

非银金融

2024年08月05日

服务产业升级，受益于经济增长与行业鼓励政策

——日本、中国台湾租赁业深度研究

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

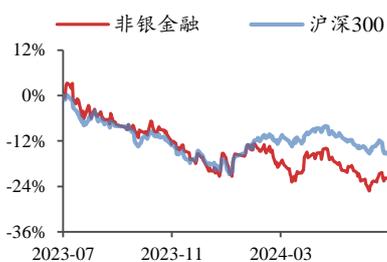
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《关注预定利率调降，利于降低寿险行业负债成本—行业周报》-2024.7.28

《寿险和江苏金租获加仓，券商持仓进一步下降—主动权益基金 2024Q2 非银重仓股点评》-2024.7.22

《关注预定利率调降，利于降低寿险行业负债成本—行业周报》-2024.7.21

● 日本租赁业：服务产业与技术升级，受益于经济增长与行业鼓励政策

(1) 日本租赁行业经历了初创期、快速增长期、增长停滞期与萎缩后平稳期。1963-1991年，受益于经济高速增长及行业利好政策，日本租赁业快速发展。1991年经历经济泡沫后，行业增长停滞。2008年会计准则变化使得需求进一步下降，目前行业体量4.6万亿日元保持稳定。(2) 日本租赁业特征包括：客户以企业客户为主，政府占比较少。2023年日本租赁业承租人结构来看，大企业/中小企业/政府及其他分别占比为35%/54%/11%。行业集中度高，2018年头部7家公司市占率达79%。业务形式以融资租赁为主占比74%（2023年），经营租赁占比有所提升，占比自2012年的12%增加至2023年的26%。信息通信设备为主要标的物（2023年占比37%），或受益于日本信息技术的发达。国内需求有限的背景下，并购案例频出以及出海趋势明显。三菱HC资本和三井住友融资租赁公司作为两家头部公司，拥有股东背景雄厚，且都是通过不断并购实现了跨越式发展。

● 中国台湾租赁业：服务中小企业，行业发展与经济景气度相关

(1) 中国台湾租赁业经历了高速发展期、行业调整期与稳定发展期，行业发展与经济景气度相关。1973-1983年，中国台湾租赁业兴起于产业升级时期，因服务企业融资旺盛需求而快速增长。1985-1995年行业受资产泡沫破裂导致的中小企业破产影响而坏账频出，随着产业升级政策与行业鼓励政策出台而恢复。1995年租赁公司获准开展分期付款业务，行业支持实体经济的业务方式增加。1995年至今，租赁业呈平稳发展态势，整体发展与经济景气度相关，渗透率持续提升。

(2) 中国台湾租赁业特征包括：服务中小企业为主（2023年中小企业占比达62%）。强者恒强，2023年头部三家公司业务规模占整体市场的90%。业务形式以分期付款为主，2022年租赁与分期业务占比为15%和85%，车辆与原物料是主要标的物。中租控股作为中国台湾租赁龙头，深耕小微业务，资产规模和净利润保持较快增速，2012-2023年平均ROA/ROE分别为3.2%/21.5%，2016年至今PB中枢2.5倍。(3) 我们将中租控股中国大陆业务主体仲利国际与江苏金租、永赢金租进行对比。作为外资商租的仲利国际负债端成本相对不占优势，而净利率差和ROA高于可比金租，主因生息资产收益率较高，体现其资产端能力较强，客户画像及产品具有一定差异化优势。从人员数量和成本费用率来看，江苏金租的厂商模式在展业成本方面更具优势。永赢金租近年来加速转型，实现快速扩张。

● 受益于产业转型与设备更新，我国租赁行业成长空间广阔

受益于产业转型与设备更新，我国租赁行业成长空间广阔。在经济转型和设备更新的大背景下，我国租赁业有望成为支持新质生产力、促进制造业快速发展的重要力量，行业成长空间广阔。监管政策鼓励行业提升服务传统产业改造升级、战略性新兴产业和先进制造业的专业能力，引导行业向设备直租和小微、涉农企业设备回租业务转型。我们认为，深耕产业、聚焦融物，拥有较强的专业性与风控能力，公司治理优秀的公司有望领跑，推荐江苏金租，受益标的中银航空租赁、远东宏信、宏信建发。

● **风险提示：**经济环境不确定性风险；利率波动风险；竞争加剧风险。

目 录

1、 日本租赁行业：服务产业与技术升级，受益于经济增长与行业鼓励政策	5
1.1、 日本租赁业发展受益于经济增长与行业鼓励政策	5
1.2、 服务实体经济，行业集中度较高，并购重组和出海趋势明显	9
1.2.1、 特征 1：客户以企业客户为主，客户行业多为非制造业，契合产业结构	9
1.2.2、 特征 2：日本租赁行业高度集中，强者恒强	11
1.2.3、 特征 3：业务形式以融资租赁为主，经营租赁比重提升，信息通信设备是主要标的物	12
1.2.4、 特征 4：资金来源银行借款为主，直接融资占比提升	14
1.2.5、 特征 5：并购重组案例频出，行业主体数量减少	14
1.2.6、 特征 6：出海趋势明显，海外业务占比提升	15
2、 三菱 HC 资本、三井住友融资租赁公司：股东背景雄厚，并购实现跨越式发展	16
2.1、 三菱 HC 资本：背靠三菱商事，并购实现跨越式增长	16
2.2、 三井住友融资租赁公司：背靠住友商事，通过并购进入新兴业务领域	23
3、 中国台湾租赁业：服务中小企业，行业发展与经济景气度相关	25
3.1、 发展历程：兴起于产业升级时期，与经济环境具有较强相关性	25
3.2、 服务中小企业为主，行业呈现较高集中度	28
3.2.1、 特征 1：客户以中小企业为主	28
3.2.2、 特征 2：头部集中，强者恒强	29
3.2.3、 特征 3：业务形式以分期为主，车辆运输设备、原物料是主要标的物	30
4、 中租控股：中国台湾租赁龙头，深耕小微业务，通过区域复制实现扩张	32
5、 受益于产业转型与设备更新，我国租赁行业成长空间广阔	38
6、 风险提示	38

图表目录

图 1： 日本租赁业兴起于 1963 年，初期快速增长；1991 年至 2008 年受经济环境影响而停滞；2008 年受会计准则调整，规模降至 4.6 万亿水平，近十年保持持平态势	6
图 2： 日本租赁业交易量与经济环境相关	6
图 3： 1990 年之前租赁渗透率快速增长，1990-2008 年保持稳定，会计及税收政策变化导致渗透率自 2008 年后有所下降	6
图 4： 日本租赁业承租人以中小企业为主，大企业为辅，政府参与有限	10
图 5： 日本租赁业投放客户所属行业以非制造业为主	10
图 6： 2022 年日本各产业销售额中，非制造业较高	10
图 7： 头部公司集中度较高，强者恒强	11
图 8： 日本租赁业高度集中	12
图 9： 日本租赁业中融资租赁交易量整体趋平	13
图 10： 日本租赁业以融资租赁为主，经营租赁比重提升	13
图 11： 日本租赁业标的物以信息通讯设备为主	13
图 12： 资金来源银行借款为主，直接融资占比提升	14
图 13： 1998 年后日本租赁业企业数减少	15
图 14： 国外交易量总额提升	16
图 15： 国外交易量占比提升	16
图 16： 三菱 HC 资本由三菱日联租赁和日立资本公司业务整合而成	17

图 17: 三菱 HC 资本股东中金融机构/境外投资者/个人及其他持股比例分别为 23.9%/18%/13.7% (2023/3/31)	17
图 18: 2021 年与日立资本合并, 三菱日联租赁营收实现跨越式增长	18
图 19: 三菱 HC 资本 18 年归母净利润 CAGR 为 10.32%	18
图 20: 三菱 HC 资本以租赁收入为主	18
图 21: 2021 财年前资产规模平稳增长, 2021 年收购日立资本实现资产规模扩张	19
图 22: 2006 财年后权益乘数呈下降趋势	19
图 23: 2010-2023 财年 ROE/ROA 平均值为 8.3%/1.0%	19
图 24: 三菱 HC 资本的资金来源以银行借款为主	20
图 25: 以全球业务和客户解决方案业务的资产为主 (FY2023 末)	21
图 26: 客户解决方案利润占比较高 (FY2023)	21
图 27: 市值自 2011 年至今保持增长, PE 中枢为 10.7 倍, 目前 PE 为 12.8 倍	22
图 28: 市值自 2011 年至今保持增长, PB 中枢为 0.84 倍, 目前 PB 为 0.9 倍	22
图 29: 三菱 HC 资本股息率呈提升趋势, 目前股息率 3.55%	22
图 30: 三井住友融资租赁公司总资产持续增长	23
图 31: 三井住友融资租赁公司营业收入呈增长态势	23
图 32: 三井住友融资租赁公司 ROE 在 2018 财年前平稳上升, 2020 财年下降主因飞机租赁业务受疫情影响, 2023 财年受俄罗斯事件保险索赔收益有所回升	24
图 33: 三井住友融资租赁公司资产中运输业务占比较高 (FY2023 末)	24
图 34: 三井住友融资租赁公司收入以国内租赁业务为主 (FY2023)	24
图 35: 中国台湾经济保持增长	26
图 36: 中国台湾租赁业规模呈增长态势	27
图 37: 中国台湾租赁业发展与经济具有相关性, 表现多优于 GDP 增速	27
图 38: 渗透率自 2009 年起呈提升趋势	27
图 39: 中国台湾租赁业专注服务于中小企业	28
图 40: 2011 年以来中租 KY、裕融企业 ROE 达 15% 以上	30
图 41: 中租 ky 市占率在 40% 以上且保持增长趋势	30
图 42: 业务形式以分期为主	31
图 43: 运输设备、原物料是中国台湾租赁业主要标的物	31
图 44: 租赁与分期业务形式相近, 主要为标的物差异: 租赁标的物为固定资产 (机器设备、飞机船舶), 分期标的物为原物料、半成品及成品等存货与生产设备等	32
图 45: 公司持续开发多元利基市场	33
图 46: 2023 年收入结构来看, 中国台湾占比 54%, 中国大陆占比 32%, 东南亚占比 14%	33
图 47: 2016 年至今, 中租 ky 的 PB 中枢 2.5 倍, 目前 PB1.6 倍	34
图 48: 2014-2023 年营收/归母净利润复合增速 12%/16% (单位: 新台币, 百万元)	34
图 49: ROE 水平较高在 15% 以上, 主要由 ROA 驱动	34
图 50: 公司权益乘数在 6 倍左右	35
图 51: 2008-2023 年应收账款复合增速 18%	35
图 52: 成本费用率呈下降趋势, 体现规模效应	35
图 53: 延滞率有所波动, 整体控制在 5% 以下	35
图 54: 2011-2023 年应收账款净额复合增速来看, 中国台湾地区 18%, 中国大陆地区 16%	36
图 55: 中国大陆地区业务利差 8-9%, 长期看相对稳定	36
图 56: 中国台湾地区业务利差 6-7%, 长期看相对稳定	36
图 57: 中国大陆地区延滞率先降后升; 中国台湾地区延滞率先升后降	37
图 58: 中国大陆地区拨贷比先升后降; 中国台湾地区拨贷比持续下降	37

表 1: 服务产业与技术升级, 受益于经济增长与行业鼓励政策; 2008 年受经济增长停滞与会计准则调整, 行业规模萎缩	5
表 2: 日本一系列优惠政策促进租赁发展	8
表 3: 头部租赁公司股东背景强大, 资本实力较强, 股东旗下银行市占率领先	12
表 4: 日本租赁业重组案例频出	14
表 5: 三菱 HC 资本第一大股东为三菱商事株式会社	17
表 6: 三菱 HC 资本业务构成有七大业务领域	20
表 7: 三菱 HC 资本通过并购进入新兴业务领域, 实现业务版图拓展	21
表 8: 三井住友融资租赁公司的股东为三井住友金融集团和住友商事	23
表 9: 三井住友融资租赁公司业务分为四大板块	24
表 10: 三井住友融资租赁公司通过并购进入新兴业务领域, 实现业务版图拓展	25
表 11: 中国台湾租赁业服务实体产业, 行业发展与经济景气度相关	26
表 12: 以股东性质划分, 中国台湾银行系租赁公司最多	29
表 13: 以 2023 年末实收资本额排列, 8 家实收资本在 50 亿新台币以上	29
表 14: 中租 ky 业务立足中国台湾, 拓展到中国大陆和东南亚	33
表 15: 仲利国际(中租中国大陆业务主体) ROE 高于可比金租公司, 收益率差异反映目标客群不同, 成本费用率差异反映展业模式不同(2023 年数据)	37
表 16: 受益标的估值表	38

1、日本租赁行业：服务产业与技术升级，受益于经济增长与行业鼓励政策

1.1、日本租赁业发展受益于经济增长与行业鼓励政策

日本第一家租赁公司诞生于1963年，日本国际租赁株式会社成立，标志着以融资租赁为核心的日本现代租赁业的起步。主要的金融机构、贸易公司、制造商等纷纷成立了租赁公司，鼎盛时期的数量达到了370家。租赁业务范围从产业机器的租赁开始，到医疗设备、办公设备、运输设备，甚至整个办公室、整个工厂整个店铺等被广泛应用。日本租赁业务交易量在1991年达到顶峰时的8.8万亿日元，现在徘徊在5万亿日元左右。

1963-1991年，受益于经济高速增长及行业利好政策，日本租赁业快速发展。20世纪60年代日本经济高速增长，企业固定资产投资需求旺盛，加之一系列政策支持租赁业务发展，租赁渗透率持续上升，至1990年渗透率为7.1%，随后在7%-8%上下波动。

1991年经历经济泡沫后，行业增长停滞。随着日本经济泡沫破裂，经济下滑，租赁业增长停滞，业务体量保持平稳。渗透率保持平稳。

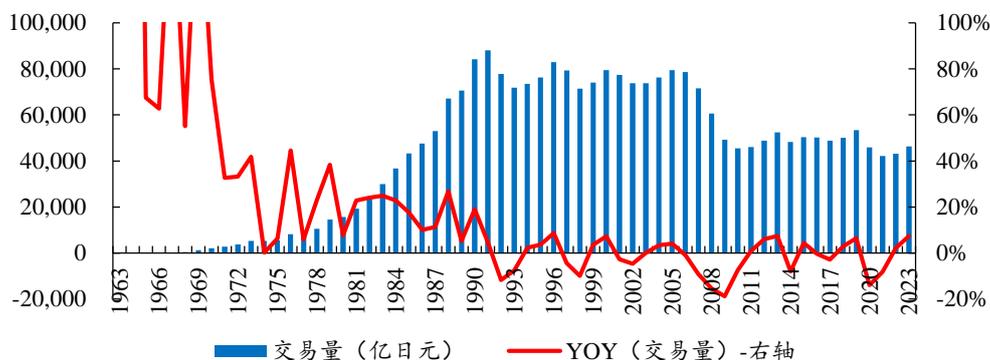
2008年会计准则变化使得需求进一步下降，目前行业体量4-5万亿日元保持稳定。2008年日本租赁业务会计准则变化，租赁失去出表优势，导致客户需求下降，行业规模下降明显。改革前，租赁业务原来不计入资产负债表，租金作为费用计入利润表，因此可以改善财务指标。改革后与IFRS接轨，租赁业务资产和对应的负债计入资产负债表，需要计提折旧，租赁失去会计处理上的优势，导致租赁需求下降。目前行业体量在4.6万亿日元水平，是2007年的65%，作为一种融资方式，企业仍有稳定需求，业务量保持稳定。渗透率自2008年起呈下降趋势，目前渗透率4%左右波动。

表1：服务产业与技术升级，受益于经济增长与行业鼓励政策；2008年受经济增长停滞与会计准则调整，行业规模萎缩

发展阶段	内容
初创期（1963年-1968年）	20世纪60年代日本经济高速增长，企业设备投资意愿旺盛，资金出现短缺，租赁作为新的设备投资手段应运而生。1963年，日本国际租赁株式会社成立，标志着以融资租赁为核心的日本现代租赁业的起步。
快速增长期（1968年-1991年）	这一阶段，日本经济整体保持了高速发展。1970s，日本面临了两次石油危机的挑战，但通过技术创新和产业结构调整，成功地将经济转型为更高效、更注重节能的模式，发展过程中出台了针对战略性新兴产业投资税收优惠政策，对租赁业务进行了鼓励支持，此外，对租赁公司的信用保险计划、政策性财政融资计划等配套政策鼓励租赁公司服务产业升级，租赁行业实现快速发展。
增长停滞期（1992年-2007年）	日本经济泡沫破裂，经济开始下滑，租赁业市场受经济环境影响而停止增长。
萎缩后平稳期（2008-至今）	2008年日本租赁业会计准则调整使得行业规模萎缩，目前行业体量在4.6万亿日元水平，是2007年的65%，作为一种融资方式，企业仍有稳定需求，业务量保持稳定。

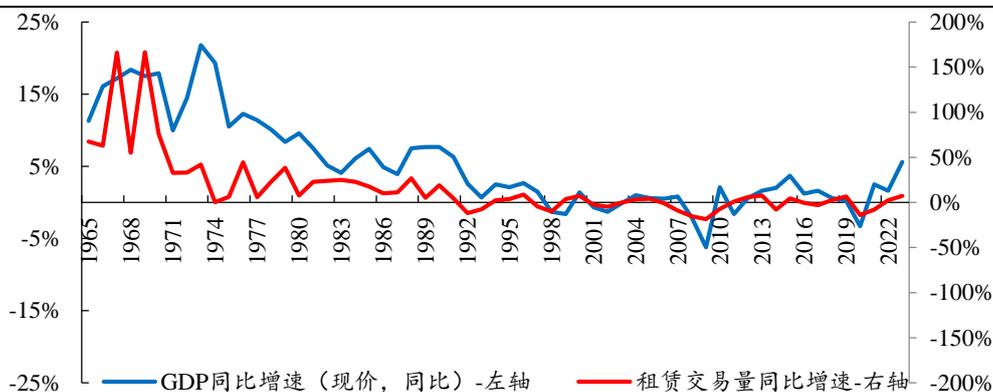
资料来源：日本租赁业教科书、中国外商投资企业协会、中国融资租赁（西湖）论坛、开源证券研究所

图1：日本租赁业兴起于1963年，初期快速增长；1991年至2008年受经济环境影响而停滞；2008年受会计准则调整，规模降至4.6万亿水平，近十年保持持平态势



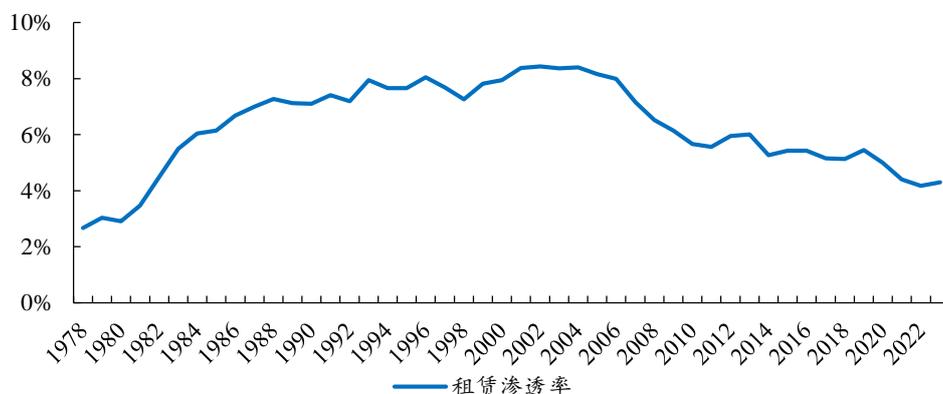
数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

图2：日本租赁业交易量与经济环境相关



数据来源：Wind、日本租赁协会、开源证券研究所

图3：1990年之前租赁渗透率快速增长，1990-2008年保持稳定，会计及税收政策变化导致渗透率自2008年后有所下降



数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

注：日本租赁市场渗透率=租赁资本投资额/私人投资总额（包括房屋土地和设备投资）；2013年以来，“安倍经济学三管齐下战略”使得私营部门资本投资出现复苏，但租赁需求却没有恢复，部分原因在于在资金和融资供应大幅增加的背景下，企业留存收益增加，使用自有资金购买设备的公司数量增加，渗透率分母端增长，而分子端维持不变，使得租赁渗透率下降。

日本通过税收政策、信用保险、政策性财政融资、补贴计划和残值补偿方面给予租赁公司优惠，支持租赁行业为重点产业提供融资服务：

1、税收政策：如果用户投资于符合政策目标的设备，则可获得租赁付款总额一定比例的税收减免。在 1984 年的税制改革中，为中小型企业（SMEs）设立了“中小型企业新技术投资促进税收减免”（以下简称“机电一体化税制”），其目标设备包括数控机床、工业机器人、计算机控制的生产和分配设备等机电一体化设备、电子计算机等，规定可按付款总额的固定百分比的 30%（如果使用租赁，则为 60%）给予 7% 的税收减免。2003 年的“IT 投资促进税制”中采用了租赁税减免制度，以支持企业引进信息和通信设备，规定在一定期限内对注册资本在 3 亿日元以下的企业，采用租赁方式购入 IT 相关设备时可以享受租赁金额 6% 的税收优惠。

2、信用保险：与信用保险公司签订保险合同，保障租赁公司利益。例如，1973 年的“机械信用保险计划”规定，租赁公司与通商产业省签订保险合同，若承租人无力偿还租金，则租赁公司获得未付租金的 50%。（通商产业省（MITI）为此设立了一个特别账户，但随着信用保险规模的扩大，该业务于 1984 年移交给中小企业信用保险公司，2002 年移交给中小企业综合服务公司）。

3、政策性财政融资：日本政府向租赁业提供两类政策性财政融资。（1）1970 年起实行的“租赁金融措施”——由日本开发银行吸收长期信用银行、兴业银行的金融债券，然后由这 3 家银行以低利向租赁公司融资。（2）日本开发银行向获通产省批准的特定租赁公司直接提供低利融资。如，在通产省指导下成立的日本机器人租赁公司就是一例，该公司购买设备的 60% 资金来自这项财政融资，从而获得了长期低利贷款，可以较低租金开展业务，使工业机器人迅速得到普及。

4、补贴计划：政府对特定设备的承租人发放补助金，以补贴其部分的租金。例如：2021 年的 ESG 租赁计划通过租赁方式引进符合环境部标准的无碳设备，在初始租赁合同期内按租赁费总额的 4% 给予补贴提供给指定的租赁经营者。

5、残值补偿：在租赁期结束时，租赁公司出售租赁财产的损失可获得赔付。例如，2014 年出台的“以租赁方式促进尖端设备引进的补偿制度”规定租赁期结束时，租赁公司出售租赁财产的损失的一半可获得赔付，最高赔付额为租赁财产购买价的 5%。

表2：日本一系列优惠政策促进租赁发展

序号	分类	制度名称	内容
1	投资税收抵免计划	机电一体化税制 (1984-2002)	<p>背景：在两次石油冲击之后，日本经济进入了低增长时期，由于大企业与中小型企业之间的生产率差距不断扩大，通商产业省(MITI)和中小企业厅(SMEA)认识到有必要通过促进引进技术进步显著的机电一体化设备、计算机等来提高中小企业的生产率和实现管理现代化，因此推出了“机电一体化税制”。</p> <p>内容：1984年的税制改革中，为中小企业制定了“中小企业新技术投资促进税收计划”(以下简称“机电一体化税收计划”，目的是鼓励中小企业投资新技术，其目标设备包括数控机床、工业机器人、计算机控制的生产和分配设备等机电一体化设备、电子计算机等，规定可按付款总额的固定百分比的30%(如果用租赁，则为60%)给予7%的税收抵免。</p>
		IT投资促进税制 (2003-2006)	<p>背景：为了增强日本企业的竞争力和改革产业结构，需要优先投资促进IT网络化，这有助于提高企业的效率和服务的附加值。然而，在经济长期停滞不前的情况下，日本许多企业正在限制新的资本投资，企业的IT网络化落后于欧美国家。为此，日本于2003年设立了“IT投资促进税制”。</p> <p>内容：规定在一定期限内对注册资本在3亿日元以下的企业，采用租赁方式购入IT相关设备时可以享受租赁金额6%的税收优惠，从硬件和软件两方面为企业的IT投资提供税收支持，以提高企业效率和高附加值。这项税收减免政策第一年的减税效果约为6000亿日元。</p>
2	信用保险计划	机械信用保险计划 (1973-2003)	<p>背景：租赁交易已逐渐渗透到中小企业领域。然而，与大企业相比，信用能力较弱的中小企业虽然对租赁服务有迫切需求，但租赁公司在签订租赁合同时有时会犹豫不决。通商产业省(MITI)将重点放在租赁这一广泛的机械流通形式上，从促进机械行业发展的角度出发，于1973年推出了“机械信用保险计划”。</p> <p>内容：规定租赁公司与通商产业省签订保险合同，若承租人无力偿还租金，则租赁公司获得未付租金的50%。(通商产业省(MITI)为此设立了一个特别账户，但随着信用保险规模的扩大，该业务于1984年移交给中小企业信用保险公司，2002年移交给中小企业综合服务公司)。这一制度适用于中小企业租赁率较高的17种机型，如金属加工机械和计数计算机，该计划一直被用作中小企业租赁的信用增级措施，直至2003年3月终止。</p>
		低碳设备租赁信用保险计划 (2011-至今)	<p>背景：2009年，政府的新成长战略中明确指出，培养成为我国经济增长支柱的低碳产业，并促进整个产业的低碳化是紧迫的任务。为了响应战略号召，“低碳投资促进法”出台，其中，为了促进通过租赁方式引入低碳设备，包含了低碳设备租赁信用保险计划。</p> <p>内容：租赁公司向中小企业等出租一定类型的低碳设备，如果这些中小企业等不支付租金，租赁公司可以获得相当于未支付租金50%的保险金补偿。</p>
3	政策性财政融资	商店设备租赁制度 (1967-1975)	<p>通商产业省在1967年实施“商店设备租赁制度”。该制度允许租赁公司利用长期信用银行的融资制度，在连锁总部的担保下，向自愿连锁的加盟店租赁现代化所需的机械设备，这成为了后来一系列利用租赁的政策融资制度的原型。对于租赁公司来说，这个制度可以稳定地筹集资金，对于用户来说，则可以以比通常更便宜的租金使用租赁设备，带来了这样的效果。</p> <p>该制度在1975年度基本结束，日本开发银行(现日本发展银行)接手了这一计划，并增加了符合条件的设备数量，扩大了计划范围。</p>
		租赁金融措施 (1970-1975)	向租赁公司提供低息贷款，以降低贷款利息部分的租赁成本
4	补贴计划	食品生产设备租赁补贴计划	该计划由农林渔业部设立。该计划隶属于“特定农产品和水产品加工及利用促进

序号	分类	制度名称	内容
		划（1979年）	计划”。食品生产商、餐饮服务公司等租赁设备生产国内农海产品制成的新产品时，或在安装公认有助于增加国内农海产品需求的新设备时，可获得补贴。
		生态租赁推广项目 (2011-2021)	<p>背景：为了推动低碳设备的普及，需要解决需要巨额初始投资（首付）的问题。通过利用不需要首付的租赁这种金融手段，加快低碳设备的引进，并通过增加生产导致的产品价格下降和内需扩大来促进经济增长。</p> <p>内容：中小企业或个体经营者等在通过租赁方式引进低碳设备时，可以向指定的租赁业务公司提供租赁总额的3%或5%作为补助，并降低租金。低碳设备的例子包括：太阳能板、发光二极管照明装置(LED)、高效率锅炉、高效率热泵热水器、高效率冷冻冷藏库、混合动力建筑机械等。</p>
		ESG 租赁推广项目 (2021-至今)	通过租赁方式引进符合环境部标准的无碳设备，在初始租赁合同期内按租赁费总额的4%给予补贴提供给指定的租赁经营者。
5	残值补偿计划	以租赁方式促进尖端设备 引进的补偿制度 (2014-2016)	<p>背景：日本大地震后，企业的资本投资心态下降，资本投资成为负担。经营租赁并不受欢迎，因为租赁公司无法承担租赁期满后残值损失的风险。该项目旨在通过制定一项鼓励使用不对公司财务造成负担的租赁方式的计划，鼓励对难以衡量市场和需求扩张速度的尖端设备进行大胆投资。</p> <p>内容：该计划规定，租赁期结束后，租赁经营者将赔偿因出售租赁财产而产生的损失的1/2，最高可达租赁财产购买价格的5%。该计划具有很强的杠杆效应，50亿日元的预算金额产生了2000亿日元的资本投资，经营租赁得到了推广。</p>
		推广先进低碳设备安装补 偿制度项目（2021-至今）	<p>背景：为了在2050年实现碳中和社会，必须投资于具有显著二氧化碳减排效果的先进低碳设备。日本政府将补充租赁公司自身难以承担的资产风险，在实施具有较大资本投资诱导效应的经营租赁时，促进对先进低碳设备的投资。</p> <p>内容：租赁期满后，当租赁财产出售给非租赁方时，租赁企业经营者可获得1/2的损失赔偿，最高赔偿额为租赁财产购买价的5%。</p>

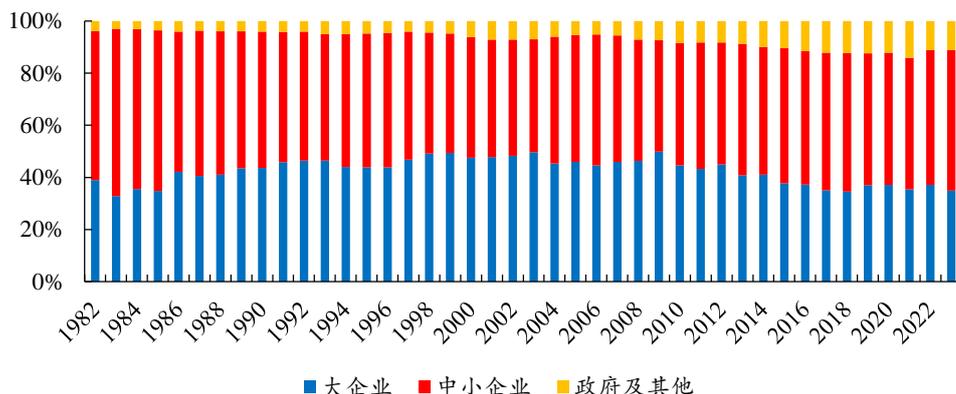
资料来源：日本租赁协会、日本中小企业厅、日本低碳投资促进机构（一般社団法人）、日本环境省、日本总务省、开源证券研究所

1.2、服务实体企业，行业集中度较高，并购重组和出海趋势明显

1.2.1、特征 1：客户以企业客户为主，客户行业多为非制造业，契合产业结构

客户以企业客户为主，客户行业以非制造业为主，符合日本产业结构分布。2023年日本租赁业承租人结构来看，大企业/中小企业/政府及其他分别占比为34.9%/53.9%/11.2%，企业客户占据主导地位，政府参与有限。日本的非制造业涵盖了信息通信、运输邮政、批发和零售业、金融和保险、房地产、住宿和餐饮服务、医疗、服务业等多个细分领域。自1999年以来，非制造业在租赁投放中的占比超过60%，是日本租赁业的主要投放行业，契合日本以非制造业为主导的产业结构特征。

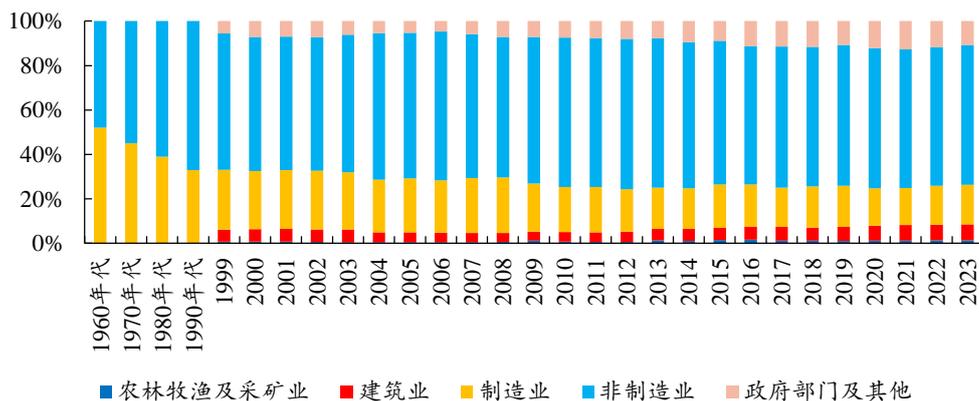
图4：日本租赁业承租人以中小企业为主，大企业为辅，政府参与有限



数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

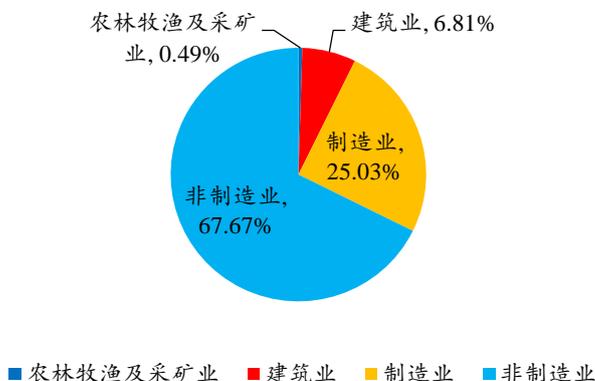
注：承租人占比为按交易量金额的占比

图5：日本租赁业投放客户所属行业以非制造业为主



数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

图6：2022年日本各产业销售额中，非制造业较高



数据来源：总务省统计局、开源证券研究所

1.2.2、特征 2：日本租赁行业高度集中，强者恒强

日本租赁市场高度集中，头部公司强者恒强。自 2012 年至 2018 年期间，前 7 家公司市占率从 67% 提升至 79%，在近年来，进一步通过并购扩大份额。日本租赁业头部公司具体包括三井住友融资租赁公司、三菱 HC 资本、欧力士、瑞穗租赁、东京世纪、日立资本以及芙蓉综合租赁这 7 家公司。

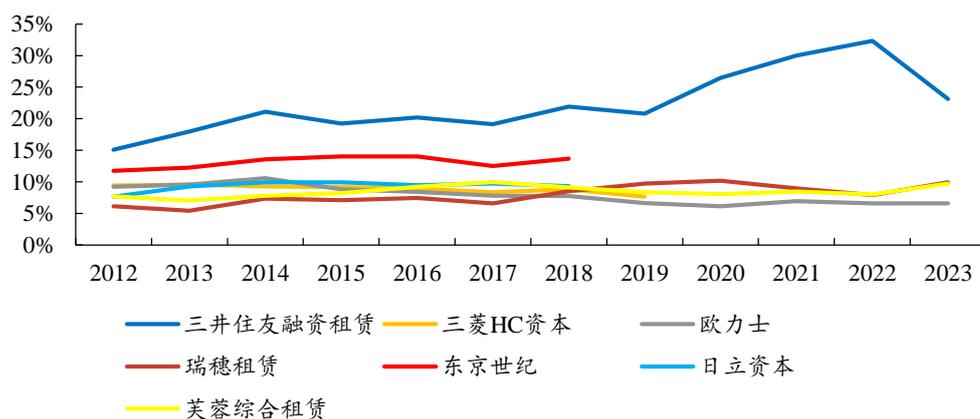
头部租赁公司实现强者恒强的路径主要有三点：

第一，具有强大的股东背景。头部租赁公司的母公司往往是大型金融集团，如三菱 HC 资本的母公司为三菱日联金融集团，其具有雄厚的资本实力以及较高的信用评级，能够降低租赁公司融资成本、扩大市场和增长客源，从而提升市场竞争力，母公司旗下的三菱 UFJ 银行也实力雄厚。

第二，通过战略性收购进入新兴业务领域。并购实现业务版图的高效拓展，有效扩大了市场份额，例如，三井住友融资租赁公司在 2020 年 6 月通过收购全球第二大直升机租赁公司 LCI Helicopters Limited，其运输行业的新投放额自 2020 年的 2008 亿日元增加到 2022 年的 4608 亿日元，显著提升了其市场的占有率。

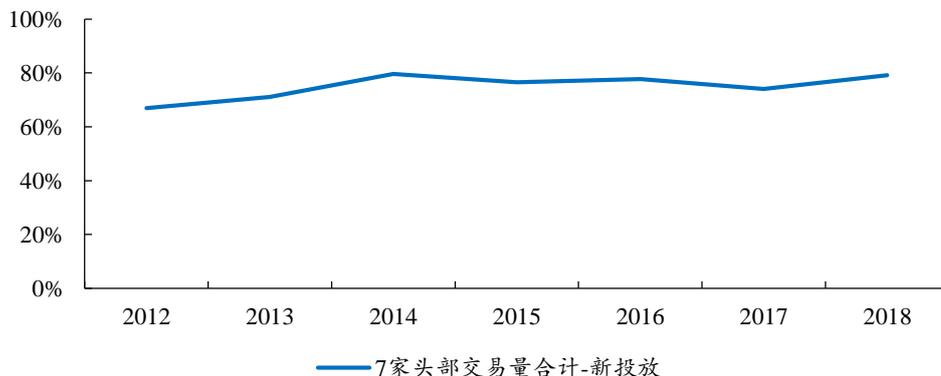
第三，专业性与分散布局。通过加强专业领域细分市场，形成多元化投资组合，能够公司分散风险，保证资产质量稳定。例如，三菱 HC 资本的七个业务部门拥有跨业务领域和地区的优质资产。通过这些资产，形成了一个能够高度抵御宏观环境变化的投资组合。

图7：头部公司集中度较高，强者恒强



数据来源：各公司公告、日本租赁协会、开源证券研究所

注：数据口径分别为：(1) 三井住友融资租赁公司：“经营租赁+融资租赁”（国内）；(2) 三菱 HC 资本：“租赁”（国内），自 2020 年更改口径，按业务分部披露；(3) 欧力士：“经营租赁+融资租赁”（国内），剔除不动产相关业务；(4) 瑞穗租赁：“经营租赁+融资租赁”；(5) 东京世纪：“经营租赁+融资租赁”，自 2019 年不披露；(6) 日立资本：“租赁”（国内），2021 年与三菱日联租赁合并，更名为三菱 HC 资本；(7) 芙蓉综合租赁：“经营租赁+融资租赁” (8) 分母口径为日本租赁业协会按会员合并口径统计的境内融资租赁与境内经营租赁业务的设备投资额之和。

图8：日本租赁业高度集中


数据来源：各公司公告、日本租赁协会、开源证券研究所

表3：头部租赁公司股东背景强大，资本实力较强，股东旗下银行市占率领先

租赁公司	租赁公司交易量市占率 (截至2019年3月)	租赁公司主要股东	银行 (兄弟单位)	银行总资产市占率 (截至2023年3月)	租赁公司资产/银行资产 (截至2023年3月)	银行资产规模 (万亿日元) (截至2023年3月)
三菱日联租赁	8.83%	三菱商事	三菱日联银行	20.5%	3.65%	293.90
三井住友融资租赁公司	21.91%	三井住友金融集团 (50%) 住友商事 (50%)	三井住友银行	16.4%	3.93%	235.34
瑞穗租赁	8.53%	瑞穗金融集团	瑞穗银行	15.8%	1.31%	226.28
JA 三井租赁	6.34%	农林中央银行	农林中央银行	6.4%	2.67%	91.43
昭和租赁	1.19%	SBI 新生银行	SBI 新生银行	0.9%	5.30%	12.23
欧力士	7.74%		欧力士银行	0.2%		2.72

资料来源：日本银行业协会、各公司公告、开源证券研究所

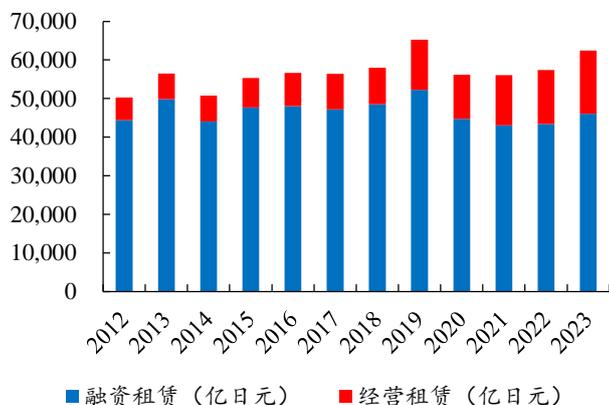
1.2.3、特征 3：业务形式以融资租赁为主，经营租赁比重提升，信息通信设备是主要标的物

日本租赁业以融资租赁为主，经营租赁比重提升。日本的租赁业是以融资租赁为核心发展起来。2012 财年融资租赁占比为 88%，至 2023 财年融资租赁占比为 74%，虽占比有所下降，但仍是租赁交易的主要方式。经营租赁的比例自 2012 财年以来逐年增加，自 2012 财年的 12%，增加至 2023 财年的占 26%。从交易量来看，经营租赁自 2012 财年的 0.58 万亿日元上升到 2023 财年的 1.63 万亿日元，11 年复合增速在 9.81%；而融资租赁自 2012 财年的 4.44 万亿日元上升到 2023 年的 4.61 万亿日元，11 年复合增速在 0.34%。

2014 年出台《以租赁方式促进尖端设备引进的补偿制度》，驱动经营租赁占比提升。经营租赁并不普遍的部分原因是租赁公司无法承担租赁期结束时的残值损失风险，

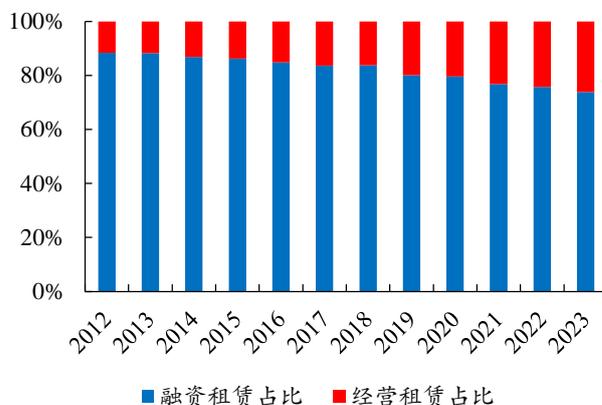
因此国家决定承担租赁公司的部分残值损失。2014 年出台《以租赁方式促进尖端设备引进的补偿制度》规定租赁期结束时，租赁公司出售租赁财产的损失的 1/2 可获得赔付，最高赔付额为租赁财产购买价的 5%。

图9：日本租赁业中融资租赁交易量整体趋平



数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

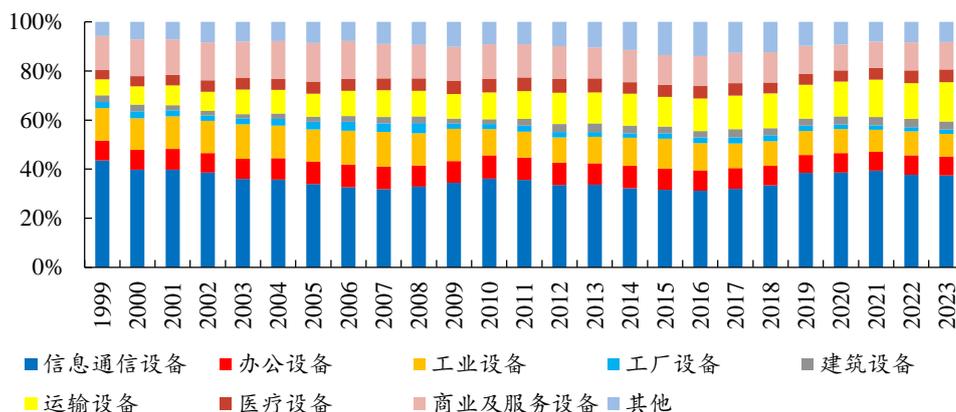
图10：日本租赁业以融资租赁为主，经营租赁比重提升



数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

从投放标的物来看，日本标的物以信息通信设备为主。日本租赁设备客体比较广泛，主要包括信息通信设备、运输设备、商业及服务设备、工业设备、医疗设备等。信息通讯设备主要包括电子计算机、软件、电信设备及相关设备，1999 年占比为 44%，2023 年占比为 37%；其次为运输设备，1999 年占比为 7%，2023 年占比为 16%。长期以来信息通信设备都是日本租赁市场的主要租赁标的物，这得益于日本发达的信息技术以及发达的现代科技企业。其次，日本实行优惠的税收政策以支持特定产业使用租赁形式。比如“IT 投资促进税制”规定在一定期限内对注册资本在 3 亿日元以下的企业，采用融资租赁方式购入 IT 相关设备时可以享受租赁金额 6% 的税收优惠。

图11：日本租赁业标的物以信息通讯设备为主

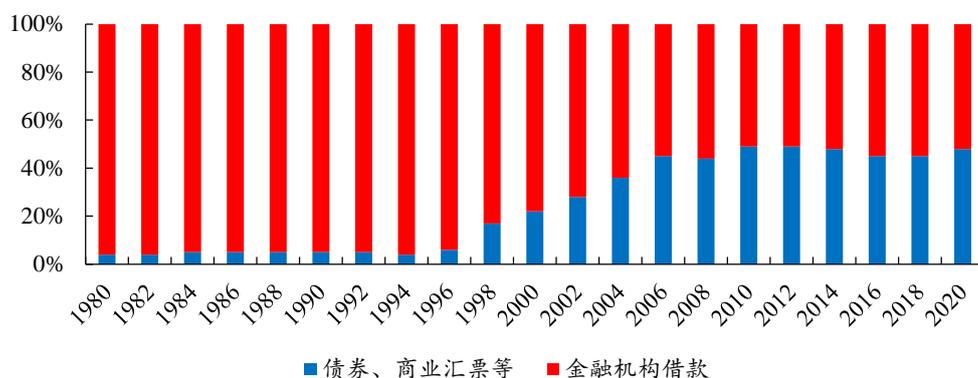


数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

1.2.4、特征 4：资金来源银行借款为主，直接融资占比提升

资金来源银行借款为主，直接融资占比提升。1993 年之前，租赁公司的资金来源 90% 以上为银行借款，自 1993 年出台《特债法》以及 1966 年 ABS 解禁，租赁公司直接融资的比例从 4%（1994 年）上升到 17%（1998 年）。1999 年出台了关于为金融机构贷款业务发行债券的法案，允许兼营贷款业务的租赁公司发行公司债券和可转换公司债券，对资金用途不加限制，但须依法进行登记和信息披露。自此，直接融资占比逐年提升，至 2006 年直接融资占比为 45%，此后保持平稳态势。银行借款占比 1994 年占比 96%，下降至 2020 年 52%，占据半壁江山。

图12：资金来源银行借款为主，直接融资占比提升



数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

1.2.5、特征 5：并购重组案例频出，行业主体数量减少

市场竞争加剧，租赁公司加速重组。在日本泡沫经济崩溃后，租赁业增长停滞。2008 年租赁会计和税收的变化，租赁业务资产和对应的负债计入资产负债表，需要计提折旧，租赁失去会计处理上的优势，导致租赁需求下降，叠加租赁行业竞争加剧，促使行业并购重组加速。例如，2007 年钻石租赁和 UFJ 中央租赁合并成立了三菱 UFJ 租赁，同年，三井住友银行租赁公司和住商租赁公司合并为三井住友融资租赁公司。

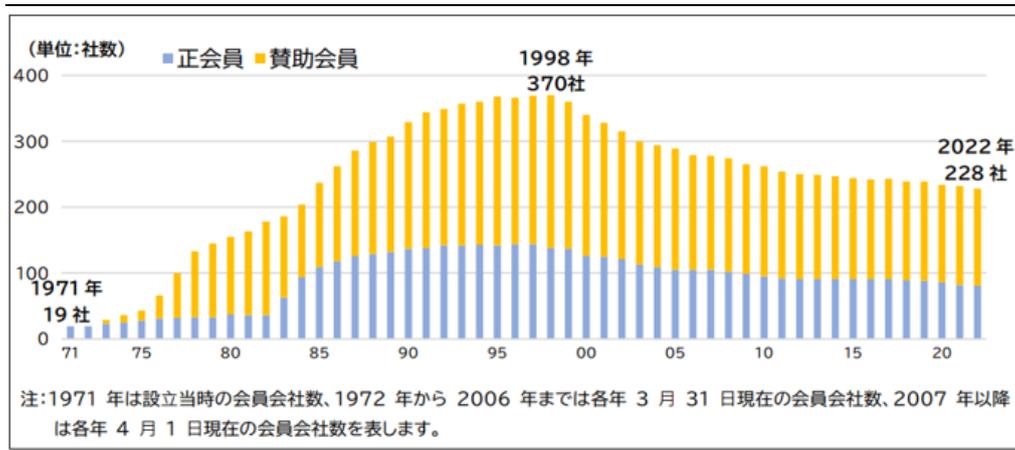
表4：日本租赁业重组案例频出

时间	主要并购事件
2007	钻石租赁和 UFJ 中央租赁合并为三菱 UFJ 租赁
2007	三井住友银行租赁公司和住商租赁公司合并为三井住友融资租赁公司
2008	共同租赁、三井租赁商业合并为 JA 三井租赁
2019	三井住友融资租赁公司与 SMFL Capital 合并
2021	三菱 UFJ 租赁和日立资本合并，更名为三菱 HC 资本

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

租赁行业主体数量减少。从租赁业协会会员数量上看，租赁业协会会员数量自1998年达到峰值370家以来一直在下降。截至2024年7月，正式会员有79家，赞助会员148家，共计227家企业，不到巅峰时期的三分之二。从分布地区来看，截至2023年12月末，日本租赁公司有48%分布在关东地区，其次是近畿地区、中部地区及九州地区，分别占总数的14%，11%和10%。此外，租赁公司的重组也受到银行重组影响，银行数量从1980年代后期的164家减少到2018年的137家，金融机构数量从大约1100家减少到559家。与此同时，城市银行从13家减少到5家，许多城市银行通过合并形成了在全球活跃的大型银行，例如三井住友银行、三菱UFJ银行和瑞穗银行，这些合并旨在构建具有庞大资产基础的全球性银行集团。

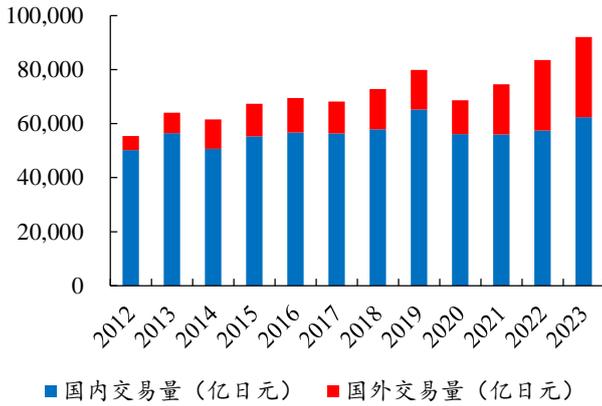
图13：1998年后日本租赁业企业数减少



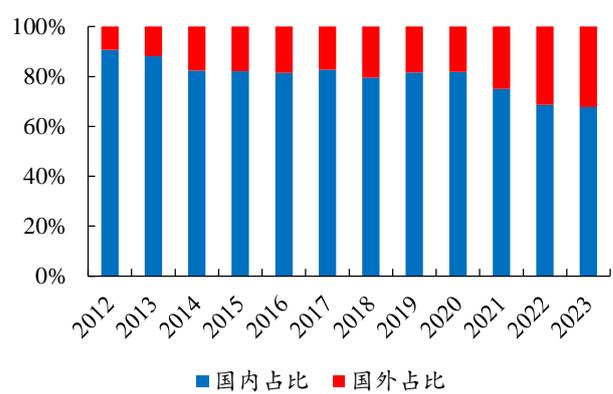
数据来源：日本租赁协会

1.2.6、特征6：出海趋势明显，海外业务占比提升

日本租赁业出海趋势明显，海外业务占比提升。受数字化快速发展、企业生产厂商向海外转移等因素影响，不少租赁公司积极向海外扩张。租赁公司通过收购海外租赁公司或与海外租赁公司形成业务联盟来扩大销售渠道的方式向海外扩张。国内交易量自2012财年的5.02万亿日元上升到2023财年的6.24万亿日元，复合增速在2%；而国外交易量自2012财年的0.52万亿日元上升到2023财年的2.96万亿日元，复合增速在17%。

图14：国外交易量总额提升


数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

图15：国外交易量占比提升


数据来源：日本租赁协会、开源证券研究所

2、三菱 HC 资本、三井住友融资租赁公司：股东背景雄厚，并购实现跨越式发展

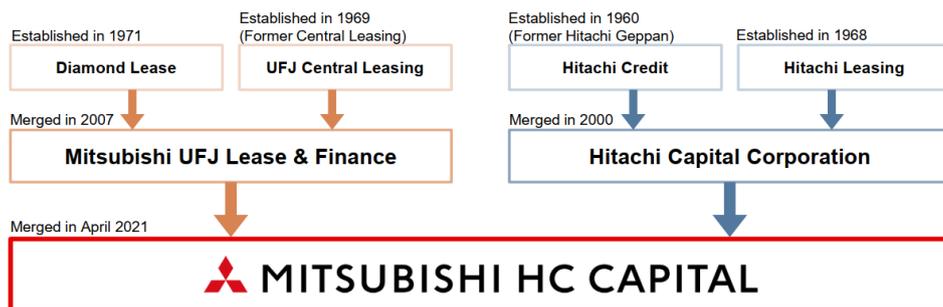
2.1、三菱 HC 资本：背靠三菱商事，并购实现跨越式增长

三菱 HC 资本 (Mitsubishi HC Capital Inc.) 是日本头部租赁公司，于 2021 年由三菱日联租赁 (Mitsubishi UFJ Lease & Finance) 和日立资本公司 (Hitachi Capital) 合并而来。公司前身三菱日联租赁于 1971 年 4 月在日本东京都成立，1985 年 3 月在东京证券交易所挂牌上市，证券代码为 8593.T，此后公司进行了多轮合并壮大发展。三菱 HC 资本将促进多元化作为进一步扩大集团业务领域和全球发展的重要经营战略。

三菱 HC 资本拥有多元化的股东结构。根据公司公告，截至 2024 年 6 月末，三菱商事株式会社为第一大股东，持有 18.37% 的股份；三菱 UFJ 金融集团持有 14.49% 的股份。截至 2023 年 3 月末，金融机构/境外投资者/个人及其他持股比例分别为 23.9%/18%/13.7%。

股东背景实力雄厚：(1) 三菱商事株式会社 (Mitsubishi Corporation, 简称 MC) 成立于 1954 年，是日本五大商社之一，与全球约 1800 家集团公司共同开发和经营业务。三菱商事拥有八大业务集团，业务范围几乎涵盖所有行业：环境能源、材料解决方案、矿产资源、城市发展与基础设施、交通、食品工业、智能生活创造和电力解决方案。(2) 三菱 UFJ 金融集团 (Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc., 简称 MUFG)，由三菱东京金融集团和日联控股于 2005 年合并而成。在东京、名古屋、纽约三地上市。三菱 UFJ 金融集团汇集了商业银行、信托银行、证券公司、消费金融公司、资产管理公司等主要金融领域的顶尖企业，提供多种金融服务，是三菱集团的“三大家族”之一，与三菱商事和三菱重工并列。

图16: 三菱 HC 资本由三菱日联租赁和日立资本公司业务整合而成



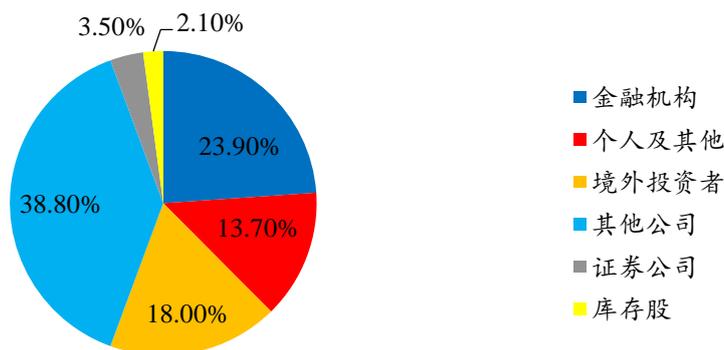
资料来源: 三菱 HC 资本公司公告

表5: 三菱 HC 资本第一大股东为三菱商事株式会社

前十大股东	持股比例 (2024/06/28)
三菱商事	18.37%
三菱 UFJ 金融集团	14.49%
日本 Master 信托银行 (信托账户)	8.74%
日本 Custody 银行 (信托账户)	4.58%
MUFG 银行	3.50%
三菱 UFJ 信托银行	1.97%
明治安田生命保险公司	1.94%
STATE STREET BANK WEST CLIENT-TREATY 505234	1.13%
摩根大通银行	0.83%
东京海上日动火灾保险	0.79%

资料来源: 三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

图17: 三菱 HC 资本股东中金融机构/境外投资者/个人及其他持股比例分别为 23.9%/18%/13.7% (2023/3/31)



数据来源: 三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

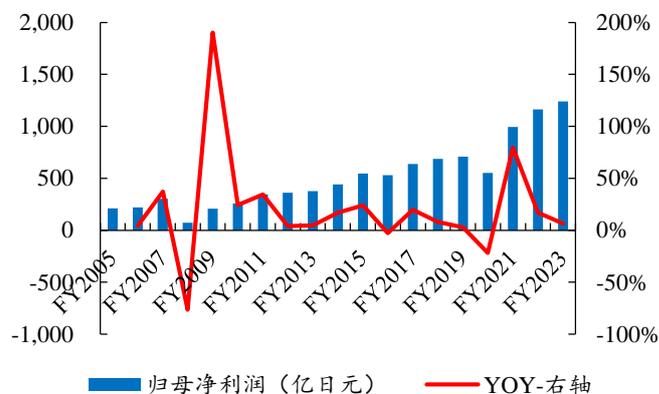
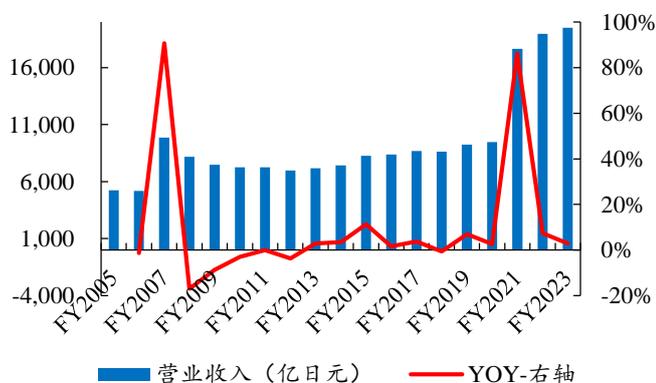
财务分析：(1) 三菱 HC 资本在 2021 年与日立资本合并后，营业收入及归母净利润实现跨越式增长；收入以租赁收入为主。三菱 HC 资本 2005-2023 财年营业收入 CAGR7.6%，归母净利润 CAGR 为 10.3%。2023 财年归母净利润为 1238 亿日元。租赁收入占比较高，自 2005 财年占比 73%，增加至 2019 财年占比 80%。

(2) 资产规模持续扩张，2006 财年后权益乘数有所下降。三菱 HC 资本 2021 年收购日立资本实现资产规模扩张，2021 财年公司总资产为 10.3 万亿日元，同比+72%。权益乘数自 2006 财年的 16.13 降至 2023 财年的 6.62。

(3) 2010-2023 财年 ROE/ROA 平均值为 8.3%/1.0%。三菱 HC 资本的 ROE 从 2007 财年的 13.6% 降至 2008 财年的 2.3%，之后基本在 7%-9% 之间波动。

图18：2021 年与日立资本合并，三菱日联租赁营收实现跨越式增长

图19：三菱 HC 资本 18 年归母净利润 CAGR 为 10.32%

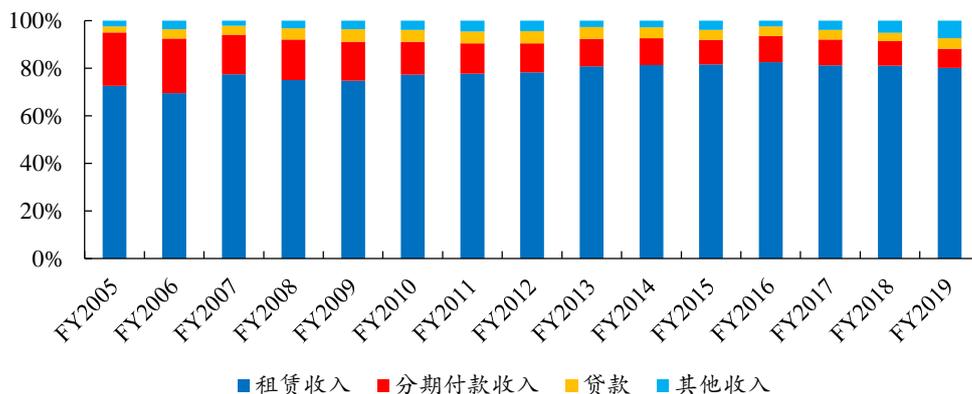


数据来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

数据来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

注：财年截止月为每年 3 月，FY2023 对应 2023 年 4 月至 2024 年 3 月，下同

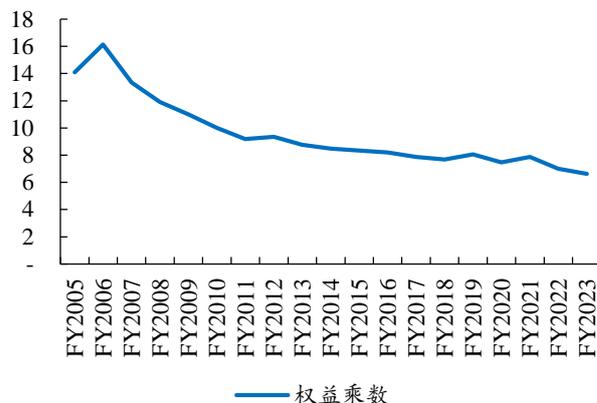
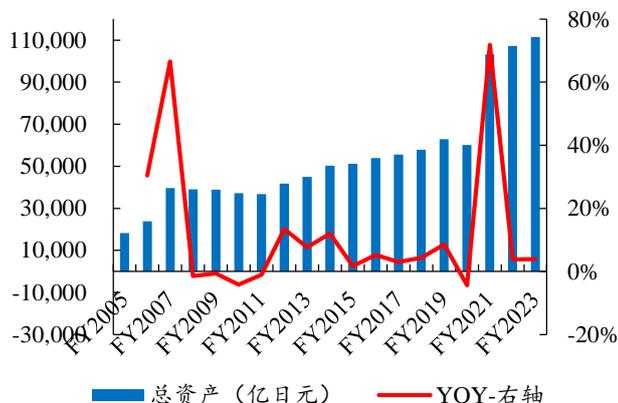
图20：三菱 HC 资本以租赁收入为主



数据来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

图21: 2021 财年前资产规模平稳增长, 2021 年收购日立资本实现资产规模扩张

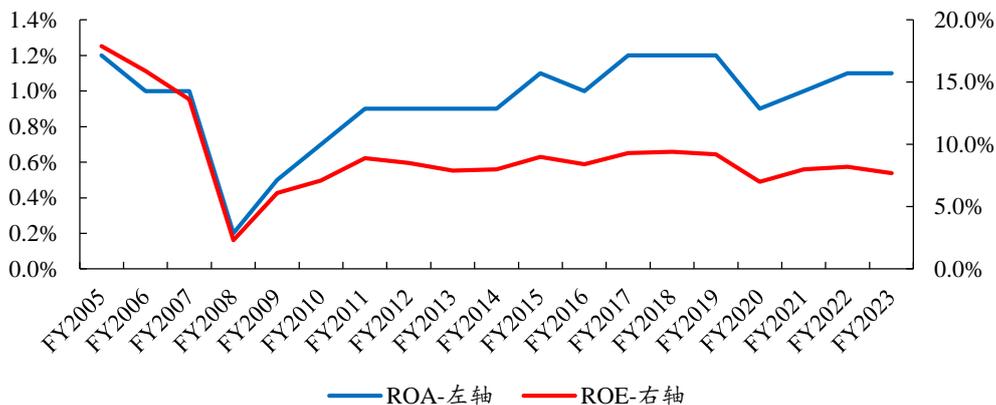
图22: 2006 财年后权益乘数呈下降趋势



数据来源: 三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

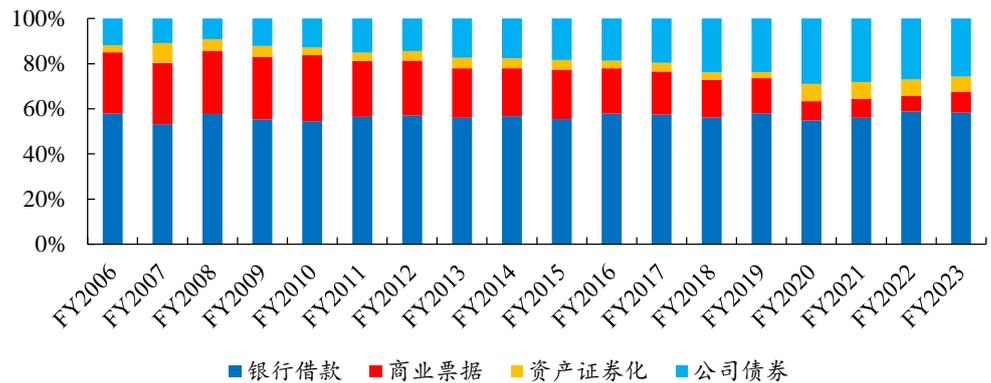
数据来源: 三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

图23: 2010-2023 财年 ROE/ROA 平均值为 8.3%/1.0%



数据来源: 三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

三菱 HC 资本资金来源中借款占比过半, 公司债券占比持续提升。三菱 HC 资本资金来源包括银行借款、商业票据、资产证券化等。自 2006 财年至 2023 财年, 公司银行借款占比稳定在约 58%; 公司债券占比从 2006 财年 12% 上升至 2023 财年 26%; 而商业票据占比从 2006 财年 27% 下降至 2023 财年 9%。

图24：三菱 HC 资本的资金来源以银行借款为主


数据来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

三菱 HC 资本业务类型多样化，通过并购加速业务拓展。PE 中枢为 10.7 倍，PB 中枢为 0.84 倍，目前股息率 3.55%。(1) 三菱 HC 资本的业务构成主要为客户解决方案、全球业务、环境和能源、航空、物流、房地产和汽车七大业务领域。“客户解决方案”和“全球业务”主要涉及公司的原有业务——融资业务，这两项业务的定位都是建立在稳固的客户基础上的稳定盈利基础。(2) 通过加强专业业务领域的五个细分市场(环境和能源、航空、物流、房地产、汽车)，开发了盈利能力更强的产品组合。公司收购飞机、船舶、汽车、医疗设备租赁公司来加速业务板块扩张，实现跨越式发展。(3) 估值方面，2011 年至今，三菱日联租赁 PE 中枢为 10.7 倍，PB 中枢为 0.84 倍。(4) 股息率自 2008 年起呈增长趋势，目前股息率 (TTM) 3.55%。

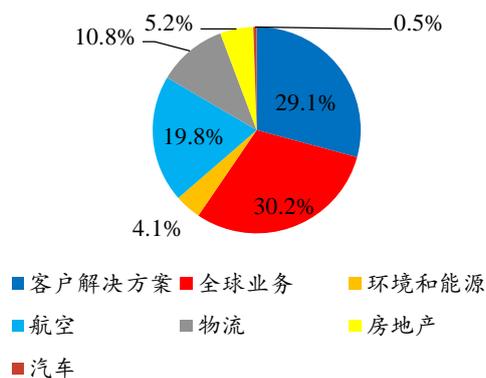
表6：三菱 HC 资本业务构成有七大业务领域

部门	业务	内容
客户解决方案	客户解决方案业务	<ul style="list-style-type: none"> 金融解决方案的客户业务：包括企业和政府办公室的租赁 供应商业务：支持具有融资功能的合作供应商（制造商、分销商等）的销售。
全球业务	海外区域业务	<ul style="list-style-type: none"> 在欧洲与零售商合作，为个人提供销售融资和贷款、为公司和个人提供车辆租赁、为公司提供租赁和库存抵押贷款； 在美洲为企业提供商用卡车、工业/机床、建筑机械等的销售融资、租赁和贷款； 在中国为企业提供销售融资，为日本企业提供租赁服务； 在东盟根据各国（泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚）的区域特点，提供企业销售融资、租赁等服务。
环境和能源	可再生能源/环境相关业务	<ul style="list-style-type: none"> 在日本除了太阳能发电采用 FIT 制度运营发电厂外，还直接向企业 PPA 业务等客户提供电力，陆上风力发电则采用 FIT 制度和 FIP 制度运营发电厂 在欧洲、美国等脱碳进展国家将重点发展太阳能、陆上风电、海上风电等可再生能源发电业务。
航空	飞机租赁业务	<ul style="list-style-type: none"> 通过美国子公司兼飞机租赁公司 Jackson Square Aviation (JSA) 发展业务，实施飞机（以窄体飞机为主）均衡购销，打造流动性高、平均年龄年轻的优质投资组合。
	发动机租赁业务	<ul style="list-style-type: none"> 通过爱尔兰子公司、最大的独立飞机发动机租赁公司 Engine Lease Finance (ELF)，向世界各地的航空公司和发动机维护公司提供备用发动机租赁交易。
物流	海运集装箱租赁业务	<ul style="list-style-type: none"> 通过美国子公司 CAI International(CAI) 向世界各地的航运和运输公司租赁海运集装箱，截至 2022 年 12 月集团集装箱数量行业第四。
	铁路货车租赁业务	<ul style="list-style-type: none"> 通过美国子公司 PNW Railcars，向全球最大的铁路货运市场北美的铁路公司和托运人租赁铁

		路货运车厢，截至 2023 年 3 月，存货车数量超过约 22,000 辆，成为北美货车租赁行业前十名之一。
金融业务		<ul style="list-style-type: none"> 以夹层贷款、股权投资等方式为多个项目提供资金 利用资产识别能力追求高回报，同时承担项目盈利能力和房地产价格波动风险的商业模式。
房地产业	投资业务（房地产开发振兴投资）	<ul style="list-style-type: none"> 在房地产开发方面，正在开发大型物流设施和多类型冷库。 在振兴投资中，收购存在老化等各种问题的不动产，通过降低能源成本、设备更新、更新等软、硬增值措施，使不动产增值的商业模式，然后展开出售。
	资产管理业务	<ul style="list-style-type: none"> 私募基金、私募 REITs 的运营管理，以及发达的物流设施等 通过将投资业务（房地产开发振兴投资）中获得的房地产出售给私募基金和其他投资者组建的私募 REITs，构建房地产价值链商业模式（从房产购买到退出策略）。
移动出行	移动出行业务	<ul style="list-style-type: none"> 在日本发展汽车租赁业务，在东盟地区发展汽车租赁业务、印尼汽车租赁业务以及二手车拍卖业务。

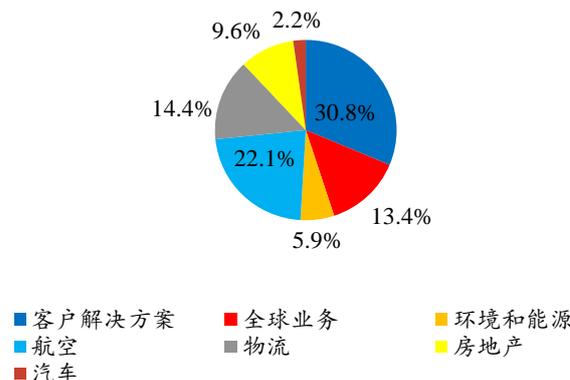
资料来源：三菱 HC 资本公司官网、开源证券研究所

图25：以全球业务和客户解决方案业务的资产为主（FY2023 末）



数据来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

图26：客户解决方案利润占比较高（FY2023）



数据来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

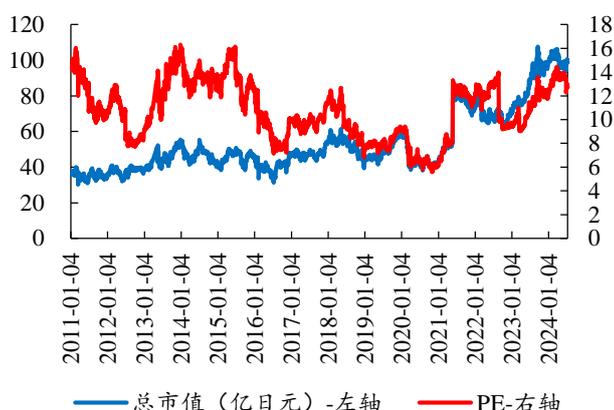
表7：三菱 HC 资本通过并购进入新兴业务领域，实现业务版图拓展

时间	三菱 HC 资本
1969 年	中央租赁有限公司成立，成为日本中部地区首家租赁运营商
2000 年	收购新光租赁有限公司的主要股份。
2001 年	收购 Techno Rent Co.（日本医疗租赁公司）的 30% 股份
2003 年	收购 Chukyo 综合租赁有限公司的主要股份
2004 年	收购 Asahigin 租赁有限公司主要股份(更名为 Shutoken 租赁有限公司)
2007 年	钻石租赁有限公司和 UFJ 中央租赁有限公司合并为三菱日联租赁金融有限公司
2009 年	收购 Miyuki Building Co., Ltd. 的主要股份
2013 年	收购 JSA International Holdings, L.P. 的全部股权，该公司拥有 Jackson Square Aviation, LLC 等飞机租赁公司
2013 年	收购 PT. Takari Kokoh Sejahtera 公司
2015 年	收购 Engine Lease Finance（飞机发动机租赁公司）和 Beacon Intermodal（集装箱租赁公司）
2018 年	收购美国销售金融公司 ENGS Holdings Inc.

时间	三菱 HC 资本
2019 年	发展车辆租赁业务，收购 MaaS 的提供商 Mobility Mixx
2021 年	收购总部位于美国的 CAI（全球第五大集装箱租赁公司）
2023 年	收购 Center Point Development Co., Ltd.（专注于物流房地产领域的投资咨询和资产管理公司）
2024 年	收购丹麦可再生能源开发商 European Energy A/S20%股份

资料来源：三菱 HC 资本公司公告、开源证券研究所

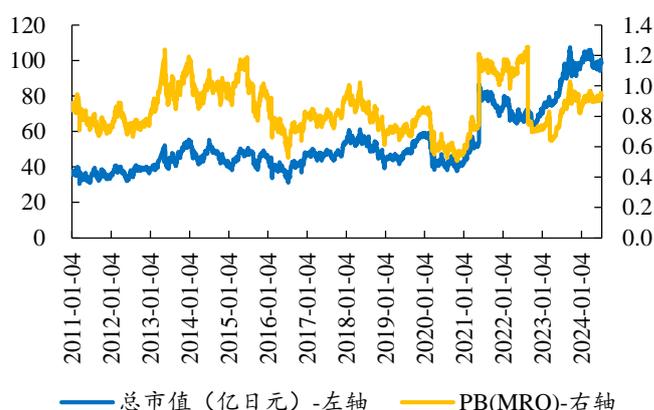
图27：市值自 2011 年至今保持增长,PE 中枢为 10.7 倍,目前 PE 为 12.8 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2024 年 7 月 10 日

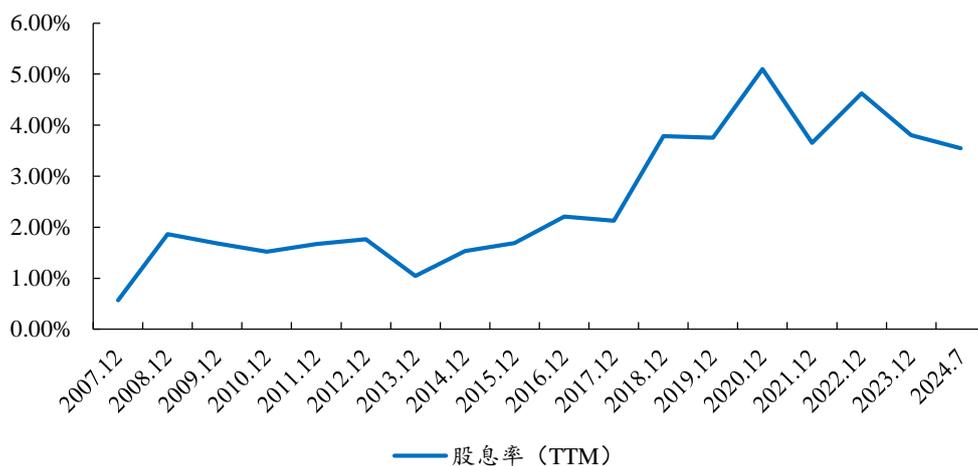
图28：市值自 2011 年至今保持增长,PB 中枢为 0.84 倍,目前 PB 为 0.9 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2024 年 7 月 10 日

图29：三菱 HC 资本股息率呈提升趋势,目前股息率 3.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2024.7.29

2.2、三井住友融资租赁公司：背靠住友商事，通过并购进入新兴业务领域

三井住友融资租赁公司（Sumitomo Mitsui Finance and Leasing Company, Limited）成立于1963年2月，是三井住友金融集团与住友商事株式会社的战略合资企业。业务内容为：各类商品的租赁及延期付款业务、商业贷款业务以及与各业务相关的服务等。公司在日本拥有32个办公机构，在海外（主要是亚洲）拥有16个办公机构。三井住友融资租赁公司未独立上市。

三井住友融资租赁公司具有强大的股东背景。三井住友金融集团（Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc., 简称SMFG）于2002年成立，已在东京证券交易所、名古屋证券交易所和纽约证券交易所三地上市。集团主营业务涵盖商业银行、租赁、证券和消费金融四大板块。截至2024年3月，公司共有总资产295.2万亿日元。住友商事成立于1919年，1955年在福冈证券交易所上市，证券代码为8503.T，是日本的五大商社之一。公司业务涵盖钢铁、汽车、机械、媒体及生活等9个业务板块，在“财富全球500强”中连续28年当选。

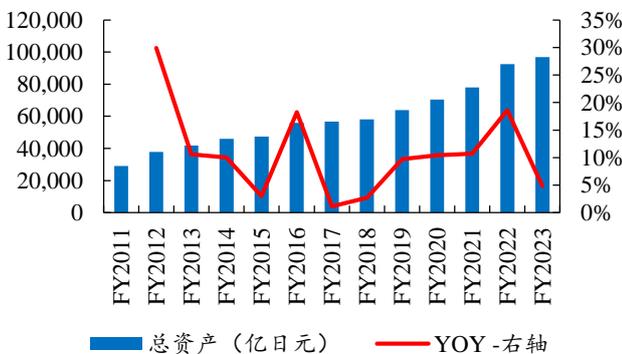
表8：三井住友融资租赁公司的股东为三井住友金融集团和住友商事

股东	持股比例（2024/03/31）
三井住友金融集团	50%
住友商事	50%

资料来源：三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

三井住友融资租赁公司总资产及营业收入呈增长态势；ROE自2011财年稳步增长，2020财年明显下降，随后上升。2023财年末总资产9.7万亿日元，同比增长4.87%。2023财年营业收入为2.3万亿日元，同比增长5.01%。公司ROE水平2017财年之前较平稳维持在7%左右，2018及2019财年ROE显著上升，至12.1%和10.0%。2020财年开始下降，2023财年回升，主因飞机租赁业务受疫情影响，2023财年增长主因飞机租赁业务在俄罗斯的保险索赔收益。

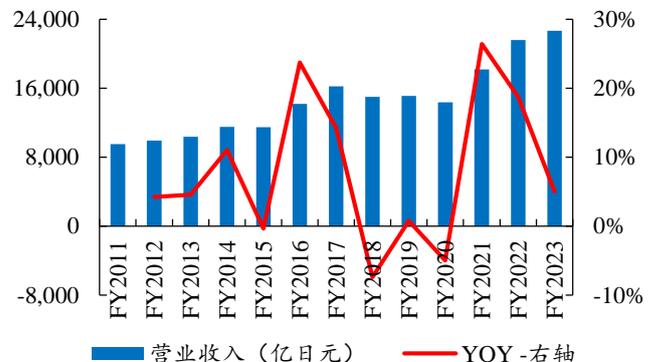
图30：三井住友融资租赁公司总资产持续增长



数据来源：三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

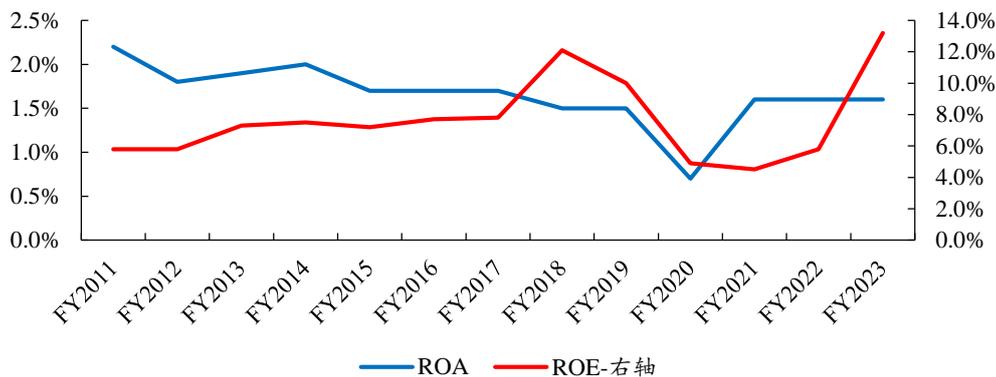
注：财年截止月为每年3月，FY2023对应2023年4月至2024年3月，下同

图31：三井住友融资租赁公司营业收入呈增长态势



数据来源：三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

图32: 三井住友融资租赁公司 ROE 在 2018 财年前平稳上升, 2020 财年下降主因飞机租赁业务受疫情影响, 2023 财年受俄罗斯事件保险索赔收益有所回升



数据来源: 三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

注: 2020-2022 财年 ROE 下降主因公司飞机租赁业务受航空业影响, 2023 财年高增主因飞机租赁业务在俄罗斯事件的保险索赔收益

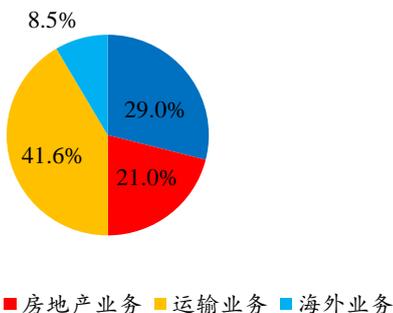
三井住友融资租赁公司的业务为四大板块。公司业务主要为国内租赁业务、房地产业务、运输业务及海外业务四大业务领域。其中, 运输业务领域资产占比为 41.6%, 国内租赁业务资产占比为 29%。

表9: 三井住友融资租赁公司业务分为四大板块

业务构成	
国内租赁业务	为日本的大型企业和中小企业提供机械设备的租赁和分期付款销售、贷款和租赁、二手设备购买和销售、发电业务及其他服务
房地产业务	零售物业、办公楼和物流设施等房地产的租赁和无追索权融资, 以及房地产开发和租赁、房地产资产管理和其他服务
交通运输业务	飞机租赁、飞机发动机租赁、直升机租赁、融资及海运和物流领域的各种服务、投资产品销售及其他服务
海外业务	海外公司销售融资、日本公司关联公司海外资本投资融资及其他服务

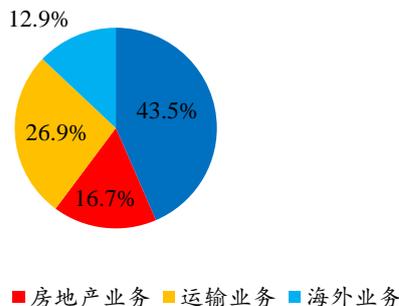
资料来源: 三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

图33: 三井住友融资租赁公司资产中运输业务占比较高 (FY2023 末)



数据来源: 三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

图34: 三井住友融资租赁公司收入以国内租赁业务为主 (FY2023)



数据来源: 三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

表10：三井住友融资租赁公司通过并购进入新兴业务领域，实现业务版图拓展

时间	三井住友融资租赁公司
2012年	与 SMBC 和住友商事联合收购苏格兰皇家银行集团的飞机租赁业务
2015年	收购 DMG MORI Finance GmbH，进入欧洲机床销售融资业务
2016年	收购 Japan GE LLC（原 Japan GE Corporation），即美国通用集团在日本的租赁业务
2019年	收购 SMBC Aero Engine Lease BV，涉足飞机发动机租赁业务
2020年	收购 SMFL LCI Helicopters Limited，涉足直升机租赁业务
2021年	收购 Yanmar Credit Service
2022年	收购 Goshawk Management Limited，成为世界第二大飞机租赁公司

资料来源：三井住友融资租赁公司公告、开源证券研究所

3、中国台湾租赁业：服务中小企业，行业发展与经济景气度相关

3.1、发展历程：兴起于产业升级时期，与经济环境具有较强相关性

1973-1983年，租赁兴起于产业升级时期，服务企业融资旺盛需求而快速增长。1973年，中国台湾地区财政部门公布了《信托投资公司办理机器设备租赁办法》，希望信托机构以租赁的方式，为工商企业购买机器设备融资，促进产业升级。1978年第二次石油危机后，中国台湾地区有关部门采取通货紧缩政策，民间企业融资困难，刚刚引入的融资租赁很快成为解决融资问题的首选。同时，中国台湾大量引进日本科技成果，经济高速成长，更加剧了资金供不应求的局面。由此，迎来了融资租赁业的首个发展高潮。

1985-1995年行业受资产泡沫破裂导致的中小企业破产影响而坏账频出，随着产业升级政策与行业鼓励政策出台而恢复。资产泡沫破灭，民间投资意愿低落，经济发展陷入困境，中小企业大量破产，使得以中小企业为主要客户的租赁业呆账损失激增，1985年租赁新投放规模较1983年下降58%。1986年，以产业升级和拓展美国以外的外贸市场作为新的经济导向，确定以通讯、信息、电子、半导体等为支柱产业。随着产业升级战略方针的提出以及支持租赁业发展的利好政策出台，租赁业随着经济恢复而复苏。经过1984—1986年的自然淘汰，体制健全、管理规范的公司存活下来。

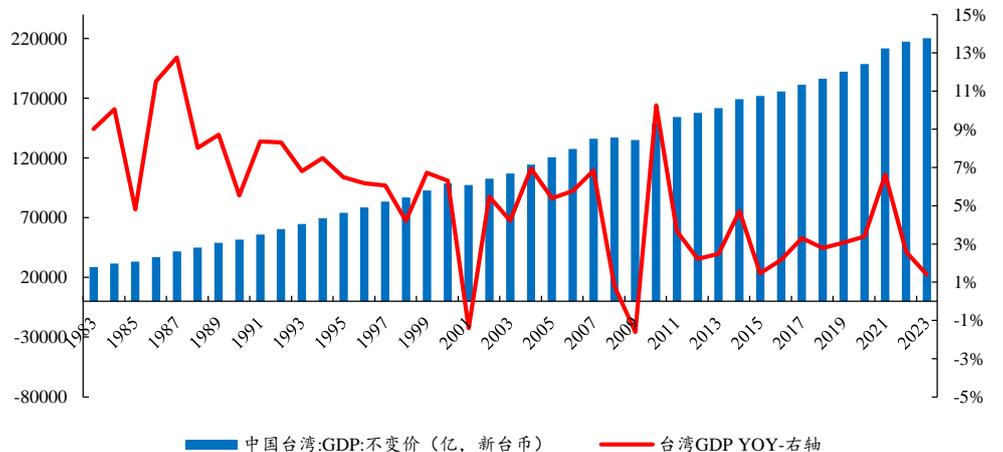
1995年租赁公司获准开展分期付款业务，行业支持实体经济的业务方式增加。1995年至今，租赁业呈平稳发展态势，整体发展与经济景气度相关，渗透率持续提升。

表11: 中国台湾租赁业服务实体产业，行业发展与经济景气度相关

阶段	具体情况
<p>初创及高速发展期</p> <p>(1973—1983年)</p>	<p>1973年，中国台湾地区财政部门公布了《<u>信托投资公司办理机器设备租赁办法</u>》，希望信托机构以租赁的方式，为工商企业购买机器设备融资，促进产业升级。以私有为主体的信托投资公司积极响应，国泰、中国、中联、第一、华侨等5家信托投资公司陆续开办租赁业务。在此之前，财政部门曾试图促成银行从事融资租赁业务，但当时的银行多为官办机构，缺乏相应的人才和经验，没有表现出应有的积极性，方案搁浅。</p> <p>1978年第二次石油危机爆发后，中国台湾通货膨胀率高企，中国台湾地区有关部门采取通货紧缩政策，<u>民间企业融资困难</u>，刚刚引入的融资租赁很快成为解决融资问题的首选。同时，中国台湾大量引进日本科技成果，经济高速增长，更加剧了资金供不应求的局面。由此，迎来了融资租赁业的首个发展高潮。截至1983年，中国台湾地区成立了近百家租赁公司，加入台北租赁公会的有43家，租赁交易额达到177亿新台币，占当时固定资产投资总额的7.23%。</p>
<p>行业调整期</p> <p>(1984—1995年)</p>	<p>1985年，<u>资产泡沫破灭</u>，新台币兑美元汇率大幅升值，劳动力短缺，工资大幅上涨。中国台湾的劳动密集型加工出口工业逐渐丧失比较优势，导致<u>民间投资意愿低落</u>，经济发展陷入困境，中小企业大量破产，使得以中小企业为主要客户的租赁业呆账损失激增。1985年租赁新投放规模较1983年下降58%。</p> <p>中国台湾应对困境开启了10年的经济转型，于1986提出了实行自由化、国际化、制度化政策，进一步健全和完善市场经济机制，<u>并以产业升级和拓展美国以外的外贸市场作为新的经济导向，确定以通讯、信息、电子、半导体等为支柱产业</u>。经过1984—1986年的自然淘汰，<u>体制健全、管理规范</u>的租赁公司存活下来。中国台湾陆续<u>出台一些支持政策改善租赁业的经营环境</u>，如放宽租赁公司营业项目的限制，使租赁标的物的范围扩大、业务品种增加；逐步放开可承做融资租赁业务的金融机构范围等，1986-1994年中国台湾租赁业开始恢复成长。</p>
<p>稳定发展期</p> <p>(1995—迄今)</p>	<p><u>1995年中国台湾地区有关部门出台管理办法，租赁公司可以开展分期付款业务</u>。从此，租赁和分期付款业务成为中国台湾租赁公司的两大主要业务。租赁公会开始将分期付款纳入统计范围。多数银行及各大财团开始拥有自己的租赁公司，全行业交易额逐步上升。</p> <p>2006年全行业整体业务的契约金额为1148亿新台币，较2005年减少16%，<u>主要因为受中国台湾放松银行增设分行为限制政策鼓励，银行提高对中小企业授信业务比重，从而对以中小企业租赁和分期付款为主要业务的租赁业产生挤压作用，同时受双卡（信用卡、现金卡）效应影响，租赁公司承做的车辆分期付款业务也出现大幅下滑</u>。</p> <p>2008年后因全球金融海啸冲击，<u>中国台湾地区制造业对固定资产投资意愿低落</u>，连带使得以中小企业生产机器为主要业务的租赁业亦深受影响，设备租赁市场负增长。随着金融危机影响减弱，2010-2014年租赁业稳健增长。</p> <p>2015年-2016年中国台湾经济走弱，主因出口受需求疲弱以及国际景气走缓影响，租赁业亦受到影响。</p> <p>2017年起中国台湾稳增长政策发力，营造良好投资环境，促进台商回台投资、外资投资，经济稳健增长，租赁业增长。</p>

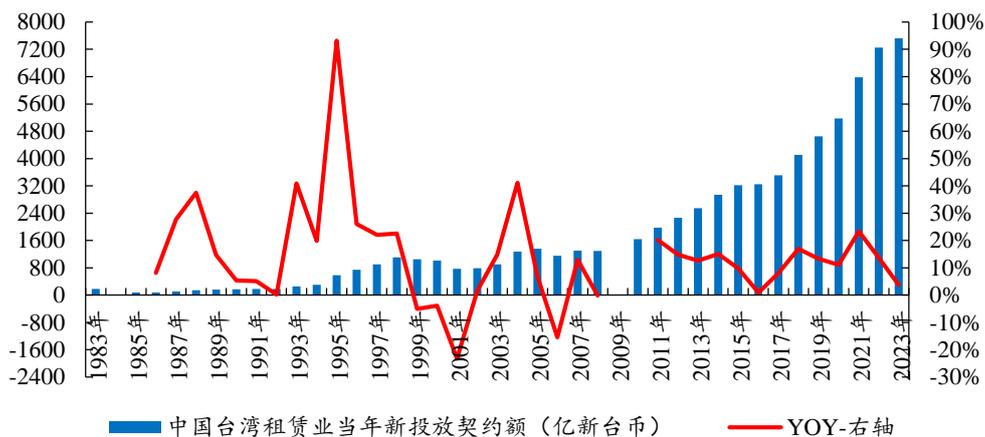
资料来源：王琨、翟娜《台湾融资租赁业发展历程与经验》、台北市租赁商业同业协会、开源证券研究所

图35: 中国台湾经济保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

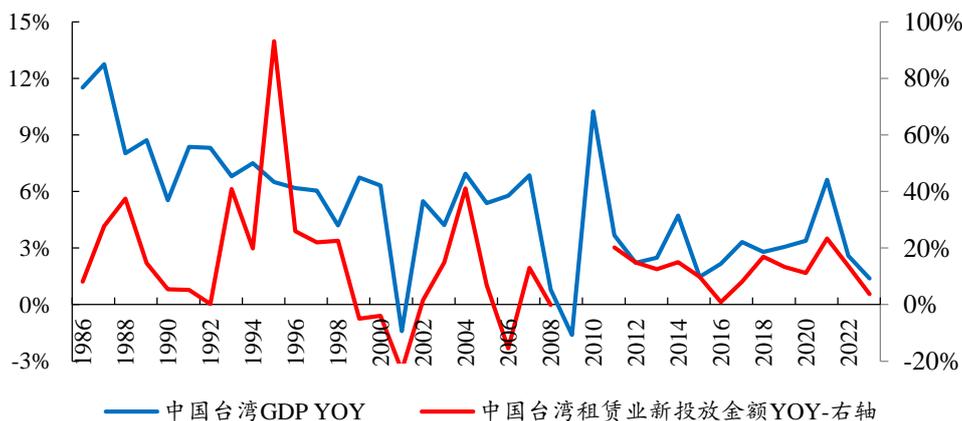
图36: 中国台湾租赁业规模呈增长态势



数据来源: 台北市租赁商业同业协会、开源证券研究所

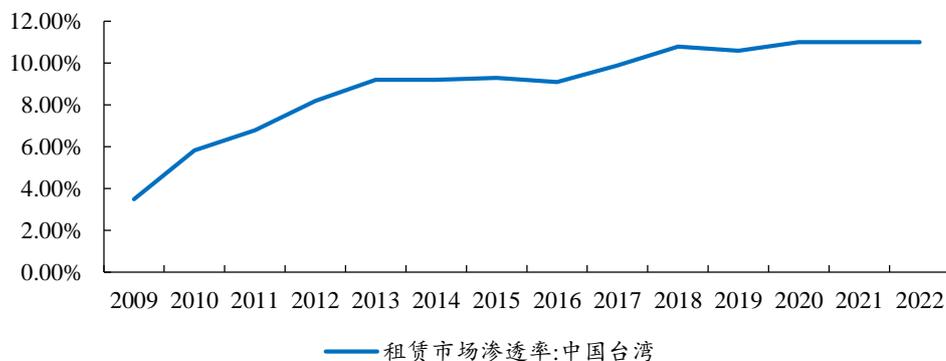
注: 1995年同比高增主因协会统计口径变化, 政策同意租赁公司开展分期付款业务

图37: 中国台湾租赁业发展与经济具有相关性, 表现多优于 GDP 增速



数据来源: Wind、台北市租赁商业同业协会、开源证券研究所

图38: 渗透率自 2009 年起呈提升趋势



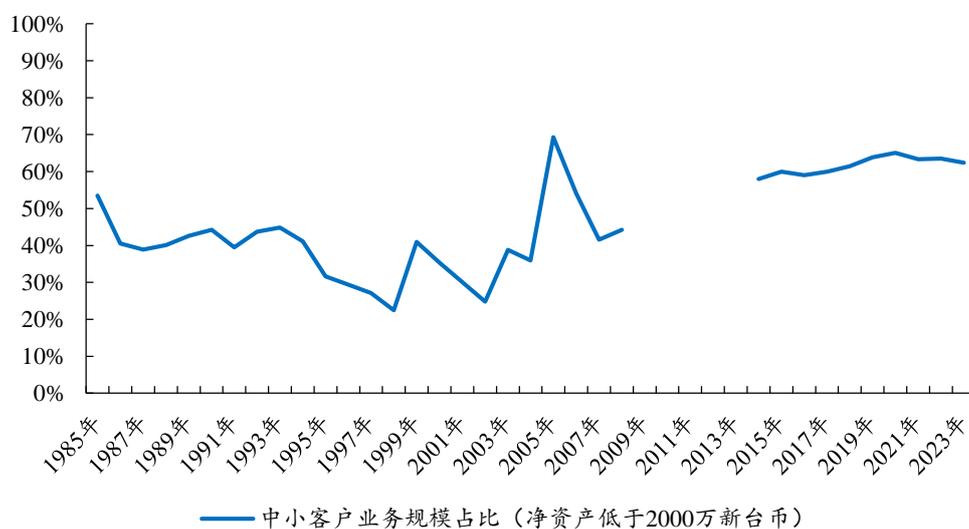
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、服务中小企业为主，行业呈现较高集中度

3.2.1、特征 1：客户以中小企业为主

服务实体，支持小微。中国台湾租赁业客户主要为资本金 2000 万新台币以下的中小企业（2023 年占行业新投放业务规模的 62%），客户所属行业以运输及仓储业、制造业、批发及零售业、其他服务业为主。因金融体系较不健全、信用制度较为薄弱、风险承受力较低，传统金融机构偏向有担保、资力佳的客群，融资租赁公司在合理风险评估下，尽可能提供给不同风险程度的客户差异化服务，协助财务实力较弱的中小企业解决短期营运周转资金的需求。

图39：中国台湾租赁业专注服务于中小企业



数据来源：台北市租赁商业同业协会、中租 ky 公司公告、开源证券研究所

3.2.2、特征 2：头部集中，强者恒强

中国台湾租赁业呈现高集中度特点。(1) 2023 年台北市租赁商业同业协会会员共 38 家租赁公司，以股东性质划分，中国台湾银行系租赁公司达 15 家占比最高；以实收资本额排列，8 家实收资本在 50 亿新台币以上。(2) 据台北市租赁商业同业协会，2023 年其会员公司整体业务规模量约为新台币 7500 亿元，其中具市场领导地位之三家上市租赁公司一中租公司、裕融公司及和润公司业务规模量合计约为 6,700 亿元，占整体租赁业业务规模达 90%，头部公司高度集中。

中国台湾租赁业呈现强者恒强特点。头部公司 ROE 来看，2011 年以来中租 KY、裕融企业 ROE 达 15% 以上，中租控股市占率保持在 40% 以上且呈现增长趋势，行业强者恒强特征明显。

表12：以股东性质划分，中国台湾银行系租赁公司最多

体系	业务特色	数量	会员
银行转投资租赁公司	具有稳定充足的资金来源,业务拓展深度仰赖银行业务之客户名单,往往集中于大型设备租赁。	15	一银租赁、华南国际租赁、永丰金租赁、华开租赁、国票金融控股、台中银租赁、阳信国际租赁、台湾企银国际租赁、中国信托资融、板信国际租赁、合作金库资产管理、台新大安租赁、联邦国际租赁、远银国际租赁、日盛台骏国际租赁
车商系租赁公司	多由车商所成立,业务来源集中于车商自有客户,透由对租赁资产的知识,提供融资服务予客户,然而客户亦受其母公司销售产品范围所局限。	9	裕融企业、裕富数位资融、和润企业、和劲企业、中华资融、新鑫、台湾宾士资融、汇丰汽车、汇丰协新租赁
外商系租赁公司	多由外资设备制造商或其租赁公司为发展中国台湾地区业务所成立。	3	台湾欧力士、斯堪尼亚资融、台湾福斯财务
企业集团投资租赁公司	能够在客户选择及经营策略范畴上更为独立,除融资服务以外,亦提供多样化产品及客制化服务,更具灵活与弹性。	11	中租迪和、合迪、仲信资融、中租汽车、中泰租赁、远信国际资融、万泰租赁、长鸿国际企业、怡和国际、台湾芙蓉总合租赁、康业资融

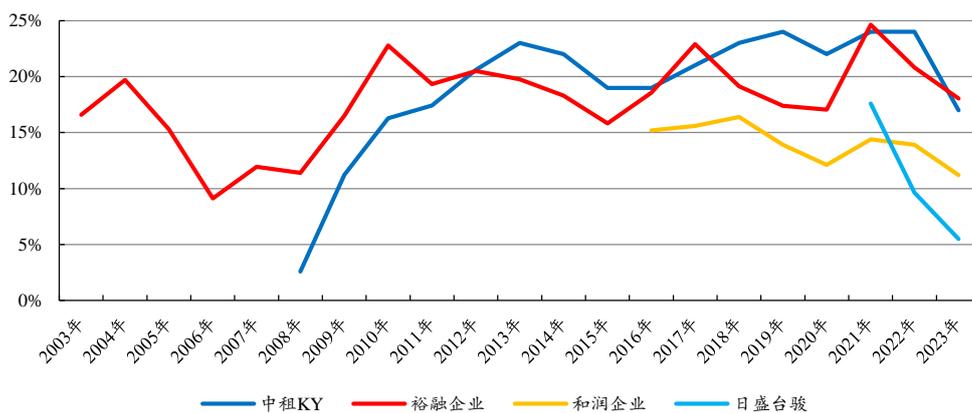
资料来源：中租 KY 年报、开源证券研究所

表13：以 2023 年末实收资本额排列，8 家实收资本在 50 亿新台币以上

实收资本额 (新台币)	数量	会员
50 亿元以上	8	中租迪和、合迪、仲信资融、裕融企业、和润企业、国票金融控股、中租汽车、新鑫
20~50 亿元	12	一银租赁、永丰金租赁、台中银租赁、合作金库资产管理、远银国际租赁、汇丰汽车、日盛台骏国际租赁、裕富数位资融、中国信托资融、台新大安租赁、联邦国际租赁、和劲企业
10~20 亿元	4	华南国际租赁、阳信国际租赁、台湾企银国际租赁、汇丰协新租赁
5~10 亿元	5	台湾宾士资融、中泰租赁、远信国际资融、怡和国际、华开租赁
5 亿元以下	9	中华资融、台湾欧力士、斯堪尼亚资融、万泰租赁、长鸿国际企业、康业资融、台湾福斯财务、板信国际租赁、台湾芙蓉总合租赁

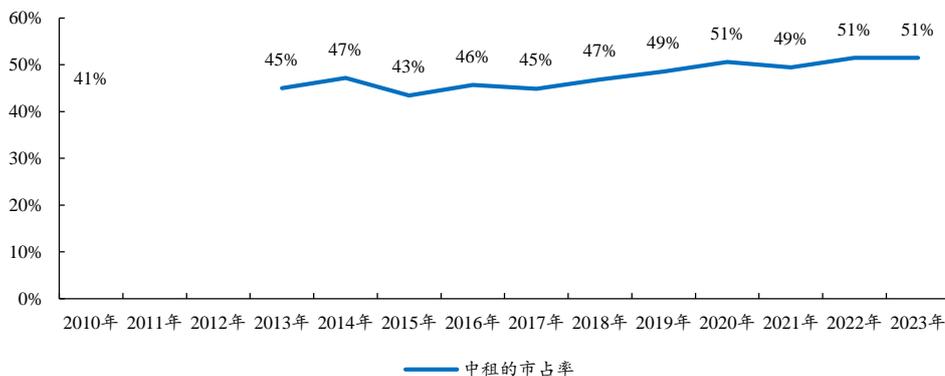
资料来源：中租 KY 年报、开源证券研究所

图40：2011年以来中租KY、裕融企业 ROE 达 15% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：中租 ky 市占率在 40% 以上且保持增长趋势



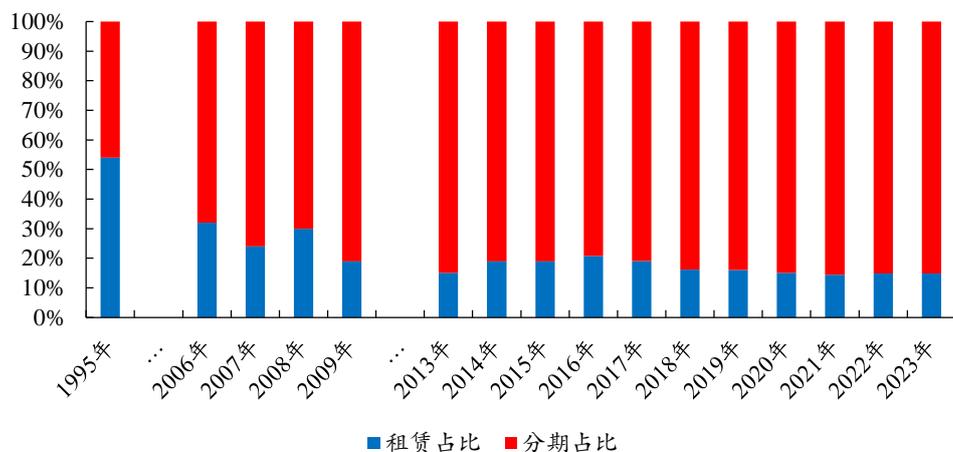
数据来源：中租 ky 公司公告、台北市租赁商业同业协会、开源证券研究所

3.2.3、特征 3：业务形式以分期为主，车辆运输设备、原物料是主要标的物

从业务结构来看，中国台湾租赁行业以分期付款为主。分期付款业务具有贸易性质，租赁公司向供货商购买资产，再以分期收款的方式销售给客户，主要是针对原材料、半成品等物料、存货提供的融资，通用性强或价值较低的设备也有可能做分期付款（如汽车、办公设备等）。自 1995 年政策允许租赁公司开展分期付款业务后，分期占比持续提升，2022 年租赁/分期占比为 15%/85%。租赁业务分为经营租赁和融资租赁，中国台湾租赁业仍以融资租赁业务为主，经营性租赁因涉及到设备二手市场的风险，只有部分专业化较强的租赁公司涉足这一领域。

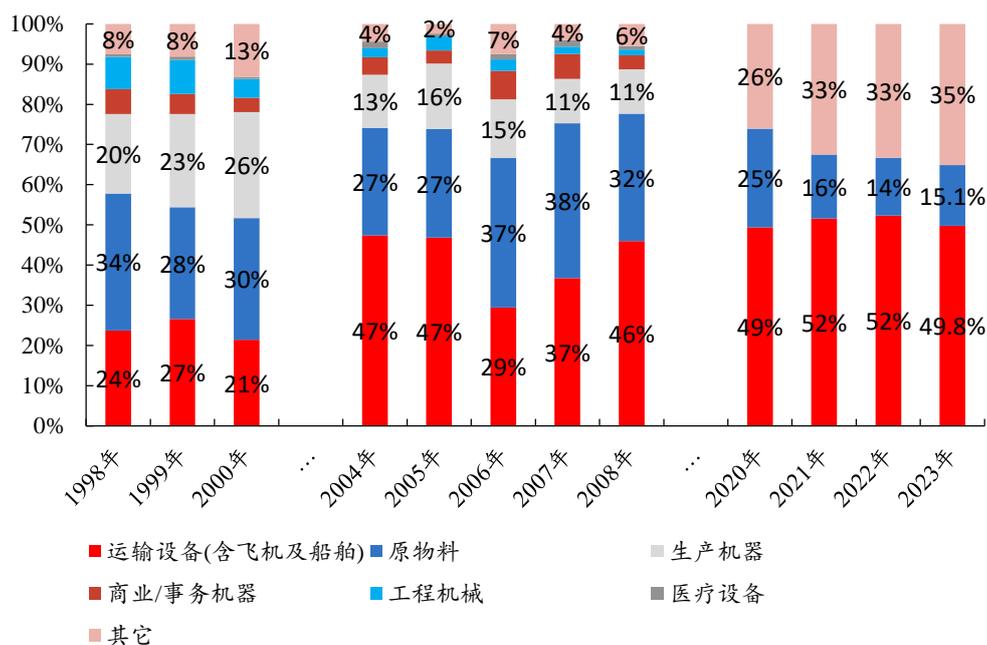
从标的物来看，车辆运输设备、原物料是中国台湾租赁业主要标的物。2023 年运输设备、原物料占比分别为 50%/15%。中国台湾租赁业发展初期，业务以生产、运输、公用事业、卫生、教育及公共行政机构所需的机器、设备为主。随着行业发展产品范围日渐扩张，演变至标的为原物料、成品、半成品的分期付款买卖业务，车辆及营建器具的动产担保交易，应收账款受让，飞机船舶租赁和汽车租赁等产品。客户行业主要为运输及仓储业、制造业、批发与零售业为主。

图42：业务形式以分期为主



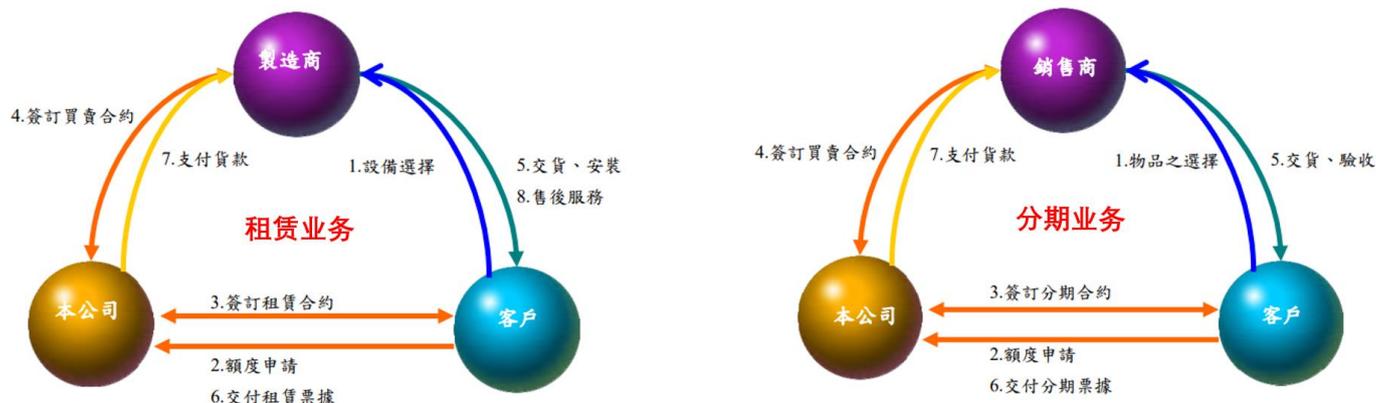
数据来源：王琨、翟娜《台湾融资租赁业发展历程与经验》、中租ky公司公告、开源证券研究所

图43：运输设备、原物料是中国台湾租赁业主要标的物



数据来源：台北市租赁商业同业协会、中租ky公司公告、开源证券研究所

图44：租赁与分期业务形式相近，主要为标的物差异：租赁标的物为固定资产（机器设备、飞机船舶），分期标的物为原物料、半成品及成品等存货与生产设备等



资料来源：中租 ky 招股书

4、中租控股：中国台湾租赁龙头，深耕小微业务，通过区域复制实现扩张

(1) 股东背景：公司为家族产业，由中国台湾五大家族之一的鹿港辜家所创办，目前由辜濂松么子辜仲立所持股主导。

(2) 沿革：中租 ky 起源于 1977 年在中国台湾所成立的中国租赁股份有限公司（主做租赁业务）；在 1980 年成立迪和股份有限公司（分期付款买卖业务）；1995 年合并，更名为中租迪和股份有限公司；公司股票于 2011 年 7 月 11 日开始在中国台湾柜台市场买卖，并于 2011 年 12 月 13 日于中国台湾证券交易所正式挂牌上市，代码为 5871.TW。

(3) 持续开发多元利基市场，服务中小企业，通过模式复制拓展区域以实现跨越式增长。中租控股从传统的租赁分期服务出发，发展多元产品。从传统租赁、分期付款及应收帐款受让业务外，陆续导入重车融资、小客车融资、渔货融资、微型企业融资、不动产融资、汽车租赁、节能专案融资、存货融资、保险经纪等。展业通过设立据点进行区域辐射，业务发家于中国台湾，后拓展到中国大陸和东南亚。客户以中小企业为主。

(4) PB 估值水平较高：截至 2024.7.23，中租 ky 市值达 2500 亿新台币，2016 年至今 PB 中枢 2.5 倍，目前 PB1.6 倍。

图45：公司持续开发多元利基市场



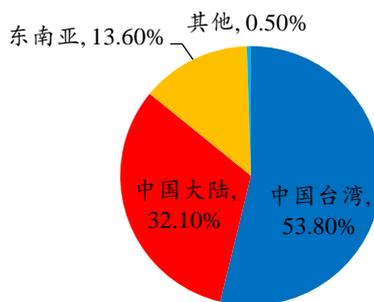
资料来源：中租 ky 线上说明会

表14：中租 ky 业务立足中国台湾，拓展到中国大陸和东南亚

区域	简介	增长动能
中国大陸 (仲利国际融资租赁)	<ul style="list-style-type: none"> 2005 年取得全国性租赁执照 (申请即可设立各地据点) 营业项目以融资性租赁为主, 并积极推动保理、贸易融资。【2023Q3 末, 公司中国大陸业务市占率 0.98%】 客户数 18000 家, 客户 90% 为当地陆资企业 营业据点 59 处, 业务人数超 1800 人 	渗透率和市占率提升
中国台湾 (中租迪和)	<ul style="list-style-type: none"> 1977 年开始营运, 拥有近 50 年的业界服务经验 与租赁及分期付款居市场领导地位【2023 年, 公司中国台湾业务市占率 51%】 完整的 SME 财务金融平台 专业服务多元化中小企业, 客户数超 30000 家。 营业据点 18 处, 业务人数超 1970 人 	持续开发新的多元利基市场和小众市场
东南亚	<ul style="list-style-type: none"> 东南亚市场进驻泰国、越南、马来西亚、柬埔寨和菲律宾 泰国 (1989 年进驻) 占东南亚业务 60%, 年增长 20% 越南、马来西亚近年来增长较快, 年增长 20-30% 	第三增长引擎

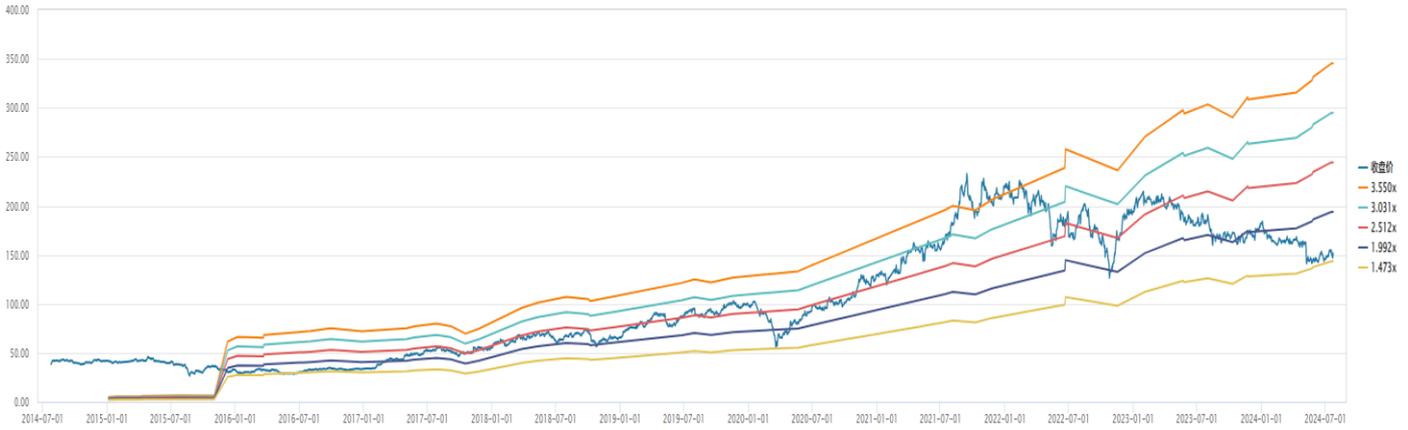
资料来源：中租 ky 招股书、中租 ky-ESG 报告、中租 ky 财务业务说明会、开源证券研究所

图46：2023 年收入结构来看，中国台湾占比 54%，中国大陸占比 32%，东南亚占比 14%



数据来源：中租 ky 公司公告、开源证券研究所

图47：2016年至今，中租ky的PB中枢2.5倍，目前PB1.6倍

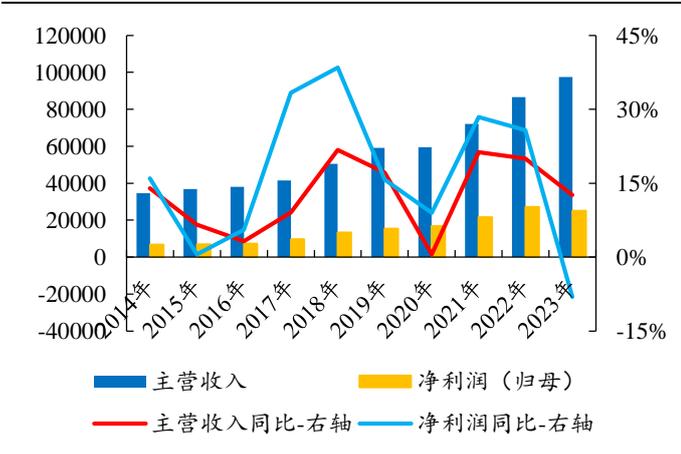


资料来源：Wind

注：数据截至 2024.7.23

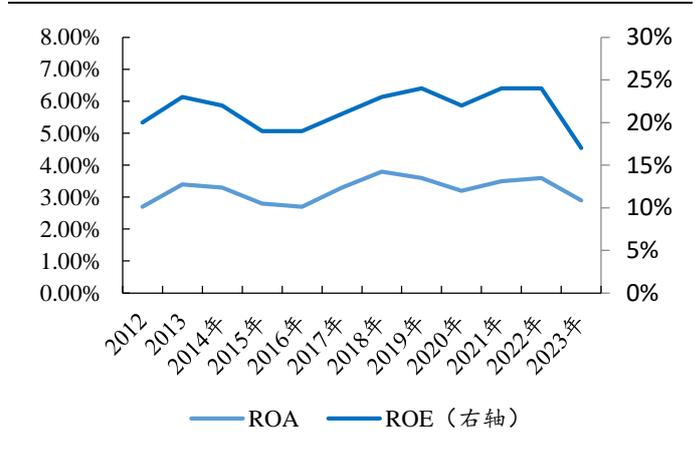
财务指标分析：公司 2014-2023 年主营收入/归母净利润复合增速 12%/16%，保持快速增长。公司 2012-2023 年平均 ROA/ROE 分别为 3.2%/21.5%，权益乘数稳定在 6 倍左右，较高的 ROA 驱动 ROE 变化，非杠杆驱动。2008-2023 年应收账款复合增速 18%，核心业务资产增速保持较快增长。成本费用率呈下降趋势，公司地推的展业模式属于人力密集型，随着在地经验积累以及业务流程的优化，规模效应得以显现。资产质量方面，延滞率整体控制在 5% 以下，考虑到公司以中小企业客户为主，风险控制能力较强。

图48：2014-2023 年营收/归母净利润复合增速 12%/16% (单位：新台币，百万元)



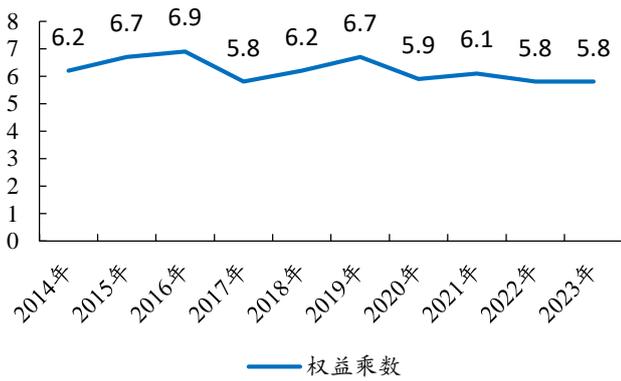
数据来源：中租 ky 公司公告、Wind、开源证券研究所

图49：ROE 水平较高在 15% 以上，主要由 ROA 驱动



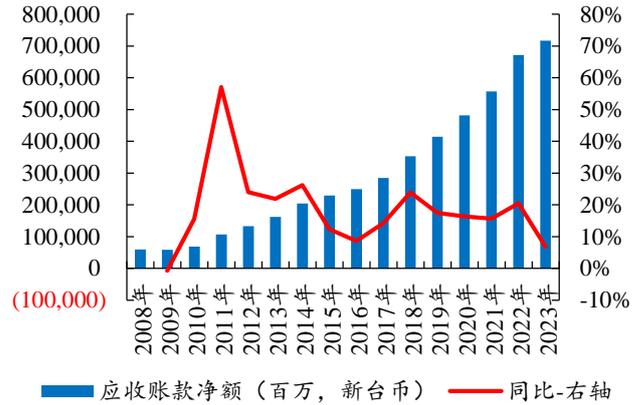
数据来源：中租 ky 公司公告、Wind、开源证券研究所

图50: 公司权益乘数在 6 倍左右



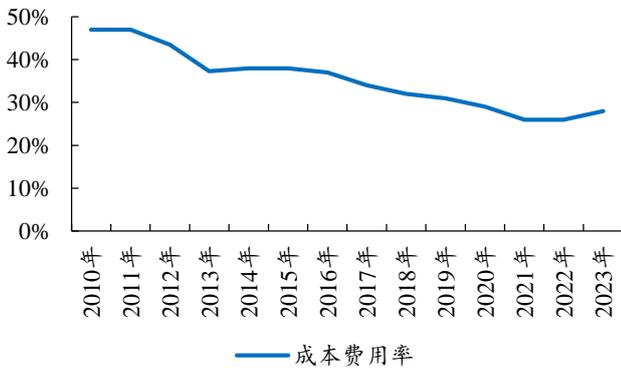
数据来源: 中租 ky 公司公告、Wind、开源证券研究所

图51: 2008-2023 年应收账款复合增速 18%



数据来源: 中租 ky 公司公告、Wind、开源证券研究所

图52: 成本费用率呈下降趋势, 体现规模效应



数据来源: 中租 ky 公司公告、开源证券研究所

图53: 延滞率有所波动, 整体控制在 5% 以下



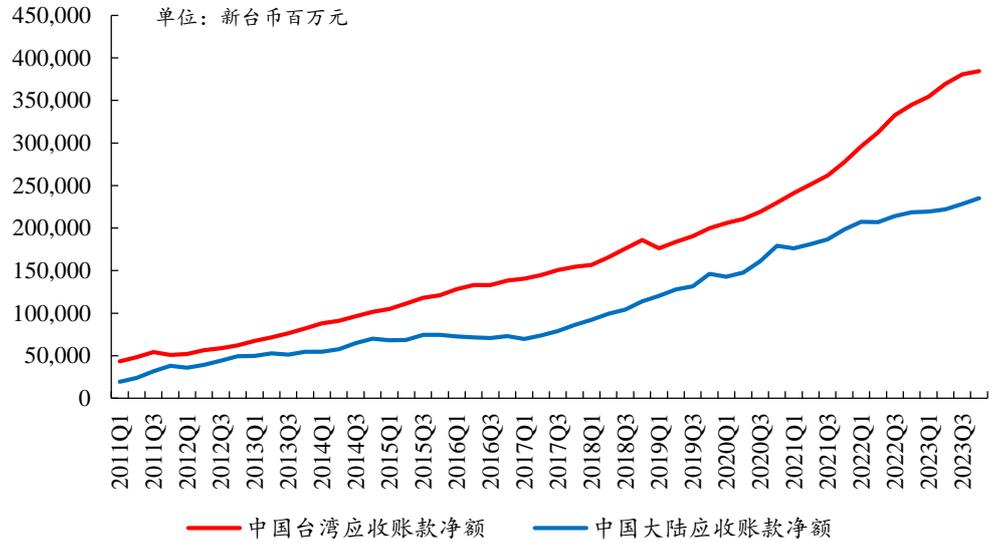
数据来源: 中租 ky 公司公告、开源证券研究所

延滞率定义: 经评估无法回收本金及利息时, 认为该放款及应收款已发生减损

资产规模增速与利差水平: 2011-2023 年应收账款净额复合增速来看, 中国台湾地区 18%, 中国大陆地区 16%, 整体保持较快水平增长。中国大陆地区业务利差 8-9%, 中国台湾地区业务利差 6-7%, 长期相对稳定, 公司深耕中小客群这一利基市场, 要求更高的风险回报, 较高的利差水平是维持高 ROE 的原因。

生息资产收益率与负债端成本: (1) 中国大陆地区业务收益率水平 12%-14%之间波动, 整体相对稳定。公司资产端能力较强, 稳定的收益率水平反映该细分领域金融供需未有明显变化, 公司具有较强议价能力。中国台湾地区收益率 8%-9%水平波动, 整体相对稳定, 低于中国大陆主要因为中国台湾市场利率水平低。(2) 资金成本来看, 中国大陆地区融资来源主要为银行借款, 2023Q4 负债端成本 4.3%, 整体呈下降趋势, 和市场利率环境相关。中国台湾地区资金来源相对多元 (包括银行借款、票据、债券、ABS 等), 2023Q4 负债端成本 2.36%, 近期提升受美联储加息影响。资金成本变化受市场影响的敏感度更大, 导致在市场利率变化阶段, 利差与市场利率反向波动。

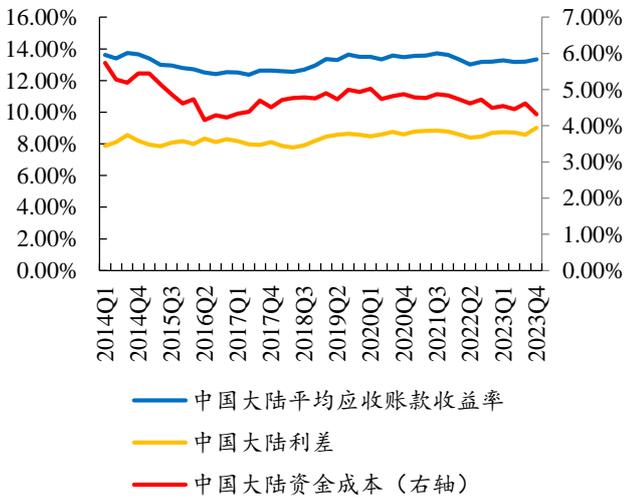
图54：2011-2023 年应收账款净额复合增速来看，中国台湾地区 18%，中国大陆地区 16%



数据来源：中租 ky 公司公告、开源证券研究所

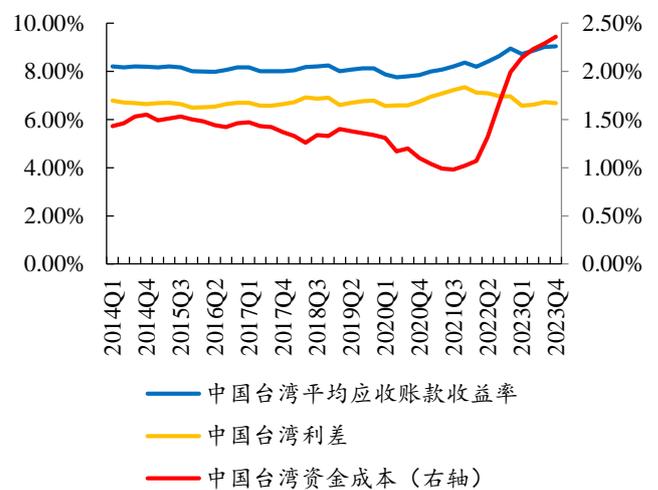
注：2023Q4 披露口径变化，依据最新口径的环比增速并使用历史口径计算得到

图55：中国大陆地区业务利差 8-9%，长期看相对稳定



数据来源：中租 ky 公司公告、开源证券研究所

图56：中国台湾地区业务利差 6-7%，长期看相对稳定

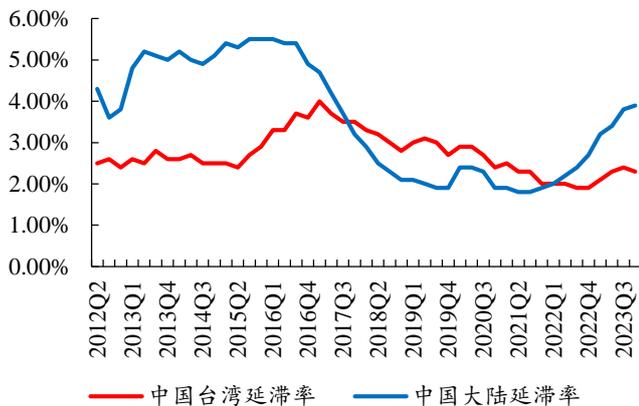


数据来源：中租 ky 公司公告、开源证券研究所

资产质量：(1) 中国大陆地区延滞率：自 2015 年的 5% 以上下降至 2021 年的 2% 以下，下降主要源于在地经验增长、风控模型改善使得风控能力提升。2022 年起中国大陆地区延滞率提升，2023Q4 延滞率达 3.9%，一方面源于经济压力影响存量中小企业回款(分子原因)，一方面源于经济下行、竞争加剧导致投放增速放缓(分母原因)。

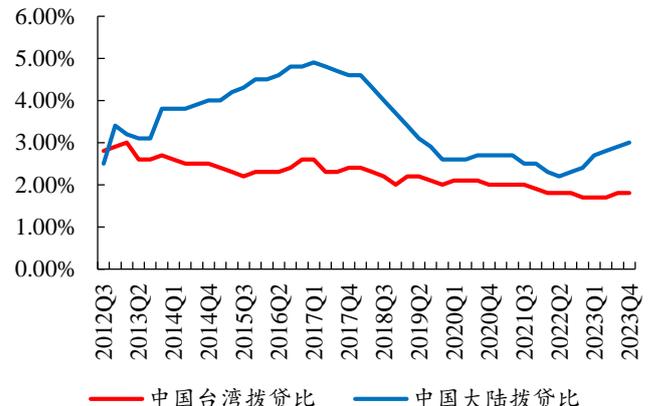
(2) 中国台湾地区延滞率：延滞率控制在 2-4%，低于中国大陆地区主因长年经验积累，波动主要受经济周期影响。

图57：中国大陆地区延滞率先降后升；中国台湾地区延滞率先升后降



数据来源：中租 ky 公司公告、开源证券研究所

图58：中国大陆地区拨贷比先升后降；中国台湾地区拨贷比持续下降



数据来源：中租 ky 公司公告、开源证券研究所

我们将中租控股中国大陆业务主体仲利国际与江苏金租、永赢金租进行对比（2023年数据），三者在小微业务领域各具特色，盈利能力水平表现优异，ROE水平均超过15%。作为外资商租的仲利国际负债端成本相对不占优势，而ROA 5.1%高于可比金租，主因生息资产收益率较高，体现其资产端能力较强，客户画像及产品具有一定差异化优势。从人员数量和成本费用率来看，江苏金租的厂商模式在展业成本方面更具优势。永赢金租近年来加速转型，实现快速扩张。

表15：仲利国际（中租中国大陆业务主体）ROE 高于可比金租公司，收益率差异反映目标客群不同，成本费用率差异反映展业模式不同（2023年数据）

单位：亿元	仲利国际	江苏金租	永赢金租
总资产（亿元）	573.1	1199.2	1178.8
净资产（亿元）	151.6	178.5	125.4
归母净利润（亿元）	28.3	26.6	21.3
ROE	20.3%	15.7%	19.4%
ROA	5.1%	2.3%	2.0%
权益乘数（倍）	3.9	6.7	9.4
生息资产收益率	13.34%	6.66%	6.94%
付息债务成本	4.32%	3.00%	2.98%
净利差	9.02%	3.66%	3.96%
中国大陆业务延滞率	3.90%		
不良率		0.91%	0.21%
人员数量（名）	2000-3000	528	1279
成本费用率	22%	10%	21%
信用减值计提率	18%	15%	15%

数据来源：Wind、中租 ky 公司公告、开源证券研究所

注：上述数据均为2023年数据；延滞率概念为经评估无法回收本金及利息时，认为该放款及应收款已发生减损；各公司对于关注类、不良类资产认定的具体标准或有不同，数据仅供参考；成本费用率=（销售费用+管理费用）/毛利；信用减值计提率=信用减值计提/毛利

5、受益于产业转型与设备更新，我国租赁行业成长空间广阔

日本和中国台湾的租赁行业在发展过程中展现出以下四点共性：

(1) 经济向好叠加行业政策支持驱动租赁渗透率提升：日本和中国台湾的租赁业经历了渗透率显著提升阶段，这与经济环境向好，以及国家层面对产业转型、设备投资的重视密切相关，对租赁业务的税收优惠政策促进了行业发展。

(2) 服务实体经济：日本和中国台湾租赁业都注重服务实体经济，客户结构来看更倾向于支持私营部门，特别是中小企业的发展。

(3) 重视专业性与风控能力：日本和中国台湾租赁业均经历过行业调整期，深耕产业、拥有较强的专业性与风控能力的租赁公司能够跨越周期，长久经营。

(4) 行业集中度提升：日本和中国台湾租赁行业高度集中，强者恒强。大型租赁公司拥有雄厚的股东背景和资源优势，提供了稳定的资金来源和较强的风险抵御能力。

受益于产业转型与设备更新，我国租赁行业成长空间广阔。在经济转型和设备更新的大背景下，我国租赁业有望成为支持新质生产力、促进制造业快速发展的重要力量，行业成长空间广阔。监管政策鼓励行业提升服务传统产业改造升级、战略性新兴产业和先进制造业的专业能力，引导行业向设备直租和小微、涉农企业设备回租业务转型。我们认为，深耕产业、聚焦融物，拥有较强的专业性与风控能力，公司治理优秀的公司有望领跑，推荐江苏金租，受益标的中银航空租赁、远东宏信、宏信建发。

表16：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格（元）		EPS（元）		P/E		评级
		2024/7/26	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
600901.SH	江苏金租	5.02	0.63	0.69	0.77	7.28	6.52	买入
2588.HK	中银航空租赁	66.45	8.60	8.19	8.90	8.11	7.47	未评级
3360.HK	远东宏信	5.17	1.58	1.65	1.77	3.13	2.91	未评级
9930.HK	宏信建发	1.47	0.33	0.40	0.46	3.66	3.16	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：江苏金租盈利预测来自开源证券研究所，其他公司盈利预测使用 Wind 一致预期数据。中银航空租赁、远东宏信、宏信建发的股价与 EPS 数据单位为港元。

6、风险提示

- **经济环境不确定性风险：**经济环境变化影响企业融资需求、现金流稳定性，对租赁公司业务投放、资产质量有不确定性影响。
- **利率波动风险：**利率波动同时影响租赁公司资产端、负债端，导致净利差变化具有不确定性。
- **竞争加剧风险：**金融供给增加或使得价格竞争更加激烈，导致生息资产收益率下降而无法覆盖风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn