

2018年02月28日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

## 公司基本资讯

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 产业别               | 金融租赁                       |
| 上证综指(2018/2/27)   | 3292.07                    |
| 拟发行股数(百万)         | 63999.97 万股                |
| 主要股东              | 江苏交通控股有限公司(直接及间接持股 49.69%) |
| 每股净值(元/股, 3Q2017) | 2.59                       |

## 产品组合

|           |        |
|-----------|--------|
| 利息净收入     | 74.09% |
| 手续费及佣金净收入 | 25.08% |
| 其他        | 0.83%  |

## 发起人(IPO前)

|                      |        |
|----------------------|--------|
| 江苏交通控股有限公司           | 27.27% |
| 南京银行股份有限公司           | 26.86% |
| 江苏扬子大桥股份有限公司         | 12.45% |
| 江苏广靖锡澄高速公路有限公司       | 9.97%  |
| 国际金融公司(IFC)          | 8.52%  |
| 青岛融诚投资有限公司(现更名为堆龙荣诚) | 8.27%  |
| 法巴租赁(BPLG)           | 6.50%  |
| 苏州物资控股(集团)有限责任公司     | 0.16%  |

## 江苏租赁(600901.SH)

## 新股报告

专注中小企业, 冉冉升起的租赁之星

### 结论与建议:

江苏租赁正处于快速发展期, 各项指标(净利润、ROE、ROA、总资产、净资产)均处于行业前列, 且处于不断提升之中。从业务投向来看, 基本上集中在医疗卫生及水利等周期性较弱的行业, 从业务所在区域来看, 公司在江苏地区租赁业务收入占16.67%, 地区分布整体较为均匀。公司主要聚焦于中小型客户(占比85.81%), 溢价能力强。

展望未来, 长期来看, 目前我国融资租赁规模位列全球前十, 不过从租赁渗透率指标来看, 最低, 仅4%, 而西方发达国家渗透率普遍在15%以上, 存在不小的差距, 中国融资租赁市场未来依旧有较大的发展空间, 相信江苏租赁也将受益, 而从中短期来看, 江苏租赁专注于中小企业, 高ROE有望持续, 且此次IPO后公司实力有望进一步提升, 并获得更多市场份额, 投资者应积极关注此标的。

■ **世界租赁市场稳健成长, 中国依旧为洼地:** 从全球来看, 融资租赁成交额从1993年的3096亿美元成长至2015年的10053亿美元, 22年CAGR录得5.5%, 整体保持稳健增长; 中国方面, 2007年随着商业银行进入融资租赁业, 我国融资租赁业进入了高速发展阶段: 2017年融资租赁合同余额6.06万亿, 为2008年的39倍, 2008年至2017年9年CAGR录得31%。不过目前中国租赁渗透率依旧非常低, 仅为4%, 而西方发达国家渗透率普遍在15%以上, 依旧处于融资租赁市场洼地。

■ **专注中小企业, 盈利能力高于同业:** 公司业务主要聚焦于中小型客户, 并逐步延伸至微型及个人客户, 为其提供融资租赁服务(目前中小企业及个人占比有九成以上), 相对中小型客户, 公司溢价能力更强, 从而获得更好的盈利水平。源于公司精耕中小企业, 在议价方面具有优势, 公司盈利能力高于同业(横向来看, 2016年江苏租赁ROE达到了16.45%, 远高于行业平均12.38%的水平。纵向来看, 近几年江苏租赁ROE基本保持在16%左右的水平, 盈利能力整体平稳)。

■ **资产质量优秀, 并计提充足拨备:** 公司资产质量方面表现优秀, 不良率始终低于1%, 另外, 受2017年以来资产价格上涨及宏观经济回升, 需求向好等因素影响, 公司资产质量进一步改善, 3Q2017不良率录得0.92%, 较年初下降4BP。拨备方面, 近几年来拨备覆盖率一直处于260%以上, 远高于银监会150%的要求, 进入2017年以来, 受益于资产质量的改善及公司本身的谨慎经营, 拨备覆盖率进一步提升, 截止3Q2017, 江苏租赁拨备覆盖率录得328%。

■ **盈利预测与投资建议:** 展望未来, 我国租赁渗透率指标来看目前仅4%, 相对于西方发达国家15%渗透率来看, 有不小的发展空间, 作为中国金融租赁领跑者江苏租赁, 也将受益, 另外, 公司经营特色为专注于中小企业, 溢价能力强, 高ROE有望持续, 且此次IPO后公司实力有望进一步提升, 并获得更多市场份额。我们预测公司2017、2018、2019年实现净利10亿、13亿、17亿, 目前发行价(6.25元/股)对应PE分别为14.18X、14.35X、10.95X, PB为2.38X、1.69X、1.47X, 估值相对于港股同行业公司略高(如远东宏信目前PE8.9X、PB1.2X, 国银租赁目前PE11X, PB0.8X), 不过由于租赁行业在A股的稀缺性, 预计公司依旧将受资金

追捧上冲，建议投资者积极关注，  
在公司估值较为合理的时刻择机介  
入。

..... 接续下页 .....

| 年度截止12月31日(以<br>6.25元发行价测算) |         | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit)             | RMB 百万元 | 732    | 824    | 1,034  | 1,301  | 1,705  |
| 同比增减                        | %       | 20.86% | 12.51% | 25.50% | 25.80% | 31.09% |
| 每股盈余 (EPS)                  | RMB 元   | 0.26   | 0.31   | 0.44   | 0.44   | 0.57   |
| 同比增减                        | %       |        | 19.23% | 12.90% | -1.17% | 31.09% |
| 市盈率(P/E)                    | X       | 24.04  | 20.16  | 14.18  | 14.35  | 10.95  |
| 股利 (DPS)                    | RMB 元   | 0.04   | 0.08   | 0.10   | 0.13   | 0.17   |
| 股息率 (Yield)                 | %       | 0.64%  | 1.28%  | 1.60%  | 2.08%  | 2.72%  |

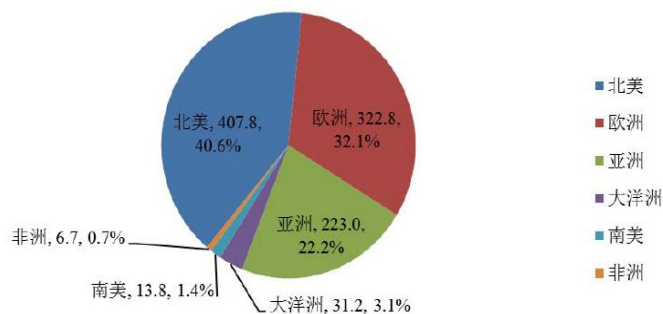
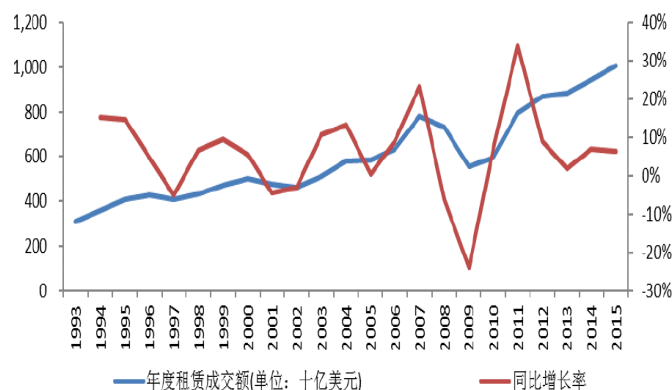
## 全球融资租赁市场稳健增长，中国目前依旧为租赁市场洼地

从全球来看，1952年，第一家融资租赁公司在美国成立，从此拉开了现代融资租赁发展序幕。根据世界租赁年报的统计数据，世界融资租赁成交额从1993年的3096亿美元成长至2015年的10053亿美元，22年CAGR录得5.5%，整体保持稳健增长。

从融资租赁全球市场分布来看，北美洲、欧洲和亚洲三大洲构成了世界融资租赁市场的主体，三个区域全球市场份额占比超过90%。根据世界租赁年报的数据，2015年，北美洲全球市场份额占比最高，达到40.6%，欧洲第二，为32.1%，亚洲第三，占比22.2%，三个区域合计占比达到94.9%。

图1：全球历年租赁成交额及增长（十亿美元，%）

图2：融资租赁市场竞争分布（十亿美元，数据为2015年）



资料来源：招股书，世界租赁年报，群益金鼎证券

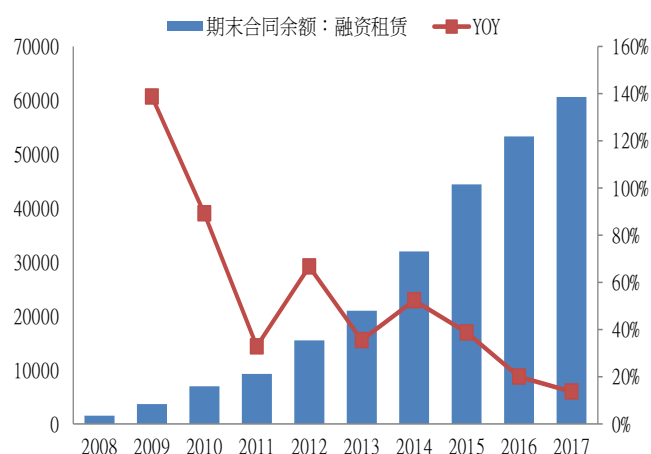
资料来源：招股书，世界租赁年报，群益金鼎证券

从中国融资租赁市场来看，2007年3月修订的《金融租赁公司管理办法》允许合格金融机构参股或设立金融租赁公司。随后，国内主要的商业银行先后设立或参股金融租赁公司。随着商业银行进入融资租赁业，我国融资租赁业进入了高速发展阶段。以融资租赁合同余额来测算，2017年合同余额达6.06万亿，为2008年的39倍，9年CAGR录得31%。

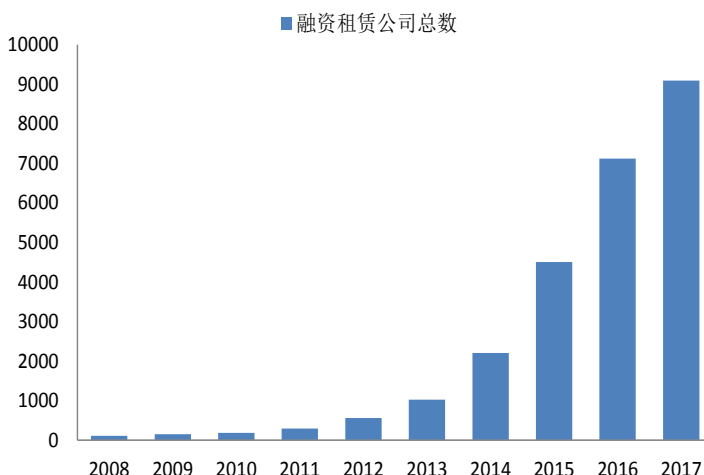
与之相对应的，融资租赁公司也如雨后春笋一般快速增长，从2008年的107家成长至2017年的9090家，增长了近84倍。

图3：中国历年融资租余额及增长（亿元，%）

图4：融资租赁公司数目快速增长（家）



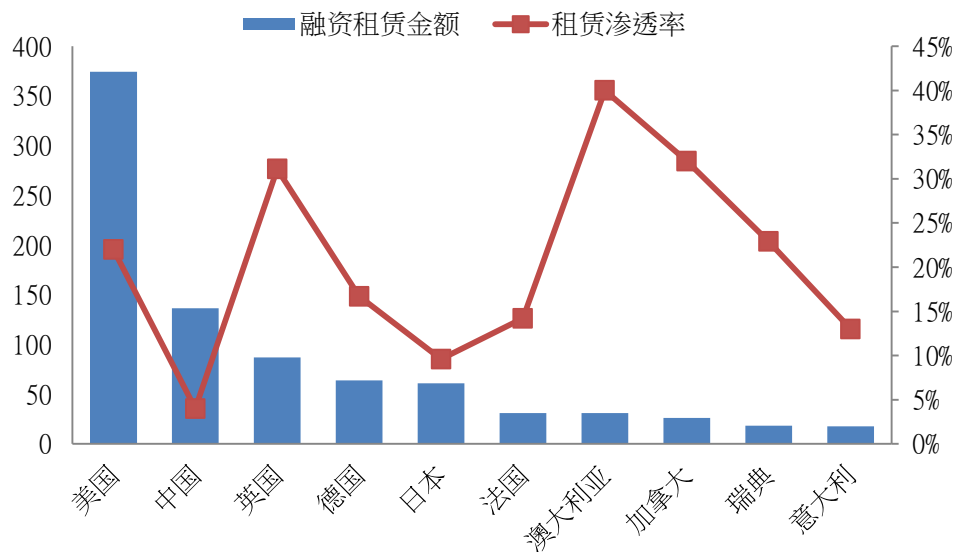
资料来源：招股书，中国租赁联盟，群益金鼎证券



资料来源：招股书，中国租赁联盟，群益金鼎证券

不过以租赁渗透率指标来看，中国目前依旧处于租赁市场洼地，以《世界租赁年报》统计的2015年当年新增融资租赁交易额看，全球前十大融资租赁国家中，中国租赁渗透率最低，仅4%，而西方发达国家渗透率普遍在15%以上，存在不小的差距，中国融资租赁市场未来依旧有较大的发展空间。

图5、全球前十大融资租赁国家中中国租赁渗透率最低(%)



资料来源：招股书，世界租赁年报，群益金鼎证券

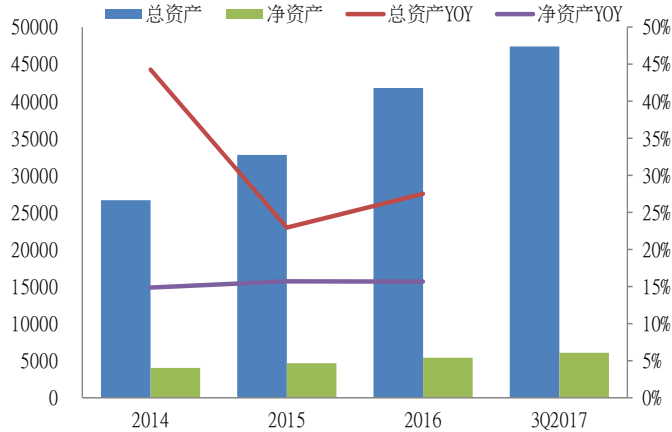
注：租赁渗透率=融资租赁交易额/固定资产投资额

## 冉冉兴起的租赁之星

从在行业中的定位来看，公司目前正处于快速发展期，各项指标均处于行业前列，且处于不断提升之中，整体处于行业的中上水平。以金融租赁专业委员会公布的数据来看，截止3Q2017，江苏租赁总资产在行业中排名第13（2014年排名第16），净资产在行业中排名第9（2014年排名第15），净利润、ROA、ROE分列行业第8、4、2名（2014年分别排名第9、2、6名）。

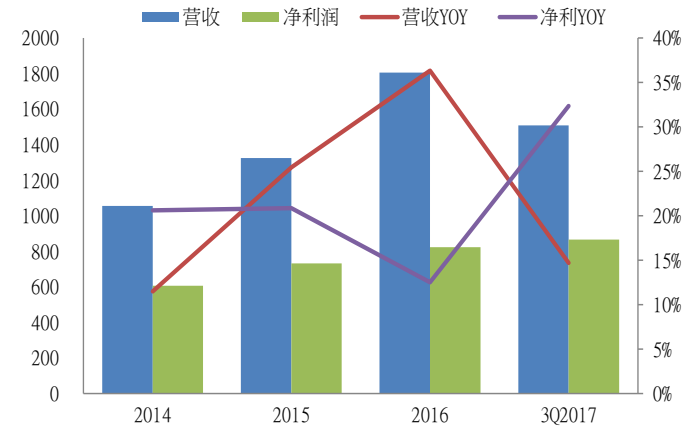
(截止 3Q2017, 金融租赁公司共有 55 家, 金融租赁行业为融资租赁行业的子行业, 监管机构为银监会, 融资渠道较一般融资租赁公司更广泛)

图 6、2014-3Q2017 公司总资产、净资产及增长情况 (百万元, %)



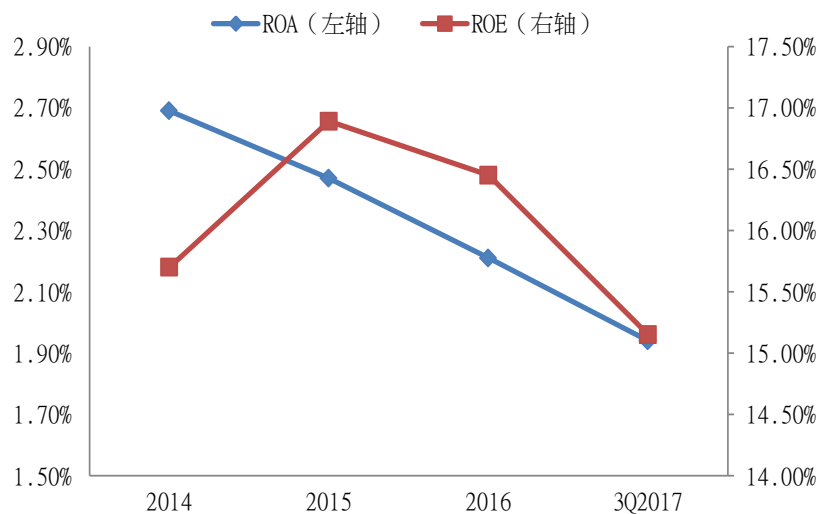
资料来源: Choice, 招股书, 群益金鼎证券

图 7、2014-3Q2017 公司营收、净利及增长情况 (百万元, %)



资料来源: Choice, 招股书, 群益金鼎证券

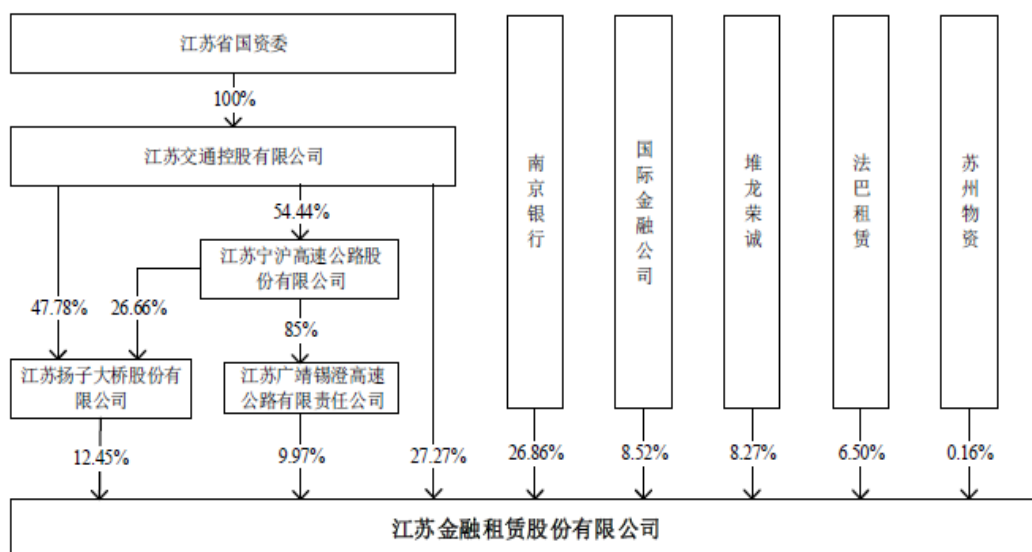
图 8: 2014-3Q2017 公司盈利能力指标 (百万元, %)



资料来源: 招股书, 群益金鼎证券

从公司的股权结构来看, 公司控股股东为江苏省国资委, 通过江苏交通控股有限公司共持有公司 49.69% 的股份, 第二大股东为南京银行, 持股 26.86%, 另外, 国际金融公司、堆龙荣诚、法巴租赁、苏州物贸分别持有公司 8.52%、8.27%、6.50%、0.16% 的股份。

图 9: 江苏租赁股权结构图



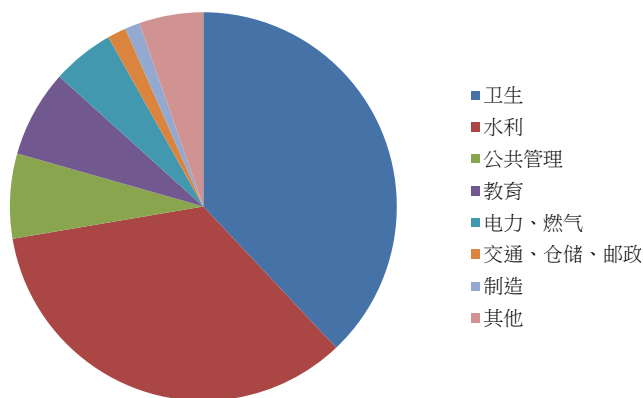
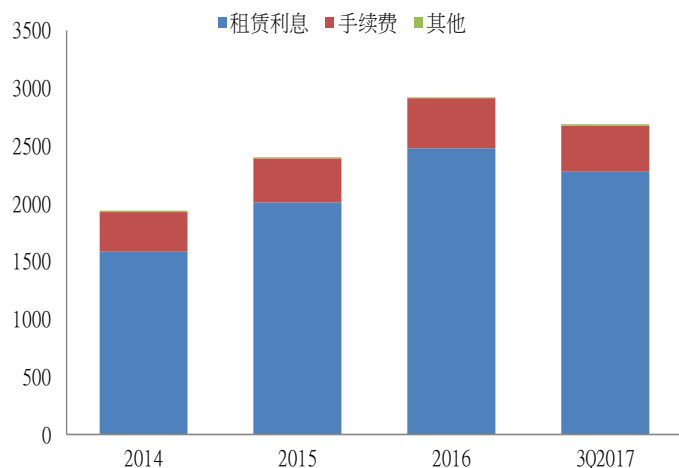
资料来源：招股书，群益金鼎证券

### 收入端：专注中小型客户，定价有优势

在江苏租赁的主营业务收入中，租赁利息收入贡献了公司八成，剩下的基本上为一些租赁手续费收入。从租赁业务的投向来看，基本上集中在医疗卫生及水利等周期性较弱的行业，另外从租赁业务所分布的地区来看，公司这几年以江苏为中心，并慢慢向其他地区发散，截止 3Q2017，公司在江苏地区租赁业务收入仅占 16.67%，业务地区分布整体较为均匀。

图 10、租赁利息收入为公司业务主要收入（百万元）

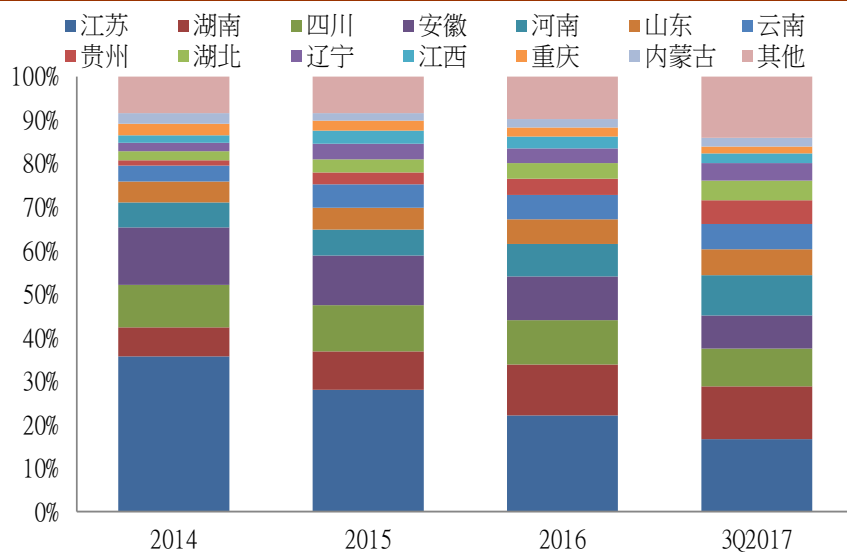
图 11、3Q2017 公司租赁业务行业分布（%）



资料来源：招股书，群益金鼎证券

资料来源：招股书，群益金鼎证券

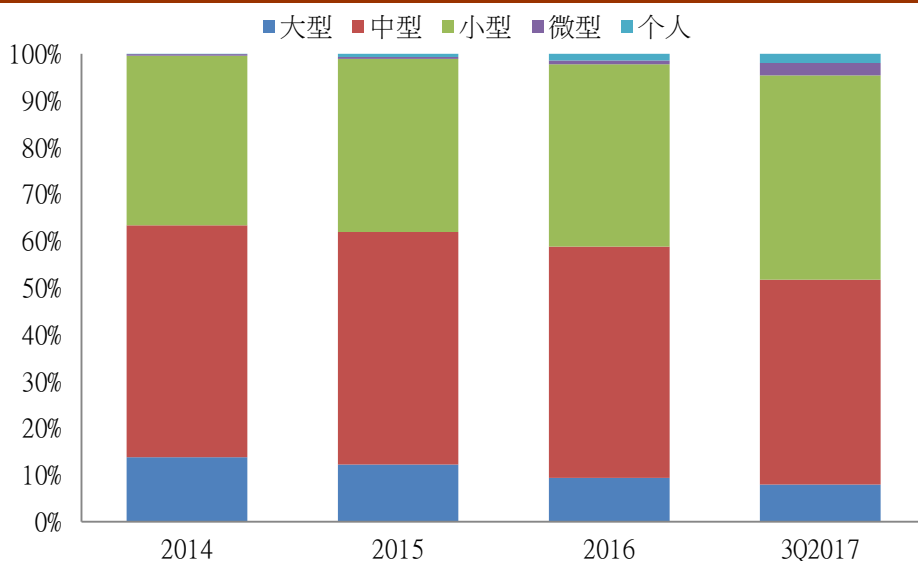
图 12、2014-3Q2017 公司租赁业务地区分布（百万元,%）



资料来源：招股书，群益金鼎证券

从江苏租赁的客户结构上来看，其主要聚焦于中小型客户，并逐步延伸至微型及个人客户，为其提供融资租赁服务。截止 3Q2017，公司中小型客户占比为 85.81%，若加上微型及个人客户，占比有九成以上。我们认为公司专注中小型客户，有利于提升公司的溢价能力，从而获得更好的盈利水平。

图 13：公司客户目标多数为中小型企业（%）

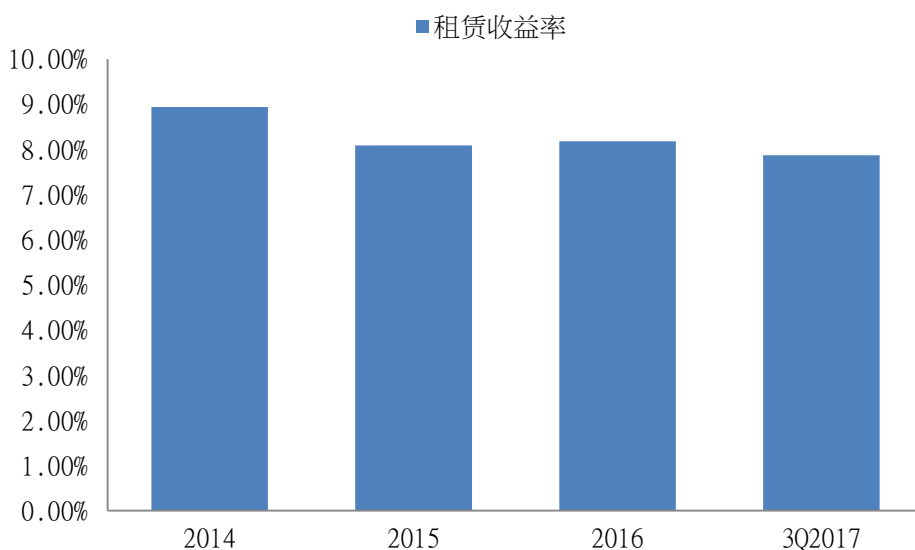


资料来源：招股书，群益金鼎证券

注：租赁收益率=利息及手续费收入/应收融资租赁款日均余额

从租赁收益率来看，近几年公司基本维持在 8% 左右，未来随着市场利率的高位运行，在资产重定价的背景下，我们预计租赁收益率有进一步提升的可能。

图 14：2014-3Q2017 公司租赁业务收益率（%）

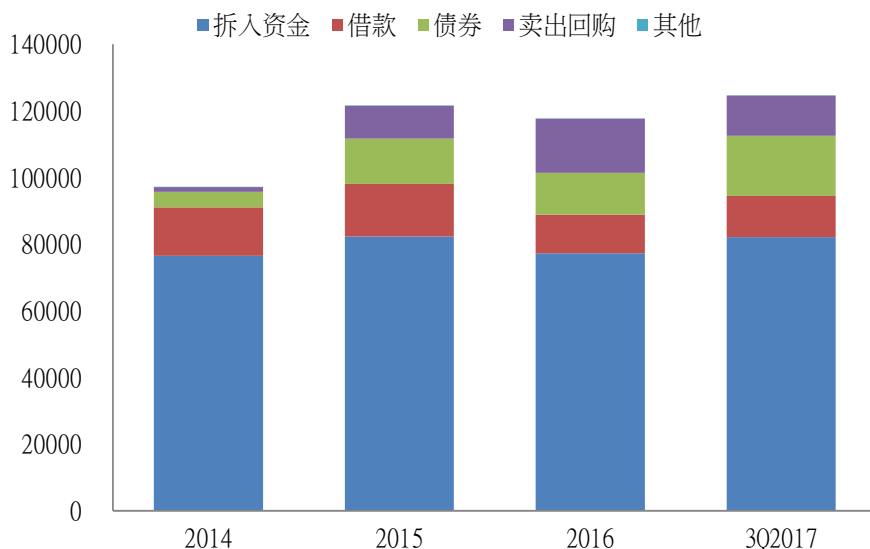


资料来源：招股书，群益金鼎证券

### 成本端：多为同业拆借，市场化程度高

作为金融租赁公司，相较于一般的融资租赁公司，江苏租赁资金来源更加多元化，可通过一些市场化的渠道获得资金。资金来源方面，近几年来，公司逐渐加大了金融债券融资方式，截止 3Q2017，金融债券占比为 14.50%，不过同业拆借依旧为其主要融资方式，占比六成以上。

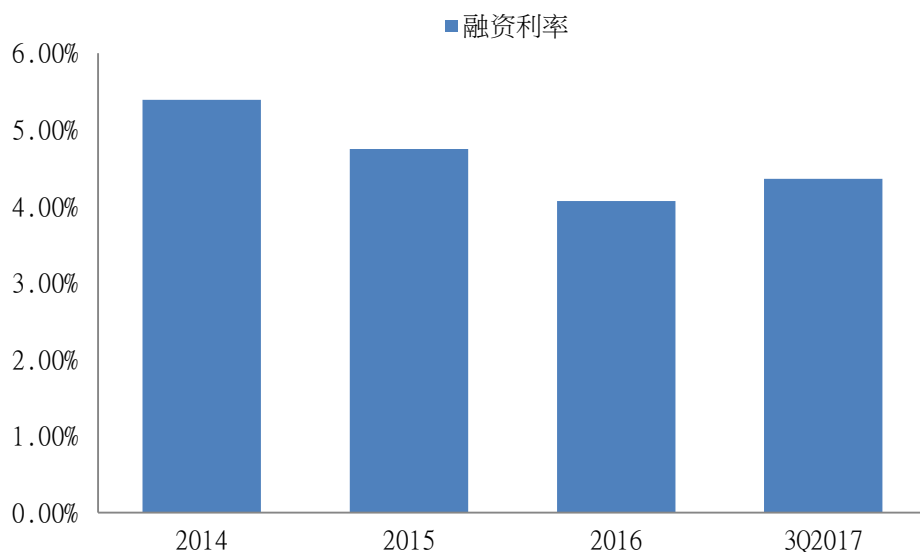
图 15、2014-3Q2017 融资方式分布（百万元）



资料来源：招股书，群益金鼎证券

融资利率方面，由于公司更多的是依靠市场化的拆借来获得资金，其资金成本和市场流动性息息相关，2015 年以来，随着央行降息降准政策的实施，公司融资利率整体下行，不过 17 年以来，随着金融去杠杆政策实施，流动性趋紧，江苏租赁融资成本有所回升。不过目前利率处于高位已经基本反映在成本端，未来融资利率进一步提升的可能性应该不大。

图 16：2014-3Q2017 公司融资利率 (%)

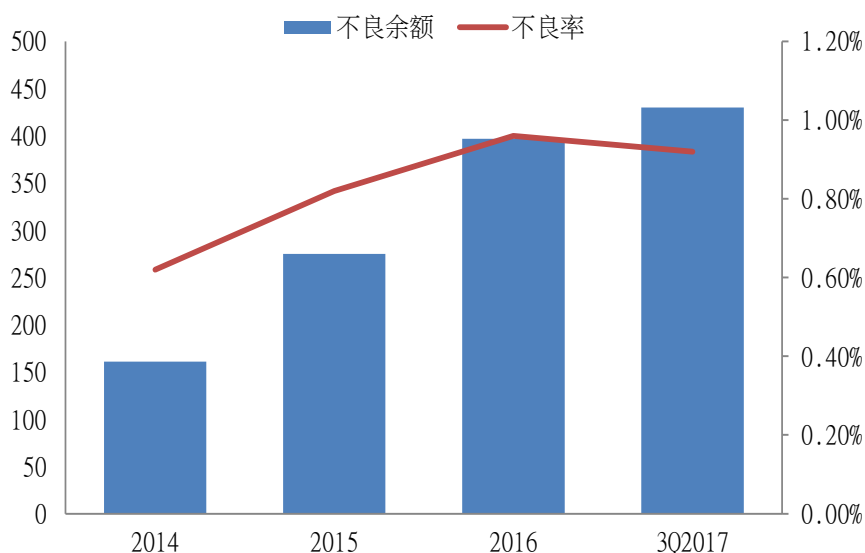


资料来源：招股书，群益金鼎证券

### 资产质量优秀，拨备计提充足

公司资产质量方面表现优秀，不良率始终低于 1%，另外，受 2017 年以来资产价格上涨及宏观经济回升，需求向好等因素影响，公司资产质量进一步改善，3Q2017 不良率录得 0.92%，较年初下降 4BP。

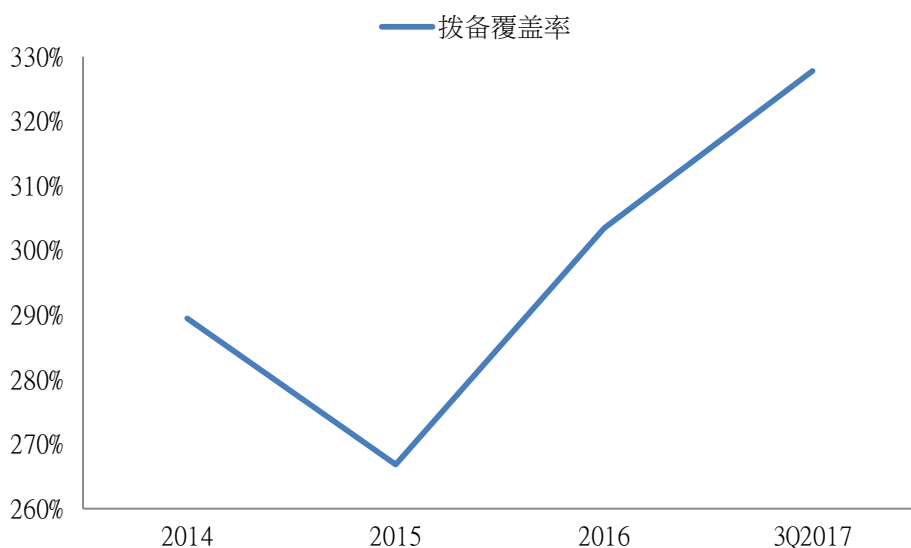
图 17、2014-3Q2017 公司资产状况（百万元,%）



资料来源：招股书，群益金鼎证券

公司拨备计提充足，近几年来拨备覆盖率一直处于 260%以上，远高于银监会 150%的要求，进入 2017 年以来，受益于资产质量的改善及公司本身的谨慎经营，拨备覆盖率进一步提升，截止 3Q2017，江苏租赁拨备覆盖率录得 328%。

图 18：2014-3Q2017 公司拨备覆盖率（%）

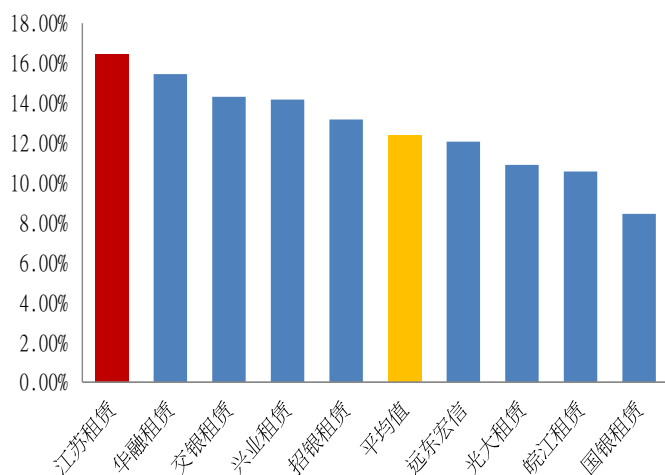


资料来源：招股书，群益金鼎证券

### 盈利能力领先行业，资本充足率高于监管要求

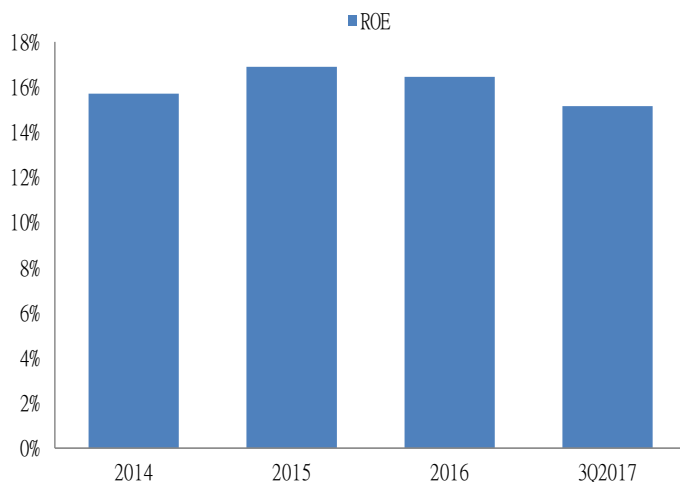
源于公司精耕中小企业，在议价方面具有优势，公司盈利能力高于同业。横向来看，2016 年江苏租赁 ROE 达到了 16.45%，远高于行业平均 12.38% 的水平。纵向来看，近几年江苏租赁 ROE 基本保持在 16% 左右的水平，盈利能力整体平稳。

图 19、公司盈利水平好于行业 (%)



资料来源：招股书，群益金鼎证券

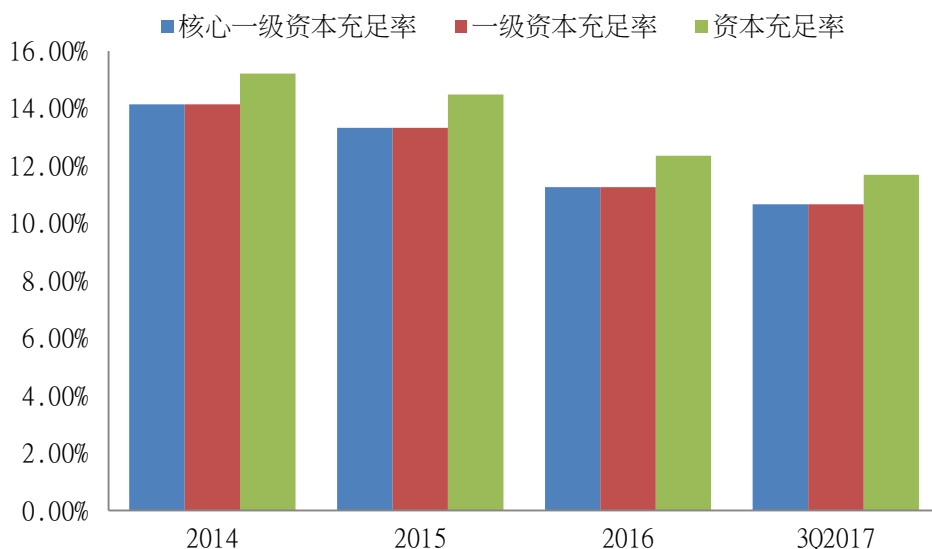
图 20、近几年公司盈利能力整体平稳 (%)



资料来源：招股书，群益金鼎证券

从公司的资本充足率来看，尽管近几年来从整体有所下滑，不过依旧高于监管要求（银监会：2016 年末和 2017 年末，资本充足率不低 9.7%、10.1%，一级资本充足率不低于 7.7%、8.1%，核心一级资本充足率不低于 6.7%、7.1%），此次 IPO 之后，公司资本充足率将整体提升。

图 21：2014-3Q2017 公司资本充足率 (%)



资料来源：招股书，群益金鼎证券

## 结与与投资建议

展望未来，我国租赁渗透率指标来看目前仅 4%，相对于西方发达国家 15% 渗透率来看，有不小的发展空间，作为中国金融租赁领跑者江苏租赁，也将受益，另外，公司经营特色为专注于中小企业，溢价能力强，高 ROE 有望持续，且此次 IPO 后公司实力有望进一步提升，并获得更多市场份额。我们预测公司 2017、2018、2019 年实现净利 10 亿、13 亿、17 亿，目前发行价对应 PE 分别为 14.18X、14.35X、10.95X，PB 为 2.38X、1.69X、1.47X，估值相对于港股同行业上市公司略高（如远东宏信目前 PE8.9X、PB1.2X，国银租赁目前 PE11.0X，PB0.8X），不过由于租赁行业在 A 股的稀缺性，预计公司依旧将受资金追捧上冲，建议投资者积极关注，在公司估值较为合理的时刻择机介入。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一：合并损益表

| 百万元       | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入净额    | 1,325 | 1,806 | 1,997 | 2,521 | 3,282 |
| 净利息收入     | 953   | 1,399 | 1,546 | 1,957 | 2,548 |
| 手续费及佣金净收入 | 370   | 410   | 451   | 564   | 733   |
| 营业支出      | 438   | 708   | 577   | 719   | 923   |
| 业务及管理费    | 82    | 127   | 171   | 231   | 312   |
| 资产减值准备    | 322   | 559   | 391   | 469   | 587   |
| 营业利润      | 887   | 1,097 | 1,420 | 1,802 | 2,359 |
| 利润总额      | 977   | 1,099 | 1,419 | 1,801 | 2,356 |
| 所得税       | 245   | 275   | 385   | 501   | 651   |
| 净利润       | 732   | 824   | 1,034 | 1,301 | 1,705 |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 银行存款      | 521    | 350    | 455    | 2,592  | 769    |
| 应收融资租赁款   | 31,306 | 40,192 | 46,824 | 58,530 | 70,236 |
| 应收利息      | 175    | 262    | 315    | 394    | 492    |
| 固定资产      | 34     | 33     | 34     | 38     | 42     |
| 资产总计      | 32,765 | 41,785 | 49,307 | 61,996 | 72,821 |
| 借款        | 2,600  | 2,195  | 3,951  | 3,753  | 3,941  |
| 拆入资金      | 16,222 | 22,627 | 26,021 | 29,924 | 34,413 |
| 卖出回购金融资产款 | 3,000  | 3,000  | 3,000  | 3,000  | 3,000  |
| 应交税费      | 136    | 178    | 143    | 150    | 157    |
| 应付利息      | 152    | 203    | 233    | 268    | 308    |
| 应付债券      | 2,008  | 3,541  | 3,434  | 3,503  | 3,573  |
| 长期应付款     | 3,336  | 3,744  | 3,669  | 3,743  | 3,817  |
| 负债合计      | 28,104 | 36,396 | 43,108 | 50,868 | 60,024 |
| 股本        | 2,347  | 2,347  | 2,347  | 2,987  | 2,987  |
| 股东权益合计    | 4,660  | 5,390  | 6,198  | 11,128 | 12,797 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2015 | 2016   | 2017E | 2018E  | 2019E  |
|---------------|------|--------|-------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 633  | -1,380 | -713  | -487   | -860   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -7   | -67    | -87   | -2,054 | -2,069 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -444 | 1,326  | 830   | 2,571  | 909    |
| 现金及现金等价物净增加额  | 182  | -121   | 30    | 2,030  | -2,020 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。