

2018年08月10日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元)

8.7

公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2018/8/10)	7.25
上证指数(2018/8/10)	2795.31
股价 12 个月高/低	12.65/6.7
总发行股数(百万)	2986.65
A 股数(百万)	640.00
A 市值(亿元)	217.00
主要股东	江苏交通控股有限公司 (21.43%)
每股净值(元)	3.49
股价/账面净值	2.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.0 -26.5 N/A

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-2-28	--	买入

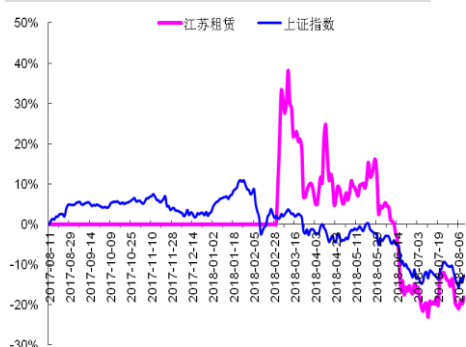
产品组合

净利息收入	74.67%
非利息净收入	25.33%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0%
一般法人	0%

股价相对大盘走势



江苏租赁(600901.SH)

买入

半年报点评：资本充足无虑，预计利差将回升

结论与建议：

江苏租赁发布半年报，2018 年上半年实现净利 6.4 亿，YOY 增 10.03%。租赁资产规模推动上半年业绩稳健增长，下半年预计将受益于市场流动性宽松，提升净利差。在资管新规边际放缓，中小企业支持力度加大的背景下，公司资产质量无忧。由于资本充足，预计明后两年租赁投放会加大。我们看好公司未来业绩发展，给与“持有”的投资建议。

■ **1H2018 营收增 11.0%，净利增 10.0%，实现较快增长：**江苏租赁发布半年报，2018 年上半年实现营收 11.8 亿，YOY 增 11.0%，实现净利 6.4 亿，YOY 增 10.0%。

■ **应收融资租赁款规模扩大推动净利息收入增长：**从收入端方面来看，上半年实现营收 11.8 亿，YOY 增 11.0%。占营收主要来源的净利息收入 8.84 亿，YOY 增 13.4%。我们认为净利息收入的增长主要靠租赁规模推动：今年来应收融资租赁款余额较年初增 70 亿，可以说 IPO 融资的 40 亿和发行金融债融资的 50 亿已经大部分投入至租赁业务。不过由于负债端成本抬高（江苏租赁负债端主要为同业拆入，我们以 3 个月银行间同业拆借利率来看，今年上半年平均利率为 5.09%，较去年同期拆借平均利率提升 0.36pct），租赁净利差下行，对公司租赁净利息收入产生侵蚀。从我们目前观察到的市场利率来看，受益于银行体系降准及央行大额 MLF，市场利率正趋下降，从 3 个月同业拆借利率来看，目前已处于 3.74%左右的水平，较上半年 5.09%的大幅下降。江苏租赁由于上半年 IPO 及金融债融资，基本没有同业拆入，下半年随着市场利率的下降，负债端结构的调整，相信成本端将较大幅度改善，从而较好地贡献租赁净利差。

■ **租赁不良率仍处较低位置，拨备充足：**从江苏租赁的租赁不良资产率来看，2Q2018 录得 0.82%，较 1Q 下降 0.04pct，资产质量继续优化。目前政策面加大对小微企业的支持力度，相信对小微企业的现金流有较大的改善作用。江苏租赁定位于中小企业租赁资产投放，我们预计将从此政策中收益，资产质量进一步优化，并对利润产生支撑。从拨备水平来看，2Q2018 录得 383%，十分充足，且较 1Q2018 366%的水平进一步提升。

■ **外源融资提升资本充足率：**今年上半年公司通过公开发行股票及发行金融债募集资金 90 亿左右，核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率均提升 5.27pct 至 15.59%、15.59%和 16.76%，远高于监管要求。上半年的外源性融资，为公司未来业务开展提供了较高的保障。

■ **盈利预测：**我们预计随着市场流动性改善，江苏租赁租赁净利差有望回升，并带动净利息收入增长。资产质量方面，资管新规边际放缓及监管层加大对中小企业的支持力度的背景下，江苏租赁的资产质量将实现较好水平。另外在较高资本充足率的背景下，公司有望加大对租赁资产的投放，我们对明后两年公司业绩持乐观态度。预计公司 2018、2019 年实现净利 13、17 亿，分别增 25.2%、31.0%，对应 2018、2019 年 PE17.2X，13.1X，PB1.9X，1.7X，估值合理，维持“买入”。

■ **风险提示：**宏观经济超预期下行

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	732	824	1,011	1,265	1,657
同比增减	%	20.86%	12.51%	22.64%	25.19%	30.97%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.26	0.31	0.43	0.42	0.55
同比增减	%		19.23%	12.90%	-1.65%	30.97%
市盈率(P/E)	X	27.96	23.45	16.88	17.16	13.11
股利 (DPS)	RMB 元	0.04	0.08	0.12	0.13	0.17
股息率 (Yield)	%	0.55%	1.10%	1.65%	1.79%	2.34%

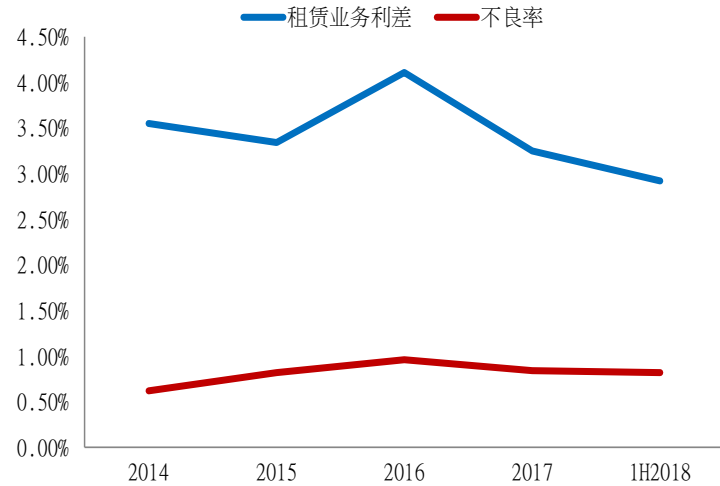
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

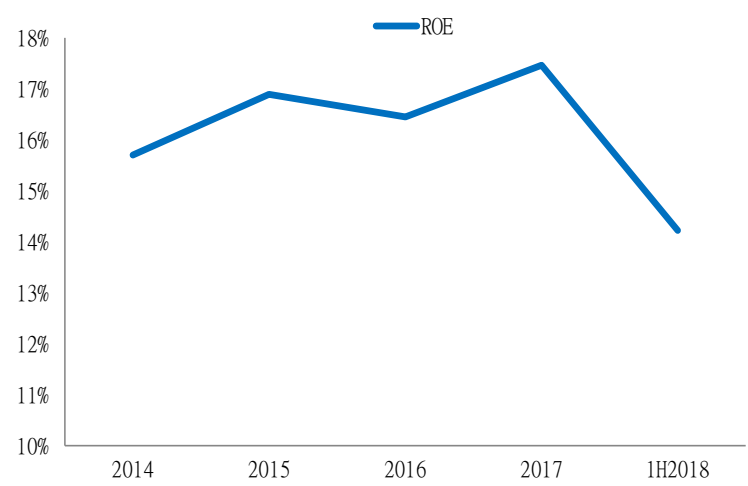
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图 1: 江苏租赁近几年利差及不良率情况 (%)



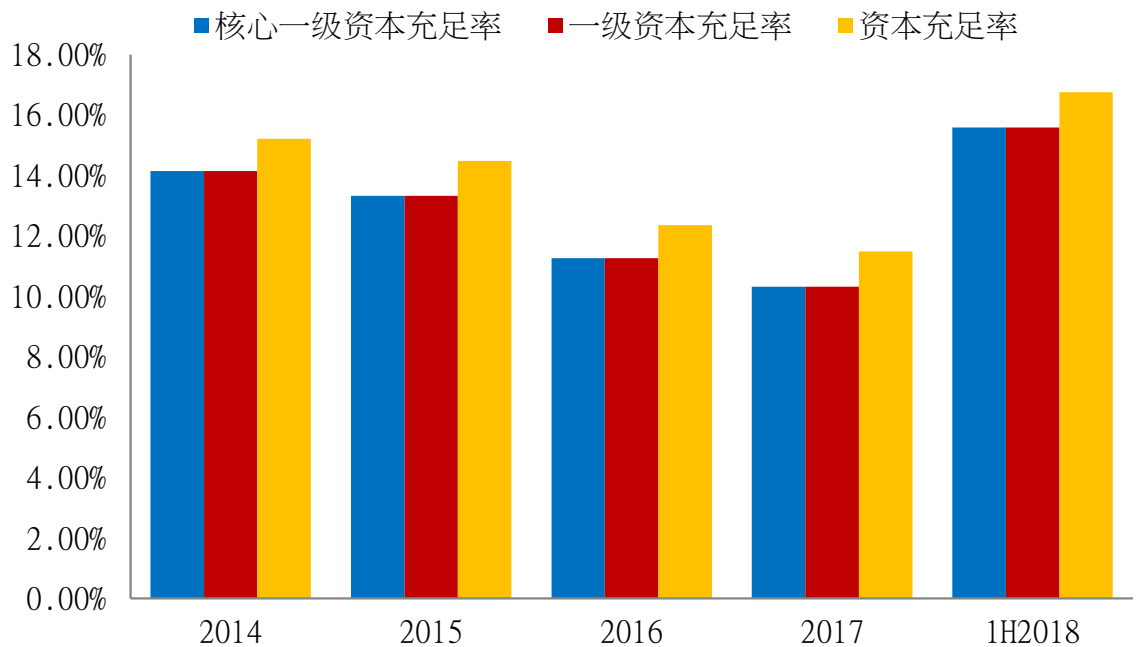
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 江苏租赁近几年 ROE 情况 (%)



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 3: 江苏租赁近几年资本充足率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

附一: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	1,325	1,806	1,943	2,443	3,180
利息净收入	953	1,399	1,450	1,843	2,399
手续费及佣金净收入	370	410	481	601	781

营业支出	438	708	594	738	949
营业税金及附加	34	23	5	7	8
业务及管理费	82	127	195	263	355
资产减值损失	322	559	391	469	586
营业利润	887	1,097	1,348	1,705	2,231
利润总额	977	1,099	1,348	1,704	2,228
减:所得税费用	245	275	338	439	571
净利润	732	824	1,011	1,265	1,657

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
银行存款	521	350	385	2,501	651
应收融资租赁款	31,306	40,192	47,653	59,566	71,480
应收利息	175	262	356	445	556
固定资产	34	33	497	547	601
资产总计	32,765	41,785	49,669	62,422	73,322
借款	2,600	2,195	4,122	3,916	4,112
拆入资金	16,222	22,627	27,979	32,176	37,002
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	155	163	171
应付利息	152	203	280	322	370
应付债券	2,008	3,541	2,891	2,949	3,008
长期应付款	3,336	3,744	3,646	3,719	3,793
负债合计	28,104	36,396	43,422	51,238	60,461
股本	2,347	2,347	2,347	2,987	2,987
股东权益合计	4,660	5,390	6,247	11,184	12,862
负债及股东权益总计	32,765	41,785	49,669	62,422	73,322

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	633	-1,380	1,134	-9,251	-251
投资活动产生的现金流量净额	-7	-67	-79	-51	-66
筹资活动产生的现金流量净额	-444	1,326	-1,072	8,937	355
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,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对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。