

(报告出品方/分析师：东方证券研究所 齐晟)

租赁行业分为金融租赁公司（简称“金租”）和融资租赁公司（简称“商租”），根据股东背景及经营业务的不同，商租又可以分为三类：一是第三方租赁公司，二是地方平台系租赁公司，三是厂商系租赁公司。

图 1：租赁行业分类



商租公司受股东背景、资本实力、展业风格等因素影响，各类别、各公司间存在较大差异；加之在疫情、强监管、去政信的加压环境下，商租公司面临资产弱化、业务转型的阵痛，公司间资质分化加剧。而商租公司作为债券市场重要发行机构之一，其信用债、ABS 发行及存量规模较高，因此本文重点聚焦商租板块，分析三类商租公司的主体资质及存续债券情况。

本文选取了存续债券规模较高的 51 家样本商租公司，其中包含 10 家第三方系租赁公司、10 家地方平台系租赁公司和 31 家厂商系租赁公司；梳理样本公司资本实力、展业布局、融资能力等指标，以供投资者辨识主体资质；测算主体存续债券估值及利差变化、股东担保债利差以及 ABS 品种利差，挖掘潜在可配置机会。

图 2：样本租赁公司前额及资本实力详情

名称	注册地	性质	成立时间	第一大股东	注册资本 (亿元)	实收资本 (亿元)	总资产 (亿元)	名称	注册地	性质	成立时间	第一大股东	注册资本 (亿元)	实收资本 (亿元)	总资产 (亿元)
平安租赁	广东	央企	20060827	中国平安保险(集团)股份有限公司	69	64.6	260.6	招商租赁	广东	央企	20140329	招商局资本控股有限责任公司	51	50	222
华融租赁	广东	央企	20150827	浙江兴业银行融资租赁有限公司	54	51.6	207.1	工银租赁	广东	央企	20100212	工银国际融资租赁有限公司	55	50	274
云泰租赁	浙江	央企	19940827	中国东方航空集团有限公司	300	276	200.6	国机租赁	广东	央企	20110902	国机融资租赁有限公司	100	90	280
国机租赁	广东	央企	20110902	国机集团	11	10.4	10.4	国机租赁	广东	央企	20150208	国机融资租赁有限公司	23	23	98.1
中航租赁	广东	央企	19811101	中航工业航空融资租赁有限公司	49	45.6	112.2	国机租赁	广东	地方国资	19930420	上海汽车集团融资租赁有限公司	100	27	231
国机租赁	浙江	央企	20141128	国机集团	71	70.7	40.4	光大租赁	广东	央企	20121128	中国光大集团融资租赁有限公司	40	25	214
国机租赁	广东	央企	20140213	国机集团	41	36	31.9	国机租赁	广东	央企	20160722	国机融资租赁有限公司	10	24	10.6
国机租赁	广东	央企	20140212	国机集团	75	35	14.1	中广租赁	广东	央企	20131006	中广核实业融资租赁有限公司	41	23	271
国机租赁	浙江	央企	20140212	国机集团	30	22	110.2	中广租赁	广东	央企	20111210	中广核实业融资租赁有限公司	49	23	171
国机租赁	地方平台	地方国资	20120203	浙江浙商建设融资租赁有限公司	70	70	109.5	国机租赁	浙江	央企	20131127	国机融资租赁有限公司	78	26	129
中航租赁	广东	地方国资	20140420	中航工业航空融资租赁有限公司	11	11	11.1	国机租赁	地方平台	地方国资	20111214	国机融资租赁有限公司	11	10	21.5
中航租赁	广东	央企	20101218	中国东方航空集团有限公司	300	30	22.1	国机租赁	广东	央企	20060206	国机融资租赁有限公司	42	20	112
中航租赁	广东	央企	20030529	中国东方航空集团有限公司	41	35	43.2	国机租赁	广东	地方国资	20070813	国机融资租赁有限公司	100	20	144
国机租赁	广东	央企	19941127	国机集团	100	92	20.6	上海融资租赁	广东	央企	20150331	上海融资租赁有限公司	25	19	14.8
国机租赁	浙江	央企	20141128	国机集团	40	30	43.6	国机租赁	地方平台	地方国资	20140611	国机融资租赁有限公司	100	13	10.1
中航租赁	广东	央企	20140208	中航工业航空融资租赁有限公司	45	40	19.7	中航租赁	广东	地方国资	20120423	中航融资租赁有限公司	100	12	10.6
国机租赁	地方平台	地方国资	20171021	国机集团	42	30	20.3	一汽租赁	广东	央企	20181127	一汽融资租赁有限公司	21	13	22
一汽租赁	广东	央企	20160222	一汽集团	100	49	13.1	国机租赁	地方平台	地方国资	20170711	国机融资租赁有限公司	40	10	14
国机租赁	广东	央企	20140416	国机集团	20	17	47.6	国机租赁	地方平台	地方国资	20170711	国机融资租赁有限公司	40	10	14
国机租赁	广东	央企	20130829	国机集团	11	10	11.2	中航租赁	浙江	地方国资	20151217	中航融资租赁有限公司	40	11	10
国机租赁	浙江	央企	19980218	国机集团	15	15	14.5	国机租赁	地方平台	地方国资	20170823	国机融资租赁有限公司	100	11	10
国机租赁	浙江	央企	20110218	国机集团	11	11	20.1	国机租赁	地方平台	地方国资	20170823	国机融资租赁有限公司	100	11	10
国机租赁	广东	央企	20141222	国机集团	49	32	20.1	国机租赁	地方平台	地方国资	20120208	国机融资租赁有限公司	100	11	10

### (1) 成立时间

样本公司中环球租赁、中建投租赁、远东租赁、安吉租赁和中航租赁 5 家公司成立时间早于 2000 年；弘创租赁、吴都租赁等 11 家公司成立时间则晚于 2015

年。

对于运营时间偏短的公司我们更关注其展业模式、风控体系的成熟度以及后续风险暴露情况。

### (2) 股东支持

集团可以为租赁公司带来稳定的客源和业务资源支持，尤其是对于厂商系或地方平台系公司；其次，可提供直接的资金支持，提升租赁公司的资本实力和市场认可度。如：2021 年 4 月 20 日，通用环球医疗集团公告拟对环球租赁增资 1.5 亿美元，环球租赁注册资本由 8.19 亿美元增至 9.69 亿美元；随之，环球租赁境内债平均信用利差显著收窄，4 月 26 日信用利差较 4 月 14 日收窄 29bp（同期非银金融信用利差整体走阔 1bp）。

集团也可通过关联方借款、债券担保等方式帮助租赁公司获得长周期或低成本融资。以青岛城乡租赁为例，2020 年至今共发行过 10 只债券，其中有 4 只由青岛城投担保，发行期限以 5 年为主，其余 6 只独立发行的债券则以超短融为主；由集团担保的债券发行成本可下降超 200bp。

### (3) 资本实力

样本公司中 6 家公司注册资本在 100 亿以上（含），3 家第三方系租赁公司平安租赁、远东租赁和国新租赁；3 家厂商系租赁公司，芯鑫租赁、国网租赁和中航租赁；除芯鑫租赁和国新租赁外，其余 4 家总资产规模也在千亿级以上。有 8 家公司注册资本较低，在 10 亿元以下（含），除 2 家民营企业外，其余均为地方国有企业，且以地方平台系租赁公司为主。

租赁公司资本实力对其展业空间、业务拓展及抗风险能力有着重要影响。2021 年多家股东为租赁公司增资，除提升资本实力外，也为满足监管指标需求。2021 年 4 月，徐工租赁增资 7 亿元至 20 亿元，杠杆倍数由 10.31 降至 5.99 倍，已低于监管要求（8 倍）。根据可获数据显示，有 2 家汽车系租赁公司杠杆倍数仍超过监管要求，后续面临调整压力；另有 3 家公司杠杆倍数超过 7 倍，接近监管红线。

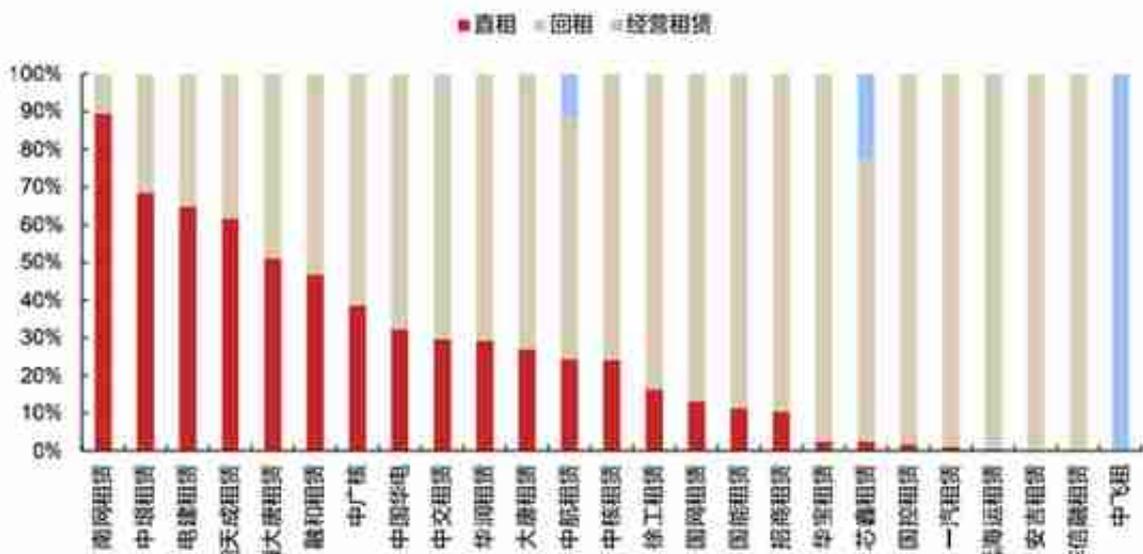
## 1.2 业务布局

### 1.2.1 租赁模式

我国融资租赁行业“融资”属性大于“融物”功能。大部分租赁公司售后回租占比远高于直租，回租比例高达90%以上的主要为第三方、地方平台系、汽车或医疗系厂商租赁。而能源电力系厂商租赁直租比例较高，直租比例普遍在30%以上；其中，南网租赁、电建租赁、华能天成租赁等直租比例在60%以上。厂商系租赁公司集团内部有相关设备制造商，具有供应便利和议价能力；同时，拥有产业链上稳定的客户资源和对行业专业的判断力，在直租模式上更具优势。近年来，监管强调租赁行业回归本源，加强直租业务布局，直租业务规模有所扩大，但整体增幅较小。

相对于融资租赁业务，航空领域租赁公司则拥有较高比例的经营租赁业务；其中，中飞租99%为经营租赁，仅1架飞机为融资租赁，因此公司不受融资租赁监管条例限制。同时，我们也关注到，芯鑫租赁经营租赁业务占比也处于行业前列，占比约23%，主要集中在集成电路行业。

图 5：厂商系租赁公司租赁模式构成



### 1.2.2 行业布局

### ( 1 ) 第三方租赁公司

第三方租赁公司的行业布局一般多元化，涉及医疗、汽车、公用事业、文旅、能源等多个行业。从集中度来看，狮桥单一行业集中最高（98.03%），专注于商用车领域；平安租赁和中关村科技租赁集中度相对较低，前三大行业集中度在 70%以下。

#### 部分第三方租赁近

年加大了对公用事业、基础设施类板块的投放，且相关板块占比显著提升，如环球租赁公用事业板块占比从 2018 年 7.35%提升至 2021 年 6 月的 56.80%，同核心业务医疗板块各占半壁江山。样本公司中，环球租赁和远东租赁公用事业类板块占比较高，均超过 50%；诚泰租赁、中建投租赁和海通恒信次之，占比在 20%以上。

公用事业类项目承租方主要为地方城投公司或建筑类国企，政策敏感性较高。在政策宽松时，可平衡安全性和收益水平；

但随着

对政府隐性债

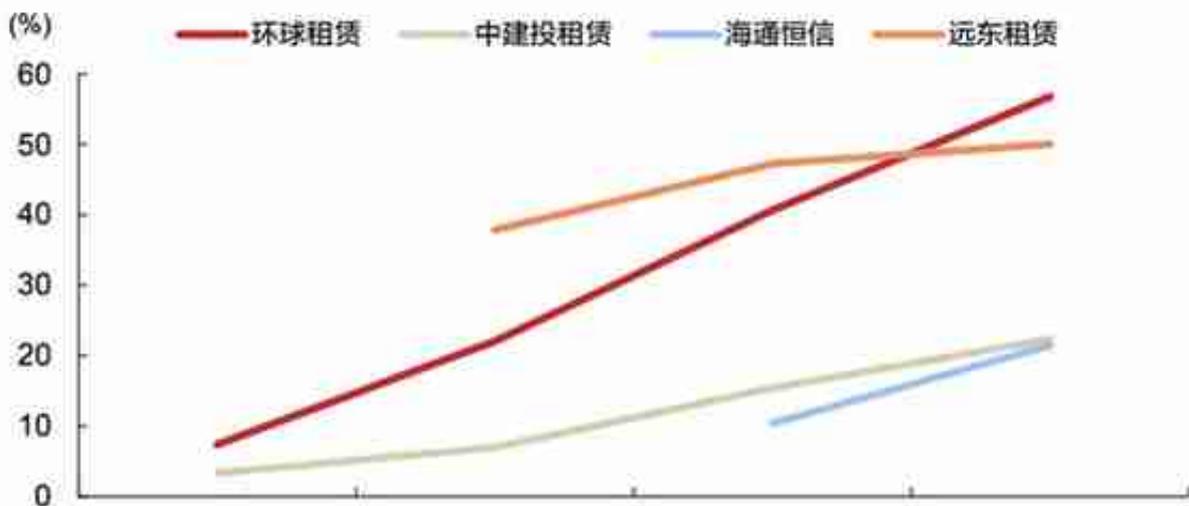
务风险的监管趋严，平台类

业务开展面临一定不确定性

。部分第三方租赁公司在较高融资成本和激进的展业模式驱动下，或下沉弱区域博取收益；

因此平台业务集中度高，下沉区域资质弱等在信用收紧时或加剧租赁资产恶化。

图 7：部分第三方租赁公司加大公共事业类板块投放



### ( 2 ) 地方平台系租赁公司

地方平台系租赁公

司的资产投放一般同当地城投业务息

息相关，

主要集中在公用事业、基础设施建设等政信类板块。青岛城乡租赁、杭州金投等该板块占比均超

80%，行业集中度较高。

政信业务占比较高的租赁公司在政策趋严下，或面临资产质量下滑和业务转型的双重压力。

一方面，监管部门加大对金租公司租赁物限制，称“不得将道路、桥梁等涉嫌新增地方政府隐性债务以及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物”，压降构筑物比例和规模，倒逼金

租公司转型。

目前商租公司监管口径日益向金租公司靠拢，未来地方平台系租赁公司或面临较大“去平台化”转型压力

。而且，河

北、江苏、山东等多省

份发布融资租赁公司管理细则，提到

“不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款等”，加之不少地方提出压降高成本的融资以及银保监15号文影响

，租赁公司政信类业务的客户群体面临缩减。如重庆银海租赁2021年公司整体业务投放节奏放缓，前三季度实际投放金额仅 4.25 亿元，截止 2021 年 9 月末，应收融资租赁款净额较年初减少 8.9%。

另一方面，出于信息透明度、市场影响力、违约成本等多重因素考虑，城投平台对租赁债权的偿付意愿排序在债券、银行借款之后，在渠道融资政策收紧时，不少弱区域已陆续爆出融资租赁等非标违约事件。

因此

，政信类

业务占比高、区域

下沉大的租赁公司未来资产质量或持续承压。

此外，随着尾部房企

风险的暴露，我们也关注到部分租赁公司

地产、建筑行业也具有一定比例的投放，后续可关注此类风险行业资产表现情况。

图 9：部分厂商系租赁公司行业布局（%）

公司名称	第一大行业	第二大行业	第三大行业	前三大行业集中度
中远海运租赁	公共服务(32.85)	建设(17.83)	工信(14.59)	65.27
中交租赁	基础设施(56.51)	投资(12.86)	公用事业(6.81)	76.18
芯鑫租赁	集成电路及半导体(62.40)	轨道交通(19.18)	电力能源(2.24)	83.82
三一租赁	工程机械(100)			100
中垠租赁	采矿(51.32)	制造业(23.59)	租赁和商贸服务(15.49)	90.4
华宝租赁	公用事业(75.35)	能源建设(11.76)	文化旅游(7.22)	94.33
弘创融资租赁		能源、交通物流、建筑建造、工业制造		
中飞租	航空			
南航租赁	航空			
中航租赁	航空(31.87)	公用事业(30.14)	设备租赁(27.24)	89.25
招商租赁	交通(41.62)	城市基础设施建设(35.84)	现代服务(14.91)	92.37
徐工租赁	工程机械(100)			100
华能天成租赁	风电(60.07)	光伏发电(22.23)	水电(17.07)	100
国网租赁	能源(94.42)	医疗(1.08)	建筑(0.28)	95.78
大唐租赁	风电(28.86)	火电(25.40)	太阳能发电(18.95)	73.21
中国华电	风电(28.21)	水电(14.37)	煤炭(13.08)	55.66
华润租赁	能源环保(54.19)	公用事业(29.41)	医疗健康(5.68)	89.28
中广核	绿色能源(48.65)	绿色民生(20.11)	绿色交通与制造(10.68)	79.43
中核租赁	新能源(90.8)	核产业链(2.40)	核电(1.15)	94.35
三峡租赁	风电(78.01)	光伏(19.99)	水电(1.99)	100
上海大唐租赁	风电(42.17)	光伏(24.51)	火电(16.05)	82.73
国能租赁	火电(49.18)	风电(16.65)	热电(16.03)	81.86
南网租赁	能源电力(99.66)			99.66
电建租赁	电力热力燃气(69.79)	房地产(16.94)	建筑(6.68)	93.41
融和租赁	能源电力(71.96)	信息通讯(6.87)	城市能源(6.24)	85.07
安吉租赁	汽车租赁(100)			100
智慧租赁	汽车租赁(100)			100

### 1.2.3 地域分布

第三方租赁公司通常全国展业，地域布局分散；厂商系租赁公司则主要分布于产业资源优势区，

对于集团内业务占比较高的公司，其集团业务布局很大程度影响租赁公司投放区域，如兖州煤业下属中垠租赁在山东区域占比高达 71%。

地方平台系租赁公司则主要服务于当地城投平台，地域集中度普遍较高，像吴都租赁、湖北省租赁、顺泰租赁本省投放占比均超 80%

。但越秀租赁和青岛城乡租赁，第一大展业区域都不是本省：越秀租赁主要系设立了多个分公司，可以在全国范围内展业；青岛城乡租赁主要系近年来加大了对江苏地区项目的投放。除深耕本省外，地方平台公司也进行省外业务拓展，主要跨省投放到江苏、浙江、广东等，但也有部分租赁公司下沉涉足弱资质区域，需关注弱资质区域业务集中度情况，警惕尾部风险暴露可能引发租赁公司资产质量下滑。

图 11: 部分省市对布局国家发展导向产业的租赁公司的监管指标进行适当调整

省份	地方管理细则中对集中度指标适当调整的相关表述
广东	对在飞机、船舶、海工装备、能源、集成电路等符合国家和本省发展导向产业，且上述行业租赁资产占租赁资产总额80%以上的融资租赁公司，可结合监管评级情况，对其业务集中度和关联度要求进行适当调整。
江西	视监管实际情况，对租赁物范围、特定行业的集中度和关联度要求进行适当调整，并报银保监会备案。
上海	对在航空航运、海工装备、集成电路、医疗器械、人工智能、高端制造、清洁能源等符合国家及本市产业发展导向领域开展业务的融资租赁公司，可结合监管评级情况，对其业务集中度和关联度要求进行适当调整。

(1) 第三方租赁公司

第三方租赁公司整体集中度和关联度较低，样本公司中仅 1 家公司集中度指标偏高，其目标客户主要以央企为主，在 2021 年 7 月增资后，集中度或有所降低。

图 13: 地方平台系租赁公司集中度和关联度指标 (%)

公司名称	单一客户融资集中度	单一集团客户融资集中度	单一客户关联度	全部关联度
样本A1	53.44			
样本A2	45.49			
样本A3	29.79	29.79		
样本A4	29.63			
样本A5	21.46	29.68	29.68	29.68
样本A6	17.30			
样本A7	9.10			
样本A8	8.33	7.55	7.55	11.04
样本A9	7.25			
样本A10	3.10	6.64		

(3) 厂商系租赁公司

近三分之一厂商系租赁公司踩中集中度和关联度指标监管红线，部分指标值远超监管阈值，后续面临较大整改降压压力。此类公司主要以能源电力、机械设备为主，该公司主要在集团体系内展业。个别公司单一客户集中度较高，且最大承租人为集团下属地产公司。对于此类公司，一方面关注在政策过渡期的整改成效；另一方面需注意其在拓客和开展集团外业务时的风控实力，市场化转型中租赁资产质量是否会出现下滑。

图 15: 第三方租赁公司资产表现 (%)

公司名称	不良率			不良资产融资覆盖率变动			关注占比			拨备覆盖率
	2021最新一期	2020	2019	2021最新一期较2020年底	2020年较2019年	2021最新一期	2020	2019		
样本C1	1.53	1.63	1.41	-1.4	30.7	3.91	4.89	4.8	201	
样本C2	1.48	1.48	1.33	-1.0	28.3	5.7	5.72	6.09	103.2	
样本C3	1.3	1.24	1.1	2.6	32.1	4.01	4.02	3.54	198.51	
样本C4	-	1.22	1.42	-	21.3	-	1.57	2.21	126.5	
样本C5	1.15	1.15	1.1	10.1	35.5	9.23	10.32	11.06	251.63	
样本C6	1.11	1.14	1.11	6.3	17.7	0.2	0.14	0.1	177.52	
样本C7	1.07	1.1	1.08	-2.0	22.0	3.75	3.55	3.71	299.06	
样本C8	0.98	1	0.9	9.3	22.9	13.78	16.64	18.35	276.36	

## (2) 地方平台系租赁公司

地方平台系租赁公司 2020 年不良率普遍在

1%以内

，但部分

公司的民营客户占比高或平台类业务有所下沉，资产质量承压。样本公司中，2家公司不良率较高，在 2%以上，其主要受海航系债务影响；海航集团系其中一家公司的单一最大融资租赁客户，债权余额 8.45 亿，累计计提减值准备 2.03 亿元，该资产仍处于逾期状态，而该公司拨备覆盖不足，拨备覆盖率持续下降。

山东省内某家租赁公司不良率绝对值虽控制在了 1%以内，但不良率和不良资产余额持续抬升，不良和关注类资产主要为民营企业以及山西、贵州等地公用事业客户；且其主要承租人存在一定资质偏弱的低层级平台。部分租赁公司关注占比较高，且持续在 9%以上，逾期资产主要为区域内的民营企业。

图 17: 厂商系租赁公司资产表现 (%)

公司名称	不良率			不良资产融资覆盖率变动			关注占比			拨备覆盖率
	2021最新一期	2020	2019	2021最新一期较2020年底	2020年较2019年	2021最新一期	2020	2019		
样本D1	2.89	2.25	3	-23.1	7.6	-	30.84	3.55	59.47	
样本D2	1.37	1.47	1.98	-	37.7	-	1.88	0.87	107.25	
样本D3	1.23	1.25	1.27	5.7	3.8	2.36	1.88	0.87	224.54	
样本D4	1.12	1.29	1.25	-1.5	14.5	-	-	0.92	120.87	
样本D5	0.75	1.11	1.31	-24.5	22.8	-	0.54	0.82	152.89	
样本D6	1.08	1.09	0.99	0.3	101.4	0.27	0.8	3.75	278.05	
样本D7	0.71	0.85	1.02	-23.1	0.8	-	-	1.44	28.52	
样本D8	0.42	0.85	0.77	8.3	-0.9	1.08	0.36	0.64	232.28	
样本D9	-	0.82	0.83	-	16.5	-	0.71	0.8	267	
样本D10	0.82	0.89	0.96	-2.6	113.1	3.23	1.36	0.8	205.48	
样本D11	-	0.72	1.21	-	-11.2	-	1.34	0.45	171.52	
样本D12	0.63	0.8	0.5	0.0	-2.0	0.27	0.25	0.65	233.8	
样本D13	0.81	0.98	0.87	-3.6	-3.5	0.52	0.57	0.46	287.74	
样本D14	0.54	0.54	0	-4.3	-	0.83	0.81	0	159.83	
样本D15	0.75	0.58	0.1	107.4	34.3	1.89	2.35	3.47	262.52	
样本D16	1.06	0.75	0.52	-61.8	22.1	2.5	1.29	1.61	844.84	
样本D17	-	0.33	1.25	-	-75.8	-	0.32	0.47	-	
样本D18	-	0.35	0.16	-	0.0	-	1	2.28	1795.44	
样本D19	0.82	0.23	0.04	-55.7	-14.7	3.27	3.3	7.2	8021.82	
样本D20	0	0	0	-	-	0.29	0.21	0	-	
样本D21	0	0	0	-	-	-	0	0	-	
样本D22	0	0	0	-	-	-	0	0	-	
样本D23	0	0	0	-	-	0.55	0.01	0	-	
样本D24	0	0	0	-	-	0	0	0	-	

## 1.4 营收盈利水平

公司间收入规模、盈利能力呈现分化，部分公司资产投放收益率处于高位，存在资

产下沉风险。

从融资租赁收入规模看，收入规模同资本实力整体正相关，营业收入处于前五位的仅中航租赁一家厂商系租赁公司，其余均为第三方租赁公司，平安租赁和远东租赁收入规模超 160 亿；地方平台系租赁公司除越秀租赁外，普遍在行业均值以下。从收入增速看，国网租赁、三峡租赁、南网租赁三家电力能源系租赁公司 2020 年收入增速达 100% 以上，三家公司均处于加速展业期，业务规模增长带动营业收入增长。租赁板块收入下滑的公司主要涉及 8 家，下滑幅度偏高的为 2 家大唐系租赁公司。净资产收益率方面，样本公司中位数和平均数分别为 8.43% 和 8.61%，2 家汽车租赁公司、青岛城乡租赁、远东租赁、环球租赁等净资产收益率较高；以服务集团业务为主的厂商系公司如中核租赁、国能租赁等净资产收益率整体偏低。

图 19：第三方租赁公司净息差详情（%）

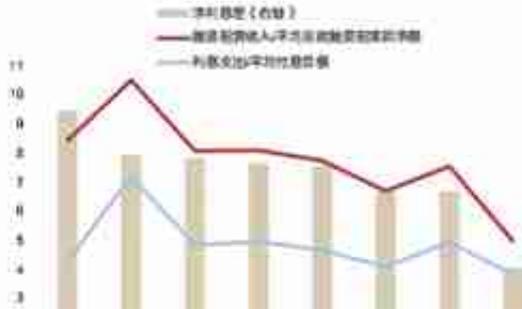


图 20：地方平台系租赁公司净息差详情（%）

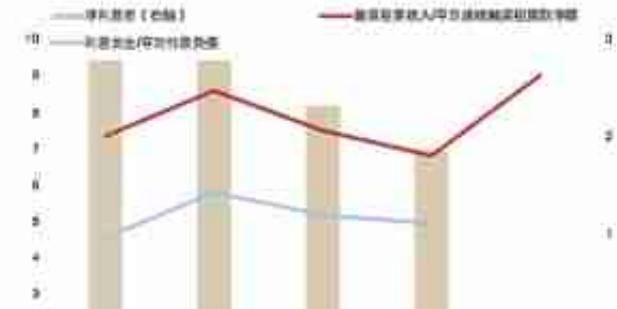
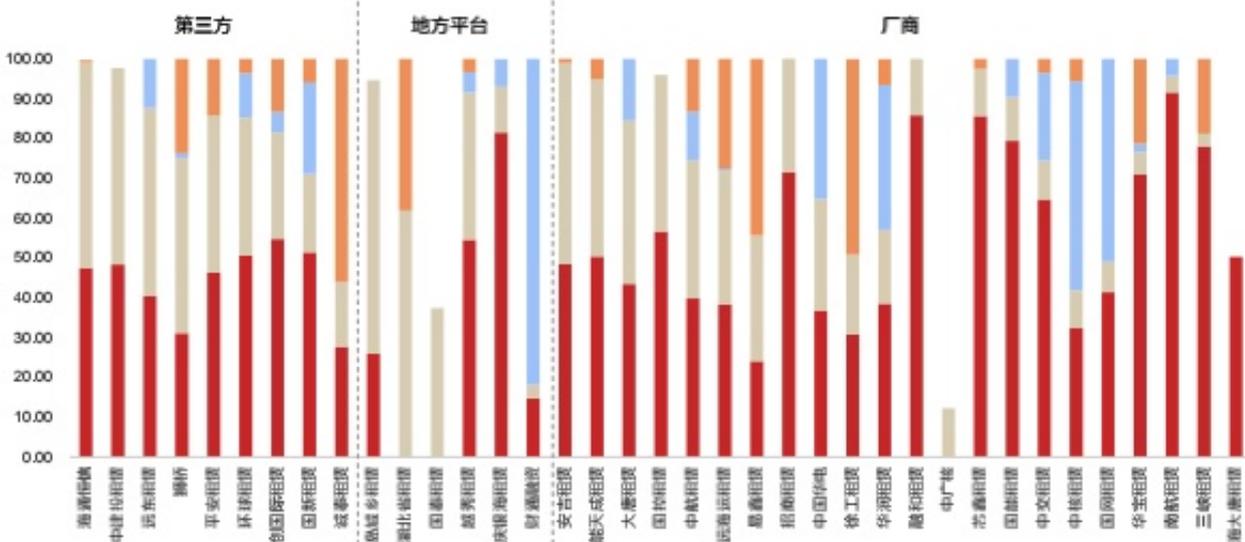


图 21：厂商系租赁公司净息差详情（%）

图 22：租赁公司融资结构构成（%）



### 1.5.2 负债规模与结构

有息负债规模：平安租赁、远东租赁和中航租赁 2020年底有息负债规模在1000亿以上，且 2021年以来有息负债仍呈增长态势；此外，几家能源电力系租赁公司在市场化业务拓张阶段，债务规模出现明显增幅，如国网租赁、融和租赁、三峡租赁等。

资产负债率：各租赁公司杠杆水平呈现差异化，2020 年资产负债率分布在 49.5%~90.7%之间，但钱生钱的盈利模式使得租赁公司资产负债率普遍较高，平均值约 80%。厂商系和第三方租赁公司资产负债率相对偏高；部分租赁公司流动比率低于 0.5，具有一定的短期偿债压力。

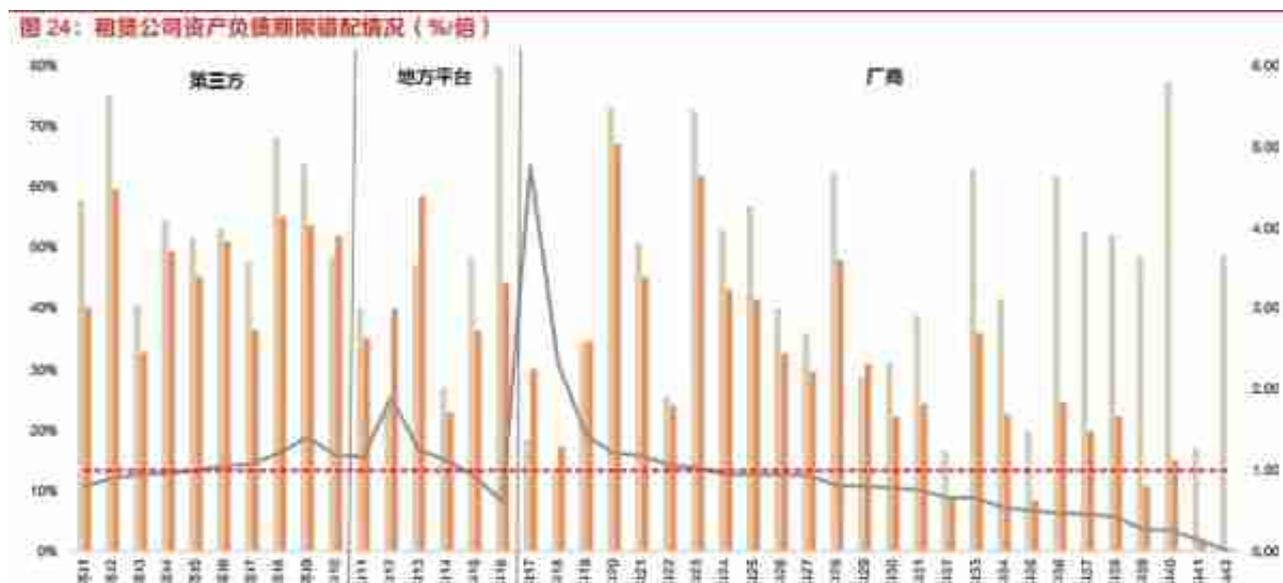
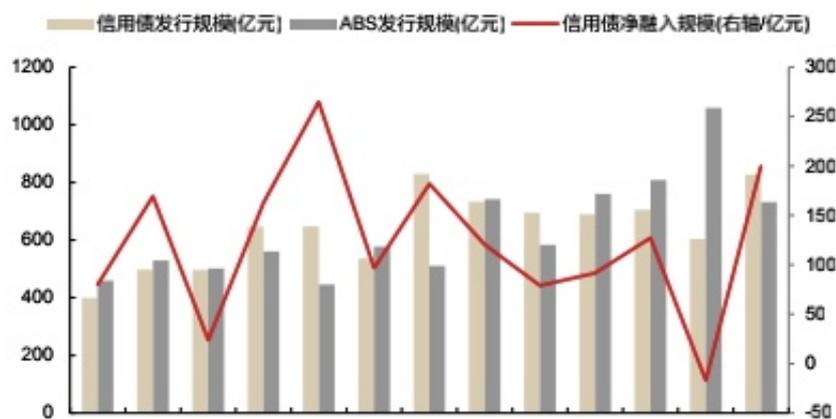


图 25: 商租信用债和 ABS 发行情况



租赁公司债券存续规模方面：从总量看，第三方远东租赁和平安租赁债券存续规模在千亿级，远超其他公司；厂商系中中



图 30：部分租赁公司存续信用债估值详情

简称	省份	主体评级	2022/4/29估值 (元)	2022年估值 (元)	2021年估值 (元)	简称	省份	主体评级	2022/4/29估值 (元)	2022年估值 (元)	2021年估值 (元)
中融租赁	广西	AA+	2.7	-44	-61	北新租赁	河北省	AAA	3.5	-34	-25
国网租赁	广西	AAA	2.5	-33	-41	上海大雁租赁	广西	AA+	3.5	-17	-
华晨汽车租赁	广西	AAA	2.5	-45	-60	杭州租赁	浙江省	AA	3.5	3	-72
安泰租赁	广西	AA+	2.5	-62	-62	中德融资租赁	河北省	AAA	3.6	-11	-40
恒泰租赁	广西	AAA	2.5	-14	-52	华通租赁	广西	AA+	3.7	8	-
太钢租赁	广西	AA	3.0	-16	-60	安泰融资租赁	浙江省	-	3.9	-1	-
中融租赁	广西	AAA	3.0	-27	-62	嘉兴融资租赁	浙江省	AA	3.9	-	-100
中广核	广西	AA+	3.1	-22	-51	嘉兴融资租赁	浙江省	AA+	4.0	-58	-116
中交租赁	广西	AAA	3.1	-17	-19	恒工租赁	广西	AA	4.0	-25	-58
中交租赁	广西	AAA	3.1	-14	-17	中远海运租赁	广西	AA+	4.0	5	-33
越秀租赁	浙江省	AAA	3.1	-25	-24	恒通租赁	浙江省	AA+	4.1	3	-34
五洲租赁	浙江省	AAA	3.2	-38	-22	恒通租赁	浙江省	AA	4.1	-1	-11
华通租赁	广西	AAA	3.2	-34	-72	湖北租赁	湖北省	AA	4.1	-3	-11
华通租赁	广西	AAA	3.2	-18	-43	湖北租赁	湖北省	AA	4.6	-3	-44
三林租赁	广西	AA+	3.2	-17	-63	中汽租	广西	AA+	4.9	38	-1
融和租赁	广西	AAA	3.2	-21	-8	嘉兴租赁	浙江省	AA	5.0	-17	-62
融和租赁	广西	AA+	3.2	-7	-8	嘉兴租赁	浙江省	AA	5.3	-15	-63
海通租赁	河北省	AAA	3.2	-20	-58	融和租赁	河北省	AA+	5.4	-22	-35
中交租赁	广西	AAA	3.2	-21	-75	恒通租赁	浙江省	AA+	6.0	-1	-30

具体关注租赁公司各期限信用利差情况。对于估值收益率在 3%左右，资质较好的租赁公司债券整体挖掘较充分，利差普遍在 60bp 以内；部分公司短久期利差虽较薄，但 2 年左右中等久期债券仍有 90-100bp 利差，可综合考虑主体资质，进行一定久期挖掘。此外，我们关注到，国网租赁、招商租赁、中交租赁等永续债较其他信用债仍具有 70-100bp 利差。

图 32：股东担保租赁债与股东直接发行信用债的利差差值 (BP)

租赁公司	担保人	(1) 租赁公司信用债	(2) 担保人信用债	(1)-(2) 利差差值	(3) 租赁公司永续	(3)-(2) 利差差值
融和租赁	广州越秀集团股份有限公司	37	46	-2	47	8
中融租赁	中国铝业集团有限公司	52	46	12	51	11
三林租赁	三林资本控股集团有限公司	35	33	29	-	-
杭州租赁	杭州普康融资租赁有限公司	87	46	42	-	-
融通租赁	天津中德融资租赁有限公司	88	46	39	-	-
上海大雁租赁	中德融资租赁有限公司	90	58	32	-	-
太钢租赁	太原钢铁(集团)有限公司	96	46	47	-	-
恒工租赁	恒工工程机械有限公司	908	44	63	-	-
嘉兴融资租赁	嘉兴融资租赁有限公司	109	60	49	164	101
嘉兴融资租赁	嘉兴融资租赁有限公司	136	66	75	-	-
安泰融资租赁	安泰融资租赁(集团)有限公司	138	64	74	-	-
恒通租赁	恒通融资租赁有限公司	175	42	133	-	-
弘毅租赁	弘毅融资租赁有限公司	106	103	79	-	-
湖北租赁	湖北租赁融资租赁有限公司	210	100	115	-	-
恒通租赁	恒通融资租赁有限公司	267	100	167	-	-

### 2.2.4 ABS 品种利差

较普通信用债而言，多数主体 ABS 信用利差更高，差额幅度普遍在 20-80bp

。但我们关注到部分信用债估值偏高的主体，品种利差反而为负，或由于以下几个因素：一来相较于信用债，主体在发行 ABS 时采用了股东外部增信措施，二来资质偏弱的主体其 ABS 债券受底层资产现金流加持和结构化分层的加持，部分优先档证券实现了证券评级高于主体评级。

ABS 较永续债而言，并不具备显著的品种利差，且部分差值为负。对于租赁 ABS 的投资，除租赁公司自身信用资质外，还需关注底层资产表现、优先档劣后支持情况以及外部增信情况。

(注：本章节估值和利差测算由于部分主体样本券较少，存在一定特殊性，测算结

果同实际情况或存偏差 )