

“科技+零售”战略领先，兼具高成长与高股息

江苏金租(600901)

主要观点:

► A股唯一金租标的，兼具高成长与高股息

江苏金租成立于1988年4月，是国内成立的第三家金融租赁公司。于2018年登陆A股市场，成为A股首家也是目前唯一一家上市金融租赁公司。

2006年至今公司资产规模与归母净利均快速增长。2014年之前总资产与归母净利复合增速分别达到52%、43%，2014年之后增速放缓，总资产及归母净利的复合增速均为19%。公司上市至今维持了较高的分红率，2018年至今分红率均在47%左右。目前股息率超过5.5%。

► 激励机制灵活，股权激励绑定核心员工利益

核心管理层在公司工作年限20年以上，专业能力突出，稳定的管理队伍保证了公司战略的持续性。同时股权激励进一步绑定核心员工与公司利益。

2020年3月实施限制性股权激励计划，激励对象达146人，覆盖公司人数41%（以2020年末公司总人数计算）。按2023年6月13日股价计算，核心管理层持股市值接近700万元及以上，中层及资深人员人均持股市值180万元，其他核心业务及管理人员持股人均市值58万元。公司管理层及核心员工利益与公司利益充分绑定。目前限制性股票已经达到第一、第二次解锁条件并解禁上市，2023年业绩将决定能否达到第三次解锁条件。

► “科技+零售”战略、厂商模式下差异化竞争优势明显

2014年起，公司与法巴租赁合作成立厂商融资中心，依托法巴租赁在欧洲成熟的厂商租赁业务模式和全球厂商合作资源，以及公司在国内持续经营的市场经验，以中小微型客户为主要服务对象，积极开拓厂商租赁业务。公司业务充分展现出“大批量，小金额”的特点，零售金融特征显著，与其它金融租赁机构形成差异化竞争，具有独特的战略优势，有助于公司在资产端获得更强的议价能力并分散业务风险。而强大的科技支撑能力是“零售”战略的重要基础条件，公司打造线上化金融服务生态，形成了支持年投放10万单量级的业务处理能力。

► 融资成本较低，息差与不良数据优异

得益于公司的国企背景以及良好的信用水平，公司融资成本较低，2022年有息负债利率低至3.16%。同时得益于公司零售业务战略，资产端议价能力较强收益率水平较高，2022年公司租赁资产收益率为6.82%。公司不良与拨备数据也处于优异水平，长期以来不良资产率维持在0.6%-1.0%之间，优于同期商业银行不良率水平。同时公司计提减值较为充分，2022年拨备覆盖率

评级及分析师信息

评级：增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：6.13

股票代码：600901

52周最高价/最低价：7.26/4.8

总市值(亿) 185.86

自由流通市值(亿) 184.71

自由流通股数(百万) 3,013.26



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

457.1%，拨备率 4.17%。

投资建议

公司盈利能力、成长性与股息率均长期优异，我们看好公司独特的股东优势下的厂商模式及“科技+零售”战略，公司管理层长期稳定，股权激励机制完善，为战略执行奠定基础。

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 49.27 / 57.13 / 65.84 亿元，EPS 分别为 0.93 / 1.08 / 1.25 元，6 月 14 日收盘价为 6.13 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 6.56 / 5.66 / 4.91 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济和利率波动对公司盈利带来不确定性影响；公司租赁资产质量下降风险；行业竞争加剧导致公司盈利增长不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	39.41	43.46	49.27	57.13	65.84
YoY (%)	0.05	0.10	0.13	0.16	0.15
归母净利润(亿元)	20.72	24.12	27.91	32.35	37.27
YoY (%)	0.10	0.16	0.16	0.16	0.15
毛利率 (%)	0.53	0.55	0.57	0.57	0.57
每股收益(元)	0.69	0.81	0.93	1.08	1.25
ROE	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19
市盈率	9.11	7.83	6.76	5.83	5.07

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. A股唯一金租标的，兼具高成长与高股息	5
1.1. 历史悠久、金融租赁行业领先	5
1.2. 江苏国资委为实控人，法巴租赁为公司重要股东	5
1.3. 激励机制灵活，股权激励绑定核心员工利益	6
1.4. 业绩持续增长，ROE持续处于15%左右的较高水平	10
2. 科技赋能定位中小微客群，厂商+区域双线并进	12
2.1. 坚定服务中小微客群定位	12
2.2. 坚持科技赋能	14
2.3. “厂商+区域”双线并进推动公司转型	17
3. 净利差与不良率优异	19
3.1. 资产端：多行业、多区域布局	19
3.2. 资金端：同业拆借占比最高，融资成本低	23
3.3. 利差优势明显	25
3.4. 长期不良率低于1%	26
4. 盈利预测与投资建议	27
4.1. 盈利预测：预计业绩继续保持较快增长	27
4.2. 投资建议	29
4.3. 风险提示	29

图表目录

图 1	2022 年末江苏金租股权结构.....	6
图 2	法巴租赁通过江苏金租在中国提供融资租赁服务.....	6
图 3	2006 年至今总资产及同比.....	10
图 4	2006 年至今归母净利润及同比.....	10
图 5	2006 年至今 ROA 情况.....	11
图 6	2006 年至今 ROE 情况.....	11
图 7	2006 年至今杠杆情况.....	11
图 8	2018 年上市至今分红比例 (%).....	11
图 9	目前股息率超过 5.5%.....	11
图 10	“零售 + 科技”双领先 (2022-2026) 战略.....	12
图 11	点线面框架的小微租赁模式.....	13
图 12	租赁余额小微企业占比有较大提升.....	13
图 13	新增投放合同数及平均单笔合同及金额.....	14
图 14	公司打造十大乐租系列产品以赋能员工、渠道以及客户.....	15
图 15	乐租自动签约平台.....	16
图 16	科学构建用户画像, 为细分客群打造量身定制的融资方案.....	16
图 17	智能风控: 风险监测自动化.....	17
图 18	厂商模式下厂商、承租人等各方实现良性合作与发展.....	18
图 19	直租模式占比持续提升.....	18
图 20	合作厂商与经销商超 2000 家.....	18
图 21	部分合作厂商.....	19
图 22	2022 年公司各行业应收租赁款余额及占比.....	20
图 23	公司应收租赁款余额各个行业金额.....	21
图 24	应收租赁款余额中电力、热力、燃气和水生产和供应占比提升.....	21
图 25	除了农\林牧渔业利率稍高, 其他行业利率差异不大.....	21
图 26	2022 年公司各省份应收租赁款余额及占比 (单位: 万元).....	22
图 27	公司应收租赁款余额的省份分布 (单位: 万元).....	22
图 28	公司应收租赁款余额的省份分布.....	23
图 29	公司融资渠道多元.....	24
图 30	有息负债中同业拆借占比 75%以上.....	24
图 31	2018 年以来有息负债利率逐年下降.....	25
图 32	公司有息负债利率与同业拆借市场利率有较强相关性.....	25
图 33	公司租赁资产总额期限分布.....	26
图 34	公司净利差水平大幅高于商业银行.....	26
图 35	公司不良率持续低于商业银行.....	26
图 36	近年来公司拨备率与拨备覆盖率持续提升.....	26
表 1	江苏金租是国内成立的第三家金融租赁公司.....	5
表 2	公司核心管理层及从业经历.....	7
表 3	限制性股权激励计划下的员工持股情况.....	8
表 4	限制性股票解禁条件.....	8
表 5	前两次解除限售情况.....	9
表 6	公司员工的专业、学历及年龄结构.....	9
表 7	人均薪酬以及人均创收创利均处于较高水平.....	10
表 8	中小型企业具有更高的贷款需求指数.....	12
表 9	厂商模式下厂商、承租人等各方实现良性合作与发展.....	27
表 10	盈利预测核心假设.....	27
表 11	盈利预测.....	28
表 12	公司 ROE 与 PB 均高于可比公司.....	28

1. A 股唯一金租标的，兼具高成长与高股息

1.1. 历史悠久、金融租赁行业领先

江苏金融租赁股份有限公司成立于 1988 年 4 月，是经中国银行业监督管理委员会批准从事融资租赁业务的国有非银行金融机构。公司是国内最早涉足融资租赁的企业之一，完整经历了我国融资租赁行业的整个发展历程。公司资信程度高融资能力强：为全国首批获取金融许可证（1988 年），首家进入银行间拆借市场（2008 年），首批获准发行金融债券（2010 年），资产支持证券（2015 年），以及首家获保监会批准保险资金资产支持计划的公司（2015 年）的金融租赁公司。公司于 2018 年登陆 A 股市场，成为 A 股首家也是目前唯一一家上市金融租赁公司。截至 2023 年 3 月末，江苏金融租赁总资产逾 1141.9 亿元，应收租赁款 1069.8 亿元。

表 1 江苏金租是国内成立的第三家金融租赁公司

排序	公司名称	成立日期
1	国银金融租赁股份有限公司	19841225
2	中国外贸金融租赁有限公司	19850304
3	江苏金融租赁股份有限公司	19880423
4	山西金融租赁有限公司	19930312
5	河北省金融租赁有限公司	19951211
6	长城国兴金融租赁有限公司	19960202
7	信达金融租赁有限公司	19961228
8	华融金融租赁股份有限公司	20011228
9	中国金融租赁集团有限公司	20020514
10	工银金融租赁有限公司	20071126

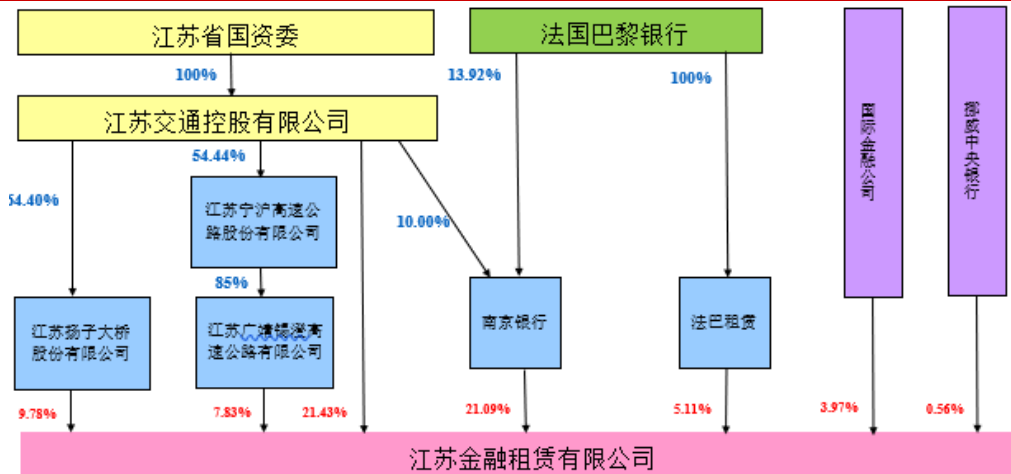
资料来源：Wind, 华西证券研究所

1.2. 江苏国资委为实控人，法巴租赁为公司重要股东

江苏国资委实控，拥有南京银行、法巴租赁等优质股东。截至 2022 年末江苏金租的实际控制人为江苏省国资委，控股股东为江苏交通控股有限公司，除直接持有公司 21.43% 的股份外，还通过下属企业江苏扬子大桥股份有限公司以及江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司间接持有公司 17.61% 的股份，合计持股 39.04%。南京银行持股比例为 21.09%，是公司的第二大股东。此外公司在 2010 年，2014 年先后引进国际金融公司和法国巴黎银行租赁集团等重要的国外投资者。

法巴租赁拥有全球厂商合作资源和先进的业务经验，为公司业务发展提供范本。法巴租赁成立于 1963 年，是经法国中央银行法国审慎监管局批准的银行类金融机构。经营范围包括：融资租赁业务、经营性租赁业务、租赁设备管理等。法巴租赁为 BNPParibasLeasingSolutionsS. A(以下简称“BPLS”)全资子公司，实际控制人为法国巴黎银行。BPLS 具有超过 60 年的租赁行业经验，在全球 20 个国家开展融资租赁业务，其以厂商租赁为业务特色，通过合作协议、品牌联合、合资公司等形式与国际厂商开展深入合作，90% 以上的业务来自厂商租赁。同时法巴租赁也极其重视旗下江苏金租业务，在法国巴黎银行中国官网明确表示通过江苏金租提供融资租赁服务。

图 1 2022 年末江苏金租股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 法巴租赁通过江苏金租在中国提供融资租赁服务



资料来源：法国巴黎银行中国官网（2023. 6. 13 截图），华西证券研究所

1.3. 激励机制灵活，股权激励绑定核心员工利益

核心管理层在公司工作年限 20 年以上，专业能力突出，同时稳定的管理队伍保证了公司战略的持续性。

表 2 公司核心管理层及从业经历

姓名	职务	年龄	从业经历
熊先根	董事长,党委书记	59	博士研究生学历,高级经济师。曾在江苏省国际信托投资公司工作,曾任江苏产权经营有限公司总经理、江苏省高科技产业投资公司总经理。2002年6月至12月任本公司副总经理;2002年12月至2012年7月任本公司总经理;2005年9月至今任本公司董事长;2013年4月至今任本公司党委书记。
张义勤	董事,总经理	60	硕士研究生学历。2002年12月至2005年6月任本公司总经理助理;2005年6月至2012年7月任本公司副总经理;2012年7月至今任本公司总经理,2017年11月今任本公司董事。
周柏青	董事、副总经理、董事会秘书	44	硕士研究生学历,中级经济师。2004年7月至2010年12月,任公司业务四部客户经理、高级客户经理、业务部门经理助理;2011年1月至2014年11月,任公司办公室副主任、主任;2014年11月至今任董事会秘书;2017年11月今任本公司副总经理;2020年11月至今任公司董事。
朱强	副总经理	57	硕士研究生学历,工程师。曾工作于南京显像管厂、南京三能电力仪表有限公司、江苏省高科技产业投资有限公司。2003年3月至2010年6月,任公司业务部经理;2010年6月至2013年4月任公司总经理助理;2013年4月至今任公司副总经理。
张春彪	副总经理	55	本科学历,会计师。曾工作于南京金陵机械厂、南京长江家用电器厂。1994年5月至2000年2月任公司财务部会计;2000年3月至2014年10月任公司财务部副经理、经理;2015年2月至2018年3月任公司金融同业部经理;2014年10月至今任公司财务总监;2017年11月至今任公司副总经理。
郑寅生	市场总监	49	本科学历,高级会计师。曾工作于建设银行江苏省分行、香港恒生银行(中国)南京分行。曾任公司业务部客户经理、高级客户经理、经理助理、副经理、业务工部经理、业条四部经理、汽车金融事业部经理。2014年10月至今任公司市场总监。
吴云	风险总监	49	博士研究生学历,高级经济师。曾工作于安徽华光集团。历任公司业务二部高级客户经理,新兴产业事业部经理助理、副经理、经理,大健康事业部经理、中小企业金融事业部经理。2020年5月至今任公司风险总监。
江勇	市场总监	38	硕士研究生学历。2010年6月至2021年2月,历任公司业务部客户经理、高级客户经理、副总经理;2021年3月至今任公司清洁能源事业部总经理。2022年8月至今任公司市场总监。
刘明	市场总监	39	硕士研究生学历。2005年7月至2006年9月,任扬州亚星股份有限公司技术中心助理工程师;2010年4月至2017年1月,历任公司业务部客户经理、高级客户经理、经理助理、副总经理;2021年2月至今任公司城市建设与文化教育事业部总经理。2022年8月至今任公司市场总监。

资料来源:公司年报,华西证券研究所

激励弹性足,股权激励进一步绑定核心员工与公司利益。公司通过差异化的绩效考核作为员工薪酬确定的重要依据,根据公司 2022ESG 报告,公司绩效薪酬占比大于 70%,激励弹性足;2020 年 3 月实施限制性股权激励计划,激励对象达 146 人,覆盖公司人数 46% (以 2019 年末公司总人数 315 人计算)。按 2023 年 6 月 13 日股价计算,核心管理层持股市值接近 700 万元及以上,中层及资深人员人均持股市值 180 万元,其他核心业务及管理业务持股人均市值 58 万元。公司管理层及核心员工利益与公司利益充分绑定。

表 3 限制性股权激励计划下的员工持股情况

姓名	职位	数量(万股/万份)	持股最新市值(万元)
熊先根	董事长	180	1,138
张义勤	董事,总经理	160	1,011
余云祥	副总经理	150	948
朱强	副总经理	130	822
张春彪	副总经理,财务总监	120	758
周柏青	副总经理,董事会秘书	110	695
郑寅生	市场总监	110	695
其他激励对象(35人,人均)	中层及资深人员	28	180
其他激励对象(104人,人均)	核心业务/管理人员	9	58

资料来源：公司公告，华西证券研究所 注：持股市值以 2023.6.13 收盘价计算

表 4 限制性股票解禁条件

解锁安排	解锁期间	可解除数量占限制性股票数量的比例	解锁业绩条件
第一次解锁	自首次授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日止	1/3	1.最近一个年度净利润高于2018年度的净利润水平； 2.最近一个年度资产规模年均增长率不低于对标企业75分位值； 3.ROA不低于对标企业75分位值； 4.现金分红不低于当年可供分配利润的30%
第二次解锁	自首次授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日止	1/3	1.最近一个年度净利润高于2018年度的净利润水平； 2.最近一个年度资产规模年均增长率不低于对标企业75分位值； 3.ROA不低于对标企业75分位值； 4.现金分红不低于当年可供分配利润的30%
第三次解锁	自首次授予登记完成之日起48个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起60个月内的最后一个交易日止	1/3	1.最近一个年度净利润高于2018年度的净利润水平； 2.最近一个年度资产规模年均增长率不低于对标企业75分位值； 3.ROA不低于对标企业75分位值； 4.现金分红不低于当年可供分配利润的30%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司分别于 2022 年 4 月 28 日、2023 年 4 月 21 日公告解除限售期解除限售条件成就的公告，也就是公司限制性股票已经达到第一、第二次解锁条件并解禁上市。

表 5 前两次解除限售情况

	解除限售要求	达成情况
2022年第一次解除限售情况	<p>最近一个年度净利润高于2018年度的净利润水平；最近一个年度资产规模年均增长率不低于对标企业75分位值；ROA不低于对标企业75分位值；现金分红不低于当年可供分配利润的30%。</p> <p>激励对象绩效考核结果划分为4个等级。根据个人的绩效评价结果确定当期的解除限售比例，个人当期实际解除限售额度=标准系数×个人当期计划解除限售额度，具体以公司与激励对象签署的《限制性股票授予协议书》约定为准。考核等级对应系数为：（1）激励对象的考核登记为A或B，标准系数为1；（2）激励对象的考核结果为C，标准系数为0.5；（3）激励对象的考核结果为D，标准系数为0。</p>	<p>（1）2021年度，公司实现净利润207,245.33万元，高于2018年度的125,103.48万元；（2）2021年度，公司资产规模年均增长率为18.96%、ROA为2.30%；16家对标企业资产规模年均增长率的75分位值为11.76%、ROA的75分位值为1.51%；公司上述指标均满足解除限售条件；（3）2021年度，公司现金分红104,532.75万元，占当年净利润的比例为50.44%，高于30%。</p> <p>首次授予的146名激励对象中，5人已离职，不再符合激励条件，对应的限制性股票将由公司回购注销；141人考核结果均为“A”或“B”，当期解除限售的标准系数为1。</p>
2023年第二次解除限售情况	<p>最近一个年度净利润高于2018年度的净利润水平；最近一个年度资产规模年均增长率不低于对标企业75分位值；ROA不低于对标企业75分位值；现金分红不低于当年可供分配利润的30%。</p> <p>激励对象绩效考核结果划分为4个等级。根据个人的绩效评价结果确定当期的解除限售比例，个人当期实际解除限售额度=标准系数×个人当期计划解除限售额度，具体以公司与激励对象签署的《限制性股票授予协议书》约定为准。考核等级对应系数为：（1）激励对象的考核登记为A或B，标准系数为1；（2）激励对象的考核结果为C，标准系数为0.5；（3）激励对象的考核结果为D，标准系数为0。</p>	<p>1）2022年度，公司实现净利润241,157.83万元，高于2018年度的125,103.48万元；（2）公司近三年资产规模年均增长率为16.94%、ROA为2.32%；16家对标企业资产规模年均增长率的75分位值为12.23%、ROA的75分位值为1.50%；公司上述指标均满足解除限售条件；（3）2022年度，公司现金分红104,545.77万元，占当年净利润的比例为43.35%，高于30%。</p> <p>本次股权激励对象中，138人考核结果均为“A”或“B”，当期解除限售的标准系数为1。</p>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

员工团队高学历人数占比较高，整体队伍年轻有活力。从专业构成来看，公司业务人员占比最高，达到66%，说明公司管理效率较高；从学历结构来看，公司全员都为本科及以上学历，其中硕博学历占比2/3，说明公司整体人员素质较高；而从年龄结构来看，2022年35岁以下员工占比高达76%，50岁以上占比只有3%，整体队伍年轻有活力。

表 6 公司员工的专业、学历及年龄结构

专业构成	人数	占比	学历	人数	占比	年龄区间	人数	占比
管理人员	39	10%	硕博	260	66%	35岁以下	339	76%
业务人员	262	66%	本科	136	34%	35-50岁	96	21%
其他	95	24%	大专	0	0%	50岁以上	12	3%
	396	100%		396	100%	合计	447	100%

资料来源：2022 公司年报，华西证券研究所

公司人均薪酬以及人均创收创利均处于较高水平。2022 年公司人均创收 972 万元，人均创利 540 万元。2021 年人均薪酬超过 60 万元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 7 人均薪酬以及人均创收创利均处于较高水平

日期	2018	2019	2020	2021	2022
员工总人数	271	315	356	396	447
人均薪酬(万元)	71.7	60.0	58.3	60.1	--
员工薪酬(万元)	19,440.0	18,909.2	20,764.2	23,814.0	--
人均创利(万元)	461.6	502.6	527.3	523.4	539.5
人均创收(万元)	899.1	973.2	1,054.2	995.1	972.3

资料来源：公司公告，华西证券研究所

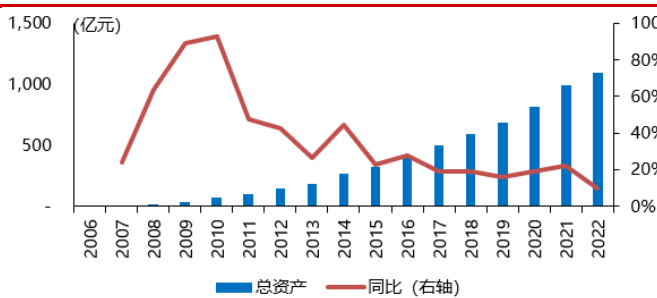
1.4. 业绩持续增长，ROE 持续处于 15%左右的较高水平

2006 年至今公司资产规模与归母净利润均快速增长。2014 年之前总资产与归母净利润复合增速分别达到 52%、43%，2014 年之后增速放缓，总资产及归母净利润的复合增速均为 19%。

2007 年至今公司 ROA 从 4.28%降至 2016 年的 2.21%，之后在 2.20%~2.51%之间窄幅波动。2006~2017 年公司 ROE 随着杠杆倍数的提升持续提升，在 2018 年上市补充权益资本后 ROE 短暂下滑，此后随着杠杆倍数的提升持续提升至 2022 年的 15.89%。

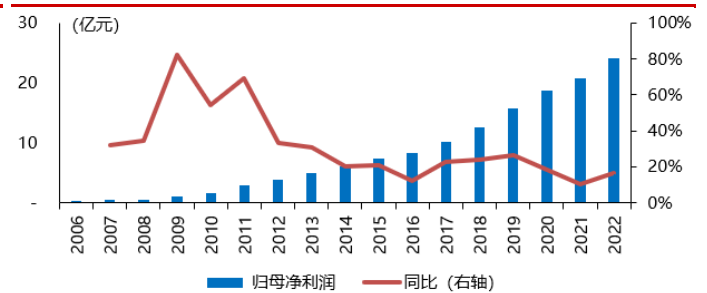
公司上市至今维持了较高的分红率，2018 年至今分红率均在 47%左右，目前股息率超过 5.5%。

图 3 2006 年至今总资产及同比



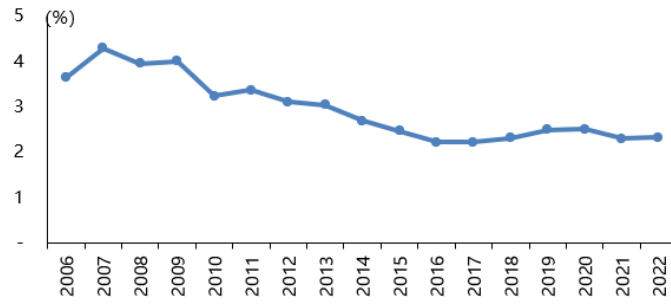
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2006 年至今归母净利润及同比



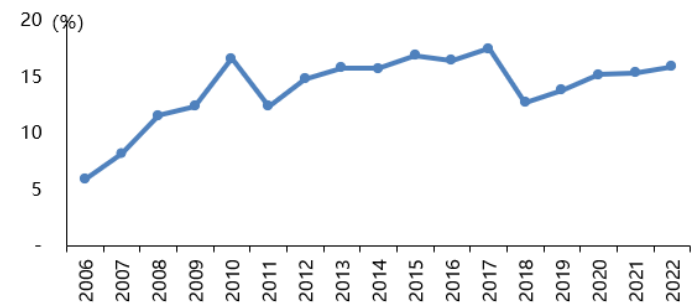
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 2006 年至今 ROA 情况



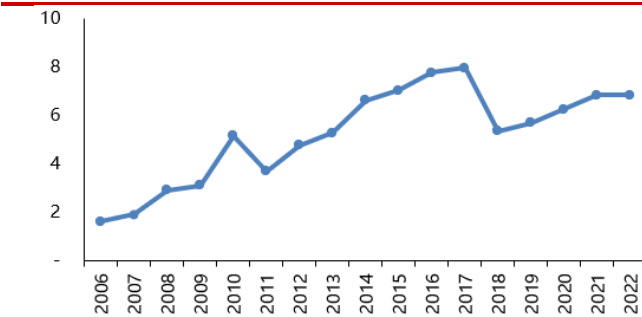
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2006 年至今 ROE 情况



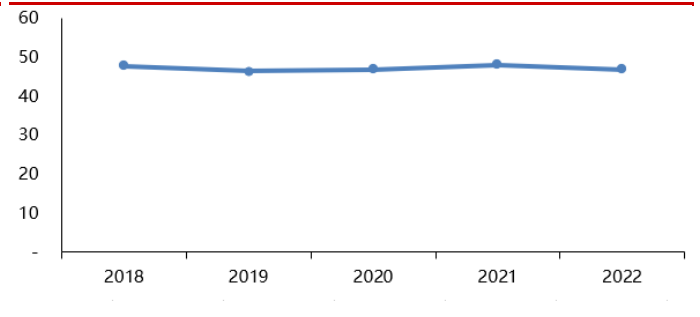
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 2006 年至今杠杆情况



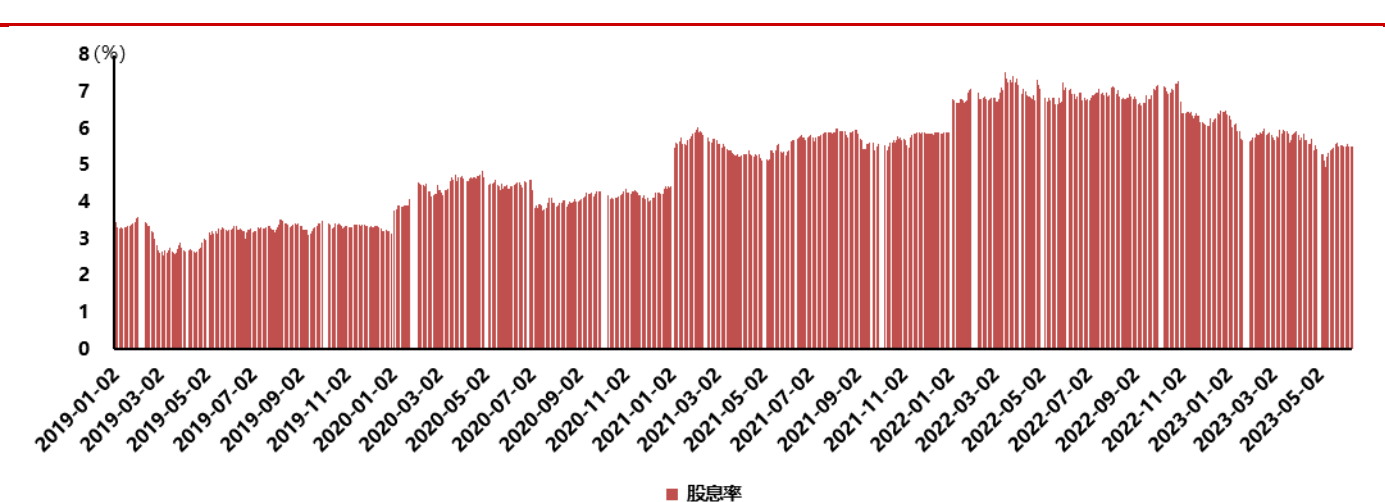
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 8 2018 年上市至今分红比例 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 目前股息率超过 5.5%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 科技赋能定位中小微客群，厂商+区域双线并进

公司提出“科技+零售”双领先战略。坚持零售金融、融物属性，“做银行不能做的”和“银行不愿做的”，聚焦小微客群、聚焦设备租赁；坚持厂商与区域双线并进，大力开发厂商租赁模式，借助厂商的销售网点抵达终端客户；建立直销网点，在经济发达小微企业集聚的区域建立属地团队；坚持布局多元市场、做强细分市场，在多个设备细分市场发力，同时在某些细分市场集中配置资源，力求形成领军优势；坚持信息技术与业务融合，发挥信息技术对公司业务和管理的赋能作用，创造新的需求和模式。

图 10 “零售 + 科技”双领先（2022-2026）战略



资料来源：2022ESG 报告，华西证券研究所

2.1. 坚定服务中小微客群定位

小微企业是国民经济增长的重要驱动力，在全国各类市场占据数量优势，在提高国民收入、增加就业岗位、促进国家经济发展和社会和谐稳定方面都发挥着举足轻重的作用。中小微企业的融资需求相对大型企业更为旺盛，为江苏金租专注中小微领域提供必要条件。

表 8 中小型企业具有更高的贷款需求指数

2022年季度	大型企业贷款需求指数	中型企业贷款需求	小型企业贷款需求指数
第一季度	60.3	63.7	74.0
第二季度	51.4	54.2	61.0
第三季度	53.6	55.6	63.8
第四季度	54.6	56.4	62.5

资料来源：《2022 年第四季度银行家问卷调查报告》，华西证券研究所

以“小单零售”模式发力中小微业务。小微业务主要集中在交通运输、工业装备、工程机械、农业机械、信息技术等领域小微企业和个人客户。在业务开展过程中，公司将设备作为第一还款来源，大幅降低中小微企业资质及抵押要求，使得中小微企业准入门槛进一步降低。

公司目前形成了“点、线、面”框架的小微租赁模式：以租赁设备为基点，针对行业特点，开发特色普惠产品；精专厂商租赁，发挥各自优势，服务设备上下游条线；开发小微聚集区，主动上门，对接企业需求。

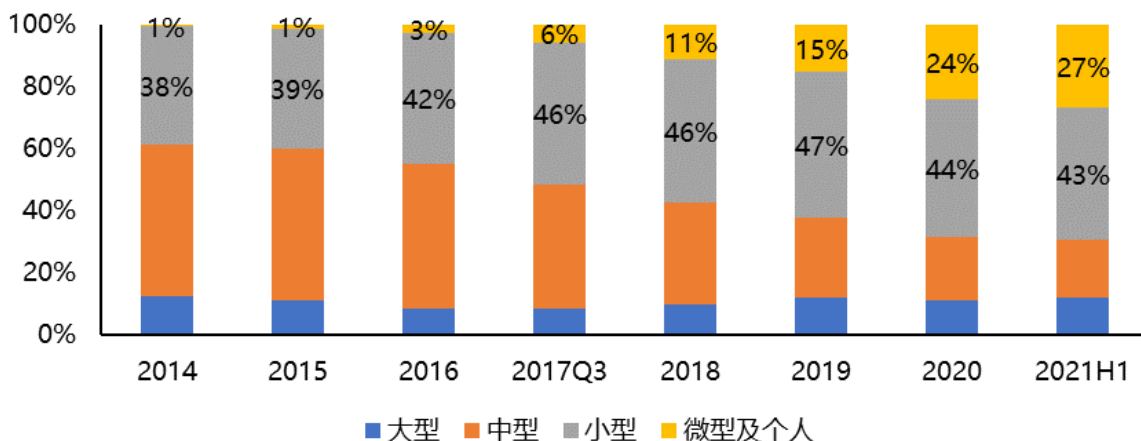
图 11 点线面框架的小微租赁模式



资料来源：公司公告，华西证券研究所

以应收租赁款余额结构来看，2014 年以来，小型、微型及个人占比逐年提升。截至 2021 年 6 月末，小型企业应收租赁款余额占比 43%，微型及个人占比 27%，二者合计 70%。

图 12 租赁余额小微企业占比有较大提升



资料来源：招股书，公司公告，华西证券研究所

公司业务充分展现出“大批量，小金额”的特点，零售金融特征显著，与其它金融租赁机构形成差异化竞争，具有独特的战略优势，有助于公司在资产端获得更强的议价能力并分散业务风险。

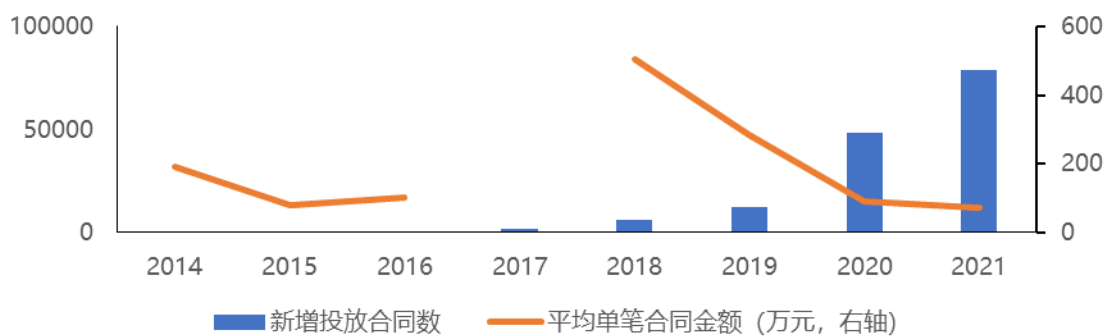
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

近年来公司新增投放合同数逐年攀升，而公司的平均单笔合同金额却随着新增投放合同数的增加逐年减少。根据公司 2021 年年报及 ESG 报告，2021 年全年新增投放项目数达到了 78795 笔，新增投放平均合同金额为 70.7 万元，小微客户平均单笔融资金额 58.7 万元。

根据 2022 年半年报，2022 年上半年公司新增合同数 32927 笔，投放合同中 1000 万及以下的小单占比近 99%。根据 2022 年 11 月投资者调研纪要，第三季度投放合同数超 16000 笔，其中单笔金额 100 万以下的合同占比 95%，平均单笔合同金额约 85 万元，继续保持了显著的零售特征。据 2022 年年报，截至 2022 年末，存量合同数增至 12.5 万笔，其中 99% 是中小微客户，单均金额 100 万元以下。

为应对零售转型所引发的合同数激增，公司结合业务场景需求，将项目尽调、评审、合同签订、放款等业务环节进行标准化设计，配合分级授权清单、平衡打分卡、自动决策模型等工具，有效提升了决策效率，扩大小微条线授权。

图 13 新增投放合同数及平均单笔合同及金额



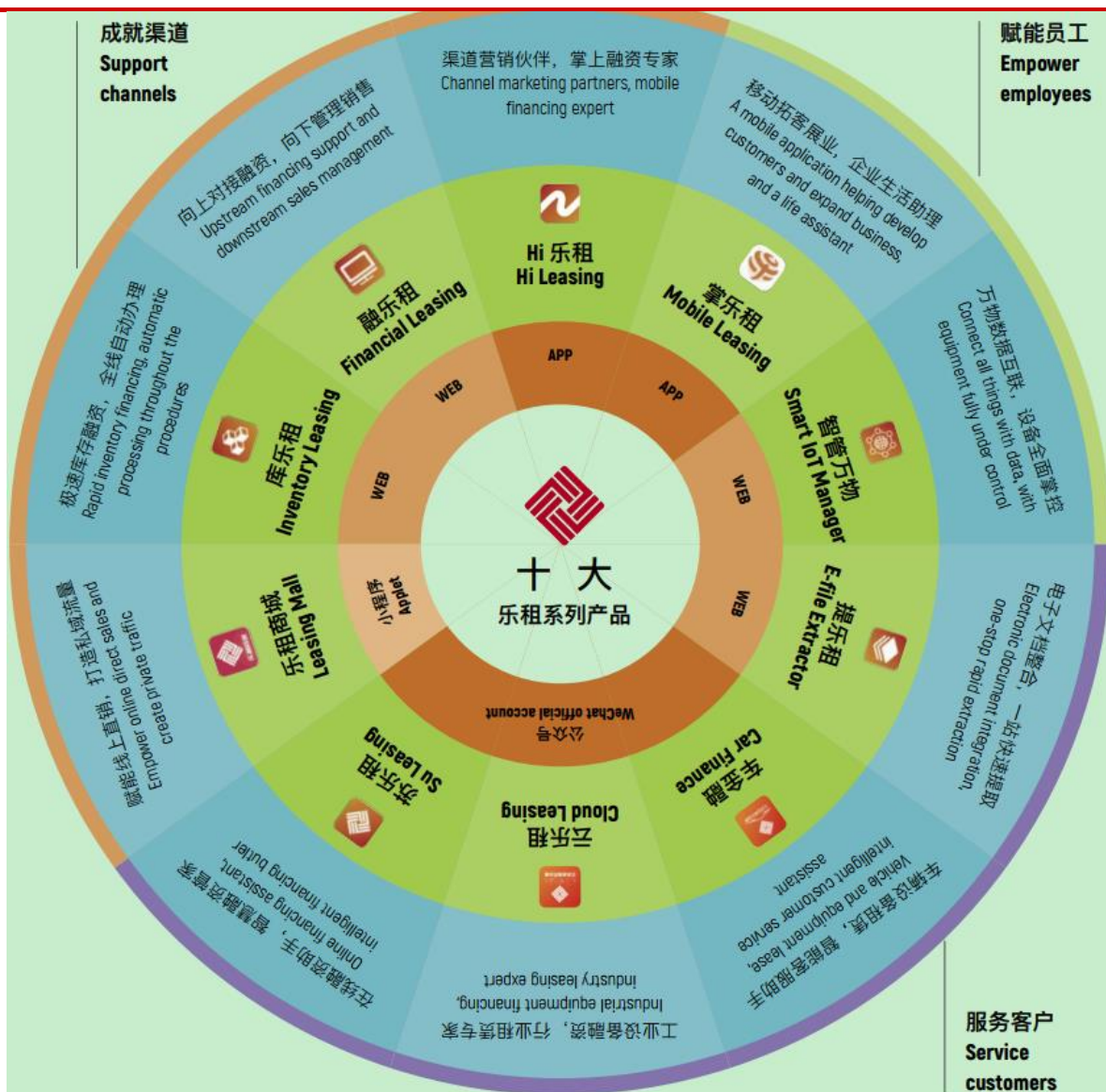
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 坚持科技赋能

强大的科技支撑能力是公司的核心竞争力之一。公司打造线上化金融服务生态，开发乐租系列互金产品，建立从渠道商到终端客户全场景覆盖的综合金融门户。构建智能化业务管理平台，开发不同类型业务的专属处理系统，上线客户地图、自动决策、智能风控与预警、租赁物管理、智能客服等功能模块，形成了支持年投放 10 万单量级的业务处理能力。坚持自主研发关键信息系统，不断提高信息安全自主可控水平，截至 2022 年末，建成 54 个业务和管理系统，获得 27 套国家版权局软件著作权证书、6 个国家知识产权局专利证书。

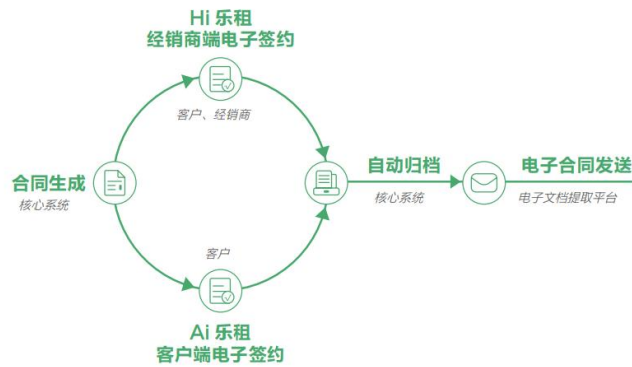
2022 年公司在“Hi 乐租”移动 APP、“融乐租”WEB 应用上优化了交易申请、交易审批、合同签署、用户管理等功能，为超过 1500 家渠道商、1 万名销售人员提供在线服务。在“苏乐租”“云乐租”“车金融”微信服务号发布了“我要还款、设备监控、多渠道划扣授权、全面电子签约”等功能，并构建用户画像，向客户进行定向推送融资服务；通过对接公司自主研发的自动决策引擎，“Hi 乐租”“融乐租”将融资申请从提交到决策反馈的时效提升至秒级，建立涵盖申报、审批、投放、风控等在内的流水线作业方式，实现 7*24 小时秒级审批。

图 14 公司打造十大乐租系列产品以赋能员工、渠道以及客户



资料来源：2022 公司 ESG 公告，华西证券研究所

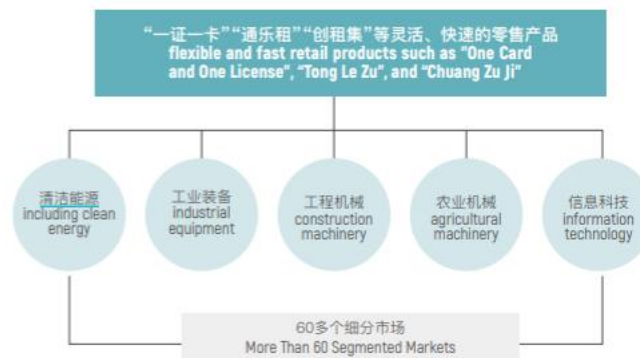
图 15 乐租自动签约平台



资料来源：公司 2021 年 ESG 报告，华西证券研究所

公司通过“自动+人工”的方式为客户构建出 360° 用户画像来加强对小微企业的金融服务力度。根据画像结果，为不同行业的小微客群打造量身定制的融资方案。

图 16 科学构建用户画像，为细分客群打造量身定制的融资方案



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，华西证券研究所

金融科技在业务后端的风控方面同样发挥巨大作用。公司征信系统接入公安、司法等外部信用数据，能够自动查询与报送客户征信数据；大数据平台为风险管理提供数据支撑；管理者驾驶舱为经营层直观展示经营、风险状况。特别是 2022 年，公司联合众多设备厂商共建智管万物 IoT 智慧物联系统，为客户提供更为全面的设备远程管理服务。根据公司 2022ESG 报告，目前公司已对船光车工 4 大设备市场、17 大细分设备领域、超十万台设备实现实时监控分析，形成船易行、光易测、工易感、车易查四大设备监控平台。

据公司投资者关系活动记录表，公司近年来在金融科技方面的资金投入持续保持两位数增长，相关人员数量扩张迅速。在公司新一轮战略中，“科技领先”成为了战略重点，公司将持续加大金融科技领域的建设投入。目前公司已形成支持年投放 10 万单量级的信息科技能力，金融科技对业务发展的作用逐渐从支撑转变为引领。

图 17 智能风控：风险监测自动化



资料来源：2022 公司 ESG 报告，华西证券研究所

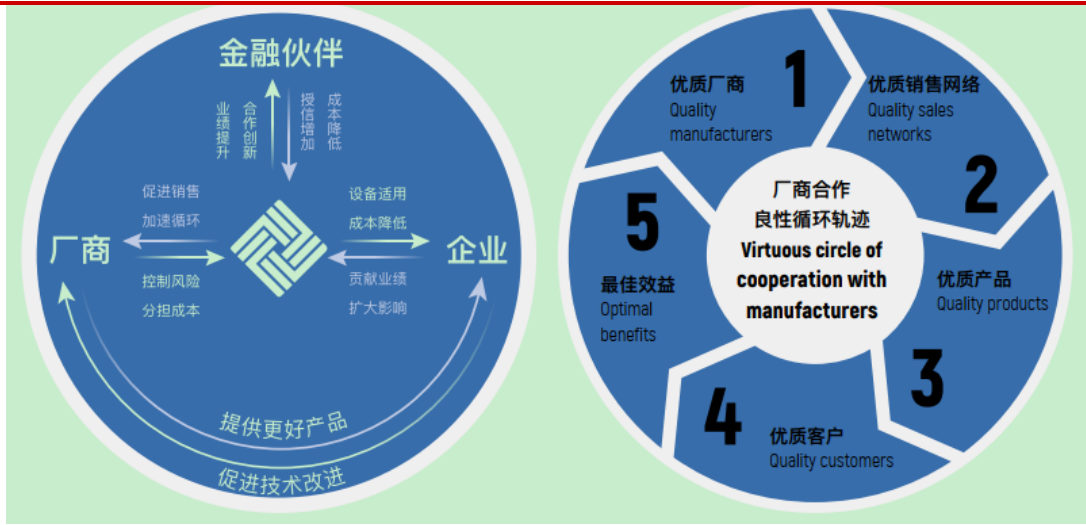
2.3. “厂商+区域” 双线并进推动公司转型

厂商租赁是江苏金租的重要商业模式，是由设备制造厂商与租赁公司结成战略合作关系，利用租赁为购买其产品的客户进行融资，并进行后续设备资产管理的一种业务模式，属于直租模式的一种。

2014 年起，公司与法巴租赁合作成立厂商融资中心，依托法巴租赁在欧洲成熟的厂商租赁业务模式和全球厂商合作资源，以及公司在国内持续经营的市场经验，以中小微型客户为主要服务对象，积极开拓厂商租赁业务。法巴租赁帮助公司建立厂融中心，针对厂商租赁业务开展过程中的产品规划、管理程序设计、市场营销等环节给予公司指导和建议，并根据自身合作厂商以及公司的需求情况，对双方进行引荐。

公司充分融合自身多年深耕产业的经验和国际设备融资租赁的先进理念，将厂商租赁模式作为发展设备租赁的重要方式，通过与优质厂商经销商合作，精准把握企业设备购置需求，量身定制企业还款方案，科学搭建“租赁物 + 承租人 + 厂商”三位一体风险管控体系，从而破解企业在设备购置、技术升级时的融资难题。

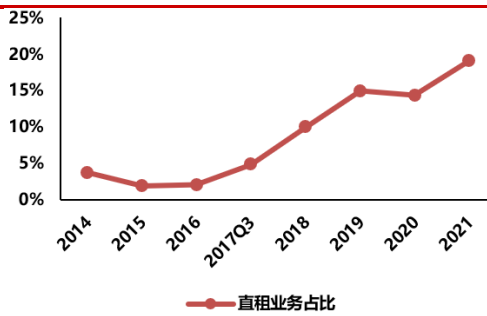
图 18 厂商模式下厂商、承租人等各方实现良性合作与发展



资料来源：2022 公司 ESG 报告，华西证券研究所

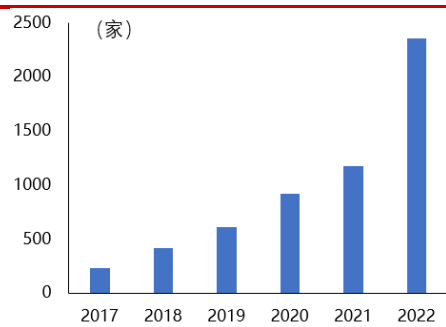
江苏金租直租模式近年发展速度较快，应收租赁款余额中直租模式由 2014 年的 11 亿元增长至 2021 年的 179 亿元，占比由 4% 提升至 19%，一定程度上是由厂商模式的快速发展所致。截至 2022 年，公司合作的厂商已经超过 2200 家，规模发展迅速。

图 19 直租模式占比持续提升



资料来源：公司招股书、可转债募集说明书及 2022 跟踪评级报告，华西证券研究所

图 20 合作厂商与经销商超 2000 家



资料来源：2022ESG 报告，华西证券研究所

在厂商线，公司与飞利浦、海德堡、凯斯、中国重汽、联影医疗、天合光能等千余家龙头厂商及其经销商建立了深入的合作关系；国际上与美国爱齐科技、德国海瑞克、瑞典安迈等多家国际知名合作厂商开展合作，整合资源。近五年来，公司逐渐将厂商模式业务重心转向国内。

图 21 部分合作厂商



资料来源：2022 公司 ESG 报告，华西证券研究所

在厂商模式稳步推进的同时，公司积极探索区域模式。江苏省工业体系在全国处于领先地位，省内信用经营情况良好的中小微企业数量众多，客群庞大，因而江苏本地地区是公司区域业务的重点开发区域。公司紧抓江苏小微制造业集聚的区位优势，组建属地业务团队，以直销方式挖掘当地小微加工制造企业金融需求。此外，公司对专用车、农业机械、纺织等行业集聚区进行集中拓展，可以更快响应当地合作伙伴及客户需求。近年来，公司应收租赁款在江苏省占比大幅提升，从 2017 年的 13% 提升至 2022 年的 26%。

3. 净利差与不良率优异

3.1. 资产端：多行业、多区域布局

多元的行业布局是公司风控的重要举措之一。根据 22 年 6 月投资者关系记录表，从业务板块上看，公司聚焦绿色能源、交通运输、信息科技、大健康、工业装备等十个板块，并在此基础上不断细分，目前已形成 60 多个细分市场，包括了百亿级（汽车金融、清洁能源）、五十亿级（工业装备、工程机械）、二十亿级（农业、医疗、信息科技等）等多层次业务结构。根据 22 年 5 月投资者关系记录表以及 21 年公司中报，实现“成熟行业与新兴行业滚动开发”的行业开发模式，并在清洁能源、新能源汽车、印刷包装等细分领域确立领先地位。

融资租赁资产行业分布来看，2022 年水利环境和公共设施、电热燃气等公用事业、交通运输三个行业融资租赁余额占比最高，分别为 25%、24% 和 14%，卫生与社会工作、制造业占比也较高，均为 7%。其他行业占比均低于 5%。

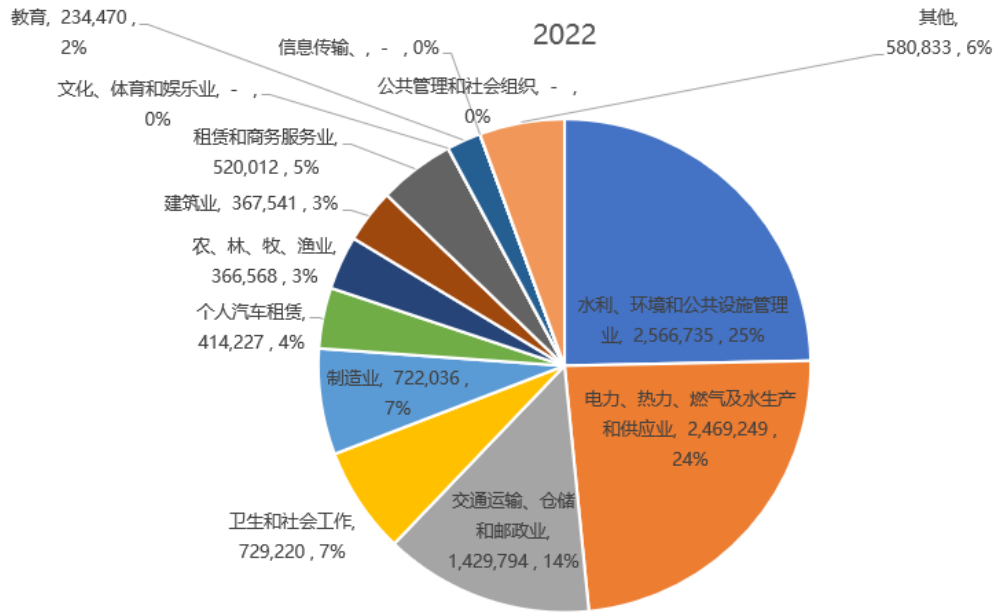
各年变化趋势来看，电热燃气等公用事业占比 2018 年以来提升明显，从 2017 年的 6% 提升至 2018 年的 14%，并进一步提升至 2022 年的 24%。交运、仓储与邮政业占

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

比提升明显，从 2017 年的 1% 提升至 2022 年的 14%；另外制造业、农林牧渔占比也分别从 2017 年的 1%、2% 分别提升至 2022 年的 7%、4% 提升，个人汽车租赁、租赁和商务服务业也有较大提升。水利、环境和公共设施管理业近年来占比逐年下降，卫生和社会工作、教育占比也有较大幅度下降。

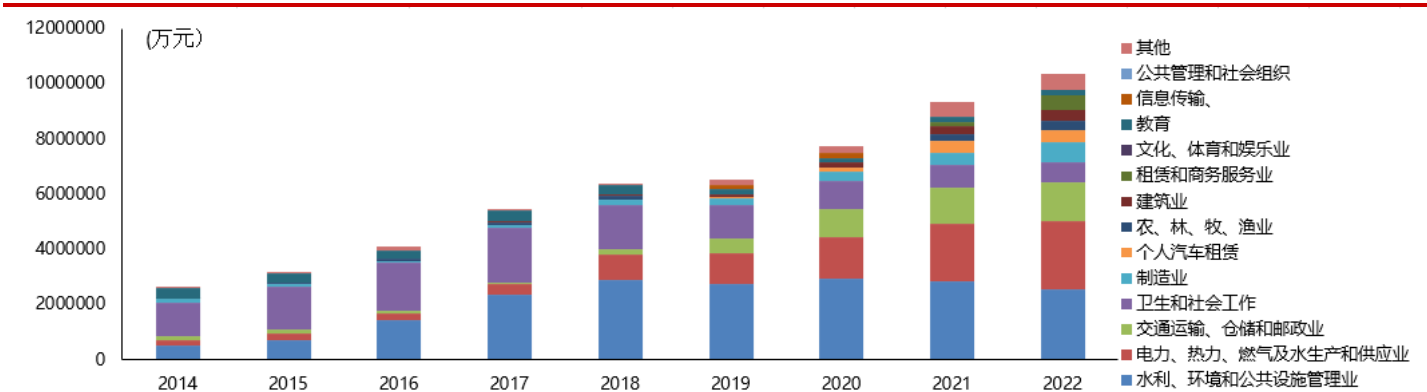
而从各行业利率来看，除了农林牧渔业利率稍高，其他行业差异不大。比如 2022 年农林牧渔业平均利率为 8.6%，其他行业利率均在 7% 左右。

图 22 2022 年公司各行业应收租赁款余额及占比



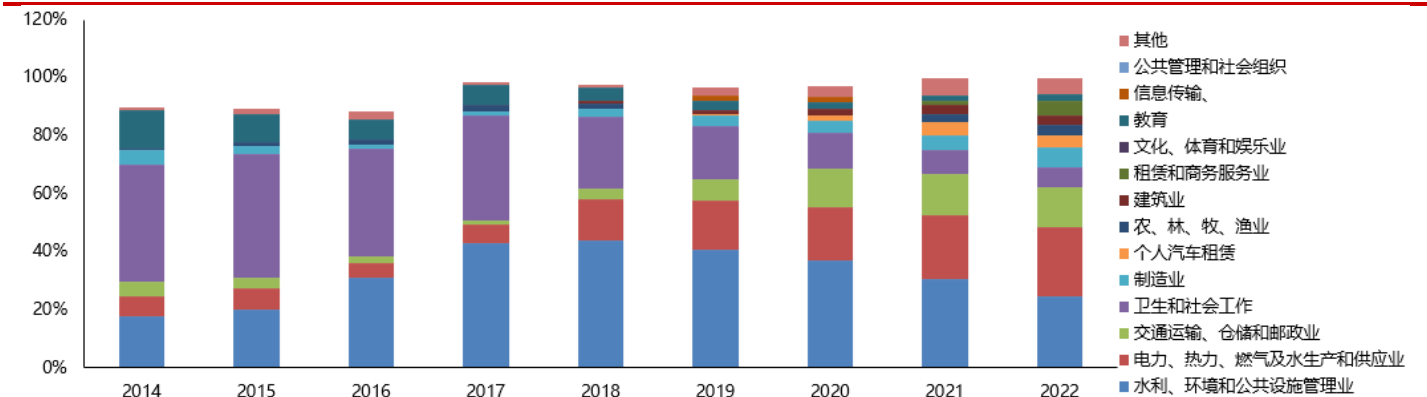
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 公司应收租赁款余额各个行业金额



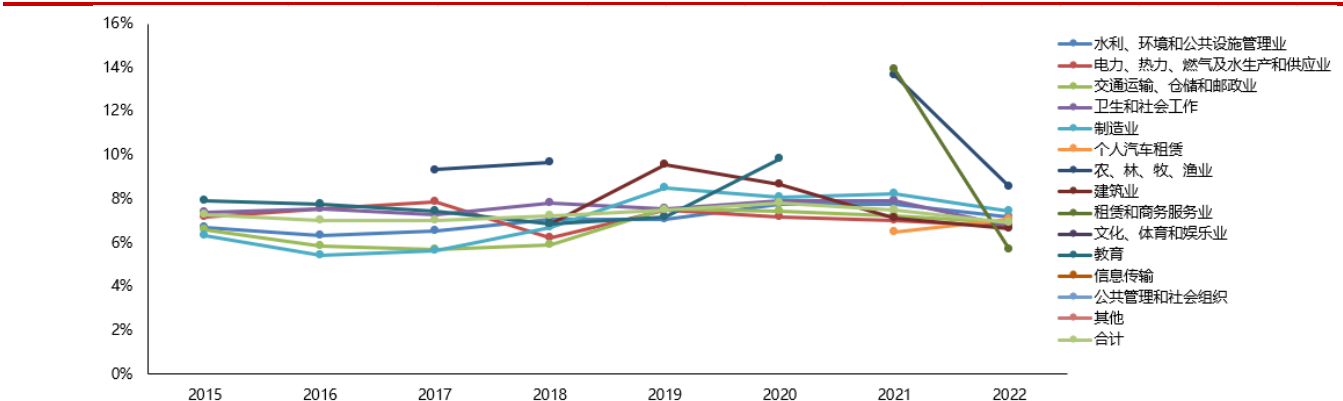
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 应收租赁款余额中电力、热力、燃气和水生产和供应占比提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 除了农\林牧渔业利率稍高，其他行业利率差异不大



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：利率=利息收入/(上年末应收租赁款余额+本年末应收租赁款)/2

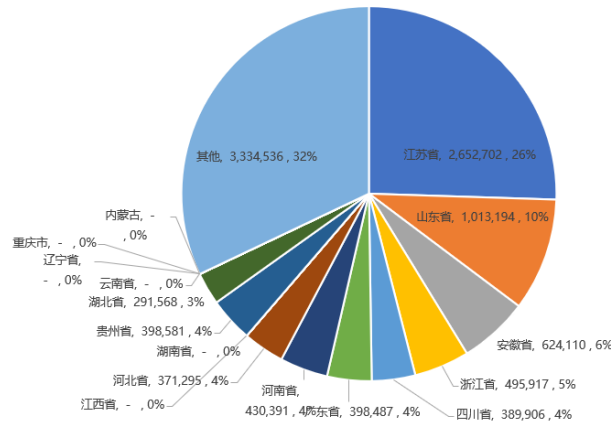
区域方面，公司业务布局覆盖全国（除港澳台外）所有省市自治区。公司在不同地区行业开发上“因地制宜”，围绕属地成熟行业发展业务，例如在新疆、东北等农业发展较为成熟的地区主要开展农业机械租赁业务。江苏金租目前已为全国 31 个省市自治区提供服务，基本实现全国业务布局。

江苏省作为公司注册所在地，租赁资产规模持续据各省份第一，2022 年江苏省融资租赁规模占比 26%。其次山东、安徽、浙江省占比次高，分别为 10%、6%和 5%，其他省份占比均低于 5%。

各年变化趋势来看，江苏、山东占比提升，分别从 2017 年的 13%、6%提升至 2022 年的 26%、10%。另外浙江、广东 2017 年末未单列应该是占比低于 3%，2022 年占比分别为 5%、4%。

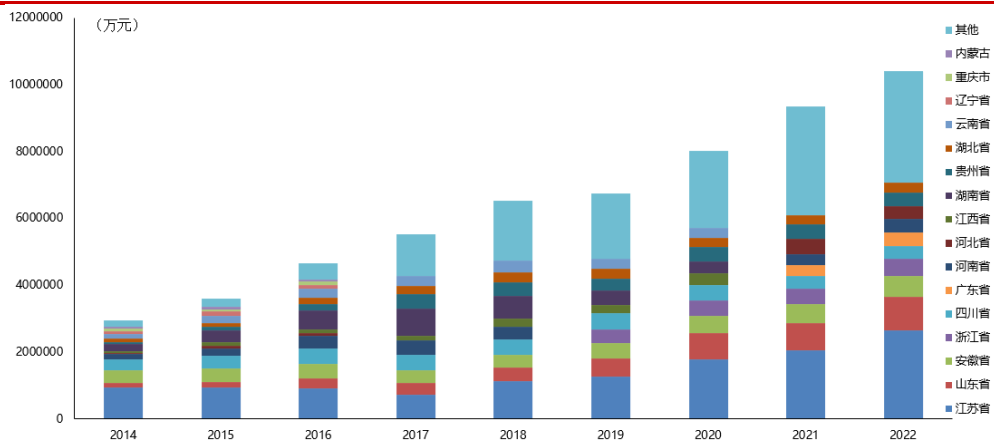
四川、河南、贵州、湖北、湖南、云南占比则有所下降，四川、河南、贵州、湖北分别从 2017 年的 8%、8%、8%、5%下降至 2022 年的 4%、4%、4%、3%，湖南、云南在 2017 年占比分别有 15%、5%，2022 年数据披露中未单列。

图 26 2022 年公司各省份应收租赁款余额及占比（单位：万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

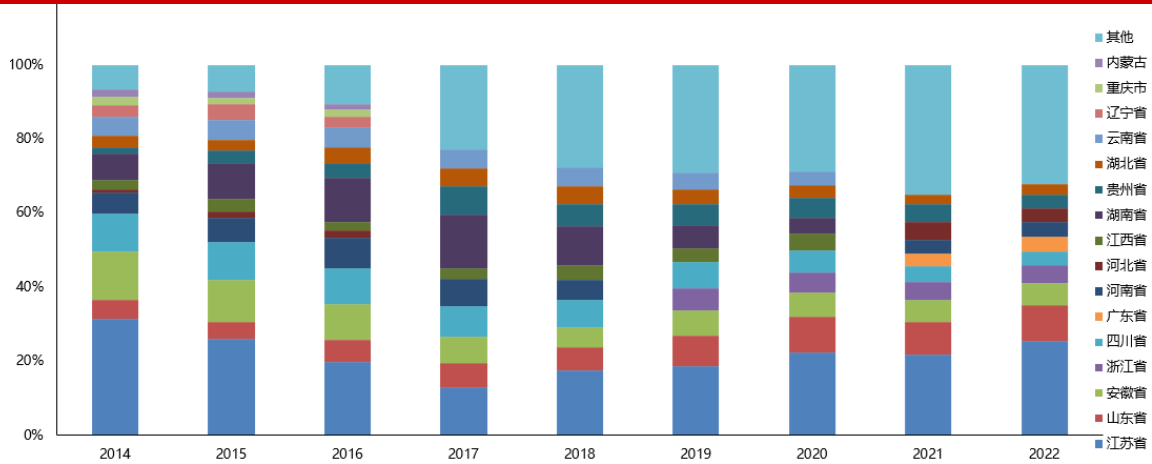
图 27 公司应收租赁款余额的省份分布（单位：万元）



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28 公司应收租赁款余额的省份分布



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 资金端：同业拆借占比最高，融资成本低

作为 A 股上市公司，江苏金租融资渠道多元。资本市场融资方面，公司是首家发行可转债的金租公司，2021 年 11 月发行了 50 亿元可转债。在资金市场，可以发行金融债券，租赁资产证券化融资。间接融资市场获得了多家金融机构授信等。在信用评级上，公司长期维持 AAA 级主体信用评级，拥有良好信誉，获得了较低的融资成本。

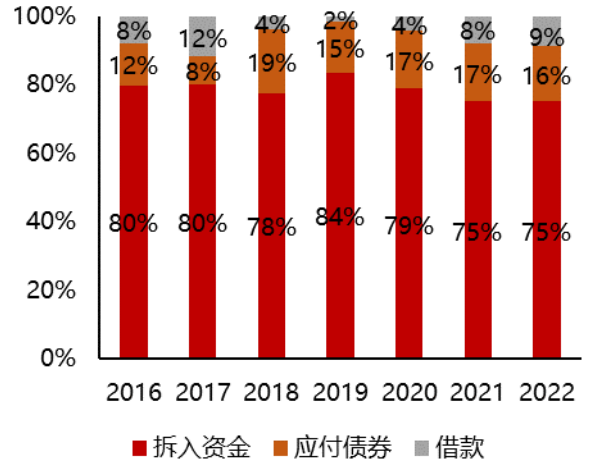
从公司资产负债表来看，付息债务包括短期借款、长期借款、拆入资金和应付债券。其中同业拆借占比最大，近 7 年来始终保持在 75% 以上，2022 年同业拆借占付息债务比例为 75.1%。银行间同业拆借利率下行有利于带动公司整体融资成本下降。

图 29 公司融资渠道多元



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，华西证券研究所

图 30 有息负债中同业拆借占比 75%以上



资料来源：公司年报，华西证券研究所

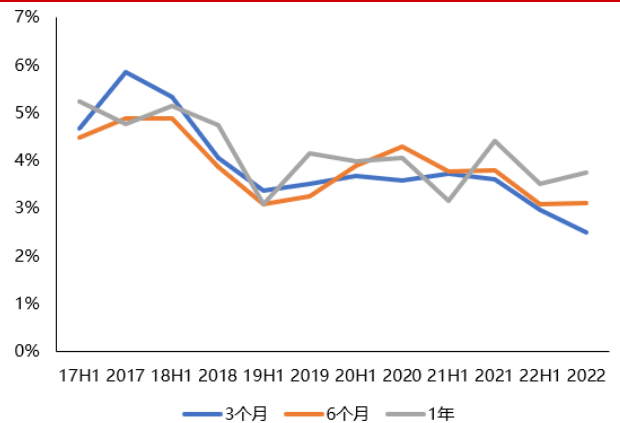
2018 年起由于货币市场流动性充足，公司融资成本逐年下降。有息负债成本率由 2018 年的 5.48% 下降至 2022 年的 3.16%。受益于同业拆借利率的持续走低，公司融资利率有望在未来保持在较低水平。

图 31 2018 年以来有息负债利率逐年下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 32 公司有息负债利率与同业拆借市场利率有较强相关性



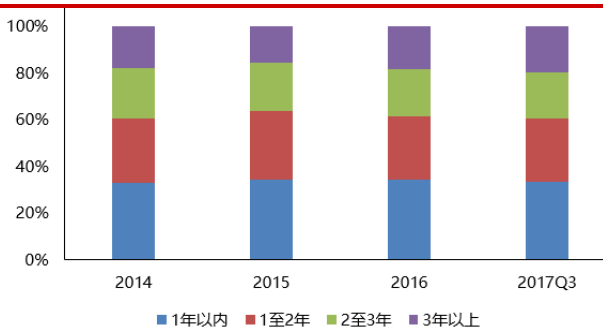
资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.3. 利差优势明显

近年得益于资金端融资成本逐年下降，以及资产端向零售业务转型，公司净利差水平较高且持续提升。2022 年公司净利差为 3.42%，相较于 2018 年的 1.94% 提升 1.48pct，且大大高于商业银行同期水平。

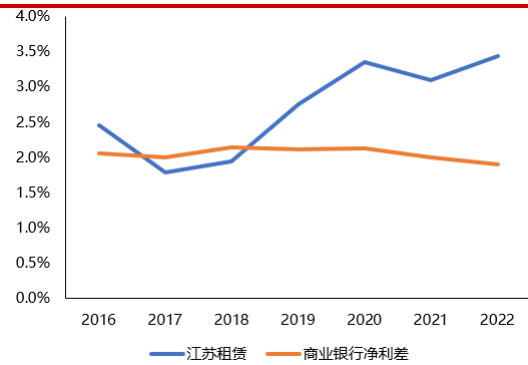
由于公司负债结构以同业拆借为主，期限在 1 年之内，因而负债端久期较短。而在资产端，公司的租赁业务期限相对较长，据招股书 2014-2017Q3 公司租赁资产期限分布相对稳定。拿 2017 年三季度末数据来看，1 年以内资产占比最高，为 34%，1-2 年的为 27%，2-3 年及 3 年以上的分别占比 20%、19%。在降息周期公司负债端利率下行，而资产端利率相对稳定，公司净利差扩大。

图 33 公司租赁资产总额期限分布



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 34 公司净利差水平大幅高于商业银行



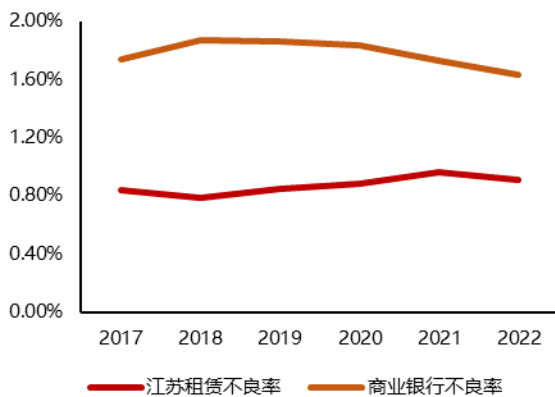
资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.4. 长期不良率低于 1%

公司结合自身经验以及宏观环境对不同行业的影响，合理调整资产配置结构，降低资产风险，并且持续强化资产监测工作，及时发现风险隐患，尽早介入处理。同时公司加大催收处置力度，有效把控存量资产质量。

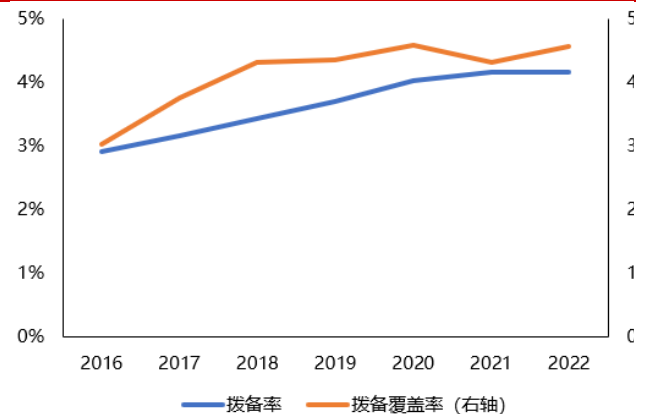
公司资产质量较好，长期以来不良资产率维持在 0.6%-1.0%之间，优于同期商业银行不良率水平，2022 年公司不良率为 0.91%。同时公司计提减值较为充分，拨备覆盖率与拨备率持续提升，2022 年拨备覆盖率 457.1%，拨备率 4.17%。

图 35 公司不良率持续低于商业银行



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 36 近年来公司拨备率与拨备覆盖率持续提升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 9 厂商模式下厂商、承租人等各方实现良性合作与发展

五级分类比例	2017	2018	2019	2020	2021	2022
正常	98.27%	96.19%	94.79%	95.91%	94.98%	95.64%
关注	0.89%	3.02%	4.37%	3.22%	4.06%	3.45%
次级	0.16%	0.30%	0.41%	0.62%	0.39%	0.38%
可疑	0.63%	0.48%	0.44%	0.25%	0.57%	0.53%
损失	0.05%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测：预计业绩继续保持较快增长

核心假设包括应收租赁款余额及收益率、有息负债规模及平均利率。整体我们认为“零售+科技”战略下融资租赁资产有望保持快速增长，收益率小幅下降但仍然维持较高水平，在可转债不转股的假设下有息债务规模会匹配资产增长，有息债务利率微幅下滑。

表 10 盈利预测核心假设

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
应收租赁款	779.6	907.3	1,004.0	1,174.7	1,362.6	1,580.6
YOY		16.4%	10.7%	17.0%	16.0%	16.0%
租赁资产收益率	7.36%	7.25%	6.82%	6.69%	6.55%	6.42%
有息负债	555.1	750.5	854.4	986.9	1,164.5	1,362.5
YOY		35.2%	13.9%	15.5%	18.0%	17.0%
有息负债平均利率		3.92%	3.16%	2.76%	2.54%	2.37%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2023-2025 营业收入分别为 49.27/ 57.13 / 65.84 亿元，归母净利润分别为 27.91/ 32.35/ 37.27 亿元，分别同比+15.73%/15.93%/15.19%，EPS 分别为 0.93/1.08/1.25 元，ROE 分别为 16.79%/17.99%/19.09%。

表 11 盈利预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	37.53	39.41	43.46	49.27	57.13	65.84
利息净收入	33.12	35.91	41.47	48.19	56.42	65.19
手续费及佣金净收入	4.30	3.74	1.71	0.72	0.24	0.03
经营租赁收入	0.11	0.18	0.24	0.31	0.41	0.53
营业支出	12.48	11.75	11.27	12.03	13.96	16.11
营业税金及附加	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12
管理费用	3.06	3.57	4.28	4.85	5.62	6.48
信用减值损失	9.30	8.03	6.76	6.90	8.00	9.22
经营租赁成本	0.05	0.07	0.11	0.14	0.19	0.24
营业利润	25.05	27.65	32.19	37.25	43.17	49.73
利润总额	25.03	27.64	32.16	37.21	43.14	49.70
减：所得税	6.26	6.91	8.04	9.30	10.79	12.42
归母净利润	18.77	20.72	24.12	27.91	32.35	37.27
YOY		10.4%	16.4%	15.7%	15.9%	15.2%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们选取港股上市的租赁公司作为可比公司，包括远东宏信和中银航空租赁。江苏金租的 ROE 与 PB 均高于可比公司。2021 年数据来看，江苏金租 ROE 为 15.04%，高于远东宏信的 14.57%，高于中银航空租赁的 11.18%。

PB 估值来看，江苏金租 PB 为 1.15 倍，高于远东宏信的 0.56 倍，小幅高于中银航空租赁的 1.10 倍。PB (2022A) / ROE (2023E) 来看，公司高于远东宏信，但低于中银航空租赁。

表 12 公司 ROE 与 PB 均高于可比公司

公司名称	总市值 (亿元)	ROE (%)			PB (2022A)	PB(2022A)/ROE(2023E)
		2021A	2022A	2023E		
远东宏信	254.70	14.57	14.13	14.25	0.56	3.95
中银航空租赁	399.28	11.18	0.38	11.87	1.10	9.29
江苏金租	185.86	15.04	15.80	16.79	1.15	6.83

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：远东宏信、中银航空租赁总市值为人民币，远东宏信、中银航空租赁 2023 年 ROE 为 Wind 一致预期。

市值、PB 均为 2023 年 6 月 14 日收盘数值。

4.2. 投资建议

公司盈利能力、成长性与股息率均长期优异，我们看好公司独特的股东优势下的厂商模式及“科技+零售”战略，公司管理层长期稳定，股权激励机制完善，为战略执行奠定基础。

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 49.27 / 57.13 / 65.84 亿元，EPS 分别为 0.93 / 1.08 / 1.25 元，6 月 14 日收盘价为 6.13 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 6.56 / 5.66 / 4.91 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

4.3. 风险提示

宏观经济和利率波动对公司盈利带来不确定性影响；公司租赁资产质量下降风险；行业竞争加剧导致公司盈利增长不达预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及存放中央银行款项	28.47	37.03	25.03	29.66	29.80
拆出资金	28.31	17.99	11.44	7.27	4.62
应收租赁款	907.29	1,004.00	1,174.68	1,362.63	1,580.65
预付租赁资产款	-	-	-	-	-
应收款项	0.09	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资	-	-	-	4.50	4.50
投资性房地产	1.41	1.35	1.35	1.35	1.35
固定资产	5.28	6.66	6.66	6.66	6.66
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	0.52	0.66	0.66	0.66	0.66
递延所得税资产	8.20	9.11	9.11	9.11	9.11
其他资产	13.51	13.10	13.10	13.10	13.10
资产总计	993.07	1,089.92	1,242.04	1,434.95	1,650.46
短期借款	30.00	30.52	17.27	20.38	23.85
拆入资金	563.99	641.80	808.94	954.55	1,116.82
应付职工薪酬	2.20	2.22	2.52	2.92	3.36
应交税费	3.45	2.95	3.34	3.87	4.47
应付款项	24.43	17.09	23.12	23.12	23.12
长期借款	29.40	43.51	24.63	29.06	34.00
应付债券	127.09	138.60	136.03	160.52	187.80
其他负债	67.00	53.53	53.53	53.53	53.53
负债合计	847.55	930.22	1,069.38	1,247.95	1,446.95
股本	29.87	29.87	29.87	29.87	29.87
其他权益工具	3.43	3.42	3.42	3.42	3.42
资本公积金	42.89	43.00	43.00	43.00	43.00
减:库存股	0.98	0.59	0.59	0.59	0.59
其它综合收益	-0.00	0.03	0.03	0.03	0.03
盈余公积金	9.70	12.04	14.75	17.89	21.51
一般风险准备	14.66	16.20	17.98	20.05	22.43
未分配利润	45.95	55.74	63.61	72.74	83.26
归母权益	145.52	159.70	172.66	187.00	203.51
少数股东权益	-	-	-	-	-
所有者权益合计	145.52	159.70	172.66	187.00	203.51
负债及股东权益总计	993.07	1,089.92	1,242.04	1,434.95	1,650.46
每股指标 (单位:元)					
每股净利润	0.69	0.81	0.93	1.08	1.25
每股净资产	4.87	5.35	5.78	6.26	6.81

利润表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39.41	43.46	49.27	57.13	65.84
利息净收入	35.91	41.47	48.19	56.42	65.19
手续费及佣金净收入	3.74	1.71	0.72	0.24	0.03
其他收益	0.02	0.02	0.03	0.05	0.07
汇兑净收益	-0.46	0.00	-0.00	0.00	-0.00
经营租赁收入	0.18	0.24	0.31	0.41	0.53
其他业务收入	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
资产处置收益	-	0.00	0.00	0.00	0.00
营业支出	11.75	11.27	12.03	13.96	16.11
营业税金及附加	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12
管理费用	3.57	4.28	4.85	5.62	6.48
信用减值损失	8.03	6.76	6.90	8.00	9.22
经营租赁成本	0.07	0.11	0.14	0.19	0.24
其他业务成本	0.01	0.05	0.05	0.05	0.05
营业利润	27.65	32.19	37.25	43.17	49.73
利润总额	27.64	32.16	37.21	43.14	49.70
减:所得税	6.91	8.04	9.30	10.79	12.42
归母净利润	20.72	24.12	27.91	32.35	37.27
主要财务比率					
会计年度					
2021A					
2022A					
2023E					
2024E					
2025E					
成长能力					
营业收入 (%)	5.00%	10.29%	13.37%	15.96%	15.23%
归母净利润 (%)	10.40%	16.36%	15.73%	15.93%	15.19%
收入结构					
利息净收入 (%)	91.14%	95.43%	97.82%	98.75%	99.02%
手续费及佣金净收入 (%)	9.50%	3.92%	1.45%	0.43%	0.04%
经营租赁收入 (%)	0.46%	0.55%	0.63%	0.71%	0.81%
其他业务收入 (%)	-1.10%	0.10%	0.10%	0.11%	0.13%
获利能力及杠杆					
ROE (%)	15.04%	15.80%	16.79%	17.99%	19.09%
ROA (%)	2.30%	2.32%	2.39%	2.42%	2.42%
杠杆	6.82	6.82	7.19	7.67	8.11
估值					
PE	8.83	7.59	6.56	5.66	4.91
PB	1.26	1.15	1.06	0.98	0.90

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。