

江苏租赁(600901)

报告日期: 2022年09月26日

聚焦小单零售, 独特厂商模式

——江苏租赁首次覆盖报告

投资要点

□ A股唯一金租公司, 业绩稳健增长

公司是A股唯一的金融租赁公司, 具有稀缺性, 国有资本、民营资本、外资形成多元化的股东结构。业绩保持稳健增长, 2016-2021年营收、净利润CAGR分别为17%/20%, 22H1年化ROE达15.8%, 盈利能力居行业前列。

□ 多元产业布局, 立足江苏辐射全国

产业布局: 公司聚焦10大板块60多个细分市场, 其中, 交通运输、能源环保领域发展较快, 二者22H1租赁收入占比均为19%, 较2018年分别提升16/11pct。江苏租赁通过多元产业布局分散风险, 积极服务实体经济重点领域, 在绿色发展、交通强国、工程建设等领域加大投放力度。

地域分布: 公司以江苏为核心向周围省份辐射, 深入布局全国。22H1江苏省对公司租赁业务收入及应收租赁余额的贡献占比均为最高, 分别为24%和25%。江苏周边地区包括山东、安徽、浙江等省份融资租赁业务收入占比分别为9%/6%/5%, 应收租赁款余额占比分别为10%/6%/5%。

□ 独特厂商租赁模式, 专注小单零售

厂商模式: 公司通过独特厂商模式获取优质客户, 与厂商合作推出标准化产品和服务, 实现互利共赢。2021年末公司合作厂商数达1,172家, 4年复合增速为51%, 22H1末合作公司数量近1,700家, 较年初增长45%, 随着合作厂商、经销商的数量逐步增加, 公司对细分领域的拓展不断加强。

专注零售: 江苏租赁2021年新增投放平均合同金额70.7万元, 较2020年下降21%, 22H1投放合同中1,000万及以下的小单占比近99%, 零售化特征明显, 有助于公司分散业务风险以及在资产端获得更强的议价能力。

□ 融资成本构筑高利差, 不良优于同业

融资成本低: 公司融资渠道丰富, 与多家金融机构建立了长期稳定的合作关系, 融资成本端具备优势。而公司资产端对小微客户议价权相对较高, 因此租赁净利差维持在较高水平, 显著优于商业银行净息差。

不良率较优: 公司通过多元广泛的业务布局、小单零售的特点来分散风险, 以及“租赁物+承租人+厂商”三位一体的风控体系有效防范、化解风险。江苏租赁历年不良率稳定在0.6%-1.0%之间, 低于商业银行及可比公司平均水平。

□ 盈利预测与估值

江苏租赁是A股唯一的金租标的, 具有稀缺属性, 通过多元产业布局、独特厂商模式、小单零售特点以及低成本优势打造竞争力。公司资产质量稳定, 应收租赁款余额稳步扩张, 利差呈上行趋势, 驱动业绩增长。预计公司2022-2024年营收同比增长13%/14%/15%; 归母净利润同比增长15%/14%/15%; BPS为5.45/5.99/6.71元, 现价对应PB0.91/0.82/0.73倍。我们给予公司2022年1.2倍PB, 对应目标价6.53元, 首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下行; 利率大幅波动。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 梁凤洁

执业证书号: S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

研究助理: 洪希柠

hongxingning@stocke.com.cn

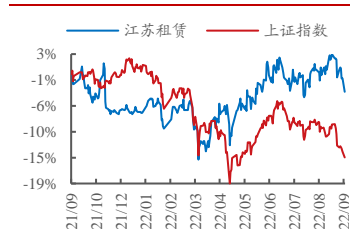
研究助理: 胡强

huqiang@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥4.93 |
| 总市值(百万元) | 14,725.89 |
| 总股本(百万股) | 2,987.00 |

股票走势图



相关报告

财务摘要

| (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 3,941 | 4,447 | 5,089 | 5,843 |
| (+/-) (%) | 5% | 13% | 14% | 15% |
| 归母净利润 | 2,072 | 2,390 | 2,725 | 3,131 |
| (+/-) (%) | 10% | 15% | 14% | 15% |
| 每股净资产(元) | 4.87 | 5.45 | 5.99 | 6.71 |
| P/B | 1.01 | 0.91 | 0.82 | 0.73 |

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

| | |
|--------------------------|-----------|
| 1 A股金租唯一标的，业内排名领先 | 6 |
| 1.1 A股唯一上市的金融租赁公司 | 6 |
| 1.2 股东结构多元，人才团队优秀 | 6 |
| 1.3 业绩稳健增长，行业排名领先 | 8 |
| 2 行业稳步发展，金租具备规模优势 | 11 |
| 3 厂商模式与小单零售打造竞争优势 | 16 |
| 3.1 独特厂商租赁模式，专注小单零售 | 16 |
| 3.2 多元产业布局，立足江苏辐射全国 | 18 |
| 3.3 融资渠道及成本优势构筑领先利差 | 19 |
| 3.4 不良优于可比同业，拨备计提充足 | 21 |
| 4 盈利预测与估值 | 23 |
| 4.1 核心假设 | 23 |
| 4.2 盈利预测与估值 | 23 |
| 5 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 江苏租赁发展历程..... | 6 |
| 图 2: 江苏租赁股权结构..... | 6 |
| 图 3: 江苏租赁硕士研究生及以上学历的员工占比较高..... | 8 |
| 图 4: 江苏租赁营收及增速..... | 8 |
| 图 5: 江苏租赁归母净利润及增速..... | 8 |
| 图 6: 江苏租赁 ROE 保持稳定..... | 9 |
| 图 7: 江苏租赁资产规模及增速..... | 9 |
| 图 8: 江苏租赁营收结构..... | 9 |
| 图 9: 融资租赁行业发展历程..... | 11 |
| 图 10: 我国融资租赁行业企业数量..... | 12 |
| 图 11: 我国融资租赁行业合同余额..... | 12 |
| 图 12: 世界主要国家租赁市场渗透率..... | 12 |
| 图 13: 我国租赁业务量及在全球占比..... | 13 |
| 图 14: 部分国家租赁业务量比较..... | 13 |
| 图 15: 我国融资租赁公司数量居多..... | 13 |
| 图 16: 我国金融租赁公司规模较大..... | 13 |
| 图 17: 设备直租模式..... | 16 |
| 图 18: 售后回租模式..... | 16 |
| 图 19: 江苏租赁应收租赁款中直租、回租规模及增速..... | 16 |
| 图 20: 江苏租赁应收租赁款余额结构..... | 16 |
| 图 21: 江苏租赁部分合作厂商..... | 17 |
| 图 22: 江苏租赁合作厂商、经销商数量..... | 17 |
| 图 23: 江苏租赁与厂商合作形成良性循环..... | 18 |
| 图 24: 江苏租赁与合作伙伴实现共创共赢..... | 18 |
| 图 25: 江苏租赁客户结构..... | 18 |
| 图 26: 江苏租赁融资租赁收入结构(按业务板块分)..... | 19 |
| 图 27: 江苏租赁融资租赁业务收入结构(按地区分)..... | 19 |
| 图 28: 江苏租赁应收租赁款余额结构(按业务板块分)..... | 19 |
| 图 29: 江苏租赁应收租赁余额规模稳步增长..... | 20 |
| 图 30: 江苏租赁应收租赁余额结构(按业务板块分)..... | 20 |
| 图 31: 江苏租赁融资结构..... | 20 |
| 图 32: 江苏租赁融资成本稳中有降..... | 20 |
| 图 33: 江苏租赁净利差远高于商业银行净息差..... | 21 |
| 图 34: 江苏租赁不良率..... | 21 |
| 图 35: 江苏租赁拨备覆盖率..... | 21 |
| 图 36: 江苏租赁当前 PB 估值处于低位..... | 24 |
| 表 1: 江苏租赁前十大股东(截至 2022 年上半年末)..... | 7 |
| 表 2: 江苏租赁管理层经验丰富..... | 7 |
| 表 3: 金融租赁公司主要指标(2021)..... | 10 |
| 表 4: 融资租赁行业相关政策..... | 11 |
| 表 5: 金融租赁公司与融资租赁公司对比..... | 14 |

| | |
|----------------------------|----|
| 表 6: 金融租赁公司排名 (2021) | 15 |
| 表 7: 江苏租赁不良率低于可比公司 | 22 |
| 表 8: 主要项目预测值 | 23 |
| 表 9: 可比公司估值表 | 24 |
| 表附录: 报表预测值 | 26 |

1 A股金租唯一标的，业内排名领先

1.1 A股唯一上市的金融租赁公司

江苏租赁是A股唯一的金融租赁标的。江苏租赁成立于1985年，是经银保监会批准的非银金融机构，是我国领先的金融租赁公司之一。江苏租赁聚焦绿色能源、汽车金融、高端装备等10大板块60多个细分市场，厂商合作持续深入，为企业和个人客户提供专业化、特色化的服务。公司于2018年登陆上交所，是A股唯一上市的金融租赁公司，具有稀缺性。

图1：江苏租赁发展历程

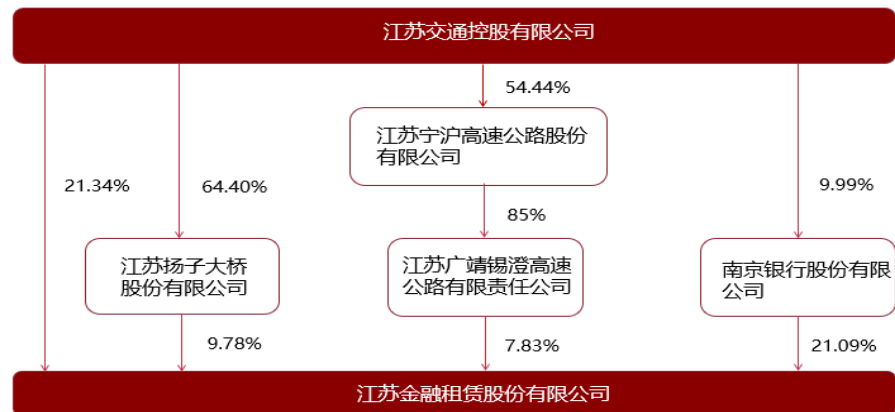


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2 股东结构多元，人才团队优秀

江苏国资委控股，股东背景多元。截至2022年上半年末，江苏租赁第一大股东是江苏交通控股有限公司，直接和间接拥有公司39.04%的股权，江苏省国资委持有江苏交通控股100%的股份，是江苏租赁的实控人。公司其余大股东为南京银行、江苏扬子大桥股份有限公司、江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司、法巴租赁集团、国际金融公司，分别持股21.09%/9.78%/7.83%/5.11%/4.99%，国有资本、民营资本、外资形成了多元化的股东结构。

图2：江苏租赁股权结构



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表1: 江苏租赁前十大股东 (截至 2022 年上半年末)

| 排名 | 股东名称 | 持股数量 (亿股) | 占总股本比例 |
|----|------------------------|-----------|--------|
| 1 | 江苏交通控股有限公司 | 6.4 | 21.43% |
| 2 | 南京银行股份有限公司 | 6.3 | 21.09% |
| 3 | 江苏扬子大桥股份有限公司 | 2.9 | 9.78% |
| 4 | 江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司 | 2.3 | 7.83% |
| 5 | 法巴租赁集团股份有限公司 | 1.5 | 5.11% |
| 6 | 国际金融公司 | 1.5 | 4.99% |
| 7 | 堆龙荣诚企业管理有限责任公司 | 0.1 | 0.47% |
| 8 | 建信中证 500 指数增强型证券投资基金 | 0.1 | 0.24% |
| 9 | 华夏中证 500 指数智选增强型证券投资基金 | 0.1 | 0.23% |
| 10 | 钱进 | 0.1 | 0.22% |

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

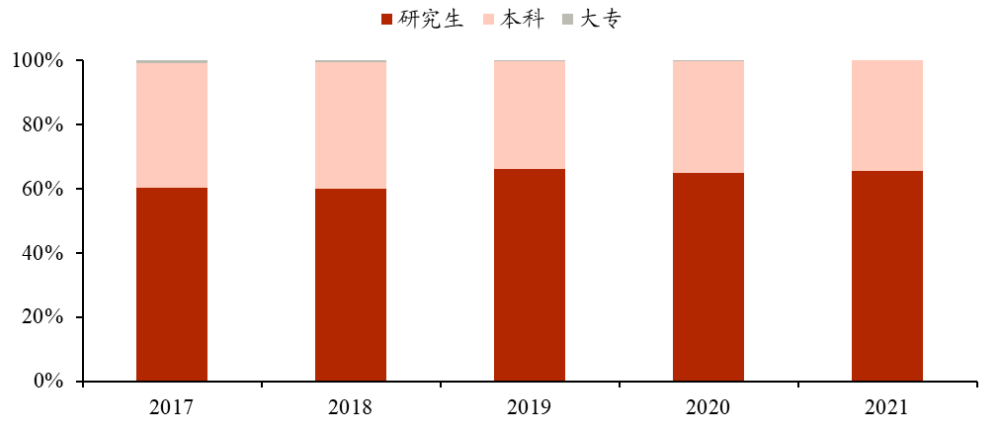
管理层经验丰富, 员工素质优秀, 带领公司稳步发展。公司董事长熊先根、总经理张义勤行业经验及管理经验丰富, 均在公司任职超 20 年, 副总经理、财务总监等高管主要是从内部基层选拔而来。公司积极建设人才团队, 2021 年硕士研究生及以上学历的员工占比为 66%。高管团队丰富的经验与丰富的人才储备助力公司稳步发展。

表2: 江苏租赁管理层经验丰富

| 姓名 | 职位 | 年龄 | 履历 |
|-----|------------|----|--|
| 熊先根 | 董事长, 党委书记 | 58 | 博士研究生学历, 高级经济师。曾在江苏省国际信托投资公司工作, 曾任江苏产权经营有限公司总经理、江苏省高科技产业投资公司总经理。2002 年 6 月至 12 月任本公司副总经理; 2002 年 12 月至 2012 年 7 月任本公司总经理; 2005 年 9 月至今任本公司董事长; 2013 年 4 月至今任本公司党委书记。 |
| 张义勤 | 董事、总经理 | 59 | 硕士研究生学历, 现任本公司董事、总经理。2002 年 12 月至 2005 年 6 月任本公司总经理助理; 2005 年 6 月至 2012 年 7 月任本公司副总经理; 2012 年 7 月至今任本公司总经理, 2017 年 11 月至今任本公司董事。 |
| 张春彪 | 副总经理、财务总监 | 54 | 本科学历, 会计师。曾任公司财务部会计、财务部副经理、经理、金融同业部经理。2014 年 10 月至今任公司财务总监; 2017 年 11 月至今任公司副总经理。 |
| 周柏青 | 副总经理、董事会秘书 | 43 | 硕士研究生学历, 中级经济师。2004 年 7 月至 2010 年 12 月, 任公司业务四部客户经理、高级客户经理、经理助理; 2011 年 1 月至 2014 年 11 月, 任公司办公室副主任、主任; 2014 年 11 月至今任公司办公室主任, 董事会秘书。2017 年 11 月至今任公司副总经理。 |
| 朱强 | 副总经理 | 56 | 硕士研究生学历。历任南京显像管厂供应科长; 南京三能电力仪表有限公司总师办主任; 江苏省高科技产业投资有限公司资产管理部经理; 江苏金融租赁业务部经理, 总经理助理。现任江苏金融租赁副总经理。 |

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图3: 江苏租赁硕士研究生及以上学历的员工占比较高

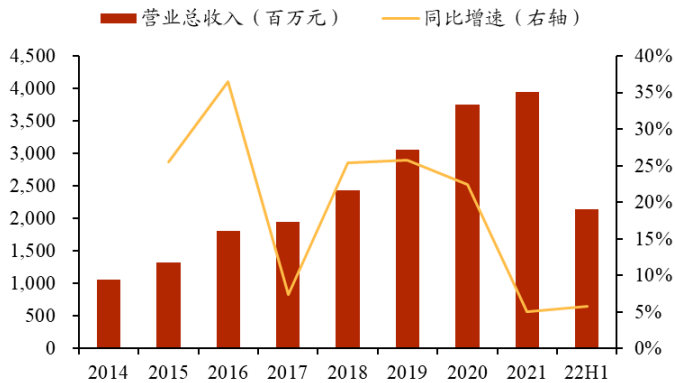


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

1.3 业绩稳健增长, 行业排名领先

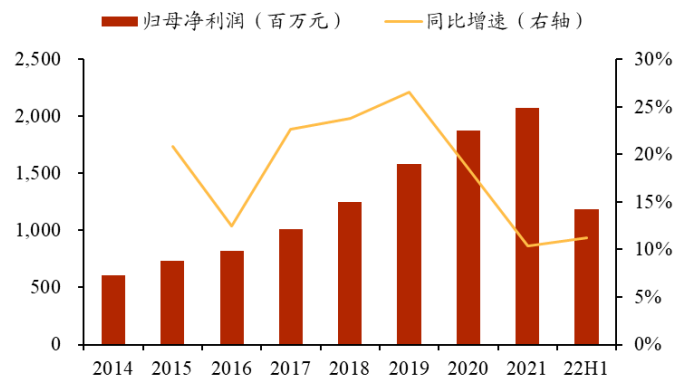
经营业绩稳健增长, 资产规模稳步扩大。盈利能力方面, 公司营业总收入从 2016 年的 18.1 亿元增长至 2021 年的 39.4 亿元, 复合增速 17%, 22H1 营收同比增长 6%至 21.5 亿元; 净利润从 2016 年的 8.2 亿元增长至 2021 年的 20.7 亿元, 复合增速 20%, 22H1 净利润同比增长 11%至 11.8 亿元, 业绩增长稳健。ROE 在 13-17%左右, 在金融租赁公司中排名前列。公司资产规模从 2016 年的 418 亿元增长至 2021 年的 993 亿元, 复合增速 19%, 22H1 总资产规模较 2021 年末增长 7%。

图4: 江苏租赁营收及增速



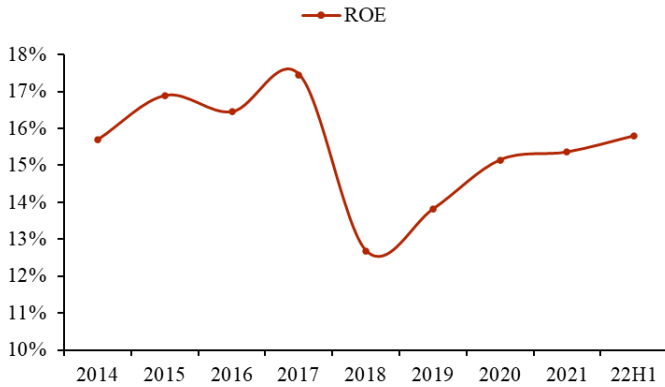
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图5: 江苏租赁归母净利润及增速



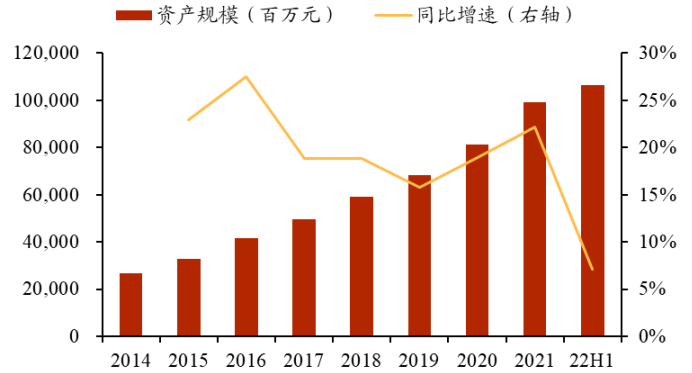
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图6: 江苏租赁 ROE 保持稳定



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 22H1ROE 为年化值

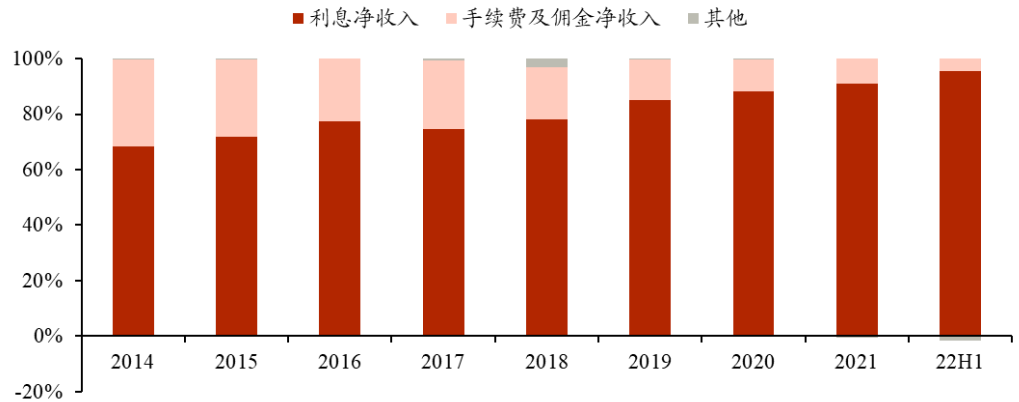
图7: 江苏租赁资产规模及增速



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 22H1 增速为较年初增速

营收以利息收入为主且占比持续提升。公司营业收入包括利息净收入和手续费及佣金收入两大部分, 其中包括租息收入、委托贷款利息收入等项目的利息净收入是主要来源, 占比从 2016 年的 77% 提升至 22H1 的 96%, 以租赁手续费收入为主的手续费及佣金收入占比约 10%。

图8: 江苏租赁营收结构



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

综合实力领先。从规模来看, 2021 年资产规模排名前 10 的金融租赁公司几乎皆为银行系, 资金实力强大, 江苏租赁规模仅随其后, 22H1 江苏租赁总资产已突破 1,000 亿元。在规模最大的 11 家金融租赁公司中, 江苏租赁的 ROE、营业收入、净利润水平分别排名第 8/6/2 名, 盈利能力优秀。

表3: 金融租赁公司主要指标(2021)

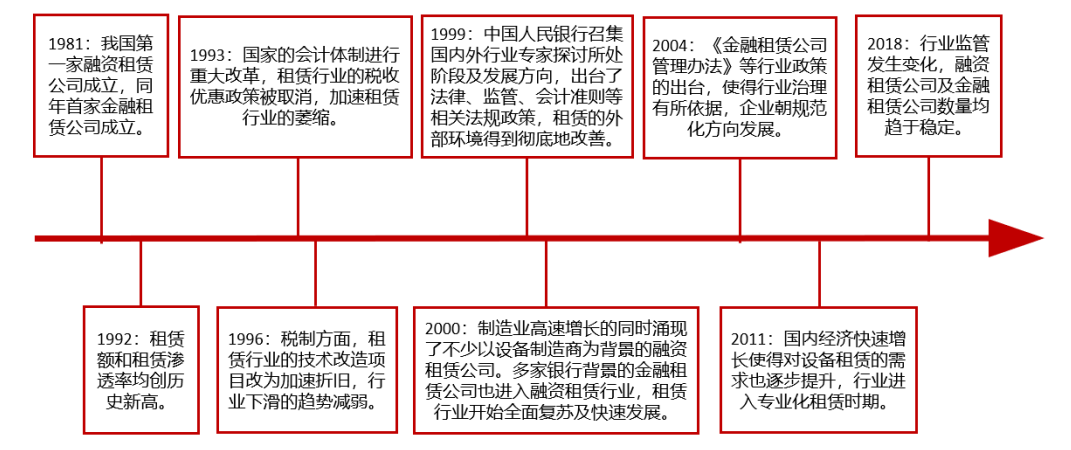
| 公司名称 | 营业收入(亿元) | 净利润(亿元) | 总资产(亿元) | ROE |
|------|----------|---------|---------|--------|
| 国银金租 | 233 | 39 | 3,418 | 13.83% |
| 交银金租 | 213 | 35 | 3,189 | 10.44% |
| 工银金租 | 176 | 22 | 2,954 | 5.65% |
| 招银金租 | 139 | 29 | 2,266 | 12.02% |
| 建信金租 | 39 | 18 | 1,339 | 8.32% |
| 光大金租 | 29 | 15 | 1,301 | 13.73% |
| 华夏金租 | 46 | 20 | 1,294 | 16.86% |
| 兴业金租 | 34 | 22 | 1,213 | 11.88% |
| 华融金租 | 77 | 15 | 1,180 | 8.68% |
| 浦银金租 | 60 | 9 | 1,032 | 9.51% |
| 江苏租赁 | 39 | 21 | 993 | 15.36% |

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

2 行业稳步发展，金租具备规模优势

租赁行业发展经历了三个主要阶段。我国融资租赁行业始于上世纪 80 的年代，1981 年我国第一家融资租赁公司中国东方租赁有限公司成立，随后融资租赁行业迅速发展。但当时我国租赁行业制度缺失、风控能力较弱，90 年代出现了大规模欠租问题，导致行业发展停滞。1999 年起，融资租赁行业相关法律法规以及鼓励政策不断推出，行业逐步恢复活力、重新步入高速发展期，市场规模持续扩大。

图9：融资租赁行业发展历程



资料来源：银保监会，央行，浙商证券研究所

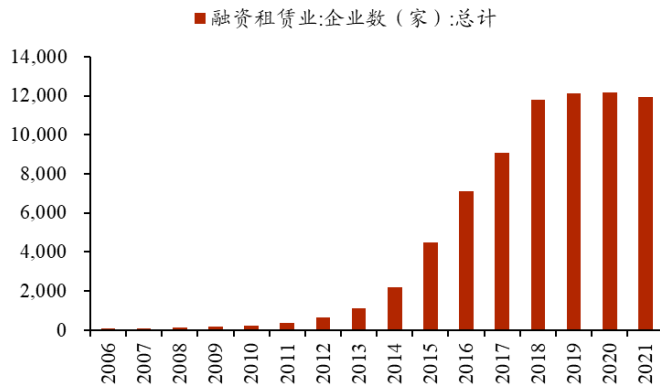
表4：融资租赁行业相关政策

| 时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---------|---------------------------------------|---|
| 2014.03 | 《金融租赁公司管理办法》 | 对金融租赁、融资租赁准入条件、业务范围等内容进行修订完善。 |
| 2018.04 | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 | 对同类资管业务作出一致性规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，为资管业务健康发展创造良好的制度环境。 |
| 2018.05 | 《商务部关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》 | 商务部将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会，坚持贯彻一类事项原则上由一个部门统筹的原则。 |
| 2020.06 | 《融资租赁公司监督管理暂行办法》 | 降低杠杆率上限，新增客户集中度这一监管风险指标。 |
| 2022.01 | 《金融租赁公司项目公司管理办法》 | 明确融资租赁交易的租赁物范围、项目公司设立地点、设立资格条件、设立原则及业务范围；明确银行保险监督管理机构的监管责任，事项报告、监管指标、报表报送等监管要求。 |

资料来源：银保监会，央行，证监会，外管局，商务部，浙商证券研究所

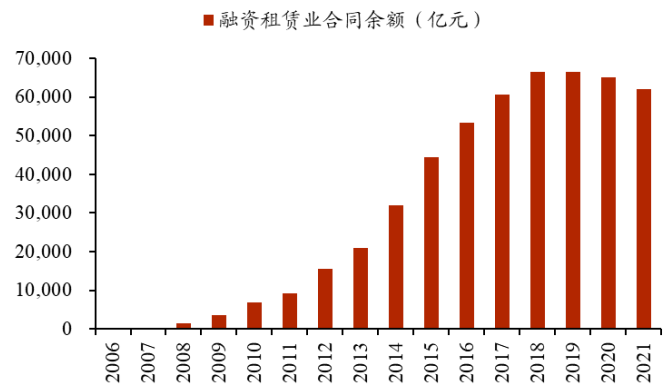
我国融资租赁行业规模及企业数量持续增长。从数量上看，2011-2018 年之间我国融资租赁行业企业数量高速增长，复合增速达 69%，2018 年以来趋于平稳，2021 年企业数量为 11,417 家。从规模上看，2011-2018 年我国融资租赁行业合同余额复合增速为 32%，2018 年后受行业监管趋严以及疫情影响开始下滑，2021 年末规模为 62,100 亿元。

图10: 我国融资租赁行业企业数量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

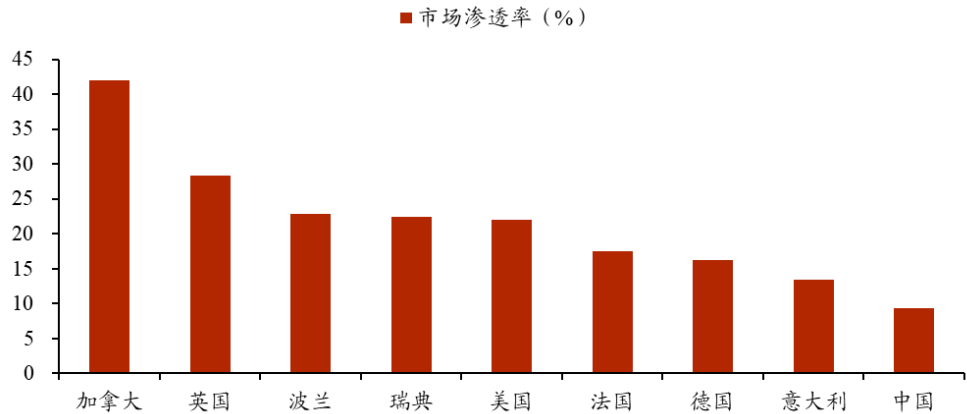
图11: 我国融资租赁行业合同余额



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

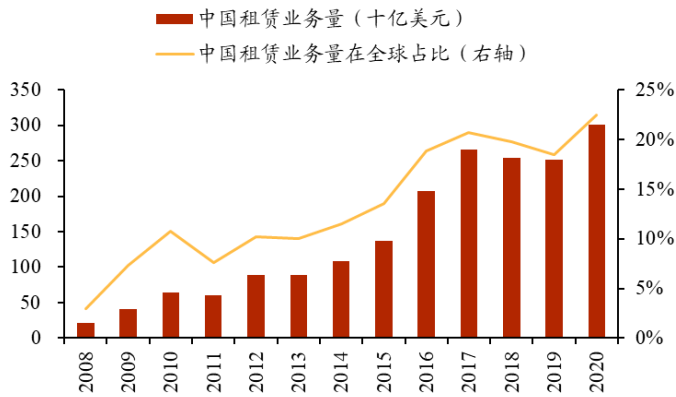
根据全球租赁报告,我国租赁业务量在全球租赁业务量中的占比呈持续上升态势,当前业务量仅次于美国。但是与发达国家相比,我国租赁市场渗透率(租赁业务量/固定资产投资额)较低,2019年美国渗透率22%,而我国仅有8%,仍有较大提升空间,随着产业结构升级、城镇化进程推进,我国融资租赁行规模将继续稳步扩大。

图12: 世界主要国家租赁市场渗透率



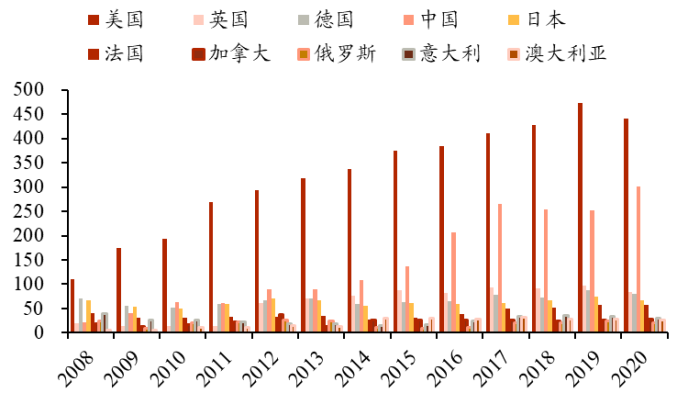
资料来源: 全球租赁报告, 浙商证券研究所

图13: 我国租赁业务量及在全球占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

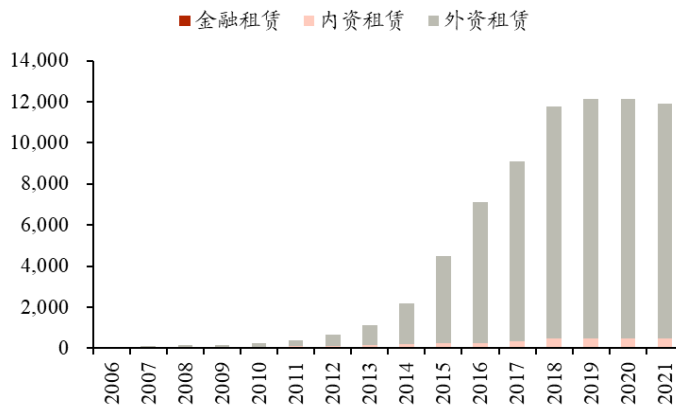
图14: 部分国家租赁业务量比较



资料来源: Wind, 浙商证券研究所注: 单位为十亿美元

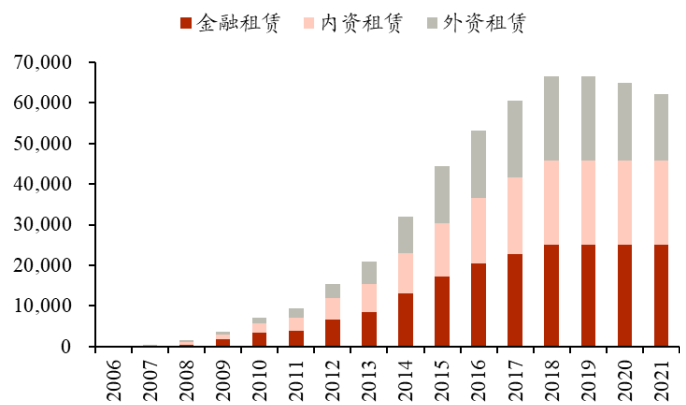
融资租赁行业分为金融租赁和融资租赁两大类，金融租赁公司是以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构，受到银保监会监管。融资租赁公司是指经银保监会批准经营融资租赁业务的单位和经对外贸易经济合作主管部门批准经营融资租赁业务的外商投资企业、外国企业开展的融资租赁业务。截至2021年末，金融租赁公司近72家，而内资、外资融资租赁公司分别为428和11,417家，金融租赁公司设立门槛高、监管严格，因此数量远少于融资租赁公司。2021年末金融租赁公司合同余额为25,090亿元，融资租赁公司合同余额为37,010亿元，金融租赁公司平均规模远超融资租赁公司，主要是因为金融租赁公司的股东往往实力雄厚且筹资的渠道更多元。

图15: 我国融资租赁公司数量居多



资料来源: Wind, 浙商证券研究所注: 单位为家

图16: 我国金融租赁公司规模较大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所注: 单位为亿元

表5: 金融租赁公司与融资租赁公司对比

| 项目 | 金融租赁公司 | 融资租赁公司 |
|--------|--|---|
| 主管部门 | 银保监会 | 银保监会负责制定业务经营和监督管理规则; 省级人民政府负责制定促进本地区融资租赁行业发展的政策措施, 对融资租赁公司实施监督管理; 省级地方金融监管部门具体负责对本地区融资租赁公司的监督管理 |
| 许可经营范围 | (一) 融资租赁业务; (二) 转让和受让融资租赁资产; (三) 固定收益类证券投资业务; (四) 接受承租人的租赁保证金; (五) 吸收非银行股东 3 个月(含)以上定期存款; (六) 同业拆借; (七) 向金融机构借款; (八) 境外借款; (九) 租赁物变卖及处理业务; (十) 经济咨询; (十一) 发行债券; (十二) 在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务; (十三) 资产证券化; (十四) 为控股子公司、项目公司对外融资提供担保; (十五) 银监会批准的其他业务。 | (一) 融资租赁业务; (二) 租赁业务; (三) 与融资租赁和租赁业务相关的租赁物购买、残值处理与维修、租赁交易咨询、接受租赁保证金; (四) 转让与受让融资租赁或租赁资产; (五) 固定收益类证券投资业务。 |
| 监管指标 | (一) 资本充足率。金融租赁公司资本净额与风险加权资产的比例不得低于银保监会的最低监管要求。 (二) 单一客户融资集中度。金融租赁公司对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 30%。 (三) 单一集团客户融资集中度。金融租赁公司对单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 50%。 (四) 单一客户关联度。金融租赁公司对一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 30%。 (五) 全部关联度。金融租赁公司对全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 50%。 (六) 单一股东关联度。对单一股东及其全部关联方的融资余额不得超过该股东在金融租赁公司的出资额, 且应同时满足对单一客户关联度的规定。 (七) 同业拆借比例。金融租赁公司同业拆入资金余额不得超过资本净额的 100%。 | (一) 融资租赁公司融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%。 (二) 融资租赁公司的风险资产总额不得超过净资产的 8 倍。风险资产总额按企业总资产减去现金、银行存款和国债后的剩余资产确定。 (三) 融资租赁公司开展的固定收益类证券投资业务, 不得超过净资产的 20%。 (四) 单一客户融资集中度。融资租赁公司对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 30%。 (五) 单一集团客户融资集中度。融资租赁公司对单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 50%。 (六) 单一客户关联度。融资租赁公司对一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 30%。 (七) 全部关联度。融资租赁公司对全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 50%。 (八) 单一股东关联度。对单一股东及其全部关联方的融资余额, 不得超过该股东在融资租赁公司的出资额, 且同时满足对单一客户关联度的规定。 |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

金融租赁公司以银行系为主。根据 2021 年年报, 规模超千亿的金融租赁公司达 11 家, 分别为国银租赁、交银租赁、工银租赁、招银租赁、民生金融租赁、华融金融租赁、建信租赁、兴业金融租赁、华夏金融租赁、光大金融租赁、浦银租赁。其中, 除华融金融租赁外, 其余均由银行控股。

表6: 金融租赁公司排名(2021)

| 公司名称 | 2021 净利润(亿元) | 2021 总资产(亿元) |
|--------|--------------|--------------|
| 国银金融租赁 | 39 | 3,418 |
| 交银金融租赁 | 35 | 3,189 |
| 工银金融租赁 | 22 | 2,954 |
| 招银金融租赁 | 29 | 2,266 |
| 民生金融租赁 | 40 | 2,084 |
| 建信金融租赁 | 18 | 1,339 |
| 光大金融租赁 | 15 | 1,301 |
| 华夏金融租赁 | 20 | 1,294 |
| 兴业金融租赁 | 22 | 1,213 |
| 华融金融租赁 | 15 | 1,180 |

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 民生金融租赁 2021 年末总资产规模未披露, 采用 2021 年 6 月末数据代替。

3 厂商模式与小单零售打造竞争优势

3.1 独特厂商租赁模式，专注小单零售

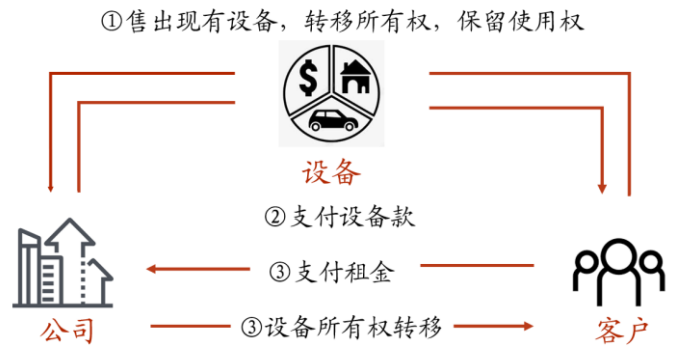
租赁业务形式主要包括设备直租赁和售后回租赁两大方式。设备直租赁是指公司使用在资金市场上筹措的资金向制造商购买设备，然后直接租给客户，解决客户购置设备的资金需求。售后回租赁是指客户以融资为目的将资产出售给公司，然后再将资产租回，能够有效盘活客户的存量资产。

图17：设备直租模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

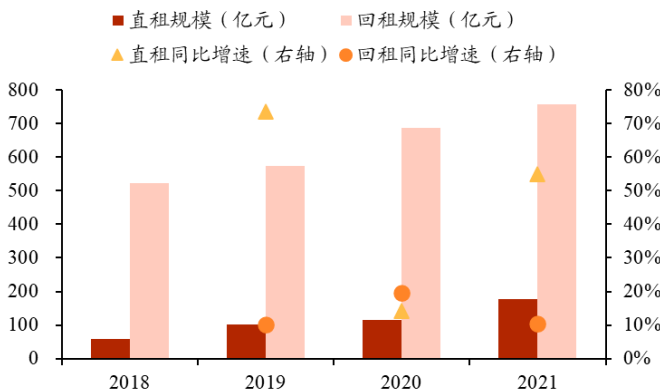
图18：售后回租模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

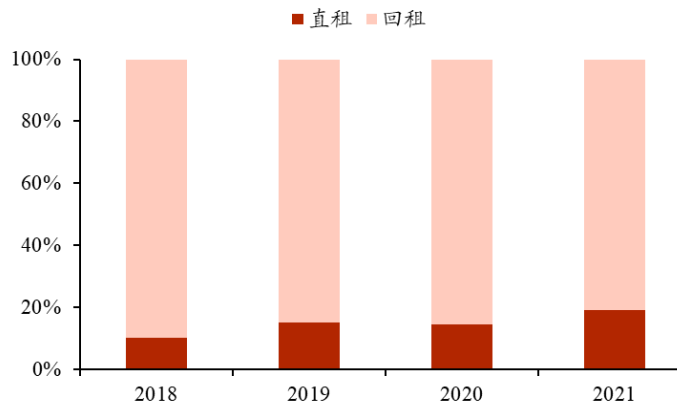
公司以售后回租为主，直租为辅，但直租模式发展较快。公司积极与优秀厂商建立合作关系，鼓励开展直租业务，应收租赁款余额中直租模式规模从2018年的58亿元增长至2021年的179亿元，复合增速为45%，远超回租模式的增速13%，直租模式规模占比从2018年的10%提升至2021年的19%。

图19：江苏租赁应收租赁款中直租、回租规模及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图20：江苏租赁应收租赁款余额结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

采用创新型厂商模式（属于直租模式）。2014年起公司与法巴租赁合作成立厂商融资中心，与飞利浦、西门子、海德堡等全球知名厂商开展合作。厂商租赁业务是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。

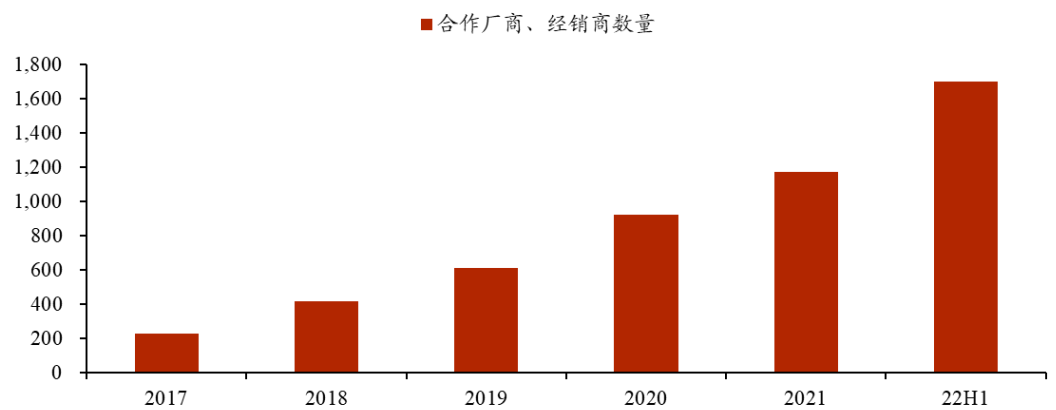
厂商模式实现合作共赢。厂商模式为公司提供稳定的获客渠道，公司与厂商合作推出标准化产品和服务，为客户提供优质设备以及快捷金融服务，从而将厂商与公司的利益深度绑定，实现合作共赢。近年来江苏租赁的合作厂商数量持续增加，2021年末达1,172家，4年复合增速为51%，22H1末合作公司数量近1,700家，较年初增长45%，随着合作厂商、经销商的数量逐步增加，公司对细分领域的拓展也在加强。

图21：江苏租赁部分合作厂商



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图22：江苏租赁合作厂商、经销商数量



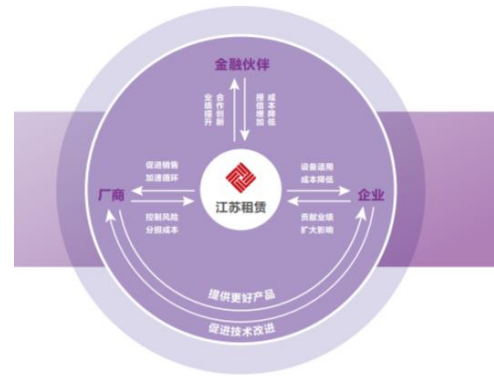
资料来源：公司公告，浙商证券研究所注：22H1为近似值；单位为家。

图23: 江苏租赁与厂商合作形成良性循环



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

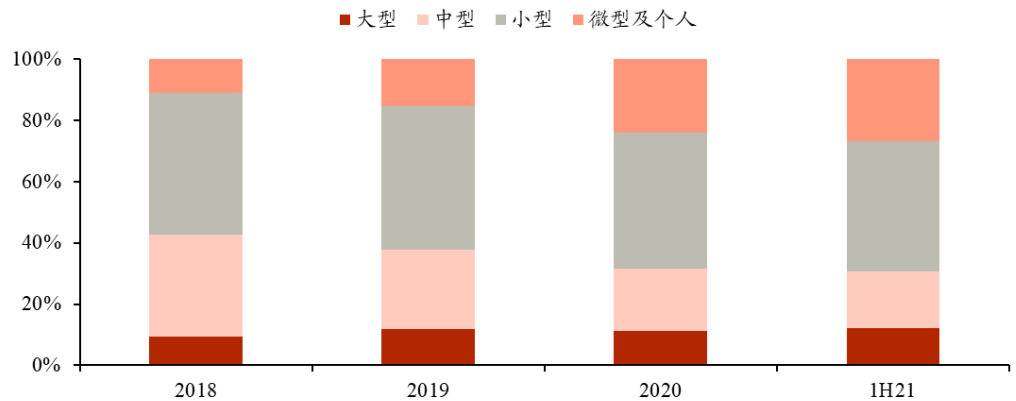
图24: 江苏租赁与合作伙伴实现共创共赢



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

聚焦中小微客户，零售化特征明显。公司以中小微型客户为主要服务对象，应收租赁融资款余额中，中小微企业及个人客户的占比约 90%。根据公司年报，“小单零售”为特点的转型类业务在 2021 年的存量和新增投放规模均超过传统的成长类业务，2021 年全年新增投放项目数 78,795 笔，同比增加 62%；全年新增投放平均合同金额 70.7 万元，较 2020 年下降 19.2 万元；22H1 投放合同 32,027 笔，其中小单（1,000 万及以下）占比近 99%，“小单零售”特征明显。

图25: 江苏租赁客户结构

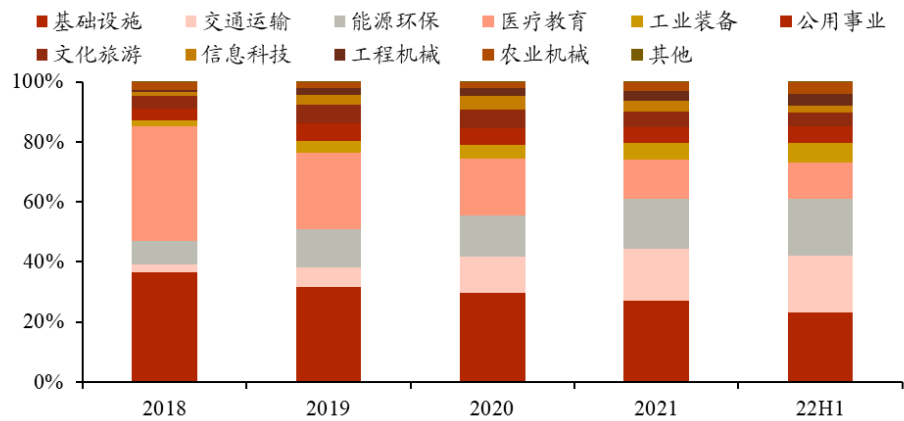


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 多元产业布局，立足江苏辐射全国

公司进行多元化产业布局，聚焦绿色能源、汽车金融、高端装备等 10 大板块 60 多个细分市场。从行业分布上来看，公司的融资租赁服务涉及基础设施、交通运输、能源环保、医疗教育、工业装备、公用事业、文化旅游、信息科技、工程机械、农业机械等十大领域。其中，基础设施、交通运输、能源环保收入占比较高，22H1 占比合计为 61%，交通运输、能源环保占比呈上升趋势，分别较 2018 年提升 16/11pct，公司积极转型，服务实体经济重点领域，在绿色发展、交通强国、工程建设等领域加大投放力度。

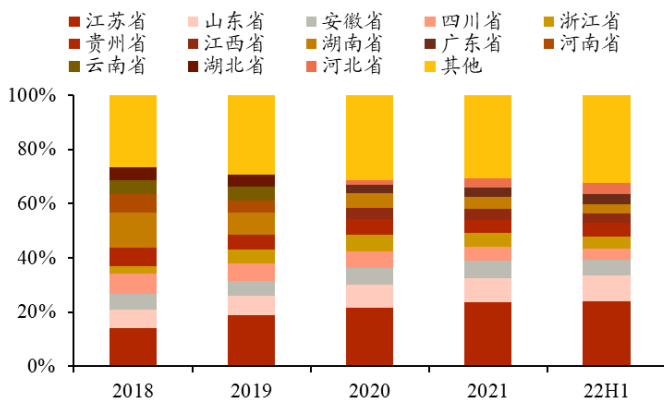
图26: 江苏租赁融资租赁收入结构(按业务板块分)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

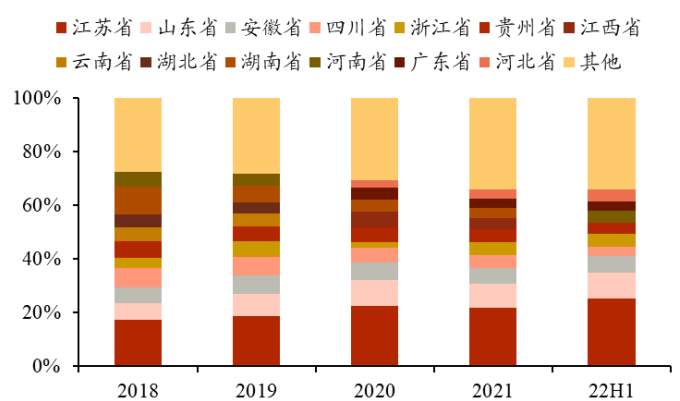
从地域分布上来看, 以江苏为核心向周围省份辐射, 深入布局全国。公司立足江苏, 22H1 江苏省对公司租赁业务收入及应收租赁余额的贡献占比均为最高, 分别为 24%和 25%。江苏周边地区包括山东、安徽、浙江等省份融资租赁业务收入占比分别为 9%/6%/5%, 应收租赁款余额占比分别为 10%/6%/5%。

图27: 江苏租赁融资租赁业务收入结构(按地区分)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图28: 江苏租赁应收租赁款余额结构(按业务板块分)

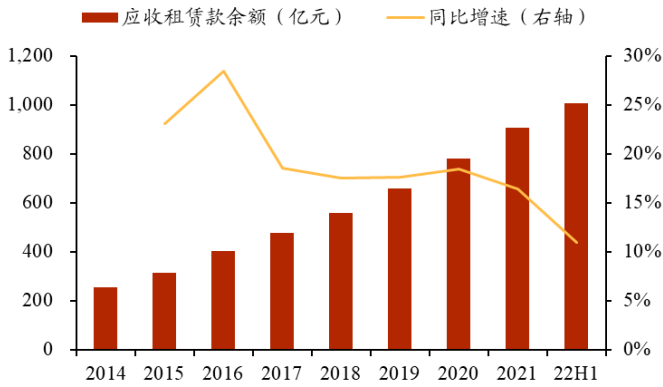


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.3 融资渠道及成本优势构筑领先利差

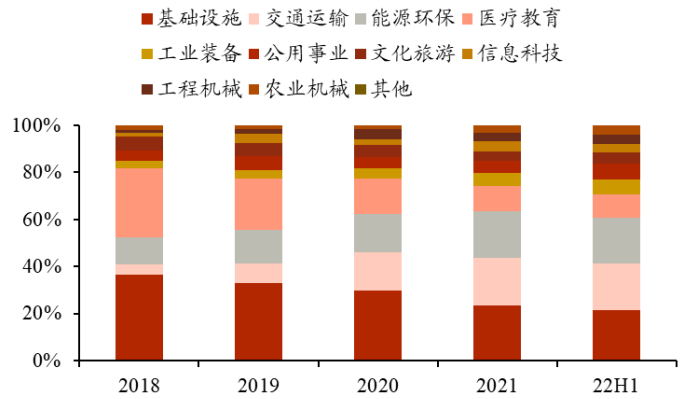
生息资产稳步增长, 支撑利息收入提高。公司应收租赁余额从2016年的402亿元增长至2021年的907亿元, 复合增速18%, 22H1较年初增长11%, 生息资产规模扩张是支撑利息收入增长的主要驱动力。从行业结构来看, 基础设施、交通运输、能源环保板块占比较高, 其中交通运输和能源环保等新兴产业应收租赁余额增长较快, 二者占比较2018年分别大幅提升16/8pct。

图29: 江苏租赁应收租赁余额规模稳步增长



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 22H1 增速为较年初增速

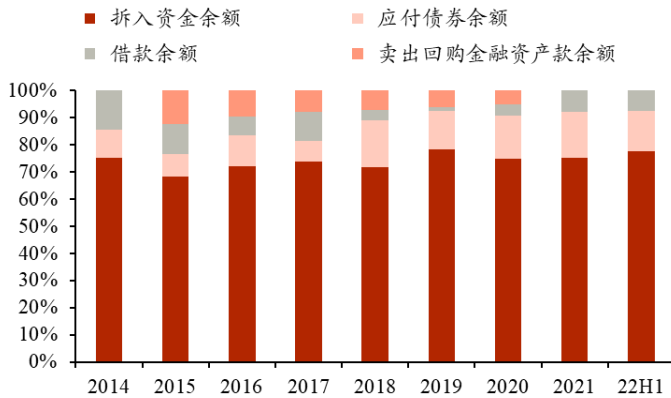
图30: 江苏租赁应收租赁余额结构 (按业务板块分)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

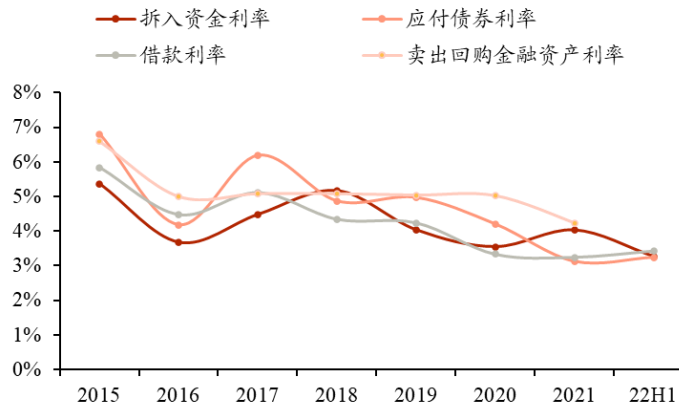
融资渠道丰富、融资成本优势维持较高净利差。公司融资渠道包括发行股票、发行可转债、银行借款、同业拆借、发行金融债等多种，江苏租赁的付息债务以拆入资金为主，占比约 75%，应付债券占比从 2014 年的 10%提升至 2021 年的 17%。公司凭借良好的信誉及稳健的业绩与众多金融机构建立了长期稳定的合作关系，在融资成本端具备优势，叠加近年来相对宽松的货币政策，公司融资成本也波动下行。而公司资产端对中小微客户议价权相对较高，因此有助于租赁净利差维持在较高水平，显著优于商业银行净息差。

图31: 江苏租赁融资结构



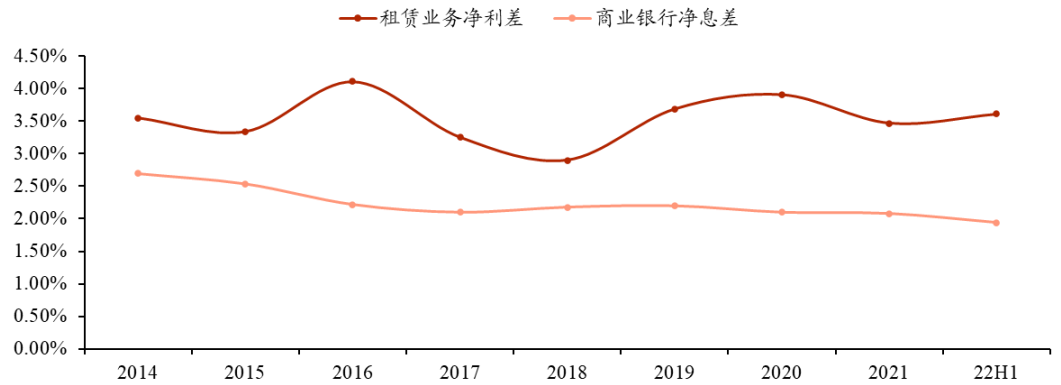
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图32: 江苏租赁融资成本稳中有降



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图33: 江苏租赁净利差远高于商业银行净息差



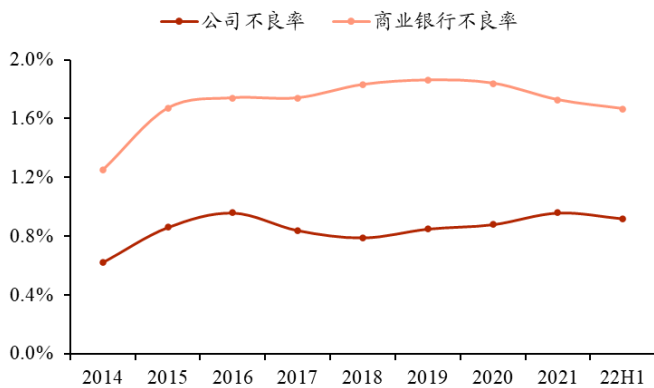
资料来源: 公司年报, Wind, 浙商证券研究所

3.4 不良优于可比同业, 拨备计提充足

不良率稳中微降, 优于商业银行及可比公司平均水平。公司运用金融科技赋能风控, 建立大数据分析模型分析客户信用状况, 及时发现潜在风险。此外, 公司通过多元广泛的业务布局、小单零售的特点来分散风险, 以及“租赁物+承租人+厂商”三位一体的风控体系有效防范、化解风险。江苏租赁不良率稳定在 0.6%-1.0%之间, 常年低于商业银行及可比公司平均水平。

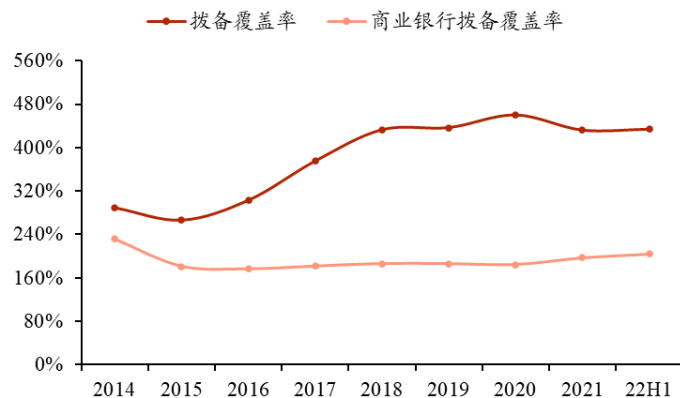
拨备计提充足, 拨备指标维持高水平。公司减值准备计提充足, 拨备覆盖率及拨备率持续提高, 22H1 拨备覆盖率、拨备率分别为 433.70%和 4.0%, 远高于监管规定的 150%/2.5% 以及商业银行的平均拨备覆盖率 203.78%, 抵御风险的能力较强。

图34: 江苏租赁不良率



资料来源: 公司年报, Wind, 浙商证券研究所

图35: 江苏租赁拨备覆盖率



资料来源: 公司年报, Wind, 浙商证券研究所

表7: 江苏租赁不良率低于可比公司

| 公司名称 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|-------|-------|-------|
| 交银金租 | 1.62% | 1.31% | 1.15% |
| 国银金租 | 1.56% | 1.58% | 0.54% |
| 工银金租 | 1.10% | 1.08% | 1.13% |
| 民生金租 | 1.89% | 1.84% | 1.92% |
| 招银金租 | 0.71% | 0.53% | 0.71% |
| 华融金租 | 1.49% | 1.56% | 1.53% |
| 建信金租 | 0.85% | 1.12% | 1.11% |
| 兴业金租 | 1.99% | 1.98% | 1.47% |
| 华夏金租 | 0.19% | 0.23% | 0.52% |
| 光大金租 | 1.67% | 1.25% | 1.01% |
| 浦银金租 | 0.54% | 0.98% | 1.14% |
| 平均值 | 1.24% | 1.22% | 1.11% |
| 江苏租赁 | 0.79% | 0.85% | 0.88% |

资料来源: 招股书, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 核心假设

生息资产规模：我国租赁市场渗透率还有较大提升空间，随着产业结构升级、城镇化进程推进，行业规模有望继续逐步扩大，公司生息资产规模也将稳健扩张。2018-2021 年公司生息资产复合增速为 17%，我们预计 2022-2024 年应收租赁款净额保持 17%/15%/14% 的稳定增速。

利息净收入：预计 2022-2024 年公司利息收入增速分别为 13%/15%/14%，利息支出增速分别为 11%/15%/11%，利息净收入增速分别为 15%/16%/16%。主要是因为公司融资渠道多元且凭借良好的信誉及稳健的业绩与众多金融机构建立了长期稳定的合作关系，在融资成本端具备优势，叠加近年来相对宽松的货币政策，预计公司融资成本能够稳中有降。公司资产端对中小微客户议价权相对较高，收益率有望保持稳定。我们假设 2022-2024 年应收租赁融资款利率保持在 7%，拆入资金、应付债券、借款等利率小幅下滑。

表8：主要项目预测值

| 项目 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|---------|
| 应收租赁款净额（百万元） | 106,137 | 121,962 | 138,898 |
| 同比增速 | 17% | 15% | 14% |
| 利息收入 | 6,977 | 8,058 | 9,197 |
| 同比增速 | 13% | 15% | 14% |
| 利息支出 | (2,847) | (3,280) | (3,657) |
| 同比增速 | 11% | 15% | 11% |
| 利息净收入 | 4,130 | 4,778 | 5,540 |
| 同比增速 | 15% | 16% | 16% |

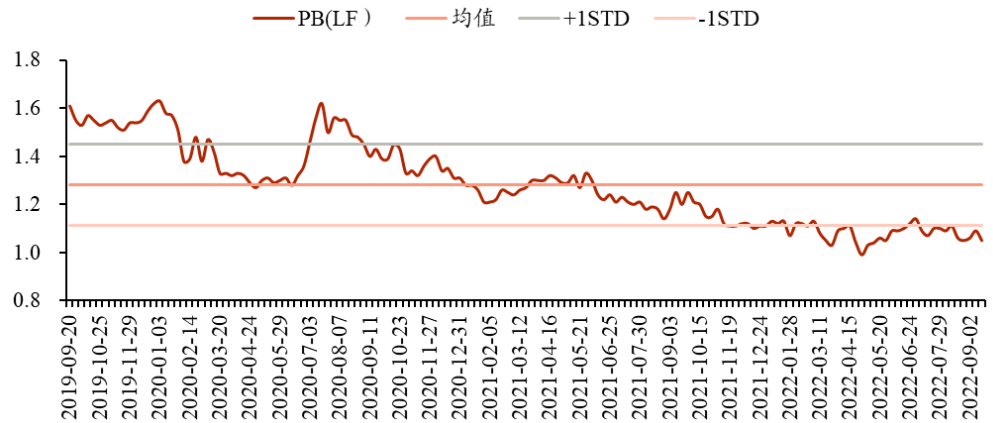
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

4.2 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年营业收入同比增长 13%/14%/15%；归母净利润同比增长 15%/14%/15%；2022-2024BPS 为 5.45/5.99/6.71 元，现价对应 PB 为 0.91/0.82/0.73 倍。

纵向来看，目前江苏租赁 PB（LF）为 1.05 倍，低于近三年平均值 1 倍标准差之多，处于低估区间。

图36: 江苏租赁当前 PB 估值处于低位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

横向来看, 我们选取远东宏信、华铁应急、中印航空租赁、国银租赁等租赁公司作为可比公司, 采用可比估值法进行估值。可比公司 2022E 平均 PB 为 0.9 倍, 考虑到公司 ROE 仅次于华铁应急, 盈利能力高于其余可比公司, 我们给予江苏租赁 2022 年 1.2 倍 PB, 对应目标价 6.53 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值表

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | PB (2022E) | PB (2023E) | PB (2024E) | ROE (2022E) | ROE (2023E) | ROE (2024E) |
|--------------|-----------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 远东宏信 | 3360.HK | 5.52 | 0.42 | 0.37 | 0.33 | 14.06% | 14.21% | 14.08% |
| 华铁应急 | 603300.SH | 6.60 | 1.92 | 1.62 | 1.34 | 15.81% | 18.11% | 19.53% |
| 中银航空租赁 | 2588.HK | 59.25 | 1.02 | 0.94 | 0.85 | 0.32% | 12.36% | 13.88% |
| 国银租赁 | 1606.HK | 0.94 | 0.32 | 0.28 | 0.25 | 12.57% | 10.36% | 11.05% |
| 平均 PB | | | 0.84 | 0.75 | 0.67 | | | |
| 江苏租赁 | 600901.SH | 5.05 | 0.91 | 0.82 | 0.73 | 15.51% | 15.95% | 16.51% |

资料来源: 浙商证券研究所注: 股价为原始货币单位; 除远东宏信、江苏租赁外, 用来计算其他公司 PB 的 BPS 值均使用 Wind 一致性预期; 股价使用 2022 年 9 月 26 日收盘价。

5 风险提示

- 1. 宏观经济大幅下行:** 若宏观经济大幅下行, 信用事件爆发, 公司应收融资租赁款组合的质量可能出现下降, 导致不良率会上升, 公司提取更多的减值准备, 从而可能对公司的经营业绩、财务状况产生不利影响。
- 2. 利率大幅波动:** 公司营业收入主要为租赁业务产生的利息收入和手续费收入, 受到租赁业务收益率以及融资利率影响。如果利率大幅波动, 租赁业务收益率以及融资利率也会随之波动, 进而影响公司的盈利能力。当基准利率下降时, 若租赁业务收益率下降幅度大于融资利率下降幅度, 或者当基准利率上升时, 若租赁业务收益率上升幅度小于融资利率上升幅度, 会对公司的盈利水平产生不利影响, 影响公司的经营业绩。

表附录：报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及存放中央银行款项 | 272 | 278 | 283 | 289 |
| 货币资金 | 2,574 | 2,626 | 2,678 | 2,732 |
| 应收租赁款 | 90,729 | 106,137 | 121,962 | 138,898 |
| 固定资产 | 528 | 538 | 549 | 560 |
| 无形资产 | 52 | 53 | 54 | 55 |
| 其他资产 | 5,152 | 2,511 | 2,573 | 2,638 |
| 资产总计 | 99,307 | 112,143 | 128,100 | 145,173 |
| 短期借款 | 3,000 | 3,240 | 3,402 | 3,504 |
| 拆入资金 | 56,399 | 68,807 | 79,128 | 88,623 |
| 应付款项 | 2,443 | 2,932 | 3,079 | 3,140 |
| 长期借款 | 2,940 | 3,469 | 3,989 | 4,388 |
| 应付债券 | 12,709 | 12,963 | 13,611 | 13,883 |
| 其他负债 | 7,265 | 4,470 | 6,995 | 11,601 |
| 负债合计 | 84,755 | 95,880 | 110,203 | 125,139 |
| 股本 | 2,987 | 2,987 | 2,987 | 2,987 |
| 资本公积 | 4,289 | 4,337 | 4,392 | 4,454 |
| 盈余公积 | 970 | 1,161 | 1,379 | 1,629 |
| 未分配利润 | 4,595 | 5,790 | 7,153 | 8,718 |
| 所有者权益合计 | 14,552 | 16,263 | 17,897 | 20,033 |
| 负债和股东权益 | 99,307 | 112,143 | 128,100 | 145,173 |

利润表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利息净收入 | 3,591 | 4,130 | 4,778 | 5,540 |
| 手续费及佣金净收入 | 374 | 349 | 352 | 355 |
| 其他收入 | (25) | (32) | (41) | (52) |
| 营业总收入 | 3,941 | 4,447 | 5,089 | 5,843 |
| 业务及管理费 | (357) | (410) | (472) | (542) |
| 减值损失 | (803) | (830) | (962) | (1,101) |
| 其他支出 | (16) | (18) | (20) | (22) |
| 营业总支出 | (1,175) | (1,258) | (1,453) | (1,666) |
| 营业外收支 | (1) | (2) | (2) | (2) |
| 税前利润 | 2,764 | 3,188 | 3,634 | 4,175 |
| 所得税费用 | (691) | (797) | (909) | (1,044) |
| 净利润 | 2,072 | 2,390 | 2,725 | 3,131 |
| 归母净利润 | 2,072 | 2,390 | 2,725 | 3,131 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入增速 | 5% | 13% | 14% | 15% |
| 归母净利润增速 | 10% | 15% | 14% | 15% |
| 每股收益(元) | 0.70 | 0.80 | 0.91 | 1.05 |
| 每股净资产(元) | 4.87 | 5.45 | 5.99 | 6.71 |
| ROE | 15.36% | 15.51% | 15.95% | 16.51% |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>