

息差领先同业，A股纯正金租标的

——江苏租赁（600901）深度报告

投资要点：

- **老牌金租公司，业绩持续高光：**江苏租赁（600901.SH）是深耕于江苏省的老牌金融租赁公司。凭借“注专中小微”的差异化战略，以及长三角地区突出的地缘优势，公司近年来实现了业绩的持续高速增长，2014-2018 年营收和净利润年均复合增长率分别为 23.24% 和 19.87%，ROE 中枢高达 15.56%。公司先后引入海内外战略投资者，实现资本实力的补强和股权的国际化，综合实力不断提升。
- **市场+政策共振，分享金租行业红利：**1) 市场方面，近 10 年来我国新增租赁业务量持续高速增长，年均复合增长率 31.97%，当前业务增量水平仅次于美国。但与此同时，我国 6.80% 的租赁渗透率远低于美英德等成熟市场，未来业务增长空间巨大。2) 政策方面，2014 年开始政策监管环境逐步向好，金租行业受益差异化监管，较一般融资租赁公司具有更广泛的融资渠道（同业拆借等）和更高的杠杆上限（12.5 倍）。
- **资产/资金端展现优势：**在资产端，公司实现均衡投放，一方面持续加码水利、环境与公共设施管理业等逆周期行业，并相应收缩顺周期行业（如制造业）规模，平衡整体风险；另一方面重点推进医疗器械、院校设备和农机设备三个细分领域，取得较高收益水平。在资金端，横向比较上市租赁公司可以发现，公司资金成本和同为金融租赁公司的国银租赁较为接近，而较一般融资租赁公司有显著优势（低 86BPs），反映公司在租赁行业内具有相对成本优势。
- **净息差表现持续领先：**结合资产资金两端优势，公司在 2014-2018 年间的净息差中枢保持在 3.43%，显著高于 5 家上市公司的均值 2.62%。2018 年公司净息差为 2.90%，小幅落后于环球医疗的 3.23%，在业内依旧保有优势，且在 2019Q1 回升至 3.24%，趋势向好。
- **盈利预测与投资建议：**江苏租赁是 A 股市场唯一纯正金融租赁标的，其上市意义重大，是监管层鼓励金融租赁行业拓展融资渠道、持续健康发展的重要标志。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.52、0.60、0.70 元，对应当前股价的 PB 分别为 1.50、1.36、1.22 倍。首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；投融资需求放缓，应收融资租赁款不良率上升；利率波动导致息差收窄；期限错配导致流动性风险

	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	19.43	24.37	31.07	37.00
增长比率(%)	7.59	25.42	27.53	19.07
净利润(亿元)	10.11	12.51	15.43	18.06
增长比率(%)	22.64	23.79	23.38	16.99
每股收益(元)	0.43	0.43	0.52	0.60
市净率(倍)	2.91	1.65	1.50	1.36

数据来源：WIND，万联证券研究所

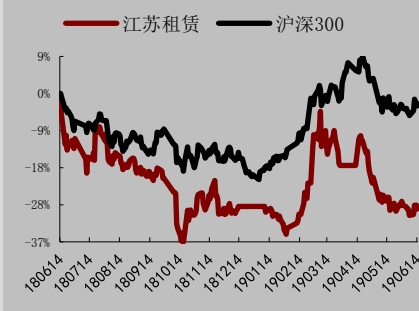
增持（首次）

日期：2019 年 06 月 17 日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	江苏交通控股有限公司/21.43%
实际控制人/持股	江苏省国资委
总股本(百万股)	2,986.65
流通A股(百万股)	640.00
收盘价(元)	6.08
总市值(亿元)	181.59
流通A股市值(亿元)	38.91

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019 年 06 月 14 日

相关研究

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

S0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、江苏省老牌金融租赁公司	4
1.1 老牌租赁公司，规模持续扩张	4
1.2 背靠江苏国资委，全球化股权	4
1.3 深耕江苏省，逐步辐射全国	5
2、市场+政策共振，分享金租行业红利	6
2.1 金融租赁市场潜力巨大	6
2.1.1 国际：直追美国，高增长+低渗透	6
2.1.2 国内：经历四阶段发展，重回正轨	8
2.2 差异化监管背景下，金租相对占优	9
2.3 优质非银系金租，整体排名靠前	9
3、战略+战术形成差异化竞争力	10
3.1 战略聚焦“中小微”	10
3.2 战术变革领先，推进厂融创新	11
4、租息+手续费驱动业绩高增长	12
4.1 财务表现持续高光	12
4.2 租息+手续费构成核心收入	12
5、资产资金两端占优，净利差领先	14
5.1 资产端投放精准，兼顾逆周期与新兴产业	14
5.1.1 事业部架构，投放趋于平衡	14
5.1.2 医疗器械：老龄化激发医疗设备需求	15
5.1.3 教育租赁：高等院校需求巨大	16
5.1.4 农机租赁：受益机械化+政策补贴	17
5.2 资产端不良率优于同业	19
5.3 资金端展现金租公司优势	20
5.4 净息差表现持续领先	20
6、投资建议和盈利预测	22
7、风险提示	22
图表 1：公司规模持续扩张	4
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：十大股东明细	5
图表 4：应收融资租赁款地域分布变化	6
图表 5：18 年应收融资租赁款 CR5 低于 50%	6
图表 6：亚洲业务量全球份额稳步提升（%）	7
图表 7：中国市场贡献主要增量（十亿美元）	7
图表 8：中国租赁渗透率远低于其他发达国家（%）	7
图表 9：全球租赁市场 Top 10 明细	7
图表 10：中国融资租赁市场发展历程	8
图表 11：《关于加快融资租赁业发展的指导意见》四项主要任务	8
图表 12：融资租赁机构比较	9
图表 13：融资租赁市场竞争者派系	9
图表 14：公司在金租公司中排名居前	10
图表 15：中/小/微型客户占比不断上升	10

图表 16: 厂商租赁业务驱动中/小/微订单激增	10
图表 17: 租赁业务分类示意图	11
图表 18: 直接租赁业务模式简图	11
图表 19: 售后回租业务模式简图	11
图表 20: 营收及净利加速上行	12
图表 21: ROE 水平维持高位	12
图表 22: 资产规模稳步提升	12
图表 23: 租赁业务产生的手续费及利息收入占比较大	13
图表 24: 公司盈利要素拆分	13
图表 25: 公司事业部编制	14
图表 26: 应收融资租赁款总额按行业划分	15
图表 27: 18 应收融资租赁款结构 (%)	15
图表 28: 18 租赁业务收入结构 (%)	15
图表 29: 医疗仪器设备及器械制造固定资产投资完成额取得较大提升 (万元)	16
图表 30: 政府卫生支出同步走高 (亿元)	16
图表 31: 高校数量呈爆发式增长	17
图表 32: 普通教育公共财政支出提升 (亿元)	17
图表 33: 农机租赁固定资产投资整体上行 (万元)	18
图表 34: 农作物耕种收机械化水平稳步攀升	18
图表 35: 农业购置补贴维持在 150 亿元以上高位	18
图表 36: 融资租赁资产质量指标远优于行业	19
图表 37: 公司不良率较其他主要上市租赁公司有明显优势	19
图表 38: 公司资金成本高于银行而低于融资租赁同业	20
图表 39: 公司与主要上市租赁公司净息差比较	21
图表 40: 租赁公司毛利率比较	21
图表 41: 租赁公司 ROA 比较	22
图表 42: 租赁公司 ROE 比较	22

1、江苏省老牌金融租赁公司

江苏租赁（600901.SH）是深耕于江苏省的老牌金融租赁公司。自成立以来，公司凭借“注专中小微”的差异化战略，以及长三角地区突出的地缘优势，实现了业绩的持续高增长。目前，公司已经在水利、医疗、教育、农机等领域建立了较强的租赁业务优势，业务网络也扩张至全国，整体竞争力居于租赁行业前列。

1.1 老牌租赁公司，规模持续扩张

公司前身是成立于1988年的江苏省租赁有限公司，为国内最早一批从事融资租赁业务的国有非银行金融机构。在发展过程中，公司不断引入战略投资者，通过权益融资的方式实现规模扩张。2003年公司正式更名江苏省金融租赁有限公司，此后10年间陆续引入南京银行（入股2.69亿元）、国际金融公司（入股0.85亿元）、青岛融诚（入股1.94亿元）和法巴租赁（入股1.53亿元）四位重要战略投资者。2018年3月，公司成功登陆A股市场，募资近40亿元，注册资本增至29.87亿元。随着资本金规模的不断扩张，公司得以凭借杠杆撬动更大规模的生息资产，租赁业务收入随之提升，驱动业绩高增长。

图表1：公司规模持续扩张



资料来源：公司财报，万联证券研究所

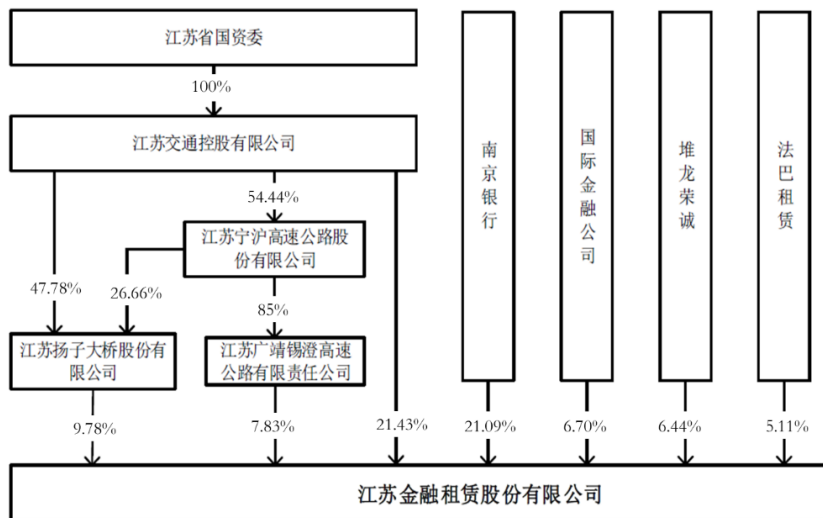
1.2 背靠江苏国资委，全球化股权

股权结构方面，2019年一季度显示江苏省国资委为公司实际控制人，主要通过旗下江苏交通控股对公司进行直接和间接持股。江苏省国资委的信誉背景，以及长期稳定的资金支持是公司租赁业务稳健发展的重要基础。公司第二大股东为南京银行，持股比例达到21.09%。其他股东中，江苏交通控股、扬子大桥、广靖锡澄具有关联关系，江苏交通控股直接及间接持有扬子大桥合计74.44%的股权，江苏交通控股间接持有广靖锡澄85%的股权。

此外，国际金融公司（世界银行集团的成员组织）和法巴租赁（欧洲第一大融资租赁集团）先后加入，持股比例已经达到6.70%和5.11%，公司股权结构呈现国际化特征。国际战略投资者的加入不仅提升了公司的资本实力，还带来了国际先进的业务经验。以法巴租赁为例，其在公司汽车融资租赁业务的发展中起到重要枢纽作用，有效提升公司对国际经销商的管理水平。不仅如此，2014年公司和法巴租赁共同设立厂融中心，

其主营的厂商租赁业务有望在下一阶段成为公司新的利润增长点。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表3：十大股东明细

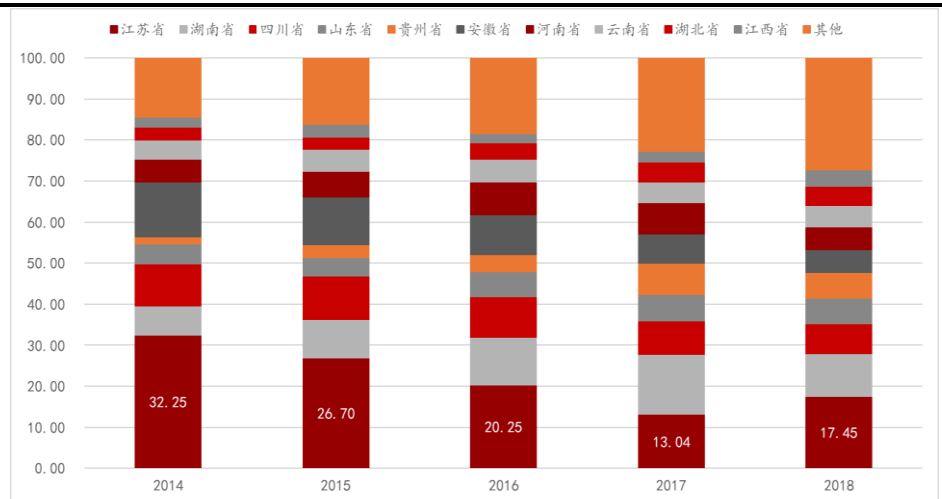
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	江苏交通控股有限公司	640,000,000	21.4300	限售流通A股
2	南京银行股份有限公司	630,000,000	21.0900	A股流通股
3	江苏扬子大桥股份有限公司	292,200,000	9.7800	限售流通A股
4	江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司	234,000,000	7.8300	限售流通A股
5	国际金融公司	200,000,000	6.7000	A股流通股
6	堆龙荣诚企业管理有限责任公司	192,330,800	6.4400	A股流通股
7	法巴租赁集团股份有限公司	152,532,268	5.1100	A股流通股
8	羊雅文	10,367,500	0.3500	A股流通股
9	中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	9,056,993	0.3000	A股流通股
10	张媛	8,127,600	0.2700	A股流通股
合 计		2,368,615,161	79.3000	

资料来源：公司财报，万联证券研究所

1.3深耕江苏省，逐步辐射全国

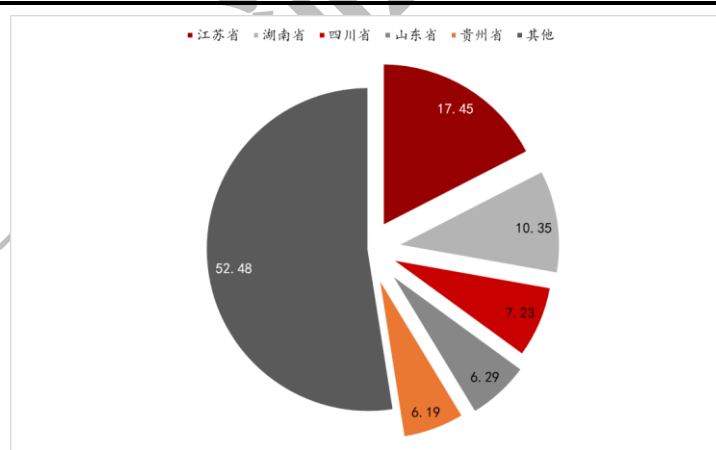
公司深耕江苏省，同时积极向省外拓展业务，区域布局日渐多元化。2014年公司在江苏省的应收融资租赁款余额占比高达32.25%，显示出在江苏本土的区域性业务优势，但近年来公司逐步向省外开拓，业务集中度不断降低，2018年已经下降至17.45%。在新开拓的区域中，中西部地区是开发重点。截至2018年末湖南省、四川省和贵州省应收融资租赁款余额占比分别提升至10.35%、7.23%和6.19%，逐步成为公司重点业务区域。此外，区域性融资租赁款余额占比CR5持续下降，2018年已经降至47.52%，连续两年低于50%，反映出在中西部重点区域外，公司在各新兴区域（如安徽省、河南省、江西省等）的业务布局也呈全面开花局势。

图表4：应收融资租赁款地域分布变化



资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表5：18年应收融资租赁款CR5低于50%



资料来源：公司财报，万联证券研究所

2、市场+政策共振，分享金租行业红利

2.1金融租赁市场潜力巨大

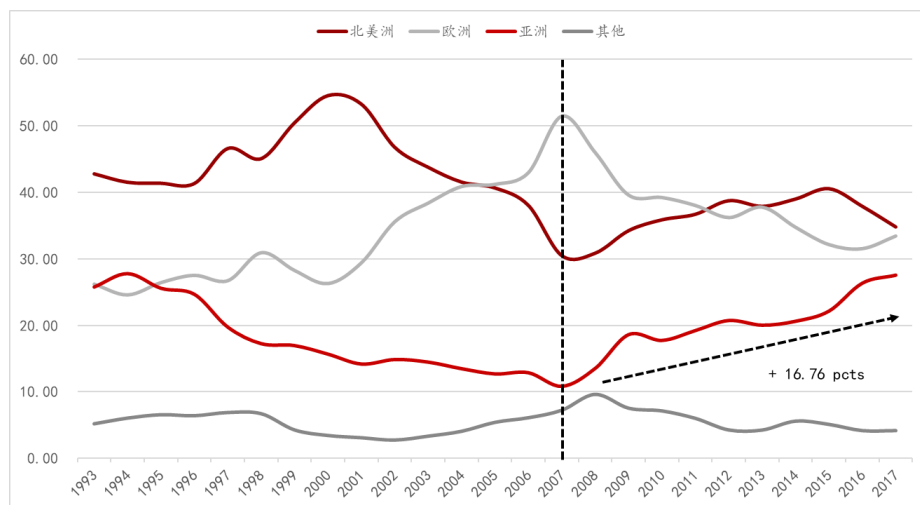
2.1.1国际：直追美国，高增长+低渗透

1) 亚洲租赁市场发力，全球份额不断提升。根据White Clarke Group最新发布的《Global Leasing Report 2019》，近年来欧洲在全球的市场份额不断下滑，已经由2007年峰值的51.41%大幅下滑至2017年的33.40%。与此相对应的是，北美和亚洲则快速崛起，其中亚洲市场份额更是在近十年大幅提升16.76BPs至27.60%，成为全球租赁市场发展的主要驱动力。

2) “高增长”与“低渗透”凸显中国租赁潜力。分国家来看，中国是亚洲市场份额快速提升的主要原因。2008-2017年间中国的新增租赁业务量持续高速增长，年均复合增长率达到31.97%，2017年2656.8亿美元的增量水平已经升至全球第二，仅次于美国的4103.5亿美元，大幅领先身后的英国（924.5亿美元）、德国（783.2亿美元）和日本（604.7亿美元）。但与此同时，中国的租赁渗透率依旧偏低，未来业务增长空间巨大。根据《Global Leasing Report 2019》测算，截至2017年末中国的租赁渗透率仅为6.80%，远远落后美国（21.60%）、英国（32.40%）和德国（17.20%）等欧美发达

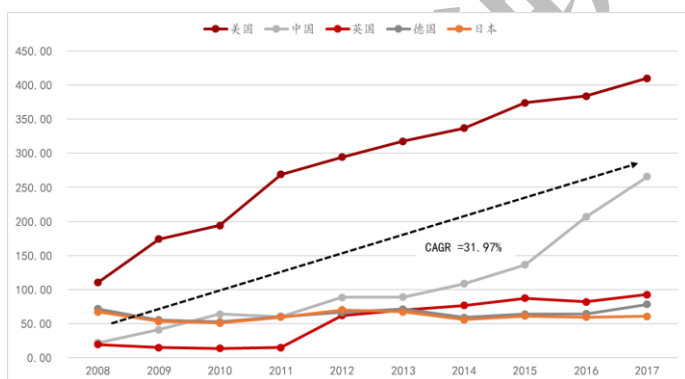
国家，租赁融资水平相较于社会总投资仍有较大提升空间。

图表6：亚洲业务量全球份额稳步提升（%）



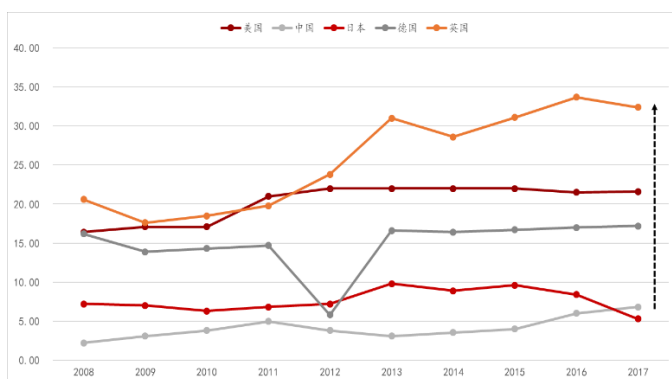
资料来源：《Global Leasing Report 2019》，wind，万联证券研究所

图表7：中国市场贡献主要增量（十亿美元）



资料来源：《Global Leasing Report 2019》，wind，万联证券研究所

图表8：中国租赁渗透率远低于其他发达国家（%）



资料来源：《Global Leasing Report 2019》，wind，万联证券研究所

备注：租赁渗透率 = 年租赁交易量 / 社会总投资（不包含房地产投资），是用来衡量一个国家融资租赁行业发达程度以及发展空间的指标。

图表9：全球租赁市场 Top 10 明细

排名	国家	17业务量	同比	近10年CAGR	17渗透率
1	美国	410.35	6.90%	15.75%	21.60%
2	中国	265.68	28.53%	31.97%	6.80%
3	英国	92.45	13.06%	19.07%	32.40%
4	德国	78.32	21.88%	1.01%	17.20%
5	日本	60.47	1.77%	-1.13%	5.30%
6	法国	49.78	27.84%	2.42%	16.10%
7	意大利	33.63	33.03%	-1.82%	15.20%
8	澳大利亚	31.49	10.72%	19.77%	40.00%
9	加拿大	26.46	2.32%	4.07%	38.00%
10	瑞典	24.88	23.84%	10.13%	27.10%

资料来源：《Global Leasing Report 2019》，wind，万联证券研究所

2.1.2国内：经历四阶段发展，重回正轨

国内融资租赁市场的发展主要分为四个阶段：

1) 1981年~1987年：迅速发展阶段

1981年4月，我国第一家融资租赁公司中国东方租赁有限公司成立，标志我国现代融资租赁业起步。而同年7月，首家金融租赁公司中国租赁有限公司成立。此后几年间，融资租赁在我国取得快速发展。

2) 1988年~1998年：问题暴露阶段

经历了初期的快速发展，融资租赁行业因制度问题导致严重欠租，在90年代陷入停滞。这一时期的欠租问题涉及广泛、规模巨大，同时大量出租人起诉承租人的欠租违约事件因融资租赁的法律定性问题而屡遭败诉，在此背景下租赁公司出现大规模破产、清算等情况。而后通过行业协会和政府部门的协助，租金拖欠问题逐渐解决。

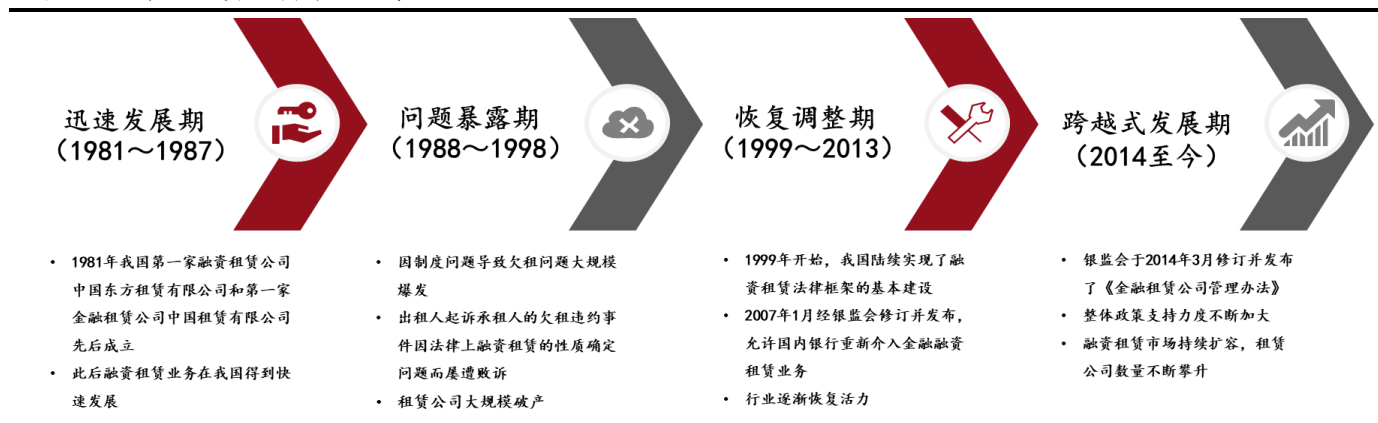
3) 1999年~2013年：恢复调整阶段

前期租赁行业遭遇的租金拖欠问题，促使我国融资租赁法律框架的加速形成。《合同法》、《企业会计准则21号——租赁》、《金融租赁公司管理办法》先后落地，而后2007年1月经银监会重新允许国内银行介入金融融资租赁业务，以及《外商投资租赁业管理办法》明确外商设立融资租赁公司的相关要求。一系列法律法规的建设，为融资租赁行业发展奠定制度基础。

4) 2014年至今：跨越式发展阶段

2014年开始，行业监管环境逐步向好，政策支持不断加码。2014年3月银监会修订并率先发布《金融租赁公司管理办法》。2015年9月国务院又发布《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，不仅肯定了融资租赁在推动产业升级、拓宽中小微企业融资渠道等方面的重要作用，而且明确了融资租赁业的“四项主要任务”。受益政策红利，融资租赁业务规模持续增长，行业实现跨越式发展。

图表10：中国融资租赁市场发展历程



资料来源：融资租赁三十人论坛，万联证券研究所

图表11：《关于加快融资租赁业发展的指导意见》四项主要任务

政策要点	相关内容
改革制约融资租赁发展的体制机制	加快推进简政放权；理顺行业管理体制；完善相关领域管理制度。
加快重点领域融资租赁发展	积极推动产业转型升级；加快发展中小微企业融资租赁服务；大力发展跨境租赁。
支持融资租赁创新发展。	推动创新经营模式；加快发展配套产业；提高企业核心竞争力。
加强融资租赁事中事后监管	完善行业监管机制；发挥行业组织自律作用。

资料来源：国务院，万联证券研究所

2.2 差异化监管背景下，金租相对占优

我国的租赁公司可分为金融租赁公司和融资租赁公司（含内/外资）两类。其中江苏租赁所属的金融租赁公司由银监会监管，属于非银行金融机构，一般由银行、大型央企等机构申请设立；而融资租赁公司原先由商务部监管，属于工商企业，其中包括外资融资租赁公司和内资试点融资租赁公司。随着2018年5月商务部发布《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》，融资租赁公司的监管规则职责划至银保监会，租赁行业多头监管时代宣告结束。

尽管如此，当前金融租赁公司与融资租赁公司在监管要求上仍存差异。相较而言，公司所处的金融租赁行业有两方面优势：1) **资金成本优势**：金融租赁公司属于非银行金融机构，可以通过同业拆借、发行金融债券、资产证券化等多种方式获取资金。相较之下，一般融资租赁公司只能依靠资本金和银行授信获取资金，融资渠道相对受限。2) **杠杆上限优势**：根据当前监管政策，一般融资租赁公司经营杠杆最大为10倍，而金融租赁公司经营杠杆最大可至12.5倍，享有更大的加杠杆空间。

图表12：融资租赁机构比较

	金融租赁	内资租赁	外资租赁
原主管部门	银监会	商务部	商务部
现主管部门	银保监会	银保监会	银保监会
成立要求	需要银监会批准	由省级商务部门推荐试点，并由商务部、国家税务总局联合确认	需要商务部门批准
许可经营范围	允许同业拆借	不允许	不允许
资本金要求	有资本充足率要求，资本净额不得低于风险加权资产的8%	风险资产一般不得超过净资产总额的10倍；融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%	风险资产一般不得超过融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%
注册资本	1 亿	1.7 亿	1000 万美元
经营杠杆	≤12.5 倍	≤10 倍	≤10 倍
融资途径	资本金；同业拆借；银行借款；发行债券；资产证券化等	资本金；银行贷款；发行债券；资产证券化等	资本金；银行贷款；发行债券；资产证券化等

资料来源：银保监会，商务部，万联证券研究所

2.3 优质非银系金租，整体排名靠前

在金融租赁和内/外资租赁的大分类下，基于机构股东背景，又可将金融租赁公司细分为银行系金租和非银行系金租，而内/外资租赁公司细分为厂商系租赁和独立系租赁，其特点、客户定位及重点行业如下：

图表13：融资租赁市场竞争者派系

	金融租赁		内 / 外资租赁	
	银行系	非银行系	厂商系	独立第三方
股东背景	银行	非银行法人	设备制造厂商	非银行、非厂商法人
特点	拥有资金、品牌和管理优势，融资成本较低，业务规模较大；受监管约束较多，业务灵活性较弱	融资环境较好，业务灵活度高于银行系	具有设备制造、维修专业能力，客户群相对集中，对客户了解程度较高；融资成本相对较高	独立中介，议价能力较强，客户和供应商选择方面自主性较高，提供多元化服务；融资渠道较为单一
客户定位	大中型国有企业	大中型国有企业、优质中小企业	设备厂商自有客户	中小企业
优势行业	船舶、航空、交通运输等	交通运输、能源、机械等	机械、医疗、汽车等	教育、零售、印刷等
代表公司	交银租赁、招银租赁	江苏租赁、华融租赁	中联重科租赁、西门子租赁	远东租赁、渤海租赁

资料来源：wind，万联证券研究所

银行系是金租公司的主体，在国有行、政策性银行、股份制商业银行等大股东的支持下，银行系普遍具有较强资本优势，工银租赁、交银租赁、国银租赁、民生租赁、招

银租赁、建信租赁等始终占据第一梯队。而江苏租赁作为非银系中的佼佼者，其规模在金租行内也能保持居前位置。根据公司招股说明书中金融租赁专业委员会披露的2014-2017Q3行业排名，公司总资产和净资产经过几年的稳步提升，排名已经提升至行业第13位和第9位。从2018年的财报数据来看，在A股上市后公司总资产和净资产规模分别同比增长17.42%和76.35%，相对资本实力进一步提升。从资产收益率来看，公司ROA和ROE水平领跑行业。两项指标在2015-2017Q3区间始终维持行业1-2位水平，尽管2018年ROE有所下滑（受IPO补充净资本影响），但整体依旧不改优势地位。

图表14：公司在金租公司中排名居前

规模与盈利指标排名（全部）				
	2014	2015	2016	2017Q3
总资产	16/26	17/40	16/50	13/55
净资产	15/26	15/40	12/50	9/55
净利润	9/26	10/40	8/50	8/55
ROA	2/26	2/40	7/50	4/55
ROE	6/26	1/40	2/50	2/55

规模与盈利指标排名（总资产 ≥ 100 亿元）				
	2014	2015	2016	2017Q3
总资产	16/21	17/25	16/32	13/37
净资产	15/21	15/25	12/32	9/37
净利润	9/21	10/25	8/32	8/37
ROA	2/21	1/25	1/32	2/37
ROE	6/21	1/25	2/32	2/37

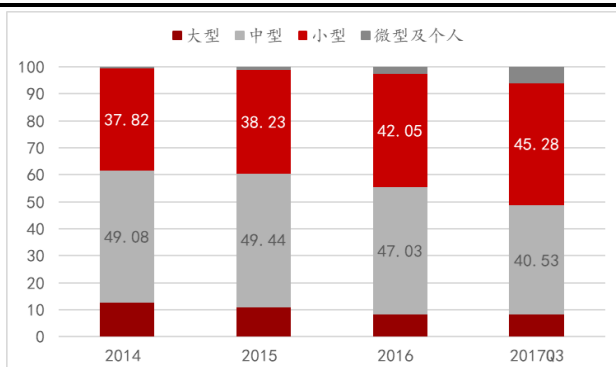
资料来源：招股说明书，万联证券研究所

3、战略+战术形成差异化竞争力

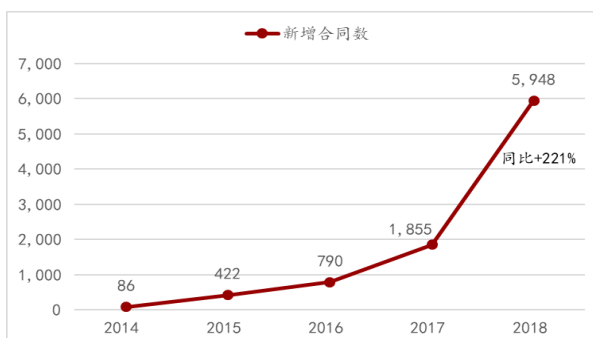
3.1 战略聚焦“中小微”

金租公司的业务定位都集中于大型、国有企业，尤其是银行系金租公司凭借资金规模，普遍扎堆于重资产经营的航空、航运和工程机械等行业，整体竞争较为同质化。然而在很多细分行业中，很多中小企业都有通过融资租赁渠道改善资产负债结构、降低融资成本的需求，而这正是公司瞄准的差异化战略方向。自成立以来，公司始终坚持“服务中小、服务民生”的定位，为中小型客户提供租赁融资服务。这一战略方针不仅符合国家政策导向，而且也有利于提升公司议价能力，获取更高收益率，还可以同时降低客户集中度风险。从招股说明书来看，2014-2017Q3期间公司应收融资租赁款总额中小微客户占比由87.49%逐步提升至91.87%，其中小型、微型及个人客户比例提升尤为明显。结构的变化反映了公司清晰的战略指向。

表15：中/小/微型客户占比不断上升



图表16：厂商租赁业务驱动中/小/微订单激增



资料来源：公司财报，万联证券研究所

资料来源：公司财报，万联证券研究所

3.2 战术变革领先，推进厂融创新

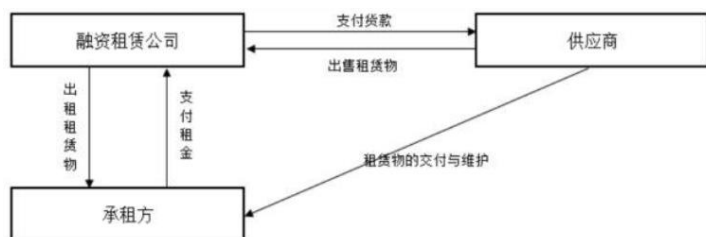
以业务操作划分，租赁业务可大致分为直接租赁、售后回租和厂商租赁：1) **直接租赁**：指承租人自主选择意向设备，与供应商基本确定设备规格、型号、数量、价格等条件后，出租人根据承租人的要求，向设备供应商购买设备，并将设备出租给承租人使用。租赁期间，承租人向出租人支付租金，而在租赁期满后，设备归承租人所有。2) **售后回租**：指承租人以其存量自有设备与出租人进行协商，将设备以合理的价格出售给出租人，再从出租人手中租回使用。租赁期间，承租人向出租人支付租金；租赁期满，设备归承租人所有。3) **厂商租赁**：指出租人即融资租赁公司与设备厂商结成战略合作关系，厂商通过自身的销售渠道向出租人推荐设备购买方，出租人审核通过后，由出租人支付设备价款，并向推荐的设备购买方即承租人提供融资租赁。厂商为租赁项目提供某种形式的担保或设备回购承诺。租赁期间，承租人向出租人支付租金；租赁期满，设备归承租人所有。严格意义上来讲，厂商融资租赁本身不是一种单独的融资租赁方式或结构，其本质是直接租赁或者售后回租的延伸。

图表17：租赁业务分类示意图

业务模式	优点	缺点
直接租赁	受承租方的资信状况影响较小，可借助融资租赁公司降低设备的购置成本，降低企业资金压力	出租方对指定的租赁物和供货商了解不足，以及残值处置能力一般
售后回租	有利于承租方及时盘活其存量资产，提高资产融资的能力	承租方违约时，出租方对租赁物处置收益相对较低
厂商租赁	厂商向出租人推荐承租人，并提供担保或设备回购承诺	业务销售与资产处置完全依赖于设备厂商

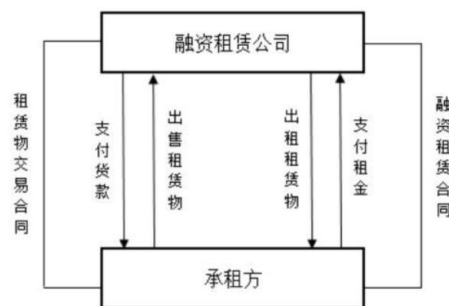
资料来源：万联证券研究所

图表18：直接租赁业务模式简图



资料来源：万联证券研究所

图表19：售后回租业务模式简图



资料来源：万联证券研究所

目前国内租赁市场以售后回租为主，直接租赁和厂商租赁的展业相对落后。据商务部统计，2018年我国金融租赁行业中80%的业务模式为售后回租，直接租赁及厂商租赁占比不足20%，而杠杆租赁等国际常见的创新租赁模式并未取得有效发展。从江苏租赁的业务结构来看，售后回租在应收融资租赁总额中占比也高达95%，但从2014年起，公司开始积极发展直租业务和厂商租赁业务。1) **在直租业务方面**，公司加大与深圳迈瑞医疗、上海康达医疗等设备经销商合作力度，并积极适应医疗设备融资租赁需求由二级以上公立医院逐渐向一级及民营医院转移的市场趋势，大力推进医疗设备直租业务。2) **在厂商租赁方面**，公司依托法巴租赁的技术支持与渠道支持，以农业机械融资租赁作为厂商租赁的出发点。公司与法巴租赁签署协议，按照厂

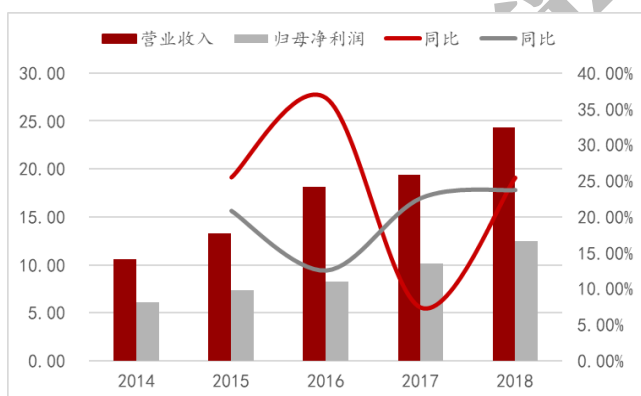
融中心新增业务投放金额的0.5%计提并支付咨询服务费,从而获取其在厂商租赁方面的国际先进经验。未来公司还将加码拓展适合厂商租赁模式的新行业,如工程建设、物流、交通运输、通讯行业等。当前公司厂商租赁业务规模和收入金额逐年增长,合作厂商和经销商数量也不断扩大,有望逐步构建新的利润增长点。

4、租息+手续费驱动业绩高增长

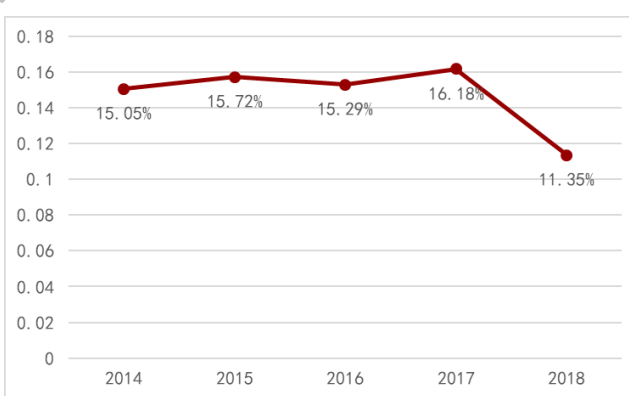
4.1 财务表现持续高光

2014-2018年公司财务表现亮眼,营业收入和净利润年均复合增长率分别为23.24%和19.87%。ROE方面,公司2014-2017年ROE中枢高达15.56%,而2018年回落至11.35%,原因在于公司年内完成IPO,募集资金净额达39.18亿元,净资产获得极大扩充,但出于稳健经营考虑并未同比比例增加财务杠杆。2019Q1来看,公司营收同比增长12.42%至6.76亿元,净利润同比增长16.79%至3.8亿元,维持相对高增速,年化ROE也回升至13.32%,表现略优于预期。而从资产规模来看,2014-2018年间公司体量持续稳定扩张。2018年公司总资产同比增长18.85%至590.30亿元,净资产受益IPO同比大幅增长76.35%至110.18亿元,资本实力再获补强。

图表20: 营收及净利加速上行



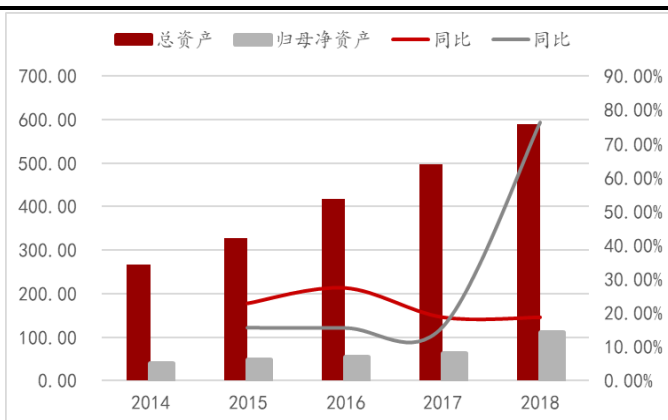
图表21: ROE水平维持高位



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表22: 资产规模稳步提升



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

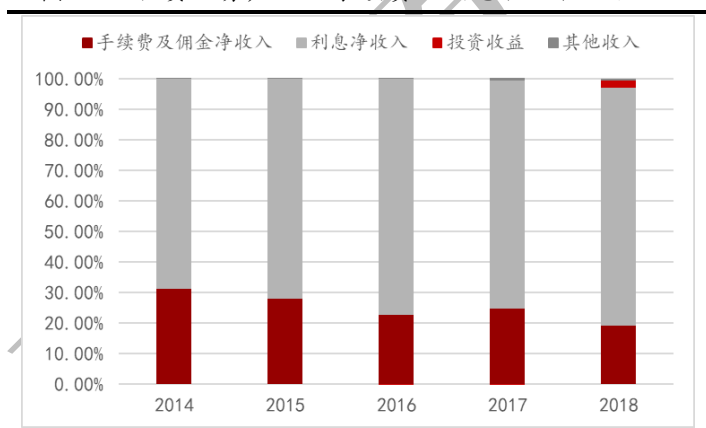
4.2 租息+手续费构成核心收入

租赁行业的与银行业类似,其盈利逻辑均是作为资本中介,基于杠杆来赚取利差。收

入结构上来看，公司的主要收入来自息差、手续费。2014-2018年间两者合计贡献收入占比维持在97%以上，其中息差收入接近80%。其他收入还包含投资收益和余值收入，整体占比有限，仅2018年公司因处置此前舜天船舶破产带来的199.03万股受偿股份，取得2.42%的投资收益贡献。

- 1) **息差收入**：租赁公司在资产端拥有租赁债权；在负债端通过银行借款、发行债券等方式融入资金提升杠杆水平，金融租赁公司还可以通过同业拆借和金融债融入资金。
- 2) **手续费收入**：主要包括两种类型，a) 租赁业务手续费，伴随租赁业务收取的合同管理费用；b) 财务咨询业务管理费用，针对客户提供融资方案而收取的佣金。
- 3) **投资收益**：当客户进入破产清算程序，可能出现受偿股份的情况（多出现于委托贷款等情况），由此取得金融资产将带来投资收益。
- 4) **余值收入**：因处理经营租赁资产获得残值收入，或承租人未按期支付下，租赁公司处理租赁物获得的收入。

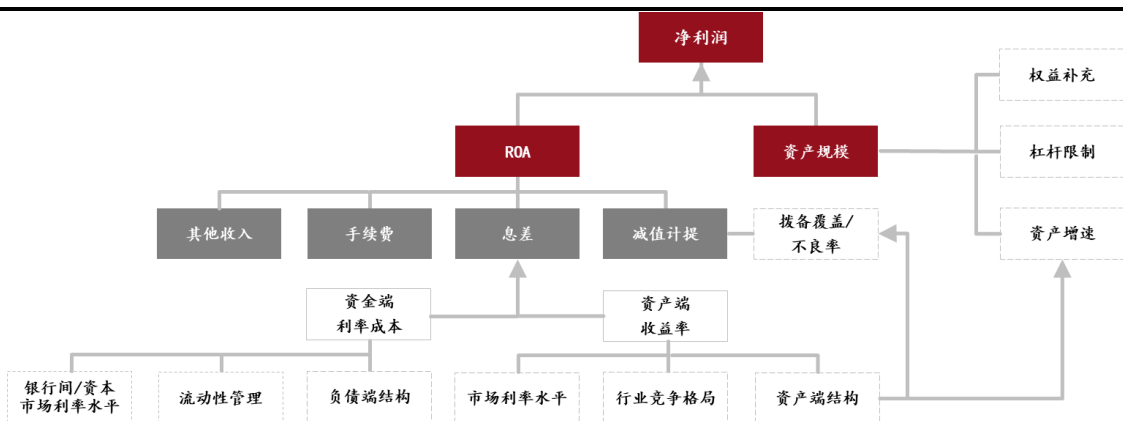
图表23：租赁业务产生的手续费及利息收入占比较大



资料来源：公司财报，万联证券研究所

从盈利拆分来看，资产端和资金端是影响租赁企业利润变化的核心要素。租赁企业的利润等于ROA乘以资产规模，其中ROA主要受息差、手续费和减值计提影响。在这三个因素中又以息差为最主要变量，资产端收益率和资金端利率是两个核心驱动因素。而资产规模则受权益补充、杠杆限制和资产增速等因素影响，前两者属于外部变量，资产增速则作为关键内生因素，和利润增长互为支撑。下文中，我们将聚焦息差这一影响ROA的关键变量，从资产、资金两端进行分析。

图表24：公司盈利要素拆分



资料来源：万联证券研究所

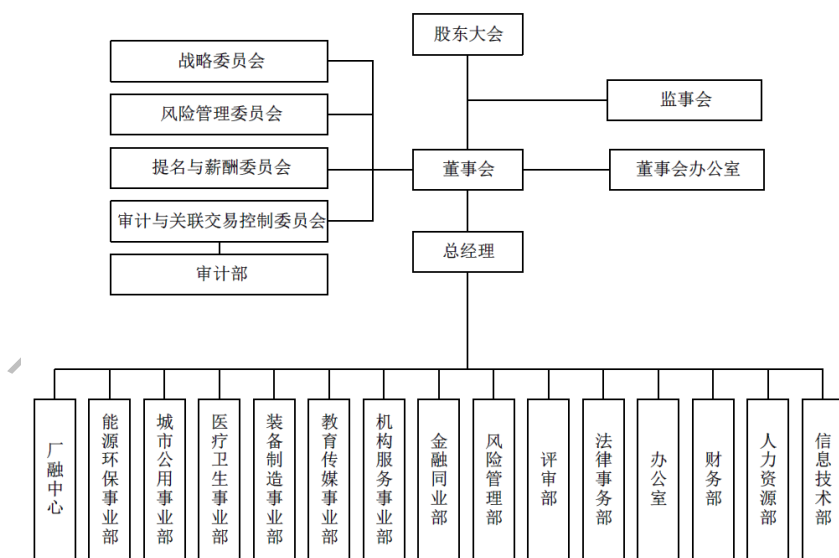
5、资产资金两端占优，净利差领先

5.1资产端投放精准，兼顾逆周期与新兴产业

5.1.1事业部架构，投放趋于平衡

与商业银行“总-分-支”的多层级区域化业务模式不同，租赁公司多采用基于行业的事业部制度，从而更好地纵向渗透产业链上下游，提高投放的精准性。江苏租赁同样采用典型的事业部架构，重点聚焦能源环保、城市公共、医疗卫生、转型制造、教育传媒等行业。除此以外，近年公司和法巴租赁联合组建了厂融中心，以期打开农机厂商融资业务。

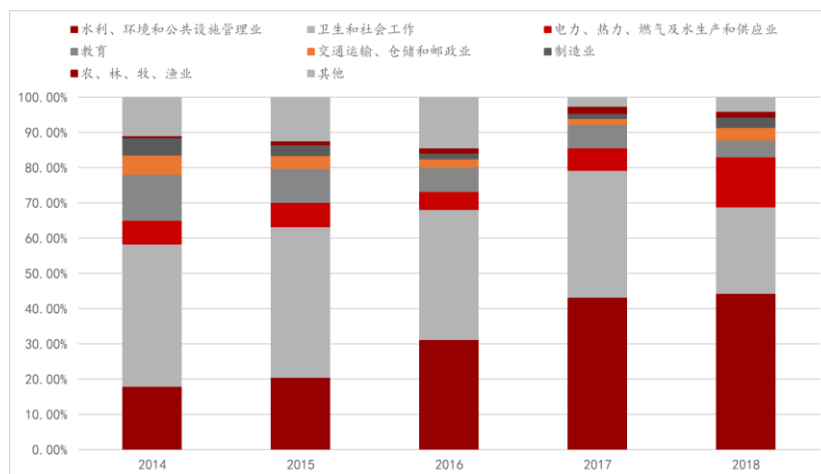
图表25：公司事业部编制



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

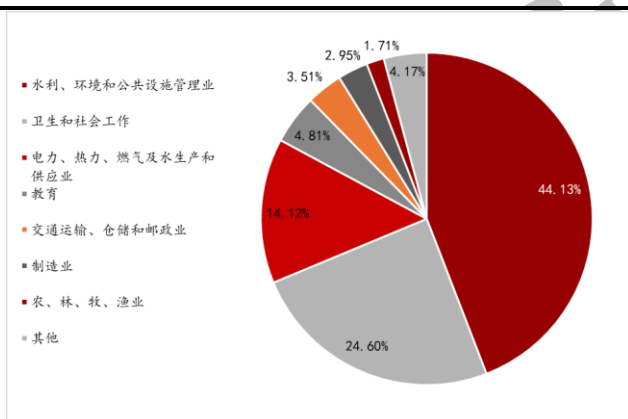
从融资租赁款角度进行直观分析，近年来公司在城市公共事业相关业务（水利、环境和公共设施）的投放款总额持续提升，占比由2014年的17.75%大幅提升至2018年的44.13%。这一变化主要是因为公司基于对宏观的研判提前制定了“调结构、控风险”的转型思路，在稳步拓展新经济业务的同时，持续加码水利、环境与公共设施管理业等逆周期行业，并相应收缩顺周期行业（如制造业）规模，从而平衡整体风险。而从租赁业务收入角度来看，医疗器械、院校设备和农机设备三个细分领域取得了较高的租赁业务收入（相较于应收融资租赁款规模），体现了其较高的息差水平与投放性价比。

图表26：应收融资租赁款总额按行业划分



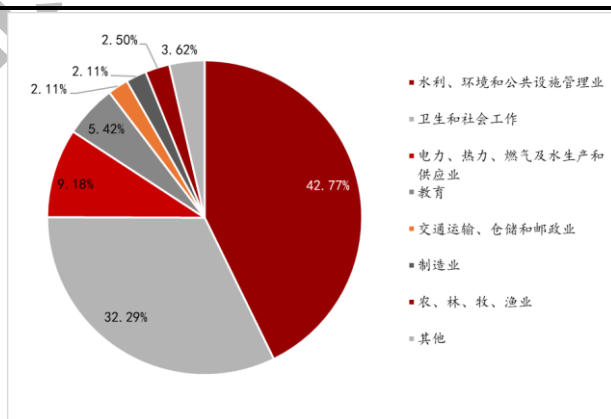
资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表27：18 应收融资租赁款结构 (%)



资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表28：18 租赁业务收入结构 (%)

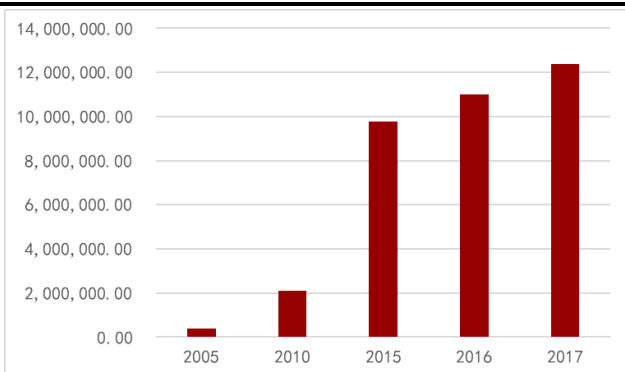


资料来源：公司财报，万联证券研究所

5.1.2 医疗器械：老龄化激发医疗设备需求

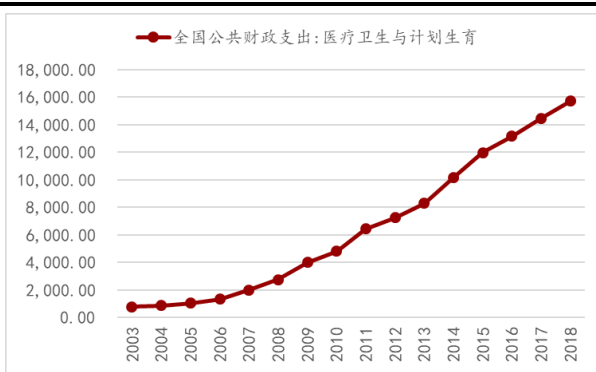
医疗领域的融资租赁标的主要为医疗设备，在我国人口老龄化的背景下，国家大力推动社会资本进入医疗领域，医疗设备需求不断攀升。近年来我国医疗卫生体制改革不断深入，医疗市场竞争日趋激烈，不断地加大投入力度，引进先进医疗器械成为各家医院提高竞争力的重要途径。根据国家统计局公布的数据，我国医疗仪器设备及器械制造固定资产投资完成额从2005年的38.83亿元逐步上升至2017年的977.49亿元，而2017年已经升至1236.65亿元，12年间的年均复合增长率高达33.43%。同时我国公共财政医疗卫生支出也呈现快速增长的态势。2003-2018年，我国公共财政医疗卫生支出由778亿元增长至15700亿元，年均复合增长率达到23.94%，政府层面对于医疗卫生行业的投入支持可见一斑。

图表29：医疗仪器设备及器械制造固定资产投资完成额取得较大提升（万元）



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

图表30：政府卫生支出同步走高（亿元）



资料来源：财政部，wind，万联证券研究所

医疗机构进行设备购置以及更新换代所需资金一般有三个渠道：内部积累、政府划拨和外部融资，其中融资租赁以其灵活、快捷、融资金额大、资金到位快等多方面的优点逐步得到医院认可。在医疗设备行业良好的发展趋势下，医疗设备的融资租赁业务量也逐年增加，未来渗透率有望进一步提高。

从竞争格局来看，我国医疗领域的融资租赁客户主要为各大医院，具有信用风险低、注重服务质量的特点。同时由于技术的革新，医疗设备的更新换代频繁，也为医疗行业融资租赁的快速增长提供了驱动力。近年来金融租赁公司在医疗行业扩张迅速，目前在国内医疗融资租赁领域较为领先的公司主要有远东宏信、华融租赁以及海通恒信，公司在这一领域属于后来者，正处于快速追赶状态。

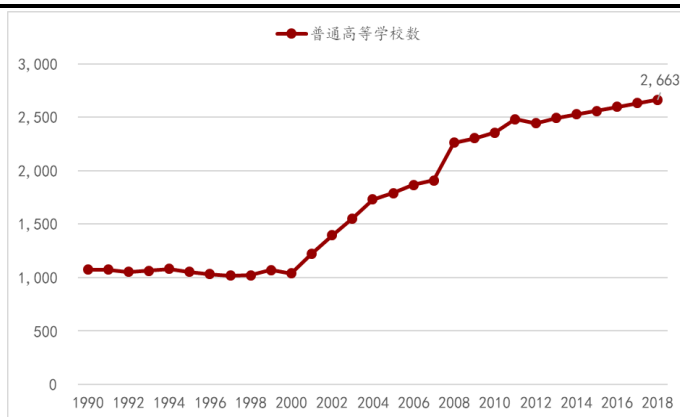
5.1.3 教育租赁：高等院校需求巨大

教育行业的融资租赁相对于传统租赁领域起步也较晚，但近年来呈现迅猛发展的势头，主要原因有以下几方面：1) **政策环境持续向好**：国务院于2010年印发《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》，要求把教育放在优先发展的战略地位，到2020年基本实现教育现代化，基本形成学习型社会，进入人力资源强国行列。此外，国家颁布的如《民办教育促进法》及其实施条例、《国务院关于大力发展职业教育的决定》，均对社会力量投资办学给予了较大支持。2) **教育机构需求扩张**：近年来教育机构需求急剧扩张，教育资源在国内覆盖面逐步扩大。教育行业的迅速发展需要资金的有力支持，但是传统的财政拨款和银行贷款已不能完全满足教育行业的资金需求，也无法完全与教育行业的投资或支出期限匹配。而融资租赁恰好可以有效解决教育融资需求的困难。随着优质教育机构的融资租赁意识增强，教育行业的扩张为教育融资租赁提供了市场契机。3) **低信用风险特质利于发展融资租赁**：教育机构的融资风险较低，一方面是由于我国教育机构的经费来源多元化，校办产业、计划外办学、承接科研项目等收入形式改善了教育机构教学经费不足的局面，为教育机构偿还融资租赁款提供了保障；另一方面是在当前的行政管理体制下，确保教学资产的正常使用和教学秩序的稳定是我国教育机构的首要目标，因此教育机构一般都会按时偿还融资租赁款的利息和本金，发生呆账、坏账的可能性非常小。

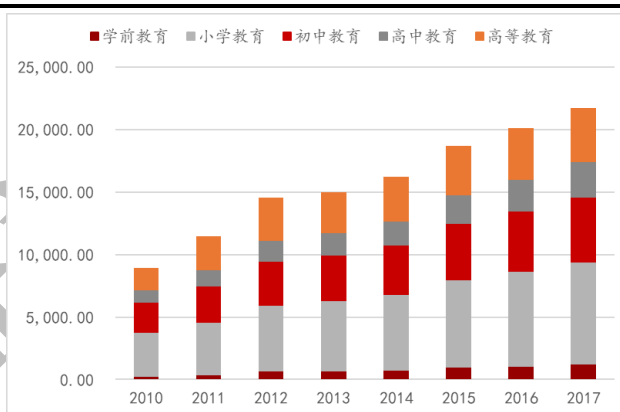
从竞争格局来看，2012年以前教育行业融资租赁领域活跃度较高的公司包括远东宏信、海通恒信等商务部背景的外资融资租赁公司。而2012年以后，“十二五”规划提出推进教育均衡化，其中包括要求在教育基础设施方面“扶贫帮困”，帮助物质条件较差的学校在校舍、实验室、图书馆、体育场地等的建设方面尽快赶上重点学校（优质学校）。银行系/非银系金融租赁公司纷纷成立介入，目前教育行业融资租赁领域活跃度较高的公司包括招银金融租赁、平安国际融资租赁等，是公司主要的竞争重要对手。

从前景来看，高等院校带来的设备租赁市场蕴含巨大机会。根据国家统计局统计，2010-2018年，全国普通高等院校数量年均复合增长率为1.53%，呈稳定增长态势，截至2018年末全国共有2663所普通高等院校，同比增长1.22%。鉴于融资租赁灵活高效的运作模式，且能够及时满足院校的资金需求，融资租赁的接受度正稳步提升。另一方面，根据国家统计局的数据，2017年全国教育经费投入2.38万亿元，同比增长8.10%。尽管近年来全国教育经费投入增长速度较快，但这一数字占GDP的比例仍然偏低，2017年2.90%的水平较发达国家仍存在明显差距，存在提升空间。

图表31：高校数量呈爆发式增长



图表32：普通教育公共财政支出提升（亿元）



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

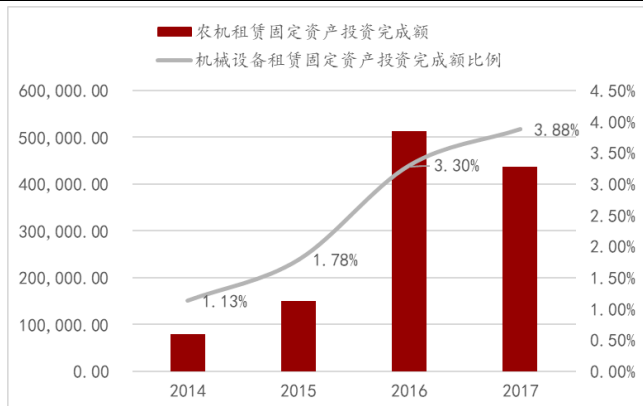
资料来源：财政部，wind，万联证券研究所

除此之外，教育租赁行业还有两点值得注意：1) 行业直租比例有望进一步提升：深度挖掘教育行业客户直接租赁的需求，与设备类供应商达成紧密的战略合作是该行业未来的主要发展趋势。为此公司也正通过高等教育展会和直接联系等途径积极联系潜在的合作伙伴，并已经与部分设备供应商达成合作意向。2) 民办学校和教育培训市场广阔：民办教育作为公办教育的有益补充已经覆盖了从幼儿园到大学的各个层次，以往各家租赁公司在客户选择时倾向于公办院校，但在竞争加剧的格局下，优质的民办学校和教育培训机构也逐渐成为各家机构的客户群，此时需要有效的风控措施降低项目风险。

5.1.4 农机租赁：受益机械化+政策补贴

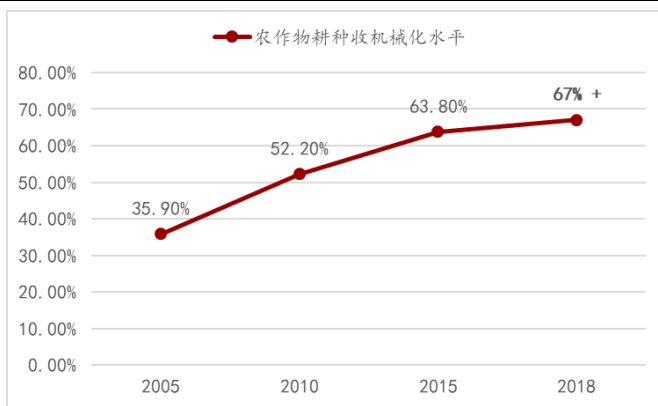
近年来我国农机装备发展迅速，是机械工业行业最具活力的子行业之一。根据国家统计局的统计数据，截至2017年末全国农机租赁固定资产投资完成额达到43.76亿元，尽管较2016年有所下滑，但占机械设备固定资产投资完成额的比例进一步提升至3.88%。同时，国家统计局数据显示2015年全国农作物耕种收综合机械化率为63.8%，较2010年末提高了11.5个百分点。根据农业农村部农业机械化司的最新披露，2018年我国农作物耕种收综合机械化率已经突破67%，其中主要粮食作物耕种收综合机械化率超过80%，显示我国农业生产方式正逐步转变为以机械作业主导。

图表33：农机租赁固定资产投资整体上行（万元）



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

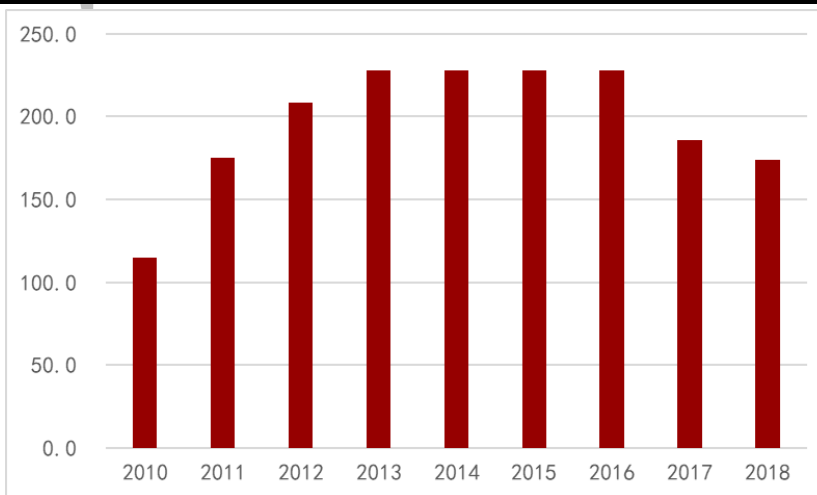
图表34：农作物耕种收机械化水平稳步攀升



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

近年来国家实施农机补贴政策以来，中央财政不断加大补贴力度，促进农机产业的加速发展。2011—2018年，中央财政每年投入农机购置补贴资金超过150亿元，累计补贴购置各类农机具超过2000万台，大幅提升了农业物质技术装备水平，推动了现代农业建设。从政策上来看，补贴的范围还在进一步扩大，2015年1月农业部办公厅和财政部办公厅联合发布《2015年-2017年农业机械购置补贴实施指导意见》，将农机补贴范围进一步扩大，将原本只有大型集体农场、农业生产合作社等农业生产经营组织才能够享受的购买大型农机的补贴，拓展至全体直接从事农业生产的农民和农业生产组织。农业机械购置补贴政策范围的扩大有助于促进我国的农业机械化率的提高。

图表35：农业购置补贴维持在150亿元以上高位



资料来源：招股说明书，财政部，wind，万联证券研究所

展望行业发展，2016年我国《农机装备发展行动方案(2016-2025)》和《全国农业机械化发展第十三个五年规划》陆续发布。其中《农机装备发展行动方案(2016-2025)》提出，全国农作物耕种收综合机械化率在2025年达到75%以上。同时《全国农业机械化发展第十三个五年规划》提出到2020年主要农作物生产全程机械化、种养加全面机械化取得显著进展，区域协调共进的农业机械化发展新格局基本形成，有条件的地区率先基本实现农业机械化。综合来看，受益于良好的政策环境，农机行业良好的发展势头，根据中国农业机械工业协会预计，到2020年我国农机工业总产值有望达到6000亿元，为我国逐渐起步的农机租赁业务带来广阔市场空间。

就竞争格局而言，近年来农机租赁行业的主要参与者包括两种类型的公司。一类是外资融资租赁公司，如约翰迪尔融资租赁、拉赫兰顿融资租赁，法兴融资租赁，三井住友融资租赁等；另一类中国本土融资租赁公司，如海尔融资租赁、哈银金融租赁等。2010年约翰迪尔作为农机融资租赁市场的先锋，进入我国市场开展农机租赁业务，其后包括公司在内，越来越多的国内租赁公司开始介入农机设备融资市场。

5.2 资产端不良率优于同业

2014-2018年间，公司的不良应收融资租赁款随业务扩张有所增加，但不良率依旧处于较优水平。2018年来看，公司应收融资租赁款余额为579.66亿元，同比增加17.79%，而不良应收融资租赁款余额为4.59亿元，同比增加10.71%。在此情况下公司不良融资租赁资产率同比减少0.05BPs至0.79%，大幅低于监管要求的5%底线，也显著低于银保监会公布的同期商业银行1.83%的平均水平。

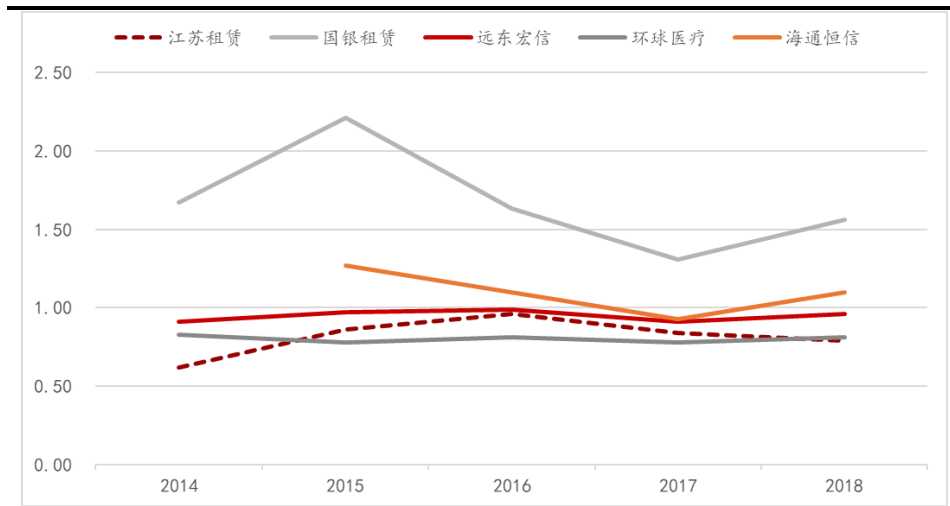
同时，横向比较显示公司的不良率水平相较于主要上市竞争对手也具有优势。通过对3家融资租赁上市公司（远东宏信、环球医疗、海通恒信）和2家金融租赁上市公司（国银租赁、江苏租赁）的资产质量数据进行对比分析，我们发现2014-2018年公司和环球医疗的不良率始终领跑5家上市公司，两者均值分别维持在0.81%和0.80%，而2018年公司不良率自2015年来首次低于环球医疗，不良控制水平进一步提升。

图表36：融资租赁资产质量指标远优于行业

	2014	2015	2016	2017	2018	监管标准
不良融资租赁资产率	0.62%	0.86%	0.96%	0.84%	0.79%	≤5%
拨备覆盖率	289.44%	266.82%	303.41%	375.44%	432.69%	≥150%
拨备率	1.80%	2.29%	2.91%	3.16%	3.43%	≥2.5%

资料来源：银保监会，招股说明书，公司财报，万联证券研究所

图表37：公司不良率较其他主要上市租赁公司有明显优势



资料来源：公司财报，招股说明书，万联证券研究所

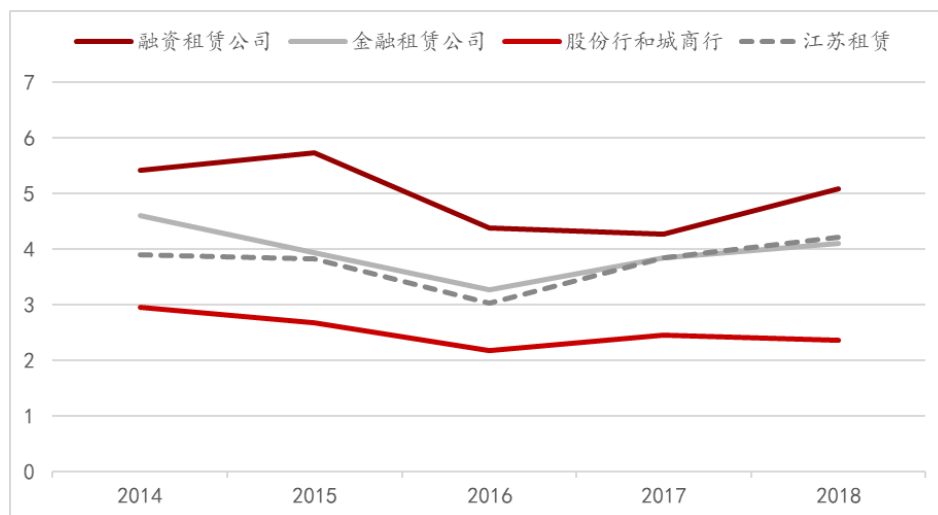
此外，2014-2018年间公司拨备覆盖率和拨备率也逐年提高，除了应对逐步增加的不良应收账款规模意外，也进一步配合了监管部门对于拨备率和拨备覆盖率的监管要求，在计提减值准备时，采取更为谨慎的态度，加大减值准备计提力度。2018年来看，公司不良融资租赁资产的拨备覆盖率为432.69%，同比增加57.25BPs，高于银保监会公布的商业银行同期186.31%的平均水平以及150%的监管要求；融资租赁资产的拨备率为3.43%，同比增加0.27BPs，高于银保监会公布的商业银行同期3.41%的平均

水平及2.5%的监管要求。

5.3 资金端展现金租公司优势

作为资金推动型的行业,融资租赁行业的负债端成本会对资产端的选择和定价产生影响,我们依旧用上市租赁公司样本进行分析,同时比较股份行和城商行的资金成本。

图表38: 公司资金成本高于银行而低于融资租赁同业



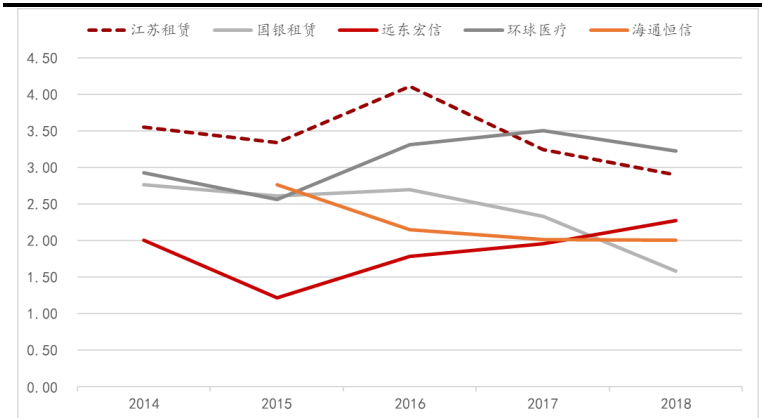
资料来源: 公司财报, 招股说明书, 万联证券研究所

租赁行业的资金端以银行间同业拆借(仅金融租赁公司)、银行借款的银行渠道资金为主, 债券资金为辅, 因此较银行而言并无资金成本优势。整体来看, 公司资金端成本明显高于银行, 但在融资租赁公司内部比较中仍有一定优势。根据wind数据, 2018年3家融资租赁公司在同年的平均计息负债成本率为4.10%, 2家金租样本公司平均计息负债成本率为5.07%, 股份行和城商行平均计息负债成本率为2.36%。相较而言, 公司当前资金成本和同为金融租赁公司的国银租赁较为接近, 而较融资租赁公司有显著优势(低86BPs), 反映公司在租赁行业内具有相对成本优势。

5.4 净息差表现持续领先

横向比较来看公司租赁业务净息差高于同行业可比公司平均水平。公司在2014-2018年间的净息差中枢保持在3.43%, 显著高于5家上市公司的均值2.62%, 这和公司在资产端对于中小微客户较强的议价能力以及在资金端稳定的低成本融资能力密不可分。2018年公司净息差为2.90%, 小幅落后于环球医疗的3.23%, 但依然在业内处于相对领先地位。而2019年Q1净息差则回升至3.24%, 同比提升16BPs, 继续保持高息差优势。

图表39：公司与主要上市租赁公司净息差比较

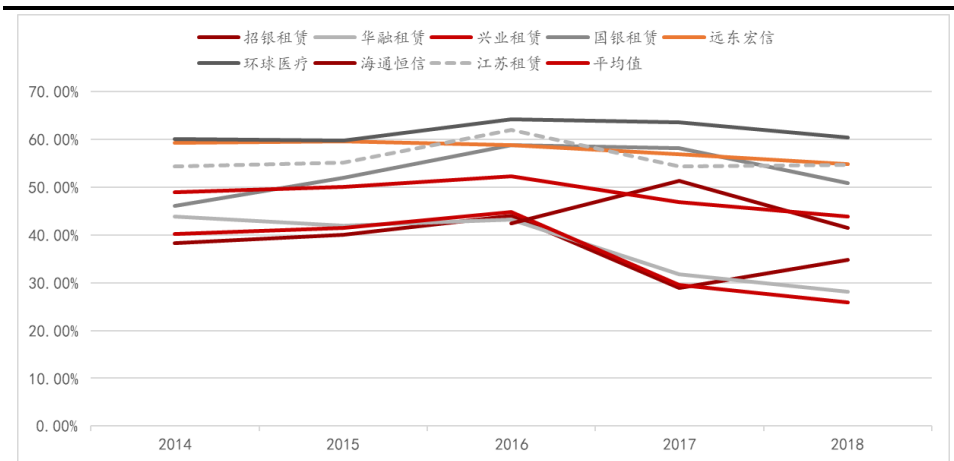


资料来源：公司财报，招股说明书，wind，万联证券研究所

值得注意的是，2017、2018年公司净息差略有降低。受融资租赁企业数量大幅增加、市场竞争不断加剧，以及人民银行基准利率下调等因素的影响，公司生息资产收益率在2017-2018年有所降低，但由于公司的融资合同主要为固定利率合同，虽然随着基准利率的下调也逐步下降，但是存在一定的滞后性，因而导致息差短期收窄。另外，2016年的高基数也在一定程度上凸显了近两年的息差降幅。2016年公司租赁业务利差大幅上升主要是受到回租业务适用增值税率下降的影响。《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》自2016年5月1日起实施。此前公司回租业务适用税率为17%，而自《通知》实施起，公司回租业务适用税率为6%。合同初始签订时，公司根据与承租人协商确定的本金、合同期数、合同利率等，确定租金收取的计划安排，每期租金总额由本金、不含税租息及增值税三部分构成。合同执行期内，税收政策的变动对每期租金总额不构成影响。回租合同适用税率下降后，租金总额和本金均不变，增值税下降，不含税租息增加，从而推动税后租赁收益率上升。

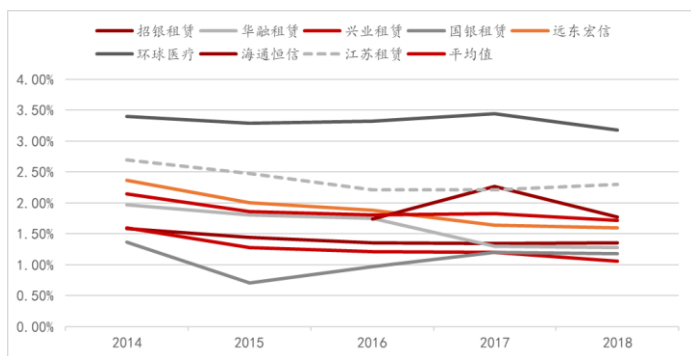
整体而言，公司在净息差上具有显著优势，而这一优势也直接转化为了高于同业的毛利率和资产回报率。相较于净息差，毛利率和资产回报率的披露更为透明，我们将比较口径扩展至公司主要竞争对手（含非上市租赁公司）。比较显示，2014-2018年间公司在毛利率方面仅次于环球医疗，与远东宏信、国银租赁表现较为接近，但远远领先其他主要竞争对手，相对于8家租赁公司的毛利均值始终保持5BPs以上的领先，竞争优势明显。ROA和ROE来看，公司也始终稳定在可比公司前3水平，远高于均值。

图表40：租赁公司毛利率比较



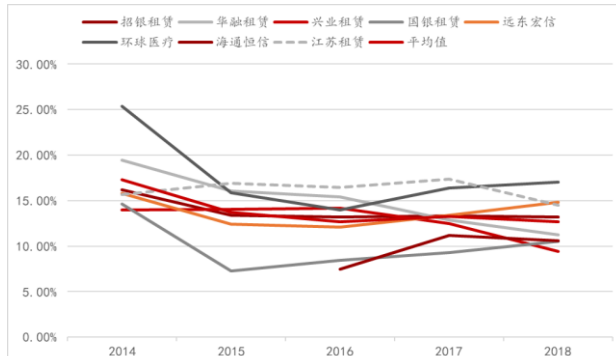
资料来源：招股说明书，公司财报，wind，万联证券研究所

图表41: 租赁公司ROA比较



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表42: 租赁公司ROE比较



资料来源: wind, 万联证券研究所

6、投资建议和盈利预测

江苏租赁(600901.SH)是A股市场唯一纯正金融租赁标的,其上市意义重大,是监管层鼓励金融租赁行业拓展融资渠道、持续健康发展的重要标志。

国资背景和国际化、多元化的股权结构赋予了公司较强的资本实力和灵活的展业模式,配合“专注中小微”的差异化战略定位,近年来公司实现业绩持续高增速。从业务模式来看,公司在资产端兼顾逆周期平衡与新兴行业开拓,在资金端保持优于同业的融资成本,从而形成稳定的高净息差优势。在2018年A股首发上市后,公司资本充足率进一步提升,在当前行业竞争加剧、金融去杠杆、地方政府债务预算收缩的复杂环境中,有望进一步强化相对竞争优势。

我们认为未来3-5年,公司的应收融资租赁余额增速和净息差水平仍将优于行业,预计2019-2021年公司EPS为0.52、0.60、0.70元,对应当前股价的PB分别为1.50、1.36、1.22倍。首次覆盖,予以“增持”评级。

7、风险提示

宏观经济下行风险;投融资需求放缓,应收融资租赁款不良率上升;覆盖行业的融资政策发生不利变化;利率波动导致息差收窄;期限错配导致流动性风险加剧

资产负债表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	590.30	697.57	853.99	1041.63
现金及存放中央银行款项	0.06	0.06	0.06	0.06
存放同业和其它金融机构款	6.56	8.20	10.25	12.81
应收融资租赁款	559.8	660.5	809.1	987.2
应收票据	0.01	0.01	0.01	0.01
拆出资金	1.50	1.50	1.50	1.50
应收账款	0.12	0.28	0.46	0.68
应收利息	6.54	9.76	13.64	18.40
其他应收款	0.12	0.12	0.12	0.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.90	1.08	1.08	1.08
固定资产	4.80	5.04	5.42	5.96
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.12	0.12	0.12	0.12
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.12	0.12	0.12	0.12
递延所得税资产	4.25	4.25	4.25	4.25
其他资产	5.39	6.46	7.76	9.31
负债	480.1	576.3	720.1	893.2
借款	14.29	17.22	21.70	27.05
拆入资金	291.1	350.8	442.0	550.9
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	30.00	30.00	30.00	30.00
应付票据	10.55	10.55	10.55	10.55
应付账款	5.20	8.36	12.25	17.39
应付利息	4.48	9.28	15.09	22.43
递延收益	8.13	9.60	11.42	13.59
应付职工薪酬	1.51	2.54	3.76	5.29
应交税费	3.22	3.66	4.28	4.93
其他应付款	2.84	2.99	3.14	3.45
应付债券	69.93	84.27	106.1	132.3
长期应付款	38.45	46.33	58.38	72.76
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.38	0.71	1.32	2.50
所有者权益	110.1	121.2	133.8	148.3
股本	29.87	29.87	29.87	29.87
资本公积	43.16	43.16	43.16	43.16
其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	4.19	5.73	7.54	9.62
一般风险准备	8.72	10.57	12.74	15.24
未分配利润	24.24	31.90	40.58	50.47
归属于母公司股东权益	110.1	121.2	133.8	148.3
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: wind, 万联证券研究所

利润表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24.37	31.07	37.00	43.74
手续费及佣金净收入	4.63	5.01	5.55	6.30
手续费收入	4.97	5.29	5.84	6.60
减: 手续费支出	0.34	0.28	0.29	0.30
利息净收入	19.00	25.92	31.31	37.30
利息收入	38.87	45.88	55.54	67.87
减: 利息支出	19.87	19.97	24.23	30.57
投资收益	0.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.08	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	-0.12	-0.04	-0.04	-0.07
其他业务收入	0.09	0.09	0.09	0.09
资产处置收益	0.17	0.08	0.08	0.11
其他收益	0.01	0.01	0.01	0.01
营业支出	7.73	10.53	12.96	16.08
税金及附加	0.08	0.10	0.12	0.14
业务及管理费	2.67	3.57	4.53	5.60
资产减值损失	4.94	6.79	8.23	10.25
其他业务成本	0.03	0.06	0.07	0.09
营业利润	16.64	20.55	24.04	27.67
营业外收入	0.03	0.02	0.02	0.03
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	16.66	20.56	24.05	27.68
所得税费用	4.15	5.12	5.99	6.90
净利润	12.51	15.43	18.06	20.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母股东净利润	12.51	15.43	18.06	20.78

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增速(%)	25.42	27.53	19.07	18.23
归母净利润增速	23.79	23.38	16.99	15.09
收入结构				
非利息业务增速	-3.59	8.19	10.74	13.47
利息业务增速(%)	31.04	36.41	20.79	19.15
获利能力				
ROA(%)	2.12	2.21	2.11	2.00
ROE(%)	14.49	13.34	14.16	14.73
每股指标				
EPS(元)	0.43	0.52	0.60	0.70
BVPS(元)	3.69	4.06	4.48	4.97
PE	14.14	11.76	10.06	8.74
PB	1.65	1.50	1.36	1.22

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场