

## 江苏金租 (600901.SH) 分红率超预期，直租模式受益于设备更新

2024年04月27日

### ——江苏金租 2023 年报及 2024 一季报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2024/4/26
当前股价(元)	5.38
一年最高最低(元)	7.26/4.02
总市值(亿元)	235.10
流通市值(亿元)	234.39
总股本(亿股)	43.70
流通股本(亿股)	43.57
近3个月换手率(%)	47.96

#### ● 分红率超预期，直租模式受益于设备更新

2023 年公司营收/净利润为 47.9/26.6 亿元，同比+10%/+10%，2024Q1 营收/净利润为 12.8/7.1 亿元，同比+6%/+5%，业绩基本符合我们预期。2023 年/2024Q1 年化加权平均 ROE 15.8%/15.5%，同比-0.1/-1.2pct，权益乘数为 6.7/6.7 倍，同比-2%/-2%。考虑宏观经济环境和竞争加剧对规模和净利差影响，我们下调 2024、2025 年归母净利润预测至 29/33 亿元（调前 31/35），新增 2026 年预测 37 亿元，同比+11%/+11%/+12%，EPS 为 0.7/0.8/0.9 元，当前股价对应 PB 为 1.2/1.1/1.0 倍。推动大规模设备更新相关政策有望提振实体经济需求，融资租赁业务可以发挥“融资+融物”的特色优势服务实体经济，公司坚定推进“零售+科技”双领先战略，以设备为核心的专业能力行业领先，有望充分受益。2023 年公司股利支付率达 51.1%(2022 年为 43.4%)，超我们预期，当前股息率 5.9%，维持“买入”评级。2023 年 8 月 19 日公司公告 1 年内不赎回转债，关注后续可转债事项。

#### ● 规模稳健增长，合作厂商数及业务人员数量增加，投放结构进一步优化

(1) 2023 年末/2024Q1 末应收融资租赁款余额 1141/1213 亿元，同比+9.7%/+9.6%，环比+0.2%/+6.3%，符合预期。2023 年新投放规模 722 亿元，同比+15%，直接租赁投放同比+22%，直租占比 46%，持续提升。获客渠道进一步拓宽：厂商线 2023 年末合作厂商（经销商）数量 3613 家，同比+53%；区域线整合苏州、苏中团队，设立小企业金融部，公司员工人数 528 人，同比+18%，其中业务人员 312 人，同比+27%；建立战略大客户、小微客户、厂商经销商专属直销团队，各团队网格化分工开展名单制电话营销。(2) 结构来看，3+N 布局更加清晰，清洁能源、道路运输、工业装备规模 234/160/149 亿元，占比 20%/14%/13%。增速来看，农业装备、工业装备、清洁能源同比+60%/+49%/+29%，基础设施、道路运输同比-35%/-8%。

#### ● 利差表现略低于我们预期，资产质量稳健，不良生成率小幅抬升

(1) 我们估算 2023 年/2024Q1 生息资产收益率 6.66%/6.82%，同比-0.17/-0.01 个百分点；估算付息债务成本率 3.00%/3.10%，同比-0.17+0.14 个百分点；估算净利差 3.66%/3.72%，同比+0.01/-0.16 百分点，趋势与公司披露净利差一致，公司披露净利差为 3.61%/3.63%，同比+0.09/-0.13 百分点。预计全年付息债务成本进一步下降，2024Q1 公司新发 2 笔 3 年期 15 亿的债券，发行利率分别为 2.76%/2.50%；2024 年以来银行间拆借利率有所下降。(2) 2023/2024Q1 不良率 0.91%/0.91%，表现稳健（2022 年为 0.91%），2023 年不良生成率为 0.46%，同比+0.14pct；关注率为 3.50%/3.25%（2022 年为 3.45%）。拨备率为 4.08%/4.03%（2022 年为 4.17%），拨备覆盖率为 448%/442%（2022 年为 457%）。

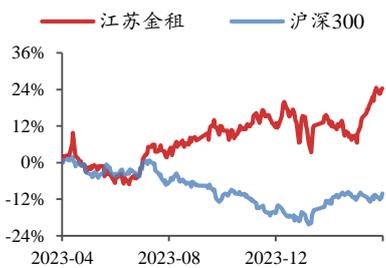
#### ● 风险提示：竞争加剧造成业务规模、利差承压。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,346	4,787	5,322	5,856	6,530
YOY(%)	10.3	10.1	11.2	10.0	11.5
归母净利润(百万元)	2,412	2,660	2,947	3,270	3,664
YOY(%)	16.4	10.3	10.8	11.0	12.1
毛利率(%)	74.1	74.2	73.8	74.4	74.8
净利率(%)	55.5	55.6	55.4	55.8	56.1
ROE(%)	15.8	15.7	15.8	16.1	16.5
EPS(摊薄/元)	0.81	0.63	0.69	0.77	0.86
P/E(倍)	6.7	8.6	7.8	7.0	6.2
P/B(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

#### 股价走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《业绩符合预期，净利差保持高位——江苏金租 2023 三季报点评》-2023.10.30

《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

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	105,903	115,950	125,201	137,852	151,967
货币资金	3,444	4,614	5,754	5,290	3,475
应收融资租赁款	100,400	110,143	119,253	132,368	148,298
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	2,059	1,193	194	194	194
<b>非流动资产</b>	3,089	3,970	5,043	5,195	5,393
长期投资	0	0	4	4	4
固定资产	666	676	1,574	1,574	1,574
无形资产	66	79	79	79	79
其他非流动资产	2,357	3,215	3,386	3,538	3,736
<b>资产总计</b>	108,992	119,920	130,244	143,047	157,361
<b>流动负债</b>	78,645	89,306	96,933	105,935	117,074
拆入资金	64,180	74,699	81,699	90,699	101,699
应付款项	7,062	6,964	7,590	7,593	7,731
其他流动负债	7,403	7,643	7,643	7,643	7,643
<b>非流动负债</b>	14,376	12,765	13,876	15,879	17,026
应付债券	13,860	12,227	13,227	15,227	16,227
其他非流动负债	517	538	649	653	799
<b>负债合计</b>	93,022	102,071	110,808	121,815	134,100
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,987	4,250	4,250	4,250	4,250
资本公积	4,276	4,276	4,276	4,276	4,276
留存收益	5,082	5,348	5,642	5,846	6,080
归母公司股东权益	15,970	17,849	19,436	21,232	23,261
<b>负债和股东权益</b>	108,992	119,920	130,244	143,047	157,361

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-213	2730	586	-1161	-1262
净利润	2412	2660	2947	3270	3664
折旧摊销	37	37	0	0	0
债券利息	287	276	257	275	312
应收租赁款的减少(增加)	-10345	-10102	-10270	-13682	-16567
营运资金变动	15000	20000	21000	22000	23000
经营性应付项目变化	7115	10682	7737	9006	11285
<b>投资活动现金流</b>	-202	-192	-182	-172	-162
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
<b>筹资活动现金流</b>	-361	-2913	736	869	-391
短期借款	0	0	0	0	0
发行债券收到的现金	1500	1500	1600	1700	1800
普通股增加	0	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
<b>现金净增加额</b>	-771	-439	1140	-464	-1815

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4346	4787	5322	5856	6530
营业成本	1127	1235	1394	1497	1646
营业税金及附加	8	10	11	12	13
营业费用	0	0	4	4	4
管理费用	428	498	543	586	653
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	676	705	815	870	945
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
<b>营业利润</b>	3219	3542	3928	4358	4884
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	3216	3543	3929	4360	4885
所得税	804	883	982	1090	1221
<b>净利润</b>	2412	2660	2947	3270	3664
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2412	2660	2947	3270	3664
EBITDA	3253	3580	3929	4360	4885
EPS(元)	0.81	0.63	0.69	0.77	0.86

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.3	10.1	11.2	10.0	11.5
营业利润(%)	16.4	10.0	10.9	11.0	12.1
归母净利润(%)	16.4	10.3	10.8	11.0	12.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.1	74.2	73.8	74.4	74.8
净利率(%)	55.5	55.6	55.4	55.8	56.1
ROE(%)	15.8	15.7	15.8	16.1	16.5
ROIC(%)	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	85.3	85.1	85.1	85.2	85.2
净负债比率(%)	5.4	5.3	5.3	5.3	5.4
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
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3
应收账款周转率	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7
应付账款周转率	13.9	17.6	19.2	19.7	21.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.81	0.63	0.69	0.77	0.86
每股经营现金流	-0.07	0.64	0.14	-0.27	-0.30
每股净资产	5.35	4.20	4.57	5.00	5.47
<b>估值比率</b>					
P/E	6.7	8.6	7.8	7.0	6.2
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	37.4	39.1	37.5	36.9	36.2

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