

江苏租赁（600901.SH） 业绩符合预期，净利差保持高位

2023 年 10 月 30 日

——江苏金租 2023 三季报点评

投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

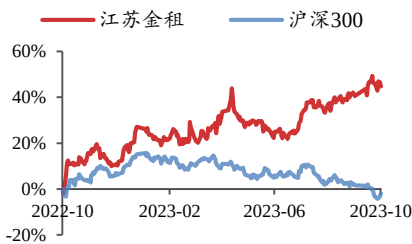
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2023/10/30
当前股价(元)	4.78
一年最高最低(元)	7.26/4.02
总市值(亿元)	202.91
流通市值(亿元)	202.28
总股本(亿股)	42.45
流通股本(亿股)	42.32
近 3 个月换手率(%)	37.3

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《负债成本下降驱动利差扩张，转债不提赎回——江苏金租 2023 年中报点评》-2023.8.19

《加深双方股权合作，加快专业化和国际化发展——江苏金租与法巴租赁设立合资子公司点评》-2023.6.2

《开启“零售+科技”双领先战略，一季度投放加码——江苏金租 2022 年报和 2023 一季报点评》-2023.4.23

● 业绩符合预期，净利差保持高位

2023 前 3 季度公司营业收入/归母净利润为 36.4/20.4 亿，同比+12.0%/+11.8%，前 3 季度年化 ROE 16.4%，较 2022 年+0.6pct，业绩符合我们预期。2023Q3 营业总收入/归母净利润为 12.3/7.2 亿元，环比+2.3%/+13.2%，同比+11.3%/+12.4%。资产规模增速稳健增长，生息资产收益率有所上升，付息债务成本环比增长，净利差环比小幅收窄，同比仍保持扩张，不良率环比持平。考虑资产端规模增速略低预期，我们小幅下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 27.5/30.9/34.9 亿（调前 27.5/31.3/35.3），同比+14%/+13%/+13%，ROE 为 16.3%/16.6%/16.9%，EPS 为 0.65/0.73/0.82 元。3 季度主动权益基金明显加仓公司，公司资产端能力突出，有可持续的高 ROA 和低不良率是其估值溢价来源。当前股价对应股息率 5.2%，对应 2023-2025 年 PB 1.1/1.0/0.9 倍，维持“买入”评级。

● 租赁资产规模微增，生息资产收益率提升，净利差保持高位

（1）2023Q3 末公司应收融资租赁款余额 1139 亿，同比+9.2%，环比+0.1%，应收融资租赁款余额环比净增加 0.9 亿元，略低于预期。2023 年 9 月 PMI 重返 50% 以上，需求有所好转，四季度资产端投放环比有望增长。（2）我们测算 2023 年前 3 季度公司年化生息资产收益率为 6.75%，较 2023H1 提升 0.02pct，较 2022 年-0.07pct，好于预期。我们测算前 3 季度年化付息债务成本率 3.00%，较 2023H1 提升 0.05pct，2022 年以来银行间拆入资金利率呈下降趋势，驱动公司负债端成本下降，目前保持较低水平。我们测算前 3 季度公司净利差为 3.75%，较 2023H1 下降 0.03pct，与 2022 年的 3.65%相比有所扩张并保持高位。

● 资产质量稳健，计提信用减值损失环比下降

2023Q3 末公司不良率为 0.94%，环比持平，较年初+0.03pct，关注率 3.28%，环比+0.21pct，较年初-0.17pct。期末公司拨备覆盖率为 435%，环比+12pct，拨贷比 4.08%，环比+0.10pct，整体拨备仍保持充足水平。前 3 季度公司计提信用减值损失 5.6 亿，同比+10%，2023Q3 计提 1.4 亿，环比-38%，同比-1%。

● 风险提示：竞争加剧造成利差收窄；资产规模投放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,941	4,346	4,912	5,543	6,238
YOY(%)	5.0	10.3	13.0	12.8	12.6
归母净利润(百万元)	2,072	2,412	2,746	3,091	3,491
YOY(%)	10.4	16.4	13.8	12.6	12.9
毛利率(%)	70.2	74.1	74.5	74.3	74.6
净利率(%)	52.6	55.5	55.9	55.8	56.0
ROE(%)	15.0	15.8	16.3	16.6	16.9
EPS(摊薄/元)	0.69	0.81	0.65	0.73	0.82
P/E(倍)	6.9	5.9	7.4	6.6	5.8
P/B(倍)	1.4	1.3	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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	96,416	105,903	115,193	133,485	155,090
货币资金	2,574	3,444	3,186	3,378	4,050
应收融资租赁款	90,729	100,400	111,756	129,856	150,789
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	3,112	2,059	251	251	251
非流动资产	2,892	3,089	3,571	4,075	4,649
长期投资	-0	-0	-0	4	4
固定资产	528	666	729	878	1,030
无形资产	52	66	66	66	66
其他非流动资产	2,312	2,357	2,776	3,126	3,550
资产总计	99,307	108,992	118,764	137,560	159,740
流动负债	71,481	78,645	86,738	100,543	115,556
拆入资金	56,399	64,180	71,180	83,180	95,180
应付款项	9,143	7,062	8,154	9,459	10,972
其他流动负债	5,940	7,403	7,403	7,903	9,403
非流动负债	13,274	14,376	14,351	17,459	22,495
应付债券	12,709	13,860	13,756	16,756	21,756
其他非流动负债	565	517	595	703	739
负债合计	84,755	93,022	101,089	118,002	138,051
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,987	2,987	4,245	4,245	4,245
资本公积	4,276	4,276	4,276	4,276	4,276
留存收益	4,841	5,082	5,356	5,665	5,869
归母公司股东权益	14,552	15,970	17,675	19,558	21,689
负债和股东权益	99,307	108,992	118,764	137,560	159,740

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1699	2515	-1412	-2150	-350
净利润	557	1063	2746	726	1480
折旧摊销	0	0	37	0	0
债券利息	0	176	276	70	145
应收融资租赁款变化	-13679	-14970	-12481	-10484	-11976
营运资金变动	21049	26049	31049	36049	41049
经营性应付项目变化	12384	13466	8171	8223	10471
投资活动现金流	-15	-25	-15	-5	5
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	-1136	-2329	1169	4438	3644
短期借款	0	0	100	200	300
长期借款	0	4000	4100	4200	4300
普通股增加	0	0	0	1	1
资本公积增加	2	2	2	2	2
其他筹资现金流	0	0	0	1	1
现金净增加额	549	159	-258	2282	3298

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,941	4,346	4,912	5,543	6,238
营业成本	1,175	1,127	1,252	1,422	1,585
营业税金及附加	7	8	9	10	12
营业费用	-0	-0	-0	4	4
管理费用	357	428	481	527	574
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	803	676	740	860	970
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	2,765	3,219	3,660	4,121	4,654
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	4	-0	-0	-0
利润总额	2,764	3,216	3,661	4,122	4,655
所得税	691	804	915	1,030	1,164
净利润	2,072	2,412	2,746	3,091	3,491
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	2,072	2,412	2,746	3,091	3,491
EBITDA	2764	3216	3698	4122	4655
EPS(元)	0.69	0.81	0.65	0.73	0.82

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	5.0	10.3	13.0	12.8	12.6
营业利润(%)	10.4	16.4	13.7	12.6	12.9
归母净利润(%)	10.4	16.4	13.8	12.6	12.9
获利能力					
毛利率(%)	70.2	74.1	74.5	74.3	74.6
净利率(%)	52.6	55.5	55.9	55.8	56.0
ROE(%)	15.0	15.8	16.3	16.6	16.9
ROIC(%)	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	85.3	85.3	85.1	85.8	86.4
净负债比率(%)	5.2	5.4	5.2	5.5	5.8
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	4.4	4.2	4.3	4.3	4.2
应收账款周转率	4.7	4.5	4.6	4.6	4.4
应付账款周转率	12.8	13.9	16.5	16.1	15.5
每股指标(元)					
每股收益	0.69	0.81	0.65	0.73	0.82
每股经营现金流	0.57	0.84	-0.33	-0.51	-0.08
每股净资产	4.87	5.35	4.16	4.61	5.11
估值比率					
P/E	6.9	5.9	7.4	6.6	5.8
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	40.2	37.3	36.7	37.5	34.5

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9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