

业绩符合预期，净息差有所走扩

——江苏租赁（600901）点评报告

事件：

近日，江苏租赁发布 2019 年中报，公司在报告期内实现营业收入 14.23 亿元，同比增长 20.21%；归母净利润 7.86 亿元，同比增长 22.29%；ROE 较去年同期减少 0.16 个百分点至 6.95%。

投资要点：

- **聚焦新兴行业，加码“厂融”，资产端不断优化。**2017年公司开启“转型+增长”战略后不断开拓新兴细分行业，目前正在清洁能源、高端装备、汽车金融、信息科技、农业机械等领域持续加码。2019H1公司在上述转型类业务中的投放合同数占总投放合同数98.28%；投放金额占总投放金额55.93%，较去年提高了21.75个百分点。除此以外，公司还进一步推进厂商租赁模式下的设备融资租赁业务，并重点扩充目标厂商和经销商网络。截至2019H1末公司合作的厂商、经销商数量达到443家（包括凯斯纽荷兰、海德堡、依维柯等世界500强厂商），较年初增长6.5%；同时新增融资租赁合同数5103笔，增幅超过100%，“厂融”模式的推进卓有成效。
- **拓展授信额度，资金端优势依旧。**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》，普通融资租赁公司也被划归银保监会监管，多头监管时代结束。但考虑到目前银保监会并未对多类租赁主体的经营做出重新规范，金融租赁公司的融资渠道优势（同业拆借、发行金融债券、资产证券化）仍在，而公司作为AAA级金租公司，资金端更具优势。2019H1公司进一步扩充授信额度，取得101家银行1351.35亿元额度，增幅达7.31%，授信使用率为25.37%。在授信充裕的基础上，结合同业拆借、金融债、资产证券化等多元渠道，公司有望在2019年保持资金端相对优势。
- **利率下行致净息差走扩，业绩有望超预期。**公司净息差水平长期领先业内，2014-2018年间的净息差中枢保持在3.43%，显著高于可比上市公司均值2.62%（见《江苏租赁(600901)深度报告：息差领先同业，A

	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	19.43	24.37	31.07	37.00
增长比率(%)	7.35	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)	2.72	1.54	1.40	1.27

资料来源：wind，万联证券研究所

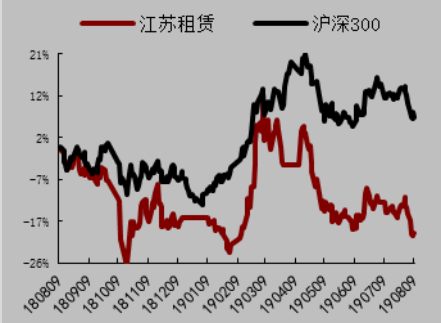
增持（维持）

日期：2019 年 08 月 12 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	
总股本(百万股)	2,986.65
流通A股(百万股)	1,820.45
收盘价(元)	5.69
总市值(亿元)	169.94
流通A股市值(亿元)	103.58

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 08 月 09 日

相关研究

万联证券研究所 20190617_江苏租赁首次覆盖_AAA_息差领先同业，A 股纯正金租标的

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

股纯正金融租赁标的》)。2018年公司净息差受转型阵痛和宏观经济压力影响下滑至2.90%，但2019H1已经回升至3.46%，同比增长0.54个百分点，预计2018H2至今的利率整体下行是主要原因。我们认为，租赁行业资产久期长于资金久期，同时考虑资到产端固定利率合同占比高，收益率相对刚性，因此在市场利率下行的背景下，资金端资金成本会比资产端收益率更快实现调整，边际利好净息差走扩。目前利率下行对公司资金端影响已经显现，净息差持续走扩或将带来业绩超预期表现。

- **资产稳步增长，不良率依旧低位。**截至2019H1末公司总资产规模645.89亿元，较年初增长9.42%；负债总额533.89亿元，较年初增长11.20%。与此同时公司应收融资租赁款余额625.99亿元，较年初增长7.99%，生息资产扩张整体稳健。但考虑到2019H2宏观经济下行压力仍在，预计全年应收融资租赁款余额较2018年的17.79%呈小幅回落。资产质量方面，公司受益于合作商在渠道和专业设备方面的优势，对于租赁物有较强的管控、处置能力，因而资产质量基本无虞。截至2019H1末公司不良应收融资租赁款余额5.27亿元，不良融资租赁资产率0.84%，低于银行业平均水平（银保监会披露2019Q1为1.8%）；融资租赁资产拨备率3.44%，拨备覆盖率408.30%，均大幅领先银保监会红线，且在同业处于领先水平。
- **投资建议：**2019H1来看江苏租赁继续优化资产端结构，并稳固资金端优势，且在利率持续下行的大背景取得净息差扩张，全年业绩表现有望有超预期。同时公司风控得力，生息资产稳定扩张且资产质量无虞，中长期有望保持既稳且快发展。我们坚定看好公司作为A股市场唯一纯正金融租赁标的综合实力与发展潜力，维持“增持”评级。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1.40、1.27、1.15倍。
- **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；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

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	13.23	11.01	9.41	8.18
PB	1.54	1.40	1.27	1.15

资料来源: wind, 万联证券研究所

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。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