



2018-08-14

公司点评报告

增持/首次

江苏租赁(600901)

目标价: 8.0

昨收盘: 7.2

金融 多元金融

江苏租赁(600901): 租赁业务行业结构优化, 资产质量向好

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,987/640
总市值/流通(百万元)	21,504/4,608
12 个月最高/最低(元)	12.43/6.84

相关研究报告:

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 方刚

电话: 010-88321943

E-MAIL: fanggang@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 江苏租赁公布 2018 年半年报, 公司实现营业收入 11.84 亿元, 同比增长 10.95%; 归母净利润 6.43 亿元, 同比增长 10.03%, EPS 为 0.23 元/股; 期末归母净资产 104.09 亿元, 较年初增长 66.62%; 上半年 ROE 为 7.11%, 较上年同期下降 3.28 个百分点。

利息净收入稳步增长, 租赁业务净利差有所收窄。公司营业收入增长主要源于利息净收入和投资收益的增长。上半年公司营业收入 11.84 亿元, 同比增长 10.95%, 其中利息净收入 8.84 亿元, 同比增长 13.35%; 手续费及佣金净收入 2.3 亿元, 同比减少 17.91%; 投资收益 5089 万元, 同比增长 1616.72% (转让紫金农商行股权所致)。公司租赁业务净利差有所收窄, 上半年为 2.92%, 较 2017 年末减少 0.94 个百分点, 预计下半年随着市场利率的下行, 公司资金成本将会下降, 利差水平将会回升。

业务规模稳步扩大, 行业结构持续优化。截止上半年末, 公司应收融资租赁款余额 562 亿元, 较 2017 年末增长 14.21%, 上半年新增合同数 2457 个, 同比增长 201.47%。公司积极拓展并增加公司在水利、环境与公共设施管理业等受经济周期影响较小的行业的业务规模以控制风险, 截至 2018 上半年末, 水利、环境和公共设施管理业应收租赁款总额占比达 46.29%, 较年初提升 3.3%。

重视风险管理, 资产质量总体良好。2018 年上半年公司资产质量有所提升, 不良融资租赁资产率 0.82%, 较 2017 年末减少 0.02 个百分点, 远低于同期商业银行平均不良率 1.86%。同时, 对比远东宏信 (0.91%)、华融金融租赁 (1.32%)、中国外贸金融租赁 (0.43%) 等租赁公司, 公司不良率也处于较低水平 (2017 年数据)。公司不良融资租赁资产拨备覆盖率 383.09%, 较 2017 年末增加 7.65 个百分点, 远高于同期商业银行平均拨备覆盖率 178.7% 和 150% 的监管要求。

投资建议: 公司是 A 股唯一一家金融租赁公司, 专注服务实体经济和中小企业, 上半年营收和利润稳步增长, 资产质量向好, 利差水平小幅收窄但预计下半年将会有所回升。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.40、0.49、0.57 元, 对应当前股价的 PE 分别为 18.12、14.52、12.72 倍, 推荐增持。

风险提示: 宏观经济下行风险; 不良率大幅提升风险; 租赁业务与政府融资平台关联风险

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1942.69	2334.70	2891.68	3315.88
(+/-%)	7.35%	20.18%	23.86%	14.67%
净利润(百万元)	1010.63	1186.64	1480.86	1690.41
(+/-%)	17.37%	13.82%	12.90%	13.39%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.40	0.50	0.57
市盈率(PE)	16.72	18.12	14.52	12.72

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

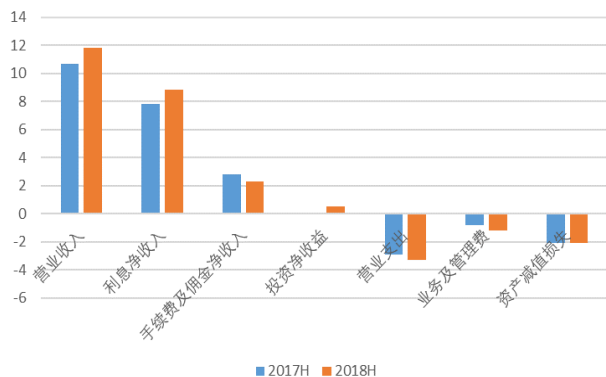
事件: 2018 年 8 月 10 日, 江苏租赁公布 2018 年半年报, 公司实现营业收入 11.84 亿元, 同比增长 10.95%; 归母净利润 6.43 亿元, 同比增长 10.03%, EPS 为 0.23 元/股; 期末归母净资产 104.09 亿元, 较年初增长 66.62%; 上半年 ROE 为 7.11%, 较上年同期下降 3.28 个百分点。

一、公司利息净收入稳步增长, 租赁业务净利差有所收窄

公司营业收入增长主要源于利息净收入和投资收益的增长。上半年公司营业收入 11.84 亿元, 同比增长 10.95%, 其中利息净收入 8.84 亿元, 同比增长 13.35%; 手续费及佣金净收入 2.3 亿元, 同比减少 17.91%; 投资收益 5089 万元, 同比增长 1616.72% (转让某农商行股权所致)。公司租赁业务净利差有所收窄, 上半年为 2.92%, 较 2017 年末减少 0.94 个百分点, 预计下半年随着市场利率的下行, 公司资金成本将会下降, 利差水平有望回升。

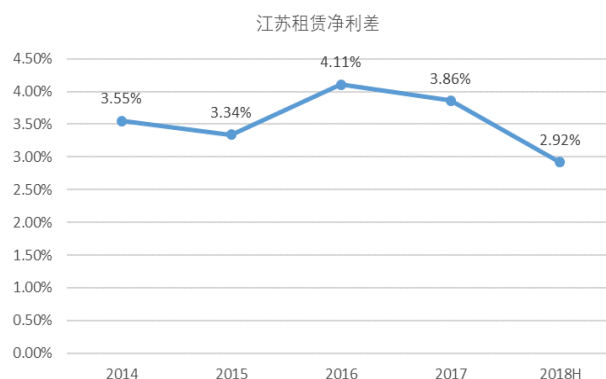
营业支出方面, 上半年营业支出 3.29 亿元, 同比增长 14.03%, 主要源于公司业务及管理费用大幅提升 46.63%。在业务及管理费中, 员工薪酬大幅提升, 上半年员工薪酬 8249 万元, 同比增长 52.06%, 费用的提升非常有助于公司吸引人才, 提升业务拓展能力。

图表 1: 上半年公司收入和支出变化分析 (亿元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 2: 上半年公司净利差有所收窄



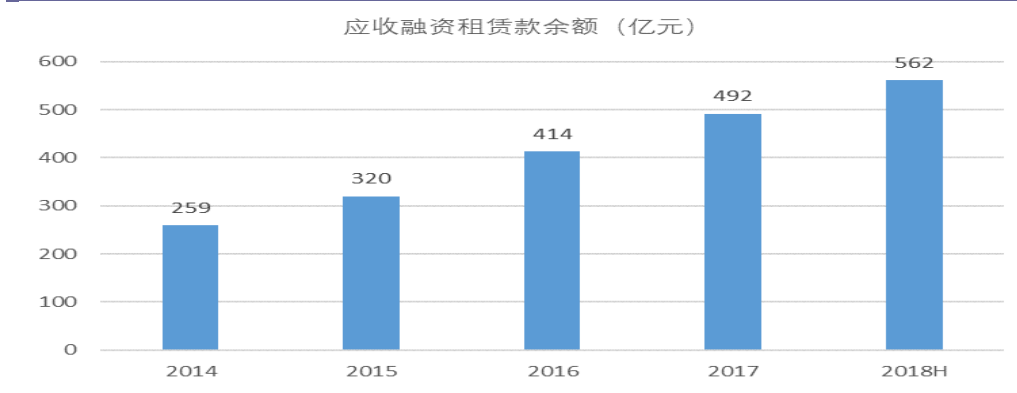
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、业务规模稳步扩大, 行业结构持续优化

截止上半年末, 公司应收融资租赁款余额 562 亿元, 较 2017 年末增长 14.21%, 上半年新增合同数 2457 个, 同比增长 201.47%。公司自 2017 年初制定了“调结构、控风险”的基本思路, 积极拓展并增加公司在水利、环境与公共设施管理业等受经济周期影响较小的行业的业务规模以控制风险, 上半年集中力量拓展在印刷包装、汽车金融、清洁能源、节能环保、农业机械等细分

领域的转型类业务, 取得良好成效。从应收融资租赁款总额行业结构来看, 截至 2018 上半年末, 水利、环境和公共设施管理业占比达 46.29%, 较年初提升 3.3%; 电力、燃气及水的生产和供应业占比 8.95%, 较年初提升 2.4%; 卫生和社会工作占比 30.56%, 较年初下降 5.35%; 教育占比 5.4%, 较年初下降 1.33%。

图表 3: 公司应收融资租赁款余额情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4: 公司融资租赁款总额行业结构情况 (亿元)

行业	2018H	占比	2017 年末	占比
水利、环境和公共设施管理业	293.29	46.29%	238.31	42.99%
卫生和社会工作	193.62	30.56%	199.05	35.91%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	56.73	8.95%	36.33	6.55%
教育	34.23	5.40%	37.32	6.73%
制造业	14.67	2.32%	8.32	1.50%
交通运输、仓储和邮政业	12.18	1.92%	8.25	1.49%
农、林、牧、渔业	10.50	1.66%	11.38	2.05%
文化、体育和娱乐业	8.99	1.42%	5.70	1.03%
建筑业	2.84	0.45%	1.78	0.32%
金融业	2.66	0.42%	2.98	0.54%
其他	3.87	0.61%	4.95	0.89%
合计	632.50	100.00%	554.26	100.00%

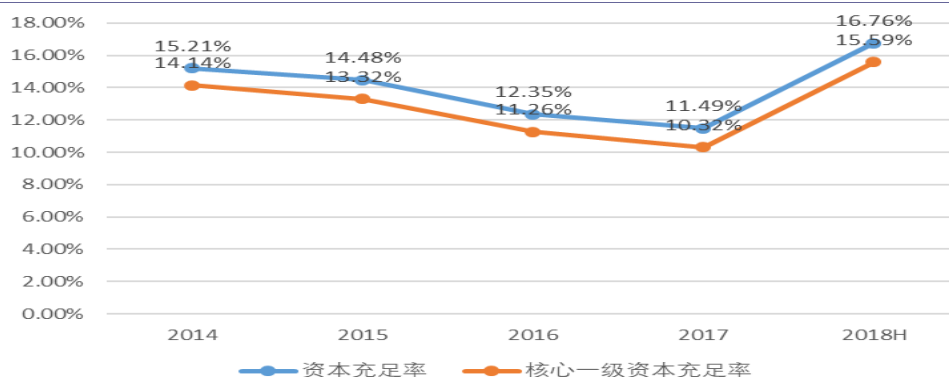
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、上市募资补充资本金, 资本实力大幅增强

2018 年上半年, 公司完成首发募集资金 39.18 亿元, 净资产由 2017 年末的 62.47 亿元提升至上半年末的 104.09 亿元, 资本实力大幅增强。截止上半年末, 公司资本充足率 16.76%, 核心

一级资本充足率 15.59%，均较 2017 年末增加 5.27 个百分点，为后续业务的发展提供了支撑。

图表 5: 上半年公司资本充足率大幅提升

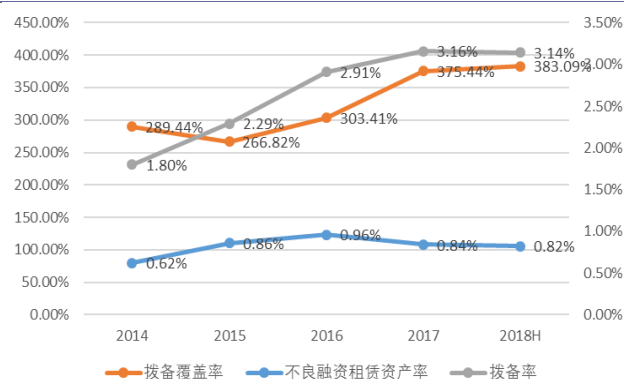


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

四、重视风险管理，资产质量总体良好

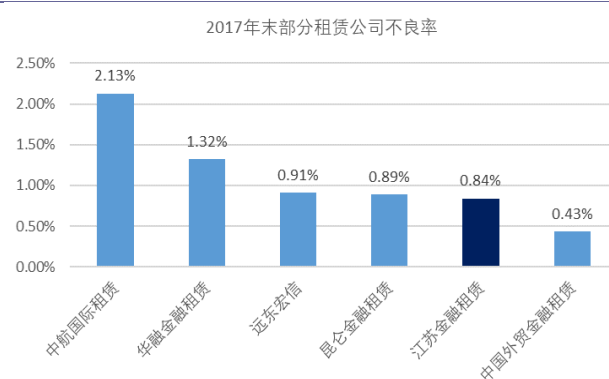
上半年公司积极推动风险管理及内部控制制度建设, 编制及印发《内部规章制度汇编(2018 年版)》, 同时强化租后管理, 完成转型业务逾期分析、发布部分地区增长型业务逾期预警, 进一步加强逾期项目的回访管理。2018 年上半年公司资产质量有所提升, 不良融资租赁资产率 0.82%, 较 2017 年末减少 0.02 个百分点, 远低于同期商业银行平均不良率 1.86%。同时, 对比远东宏信、华融金融租赁、中国外贸金融租赁等租赁公司, 公司不良率也处于较低水平 (2017 年数据)。公司不良融资租赁资产拨备覆盖率 383.09%, 较 2017 年末增加 7.65 个百分点, 远高于同期商业银行平均拨备覆盖率 178.7%和 150%的监管要求; 总融资租赁资产的拨备率为 3.14%, 比上年末减少 0.02 个百分点, 高于 2.5%的监管要求。

图表 6: 上半年公司不良资产率有所下降



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 7: 2017 年末部分租赁公司不良资产率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

五、投资建议

公司是 A 股唯一一家金融租赁公司，专注服务实体经济和中小企业，上半年营收和利润稳步增长，资产质量向好，利差水平小幅收窄但预计下半年将会有所回升。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.40、0.49、0.57 元，对应当前股价的 PE 分别为 18.12、14.52、12.72 倍，推荐增持。

风险提示：宏观经济下行风险；不良率大幅提升风险；租赁业务与政府融资平台关联风险。

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放中央银行款	5.80	5.86	5.89	5.89	5.89	营业收入	1809.74	1942.69	2334.70	2891.68	3315.88
银行存款	350.06	384.64	599.53	659.49	725.43	利息净收入	1399.04	1450.10	1823.22	2333.72	2643.32
应收融资租赁款	40192.17	47653.21	57183.86	67476.95	77598.49	利息收入	2485.83	3095.69	3962.48	5071.98	6339.97
应收和预付款	319.32	397.77	606.07	666.67	733.34	减: 利息支出	1086.79	1645.59	2139.27	2738.26	3696.65
投资性房地产	10.36	67.93	73.00	75.00	80.00	手续费及佣金净收入	410.31	480.67	456.64	547.96	657.56
固定资产	32.73	497.01	521.86	547.96	575.36	其他经营净收益	-3.76	7.16	54.84	10.00	15.00
资产合计	41785.24	49669.17	60864.69	69447.91	79263.96	营业支出	712.45	594.29	751.53	915.97	1060.59
借款	2195.25	4122.96	3604.57	3965.03	4361.53	税金及附加	22.59	5.21	10.02	12.53	15.66
拆入资金	22627.08	27978.80	28538.38	31392.21	34531.43	管理费用	126.80	194.83	272.76	340.95	426.19
卖出回购金融资产款	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	资产减值损失	558.90	390.62	468.74	562.49	618.74
应付账款	45.75	236.66	260.33	286.36	315.00	营业利润	1097.29	1348.40	1583.17	1975.71	2255.28
递延收益	569.05	689.82	965.75	1352.05	1892.87	所得税	275.01	337.73	396.53	494.85	564.87
应付职工薪酬	29.92	75.71	136.29	163.54	196.25	归属于母公司净利润	824.04	1010.63	1186.64	1480.86	1690.41
应付利息	202.62	280.05	364.06	400.47	440.51						
应交税费	178.15	155.48	171.02	188.13	206.94						
其他应付款	248.48	315.86	347.45	382.19	420.41						
应付债券	3540.65	2891.13	8402.22	10082.67	12099.20						
长期应付款	3743.89	3646.47	4011.12	4412.23	4853.45						
负债合计	36395.52	43421.71	49934.97	57425.22	66039.00						
股本/(实收资本)	2346.65	2346.65	2986.65	2986.65	2986.65						
资本公积	1037.92	1037.92	4315.91	4315.92	4315.92						
留存收益	2005.15	2862.88	3627.16	4720.13	5922.40						
所有者权益合计	5389.72	6247.45	10929.72	12022.70	13224.96						
负债及所有者权益总计	41785.24	49669.17	60864.69	69447.91	79263.96						

资料来源: WIND, 太平洋证券

预测指标					
营收增长率	36.54%	7.35%	20.18%	23.86%	14.67%
净利润增长率	12.51%	22.64%	17.42%	24.79%	14.15%
ROE	16.45%	17.37%	13.82%	12.90%	13.39%
ROA	2.21%	2.21%	2.15%	2.27%	2.27%
BVPS	2.30	2.66	3.66	4.03	4.43
EPS	0.35	0.43	0.40	0.50	0.57
PE	20.50	16.72	18.12	14.52	12.72
PB	3.13	2.70	1.97	1.79	1.63

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。