

全球租赁业发展历程比较研究

报告要点

■ 全球租赁业发展趋势：金融危机后发达市场萎缩，中国市场快速增长

近 20 年来全球租赁业基本呈现较快增长趋势，租赁总额在 2007 年达到峰值，但金融危机对发达市场影响很大，2008-2009 年欧洲租赁业务总额分别下降 15.04%、32.19%，北美业务量分别下降 4.96%、15.61%。

在发达市场租赁业负增长的同时，中国租赁规模随着 2007 年银行系金融租赁公司的扩张而急剧增长，2009 年的增长率达到 86.7%，以 410.1 亿美元业务总量居世界第四，仅次于美国、德国和日本。信贷紧缩环境下企业融资需求非常旺盛，中国租赁业进入前三十年未有过的快速增长阶段。

■ 发达市场中租赁公司逐步走出金融危机阴影

作为金融租赁的起源地，美国金融租赁公司的世界市场份额、市场渗透率、租赁规模仍保持领先地位。日本租赁业也相对稳定，2009 年日本租赁业规模为 532.5 亿美元，仅次于美国的 1739 亿美元和德国的 553 亿美元；而韩国与荷兰在制造业和航空业带动下，租赁业规模增长迅速。美国等发达市场中租赁公司资金成本优势和市场集聚效应仍在，今年有望恢复增长趋势。

■ 境外租赁公司注重经营性租赁业务，可持续性较好

与国内金融租赁公司凭借融资业务扩充规模不同的是，境外租赁公司大都专注于某一产业或设备，强调经营租赁业务，如德国的 Sixt 和荷兰埃尔凯普都是依靠本国优势产业，大力发展汽车及飞机租赁业务，而美国的 IBM 和通用电气则专攻 IT 和医疗器械租赁。境外租赁公司经营模式更具可持续性。

■ 国内租赁市场前景广阔，部分租赁公司将成金融股新宠

国内租赁公司有一般性租赁公司和银行系金融租赁公司两类，分属商务部和银监会管理，截至 2010 年底，中国租赁业机构已接近 200 家。随着金融租赁公司的发展，以及企业对租赁融资需求的增长，融资租赁余额从 2005 年的 323 亿元大幅攀升至 2010 年的 4500 亿元，预计 2011 年中国的融资租赁规模余额可达 6600-8000 亿元。

在信贷紧缩趋势下，以工银租赁、华融租赁等的银行系租赁公司，以及具备产业资源优势的中航租赁、渤海租赁扩张尤为迅速，其中中航租赁 2010 年实现融资租赁收入 4.66 亿元，同比增长 125.12%，而 2011 年 1-2 月实现融资租赁收入 1.07 亿元，为 2010 全年的 23%。更名后的 ST 汇通（渤海租赁）、重组后的 ST 北亚（中航投资）将成为金融股新宠，建议重点关注。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
000415	ST 汇通	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

- 《证券信托业 7 月报：市场热度持续，券商孕育反弹机遇》2011-7-15
- 《多元金融业 2011 年中期投资策略：信贷紧缩推动多元化金融发展》2011-7-5
- 《换手率与券商股投资相关性分析》2011-6-27

分析师：

刘俊
 (8627)65799532
 liujun@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120002
 联系人：
 杨靖凤
 (8621) 68751636
 yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

全球租赁市场：发达国家市场回升，中国市场成长空间大	4
金融危机后全球租赁业回暖	4
世界各地租赁业发展不平衡，中国租赁业成长空间大	5
成熟租赁市场的发展概况与经验分析	6
美国：相对成熟的租赁业	6
日本：发达的设备租赁市场	10
韩国：政府监管和产业结构变化影响租赁业发展	12
爱尔兰：全球航空租赁的重要基地	13
境外典型租赁公司经营模式分析	14
德国 Sixt：高效率的汽车租赁巨头	14
荷兰埃尔凯普（AerCap）：最大的独立飞机租赁公司	16
美国 IBM 租赁部门：IT 租赁促进产品销售	17
美国通用电气（GE）：医疗器械租赁的领先者	18
国内租赁业及典型租赁公司发展概况	18
部分租赁公司经营状况比较	18
工银金融租赁有限公司	20
华融金融租赁有限公司	21
远东宏信有限公司	22
中航国际租赁有限公司	23
渤海租赁：借道 ST 汇通上市	24
投资策略与风险提示	25
投资策略	25
风险提示	25

图表目录

图 1: 1990-2009 年全球各区域租赁业务总额变动情况.....	4
图 2: 2000-2009 年欧洲租赁规模与 GDP 的走势.....	4
图 3: 2000-2009 年北美租赁规模与 GDP 的走势.....	4
图 4: 2000-2009 年亚洲租赁市场规模与 GDP 的关系.....	5
图 5: 2009 年全球租赁业市场份额构成.....	5
图 6: 2006 年-2009 年美国、德国、日本、中国租赁市场渗透率.....	6
图 7: 2009 年租赁业务总额排名前十的国家.....	6
图 8: 2005 年美国租赁公司结构.....	7
图 9: 2005 年美国租赁业承租产品结构.....	8
图 10: 2000-2009 日本租赁业交易总量（亿日元）.....	10
图 11: 1990-2009 日本设备租赁市场渗透率.....	10
图 12: 日本设备租赁市场结构（截至 2010 年 9 月）.....	11
图 13: 韩国租赁业承租人结构.....	12
图 14: 韩国租赁业行业分布.....	13
图 15: 2010 年德国 Sixt 公司收入构成图.....	14
图 16: 2008-2010 年 Sixt 汽车租赁公司国内外收入分布图.....	15
图 17: 荷兰埃尔凯普飞机租赁 2010 年收入构成.....	16
图 18: 2008-2010 年荷兰埃尔凯普的飞机固定资产投资规模（百万美元）.....	17
图 19: 2005 年至今中国融资租赁余额变动（单位：亿元）.....	19
图 20: 注册资本排名前十的租赁公司.....	20
图 21: 华融租赁主要业务租赁金额占比（环保设施融资租赁除外）.....	21
图 22: 远东宏信业务收入结构.....	22
图 23: 2009 年-2013 年中航投资净利润.....	23
图 24: 交易前 ST 汇通股权结构图.....	24
图 25: 交易后 ST 汇通股权结构图.....	24
表 1: 2005 年美国租赁公司业务类型按行业分布情况.....	7
表 2: 美国租赁行业法律政策.....	8
表 3: 美国租赁行业税收政策.....	9
表 4: 美国租赁业风险控制的相关制度及意义.....	9
表 5: 日本租赁业承租人结构.....	11
表 6: 日本租赁业法律规定.....	11
表 7: 2008-2010 年 Sixt 汽车租赁公司主要财务数据（亿欧元）.....	15
表 8: 2008-2010 年荷兰埃尔凯普飞机租赁主要财务数据（百万美元）.....	16
表 9: 2009-2010 年 IBM 公司 IT 租赁业务主要财务数据（百万美元）.....	17
表 10: 国内部分租赁公司概况.....	19
表 11: 2010 年金融系租赁公司资产及业绩增幅.....	19
表 12: 2008 年-2010 年工银租赁主要财务数据.....	20
表 13: 工银租赁的产品、服务创新.....	21
表 14: 2008 年-2010 年远东宏信主要财务数据.....	22

全球租赁市场：发达国家市场回升，中国市场成长空间大

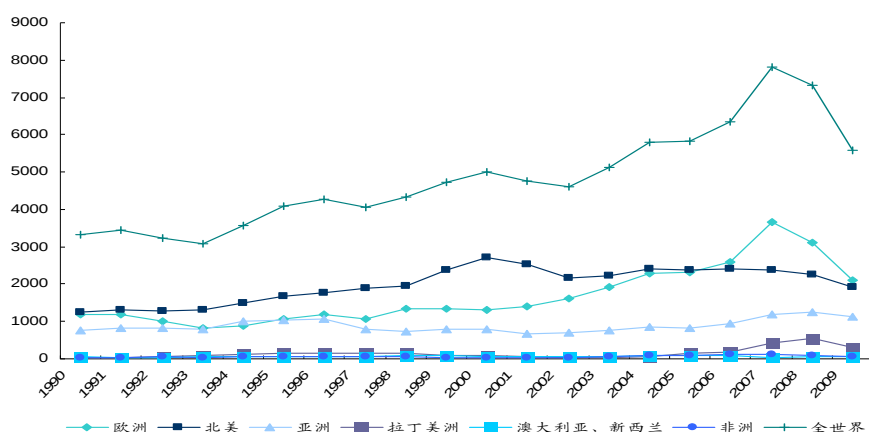
金融危机后全球租赁业回暖

全球租赁业呈波动性增长，受金融危机影响大

近 20 年来全球租赁业基本保持快速增长态势，租赁融资在欧美等发达市场已经成为可替代银行的重要间接融资渠道，全球租赁业规模在 2007 年达到峰值。

租赁业受金融危机影响较大：例如受 1997 年亚洲金融危机影响，亚洲的租赁业务规模持续下降了数年，直到 2001 年有所回升；而 2007 年全球金融危机爆发，使得全球许多地区的租赁业规模下降，其中 2008-2009 年，欧洲租赁业务总额分别下降 15.04%、32.19%，北美业务量分别下降 4.96%、15.61%，亚洲租赁业务受此次金融危机影响较小，2008 年亚洲租赁总额仍增长 4.47%，仅在 2009 年增速下滑，降幅为 9.11%。

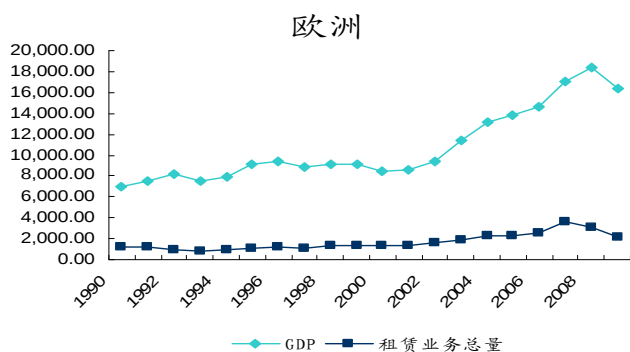
图 1：1990-2009 年全球各区域租赁业务总额变动情况



资料来源：长江证券研究部

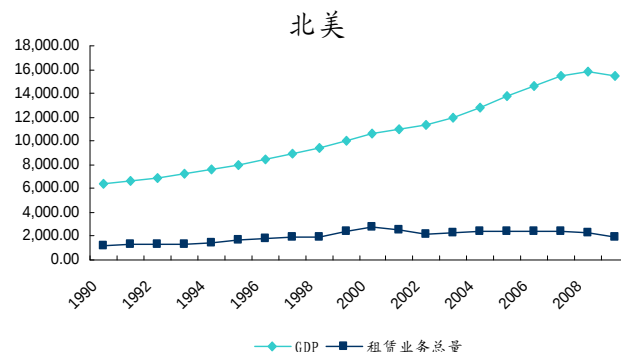
受监管政策、租赁业发展程度等因素影响，租赁市场规模与 GDP 总量的变化并非高度相关，但经济周期较大幅度的变化会对租赁市场的规模产生明显的影响。

图 2：2000-2009 年欧洲租赁规模与 GDP 的走势



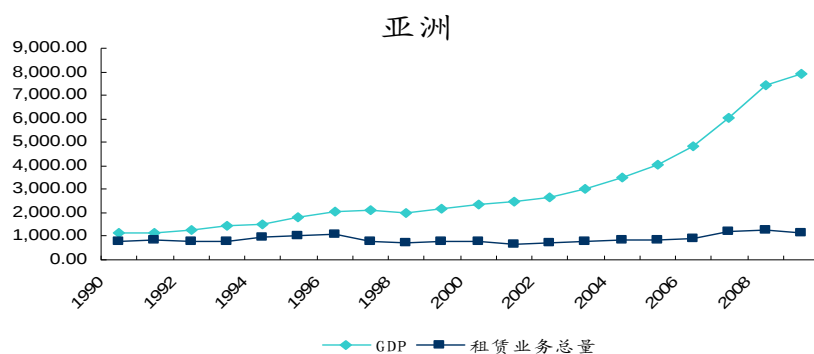
资料来源：IMF，长江证券研究部

图 3：2000-2009 年北美租赁规模与 GDP 的走势



资料来源：IMF，长江证券研究部

图 4：2000-2009 年亚洲租赁市场规模与 GDP 的关系



资料来源：IMF，长江证券研究部

金融危机过后，发达租赁市场形势开始好转

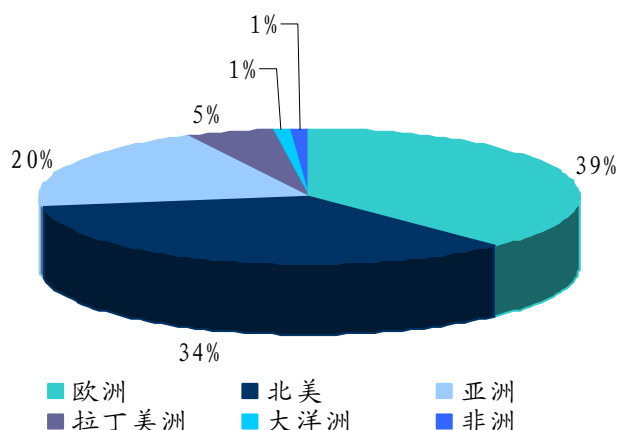
2010 年世界各地 GDP 出现增长趋势，企业融资需求也相应上升。2010 年上半年，欧洲新的租赁交易额达到了 940 亿欧元，与 2009 年同期 1010 亿欧元的交易量相比，已呈现追赶态势，其中，法国已经出现正增长。2009 年，法国以 318.4 亿美元的业务总额位居世界租赁市场第五，2010 年前两个季度，法国租赁市场交易额已超过去年同期 4.7%。

据欧洲租赁组织 Leaseurope 预测，2011 年，欧洲市场租赁业将逐步恢复并持续增长。

世界各地租赁业发展不平衡，中国租赁业成长空间大

2009 年，全球租赁业市场份额的 73% 为欧洲市场和北美市场，拉丁美洲、非洲、大洋洲的份额仅为 7% 左右。

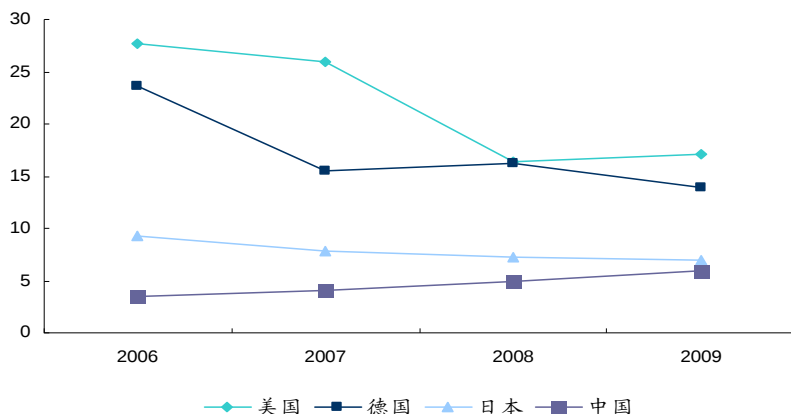
图 5：2009 年全球租赁业市场份额构成



资料来源：London Financial Group，长江证券研究部

而在全球租赁业负增长的 2009 年，中国租赁业务的年增长率为 86.7%，以业务总量 410.1 亿美元居于世界第四，仅次于美国、德国和日本。在未来较长期的信贷紧缩的环境下，企业的融资需求不断旺盛，融资渠道多元化的优势更明显，中国租赁业未来发展空间巨大。

图 6：2006 年-2009 年美国、德国、日本、中国租赁市场渗透率



资料来源：长江证券研究部

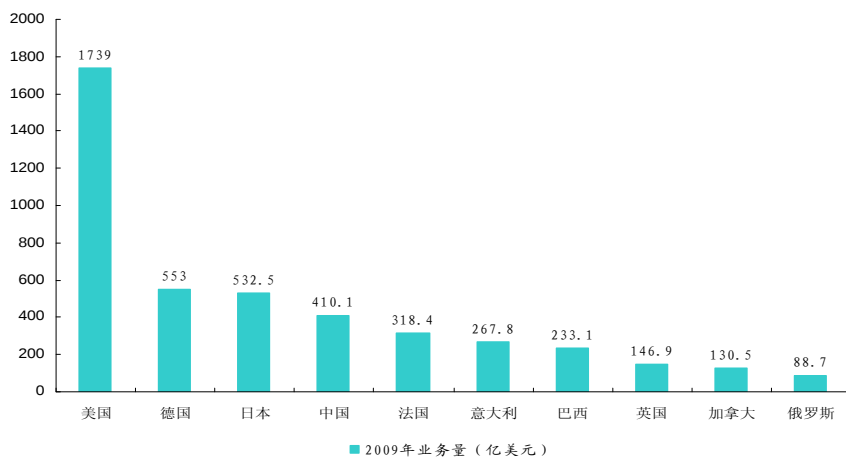
成熟租赁市场的发展概况与经验分析

美国：相对成熟的租赁业

1952 年，世界上第一家现代金融租赁公司在美国成立。作为金融租赁的起源地，在近 60 年的发展中，美国的金融租赁业在世界市场份额、市场渗透率上都保持着优势。

金融危机后，美国金融租赁业务总额虽然连续两年呈负增长，但仍在世界上保持领先地位。2009 年，全球租赁总额为 5574 亿美元，美国的份额占 31%，居于世界第一。

图 7：2009 年租赁业务总额排名前十的国家

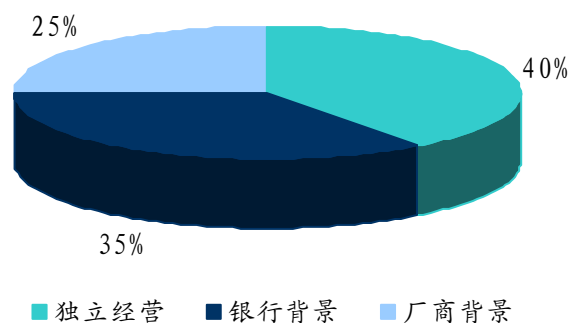


资料来源：长江证券研究部

美国租赁业竞争格局

美国的租赁公司背景呈现三分天下格局。截至 2005 年底，美国的金融租赁机构约为 3200 家，其中独立的租赁机构约占 40%，比重最大。另外，有银行背景的租赁机构占 35%，有厂商背景的租赁机构占 25%。

图 8：2005 年美国租赁公司结构



资料来源：World Leasing Yearbook，长江证券研究部

在美国，通过租赁公司实现的产品销售已经成为制造型厂商销售收入的主要来源。例如美国制造厂商中，IBM、GE、吉尼公司的租赁销售占总销售比重均大于 60%，有些制造厂商的销售额中，租赁形式销售的比重高达 80%-90%。

与其他金融机构相比，租赁公司业务类型广泛，可从事多种行业的租赁业务，有效的降低企业的固定资产投资成本和负债率。美国的租赁公司的业务类型以服务业为主导，早在 2005 年，租赁业务中服务业占比已达 50.9%，美国的服务业租赁主要是融资租赁。

表 1：2005 年美国租赁公司业务类型按行业分布情况

租赁行业	租赁业务额（百万美元）	占比（%）
服务业租赁	102,756	50.9
汽车设备租赁	41,126	20.4
其中：客车租赁	24,793	
货车、拖车和改造车租赁	4,365	
消费品租赁	23,217	11.5
其中：电子产品	3,706	
制服	788	
磁带和光盘	10,604	
其他消费品	8,119	
商业性和产业性极其设备租赁	34,614	17.2

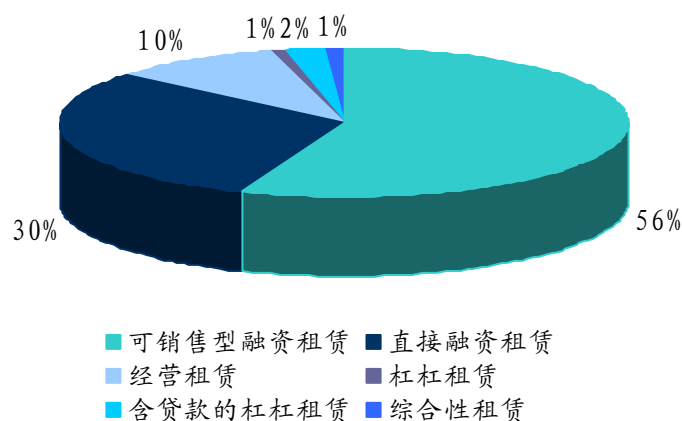
其中：建筑业、运输业、采矿业、林业机器设备	17,990
办公设备	2,642
其他商业性和产业性设备	13,982

资料来源：美国统计局，长江证券研究部

为适应客户需求的变化，租赁产品层出不穷，可创新能力强。租赁业最开始是经营性租赁，之后发展为可销售型融资租赁、融资租赁。随着租赁业的发展，租赁产品不断创新，还出现了杠杆租赁等新的租赁形式，但是传统的融资租赁和经营租赁仍占主导地位。

美国租赁业中承租产品非常丰富，其中融资租赁业务发达，直接融资租赁产品超过一半。

图 9：2005 年美国租赁业承租产品结构



资料来源：长江证券研究部

政策、市场环境完善，保障美国租赁业稳步发展

美国政府不断修改相关法律条文，以促进租赁业发展。美国没有专门的金融融资法，但是关于金融融资的规定分散在民法、商业法、税法等法律法规中，由多个法律部门分别管制。

表 2：美国租赁行业法律政策

时间	政策
1963	美国货币监管署允许银行进入金融租赁业
1970	美国国会在银行持有公司法案中规定，银行附属的金融租赁公司可以独立开展租赁业务。
1972	《资产折旧年限法》将资产进行分类，并且明确了各项资产的折旧年限。
1981	经济复苏税法进一步简化折旧年限计算方法和成本计算方法，并加大税收优惠力度。

资料来源：长江证券研究部

美国租赁业的税收环境也很宽松，1962 年就出台了投资税抵免制度，降低投资税实际税率，使出租人承租人均获益，之后还出台了加速折旧等举措，使企业通过加速折旧获得税收优惠。

表 3：美国租赁行业税收政策

年份	税法规定	意义
1962 年	投资税抵免制度规定，投资者在投资设备当年，可从企业应缴税款中扣除占投资额一定比例的税收。 《投资税扣除法》规定，出租人在投资出租设备时，可从应缴出租人直接获得税收抵免的缴税款中抵免占设备投资成本 10% 的金额。如果租赁公司采用杠杆租赁方式，出租人可以利用 20-40% 的投资获得 100% 形式间接受益。 的税收优惠。	鼓励投资
1972 年	《资产折旧年限法》明确各项资产的折旧年限	
1981 年	《经济复苏法》，实行加速成本回收制度：折旧年限小于 3 年设备投资前期，出租人的应交税的设备减税 2%，折旧年限在 3 至 5 年的设备减税 6%，折旧年限大于 5 年的设备减税 10%。	获得直接税收优惠。

资料来源：长江证券研究部

美国租赁业的风险控制机制相对完善，市场环境也有利于租赁业发展。

表 4：美国租赁业风险控制的相关制度及意义

风控途径	具体内容	意义
政府重视租赁业的风险控制	一方面，政府对租赁公司、特别是在发展中国家开展业务的租赁公司设立官方背景的“海外私人投资公司”，提供政治风险保险。另一方面，美国进出口银行对美国金融租赁公司提供综合性的出口信贷、出口担保等业务和政治、商业风险的保险。	抵御金融租赁机构开展国际业务的政治风险和商业风险，保证跨境业务的有效开展。
托拉斯信贷制度	若干出租人（共同承担风险和收益）组成托拉斯代理公司，以代理公司的名义向金融机构等投资者筹集资金用以购买设备，然后将设备租给承租人，并交给一家信托机构管理，由其负责收取租金、支付债权人本息和处理残值。	减少单一出租人风险，有利于促进租赁业向大规模设备方向（如航空租赁）发展。
发达的信用评价体系	美国拥有较完善的系统，并且有专门做信用评价的公司。出租人通过信用评价系统，可以获取承租人的个人信用和企业信用，然后再决定是否提供租赁业务。	降低信用风险
坏账政策和保证金制度	美国租赁业规定逾期三个月就算坏账，而坏账比例一般控制在 0.75% 之内。同时，出租人根据承租人的信用等级向其收取不同额度的保证金（首付）。	减少现金流风险
回购制度	在美国，80% 的租赁项目是由供应商推荐的。租赁公司与供应商都有“回购”协议。	降低运营风险

资料来源：长江证券研究部

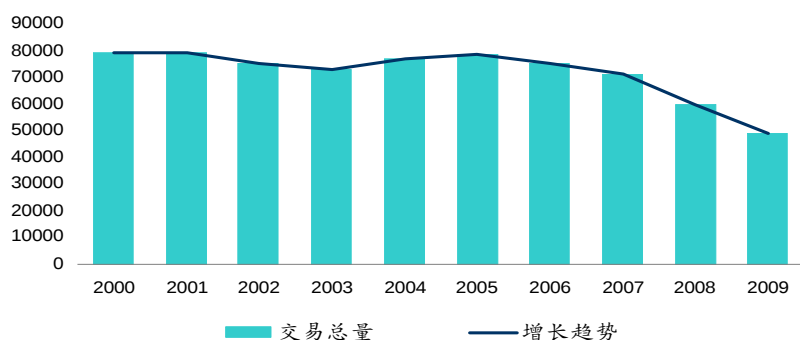
美国对租赁业的监管持开放态度，对金融租赁市场完全开放，依靠市场机制自行调节，不实施监管，没有市场准入的行政审批，也规定设立租赁公司的最低资本金。

日本：发达的设备租赁市场

日本租赁业交易总量

2007 年以前日本租赁业交易额相对稳定，2000 年至 2006 年，租赁业交易额基本保持在 7.5 万亿日元左右。2007 年到 2009 年，受金融危机的影响，日本租赁业务额呈下降趋势，但仍居世界第三位，仅次于美国和德国。

图 10：2000-2009 日本租赁业交易总量（亿日元）



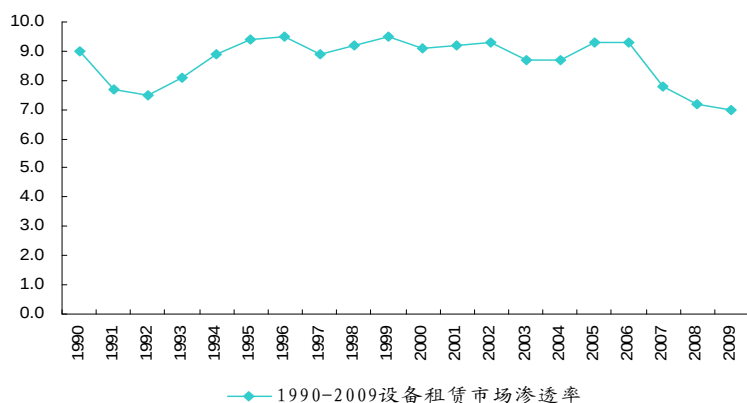
资料来源：长江证券研究部

日本设备租赁市场概况

发达的设备租赁业是日本租赁业的重要特征。受到租赁总量在金融危机中减少的影响，2007 年至 2009 年，日本的设备租赁市场渗透率也有所下降。

日本的租赁市场中，承租人以企业为主，租赁产品中信息通讯设备和计算机硬件占比大。日本租赁市场中承租人约 95% 为中小企业和大企业，政府机构以及公共部门参与度不高。日本的设备租赁市场主要产品类型包括信息与通信设备、商业与服务业、工业设备与交通设备租赁。

图 11：1990-2009 日本设备租赁市场渗透率



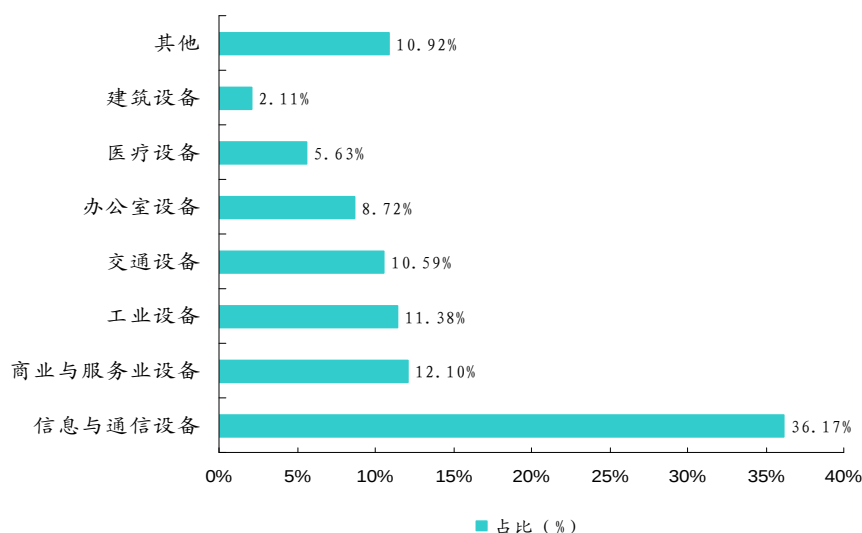
资料来源：长江证券研究部

表 5：日本租赁业承租人结构

	中小企业	大企业	政府及其他
1994年	51%	44%	5%
1995年	51.3%	43.9%	4.8%
1996年	51.5%	43.9%	4.6%
1997年	49.1%	46.8%	4.1%
1998年	46.4%	49.2%	4.4%
2004年	48.6%	46.1%	5.3%

资料来源：日本安信租赁株式会社、长江证券研究部

图 12：日本设备租赁市场结构（截至 2010 年 9 月）



资料来源：日本租赁事业协会、长江证券研究部

政策、市场环境相对完善，保障租赁业稳步发展

日本没有专门的金融租赁法，金融租赁业受《日本民法典》、《商法典》等法律的约束。

表 6：日本租赁业法律规定

时间	规定	内容
1975	《对银行系统租赁公司业务限制的通知》	规定银行背景的租赁公司，如在人事、资金等方面与母公司有关系，则不能开展金融租赁业务。
1978	《关于租赁交易的法人税和所得税问题的通知》	明确租赁范畴的界限和税务上面的处理方法，并给予税率上的优惠。
2001	《消费者合同法》	租赁公司在和承租人消费者签订租赁合同时，必须提供相关信息。

资料来源：长江证券研究部

具体而言，日本租赁业友好的政策环境包括以下四方面：

1、税收政策方面，出租人享有直接或间接的税收减免。日本于 1978 年颁布《关于租赁交易的法人税和所得税的处理》，规定金融租赁出租人享有税收减免权。1984 年制定包括租赁在内的促进新技术投资的税制，规定在第一年可将所得税收入的 30% 作为特别折旧费或免除 7% 的应缴税额。

2、采用租赁信用保险方案，保护租赁公司利益。日本于 1970 年制定《机械类租赁信用保险制度》，规定租赁公司在经营风险较大的租赁项目时，可与具有官方背景的“小商业信用保险公司”签订保险合同，若承租人无力偿还租金，则租赁公司获得由“小商业信用保险公司”提供的未付租金的 50% 作为补偿。1996 年，日本还颁布了《风险信用保险方案》，规定租赁公司若与政府批准的风险投资公司签订合同，在承租人违约时，可获得相当于未付租金 70% 的保险赔偿。

3、政府提供长期低息贷款，并直接给予租金补贴。1970 年日本实施“租赁优惠制度”，由政府长期支持的银行向租赁公司提供低息贷款，扩大资金来源。另外，日本实行“制度租赁”——作为政策性银行的日本开发银行从日本金融机构获得直接融资，再对符合产业政策的租赁公司提供设备成本 40~60% 的优惠贷款；最后，租赁公司按照产业政策需要将指定的机械设备租赁给指定企业，可获得政府的租金补贴。

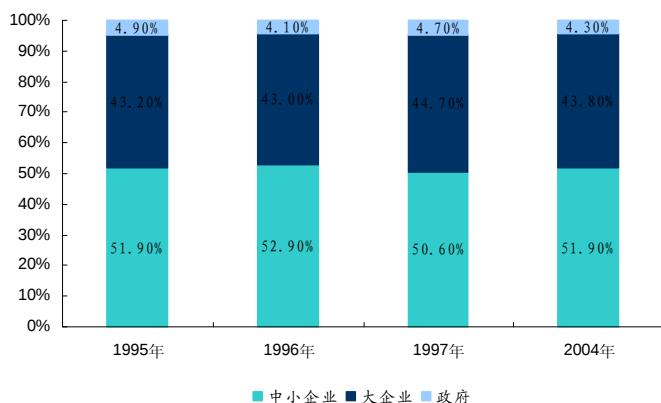
4、相对宽松的分类监管模式。日本金融租赁行业由通产省实施监管，但通产省不要求金融租赁公司提供经营或财务报告，通产省没有权利检查或审计金融租赁公司财务情况。日本银行对具有银行背景的金融租赁公司进行一定的限制，但对其他类型金融租赁业和金融租赁公司，并不实施监管。金融租赁公司也没有最低资本金的要求。

韩国：政府监管和产业结构变化影响租赁业发展

韩国金融租赁业的发展大起大落

1994 年，韩国的租赁市场规模为 100 亿美元，居世界第五位。亚洲金融危机爆发后，1998 年韩国的金融租赁市场规模缩水为 10 亿美元，之后逐步恢复，到 2009 年韩国租赁业的市场规模达到 64.4 亿美元。

图 13：韩国租赁业承租人结构



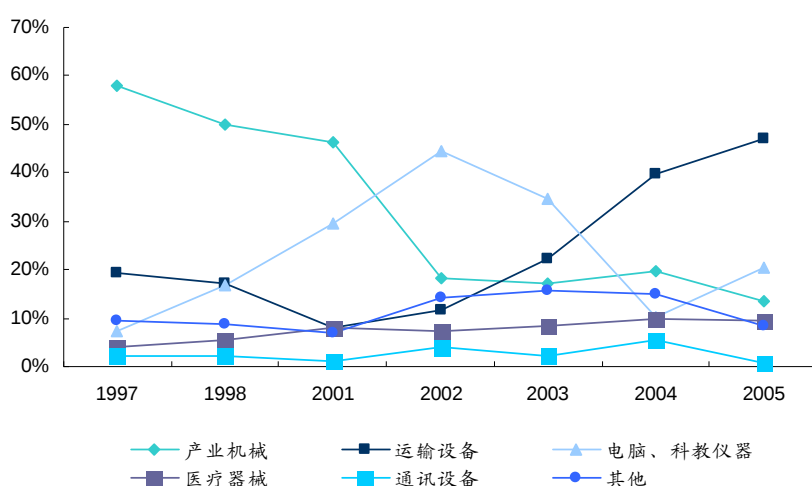
资料来源：韩国租赁协会、长江证券研究部

韩国的金融租赁市场承租人主要由中小企业和大企业构成，政府部门占比小。大企业中多制造业背景的企业，包括现代、大宇等，因而承租人中制造业的比重较大，约占 50%。

租赁标的随着产业结构调整而变化

1997 年以前，韩国的租赁标的以机械设备为主，而亚洲金融危机后，韩国制造业发展速度减慢，产业结构由制造业向服务、研发等产业转移，因而租赁市场上机械设备的比重由 1997 年的 58% 下降到 2005 年的 13.6%。同时，租赁市场上运输设备的比重由 1997 年的 19.3% 增加到 2005 年的 47.2%。

图 14：韩国租赁业行业分布



资料来源：韩国租赁协会、长江证券研究部

先严格后放开的监管模式

韩国对金融租赁的金融监管经历了由严格到宽松的过程。1973 年，韩国颁布《租赁业促进法》，实行行政许可的市场准入制度；并规定：金融租赁公司由财政部监管，财政部有权要求金融租赁公司提交经营和财务状况报告，也可以随时对公司进行检查；韩国的银行业不能直接参与金融租赁行业；金融租赁公司不能直接通过金融系统吸收公众存款。

随着金融租赁行业的迅速发展，韩国放松了对金融租赁业的监管。1998 年，韩国颁布《金融业特别信用法案》，全面取消了对金融租赁行业的严格监管，并实行登记备案的市场准入制度，金融租赁公司不再需要申请金融牌照。

爱尔兰：全球航空租赁的重要基地

爱尔兰是全球重要的航空租赁基地，世界上主要的航空租赁公司均在此设有机构。

爱尔兰对租赁业的政策非常有利于航空租赁发展：

爱尔兰的所得税率为 12.5%，低于欧洲 23.2% 的平均水平，也低于中国 25% 的所得税率。

在爱尔兰，购买航空器材分期付款不用缴纳印花税，航空租赁也没有增值税。目前，爱尔兰与 46 个国家签订了双税协定，减免对特许权使用费和利息征收的预提所得税，还有持股、红利等优惠政策。

爱尔兰政府规定飞机折旧年限统一为 8 年，且采用直线折旧法；爱尔兰的会计准则还允许飞机租赁业用业内主要货币美元交易、制作财务报表和计算应缴税，有利于航空公司和飞机租赁公司开展国际业务。

在爱尔兰，租赁业的监管环境相对宽松，并由于其开放的资本环境，吸引着全球低成本的资金集聚，是理想、便捷的交易市场。

爱尔兰政府还积极培育专业化的公司，以专业服务保障租赁业的发展，这些公司在航空租赁方面拥有专业的咨询能力，能提供税收、法律、飞机等各项专业服务。

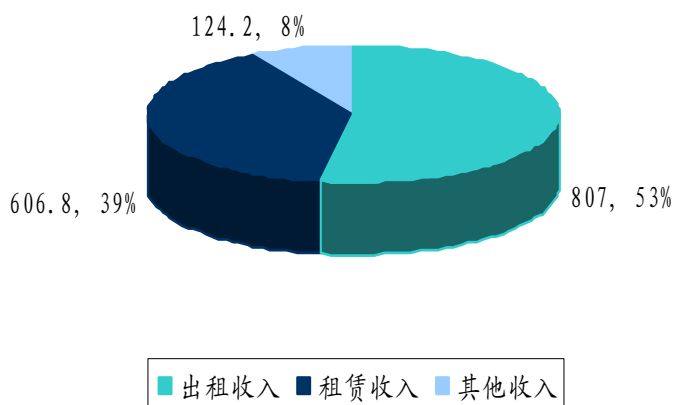
境外典型租赁公司经营模式分析

德国 Sixt: 高效率的汽车租赁巨头

SIXT AG 是德国最大的汽车租赁公司。Sixt 的业务分为两块：汽车出租和汽车租赁。2010 年，汽车租赁业务占公司总收入的 39%，业务主要包括单一的融资租赁、含全套服务的租赁、车队管理服务、车队咨询服务、汽车保养服务、以及在特殊情况下的服务组合。汽车出租业务占公司总收入的 53%，包括向公司和个人出租汽车、货车、假日用车（包括低价租赁产品 SIXTI），以及提供配有司机的高级轿车服务、接送旅客往返机场的交通车服务和销售二手汽车业务。

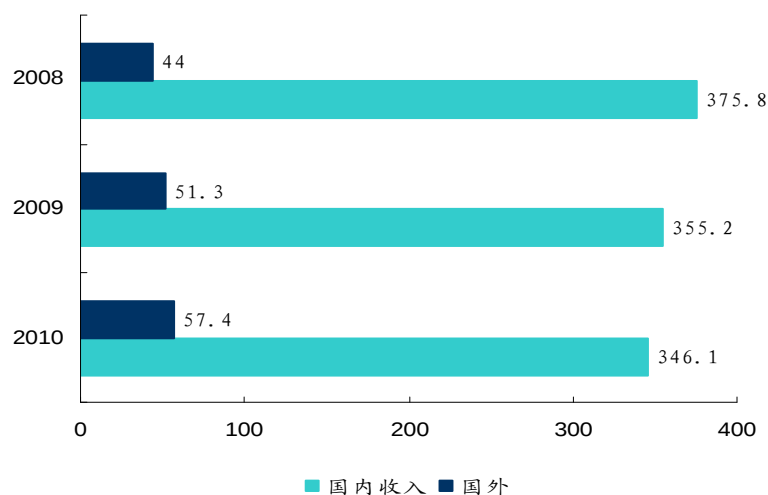
截至 2010 年 12 月 31 日，Sixt 在全球拥有 1852 个服务站点，其中，在德国拥有 510 个服务站点。2010 年，Sixt 的租赁收入（不含销售租赁车辆的收入）近 86% 来源于德国国内，国外收入也达到 14%（较 2008 的 10.5% 和 2009 年的 12.6% 稳定增长）。随着 Sixt 在德国市场的饱和以及在海外市场的扩张，国外的汽车租赁收入比重会越来越大。

图 15: 2010 年德国 Sixt 公司收入构成图



资料来源：公司年报、长江证券研究部

图 16: 2008-2010 年 Sixt 汽车租赁公司国内外收入分布图



资料来源：公司年报、长江证券研究部

表 7: 2008-2010 年 Sixt 汽车租赁公司主要财务数据 (亿欧元)

	2010	2009	2008
租赁收入	403.50	406.50	419.80
国内收入	346.1	355.2	375.8
国外	57.40	51.30	44.00
销售收入	203.30	228.30	242.00
总收入	606.80	634.80	661.80
EBIT	51.20	39.50	38.30
EBT	19.00	5.70	0.20

资料来源：公司年报、长江证券研究部

车辆定制服务和“回购”计划使公司获益

德国发达的汽车制造业为 SIXT 在车辆选择方面提供了便利。目前，SIXT 车队总价值一半以上的车系为宝马、奔驰、奥迪三大品牌的汽车。SIXT 与汽车生产商签订了定制计划，即公司根据客户需要的特定车型向厂商要求定制。大批量定制产生的规模效应，既为厂商带来了销售量，又降低了 SIXT 的购车成本和市场风险，并充分满足了客户需求。

SIXT 在购车方面与厂商签订了特有的“回购”计划：厂商向 SIXT 提供不同新车型试驾，作为新车的实验场，6 个月后，厂商再从 SIXT 回购之前的汽车。因此 SIXT 公司新车周期能较好的控制在半年左右，远高于国内几大租车公司 3-5 年的新车周期。

随着业务的发展，SIXT 对汽车的需求不断增加。2010 年 11 月，Sixt 与宝马集团签订协议，协议规定，到 2015 年，Sixt 会从宝马集团购入 10 万台车，用于补充公司在德国的车队。

荷兰埃尔凯普（AerCap）：最大的独立飞机租赁公司

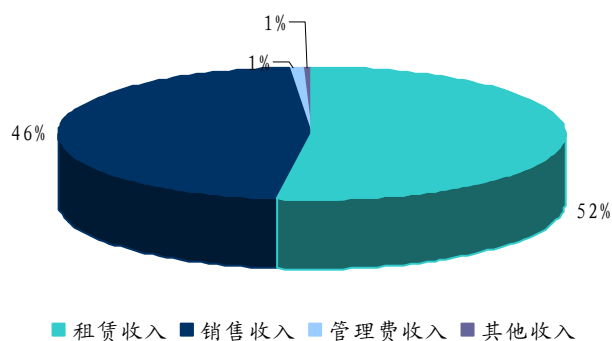
埃尔凯普公司是一家综合性的全球航空服务公司，也是全球最大的独立航空租赁公司。主要从事飞机、发动机租赁与贸易以及航空部件的销售，也提供飞机管理服务，并通过它认证的维修站点提供飞机、发动机的维护维修服务和大修服务。

埃尔凯普为航空公司主要提供经营性租赁，包括销售和回购租赁（sales and leaseback）计划，即航空公司将自有飞机卖给埃尔凯普，再由埃尔凯普租赁给该航空公司，以此盘活航空公司资产，降低负债率。

截至 2009 年 12 月 31 日，公司在航空业务中拥有 180 架飞机，其中直接管理着 45 架飞机，同时，向 37 个国家的 71 个商业航线和其他客户提供飞机租赁服务。

2010 年，飞机租赁业务占公司总收入的比重达到 52%。

图 17：荷兰埃尔凯普飞机租赁 2010 年收入构成



资料来源：公司年报、长江证券研究部

表 8：2008-2010 年荷兰埃尔凯普飞机租赁主要财务数据（百万美元）

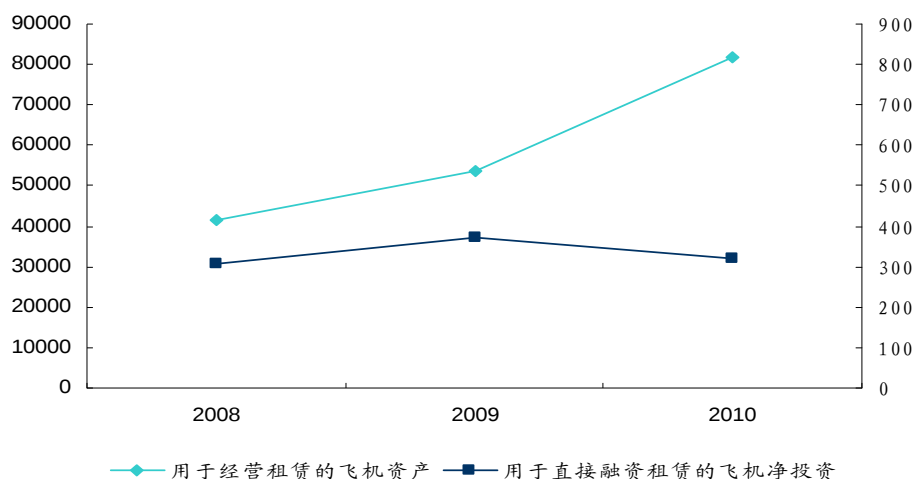
	2008	2009	2010
租赁收入	5941.52	6473.27	9601.74
销售收入	6165.54	3247.81	8500.34
管理费收入	117.49	120.74	118.15
利息收入	82.65	30.82	42.69
其他收入	41.81	57.03	75.32
净利润	1374.25	1486.86	1954.08

资料来源：公司年报、长江证券研究部

2008 年到 2010 年，埃尔凯普的净利润逐年增长。经营形势良好促使其继续扩张业务。2010 年 12 月，埃尔凯普签订了价值 3.36 亿美元的债务协议，其中，2.91 亿美元用于为十架飞机提供债务融资，0.75 亿美元用于日常公司运营。

2011 年 2 月，公司的子公司 AeroTurbine Inc. 与 Webjet Linhas Aereas S.A 签订三年独家发动机管理协议；公司还与美国航空签订四年协议，包括公司享有美国航空相关材料的独家购买权，以及在全球经营这些材料。

图 18: 2008-2010 年荷兰埃尔凯普的飞机固定资产投资规模（百万美元）



资料来源：公司年报、长江证券研究部

布局中国飞机租赁市场

2006 年底，埃尔凯普出资 25%，与中国航空器材集团公司和法国东方汇理银行航空融资公司于北京成立奇龙航空租赁公司。2009-2010 年，埃尔凯普向中国 4 家新客户交付了 9 架飞机，签署了 2 份飞机租赁协议，出售 6 架飞机。2010 年，公司估计在中国收入增长超过 10%，市场占有率超过 5%。

中国公司目前的租赁需求不仅表现在“增长性需求”方面，也体现出“替代性需求”的特征，后者与中国公司比较偏爱新飞机有关。目前，国外航空公司 35%-40% 的飞机通过租赁运营，而中国的航空公司还未到达这一比例。埃尔凯普计划通过优化机型的“节能省油”和“环保”性能，来刺激中国的“增长性需求”。

美国 IBM 租赁部门：IT 租赁促进产品销售

IBM 的 IT 租赁业务属于全球融资部，该部门为全球最大的 IT 融资租赁提供商，总资产约 360 亿美元，客户遍布 55 个国家和地区，客户的规模差异很大，既包括 90% 以上的“财富 100 强”公司，也包括员工 10 人的小公司。

IBM 全球融资部与多个制造商和供应商合作，为客户提供不同的融资租赁解决方案，包括提供灵活的付租金时间（季度、半年、每年）和租期（1 至 3 年）；使用美元、欧元或本地货币在内的各种结算货币。同时，IBM 全球融资部按照有投资级别的信用评级，为不同类型客户给予不同费率成本的资金支持。

为了吸引更多的客户选择租赁，IBM 加快了产品更新的速度，在产品的购买价格上增加利息，在客户以旧换新更换主机时，给予更低的折扣。

表 9: 2009-2010 年 IBM 公司 IT 租赁业务主要财务数据（百万美元）

	2009	2010
用于经营租赁的资产	2857	2327
对销售型和直接型融资租赁的投资	9482	9370
用于融资租赁的债务	165	111
用于经营租赁的债务	5938	5510
总债务	56822	55943

资料来源：公司年报、长江证券研究部

IBM 加大对中国租赁市场的投入

1991 年 11 月，IBM 与中国长城计算机集团成立了中外合资的 IBM 租赁公司，注册资本为 2000 万美元，IBM 占 80%，长城占 20%。2008 年，长城集团出售其 20% 的全部股权，IBM 从而获得全资租赁的优势。

IBM 租赁公司主要从事信息产品的租赁业务，包括提供 IBM 和非 IBM 品牌的产品组、回租和残值处理、提供相关资讯服务。客户主要由中国人寿浙江分公司、光明乳业、李宁体育用品有限公司、北京诺华制药、中国农业银行东莞分行等。公司在中国的主要竞争对手是惠普租赁公司。

美国通用电气（GE）：医疗器械租赁的领先者

通用电气的医疗租赁业务属于通用电子资本（GE Capital）的医疗保健金融服务部门。该部门投资 170 亿美元用于医疗保健产业，包括医院、药房、医疗器械等 30 多个方面。在医疗租赁方面，部门主要提供真实租赁（true leases）、融资租赁和经营租赁。

通用电气重视在中国的基层医疗租赁。然而，目前国内医疗租赁发展面临的问题包括融资租赁市场不够规范，维修和保养问题责任不清；医疗器械租赁管理过严；以三级甲等医院为代表的大型医疗机构，资金雄厚，偏向于自己购买设备，租赁意愿有限；而县级医院门诊人数有限等问题，租赁带来的经济效益有待考证。

但通用电气却在中国较早的开辟了医疗器械租赁市场，许多租赁公司，包括恒信金融租赁、远东租赁等，均从医疗器械租赁业务开始，逐步发展各类租赁业务。

国内租赁业及典型租赁公司发展概况

部分租赁公司经营状况比较

近年来，随着国内租赁业的快速发展，各类租赁公司在政策和市场环境的促进下纷纷成立，早年成立的租赁公司也得到更好的发展。据社科院金融研究所的统计，截至 2010 年底，中国租赁业机构已经发展到近 200 家。

国内的租赁公司可分为三种类型：一是以工银租赁为代表的由银监会监管的金融租赁公司，截至目前，银监会审批的金融租赁公司累计已达 17 家；二是由商务部外资司监管的外商投资租赁公司，已累计批注 130 多家；三是由商务部市场体系建设司与国家税务总局共同监管的内资融资租赁试点企业，共计 45 家。

随着租赁公司的增加，以及对银行以外融资需求的增长，中国的融资租赁交易额大幅攀升，

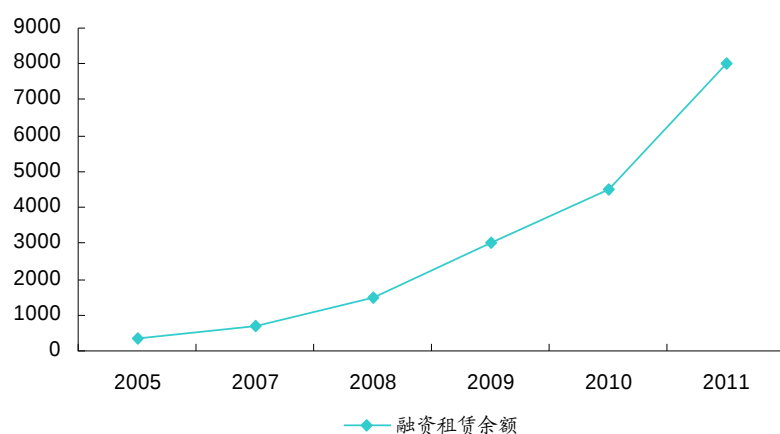
从 2005 年的 323 亿元迅速扩张至 2010 年的 4500 亿元，预计 2011 年中国的融资租赁规模可达 6600-8000 亿元。

表 10：国内部分租赁公司概况

注册资本	注册地点	注册时间	性质	监管机构
工银金融租赁有 50 亿元 限公司	天津	2007	金融租赁	银监会
华融金融租赁股 25 亿元 份有限公司	杭州	1984	金融租赁	银监会
远东国际租赁有 2.77 亿美元 限公司	沈阳（2001 年迁 1991 至上海）	1991	外资租赁	商务部外资司
中航国际租赁有 10.5 亿元 限公司	上海	1993	内资租赁	商务部市场建 设司
渤海租赁有限公 62.61 亿元 司	天津	2008	内资租赁	商务部市场建 设司

资料来源：长江证券研究部

图 19：2005 年至今中国融资租赁余额变动（单位：亿元）



资料来源：社科院金融研究所，长江证券研究部

在信贷紧缩大环境下，企业多元融资的需求推动租赁资产规模急剧扩大，租赁公司的股东回报率也不断提高。根据社科院金融研究所统计，2010 年银行系租赁公司股东回报率约 6%，非银行系租赁公司约 15%；此外，2010 年国银、工银、民生、招银等 6 家银行系租赁公司净利润为 24.58 亿元，较 2009 年同比增幅达 115.24%。而部分公司 2011 上半年再度实现了成倍增长。

表 11：2010 年金融系租赁公司资产及业绩增幅

	总资产			净利润		
	2009	2010	同比增长	2009	2010	同比增长
国银租赁	362	588	62.34%	4.3	7.04	63.72%
工银租赁	331	559	68.97%	1.82	5.8	218.68%
民生租赁	236	415	75.77%	1.61	4.95	207.45%
招银租赁	102	225	119.94%	0.9	2.66	195.56%

交银租赁	149	300	101.00%	1.55	2.43	56.77%
建信租赁	82	243	196.68%	1.24	1.7	37.10%
光大租赁	N/A	42	N/A	N/A	0.3	N/A
农银租赁	N/A	20	N/A	N/A	0.2	N/A

资料来源：长江证券研究部

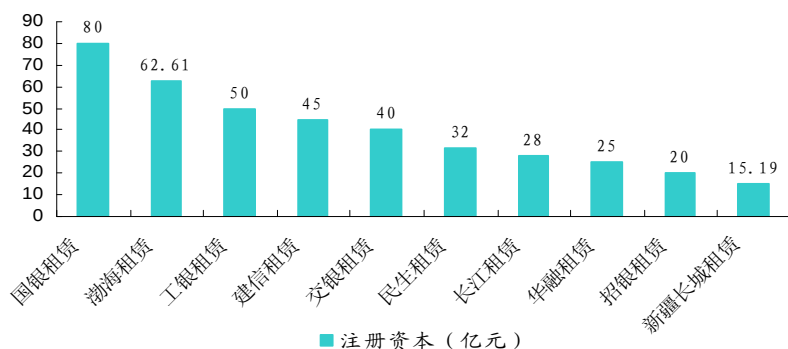
工银金融租赁有限公司

资金充沛，集中于大型项目

工银租赁以经营飞机、船舶、大型设备租赁和基础设施类租赁项目为主，这些业务均需要强大的资金支持。2009 年 9 月，工行向其增资 30 亿元后，工银租赁的注册资本增加为 50 亿元，位居行业第三。2010 年底，工银租赁的总资产高达 559 亿元，净资产为 59.7 亿元。

除了工行的资金支持，工银租赁也通过多渠道扩充资金。工银租赁不断加强与银行的合作，获得授信金额已超过 1000 亿元。另外，工银租赁争取天津市政府和外汇管理局的政策，已获得 2500 万美元的短期外债额度。

图 20：注册资本排名前十的租赁公司



资料来源：长江证券研究部

2010 年底，工银租赁拥有飞机 62 架、船舶 140 艘，在全国金融租赁市场上占有举足轻重的地位。资本金的不断扩充为工银租赁经营大型航空、航运和设备租赁提供了良好的保障。

背靠工行，资源丰富

工银租赁主要提供航空、航运、设备租赁业务，而作为最大的飞机、船舶、设备融资银行，工行在这些领域拥有广泛的客户资源、经营经验和市场信誉。近年来，工银租赁依托工行的客户资源和已有基础，利用与工行的协同效应发展业务，已取得很大成效。

2010 年底，工银租赁的净利润为 5.8 亿元，比 2009 年增长了 218.7%，行业占比 17.3%。公司的资产规模和营业收入行业占比则分别为 17.7%和 18.1%。

表 12：2008 年-2010 年工银租赁主要财务数据

	2008	2009	2010
总资产（亿元）	116.48	330.82	559
净资产（亿元）	22.05	53.88	59.7
净利润（亿元）	2.08	1.82	5.8

资料来源：公司年报、长江证券研究部

产品类型和服务内容不断创新

目前，工银租赁已有新购设备融资租赁、融资型售后回租赁等十余种租赁产品和租金转让、投资基金、投资资产证券化、资产交易、资产管理等金融与产业服务。除了已有的产品和服务，工银租赁还不断在融资渠道、产品和服务方面创新，以保持其行业竞争优势。

表 13：工银租赁的产品、服务创新

领域	内容
融资方式	推进金融债发行工作，并有意尝试租赁资产证券化
航空租赁	天津航空飞机租赁合作项目：国内第一家拥有飞机所有权的商业银行 英国航空飞机租赁项目：国内第一家境外经营性租赁的租赁公司 南方航空飞机租赁项目：国内保税租赁模式和“中国 SPV”模式
航运租赁	与 SEASpan 和中远集运合作全球最大的集装箱运输船租赁项目；创立跨境租赁业务新模式
大型设备租赁	城市交通等基础设施领域开展金融租赁业务合作：国内首家用租赁为交通项目融资的金融租赁公司

资料来源：长江证券研究部

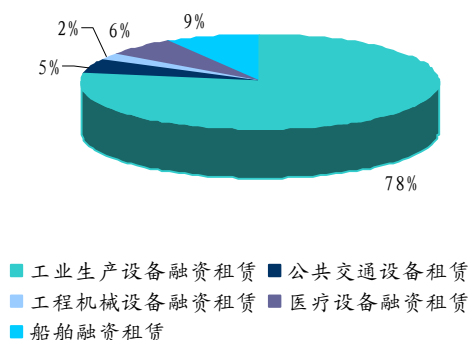
华融金融租赁有限公司

历史较长，投资范围广泛

华融租赁的前身为浙江金融租赁公司，于 1984 年在杭州成立，从事租赁业务历史相对较长。华融租赁的经营业务广泛，主要包括工业生产设备融资租赁、公共交通设备租赁、工程机械设备融资租赁、环保设施融资租赁、医疗设备融资租赁、船舶融资租赁等。在投资结构中，工业生产设备租赁总金额超过 360 亿元，占比最大。

广泛的投资范围和立足中小企业、发展国有大型企业和上市公司的业务方向，使华融租赁在成立后找到了适合的定位，发展迅速。2010 年，华融租赁营业收入为 10 亿元，增长 29%；净利润达到 4.46 亿元，同比增长 44.3%；不良资产率仅为 0.91%。

图 21：华融租赁主要业务租赁金额占比（环保设施融资租赁除外）



资料来源：长江证券研究部

发行债券，拓展融资渠道

2009 年，政策允许国内金融租赁公司发行金融债券。2010 年 5 月，华融租赁成为中国第一家发行金融债的租赁公司，分别发行了 5 亿元、利率为 3.86% 的 3 年期债券，以及 5 亿元、利率为 4.6% 的 5 年期债券。目前，华融租赁计划再次发行规模为 10 亿元的金融债券。随着融资渠道的拓展带来的融资增加，华融租赁开展各项多元化租赁业务有了资金保障。

2010 年，华融租赁全年租赁投放额为 208 亿元，同比增长 42%；年末资产总额达到 302 亿元，同比增长 40%。

远东宏信有限公司

在香港上市的首家内地金融租赁公司

1991 年，远东租赁在沈阳成立，从事融资租赁业务。2001 年，公司南迁上海，进一步拓展业务范围。到 2009 年，远东租赁引入 KKR、GIC 和中金公司作为股东，推动公司业务的快速发展。2011 年 3 月 30 日，远东宏信有限公司在香港联合交易所主板上市，成为在港交所上市交易的首家内地金融租赁公司。

表 14：2008 年-2010 年远东宏信主要财务数据

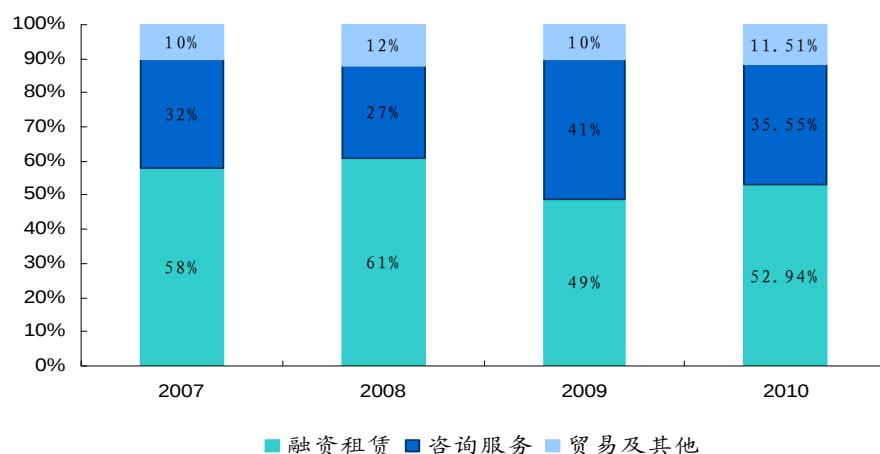
	2008	2009	2010
营业收入（亿美元）	1.55	2.11	3.27
税前溢利（亿美元）	0.63	0.89	1.33
盈利（亿美元）	0.5	0.69	1.04
总资产（亿美元）	14.05	20.84	38.24
ROA	3.58	3.31	2.71

资料来源：公司年报、长江证券研究部

收入结构多元化

远东宏信的业务主要集中在医疗、印刷、航运、建设、工业装备、教育、信息网络等领域。公司融资租赁的利息收入占总收入的 50%，还有约 50% 来自于咨询服务、贸易等。

图 22：远东宏信业务收入结构



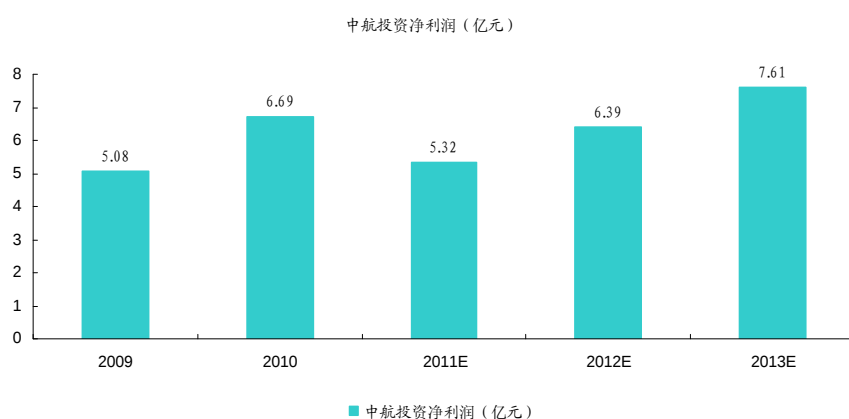
资料来源：公司年报、长江证券研究部

中航国际租赁有限公司

航空背景为依托

中航租赁由中航投资控股 52.5%，属于中航工业的一部分。中航租赁以中航工业的航空背景为依托，成为国内唯一一家具有航空背景的租赁公司。目前，中航租赁的主要业务范围包括飞机租赁、船舶租赁和大型设备租赁。2010 年，中航投资的营业收入为 15.38 亿元，资本净额为 66.48 亿元，净利润达到 6.69 亿元，较 2009 年增长 31.6%。

图 23：2009 年-2013 年中航投资净利润



资料来源：长江证券研究部

中航租赁作为中航投资的子公司，是其重要利润来源之一。2010 年末，中航租赁的总资产为 83 亿元，净资产为 10 亿元，分别较 2009 年末增长了 73.9%和 10.9%；2010 年实现营业收入 5.29 亿元，净利润 1.28 亿元，分别较 2009 年增长了 100.7%和 151.2%。

2011 年，中航租赁的注册资本已增资至 15 亿元。

借 ST 北亚上市

ST 北亚即将采用“资产置换+定向发行”的方式，置入包括中航租赁在内的中航投资 100% 股份，其资产评估为 66.49 亿元。交易完成后，中航工业将持有北亚集团 51.09% 的股份。中航投资借 ST 北亚上市，可为旗下的中航租赁拓展融资渠道。上市后的中航投资不仅将成为租赁影子股，而且也由于旗下拥有财务公司、租赁、证券、信托、期货等资产，成为标准的多元金融股。

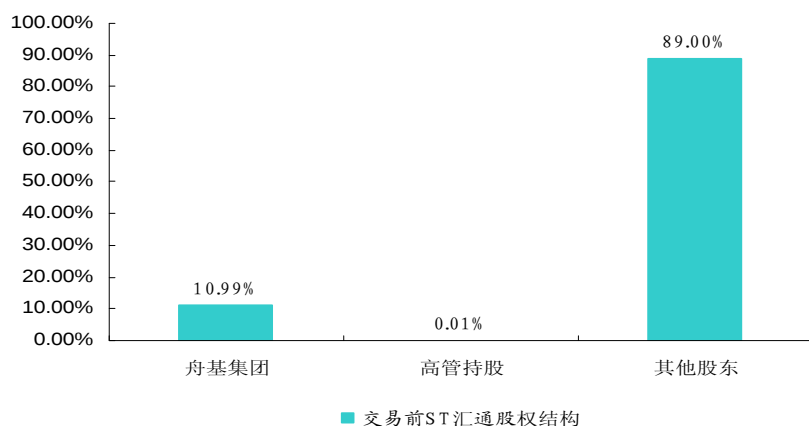
渤海租赁：借道 ST 汇通上市

渤海租赁于 2007 年在天津成立，业务范围广泛，包括设备租赁、租赁咨询、租赁行业投资等。渤海租赁的第一大股东为海航实业，控股比例约 67.15%。

ST 汇通的重组计划采用“资产置换+非公开发行”方式，将渤海租赁资产注入上市公司。重组前，汇通集团经评估后的净资产为 4.26 亿元，渤海租赁净资产估值为 65.11 亿元，其中海航实业持股 67.15%，其持股价值为 43.72 亿元。

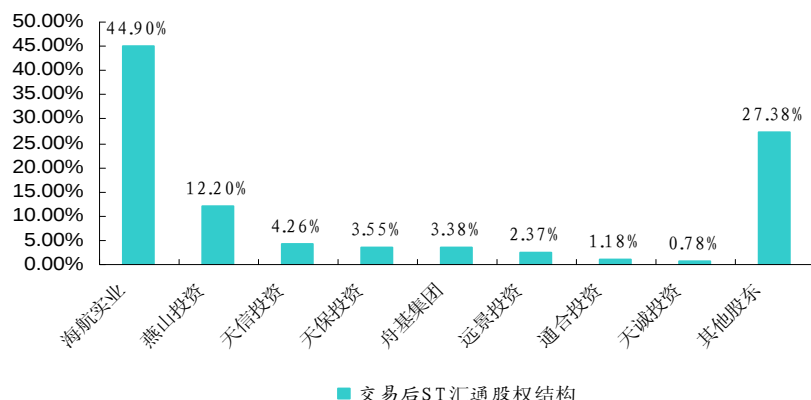
重组完成后，海航实业成为上市公司第一大股东，持股比例为 44.90%，且海航实业与其一致行动人天信投资、燕山投资和天成投资合计持股 62.14%；上市公司原第一大股东舟基集团持股比例降为 3.38%。

图 24：交易前 ST 汇通股权结构图



资料来源：长江证券研究部

图 25：交易后 ST 汇通股权结构图



资料来源：长江证券研究部

2009 年，渤海租赁的营业收入为 1.54 亿元，净利润为 1.02 亿元。预计 2011 年公司净利润有望超过 4 亿元。

投资策略与风险提示

投资策略

比较分析境外发达市场中租赁业的发展历程，我们认为国内租赁业面临着快速发展的机遇，将成为金融业的新秀，原因是：

- 1、未来较长阶段信贷环境都难以回到过去几年较宽松的状态，而居民理财意识的提升、储蓄分流等因素，推高了资金成本，且政府投资占用信贷的比重上升，企业必须积极开辟多元融资渠道；
- 2、租赁融资具有期限较长（3 至 5 年），利率相对略低（低于信托融资和民间借贷利率），融资规模可大可小的优点，适合多数企业发展的资金需求；
- 3、售后回租等融资租赁模式，能够有效盘活企业的存量资产，或降低购置新设备的门槛，以这种方式融资，不会提高负债率。

而租赁业与信托业相比，政策环境更为宽松，并且能在优化产业结构、促进产业升级中发挥良好的作用，因此行业增长更具有持续性。

目前，我们仍看好即将更名的 ST 汇通（渤海租赁）的表现。

风险提示

当然，租赁业的发展也面临一些问题，租赁股也具有一定的投资风险：

- 1、境外租赁公司自身的融资渠道是瓶颈。除银行系租赁公司外，其余的租赁公司多数依靠自有资本融资，或在开展项目中通过银行贷款进行融资，这类融资方式资金成本很高，而且受制于利率的波动，制约了租赁公司的盈利空间。境外租赁公司的融资渠道较为广阔，能在同业市场中获得非常低廉的资金来源。

2、税收优惠等促进行业发展的政策有待落实。售后回租等融资租赁业务开展过程中容易产生双重税收等问题，相关的税收减免和优惠政策虽然逐步明晰，但很多地区并没有统一的发文，往往制约了业务的发展。同时，多头监管的模式下，促进行业发展的政策也不多。

3、竞争可能加剧。随着境外租赁公司业务的恢复，许多国际租赁巨头已将中国市场作为重要的收入增长点，境内的外资租赁公司、银行系租赁公司也纷纷增资扩股、扩充人员大力发展各类租赁业务，行业竞争加剧的趋势出现。

4、目前租赁股仅 ST 汇通一支，未来中航投资借壳上市后，也成为新的投资标的，虽然不排除其他租赁公司也有上市计划，但目前 A 股市场中的投资标的较少，并且相关个股都有重组计划，具有一定的投资不确定性。

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 7 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。