

江苏租赁 (600901.SH) 资产端收益率有所下降, 可转债发行利于长期发展

2021年10月21日

——江苏租赁 2021 三季度报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

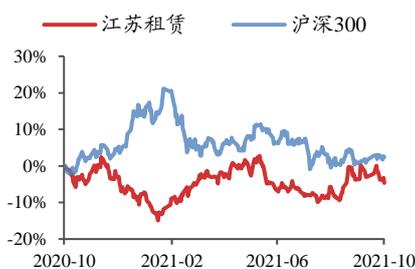
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120100011

日期	2021/10/20
当前股价(元)	5.27
一年最高最低(元)	6.04/4.95
总市值(亿元)	157.40
流通市值(亿元)	155.86
总股本(亿股)	29.87
流通股本(亿股)	29.57
近3个月换手率(%)	24.16

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《江苏租赁首次覆盖报告-深耕产业, 聚焦中小, 打造资产端特色竞争优势》
-2021.10.18

● 资产端收益率下降造成利差回落, 关注厂商租赁业务扩张

公司 2021 年前 3 季度营业收入/归母净利润分别为 29.4 亿/15.8 亿, 同比 +3.7%/+11.5%, 前 3 季度年化 ROE 15.4%; 2021Q3 净利润 5.1 亿, 环比 +1.5%, 盈利增长略低于我们预期; 不良率环比下降好于我们预期。3 季度资产端增速有所放缓, 资产端收益率下降造成利差回落。公司厂商业务模式特色较强, 具有一定竞争壁垒, 未来业务扩张有利于提升公司利差, 维持公司 2021-2023 年归母净利润预测 21.75/26.69/31.22 亿元, 分别同比 +16%/+23%/+17%, 对应 EPS 分别为 0.73/0.89/1.05 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 7.2/5.9/5.0 倍, 估值较低, 维持“买入”评级。

● 预计“15号文”对公司资产端增速造成一定影响, 资产端收益率有所下降

(1) 2021 年 9 月末公司应收融资租赁款余额 929 亿, 较年初增长 15.8%, 环比 +0.4%, 我们预计受“15号文”影响, 第 3 季度资产端投放速度有所下降; 公司上半年规模增长较快, 应收融资租赁款余额净增加 123 亿元, 我们预计公司全年资产规模仍有望保持较好增长。(2) 我们估算公司 2021 年前 3 季度生息资产收益率 7.38%(年化), 较 2021 年上半年下降 17bp, 同比下降 34bp, 预计受行业竞争加剧影响; 付息债务平均利率 3.83%(年化), 较 2021 年上半年上升 8bp, 预计受 2021 年上半年银行间拆借利率上行影响; 我们估算公司 2021 年前 3 季度净利差 3.54%, 较 2021 年上半年下降 26bp, 净利差有所收窄。

● 不良率环比下降, 可转债发行有利于公司长远发展

(1) 2021 年 9 月末公司不良率 0.91%, 较 2021 年 6 月末下降 3bp, 资产质量良好; 2021 年 9 月末拨备覆盖率达到 430%, 较 2021 年 6 月末提升 26 个百分点, 拨贷比达到 3.90%, 较 2021 年 6 月末提升 9bp, 公司拨备充足, 抵御风险能力较强。(2) 公司 50 亿元可转债发行已被证监会核准, 预计 4 季度完成可转债发行, 短期为公司带来低息负债, 中长期看, 可转债发行有助于公司补充资本金, 提升远期业务规模。

● **风险提示:** 宏观经济和利率波动对公司盈利带来不确定性影响; 公司资产质量下降风险; 公司盈利增长不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,066	3,753	4,208	4,931	5,706
YOY(%)	25.8	22.4	12.1	17.2	15.7
归母净利润(百万元)	1,583	1,877	2,175	2,669	3,122
YOY(%)	26.6	18.6	15.9	22.7	17.0
毛利率(%)	68.9	66.7	68.9	72.2	72.9
净利率(%)	51.6	50.0	51.7	54.1	54.7
ROE(%)	13.8	15.0	16.0	17.9	19.0
EPS(摊薄/元)	0.53	0.63	0.73	0.89	1.05
P/E(倍)	10.0	8.5	7.2	5.9	5.0
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	66,308	79,382	94,249	110,000	131,499
现金	470	805	1,627	2,686	2,661
应收票据及应收账款	65,824	77,962	92,307	106,998	128,523
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	14	616	315	315	315
非流动资产	2,055	1,908	2,678	3,017	3,484
长期投资	-0	-0	-0	-0	-0
固定资产	451	426	418	410	402
无形资产	19	36	15	15	15
其他非流动资产	1,585	1,445	2,246	2,593	3,068
资产总计	68,363	81,290	96,927	113,017	134,983
流动负债	49,219	58,396	71,863	85,404	103,638
短期借款	37,955	43,840	57,840	69,840	84,840
应付票据及应付账款	7,525	9,162	9,629	11,170	13,404
其他流动负债	3,739	5,394	4,394	4,394	5,394
非流动负债	7,147	9,884	10,900	12,035	14,113
长期借款	6,737	9,318	10,318	11,318	13,318
其他非流动负债	410	566	583	718	795
负债合计	56,366	68,280	82,764	97,439	117,751
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
资本公积	4,316	4,276	4,276	4,276	4,276
留存收益	3,668	4,633	4,851	5,118	5,430
归属母公司股东权益	11,997	13,010	14,163	15,578	17,232
负债和股东权益	68,363	81,290	96,927	113,017	134,983

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1221	-1080	247	1548	-226
净利润	1583	1877	2175	2669	3122
折旧摊销	27	37	37	37	37
财务费用	341	338	369	433	493
投资损失	-9601	-12676	-16049	-15407	-22340
营运资金变动	11049	16049	21049	26049	31049
其他经营现金流	8611	9332	13484	13676	18312
投资活动现金流	-42	-44	-34	-14	-4
资本支出	3	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1411	1452	610	-474	205
短期借款	0	0	100	200	300
长期借款	2390	3000	3100	3200	3300
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	2	2	2	2	2
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
现金净增加额	-232	328	822	1059	-26

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,066	3,753	4,208	4,931	5,706
营业成本	954	1,248	1,308	1,372	1,544
营业税金及附加	6	6	7	8	10
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	261	306	366	419	479
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	683	930	930	940	1,050
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	2,111	2,505	2,900	3,558	4,162
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	2,112	2,503	2,900	3,559	4,163
所得税	529	626	725	890	1,041
净利润	1,583	1,877	2,175	2,669	3,122
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	1,583	1,877	2,175	2,669	3,122
EBITDA	2139	2541	2937	3596	4200
EPS(元)	0.53	0.63	0.73	0.89	1.05

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.8	22.4	12.1	17.2	15.7
营业利润(%)	26.9	18.6	15.8	22.7	17.0
归属于母公司净利润(%)	26.6	18.6	15.9	22.7	17.0
获利能力					
毛利率(%)	68.9	66.7	68.9	72.2	72.9
净利率(%)	51.6	50.0	51.7	54.1	54.7
ROE(%)	13.8	15.0	16.0	17.9	19.0
ROIC(%)	2.8	2.8	2.6	2.8	2.7
偿债能力					
资产负债率(%)	82.5	84.0	85.4	86.2	87.2
净负债比率(%)	2.5	2.7	2.4	2.6	2.6
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	4.8	5.0	4.7	4.7	4.6
应收账款周转率	5.0	5.2	4.9	4.9	4.8
应付账款周转率	13.1	15.0	13.9	13.2	12.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.63	0.73	0.89	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.36	0.08	0.52	-0.08
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.36	4.74	5.22	5.77
估值比率					
P/E	10.0	8.5	7.2	5.9	5.0
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	94.8	89.1	83.7	74.0	69.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn