

江苏租赁 (600901.SH) 负债成本下降驱动利差扩张, 转债不提前赎回

2023年08月19日

——江苏金租 2023 年中报点评

投资评级: 买入 (维持)
高超 (分析师)
卢崑 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

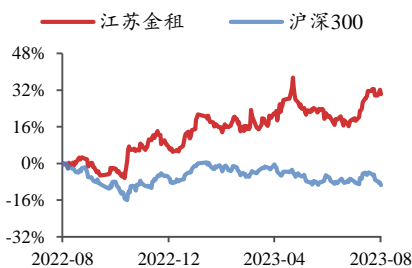
lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790122030100

日期	2023/8/18
当前股价(元)	4.50
一年最高最低(元)	7.26/4.02
总市值(亿元)	191.01
流通市值(亿元)	190.42
总股本(亿股)	42.45
流通股本(亿股)	42.32
近3个月换手率(%)	32.09

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《加深双方股权合作, 加快专业化和国际化发展——江苏金租与法巴租赁设立合资子公司点评》-2023.6.2

《开启“零售+科技”双领先战略, 一季度投放加码——江苏金租2022年报和2023一季报点评》-2023.4.23

《业绩好于预期, 资产质量保持稳健——江苏租赁2022年3季报点评》-2022.10.28

● 负债成本下降驱动利差扩张, 转债不提前赎回

公司2023H1营业收入/归母净利润分别为24.12/13.18亿, 同比+12.4%/+11.5%, 年化ROE 16.3%, 较2022年+0.46pct, 年化ROA 2.4%, 较2022年+0.05pct。2023Q2单季度营业收入/归母净利润12.0/6.4亿, 环比-0.8%/-6.1%, 同比+11.7%/+12.6%, 符合我们预期。公司资产规模稳健增长, 不良率小幅提升关注率下降明显, 资产质量安全, 负债端成本下降驱动利差扩张。考虑资产端收益率有所下降, 我们下调公司2023-2025年归母净利润预测至27.5/31.3/35.3亿(调前28.0/33.3/39.4亿元), ROE为16.3%/16.8%/17.1%, EPS为0.6/0.7/0.8元。2023年下半年利率有望延续下行趋势, 公司利差或保持扩张。公司2014-2022年ROA平均数达2.4%, 不良率平均数为0.85%, 可持续的高盈利和低不良尽享估值溢价。当前股价对应股息率5.6%, 对应2023-2025年PB 1.1/1.0/0.9倍, 维持“买入”评级。

● 厂商数量持续增长, 负债端成本下降驱动净利差扩张

(1) 2023H1末应收融资租赁款余额1138亿, 同比+10%, 较年初+9%, 其中工业装备/农业机械/工程机械规模增长明显, 较年初+58%/+47%/+40%。期末合作厂商及经销商数量超3000家, 较年初+27%, 同比+76%。公司在苏南、苏中地区设立属地化业务团队, 形成稳定直销网络服务中小微制造企业。(2) 我们测算公司2023H1年化生息资产收益率6.73%, 较2022年-0.10pct, 优质资产竞争加剧和长端利率下降叠加导致生息资产收益率下降; 测算2023H1年化付息债务成本2.95%, 较2022年-0.22pct, 短端利率下降驱动负债端成本下降。测算公司2022年/2023H1净利差为3.65%/3.78%, 利差有所扩张。2023年8月15日央行降息, 预计下半年宏观流动性相对充裕, 公司负债端利率有望进一步下降。

● 资产质量稳健, 科技能力支撑零售业务发展, 未来一年不提前赎回转债

2023H1末不良率为0.94%, 较年初+0.03pct, 关注率3.06%, 较年初-0.38pct, 资产质量保持较好水平; 拨备覆盖率为423%, 拨贷比3.98%, 拨备充足。公司拥有快速响应及高效业务处理能力、成熟风控能力和科技支撑能力, 满足公司零售业务需求。公司建立从渠道商到终端客户全场景覆盖的综合金融门户, 形成了支持年投放10万单量级的业务处理能力。2023年8月18日公司公告未来一年不提前赎回可转债, 减缓转债转股带来的股权稀释, 彰显公司信心和重视股东回报。

● **风险提示:** 宏观经济对公司盈利和不良带来不确定性; 竞争加剧造成利差收窄。
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,941	4,346	4,924	5,592	6,286
YOY(%)	5.0	10.3	13.3	13.6	12.4
归母净利润(百万元)	2,072	2,412	2,749	3,128	3,527
YOY(%)	10.4	16.4	14.0	13.8	12.8
毛利率(%)	70.2	74.1	74.4	74.6	74.8
净利率(%)	52.6	55.5	55.8	55.9	56.1
ROE(%)	15.0	15.8	16.3	16.8	17.1
EPS(摊薄/元)	0.69	0.81	0.65	0.74	0.83
P/E(倍)	6.5	5.6	6.9	6.1	5.4
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	96,416	105,903	116,572	134,820	156,452
货币资金	2,574	3,444	1,405	1,053	1,173
应收融资租赁款	90,729	100,400	114,866	133,466	154,978
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	3,112	2,059	301	301	301
非流动资产	2,892	3,089	3,689	4,196	4,774
长期投资	-0	-0	-0	4	4
固定资产	528	666	799	945	1,092
无形资产	52	66	66	66	66
其他非流动资产	2,312	2,357	2,824	3,181	3,612
资产总计	99,307	108,992	120,261	139,016	161,226
流动负债	71,481	78,645	86,705	98,504	113,511
拆入资金	56,399	64,180	71,180	81,180	93,180
应付款项	9,143	7,062	8,121	9,420	10,928
其他流动负债	5,940	7,403	7,403	7,903	9,403
非流动负债	13,274	14,376	15,878	20,942	26,025
应付债券	12,709	13,860	15,256	20,256	25,256
其他非流动负债	565	517	622	686	769
负债合计	84,755	93,022	102,583	119,446	139,537
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,987	2,987	4,245	4,245	4,245
资本公积	4,276	4,276	4,276	4,276	4,276
留存收益	4,841	5,082	5,357	5,669	5,875
归母公司股东权益	14,552	15,970	17,679	19,569	21,689
负债和股东权益	99,307	108,992	120,261	139,016	161,226

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1699	2515	-4512	-3006	-1682
净利润	557	1063	2749	3128	3527
折旧摊销	0	0	37	0	0
债券利息	0	176	288	76	166
应收租赁款的减少(增加)	-13679	-14970	-15601	-13729	-15346
营运资金变动	21049	26049	31049	36049	41049
经营性应付的增加(减少)	12384	13466	8165	8204	10440
投资活动现金流	-15	-25	-15	-5	5
资本支出	3	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1136	-2329	2487	3942	3976
短期借款	0	0	100	200	300
长期借款	0	4000	4100	4200	4300
普通股增加	0	0	0	1	1
资本公积增加	2	2	2	2	2
其他筹资现金流	0	0	0	1	1
现金净增加额	549	159	-2040	932	2299

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,941	4,346	4,924	5,592	6,286
营业成本	1,175	1,127	1,259	1,422	1,583
营业税金及附加	7	8	9	10	12
营业费用	-0	-0	-0	4	4
管理费用	357	428	483	531	578
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	803	676	750	860	970
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	2,765	3,219	3,665	4,170	4,702
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	4	-0	-0	-0
利润总额	2,764	3,216	3,666	4,171	4,703
所得税	691	804	916	1,043	1,176
净利润	2,072	2,412	2,749	3,128	3,527
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	2,072	2,412	2,749	3,128	3,527
EBITDA	2764	3216	3703	4171	4703
EPS(元)	0.69	0.81	0.65	0.74	0.83

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	5.0	10.3	13.3	13.6	12.4
营业利润(%)	10.4	16.4	13.9	13.8	12.8
归母净利润(%)	10.4	16.4	14.0	13.8	12.8
获利能力					
毛利率(%)	70.2	74.1	74.4	74.6	74.8
净利率(%)	52.6	55.5	55.8	55.9	56.1
ROE(%)	15.0	15.8	16.3	16.8	17.1
ROIC(%)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	85.3	85.3	85.3	85.9	86.5
净负债比率(%)	5.2	5.4	5.3	5.6	5.9
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	4.4	4.2	4.3	4.3	4.2
应收账款周转率	4.7	4.5	4.6	4.5	4.4
应付账款周转率	12.8	13.9	16.6	16.2	15.6
每股指标(元)					
每股收益	0.69	0.81	0.65	0.74	0.83
每股经营现金流	0.57	0.84	-1.06	-0.71	-0.40
每股净资产	4.87	5.35	4.16	4.61	5.11
估值比率					
P/E	6.5	5.6	6.9	6.1	5.4
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	39.9	37.0	37.3	37.7	34.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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10层
邮编：200120
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

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

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