

盈利能力提升+风控稳健，厂商+区域双线模式优势凸显

——江苏金租 2022 年&1Q2023 业绩点评

核心观点

- **业绩保持双位数增长，ROA 及 ROE 稳中有升领先头部阵营。** 1) 公司 2022 年实现营业收入 43.5 亿元，+10.29%yoy，实现归母净利润 24.1 亿元，+16.4%yoy。公司 1Q23 实现营业收入 12.11 亿元，+13.0%yoy，实现归母净利润 6.80 亿元，+10.4%yoy。2) 公司 2022 年实现 ROA2.32%（千亿级金租第一），ROE15.89%（千亿级金租第二）；1Q23 实现年化 ROA2.44%，ROE16.68%，保持稳中有升态势。3) 公司 2022 年/1Q23 实现利息净收入 41.5/12.0 亿元，+15.5%/+19.0%yoy。
- **22 年公司资产增速略有放缓，租赁资产收益率有所下滑，23 年扩表有望提速。** 1) 截至 22 年末应收融资租赁款余额达 1040 亿元，+11.0%yoy，增速较 20/21 年有所放缓。2) 22 年宏观形势错综复杂之下，公司加大对清洁能源/汽车金融等赛道的投入，由于这些赛道相对拥挤影响公司定价水平，我们测算公司 22 年加权平均租赁资产收益率为 6.93%，较 21 年 7.52%下滑近 60bp。3) 截至 1Q23 应收租赁款（季报未披露融资租赁款余额口径）增至 1070 亿元，较年初+6.56%，我们预计 23 年公司扩表有望明显提速。
- **资产质量较高且稳定，净利差进一步扩大。** 1) 22 年末，公司融资租赁资产不良率为 0.91%，-5bp yoy，拨备覆盖率达 457%，+25pct yoy；1Q23 末公司不良率及拨备覆盖率分别为 0.92%/445%，整体来看，公司资产质量较高且稳中有升。2) 22 年公司租赁业务净利差达 3.52%，+5bp yoy，1Q23 进一步提升至 3.76%；3) 厂商+区域双线模式优势凸显，在控风险的基础上为公司提升盈利能力奠定基础。3) 不过值得关注的是，22 年末，30 天以上逾期率达到 1.41%，较 21 年提升 46bp。截至 2022 年末，存量合同数增至 12.5 万笔，其中 99%是中小微客户，单均金额 100 万元以下。考虑到公司聚焦中小客群，我们应当持续关注客户资金回笼情况。1Q23 公司计提信用减值损失 1.90 亿元，+29.2% yoy，对净利润增速形成一定拖累。

盈利预测与投资建议

- 根据最新财报调整收益率等，将 23-24 年 BVPS 预测由 6.02/6.78 元调整至 5.98/6.73 元，新增 25 年预测值 7.57 元。参考可比公司估值，给予公司 2023 年 1.20xPB，上调目标价至 7.18 元，维持公司增持评级。

风险提示

- 资产扩张不及预期；资产质量下行风险；利差收窄风险；新兴产业发展不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,941	4,346	4,982	5,793	6,543
同比增长(%)	5.00%	10.29%	14.64%	16.27%	12.95%
营业利润(百万元)	2,765	3,219	3,836	4,610	5,291
同比增长(%)	10.38%	16.40%	19.17%	20.17%	14.78%
归属母公司净利润(百万元)	2,072	2,412	2,876	3,457	3,967
同比增长(%)	10.40%	16.36%	19.27%	20.18%	14.75%
每股收益(元, 摊薄)	0.69	0.81	0.96	1.16	1.33
每股净资产(元)	4.87	5.39	5.98	6.73	7.57
总资产收益率	2.30%	2.32%	2.47%	2.60%	2.63%
净资产收益率	15.04%	15.74%	16.94%	18.20%	18.56%
市盈率	9.31	8.00	6.71	5.58	4.86
市净率	1.33	1.20	1.08	0.96	0.85

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

增持（维持）

股价（2023年04月24日）	6.46 元
目标价格	7.18 元
52 周最高价/最低价	6.61/4.39 元
总股本/流通 A 股（万股）	298,703/296,727
A 股市值（百万元）	19,296
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.36	4.86	3.77	34.29
相对表现	7.38	5.96	8.53	35.05
沪深 300	-4.02	-1.1	-4.76	-0.76



证券分析师

孙嘉庚 021-63325888*7041
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080006
香港证监会牌照：BSW114

相关报告

“厂商区域”双线模式+聚焦高价值率中小客群，稀缺金租构筑独特护城河：——江苏租赁首次覆盖报告 2022-11-24

表 1：江苏金租可比公司估值表

股票代码	可比公司	最新股价	每股净资产（元）					市净率			
		2023/4/24	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600036	招商银行	34.50	34.05	37.49	38.03	43.18	1.01	0.92	0.91	0.80	
002142	宁波银行	27.06	22.62	25.38	27.08	31.37	1.20	1.07	1.00	0.86	
601128	常熟银行	7.76	7.22	8.24	9.16	10.37	1.07	0.94	0.85	0.75	
603300	华铁应急	8.59	2.67	3.30	3.88	4.67	3.22	2.61	2.21	1.84	
	平均值						1.60	1.40	1.20	1.10	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) **资产扩张不及预期**：受客观经济环境影响或主观扩张意愿的影响，公司融资租赁业务规模扩张不及预期；
- 2) **资产质量下行风险**：宏观经济复苏或疫情防控进展低于预期，致使实体企业尤其中小客群违约风险增加，进而拖累资产质量下行、减值计提增多；
- 3) **利差收窄风险**：受货币政策、整体利率环境或资金供求状况的影响，公司资产端利率超预期下行或负债端利率超预期上行，致使利差收窄；
- 4) **新兴产业发展不及预期**：新兴产业景气度超预期下行，致使公司相关产业资产增速不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及货币资金	2,847	3,703	4,766	4,869	6,957	成长能力					
拆出资金	2,831	1,799	2,159	2,263	2,074	营业收入	5.0%	10.3%	14.6%	16.3%	12.9%
应收租赁款	90,729	100,400	114,038	130,252	147,417	利息净收入	8.4%	15.5%	15.9%	17.0%	13.4%
应收款项	9	1	15	10	8	利息收入	16.0%	9.0%	13.9%	14.7%	14.6%
固定资产	528	666	633	826	854	手续费及佣金净收入	-13.0%	-54.5%	0.7%	-3.8%	-1.1%
无形资产	52	66	69	73	77	手续费及佣金收入	-15.6%	-50.3%	-5.0%	-3.0%	-1.0%
递延所得税资产	820	911	1,070	1,234	1,368	管理费用	16.5%	19.9%	9.8%	15.0%	9.7%
投资性房地产	141	135	142	149	157	信用减值损失	-13.7%	-15.8%	-1.7%	-5.2%	2.4%
其他资产	1,351	1,310	1,441	1,585	1,744	营业利润	10.4%	16.4%	19.2%	20.2%	14.8%
资产总计	99,307	108,992	124,334	141,261	160,656	利润总额	10.4%	16.3%	19.3%	20.2%	14.8%
借款	5,940	7,403	9,736	11,429	13,667	净利润	10.4%	16.4%	19.3%	20.2%	14.8%
拆入资金	56,399	64,180	72,777	83,586	96,012	归母净利润	10.4%	16.4%	19.3%	20.2%	14.8%
交易性金融负债	0	0	0	0	0	资产分布					
应付职工薪酬	220	222	233	245	257	现金/总资产	2.9%	3.4%	3.8%	3.4%	4.3%
应交税费	345	295	309	325	341	拆出资金/总资产	2.9%	1.7%	1.7%	1.6%	1.3%
应付款项	2,443	1,709	2,278	2,313	2,186	应收租赁款/总资产	91.4%	92.1%	91.7%	92.2%	91.8%
应付债券	12,709	13,860	15,246	16,770	18,447	递延所得税/总资产	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
其他负债	6,700	5,353	5,888	6,477	7,125	其他资产/净资产	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
负债合计	84,755	93,022	106,468	121,144	138,035	收入分布					
股本	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987	利息净收入	91.1%	95.4%	96.5%	97.1%	97.4%
其它权益工具	343	342	342	342	342	利息收入	156.2%	154.3%	153.3%	151.2%	153.4%
资本公积金	4,289	4,300	4,386	4,473	4,563	利息支出	-65.0%	-58.9%	-56.8%	-54.1%	-55.9%
减: 库存股	98	59	59	59	59	手续费及佣金净收入	9.5%	3.9%	3.4%	2.9%	2.5%
盈余公积金	970	1,204	1,483	1,819	2,204	手续费及佣金收入	10.6%	4.8%	4.0%	3.3%	2.9%
未分配利润	4,595	5,574	6,805	8,411	10,184	手续费及佣金支出	-1.1%	-0.9%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
一般风险准备	1,466	1,620	1,804	2,024	2,277	净利润驱动指标					
所有者权益合计	14,552	16,089	17,866	20,116	22,620	融资租赁余额增速	16.72%	11.04%	13.04%	14.35%	0.00%
负债及股东权益总计	99,307	109,110	124,334	141,261	160,656	融资租赁业务费率	7.52%	6.93%	7.00%	7.03%	0.00%
						有息负债/租赁余额	80.13%	82.15%	83.15%	83.15%	0.00%
						拆入资金/有息负债	75.15%	75.11%	74.45%	74.77%	0.00%
						有息负债融资成本	3.84%	3.19%	3.09%	2.99%	0.00%
						手续费支出/收入	10.41%	17.84%	12.88%	13.57%	0.00%
						管理费用率	9.05%	9.84%	9.42%	9.32%	0.00%
						减值损失/平均余额	0.92%	0.68%	0.60%	0.50%	0.00%
						有效所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
						归母净利润增速	10.4%	16.4%	19.3%	20.2%	14.8%
						获利能力					
						营业利润率	70.17%	74.06%	77.00%	79.57%	80.86%
						净利率	52.6%	55.5%	57.7%	59.7%	60.6%
						ROA	2.3%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%
						ROE	15.04%	15.74%	16.94%	18.20%	18.56%
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.69	0.81	0.96	1.16	1.33
						每股净资产	4.87	5.39	5.98	6.73	7.57
						估值比率					
						市盈率	9.31	8.00	6.71	5.58	4.86
						市净率	1.33	1.20	1.08	0.96	0.85

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。