

江苏金租(600901.SH)

深耕小微零售，红利价值释放

推荐（首次）

股价：5.22元

主要数据

行业	非银行金融
公司网址	www.jsleasing.cn/
大股东/持股	江苏交通控股有限公司/20.57%
实际控制人	江苏省政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	4,370
流通A股(百万股)	4,367
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	227
流通A股市值(亿元)	227
每股净资产(元)	4.26
资产负债率(%)	85.1

行情走势图



证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn
韦霁雯	投资咨询资格编号 S1060524070004 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- 江苏金租成立近40年，2018年上市，是A股唯一上市金租公司，实控人为江苏省国资委，资产规模排名行业中上游。公司聚焦中小微普惠租赁，发展战略清晰，资源禀赋优异，已形成切实可行的风控和科技赋能模式，未来业绩有望保持稳健增长；分红比例高且稳定，预计可带来稳定的高股息回报。
- “零售+科技”“厂商+区域”战略保障业绩稳健增长。公司业绩穿越牛熊，保持稳健增长，ROE保持在15%左右、优于同业，主要是ROA更优，杠杆较同业仍有提升空间。公司长期深耕小微零售客户，发挥江苏区域小微企业更具活力和合作厂商持续拓展的资源优势，生息资产投放规模保持两位数增长。资产投向清洁能源、高端装备、交通运输等十大板块80多个细分行业，并建立“租赁物+承租人+厂商”三位一体风控体系，科技赋能运营、风控全流程，资产质量稳中向好，24Q1不良率仅0.91%，资产减值压力可控。利差维持较高水平，负债端以拆入资金为主、近年来融资成本下行更快。考虑到零售金融空间广阔，公司较早布局，已在资源、风控、科技等方面构建竞争壁垒，有望保持业绩持续的稳健增长。
- 派息率约50%、股息率超6%，高股息特征明显。23年公司股利支付率抬升至52.6%，明显高于可比租赁公司和商业银行。股息率持续维持高位，23年末股息率达6.61%，同样领先同业。近期公司发布“提质增效重回报”行动方案，预计未来三年仍将保持较高派息率。受益于稳健的业绩和分红，23年以来公司的市场关注度明显抬升，24Q1末主动型基金重仓公司市值在自由流通市值中占比4.8%，较年初提升2.3pct。
- 投资建议：预计24-26年公司净利润28/31/34亿元，同比+7%/+8%/+9%，对应PB分别1.2/1.1/1.0倍。公司在小微零售租赁中已建立竞争壁垒，有望维持稳健的盈利和股息，PB估值位于可比同业和历史平均水平，股息率则明显高于同业和历史均值，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：监管政策超预期收紧；宏观经济波动较大；生息资产收益率超预期下行或融资成本率超预期上行；资产质量超预期波动；战略执行不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,346	4,787	5,128	5,647	6,173
YOY(%)	10.3	10.1	7.14	10.11	9.32
净利润(百万元)	2,412	2,660	2,840	3,065	3,351
YOY(%)	16.4	10.3	6.8	7.9	9.3
净利率(%)	55.5	55.6	55.4	54.3	54.3
ROE(%)	15.8	15.7	15.2	15.1	15.4
EPS(元)	0.55	0.61	0.65	0.70	0.77
P/E(倍)	9.5	8.6	8.0	7.4	6.8
P/B(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

正文目录

一、 A 股唯一上市金租，江苏基因浓厚	4
1.1 租赁行业监管收紧，江苏金租规模排名行业中上游	4
1.2 实控人为江苏国资委，高管团队经验丰富、认同感强	7
二、 经营业绩保持稳健，高分红保障股东回报	8
2.1 盈利能力保持稳健，ROE 同业领先	8
2.2 高股息特征显著，机构关注度抬升	12
三、 前瞻性战略及执行力是业绩稳健增长的驱动力	14
3.1 长期深耕中小微客户，较早开始直租、厂商、科技转型	14
3.2 资源、风控、科技筑高公司竞争壁垒	16
四、 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	20
五、 风险提示	21

图表目录

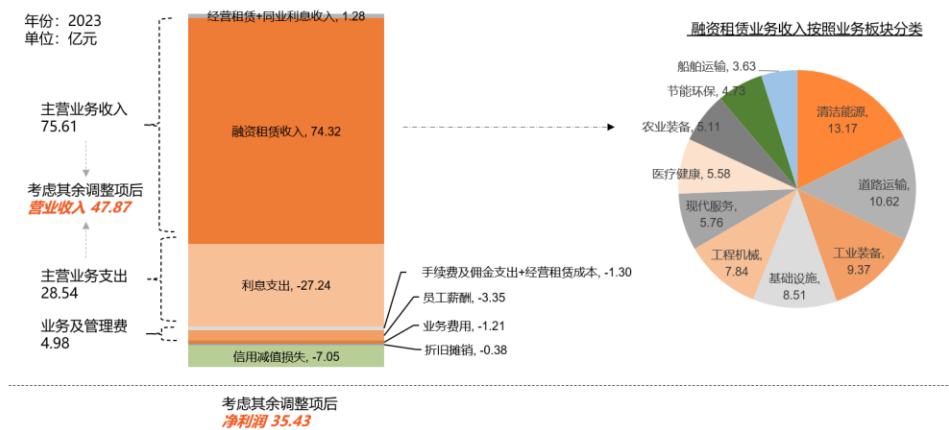
图表 1	江苏金租主要业务结构	4
图表 2	金融租赁公司和融资租赁公司监管要求对比	5
图表 3	国内各类租赁公司数量变动（家）	6
图表 4	国内各类租赁公司合同余额变动（亿元）	6
图表 5	Wind 发行债券租赁公司 2023 年资产规模排名（不完全统计）	7
图表 6	江苏金租股权结构（2024Q1 末）	7
图表 7	江苏金租主要董事、高级管理人员情况（2023 年末）	8
图表 8	江苏金租营业收入及净利润变动	9
图表 9	江苏金租总资产变动	9
图表 10	江苏金租 ROE 拆分	9
图表 11	Wind 发行债券租赁公司 2023 年 ROE 排名及拆分（不完全统计，按 ROE 自大而小排序）	10
图表 12	江苏金租投放金额与计息负债规模变动	10
图表 13	江苏金租计息负债结构	11
图表 14	江苏金租净利差变动	11
图表 15	江苏金租测算资产收益率和负债成本率	11
图表 16	江苏金租不良率、关注率、拨备覆盖率	12
图表 17	江苏金租信用减值损失变动	12
图表 18	江苏金租成本收入比及拆分	12
图表 19	江苏金租员工数与人均薪酬变动	12
图表 20	江苏金租股利支付率及年末股息率	13
图表 21	江苏金租与可比同业派息率及股息率对比	13
图表 22	2021 年以来江苏金租行情及超额收益变动	13
图表 23	江苏金租基金持仓市值变动	14
图表 24	江苏金租主动型基金重仓市值变动	14
图表 25	江苏金租应收租赁款余额结构（按客户等级）	15
图表 26	江苏金租经营战略及投放结构（融资租赁余额期末值）	16
图表 27	江苏金租融资融券余额结构（按区域划分）	17
图表 28	江苏金租区域队伍布局变动	17
图表 29	江苏金租合作厂商经销商数量	17
图表 30	江苏金租厂商渠道布局变动	17
图表 31	江苏金租持续丰富细分行业覆盖面	18
图表 32	江苏金租金融科技赋能获客、运营、风控	19
图表 33	江苏金租主要指标假设与预测结果	20
图表 34	江苏金租可比公司估值表	21
图表 35	江苏金租历史 PB（MRQ）	21
图表 36	江苏金租历史股息率（TTM）	21

一、A 股唯一上市金租，江苏基因浓厚

深耕租赁近 40 年，A 股唯一上市金租公司。江苏金租成立于 1985 年，是经国家金融监督管理总局批准从事融资租赁业务的国有控股非银行金融机构。成立初期主要主管部门和主要出资单位为江苏省物资局，2001 年公司规范登记、2002 年江苏交通控股获得公司控制权。2018 年公司于上交所挂牌上市，成为目前国内唯一登陆 A 股的金融租赁公司。

公司主营业务为融资租赁，主要业务模式包括直接租赁、售后回租、厂商租赁等，主要服务对象为清洁能源、高端装备、交通运输等十大板块 80 多个细分市场的企业和个人。收入依赖融资租赁业务利息收入，2023 年融资租赁业务收入 74.3 亿元，在主营业务收入中占比 98.31%，其余主要为经营租赁收入、同业利息收入。主营业务成本主要为利息支出，23 年利息支出 27.2 亿元，在主营业务成本中占比 95.43%，其余主要为手续费及佣金支出、经营租赁成本。费用支出以员工薪酬为主，23 年公司业务及管理费 5.0 亿元，其中员工薪酬 3.3 亿元、业务费用 1.2 亿元。此外，公司主要支出为信用减值损失，23 年公司计提信用减值损失 7.1 亿元，其中主要为融资租赁资产及其应付计息减值损失准备计提 6.9 亿元。

图表1 江苏金租主要业务结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.1 租赁行业监管收紧，江苏金租规模排名行业中上游

根据公司属性的不同，目前我国融资租赁行业可分为金融租赁公司和融资租赁公司两种。金融租赁公司是指经国家金融监管总局（原银保监会）批准，以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构；融资租赁公司则指从事融资租赁业务的有限责任公司或股份有限公司，主管部门由商务部转为国家金融监管总局（原银保监会）。最初金融租赁公司监管要求较高，对于金融租赁公司的发起人、资本充足率、客户集中度均有明确要求，而融资租赁公司监管相对宽松，直至 2020 年原银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，调高融资租赁监管要求，新增集中度、资产质量分级、准备金制度要求，向金融租赁公司要求看齐。目前金融租赁公司与融资租赁公司相比主要的差别在于发起人和资金来源，金融租赁公司发起人必须是境内外注册的商业银行、大型企业、融资租赁公司，并对发起人的营收、资产均有明确规定，另外金融租赁公司可参与同业拆借业务，通过拆入资金融资。

2024 年《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》发布，金租公司监管进一步收紧，突出融物本质。2024 年 1 月国家金融监管总局修订《金融租赁公司管理办法》并公开征求意见，进一步提高金融租赁公司设立门槛，注册资本最低限额由 1 亿元提升至 10 亿元，发行人相应财务要求也有所提高，新增国有金融资本投资、运营公司可作为发起人，并新增杠杆率、财务杠杆倍数、拨备覆盖率的监管要求；《办法》也进一步明确租赁物应是设备资产、生产性生物资产，不得新增非设备类售后回租。此前国家金融监管总局（原银保监会）已多次强调租赁物的适格性监控，控制“类信贷”业务投放，包括 2023

年《关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》明确金融租赁公司应提升服务实体经济的专业水平，进一步强化售后回租业务的监管，严禁新增非设备类售后回租业务、新增售后回租业务的限额管理、力争在 2026 年实现年度新增直租业务占比不低于 50% 的目标。

图表2 金融租赁公司和融资租赁公司监管要求对比

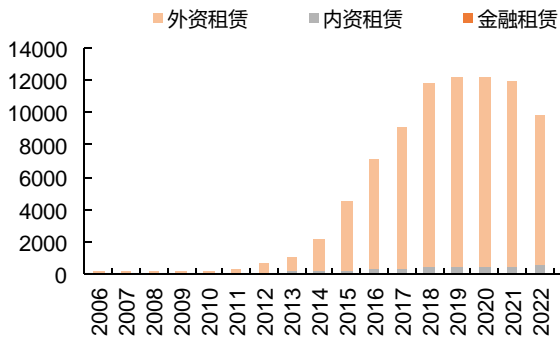
	金融租赁公司		融资租赁公司
监管文件	2014 年《金融租赁公司管理办法》	2024 年《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》	2020 年《融资租赁公司监督管理暂行办法》
主管部门	原银保监会	国家金融监督管理总局	原银保监会
许可经营范围	<p>(一) 融资租赁业务；(二) 转让和受让融资租赁资产；(三) 固定收益类证券投资业务；(四) 接受承租人的租赁保证金；(五) 吸收非银行股东 3 个月(含)以上定期存款；(六) 同业拆借；(七) 向金融机构借款；(八) 境外借款；(九) 租赁物变卖及处理业务；(十) 经济咨询</p>	<p>(一) 融资租赁业务；(二) 转让和受让融资租赁资产；(三) 向非银行股东借入 3 个月(含)以上借款；(四) 同业拆借；(五) 向金融机构融资；(六) 发行非资本类债券；(七) 接受租赁保证金。</p>	<p>(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。</p>
发起人要求	<p>经营状况良好的还可：(一) 发行债券；(二) 在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务；(三) 资产证券化；(四) 为控股子公司、项目公司对外融资提供担保；(五) 银监会批准的其他业务。</p>	<p>符合条件的还可：(一) 设立项目公司开展融资租赁业务；(二) 向专业子公司、项目公司发放股东借款，为专业子公司、项目公司提供融资担保、履约担保；(三) 从事固定收益类投资；(四) 发行资本补充工具；(五) 资产证券化；(六) 提供融资租赁相关咨询服务；(七) 从事套期保值类衍生产品交易；(八) 国家金融监督管理总局批准的其他业务。</p>	
	<p>境内外注册的商业银行；境内注册、主营业务为制造适合融资租赁交易产品的大型企业；境外注册的融资租赁公司；其他。</p>	<p>主要发起人类型包括在中国境内外注册的具有独立法人资格的商业银行，在中国境内外注册的、主营业务为制造适合融资租赁交易产品的大型企业，在中国境外注册的具有独立法人资格的融资租赁公司，依法设立或授权的国有金融资本投资、运营公司以及国家金融监督管理总局认可的发起人。</p> <p>主要发起人出资比例不低于拟设金融租赁公司全部股本的 51%。</p>	
	<p>商业银行需总资产不低于 800 亿元，连续 2 个会计年度连续盈利，承诺 5 年内不转让金租公司股权、不将持有的金租公司进行质押或设立信托。</p>	<p>商业银行需总资产不低于 8000 亿元，连续 2 个会计年度连续盈利，权益性投资余额原则上不得超过本行净资产的 50%。</p>	无特别规定
	<p>大型企业需营业收入不低于 50 亿元，连续 2 个会计年度连续盈利，净资产不低于总资产的 30%，主营业务销售收入占全部营业收入 80% 以上，承诺持有期间同商业银行。</p>	<p>大型企业需营业收入不低于 500 亿元，净资产不低于总资产 40%，主营业务销售收入占全部营收的 80% 以上；连续 3 个会计年度连续盈利，权益型投资余额原则上不得超过本公司净资产的 40%。</p>	
	<p>融资租赁公司需总资产不低于 100 亿元，连续 2 年连续盈利，承诺持有期间同上。</p>	<p>融资租赁公司需总资产不低于 200 亿元，注册资本不低于 100 亿元，连续 2 年连续盈利。</p>	
监管指标	<p>(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。</p>	<p>(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。</p>	<p>(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%。</p> <p>(二) 融资租赁公司的风险资产总额不得超</p>

<p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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。</p> <p>(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%。</p>	<p>(二) 杠杆率。金融租赁公司一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比例不得低于 6%。</p> <p>(三) 财务杠杆倍数。金融租赁公司总资产不得超过净资产的 10 倍。</p> <p>(四) 拨备覆盖率。租赁应收款损失准备与不良租赁资产余额之比不得低于 100%。</p> <p>(五) 单一客户融资集中度。金融租赁公司对单一承租人的融资余额不得超过上季末资本净额的 30%。</p> <p>(六) 单一集团客户融资集中度。金融租赁公司对单一集团的融资余额不得超过上季末资本净额的 50%。</p> <p>(七) 单一客户关联度。金融租赁公司对一个关联方的融资余额不得超过上季末资本净额的 30%。</p> <p>(八) 全部关联度。金融租赁公司对全部关联方的融资余额不得超过上季末资本净额的 50%。</p> <p>(九) 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,且同时满足单一客户关联度的规定。</p> <p>(十) 流动性比例、流动性覆盖率。金融租赁公司流动性比例、流动性覆盖率等流动性风险指标应当符合国家金融监督管理总局的相关监管要求。</p> <p>(十一) 同业拆借比例。金融租赁公司同业拆入和同业拆出资金余额均不得超过资本净额的 100%。</p>	<p>过净资产的 8 倍。</p> <p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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%。</p> <p>(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,且同时满足本办法对单一客户关联度的规定。</p>
--	---	---

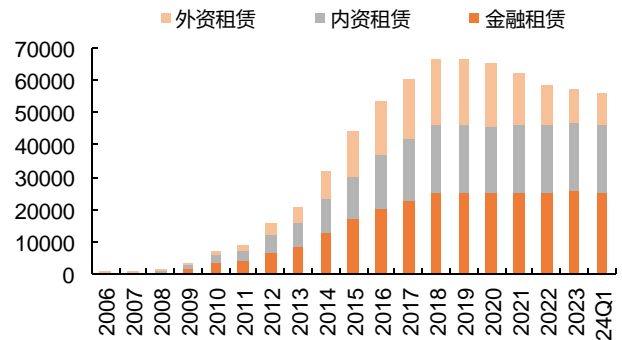
资料来源:国家金融监督管理总局,平安证券研究所

金融租赁公司数量较少、但规模较大,融资租赁公司快速清退。由于金融租赁公司设立要求较高,且设立需要监管部门审批,因此金融租赁公司数量相对较少,股东实力雄厚,资产规模相对较大。而融资租赁公司数量较多,尤其是过去设立难度较低的外资融资租赁公司。但随着 2020 年以来融资租赁公司监管收紧,以及新增集中度等要求,部分不满足监管要求的外资融资租赁公司快速清退。据租赁联合研究院统计,截至 2024Q1 末,全国共 71 家金融租赁公司,450 家内资融资租赁公司,8270 家外资融资租赁公司,租赁合同余额分别为 2.5、2.1、1.0 万亿元。

图表3 国内各类租赁公司数量变动(家)



图表4 国内各类租赁公司合同余额变动(亿元)

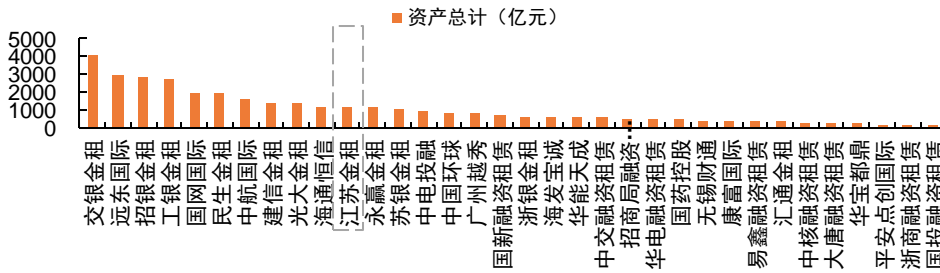


资料来源: Wind, 租赁联合研究院, 平安证券研究所

资料来源: Wind, 租赁联合研究院, 平安证券研究所

2023 年末江苏金租总资产 1199 亿元, 在行业中排名中上游。2023 年 Wind 统计 11 家发债金租公司、23 家发债商租公司财务数据, 其中江苏金租 2023 年末总资产 1199 亿元, 在金租公司中排名第 7, 在合计融资租赁公司中排名第 11。

图表5 Wind 发行债券租赁公司 2023 年资产规模排名 (不完全统计)

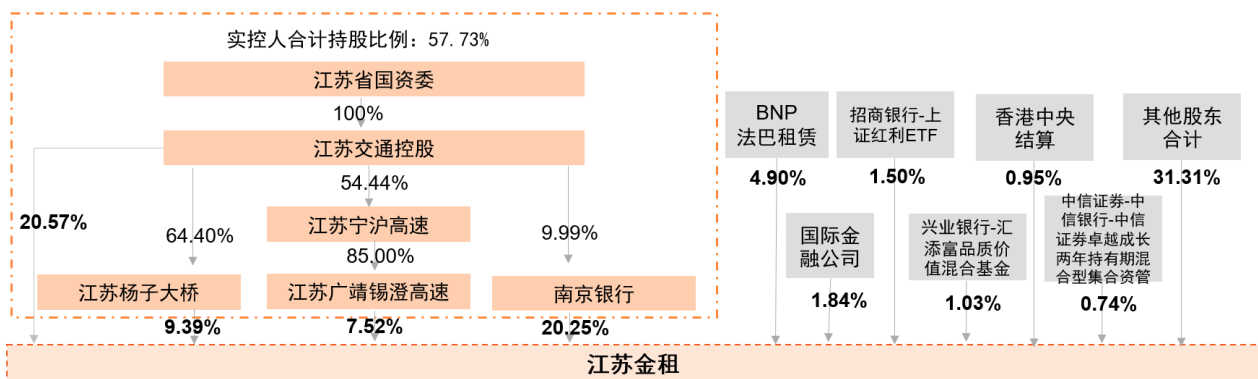


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 实控人为江苏国资委, 高管团队经验丰富、认同感强

实际控制人为江苏国资委, 外资股东引入先进经验和长期资金。控股股东江苏交控为江苏省国资委全资控股子公司, 2024Q1 末江苏省国资委通过江苏交控直接持股和交通交控子公司江苏扬子大桥、南京银行、江苏广靖锡澄高速公路间接持股, 合计持有江苏金租 57.73% 股份。股东地方基因浓厚, 为公司深耕区域战略的贯彻奠定基础。此外, 江苏金租 2010 年引入外资股东国际金融公司 IFC、带来长期借款资金来源; 2014 年江苏金租引入法巴租赁, 吸收其先进的厂商租赁经验和合作厂商资源。

图表6 江苏金租股权结构 (2024Q1 末)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

管理层较为稳定、均从公司内部基层选拔而来。目前董事会 3 位执行董事均为在公司多年的高管, 4 位在任非执行董事中 3 位来自江苏金控及其子公司, 1 位来自法巴租赁。董事长熊先根曾在江苏省国资委控股子公司江苏省国际信托投资公司工作, 2002 年起加入江苏金租, 自 2005 年起任公司董事长; 总经理周柏青自 2004 年加入江苏金租, 从客户经理做起, 长期了解

公司战略及文化，2023年6月升任总经理。

图表7 江苏金租主要董事、高级管理人员情况（2023年末）

姓名	职务	履历	持股比例
熊先根	董事长	曾在江苏省国际信托投资公司、江苏产权经营有限公司、江苏省高科技产业投资公司工作。2002年6月至12月任公司副总经理；2002年12月至2012年7月任本公司总经理；2005年9月至今任公司董事长；2013年4月至今任公司党委书记。	0.06%
周柏青	董事、总经理	2004年7月任公司业务四部客户经理，后历任高级客户经理、部门经理助理、办公室副主任、信息科技部总经理、办公室主任、董事会秘书、副总经理、董事；2023年6月至今任公司党委副书记，总经理。	0.04%
江勇	董事、副总经理、董秘	2010年6月加入公司任公司业务一部客户经理；2023年6月至今任公司董事会秘书、党委委员、副总经理、公司董事。	0.02%
于兰英	非执行董事	曾工作于南京润泰实业贸易公司，江苏联合信托投资公司，江苏交通产业集团有限公司，江苏宁沪高速公路股份有限公司，江苏交通控股有限公司。2023年8月至今任江苏交通控股有限公司党委委员、总会计师。	-
周文凯	非执行董事	2012年1月至今任南京银行党委委员，副行长。	-
吴尚岗	非执行董事	曾工作于江苏长江驳运公司，江阴大桥管理中心，江苏扬子大桥股份有限公司，江苏交通控股有限公司，江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司。2020年11月至今任江苏扬子江高速通道管理有限公司党委书记、董事长。	-
OLIVIER DE RYCK	非执行董事	2014年至今任法国巴黎银行租赁集团国际业务部总经理(主管亚洲，美国业务)。	-
朱强	副总经理	曾在南京显像管厂，南京三能电力仪表有限公司，江苏省高科技产业投资有限公司工作。2003年3月加入公司任业务部经理，2013年4月至今任公司党委委员，副总经理。	0.04%
张春彪	副总经理、财务总监	曾在南京金陵机械厂、南京长江家用电器厂工作。1994年5月加入公司任财务部会计；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。	0.04%
郑寅生	市场总监	曾在建设银行江苏省分行，香港恒生银行(中国)南京分行工作。2004年5月加入公司任业务部客户经理；2014年10月至今任公司市场总监。	0.04%
吴云	风险总监	2003年加入公司任业务二部高级客户经理；2020年5月至今任风险总监。	0.02%
刘明	市场总监	2010年4月加入公司任业务一部客户经理；2022年11月至今任市场总监。	0.02%

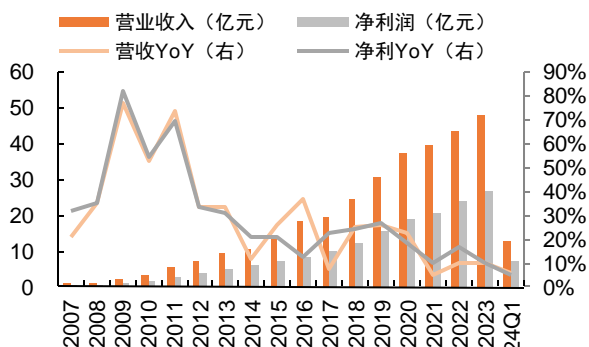
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

二、经营业绩保持稳健，高分红保障股东回报

2.1 盈利能力保持稳健，ROE 同业领先

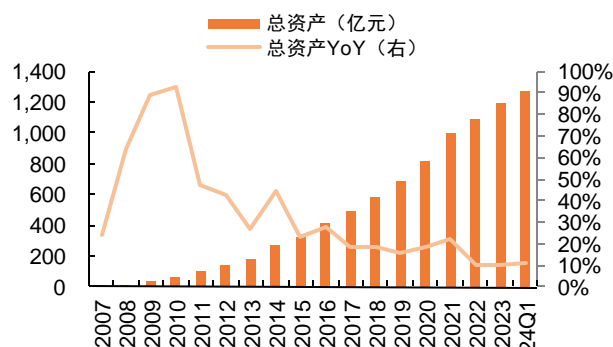
业绩维持双位数增长，2022年后增速有所放缓、但仍保持5%-10%左右增速。2011-2020年间江苏金租业绩保持较高速增长，营业收入CAGR达24%、净利润CAGR达23%，主要是资产投放增速较高，期间总资产CAGR达26%。2021年后受宏观经济影响，以及公司零售转型战略的成效显现，公司资产投放增速放缓，2022、2023年总资产年增长率回落至10%左右，业绩增速随之放缓，但仍保持稳健正增长，2023年公司营业收入47.9亿元(YoY+10%)、净利润26.6亿元(YoY+10%)、总资产1199亿元(YoY+10%)，24Q1营业收入12.8亿元(YoY+6%)、净利润7.1亿元(YoY+5%)、总资产1273亿元(YoY+11%)。

图表8 江苏金租营业收入及净利润变动



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表9 江苏金租总资产变动



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

ROE 表现相对稳定，2020 年后平均 ROE 基本维持在 15%左右。分解来看，ROE 保持稳健主要由杠杆水平回升、经营效率抬升驱动。2018 年受金融供给侧改革等因素影响，公司杠杆倍数显著下滑，后又回升至 6.7 倍左右；利润率自 2018 年以来稳中有升，主要是信用减值损失计提的减少；资产周转率有所下降，主要系资金投放的收益率压力影响，但 21 年后资产周转率企稳回升。

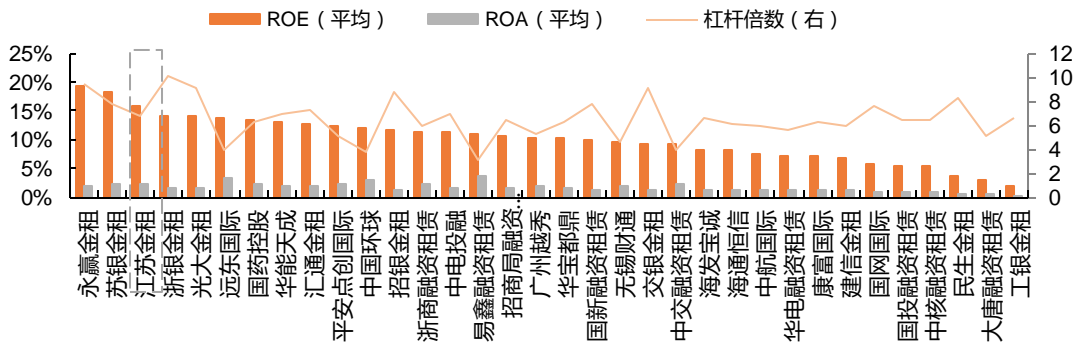
图表10 江苏金租 ROE 拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1
年化 ROE (平均)	15.31%	16.09%	16.86%	16.40%	17.37%	14.49%	13.76%	15.01%	15.04%	15.80%	15.73%	15.49%
年化 ROE	14.33%	15.05%	15.72%	15.29%	16.18%	11.35%	13.20%	14.43%	14.24%	15.10%	14.90%	15.06%
年化 ROA	2.72%	2.27%	2.24%	1.97%	2.03%	2.12%	2.32%	2.31%	2.09%	2.21%	2.22%	2.24%
利润率	53.04%	57.37%	55.26%	45.53%	52.02%	51.34%	51.65%	50.02%	52.59%	55.49%	55.57%	55.54%
资产周转率	5.13%	3.96%	4.05%	4.33%	3.91%	4.13%	4.48%	4.62%	3.97%	3.99%	3.99%	4.03%
杠杆倍数	5.27	6.62	7.03	7.75	7.95	5.36	5.70	6.25	6.82	6.82	6.72	6.73

资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：年化 ROE (平均)=当期净利润/年初、末净资产平均值；年化 ROE、年化 ROA、利润率、资产周转率、杠杆倍数为当期值，末期初期未平均

ROE 优于同业，主要是 ROA 更优，杠杆水平仍有空间。对比前文所列租赁公司，2023 年江苏金租平均 ROE 排名第 3，排名远高于资产规模。分解来看，主要是 ROA 水平较高，2023 年平均 ROA 为 2.32%，在上述租赁公司中排名第 4，彰显资产端盈利能力。2023 年公司杠杆倍数 6.72 倍，在上述租赁公司中排名第 13，与同业相比仍有较大举杠杆空间。2023 年末公司核心一级资本充足率 14.55%、资本充足率 15.70%，较监管上限仍有较远距离。(2024 年 1 月 5 日国家金融监督管理总局《金融租赁公司管理办法》(征求意见稿)要求核心一级资本充足率不低于 5%、资本充足率不低于 8%、财务杠杆倍数不得超过 10 倍)。

图表11 Wind 发行债券租赁公司 2023 年 ROE 排名及拆分 (不完全统计, 按 ROE 自大而小排序)

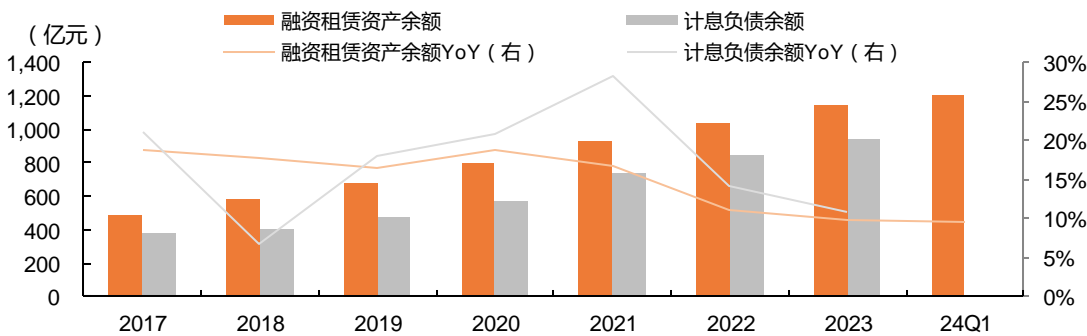


资料来源: Wind, 平安证券研究所

公司主营业务为融资租赁, 营收以利息净收入为主, 核心驱动因素为投放规模和净息差; 费用端则主要是减值计提和管理费用。投放规模主要与公司战略和融资规模相关。净息差可拆分为资产端收益率和资金端成本, 资产端收益率主要取决于下游客户的需求和特性、租赁行业竞争程度、市场整体利率水平等, 资金端成本主要取决于融资结构、市场利率水平。费用端减值计提主要取决于不良生成和拨备计提计划, 业务及管理费用主要是职工薪酬。具体来看:

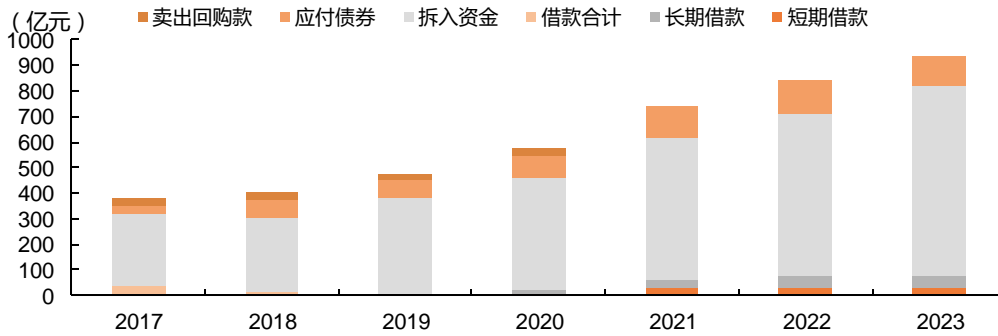
1) 投放规模: 年增长率基本保持两位数, 2022 年以来有所放缓。截至 2023 年末, 江苏金租融资租赁资产余额 (不含减值准备和应付利息) 为 1141 亿元 (YoY+10%), 计息负债余额 (不含应付利息) 938 亿元 (YoY+11%)。计息负债主要来自拆入资金和应付债券, 2023 年计息负债中, 拆入资金 741 亿元、占比 79%, 应付债券 121 亿元、占比 13%, 长期借款 50 亿元、占比 5%, 短期借款 26 亿元、占比 3%。

图表12 江苏金租投放金额与计息负债规模变动



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

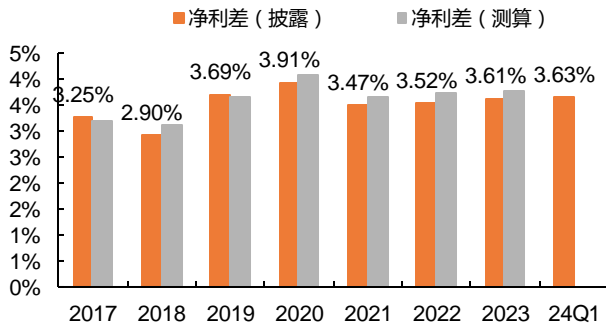
图表13 江苏金租计息负债结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

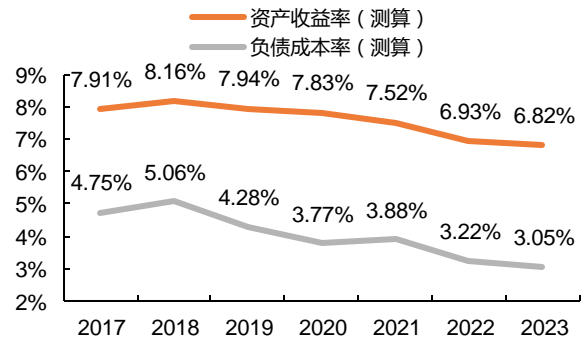
2) 净息差：利差维持较高水平，资产端收益率缓慢下行，负债成本率下行更快。近年来江苏金租净利差水平整体在 3.5%左右，其中 2022 年以来净利差略有提升，主要是负债端成本降幅快于资产端收益率。2023 年公司公告披露净利差 3.61%、2024Q1 披露净利差 3.63%。通过租赁业务收入、利息支出及融资租赁余额、计息负债余额测算，2023 年资产端收益率约 6.82%、负债成本率 3.05%。资产端租赁合同主要为 1-3 年合同，而负债端计息负债以拆入资金为主，期限较短，对银行间市场利率水平敏感度较高，在市场流动性相对充裕的背景下，负债端成本率下行更快，带来净利差的回升。

图表14 江苏金租净利差变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

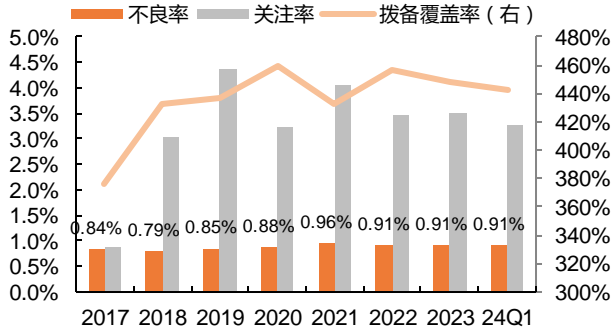
图表15 江苏金租测算资产收益率和负债成本率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

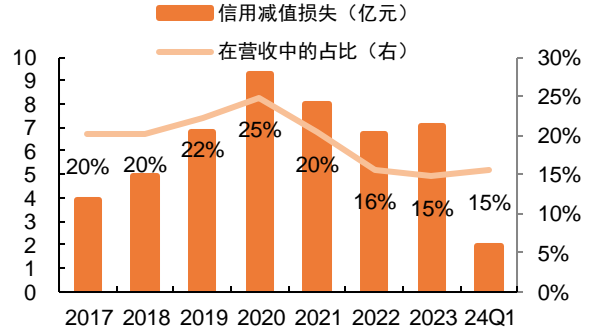
3) 减值计提：不良率、拨备覆盖率表现较好，减值计提相对灵活。江苏金租不良控制相对较好，不良率维持在 1.0%以下，2024Q1 末公司不良率仅 0.91%；关注率自 2022 年以来也处于下行通道，未来不良风险较低。同时拨备计提充足，2018 年以来拨备覆盖率维持在 430%以上，拨备率 4.0%左右，远高于监管下限（2024 年 1 月国家金融监督管理总局《金融租赁公司管理办法》（征求意见稿）明确拨备覆盖率不得低于 100%，2011 年 5 月原银监会《中国银行业实施新监管标准的指导意见》明确贷款拨备率不低于 2.5%）。不良率、拨备覆盖率等指标的充裕使得江苏金租减值计提压力相对可控，2022 年以来江苏金租信用减值损失在营业收入中的比重在 15%左右。

图表16 江苏金租不良率、关注率、拨备覆盖率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

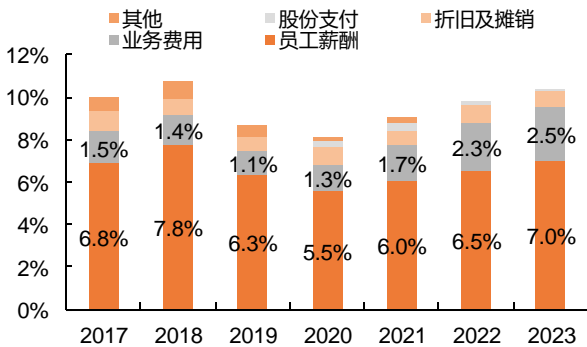
图表17 江苏金租信用减值损失变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

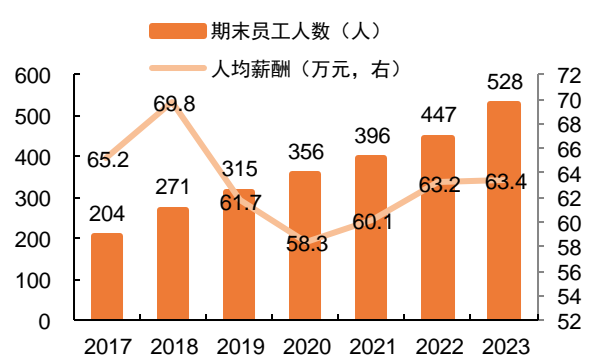
4) 业务及管理费：主要为职工薪酬和业务费用，增员推动成本收入比略有上行。江苏金租业务及管理费中约 70%来自员工薪酬，约 20%来自业务费用，约 10%来自折旧与摊销。2019 年以来公司成本收入比（业务及管理费/营业收入）有所上行，2023 年成本收入比 10.41%，主要是增员带来的员工薪酬增长和业务费用率的抬升。2023 年末江苏金租员工总人数 528 人，估算人均薪酬（年员工薪酬/年末员工人数）为 63.4 万元，相对于 2019 年的年复合增长率分别为 13.8%、0.7%。

图表18 江苏金租成本收入比及拆分



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 江苏金租员工数与人均薪酬变动

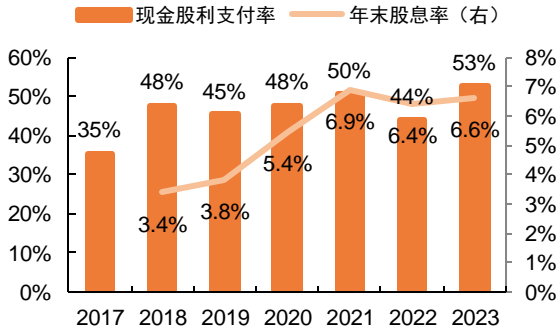


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 高股息特征显著，机构关注度抬升

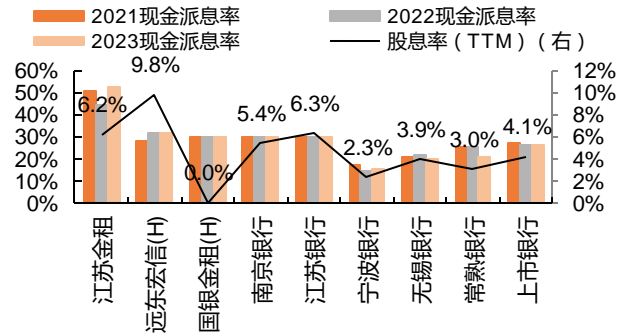
2023 年江苏金租派息率抬升至 53%，股息率高且稳定。自 2018 年以来，江苏金租每年现金股利支付率均在 40%-50%之间，2023 年进一步抬升至 52.6%；与上市租赁公司和商业银行相比，部分可比租赁公司、A 股上市银行的现金派息率大多在 30%附近，江苏金租分红比例明显更高。在稳健增长的经营业绩和高分红比例基础上，江苏金租股息率持续维持高位，对应年末股息率自 2020 年以来持续在 5%以上，2023 年末对应股息率达 6.61%，也明显高于可比上市租赁公司和商业银行。2024 年 6 月江苏金租发布 2024 年度“提质增效重回报”行动方案，明确将维护股价与分红稳定，保持分红可预期性，预计公司未来三年将继续保持较高的分红比例。

图表20 江苏金租股利支付率及年末股息率



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所；注：2022 财年江苏金租除现金分红外，每股转增股份 0.4 股

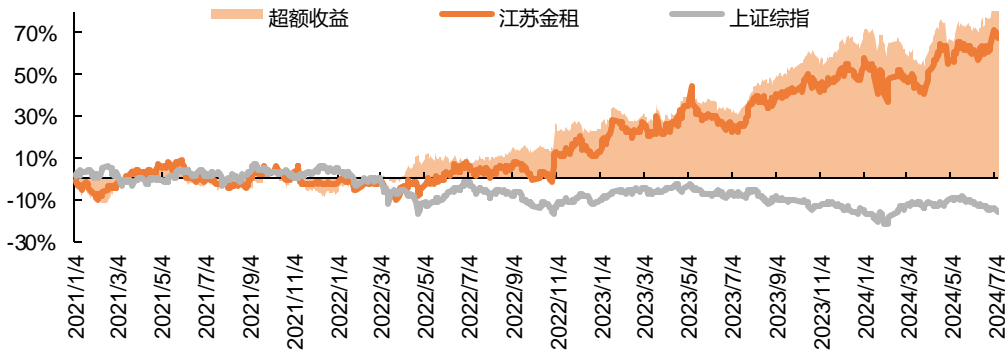
图表21 江苏金租与可比同业派息率及股息率对比



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所；注：上市银行平均值为银行（申万I）指数成分股现金派息率或股息率算术平均值；股息率（TTM）统计时间2024/7/5

2023 年以来机构关注度抬升，基金持仓规模明显增长。在 2022 年以来权益市场整体波动较大的背景下，受益于持续稳健增长的业绩表现，和稳定的高分红回报，江苏金租市场关注度明显抬升，自 2022Q3 以来公司股价较上证综指实现持续超额收益。机构持仓占比也有明显抬升，据 Wind 统计的基金持仓¹测算，2021、2022、2023 年底基金持仓市值分别为 2.1、8.7、18.8 亿元，在公司同期自由流通市值中占比 4.1%、15.5%、25.8%。主动型基金²关注度在 2023Q3 后明显提升，2024Q1 也保持加仓趋势，据 Wind 主动管理型基金季报披露的十大重仓股测算，2024Q1 末主动型基金重仓江苏金租 4.2 亿元，占公司自由流通市值 4.80%，较 2023Q4 末提升 2.30pct。

图表22 2021 年以来江苏金租行情及超额收益变动

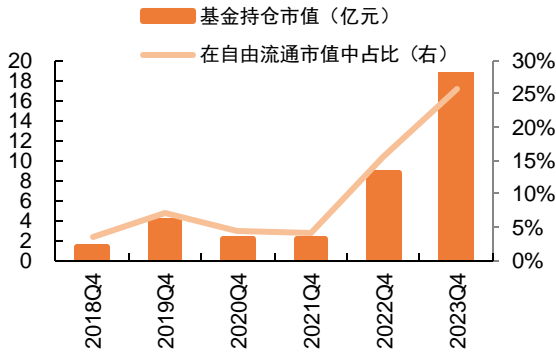


资料来源：Wind，平安证券研究所

¹ 基金持仓数量为 Wind 统计的公开可获得的数据求和(上市公司定期报告披露的十大股东、十大流通股东、基金定期报告披露的重仓股、全部持仓明细)。

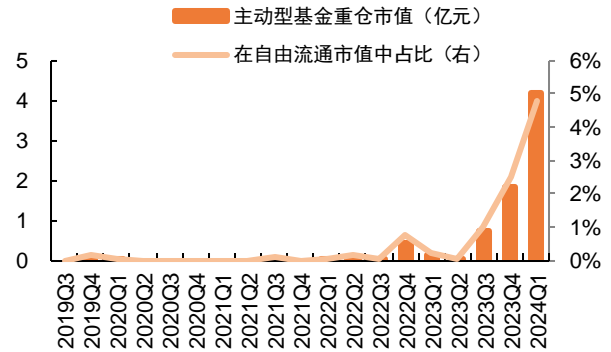
² 主动管理型基金包括普通股股票型、灵活配置型、偏股混合型公募基金。

图表23 江苏金租基金持仓市值变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 江苏金租主动型基金重仓市值变动



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

三、 前瞻性战略及执行力是业绩稳健增长的驱动力

3.1 长期深耕中小微客户，较早开始直租、厂商、科技转型

公司战略清晰、前瞻，长期深耕中小微客户，较早开始业务转型。江苏金租长期以来发展战略清晰，自 2017 年以来经历“转型+增长”、“零售+科技”双领先两个五年计划。公司发展战略具备前瞻性、战略执行力强：

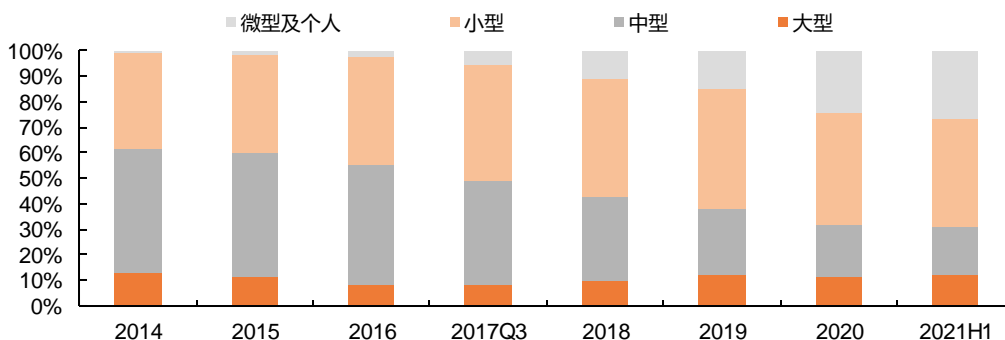
一方面是公司较早开始聚焦中小微、零售客户，充分发挥与银行资金的补位作用，市场空间广阔，与其他大型金租公司也形成差异化竞争路线，过去十年以来公司营收表现、资产规模均维持着双位数的年增长，其中小微、个人客户的占比持续抬升。

另一方面公司较早开始模式转型，一是减少对基建、医疗等传统投放领域的依赖，不断开拓投放新领域，更多关注于清洁能源、高端装备等有成长性或普惠需求更高的领域；二是加快发展厂商租赁、直接租赁，通过合作厂商、经销商触达下游客户，同时厂商租赁以设备为核心，多以直接租赁的方式开展，更符合回归融物本源的监管要求；三是重视科技赋能，打造多个对客户移动端产品矩阵，并通过底层数据收集、处理，实现决策、风控、运营的线上化，提升业务效率。

1) 监管高度重视普惠金融，小微租赁规模高速增长。长期以来，出于小微企业信息不对称、银行信贷资源分配不平衡等原因，中小微企业长期面临融资难问题。近年来监管机构高度关注普惠金融，2023 年 10 月国务院印发《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，明确引导各类银行坚守定位、良性竞争，并发挥其他各类机构补充作用，包括支持金融租赁、融资租赁公司助力小微企业、涉农企业盘活设备资产，推动实现创新升级。中央金融工作会议也明确做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，从顶层设计上凸显普惠金融的重要性。融资租赁作为银行贷款的补充，长期在普惠金融中发挥重要作用，近年来小微租赁规模高速增长。以金融租赁公司为例，据中银协《中国金融租赁行业发展报告（2024）》，2023 年金融租赁公司面向中小微企业新增投放 1.02 万亿元，同比增长 36.07%，2023 年末中小微企业租赁资产余额为 2.03 万亿元，同比增长 9.33%。

江苏金租长期深耕中小微客户，市场空间广阔。金租公司拥有资金成本低、资金来源丰富的优点，以国银金租、招银金租为代表的头部金租公司更偏好于重点投放飞机轮船、仓储物流、基础设施等大型客户，而江苏金租长期专注于中小型客户提供融资租赁综合解决方案，中小型客户投放资金占比在 80%以上。据公司招股说明书，早在 2014 年末公司中小型客户应收融资租赁款总额占比就达到 86.9%。2014 年起，公司与法巴租赁合作成立厂商融资中心，借鉴法巴租赁在欧洲成熟的厂商租赁模式，通过厂商和经销商渠道，积极开拓面向中小微客户的厂商租赁业务。至 2021H1 末，公司应收融资款余额中，小型客户占比 43%、微型&个人客户占比 27%、中型客户占比 19%、大型客户占比 12%，分别较 2014 年末变动+4pct、+26pct、-30pct、-0.4pct。

图表25 江苏金租应收租赁款余额结构（按客户等级）



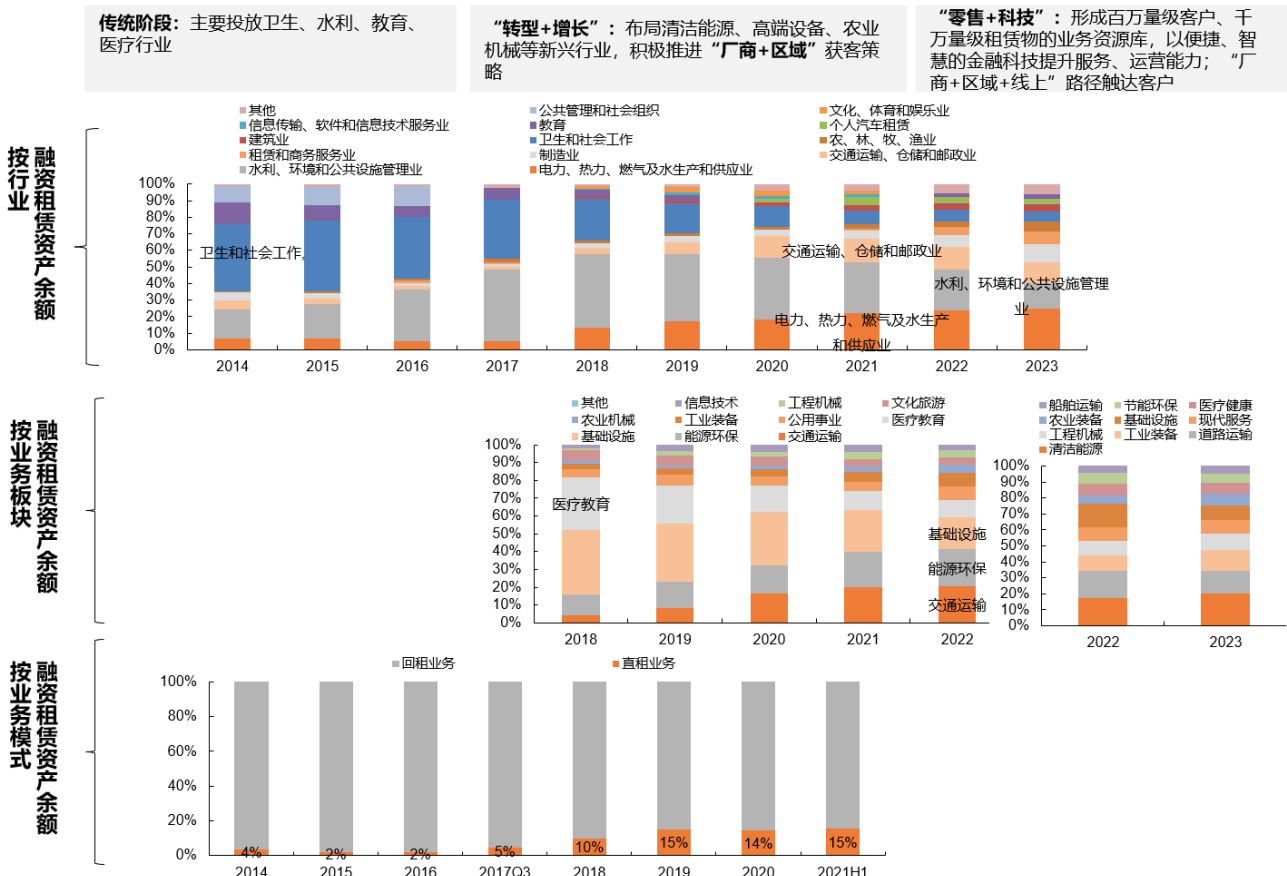
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 公司转型战略清晰，2017年确定“增长+转型”五年计划，重点发展以设备为载体的租赁业务，加快发展直接租赁、厂商租赁。“增长”要求深耕城市公用等高收益率的传统行业，“转型”则要求在清洁能源、高端装备、农业机械、汽车金融等多个新兴市场布局，2018年公司将“增长+转型”战略改为“转型+增长”战略，更突出转型的重要性。同时，公司积极推进“厂商+区域”双线并进的经营策略，厂商线通过合作厂商、经销商触达客户，区域线通过属地团队深耕地方。

从投放资产结构上可以看到两个变化，一是行业分布趋于分散，基础设施、医疗教育等传统优势板块占比逐渐下降，而更偏好于能产生稳定现金流或具有成长性的能源、制造业板块。2023年末，按公司披露的业务板块划分，清洁能源、道路运输、工业装备融资租赁余额占比分别为20%、14%、13%，排名前三；按行业划分，2023年末，电力、热力、燃气及水生产和供应业是第一大资产投放板块，融资租赁资产余额占比25%。二是租赁业务模式的改变，直租业务占比持续提升，2021H1末，直租业务融资租赁余额占比15.5%，较2014年末提升11.8pct；据全景网投资者关系互动平台，2023年直租业务新增投放占比46%。

2022年公司确定“零售+科技”双领先新五年计划，继续加强微型和个人客户的开发，通过金融科技赋能运营处理。获客方面，继续通过“厂商+区域”双线并进策略，并新增“线上”获客渠道，持续丰富合作厂商、经销商，加速整合重组属地团队。同时通过对客APP、智能决策模型等科技手段实现业务和风险管理全流程线上化。公司“大批量+小金额”零售战略已有所成效，据公司公众号文章，2023年内公司投放单笔小于100万的合同数占比86%，存量单笔合同金额105万元。

图表 26 江苏金租经营战略及投放结构（融资租赁余额期末值）



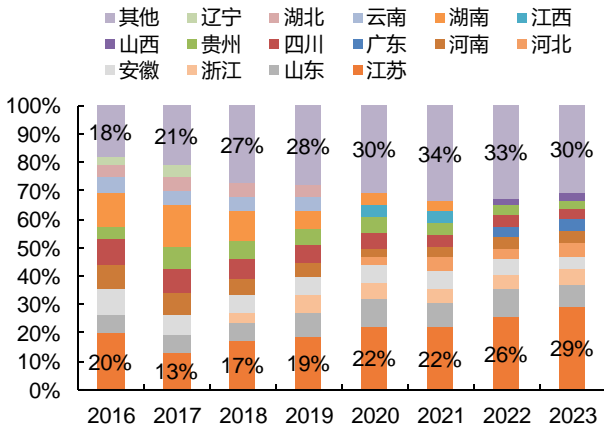
资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：2014-2017Q3 按业务模式划分的统计口径为应收融资租赁款总额，与余额差值项为未实现融资收益；2023 年公司重述业务板块划分口径

3.2 资源、风控、科技筑高公司竞争壁垒

小微租赁具有客户数量多、单均投放金额少、客户信息不对称等问题，要求租赁公司具有高效的业务团队、风控体系、运营流程。江苏金租较早介入小微普惠租赁业务，资源禀赋优异，已在风控、科技等多个方面形成切实可行的运营模式，有望助力公司在小微普惠租赁领域保持竞争优势。具体来看：

1) 资源：“厂商+区域”获客渠道资源禀赋优异。①区域租赁：江苏区域资源禀赋优势明显，属地化团队持续优化布局。公司控股股东为江苏国资委旗下子公司，高管也长期深耕江苏，对于江苏区域的企业、个人需求了解，江苏地区领先的经济水平、中小微企业资源也成为江苏金租优质的成长土壤。从投放资金的区域结构来看，江苏金租在江苏省的资金投放比例持续增长，而其余地区的投放趋于分散化、均衡化，2023 年末融资租赁资产余额中江苏省占比 29.2%，较 2016 年提升 9.5pct，除前十大区域外的其他地区投放占比 30.5%，也较 2016 年提升 12.1pct。同时江苏金租也不断优化区域团队架构，在江苏区域先后组建南京、苏州、无锡、南通小微业务团队，通过“话访”“陌拜”“走街串巷”等方式，密集拜访地方工业园区、高新区，通过属地化团队下沉到县区、园区；2023 年公司将更多资源配置到区域小微团队，将苏州、苏中区域小微团队整合为小企业金融部，进一步优化配置。

图表27 江苏金租融资融券余额结构（按区域划分）



资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：每年仅统计前十大区域和其他区域

图表28 江苏金租区域队伍布局变动

2018: 公司优选经济发达区域，通过建立**属地化团队**，打造稳定的直销模式，重点服务当地企业客群。

2020: 进一步增加人员配置，深耕**苏南、苏中小微市场**，重点挖掘**医药器械、防疫物资生产**等领域的小微企业金融需求，业务投放规模同比增长超47%。

2021: 新设**无锡、南通**属地服务团队，区域线业务投放规模同比增幅超60%

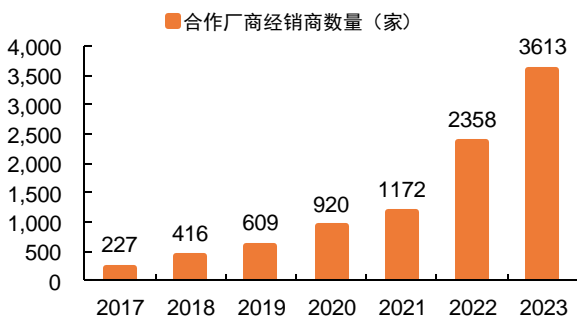
2022: 在**苏南、苏中**地区设立属地化业务团队，形成了稳定的直销网络，更便捷服务当地中小微制造企业。

2023: **整合苏州、苏中团队**，设立小企业金融部；建立战略大客户、小微客户、厂商经销商专属直销团队，各团队通过网格化分工体系开展**名单制电话营销**，更便捷地服务当地中小微制造企业。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

②**厂商租赁**：不断拓展厂商、经销商合作关系网络，合作方超 3000 家。厂商租赁是指融资租赁公司与设备厂商（经销商）结成战略合作关系，厂商（经销商）通过自身的销售渠道向出租人推荐设备购买方，融资租赁公司审核通过后，由融资租赁公司支付设备价款，并向设备购买方提供融资租赁，厂商为租赁项目提供某种形式的担保或设备回购承诺。厂商租赁模式下，厂商（经销商）通过自身的销售网点、销售渠道为租赁商推荐垂直需求客户，租赁商获客效率更高。厂商租赁也围绕租赁物，主要以直租的形式展开。此外，部分厂商租赁项目中厂商可提供设备维护、回收、回购担保等，在租赁物管理、租赁风险控制等方面发挥积极作用。江苏金租 2014 年引入法巴租赁股东，吸收其先进的厂商租赁经验和合作厂商资源，近年来江苏金租不断丰富合作厂商、经销商，与飞利浦、海德堡、凯斯、中国重汽、联影医疗、天合光能等厂商、经销商建立合作关系，2023 年末合作厂商（经销商）数量达到 3613 家。

图表29 江苏金租合作厂商经销商数量



资料来源：公司公告，公司公众号，平安证券研究所

图表30 江苏金租厂商渠道布局变动

2019: 一是深化现有厂商合作，与凯斯、思科等行业龙头企业探索品牌联合、利益共享、风险共担的营销机制，建立更加紧密的伙伴关系。二是持续强化渠道建设，严格厂商、经销商准入，优选细分领域领军品牌企业，**新增戴尔、安捷伦、丰田、长虹、同方**等国内外一线厂商及其**经销商193家**，同比增长46%，合作厂商经销商数量保持连年攀升

2020: 公司与凯斯、克拉斯、卓郎、海德堡、戴尔、飞利浦、索尼、中国重汽、国家电投等600多家龙头厂商及其经销商建立了广泛深入的合作关系，依托双方优势，充分整合资源，精准触达优质终端客户。

2021: 公司与飞利浦、海德堡、凯斯、中国重汽、联影医疗、天合光能等千余家龙头厂商及其经销商建立了深入的合作关系，依托双方优势，充分整合资源，精准触达优质终端客户。加强国际厂商合作力度。全年新增美国爱齐科技、德国海瑞克、瑞典安迈、日本日工等多家国际知名合作厂商，相关细分领域的行业竞争力不断提升。

2023: **与3000多家厂商经销商**建立了深入的合作关系，快速触达优质终端客户；提高龙头厂商合作层级，优化厂商经销商管理机制。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 风控：风险分散化+厂商三位一体风控体系，共同筑牢资产质量。①**分散化资金投放带来的风险天然对冲**：小微零售租赁客户多为中小微企业和个人，存在难以消除的信息不对称问题，同时也存在单客投放小、客户数量多的特点，因此租赁商在尽可能标准化、细致化租金投放、租后管理、压力测试等流程的基础上，主要通过控制单客授信规模、分散行业客群、区域客群的方式分散资产配置、分散风险效益。近年来江苏金租一直致力于做强重点市场，同时稳步开拓新细分市场，目前已形成“清洁能源、高端装备、交通运输”三大百亿板块领跑、众多细分行业协同的“3+N”业务格局，覆盖细分行业数量从2019

年的 50 多个增长至 2023 年的 80 多个。

图表 31 江苏金租持续丰富细分行业覆盖面



资料来源：公司公告，平安证券研究所

②利用合作厂商（经销商）在设备处理等方面的优势控制风险：厂商具有设备监控、分担风险的功能，公司围绕租赁物，与厂商共同组建“租赁物+承租人+厂商”三位一体风险防控体系。一方面，厂商经销商具有设备处理和销售的专业经验，协同江苏金租建立租赁物监控、售后维护、远程锁机、拆卸运输、回收翻新、二次销售等风险预警和处置机制，以专业能力化解风险。另一方面，部分厂商经销商也会为承租人附加担保、回购承诺等增信措施，与江苏金租实现风险共担。

3) 科技：科技全方位赋能获客、运营、风控。小微零售租赁客户、合同、设备数量均多，管理难度大，据公司公众号文章，2023 年江苏金租存量客户数超 10 万人，设备数量超 800 万台，同时零售客户对于业务效率要求更高，因此传统租赁业务线下尽调、协调、合同等运营流程难以适应小微零售租赁业务要求，通过技术手段将服务、审批、风控等线上化、标准化并降低业务成本是必然趋势。江苏金租在金融科技赋能租赁主业的实践中已积累一定的技术与经验优势。对客方面，2022 年公司“零售+科技”双领先战略中将线上路径作为第三大获客路径，近年来公司也持续打造线上化金融服务生态，开发乐租系列互金产品，包括服务于区域营销的“掌乐租”APP，服务于经销商的“Hi 乐租”APP。审批及风控方面，公司搭建了共享数据平台和智能风控体系，“烽火”监控预警系统可 7*24 小时持续监测，智能决策模型可实现批量化处理，可实现标准类零售小单业务 7x24 小时不间断秒级审批。

图表32 江苏金租金融科技赋能获客、运营、风控



资料来源：公司公众号文章，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对于江苏金租的未来盈利预测主要基于以下假设：

1) 融资租赁资产保持稳健增长：公司收入主要是融资租赁的利息净收入，挂钩融资租赁资产规模与净利差。考虑到近两年来公司融资租赁资产余额均保持 10%左右的稳健增长，2024Q1 公司融资租赁余额同比增长 9.6%，考虑到公司在小微零售租赁、“3+n”行业布局方面已有的竞争优势，假设未来三年公司融资租赁资产余额仍可保持 10%的同比增速增长。

2) 负债端成本下行更快，预计净利差小幅上行：考虑到在政策指引下，普惠金融赛道竞争者增多，同时货币政策稳健、实体经济融资成本整体下行，假设未来三年公司资产端融资租赁收益率小幅下行，而负债端融资以拆借资金为主，久期更短，预计成本下行更快，假设未来三年公司净利差较 2023 年小幅上行，净利差（测算）分别为 3.80%、3.80%、3.78%（2022、2023 年为 3.70%、3.76%）。

3) 资产质量保持稳健，增员及折旧下管理费略有抬升：2024Q1 公司拨备覆盖率（披露）441.8%、拨备率（披露）4.03%，均保持较高水平，不良率 0.91%，与 2023 年末持平，测算关注率 3.25%，较上年末下滑 0.25pct，资产质量稳健优异、减值计提压力较小，假设未来三年公司不良率保持在 0.91%，拨备率略有下行，预计信用减值损失在营业收入中占比在 15%-16%左右。费用方面，假设职工人数未来三年保持 10%左右增长，同时固定资产增多带来折旧提升，预计未来三年成本收入比略有提升至 10%-11%左右。

基于以上假设，预计未来三年公司营业收入分别为 51.3、56.5、61.7 亿元，对应同比增速分别为 7.1%、10.1%、9.3%；净利润分别为 28.4、30.6、33.5 亿元，对应同比增速为 6.8%、7.9%、9.3%。

图表33 江苏金租主要指标假设与预测结果

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
融资租赁资产余额（亿元）	937	1040	1141	1255	1381	1519
计息负债余额（亿元）	741	847	938	1036	1145	1265
融资租赁收益率（测算）	7.52%	6.93%	6.82%	6.77%	6.72%	6.70%
计息负债成本率（测算）	3.88%	3.22%	3.05%	2.97%	2.91%	2.91%
净利差（测算）	3.63%	3.70%	3.76%	3.80%	3.80%	3.78%
净利差（披露）	3.47%	3.52%	3.61%	-	-	-
利息净收入（亿元）	35.91	41.47	48.00	51.75	56.71	61.94
营业收入（亿元）	39.41	43.46	47.87	51.28	56.47	61.73
YoY	5.00%	10.29%	10.14%	7.14%	10.11%	9.32%
不良率	0.96%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%
拨备覆盖率（测算）	461.43%	453.37%	441.74%	441.74%	436.26%	430.78%
拨备覆盖率（披露）	431.97%	457.10%	448.39%	-	-	-
信用减值损失（亿元）	8.03	6.76	7.05	7.59	8.89	9.72
业务及管理费（亿元）	3.57	4.28	4.98	5.31	6.07	6.63
净利润（亿元）	20.72	24.12	26.60	28.40	30.65	33.51
YoY	10.40%	16.36%	10.30%	6.78%	7.89%	9.34%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 投资建议

江苏金租作为国内代表金融租赁公司，长期深耕小微零售租赁业务，业绩保持稳健增长，分红率维持高位，共同带来稳定股东回报。公司稳健增长的业绩主要来自于前瞻性、差异化的“转型+增长”、“零售+科技”、“厂商+区域”战略：1) 公司持续开拓中小微、个人客户，符合普惠金融和融物本源的监管导向，江苏省发达的中小微企业资源和公司江苏省国资背景，以及公司不断丰富合作厂商（经销商）网络保障获客及投放规模的稳健增长；2) 公司覆盖超 80 个细分行业，并围绕厂商及设备建立起“租赁物+承租人+厂商”三位一体风险防控体系，有效分散风险，资产端质量优越；3) 负债端以拆入资金为主，在市场流动性稳定充裕的背景下，净利差稳中有升。江苏金租自上市以来也注重股东回报，ROE 维持在 15% 左右、领先同业，分红率在 50% 左右、股息率超 6%，投资价值凸现。

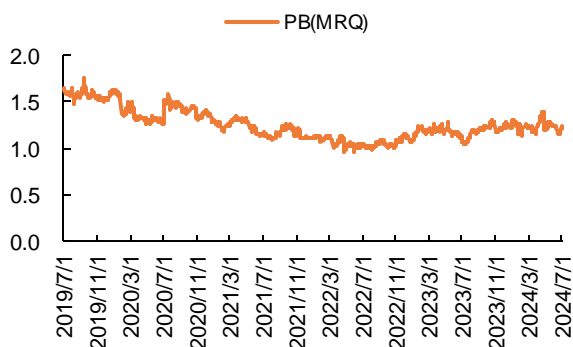
公司作为 A 股唯一上市金融租赁公司，缺少可比标的，我们选择 A 股多元金融板块有租赁子公司的标的的新力金融（德润融资租赁）、越秀资本（越秀租赁）、中油资本（昆仑金租）、渤海租赁为可比公司，截至 2024 年 7 月 15 日，江苏金租 PB（2024E）为 1.17 倍，低于四家可比公司平均水平和公司过去五年 PB（MRQ）均值（约 1.25x）；但公司股息率（TTM）达 6.13%，明显高于可比公司，也高于公司过去五年股息率（TTM）均值（约 5.1%）。考虑到公司已在小微零售租赁中构建较高的竞争壁垒，市场流动性整体保持稳定充裕，看好公司后续业绩保持稳健增长；近期公司发布 2024 年度“提质增效重回报”行动方案，要求保持分红可预期性、坚持积极回报投资者，公司高股息属性有望延续，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表34 江苏金租可比公司估值表

	EPS (元)				PB				股息率(TTM) (%)
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024/7/15
新力金融	0.06	-	-	-	3.00	2.96	2.96	2.96	0.00
越秀资本	0.48	0.45	0.48	0.51	0.87	0.82	0.77	0.73	3.43
中油资本	0.39	0.47	0.50	0.56	0.68	0.64	0.62	0.59	2.18
渤海租赁	0.21	0.25	0.29	0.33	0.54	0.51	0.48	0.45	0.00
均值					1.27	1.23	1.21	1.18	1.40
江苏金租	0.61	0.65	0.70	0.77	1.30	1.17	1.09	1.01	6.13

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所; 注: 可比公司 2024 年预期 EPS、BVPS 为 Wind 一致预期, 统计日期为 2024 年 7 月 15 日, 无 Wind 一致预期的可比公司, 采用当日 PB (MRQ)

图表35 江苏金租历史 PB (MRQ)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 江苏金租历史股息率 (TTM)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- 1) 金融监管政策超预期收紧。**行业监管政策的超预期收紧可能会影响公司展业;
- 2) 宏观经济环境波动影响下游需求。**公司主营业务为融资租赁, 依赖下游客户需求, 若国内宏观经济超预期下行, 将影响生息资产投放等;
- 3) 生息资产收益率超预期下行或融资成本率超预期上行。**公司融资租赁收益表现受生息资产收益率、计息负债成本率影响, 若资金投放竞争空前加剧、公司融资成本大幅上行等情况下, 相关利率大幅波动会对盈利能力产生不利影响;
- 4) 客户信用风险上升或资产质量超预期波动。**公司客户主要为多个细分市场的中小微、个人客户, 若宏观经济等内外部环境出现较大系统性风险, 可能会导致资产不良率大幅上升, 可能会影响公司信用减值项和利润表现。
- 5) 公司战略执行不及预期。**2022 年公司确立“零售+科技”双领先战略, “厂商+区域+线上”三大获客路径并行, 若公司相关战略推进不及预期, 例如合作厂商增长不及预期、科技赋能效果不及预期等, 可能对业绩产生较大影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及存放中央银行款项	194	175	184	195
货币资金	4,614	4,490	4,717	5,003
拆出资金	999	1,049	1,101	1,156
应收租赁款	110,143	121,157	133,273	146,600
预付租赁资产款	443	487	536	590
投资性房地产	110	95	105	115
固定资产	676	1,574	1,732	1,905
无形资产	79	74	74	74
递延所得税资产	1,040	1,111	1,199	1,311
其他资产	1,620	1,701	1,786	1,875
资产总计	119,920	131,917	144,709	158,827
短期借款	2,627	2,855	3,155	3,486
拆入资金	74,699	80,867	89,358	98,741
应付款项	2,807	2,948	3,095	3,250
长期借款	5,015	5,450	6,022	6,654
应付债券	12,227	15,334	16,945	18,724
其他负债	4,156	4,364	4,583	4,812
负债合计	102,071	112,356	123,695	136,204
股本	4,250	4,370	4,370	4,370
其他权益工具	325	301	301	301
资本公积	3,297	3,566	3,566	3,566
盈余公积	1,461	1,745	2,051	2,386
一般风险准备	1,814	1,996	2,195	2,415
未分配利润	6,721	7,603	8,551	9,585
股东权益合计	17,849	19,561	21,014	22,623

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,787	5,128	5,647	6,173
利息收入	7,524	8,208	8,953	9,816
利息支出	2,724	2,930	3,179	3,513
利息净收入	4,800	5,175	5,671	6,194
手续费及佣金净收入	-111	-111	-111	-111
经营租赁收入	24	56	80	89
营业支出	1,245	1,343	1,562	1,707
业务及管理费	498	531	607	663
信用减值损失	705	759	889	972
经营租赁成本	19	29	42	46
利润总额	3543	3787	4086	4468
所得税费用	883	947	1022	1117
净利润	2660	2840	3065	3351

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (摊薄/元)	0.61	0.65	0.70	0.77
BVPs (摊薄/元)	4.02	4.48	4.81	5.18
归母净利润增速(%)	10.3	6.8	7.9	9.3
净利润率(%)	55.6	55.4	54.3	54.3
ROE(%)	15.7	15.2	15.1	15.4
PE	8.6	8.0	7.4	6.8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层