

## 大浪淘沙，负重前行

### ——2021 年中国融资租赁行业信用风险展望

联合资信评估股份有限公司 金融评级二部 贾一晗 张帆 孙翊宸 刘鹏

#### 主要观点：

- 2020 年以来，共有 4 家融资租赁公司发生信用等级迁移；其中上调 3 家，下调 1 家，股东支持及企业自身的稳健经营在对融资租赁公司信用风险判断中起着至关重要的作用。
- 2020 年以来新冠疫情全球大流行，导致一季度 GDP 同比下降 6.8%，后逐步恢复；我国宏观政策加大逆周期调节力度，融资租赁公司融资环境有所改善；2020 年前三季度，外部信用环境仍然不容乐观，融资租赁公司面临的资产质量下行压力仍然较大。
- 2020 年以来，融资租赁全行业业务规模首次出现负增长，行业内分化趋势仍然很明显。样本公司的融资成本出现了一定的回落，在业务发展规模、资产质量和盈利能力等方面仍然有较明显的分化趋势。
- 监管政策正式落地，各地陆续出台相关管理办法，短期内会对融资租赁行业产生较大冲击，大量空壳企业将被清退。长期看来利好融资租赁行业的健康有序发展。由于部分条款仍存在调整空间，因此各家融资租赁公司转型结果及进展均有待观察。
- 2021 年为“十四五”的开局之年，预计宏观政策仍将保持相对稳定，但疫情反复具有一定不确定性，而融资租赁行业仍然将面临着融资环境的不确定性及资产质量的下行压力。行业分化将继续加剧，但中小企业仍然拥有突破瓶颈的机遇；而市场上的主流、龙头企业若要实现持续发展亦需进一步完善业务结构、提高风控水平。

#### 行业展望：

发展中

## 一、融资租赁行业 2020 年信用风险回顾

### 1. 信用等级迁移及风险事件回顾

2020 年以来，依据公开可查资料，共有 4 家融资租赁公司（以下分析均不包含金融租赁公司）发生信用等级迁移，其中上调 3 家，下调 1 家；另外，部分民营融资租赁公司仍存在着严重风险事件。

根据 WIND 统计，2020 年以来融资租赁公司主体共有 4 家发生级别调整（不含不同评级机构级别差异的情况，仅讨论同一评级机构对于同一受评主体的级别调整），其中上调 3 家（中建投租赁、青岛城建租赁、大唐租赁），下调 1 家（中信富通租赁），级别调整情况详见下表。中建投租赁级别上调的原因主要为股东董事会通过了对其进行增资议案；青岛城建租赁级别上调的原因主要为股东注资及股东支持力度较大；大唐租赁级别上调的原因主要为股东对其在资本补充及资金等方面支持力度进一步加大；中信富通租赁级别下调原因主要为资产质量承压、盈利水平大幅下滑及资本实力大幅下降。

表 1 融资租赁行业 2020 年以来级别调整情况

| 公司名称   | 调整后级别 | 前次级别 | 调整方向 | 评级机构     |
|--------|-------|------|------|----------|
| 中信富通租赁 | AA-   | AA   | 下调   | 中诚信/东方金诚 |
| 大唐租赁   | AAA   | AA+  | 上调   | 上海新世纪    |
| 中建投租赁  | AAA   | AA+  | 上调   | 中诚信      |
| 青岛城建租赁 | AA+   | AA   | 上调   | 上海新世纪    |

注：仅含级别调整，不含仅调整展望或列入评级观察、出具关注公告等资料来源：WIND，联合资信整理

2020 年以来，除被下调级别的企业之外，部分融资租赁公司仍面临着较严重的风险事件。中民投租赁和融信租赁均为民营企业，股东（或实控人）的负面信息对其影响尤为显著并且公司治理均存在严重问题；友联租赁由于医疗保健项目出现较严重的信用风险，因此不良率持续上升并且 2019 年以来持续亏损。

整体看，在当前经济环境下，具有股东实力较差或支持力度不足、业务规模相对较小、客户或行业分散度差等特点的融资租赁公司是级别下调或发生严重风险事件的“重灾区”。同时，部分港股上市或新三板挂牌融资租赁公司也由于资产质量下滑，处于持续亏损状态。而从外部评级角度来看，股东支持及企业自身的稳健经营在对融资租赁公司信用风险判断中起着至关重要的作用，这也与我们去年在《多维度分析近两年融资租赁企业的分化形势》中阐述的观点保持一致。

### 2. 行业运营环境

2020 年以来，新冠疫情全球大流行，我国一季度 GDP 同比下降 6.8%，后随着国内疫情得到有效控制，经济运行稳步恢复，2020 年前三季度 GDP 累计增速实现由负转正；我国宏观政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕，引导市场利率下行，但外部信用环境仍然不容乐观，2020 年多家国有企业发生债券违约，融资租赁公司面临的资产质量下行压力仍然较大。

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击。2020年一季度，我国为疫情主要区域，国内经济下行，经济指标回落明显，三大需求均出现不同程度的下降，导致经济出现负增长，一季度GDP同比下降6.8%，为改革开放以来的最大降幅。2020年二季度以来，随着国内疫情得到有效控制，国内生产生活秩序逐步好转，经济运行稳步恢复，二季度经济复苏较为强劲，二季度GDP增速由负转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%；三季度当季GDP同比增长4.9%，虽然低于市场预期，但结构出现改善，消费贡献上升，经济内生动力增强；2020年前三季度，GDP同比增长0.7%，上半年为下降1.6%，累计增速年内首次实现由负转正。

2020年以来，面对突如其来的新冠肺炎疫情的严重冲击，我国宏观政策加大逆周期调节力度，同时坚持克制性的正常货币金融政策，坚决不搞“大水漫灌”。人民银行通过降准、公开市场操作和中期借贷便利操作，保持市场流动性合理充裕，引导市场利率下行，广义货币M2和社会融资规模增速明显高于上年。2020年9月末广义货币供应量（M2）同比增长10.9%，社会融资规模存量同比增长13.5%，增速均明显高于2019年。2020年前三季度，社会融资规模增量累计为29.62万亿元，比上年同期多9.01万亿元，不仅是近三年来前三季度最高值，而且已经超过了前两年全年的增量。2020年9月，1年期和5年期以上贷款市场报价利率（LPR）分别为3.85%和4.65%，比上年12月份分别下降0.30个和0.15个百分点，推动贷款利率明显下行，9月份企业贷款加权平均利率为4.63%，较上年12月份下降0.49个百分点，实体经济融资成本显著降低。同时，人民银行通过设立专项再贷款、贷款延期偿付支持工具和小微企业信用贷款支持工具等创新工具，稳企业保就业，精准支持实体经济恢复。

2020年以来，融资租赁行业整体发展放缓，根据WIND统计，截至2020年9月末，我国融资租赁公司（包括金融租赁公司、内资租赁公司和外资租赁公司）共计12145家，较上年末仅增加24家；由于投放规模不及租金回收规模，2020年9月末，融资租赁公司期末合同余额65070亿元，较上年末下降2.21%，自2007年进入快速发展期以来首次出现负增长。融资环境方面，2020年前三季度，银行贷款和债券融资推动企业部门信用平稳扩张，2020年9月底，我国企业部门信用量达到156.32万亿元，同比增长11.27%，企业部门的宏观杠杆率约为156.1%，仍处于历史高位，融资租赁公司融资环境较上年有所改善，但不同资质的企业分化较大。

外部信用环境方面，2020年以来，商业银行信贷资产不良率整体呈上升趋势，商业银行平均不良率由上年末的1.86%提高至2020年9月末的1.96%，各类银行资产质量分化仍较大。债券市场方面，截至2020年12月25日，2020年信用债市场新增首次违约发行人28家，新增违约债券只数142只，违约日债券余额1626.94亿元。排除年初北大方正集团有限公司破产重组的影响，2020年债券违约只数和金额实际低于去年同期。但今年国有企业频频暴雷，“国企信仰”遭受冲击，特别是永城煤电控股集团有限公司和华晨汽车集团控股有限公司违约后，债券市场投资情绪产生剧烈波动，对一级和二级市场均产生很大影响。外部信用风险并未明显缓和且融资租赁公司客户资质下沉，其面临的外部信用风险仍不容乐观。

**银保监会发布融资租赁公司监管文件，对融资租赁公司的业务开展具有较强的引导和规范作用，大量空壳企业将被清退，部分融资租赁公司可能面临较大的转型压力。**

2020年6月9日，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“《暂行办法》”）。银保监会有关部门负责人表示，融资租赁行业整体开业率不高，约72%的融资租赁公司处于空壳、停业状态。过渡期后，预计国内融资租赁公司数量会大幅下

降，仅有正规经营、专注主业的融资租赁公司能够在洗牌中存活下来。从监管指标来看，集中度指标和杠杆倍数指标对目前融资租赁公司会产生一定冲击，高杠杆的融资租赁公司在逐步降杠杆，单一集中度、全部关联集中度较高的融资租赁公司会面临较大的转型压力。

**集中度监管指标向金融租赁公司看齐。**《暂行办法》对融资租赁公司集中度的要求与对金融租赁公司保持一致。受影响较大的主要为单笔业务规模较大和以集团内业务为主的融资租赁公司。截至 2019 年末，样本公司（公开并且能获取到客户集中度数据的）中单一客户集中度超过 30% 的有 6 家，其中有 5 家全部关联度超过 50%；全部关联度超过 50% 的有 19 家（央企 12 家，大多以集团内业务为主）。

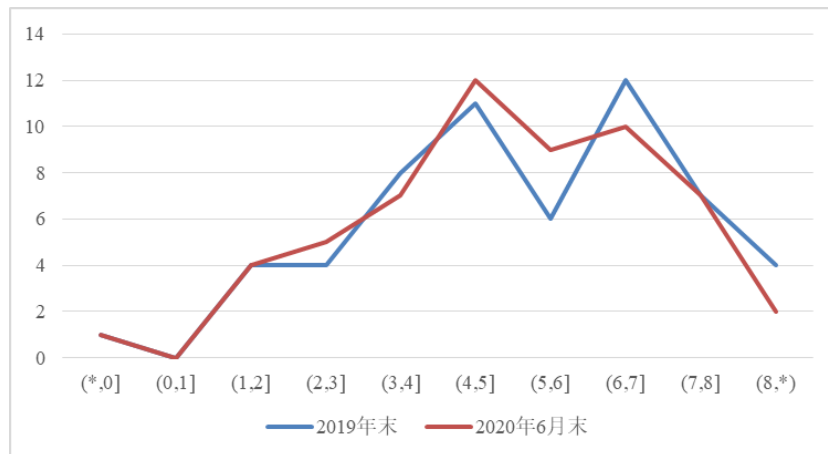
表 2 截至 2019 年末样本公司集中度情况 单位：%、个

| 单一客户集中度 |      | 全部关联度   |      |
|---------|------|---------|------|
| 指标区间    | 企业数量 | 指标区间    | 企业数量 |
| (0,10]  | 5    | [0,10]  | 21   |
| (10,20] | 8    | (10,30] | 8    |
| (20,30] | 7    | (30,50] | 1    |
| (30,*)  | 6    | (50,*)  | 19   |
| 合计      | 26   | 合计      | 49   |

注：由于能获取数据的企业数量有差异，因此合计数不一致  
资料来源：公开资料，联合资信整理

**杠杆倍数不超过 8 倍。**以 2019 年末数据为基础，样本公司中杠杆倍数<sup>1</sup>超过 8 倍的有 4 家，此 4 家 2020 年以来杠杆倍数均出现下降，截至 2020 年 6 月末任由 2 家杠杆倍数仍然高于 8 倍。从下图来看，融资租赁公司杠杆倍数分布在 4 倍~7 倍之间的企业数量最多，部分公司降杠杆或补充资本的压力较大。另外，杠杆水平处于高位的企业在 2020 年以来有降杠杆的趋势，杠杆倍数大于 6 倍的企业数量有所减少，而杠杆倍数小于 6 倍的企业数量有所增加。大部分样本公司杠杆水平控制在合理范围之内。

图 1 截至 2020 年 6 月末样本公司杠杆水平分布情况 单位：倍



资料来源：公开资料，联合资信整理

### 3. 融资租赁行业发展

<sup>1</sup> 为保证数据口径一致，在分析样本公司的杠杆倍数时，使用（资产总额-期末现金及现金等价物余额）/净资产，可能存在一定误差。

2020 年以来，融资租赁全行业业务发展缓慢，但大多头部企业仍保持了一定的增速，部分资质较好的中型企业发展较快，行业内竞争分化明显。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，全行业业务规模自 2007 年进入快速发展期以来首次出现负增长。

从样本公司<sup>2</sup>经营情况来看，2020 年上半年，尽管新冠肺炎疫情给融资租赁公司一季度展业带来了较大的不利影响，但 AAA 级别头部融资租赁公司业务规模仍保持了增长且增速较上年明显上升，主要系部分资质较好的企业在负债端再融资压力相对较小，因此其在资产端能够持续扩大投放规模所致；AA+级别融资租赁公司业务规模较上年末变化不大；AA 级别融资租赁公司业务规模延续下滑趋势，行业内竞争分化较明显。同时值得注意的是，样本内能够获取到完整数据的融资租赁公司以中高级别居多，该部分企业通常资质较好，受到外部融资环境结构性紧张的影响相对较小，因此本文中样本统计数据会与行业实际平均水平有一定的偏差。

表 3 融资租赁公司业务规模增长情况 单位：亿元、%

| 级别           | 2018 年末 | 2019 年末  | 2020 年 6 月末 | 2019 年增速 | 2020 年 1—6 月<br>年化增速 |
|--------------|---------|----------|-------------|----------|----------------------|
| AAA          | 9335.03 | 10464.28 | 11514.23    | 12.10    | 20.07                |
| AA+          | 1168.33 | 1260.38  | 1265.44     | 7.88     | 0.80                 |
| AA           | 546.43  | 512.24   | 482.61      | -6.26    | -11.57               |
| 融资租赁公司合同余额合计 | 66500   | 66540    | /           | 0.06     | /                    |

注：1. 以上统计仅包含已发布半年度数据的公司

2. 业务规模仅包含应收融资租赁款，不含经营租赁资产；各级别下业务规模指该级别的户均余额

3. 部分企业长期应收款中不全是应收融资租赁款，还有部分保理业务等，但通常占比较小，为保持数据可比性，此表中内资、外资租赁公司的的融资租赁规模使用含一年内到期的长期应收款

资料来源：WIND，联合资信整理

### 融资租赁公司业务扩张速度呈下降趋势，不同级别企业分化日益显著。

从现金流来看，2018 年以来，样本公司业务扩张速度呈下降趋势，筹资活动现金流量净额同步呈下降趋势。2018 年以来，AAA 级别融资租赁公司平均筹资前现金流量净额呈下降趋势，业务扩张速度放缓；同期，AA+级别融资租赁公司业务扩张速度于 2019 年有所增长，但在 2020 年 1—6 月呈现了收缩状态；同期，AA 级别融资租赁公司增量业务规模持续下降。整体看，融资租赁行业不同级别的企业业务开展分化日益显著。

表 4 融资租赁公司现金流情况 单位：亿元

| 统计数据             |     | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—6 月 |
|------------------|-----|--------|--------|--------------|
| 平均筹资前<br>现金流量净额  | AAA | -77.50 | -57.14 | -19.88       |
|                  | AA+ | -0.88  | -10.43 | 5.37         |
|                  | AA  | 17.03  | 16.09  | 5.54         |
|                  | 均值  | -40.01 | -31.08 | -8.71        |
| 平均筹资活动<br>现金流量净额 | AAA | 86.98  | 53.03  | 26.67        |
|                  | AA+ | 4.06   | 8.67   | 3.87         |
|                  | AA  | -15.68 | -16.56 | -5.11        |
|                  | 均值  | 46.33  | 28.27  | 14.76        |

资料来源：WIND，联合资信整理

<sup>2</sup> 样本公司包括 34 家可获取数据的发债企业。

2020 年以来，各评级融资租赁公司发行债券规模同比均有不同程度的上升，AAA 级别融资租赁公司债券发行规模仍最大，AA+和 AA 级别融资租赁公司债券发行规模相对较小，且 AA 级别融资租赁公司的债券融资稳定性总体弱于 AA+和 AAA 级别融资租赁公司；同期，融资租赁公司资产证券化产品发行规模亦保持高速增长，企业对资产证券化产品融资的依赖度进一步增长。

根据 WIND 统计，2020 年 1—11 月，全行业融资租赁公司发行债券合计 2066.80 亿元，较 2019 年同期上升 61.03%。其中，AAA 级别（以发行时级别为准，下同）融资租赁公司发行债券合计 1863.80 亿元，较上年同期上升 57.48%，占行业总发行量的比重为 91.37%，较上年同期下降 1.27 个百分点；AA+级别融资租赁公司发行债券合计 130.00 亿元，较上年同期上升 132.14%，占行业总发行量的比重为 6.37%，较上年同期上升 1.99 个百分点；AA 级别融资租赁公司发行债券合计 46.00 亿元，较上年同期上升 21.05%，占行业总发行量的比重为 2.26%，较上年同期小幅下降 0.72 个百分点。此外，2020 年 1—11 月，AAA 和 AA+级别融资租赁公司债券发行规模大幅增长，主要系资本市场对央企下属和地方国企下属的资质相对较好的融资租赁公司认可度提升，使得其在信用分化的环境下，受到了资金的相对青睐。

从发行主体来看，2020 年 1—11 月，共有 19 家 AAA 级别融资租赁公司发行债券，较上年增加 4 家，其中 4 家为信用级别上调或存在级别差异的企业，另有 1 家 AAA 级别融资租赁公司未发债；同期，共有 8 家 AA+级别融资租赁公司发行债券，较上年减少 1 家，主要系有 4 家企业调级后（含不同评级机构级别差异）发债计入 AAA 级别统计，另有 2 家上年同期未发行债券的融资租赁公司发行成功；同期，共有 7 家 AA 级别融资租赁公司发行债券，较上年减少 2 家，其中 5 家上年同期未发行债券的融资租赁公司发行成功，另有 6 家上年同期发行债券的融资租赁公司本年未发行债券。由此可见，级别较高（AA+及 AAA 级别）的融资租赁公司在债券市场融资情况较为稳定，而 AA 级别的融资租赁公司债券融资的稳定性较弱。AA 级别融资租赁公司发行长期债券主要通过股东增信（2020 年 1—11 月 AA 级别融资租赁公司发行的长期债券中仅有 1 家央企无增信措施），独立融资能力仍然较弱，亦能反应出较强的股东背景对于融资租赁的融资能够起到较强的支持作用。

根据 WIND 统计，2020 年 1—11 月，全行业融资租赁公司发行资产证券化产品合计 1897.88 亿元，较上年同期（1509.24 亿元）上升 25.75%。

从发行主体来看，2020 年 1—11 月，共有 76 家融资租赁公司发行资产证券化产品，其中 47 家上年同期发行过资产证券化产品，另有 26 家上年同期发行了资产证券化产品的融资租赁公司未发行资产证券化产品。

**2020 年，各评级融资租赁公司发行债券和资产证券化产品成本均较上年同期下降；融资租赁公司股东背景和股东支持的认可度对其债券发行成本有较大的影响，融资租赁公司融资端分化情况仍然存在。**

融资租赁公司债券发行成本方面，根据 WIND 统计，2020 年 1—11 月，AAA、AA+和 AA 主体发行债券加权平均利率分别为 3.08%、4.01%和 5.00%，分别较上年同期下降 59bp、44bp 和 80bp。2020 年各评级融资租赁公司发行债券和资产证券化产品成本均较上年同期下降。从利差来看，2020 年 1—11 月，AAA—AA+利差为 93bp，较上年同期扩大 15bp；AA+—AA 利差为 99bp，较上年同期收缩 36bp。考虑到 AA 级别融资租赁公司能够独立发行长期债券的情况较少，因此 AA 级别的利率并不能准确反映出投资者对于发行人本身的认可度。

从股东背景来看，2020年1—11月，AAA级别企业中，央企下属融资租赁公司债券发行加权平均利率为3.04%，民企金融集团下属融资租赁公司债券发行加权平均利率为3.33%，地方国企下属融资租赁公司债券发行加权平均利率为2.70%，地方国企下属融资租赁公司与央企下属融资租赁公司债券发行加权平均利率倒挂主要系样本内地方国企发行债券以超短融为主，期限相对较短。排除期限因素，资本市场对于AAA级别拥有央企股东背景的融资租赁公司的认可度最高。2020年1—11月，AA+级别企业中，央企下属融资租赁公司债券发行加权平均利率为3.71%；同期，只有1家AA+级别地方国企下属融资租赁公司发行了3只债券，债券发行规模30.00亿元，发行加权平均利率4.66%。AA+级别内企业股东背景对企业债券发行成本影响相对较大。2020年1—11月，AA级别企业中，央企下属融资租赁公司仅有1家发行债券，发行规模5.00亿元，发行利率3.30%，地方国企下属融资租赁公司债券发行加权平均利率为5.21%。

表5 融资租赁公司发行债券成本对比 单位：亿元、%

| 统计数据   |     | 2019年1—11月 | 2020年1—11月 |
|--------|-----|------------|------------|
| 发行规模   | AAA | 1183.50    | 1863.80    |
|        | AA+ | 56.00      | 130.00     |
|        | AA  | 38.00      | 46.00      |
| 加权平均利率 | AAA | 4.06       | 3.08       |
|        | AA+ | 5.92       | 4.01       |
|        | AA  | 5.80       | 5.00       |
| 利率最大值  | AAA | 5.57       | 4.90       |
|        | AA+ | 5.60       | 6.00       |
|        | AA  | 7.50       | 5.80       |
| 利率最小值  | AAA | 2.25       | 1.25       |
|        | AA+ | 3.19       | 2.20       |
|        | AA  | 4.10       | 3.30       |

注：级别统计以发行时的信用等级为准  
资料来源：WIND，联合资信整理

融资租赁公司发行资产证券化产品融资成本方面，根据WIND统计，2020年1—11月，融资租赁公司发行资产证券化产品加权平均利率为3.69%，较上年同期下降了73bp。此外，2019年1—11月发行资产证券化产品的73家融资租赁中，有47家在2020年1—11月期间再次发行了资产证券化产品。2020年1—11月，该47家融资租赁公司发行资产证券化产品的加权平均利率为3.73%，较上年同期（4.34%）相比下降61bp。整体看，2020年以来，融资租赁公司发行资产证券化产品融资成本较上年同期显著下降。

表6 融资租赁公司发行资产证券化产品成本对比 单位：亿元、%

| 统计数据                | 2019年1—11月 | 2020年1—11月 |
|---------------------|------------|------------|
| 发行规模                | 1534.42    | 1897.88    |
| 加权平均利率 <sup>3</sup> | 4.42       | 3.69       |
| 利率最大值               | 9.00       | 8.50       |
| 利率最小值               | 2.00       | 4.10       |

注：级别统计以发行时的信用等级为准  
资料来源：WIND，联合资信整理

<sup>3</sup> 已剔除企业自持资产证券化产品次级部分。

样本内融资租赁公司不良率整体呈上升趋势，资产质量承压，但仍有部分融资租赁公司不良率持续下降或保持无不良，分化趋势较显著。

从不良率来看，样本内融资租赁公司 2018—2019 年加权平均不良率分别为 1.02% 和 1.28%，呈上升趋势。截至 2019 年末，样本内 20 家企业不良率较上年末增长，12 家不良率有所下降，6 家仍保持无不良。在 12 家不良率下降的企业中，6 家主要开展市场化业务，在下游客户面临较大流动性压力的情况下展现了良好的风控能力，另 6 家主要围绕股东集团产业链上下游开展业务，体现了产业背景央企股东对集团内融资租赁业务有力的控制。在 6 家保持无不良的融资租赁公司中，2 家为围绕产业背景央企股东集团开展业务的企业，2 家为开展市场化业务的地方国企下属融资租赁公司。整体看，受近年来宏观经济下行，信用风险事件频发影响，融资租赁公司不良率总体呈上升趋势，资产质量承压，但部分风控能力较强或主要开展产业集团内业务的融资租赁公司资产质量仍能得到保障，不良率分化趋势较显著。在有披露 2020 年 6 月末不良率的样本公司中，有 15 家样本公司的 2020 年 6 月末的不良率较 2019 年末有所提高。

表 7 融资租赁公司不良率 单位：%

| 租赁公司类型    | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|--------|--------|
| 样本内融资租赁公司 | 1.02   | 1.28   |

资料来源：WIND，联合资信整理

2020 年，样本内中高级别融资租赁公司盈利规模有所增长，盈利能力呈现出一定的分化趋势。

从利润规模来看，2020 年样本公司的净利润规模同比年化增长 19.60%。按级别来看，AAA 级别的企业平均净利润同比年化增速为 20.39%，AA+ 级别的企业平均净利润同比年化增速为 33.29%，AA 级别的企业平均净利润同比年化下滑 22.69%。

从盈利指标来看，2020 年，AAA 级别融资租赁公司中 12 家总资产收益率同比增长，5 家同比下降；11 家净资产收益率同比增长，6 家同比下降，两项盈利指标表现的差异主要系部分企业净资产的增长导致杠杆率下降所致。AA+ 级别融资租赁公司总资产收益率增长的有 6 家，下降的有 2 家；净资产收益率增长的有 5 家，下降的有 3 家。AA 级别融资租赁公司中 3 家总资产收益率和净资产收益率均同比上升，4 家均同比下降。总体看，中高级别融资租赁公司盈利能力更为稳定。

表 8 融资租赁公司盈利能力 单位：%、亿元

| 统计数据   |     | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—6 月 |
|--------|-----|--------|--------|--------------|
| 总资产收益率 | AAA | 1.72   | 1.76   | 0.97         |
|        | AA+ | 1.71   | 1.55   | 0.94         |
|        | AA  | 2.91   | 2.27   | 1.04         |
| 净资产收益率 | AAA | 7.80   | 8.06   | 4.30         |
|        | AA+ | 7.54   | 7.02   | 4.21         |
|        | AA  | 8.31   | 6.80   | 3.23         |
| 净利润    | AAA | 221.68 | 282.46 | 170.02       |
|        | AA+ | 25.32  | 26.24  | 17.24        |
|        | AA  | 18.94  | 11.65  | 4.50         |

注：2020 年 1—6 月总资产收益率和净资产收益率均未年化  
资料来源：WIND、交易所网站，联合资信整理



## 二、融资租赁行业 2021 年信用风险展望

2021 年宏观政策仍然保持连续性、稳定性、可持续性，并且要促进金融服务实体经济，做好风险防范和处置，宏观政策环境仍将相对稳定；但经济下行压力仍在，并且由于全球疫情的反复，实体经济仍然面临来自于疫情冲击的不确定性。融资租赁整体行业发展仍将保持缓慢，资产质量承压，盈利水平受到计提拨备的影响，或将有所下滑，行业分化趋势将继续，竞争力强的融资租赁公司在目前的竞争环境中占据更为有利的位置，但仍需进一步改善业务布局及提高风险管理水平。

2020 年 12 月，中央经济工作会议召开。会议强调，2021 年是“十四五”规划的开局之年，是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。会议指出，明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时效。会议确定要重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。宏观政策环境仍将保持一定的稳定性。

2019 年 5 月，央行、银保监会对包商银行实施接管，引起了一定的市场恐慌，实体经济的风险传导至金融及类金融行业并且风险逐渐暴露；受 2020 年新冠肺炎疫情影响，中小企业面临了极大的生存压力，金融机构面临的信用风险攀升；另外，今年以来，永煤集团、华晨汽车、紫光集团等陆续违约，市场反应强烈，融资环境将面临一定的不确定性。由此可见实体经济仍然具有较大的下行压力并且实体经济的风险正在对金融机构产生负面影响，融资租赁行业在金融体系内的抗风险能力总体不如银行等金融机构，因此融资环境及资产质量将面临更大的挑战。另外，虽然 2020 年国内疫情控制成效显著，但全球疫情又见反复，并且国内疫情亦有反弹迹象，2021 年国内实体经济仍然面临着来自于疫情冲击的可能性，融资租赁公司的资产质量亦将面临着较大的压力。

我们预计 2021 年融资租赁行业总体仍然将保持缓慢的发展态势甚至小幅下降；实体经济压力尚存仍然会给融资租赁公司的资产质量带来较大的下行压力，盈利水平亦将受到计提拨备的影响；债券违约给融资环境带来一定的不利影响可能会使融资租赁行业融资渠道和成本受到影响，并且带来更明显的分化形势。

**中小融资租赁公司虽然资金和业务资源均不占优势，但其在业务发展过程中容错率较低，但若能够找到适合自身的发展道路，仍然能够把握机遇实现差异化发展。**

目前融资租赁行业仍然有一定的“类信贷”属性，资金为至关重要的因素。资金主要来源于三方面，股本、利润滚存和外部融资。相较于股本和外部融资，利润滚存短期内对于资金的影响较小，因此我们不在此处详细讨论。中小企业股本通常较小，当公司度过发展初期，需要进入扩张阶段，势必存在扩大资本金的需求，例如引进战投、实施 IPO 等，否则，集中度、杠杆倍数等指标将严重限制公司的持续发展。外部融资方面，融资租赁公司最主要的资金来源仍然是银行，股东背景、杠杆水平和行业竞争力都是银行关注的重要因素，多数中小融资租赁公司在这些方面存在较大劣势并且外部融资期限通常较短，因此会存在一定的资产错配现象，对流动性管理提出较大的挑战。因此，许多中小融资租赁公司试图寻找具有国有背景或是行业竞争力强的投资者，或是通过上市来实现股权融资，在资本金充足、股东背景增强的条件下，自身竞争力势必会得到一定的提升，在债券融资市场中更容易获得期限长、

成本低的资金，通过股债轮动的方式得到迅速发展。国家未来对于中小微企业、涉农企业的支持政策将会更加精准有效，另外全面实行注册制也能给中小融资租赁公司的发展带来机遇。

从另一方面来讲，一家融资租赁公司即使处于一个资产负债期限较为匹配的状态，当出现严重的信用风险时，其仍将面临流动性压力。在日趋激烈的竞争环境下，若产品同质化严重，那么在与主流融资租赁公司的竞争中本身就处于弱势地位的中小企业，因此可能出现降低准入标准的情形，从而导致客户资质下沉，使自身面临的信用风险显著攀升。中小企业想打破这种竞争环境，需要告别产品同质化，走一条差异化竞争，或是合作竞争的道路，不仅不能放宽准入门槛，反而要通过专业化、信息化提高识别风险的能力，并且通过差异化竞争挖掘新客户群体。

**目前的竞争环境对于实力较强的融资租赁公司较为有利，但亦不能高枕无忧。**

随着宏观政策由 2017 年的“去杠杆”到 2018 年下半年以来的“稳杠杆”，中长期以来“稳杠杆”将成为常态。在央行逐渐释放流动性的环境下，流动性宽松并未明显传导至中小微企业，在融资租赁行业中，实力较强的龙头企业更容易在释放流动性过程中受益。

在融资租赁公司发展的过程中，发展方向也不是一成不变的。曾经被认为是相对安全的医院、城投、飞机等资产近年来风险逐渐暴露。中信富通租赁风险资产主要集中于医疗行业项目，由于设备供应商远程视界资金链断裂，无力为相关医院垫付应支付的到期租赁款，导致由其提供保证责任并与公司签订融资租赁合同的相关公立医院出现违约<sup>4</sup>。城投信仰有逐渐打破的趋势，国有企业亦出现了债券违约的现象，并且产业类国企及城投公司是众多融资租赁公司的主要投资标的，这一轮债券违约潮中融资租赁公司也受到了较大的影响。2020 年自国内开始了较为严格的防疫措施起，航空业受到了极大的冲击，目前国内航空正在逐步恢复，而国际航线仍处在寒冬；由于全球疫情防控仍然不容乐观，短期内国际航线难以恢复，抗风险能力较差的航空公司很可能在疫情的冲击下被淘汰，在此期间作为租赁物的飞机亦在计提减值损失，处置租赁物或将使融资租赁公司发生亏损。

外部环境对实体经济的冲击，终将传导至金融、类金融企业，近两年融资租赁公司，即使是龙头企业亦受到了一定的冲击。我们认为并不存在永远的“好资产”，一个时期内的“好资产”需要融资租赁公司通过自身专业的风险管理能力对其进行识别，并且在租赁期内及时跟踪债务人及租赁物情况。另外，分散非系统性风险也将成为融资租赁公司考虑的重要因素。如延续传统的粗放式的发展路径，那么目前竞争力强的企业亦将面临一定的安全隐患。

**正式监管文件落地，各地亦将出台相应的配套文件。目前部分监管指标仍然具有调整的空间，预计未来将逐步明确，融资租赁公司或将面临一定转型压力。**

2020 年 6 月，《暂行办法》正式落地，各地已出台或将陆续出台相应的监管政策。《暂行办法》对于监管指标的要求中提出：“银保监会可以根据监管需要对上述指标<sup>5</sup>作出调整”。因此部分监管指标仍然具有调整空间，据我们了解，许多融资租赁公司也尚未确定明确的转型方案，尤其是对于关联集中度超过 50%的融资租赁公司。虽然可能选择采用与其他企业交换资产的方式，但未来是否会顺利施行仍有待观察，部分融资租赁公司已经开始拓展集团外的业务，由于租赁周期通常在 3 年以上，因此短期内集中暴露风险的可能性不大，但在未来的一个租赁周期及经济周期内仍可能会出现资产质量下降的情况。杠杆方面，我们可以看到杠杆很高的融资租赁公司已有降杠杆的趋势，未充分利用杠杆的融资租赁公司在逐渐增加负债。未来在国家“稳杠杆”的政策环境下，步入平稳运营阶段的企业的杠杆倍数可能多数

<sup>4</sup> 资料来源于中信富通租赁跟踪评级报告

<sup>5</sup> 包括租赁资产占比不低于 60%、杠杆倍数不超过 8 倍、固收类证券投资不超过净资产的 20%和集中度指标

会分布在 4 倍~6 倍之间。

在过渡期内，监管指标将逐步明确。杠杆倍数方面，《暂行办法》亦保持了 2020 年 1 月发布的征求意见稿不超过 8 倍的要求，较 2019 年 11 月网上流传的征求意见稿版本的不超过 10 倍有所收紧，因此我们认为再次放宽的可能性不大。考虑到整体监管环境趋严，并且《暂行办法》对于集中度的指标与 1 月发布的征求意见稿及金融租赁公司的监管标准保持一致，未来有大幅调整的可能性不大，目前超出监管指标上限的融资租赁公司仍然面临着较大的转型压力。