开源证券

非银金融/多元金融

江苏租赁（600901.SH） 业绩好于预期，资产质量保持稳健

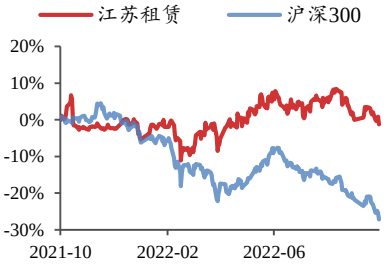
2022 年 10 月 28 日

——江苏租赁 2022 年 3 季报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/28
当前股价(元)	4.80
一年最高最低(元)	5.69/4.56
总市值(亿元)	143.38
流通市值(亿元)	142.43
总股本(亿股)	29.87
流通股本(亿股)	29.67
近 3 个月换手率(%)	26.84

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《合作厂商数量增长明显，利差环比提升—江苏租赁 2022 年中报点评》-2022.8.19

《“小单零售”占比持续提升，利差扩张可期—江苏租赁 2021 年年报和 2022 年一季报点评》-2022.4.22

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）
lukun@kysec.cn
证书编号：S0790122030100

● **业绩好于预期，资产质量保持稳健，维持“买入”评级**

公司 2022 年前 3 季度营业收入/归母净利润为 32.5/18.3 亿，同比+11%/+16%；单 Q3 营业总收入/归母净利润为 11.0/6.4 亿元，环比+3%/+13%，同比+21%/+25%，业绩好于我们预期。前 3 季度年化 ROE 16.3%，较 2021 年+1.2pct，资产规模稳健增长，不良率下降，利差小幅收窄。我们维持盈利预测不变，预计公司 2022-2024 年归母净利润 23.74/28.45/32.77 亿元，分别同比+15%/+20%/+15%，ROE 分别为 15.6%/17.0%/17.7%，EPS 分别为 0.79/0.95/1.10 元。公司坚定实施“零售+科技”双领先战略，发挥融资租赁的“融物+融资”属性，科技赋能服务实体经济，公司业务聚焦降低小微企业的融资门槛和融资成本，符合政策方向与监管思路。高壁垒的商业模式有望使得公司延续高 ROE 低不良，当前股价对应公司股息率 8.4%，对应 2022-2024 年 PB 0.9/0.8/0.7 倍，维持“买入”评级。

● **应收融资租赁款余额小幅增长，生息资产收益率下降导致净利差小幅收窄**

（1）2022Q3 末公司应收融资租赁款余额 1043 亿，较年初+11%，环比+0.5%。应收融资租赁款余额净增加 5 亿元。（2）我们测算 2022 年前 3 季度公司年化生息资产收益率为 6.92%，较 2022H1 下降 0.1pct，同比下降-6%，预计主要受资产竞争加剧以及长期利率下降影响。我们测算前 3 季度公司年化负债端成本 3.23%，较 2022H1 下降 0.06pct，短端利率下降驱动负债端成本下降，利差较 2021 年有所扩张，较 2022H1 小幅收窄，我们测算公司 2021/2022H1/2022 前 3 季度净利差为 3.55%/3.72%/3.68%。

● **资产质量稳健，计提信用减值损失环比下降**

2022Q3 末公司不良率为 0.91%，环比-0.01pct，较年初-0.05pct，关注率 3.4%，环比+0.1pct，2022 年前 3 季度公司年化不良生成率为 0.33%（2022H1 为 0.36%），较 2021 年-0.08pct。疫情下公司资产质量保持稳健，我们认为这源于公司优秀的资产端能力与完备的风控管理体系。2022Q3 末公司拨备覆盖率为 452%，拨贷比 4.11%，拨备充足。前 3 季度公司计提信用减值损失 5.0 亿，同比-11%，单 Q3 计提 1.4 亿，环比-35%，同比+9%，好于我们预期。

● **风险提示：**宏观经济对公司盈利和不良带来不确定性；竞争加剧造成利差收窄。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,753	3,941	4,387	5,106	5,961
YOY(%)	22.4	5.0	11.3	16.4	16.7
归母净利润(百万元)	1,877	2,072	2,374	2,845	3,277
YOY(%)	18.6	10.4	14.6	19.8	15.2
毛利率(%)	116.3	70.2	72.2	74.3	73.3
净利率(%)	50.0	52.6	54.1	55.7	55.0
ROE(%)	15.0	15.0	15.6	17.0	17.7
EPS(摊薄/元)	0.63	0.69	0.79	0.95	1.10
P/E(倍)	7.6	6.9	6.0	5.0	4.4
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	79,079	96,416	105,394	122,319	141,552
货币资金	501	2,574	1,464	1,154	1,038
应收融资租赁款	77,962	90,729	103,621	120,856	140,206
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	616	3,112	309	309	309
非流动资产	2,211	2,892	3,144	3,576	4,125
长期投资	- 0	- 0	- 0	- 0	4
固定资产	426	528	553	616	725
无形资产	36	52	52	52	52
其他非流动资产	1,749	2,312	2,539	2,908	3,345
资产总计	81,290	99,307	108,537	125,895	145,677
流动负债	58,396	71,481	78,775	92,381	108,196
拆入资金	43,840	56,399	62,399	73,899	86,899
应付款项	9,162	9,143	9,736	11,343	13,158
其他流动负债	5,394	5,940	6,640	7,140	8,140
非流动负债	9,884	13,274	13,836	15,929	18,042
应付债券	9,318	12,709	13,209	15,209	17,209
其他非流动负债	566	565	627	721	834
负债合计	68,280	84,755	92,610	108,311	126,238
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	4,276	4,276	4,276	4,276	4,276
留存收益	4,633	4,841	5,078	5,362	5,690
归母公司股东权益	13,010	14,552	15,927	17,584	19,439
负债和股东权益	81,290	99,307	108,537	125,895	145,677

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,753	3,941	4,387	5,106	5,961
营业成本	1,248	1,175	1,218	1,313	1,592
营业税金及附加	6	7	9	10	12
营业费用	- 0	- 0	- 0	- 0	4
管理费用	306	357	404	460	525
研发费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
财务费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产减值损失	930	803	794	830	1,040
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	2,505	2,765	3,169	3,793	4,369
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	2	4	- 0	- 0
利润总额	2,503	2,764	3,166	3,794	4,369
所得税	626	691	792	949	1,092
净利润	1,877	2,072	2,374	2,845	3,277
少数股东损益	- 0	- 0	- 0	- 0	4
归属母公司净利润	1,877	2,072	2,374	2,845	3,277
EBITDA	2541	2801	3203	3831	4369
EPS(元)	0.63	0.69	0.79	0.95	1.10

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1080	2203	-4512	-1048	-3338
净利润	1877	2072	2374	2845	772
折旧摊销	37	37	37	37	0
债券利息	338	325	245	290	76
应收融资租赁款变化	-12676	-13419	-14518	-17850	-18428
营运资金变动	16049	21049	26049	31049	36049
经营性应付项目变化	9332	13085	7355	13700	14882
投资活动现金流	-44	-34	-14	-4	6
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	1452	-96	3416	743	3284
短期借款	0	100	200	300	400
长期借款	3000	3100	3200	3300	3400
普通股增加	0	0	0	0	1
资本公积增加	2	2	2	2	2
其他筹资现金流	0	0	0	0	1
现金净增加额	328	2073	-1111	-309	-48

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	5.0	11.3	16.4	16.7
营业利润(%)	18.6	10.4	14.6	19.7	15.2
归母净利润(%)	18.6	10.4	14.6	19.8	15.2
获利能力					
毛利率(%)	66.7	70.2	72.2	74.3	73.3
净利率(%)	50.0	52.6	54.1	55.7	55.0
ROE(%)	15.0	15.0	15.6	17.0	17.7
ROIC(%)	2.8	2.5	2.6	2.7	2.7
偿债能力					
资产负债率(%)	84.0	85.3	85.3	86.0	86.7
净负债比率(%)	4.5	5.2	5.2	5.5	5.8
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	5.0	4.4	4.2	4.4	4.4
应收账款周转率	5.2	4.7	4.5	4.5	4.6
应付账款周转率	15.0	12.8	12.9	12.5	13.0
每股指标（元）					
每股收益	0.63	0.69	0.79	0.95	1.10
每股经营现金流	-0.36	0.74	-1.51	-0.35	-1.12
每股净资产	4.36	4.87	5.33	5.89	6.51
估值比率					
P/E	8.2	7.4	6.0	5.0	4.4
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	37.8	40.0	37.9	36.3	36.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于商业秘密材料，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