租赁业务为主，经营租赁业务占比较低，其收入也主要以融资租赁业务利息净收入为主；但从样本企业来看，涉足经营租赁业务的金融租赁公司占比过半，且经营租赁资产的增速普遍高于融资租赁资产增速。随着金融租赁公司经营租赁业务规模的不断扩大，预计经营租赁业务收入未来对营业收入的贡献度将逐步提升，金融租赁公司收入结构亦将逐步优化。

图 6 样本金融租赁公司盈利情况（单位：亿元/%）



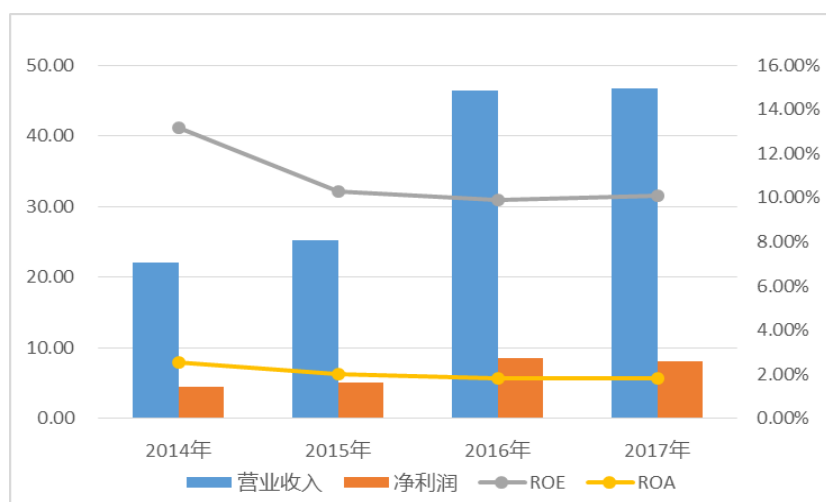
资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

从样本融资租赁企业来看，各项盈利指标趋势与金融租赁公司较为一致。2017 年，样本融资租赁企业平均营业收入和净利润分别为 46.69 亿元和 8.04 亿

元，平均 ROE 和 ROA 分别为 10.11% 和 1.80%（见图 7）。由于金融租赁公司的营业收入为扣除掉利息支出的净收入，因此在营业收入指标方面显著低于融资租赁企业。整体来看，两类租赁企业盈利表现较为相近。

从收入结构来看，由于样本融资租赁企业中仅有极少数以经营租赁为主，其收入绝大部分都来自于融资租赁利息收入。此外，部分融资租赁企业也为客户提供租赁交易咨询、财务顾问咨询、信息咨询等服务，但其对营业收入的贡献度较低。总体来看，融资租赁企业收入结构较为单一。

图 7 样本融资租赁企业盈利情况（单位：亿元/%）



资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

3. 租赁资产质量分析

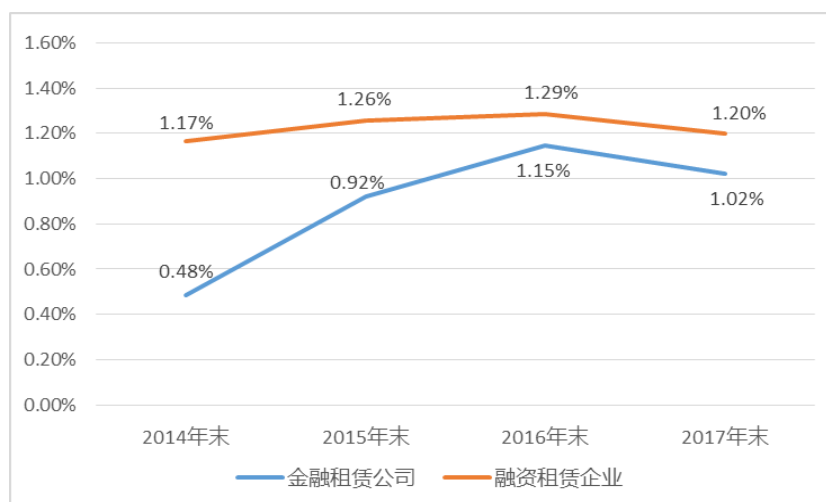
2017 年以来，得益于对不良租赁资产清收处置力度加大等因素，金融租赁公司和融资租赁企业不良融资租赁资产率均有所下降，但在目前宏观经济持续低迷的形势下，租赁企业资产质量仍面临一定下行压力。

由于融资租赁具有顺周期波动特点，宏观经济走势传导作用明显，在宏观经济增速放缓的背景下，实体产业的波动会对承租人的经营和偿债能力造成较大影响，从而传导到融资租赁行业。从样本企业来看，2016 年受到宏观经济低迷、部分产能过剩行业风险集中爆发等因素影响，租赁企业不良率上升较为明显（见图 8）。为此，2017 年以来，租赁企业一方面通过调整租赁业务投向和严控准入标准，另一方面通过加大对不良资产的清收处置力度来优化资产质量。整体来看，金融租赁公司和融资租赁企业 2017 年末不良融资租赁资产率均有所下降；但在目前宏观经济持续低迷的形势下，租赁企业资产质量仍面临一定下行压力。

从样本企业数据来看，融资租赁企业不良率整体高于金融租赁公司，这主要

由于金融租赁公司尤其银行系，风险管理体系主要借鉴母行经验，因此在风险管理能力上普遍高于融资租赁企业。另外需要注意的是，由于监管要求的区别，金融租赁公司参照银行对租赁资产进行严格的五级分类，而融资租赁企业在此方面的监管较为宽松，因此不良率划分标准并不严格；随着融资租赁企业纳入银保监会的监管体系后，其不良率指标或将有一定程度的上升。

图 8 样本租赁企业不良融资租赁资产率



资料来源：中国货币网，联合资信整理。

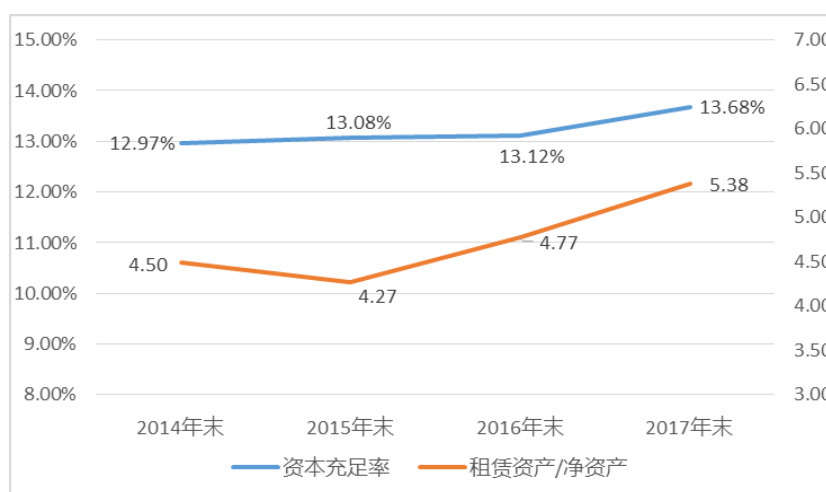
4. 资本充足性分析

随着融资租赁行业政策环境的优化，租赁企业资本补充渠道逐步拓宽。金融租赁公司除了股东增资以外，通过发行二级资本债的方式缓解资本压力将逐步常态化；融资租赁企业资本补充途径则相对狭窄。从样本企业来看，租赁企业整体资本保持充足水平，但业务的较快发展使其资本面临持续补充压力。

从样本金融租赁公司来看，由于其章程中明确要求，当经营损失侵蚀资本时，股东应及时补足资本金，因此金融租赁公司资本补充主要依赖股东增资；部分金融租赁公司还通过资本市场来拓宽资本补充渠道，比如已分别在 A 股、H 股和新三板挂牌的江苏金租、国银金租和皖江金租。此外，在 2016 年原银监会允许金融租赁公司通过发行二级资本债的方式补充资本后，兴业金租、长城国兴金租、交银金租已陆续发行了二级资本债券。从资本充足率来看，近年来，样本金融租赁公司平均资本充足率逐年提升，整体保持充足水平（见图 9）。由此可见，金融租赁公司股东对其资本补充力度较大，但随着业务的持续发展以及监管对于其资本充足率的要求，金融租赁公司仍面临持续的资本补充需求。除了股东增资，预计未来金融租赁公司通过发行二级资本债的方式缓解资本压力会逐步常态化。

从样本融资租赁企业来看，其资本补充途径相对比较狭窄，主要依靠股东增资和资本内生增长。由于融资租赁企业在 A 股上市门槛比较高且对于融资租赁企业如何定义的监管尚未明确，目前只有渤海租赁通过借壳的方式登陆 A 股；而市场相对成熟、上市门槛较低的 H 股则成为融资租赁企业的选择，截至目前已有超 10 家融资租赁企业在 H 股上市，但募集的资金量并没有 A 股市场明显。我们以样本融资租赁企业租赁资产余额与净资产的比例，来简单衡量融资租赁企业的资本充足情况，近年来样本企业租赁资产/净资产呈上升趋势，但离监管要求的 10 倍仍有一定距离，资本整体处于充足水平。另一方面，考虑到样本融资租赁企业大多为行业内排名靠前的融资租赁企业，综合实力处于行业前列，更容易获得股东的资金支持以及借助资本市场融资；从行业平均水平来看，中小融资租赁企业面临较大的资本补充压力。

图 9 租赁企业资本充足情况（单位：倍/%）



资料来源：中国货币网，联合资信整理。

5. 融资渠道与融资成本分析

融资渠道方面，目前租赁企业仍主要依赖短期银行借款，资产负债期限存在一定程度的错配；为解决资金需求、优化资产负债结构，发行债券和 ABS 逐渐成为租赁企业重要的融资渠道。债券品种方面，在经历过 2017 年金融租赁 ABS 井喷式的发行后，2018 年以来金融租赁公司优先选择发行金融债券来进行融资；对于融资渠道相对狭窄的融资租赁企业，则持续选择通过租赁 ABS 的方式来筹措资金。

融资租赁是资金密集型行业，必须大量依靠外部资金来支撑业务发展。从融资渠道来看，租赁企业主要资金来源可大致分为股权融资和债项融资。

租赁企业的股权融资渠道主要包括增资扩股和 IPO 上市等。从行业整体来

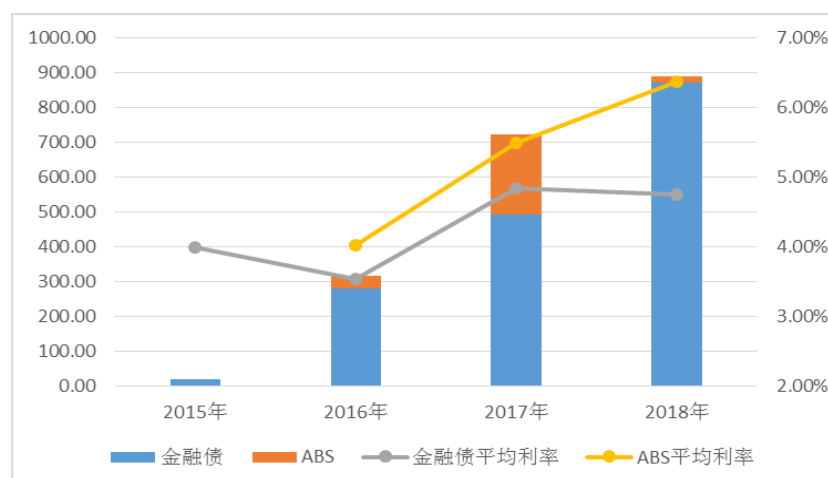
看，股东增资主要集中在金融租赁公司，主要由于金融租赁公司业务集中在大资产类行业，规模扩张速度较快，为满足业务发展和监管对于资本充足率的要求，金融租赁公司股东多进行了增资。

租赁企业的债项融资主要包括银行借款、发行债券、ABS、信托融资等，部分企业还通过互联网金融等方式融资。整体来看，目前租赁企业主要通过银行渠道完成融资，银行借款约占企业资金来源的 50%~80%，且大部分为短期。但随着 2015 年 9 月国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业务发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，鼓励租赁企业通过债券市场和资产证券化等方式筹措资金之后，发行债券和资产证券化产品成为租赁企业重要的融资渠道。

从债券品种来看，金融租赁公司主要发行金融债券和 ABS，近年来金融债券发行规模呈快速增长态势；2018 年，金融租赁公司发行金融债券规模合计 873 亿元（见图 10），较 2017 年增长 77%。究其原因，一方面是由于金融租赁公司资产规模的扩张对中长期资金需求较为强烈，而金融债券主要集中在 3 年期，可以满足其资金需求，并在一定程度上改善其资产负债结构；另一方面，金融债券的综合发行成本也低于 ABS，2018 年金融债发行平均利率为 4.76%，且融资便利性更优，因此金融租赁公司发行金融债券的意愿相对更强。

而金融租赁 ABS 方面，在经历过 2017 年井喷式的发展后，2018 年 1-11 月 ABS 为零发行，仅有河北省金融租赁在 12 月发行了一期 ABS；主要原因在于 ABS 发行成本上升，同时对基础资产的要求也较高，资产真实出表难度提升，进而明显降低了金融租赁公司的发行意愿。

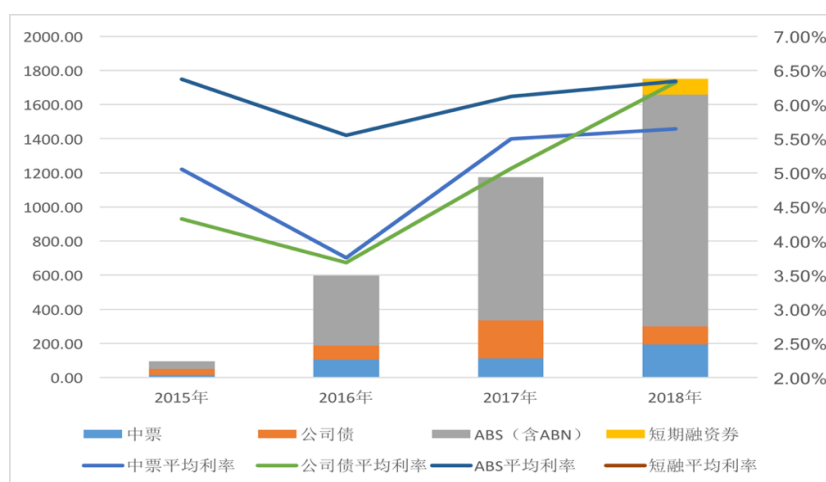
图 10 金融租赁公司债券发行情况（单位：亿元/%）



资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

对于融资租赁企业，由于其无法进入银行间市场进行同业拆借以及发行金融债券，鉴于租赁 ABS 产品有助于优化资产负债表、改善中长期资金匹配程度等特性，成为融资租赁企业优先选择的融资工具。此外，融资租赁企业还通过发行公司债、中期票据、短期融资券等方式筹措资金。2018 年，融资租赁企业合计发行 ABS（含 ABN）1356 亿元，中期票据 192 亿元，公司债 107 亿元，短期融资券 96 亿元。从债券发行成本来看，2016 年以来，融资租赁企业债券发行平均成本呈上升趋势，且整体高于金融租赁公司；2018 年，融资租赁企业发行 ABS、公司债、中票和短融的平均利率分别为 6.34%、6.33% 和 5.64% 和 4.75%，融资优势一般。

图 11 融资租赁企业债券发行情况（单位：亿元/%）

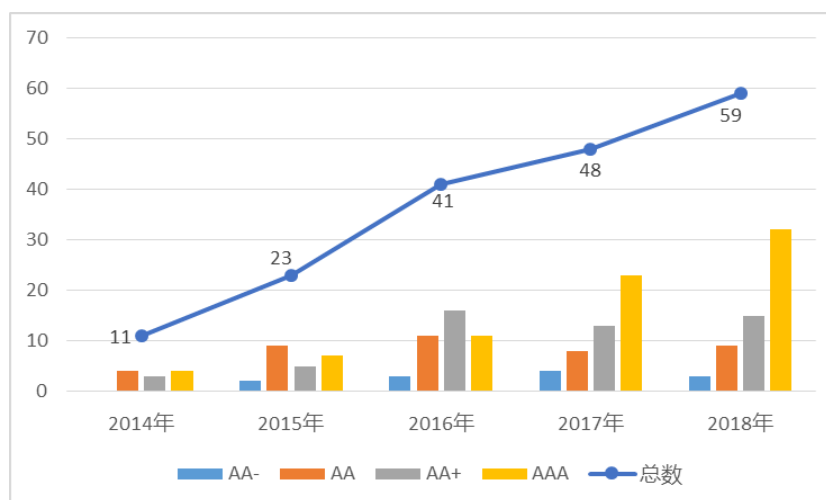


资料来源：WIND 数据，联合资信整理。

六、行业信用评级情况

近年来，随着业务的发展，租赁企业融资需求逐年增长，在公开市场发行债务融资工具的租赁企业（含存续期）家数呈快速上升趋势（见图 12）。截至 2018 年末，债券存续期内的租赁企业发债主体合计 59 家，其中金融租赁公司 24 家，融资租赁企业 35 家。从受评租赁企业主体长期信用等级分布来看，主体长期信用等级主要集中在 AA 及以上，整体信用等级较高。截至 2018 年末，AAA 级租赁企业 32 家，AA+ 级租赁企业 15 家，AA 级租赁企业 9 家，AA- 级租赁企业 3 家。

图 12 债券存续期内的租赁企业发债主体信用等级统计（单位：家）



资料来源：中国货币网，联合资信整理。

从信用等级迁徙情况来看，近年来受评租赁企业信用等级向上迁徙趋势明显。2017 年，债券存续期内的租赁企业中共有 12 家信用等级出现调整，其中，AA+上调至 AAA 有 8 家，分别为渤海金控、天津渤海租赁、海通恒信租赁、中电投融合租赁、江苏金租、中国外贸金租、信达金租和长城国兴金租；AA 上调至 AA+ 有 4 家，分别为中国环球租赁、广州越秀融资租赁、中建投租赁和国泰租赁。2017 年，受评租赁公司未出现评级下调的情况。

2018 年，债券存续期内的租赁企业中共有 8 家信用等级出现调整，其中，AA+上调至 AAA 有 4 家，AA-上调至 AA 的 2 家，AAA 下调至 AA+的 1 家，AA 下调到 AA-的 1 家（见表 2）。

表 2 2018 年租赁企业主体信用等级变化情况

序号	租赁企业名称	调整前级别	调整后级别	评级机构
1	中国环球租赁有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	中诚信国际
2	河北省金融租赁有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	中诚信国际
3	广州越秀融资租赁有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	中诚信国际
4	华能天成融资租赁有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	大公国际
5	悦达融资租赁有限公司	AA-/稳定	AA/稳定	中诚信国际
6	宝信国际融资租赁有限公司	AA-/稳定	AA/稳定	中诚信证券
7	邦银金融租赁股份有限公司	AAA/稳定	AA+/稳定	联合资信
8	丰汇租赁有限公司	AA/稳定	AA-/稳定	联合评级

从相关评级报告反映的内容来看，各家评级机构确定受评租赁企业主体级别，主要是基于以下几个方面的考虑：（1）公司的市场定位和业务发展、专业化运营能力、风险管理和战略、资产质量、盈利能力、融资渠道和资本充足性等；（2）股东的综合实力以及在公司业务拓展、风险管理、资本补充、流动性等方面的支持意愿和能力。

从级别调整比例来看，2017 年以来，租赁企业信用等级上调比例明显提高。一方面是由于目前在公开市场发行债券的租赁企业，大多为银行系金融租赁公司以及综合实力较强的融资租赁企业，在股东实力逐步增强、行业经营情况正常、综合财务实力得到提升的背景下，面临的调级频次相应也会高一些；另一方面，租赁企业融资渠道拓宽、增资扩股、公开发行股票并上市预期等也是影响信用等级调整的重要因素。

七、行业展望

近年来，随着监管环境的持续改善和国家政策红利的逐步释放，融资租赁行业运营环境整体向好，且与发达国家租赁市场相比，我国融资租赁行业仍处于初级发展阶段，市场容量较大，竞争也相对宽松。随着融资租赁行业逐渐向成熟阶段发展，银行系、厂商系和独立第三方系租赁企业由于在客户和业务定位上的差异性，未来有望形成差异化的产业链条，但在部分细分市场竞争亦将日趋激烈。另一方面，在宏观经济持续低迷、金融监管趋严的背景下，租赁企业业务发展趋缓，资产质量下行压力未减，利差收窄使盈利承压，业务的发展使资本面临持续补充压力；尽管租赁企业通过债券市场融资规模逐年增长，但目前融资渠道仍以短期银行借款为主，资产负债期限错配问题仍较为严峻，为租赁企业带来一定的流动性风险。此外，随着融资租赁行业统一监管的逐步施行，融资租赁企业业务发展模式或将面临一定调整；但统一监管将对整合金融监管资源、防范化解金融风险起到积极作用，有助于融资租赁行业未来的良性发展。综上所述，联合资信认为，在未来一段时间内我国融资租赁行业信用风险展望为稳定。