

公司研究/首次覆盖

2020年07月13日

非银行金融/其他金融服务 II

投资评级: 买入 (首次评级)

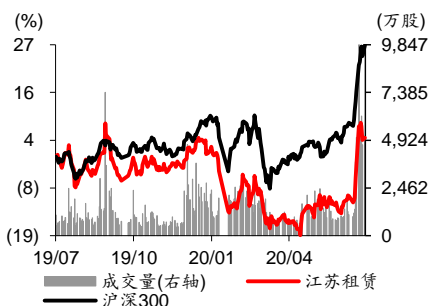
当前价格(元): 6.09
合理价格区间(元): 7.06~7.94

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

聚焦中小, 精耕细作

江苏租赁(600901)

核心观点

公司引入多元战略股东支持业务协同, 近三年逾 40% 的分红率给予股东长期投资信心, 同时稳健的管理团队勾勒未来战略蓝图, 股权激励也有效激发员工活力, 构筑长期竞争力。在政策引导下我国租赁行业仍有较大发展空间, 公司在资产端议价权逐步显现, 助力净利差稳中有升, 此外在资产端面向小微企业分散配置, 有效控制风险。我们预计 2020-22 年 EPS 分别为 0.64、0.76、0.89 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

多元股东资源支持业务协同, 稳健管理团队勾勒战略蓝图

公司由江苏国资委实际控制, 同时引入国际金融公司和法巴租赁等国际资本在内的战略投资者, 以实现较低的资金成本和的业务协同, 近三年逾 40% 的分红率也坚定了股东长期投资信心。同时, 高管在司平均任职年限长达 20 年, 长期稳定的管理团队勾勒出未来发展的战略蓝图。几乎全员本科的人才梯队完善, 且积极推进薪酬体系改革, 激活员工动能。此外, 覆盖近半数员工的股权激励计划, 将员工利益与公司长期发展深度结合, 构筑公司长期竞争力。

政策推进行业回归本源, 小微细分领域赛道优质

我国融资租赁行业经历探索与调控、恢复发展、快速增长时期, 目前处于阶段性调整时期。目前融资租赁行业呈三分格局, 其中金融租赁监管严格, 但我国租赁行业渗透率仅为 7% (2018 年数据), 与英美等发达国家相比仍存在较大发展空间。政策层面正逐步引导租赁行业回归本源, 服务实体经济; 银保监会落地业务监管办法, 行业整体规模或有所承压, 而中小微企业赛道优质, 租赁公司与细分行业龙头企业合作空间广阔。

资产端议价权助力净利差稳健, 小微分散配置有效控制风险

公司多区域布局向全国辐射, 通过厂商租赁模式快速开辟新兴行业, 专注中小微企业实现投资下沉, 利用金融科技助力业务拓展, 提升经营效率。公司 20Q1 净利差达 4.24%, 在长端利率下行趋势下保持净利差相对稳健, 主要系资产端议价权赋予其的竞争优势。此外, 面向中小微企业分散配置的商业模式助力公司有效控制资产端风险, 并打造“租赁物+承租人+厂商”三位一体的风险防控体系, 不良率持续优于其他同业, 使得其盈利能力和抗风险能力表现突出。

稀缺金融租赁标的, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.64、0.76、0.89 元, BPS 分别为 4.41、4.88、5.43 元。租赁业务为重资本业务, 采用 PB 估值法, 可比上市公司 2020 年平均 PB 估值为 1.55x。由于公司为金融租赁行业龙头企业, 中小微转型带来一定的估值中枢溢价, 给予其 2020 年预期 PB 估值为 1.6x-1.8x, 目标价格区间为 7.06-7.94 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 利率波动风险、不良率上升风险、市场需求下降风险、监管政策不确定性。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,987
流通 A 股 (百万股)	1,791
52 周内股价区间 (元)	4.94-6.58
总市值 (百万元)	18,189
总资产 (百万元)	71,977
每股净资产 (元)	4.12

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,437	3,066	3,636	4,296	5,067
+/-%	25.42	25.82	18.61	18.15	17.95
归属母公司净利润 (百万元)	1,251	1,583	1,914	2,262	2,669
+/-%	23.79	26.56	20.90	18.18	17.98
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.53	0.64	0.76	0.89
PE (倍)	14.47	11.79	9.95	8.44	7.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
多元股东资源支持业务协同，稳健管理团队勾勒战略蓝图	5
股权结构多元化，充分寻求业务协同	5
管理团队长期稳定，引领长期战略落地	5
人才梯队完善夯实基础，股权激励激活发展动力	6
政策推进行业回归本源，小微细分领域赛道优质	8
行业进入阶段性调整，整体呈现三分格局	8
政策推进租赁回归本源，短期行业规模或有所承压	10
中小微业务赛道优质，细分龙头合作空间广阔	11
资产端议价权助力净利差稳健，小微分散配置有效控制风险	12
前端客群切入：贯彻中小微战略，厂商模式助力业务拓展	12
中端运营管理：金融科技赋能，提升经营效率	13
后端风险控制：与细分龙头分散合作，有效控制资产风险	15
盈利预测与估值	17
PE/PB - Bands	18
风险提示	18
盈利预测表	19

图表目录

图表 1： 2019 年公司股权结构	5
图表 2： 江苏租赁高管概况（截至 2019 年末）	6
图表 3： 2019 年员工学历结构	6
图表 4： 公司股权激励概况	7
图表 5： 江苏租赁、江苏省以及南京市金融从业人员人均薪酬对比	7
图表 6： 江苏租赁人均创收、人均创利（人均净利润）、人均应收融资租赁贷款余额	7
图表 7： 1981 年至今融资租赁行业发展阶段	8
图表 8： 2007-2019 融资租赁行业企业数、合同余额及注册资金	8
图表 9： 2007-2019 融资租赁行业企业数、合同余额及注册资金同比增速	8
图表 10： 金融、外资、内资租赁公司对比	9
图表 11： 2007-2019 融资租赁行业企业类型结构	9
图表 12： 2007-2019 融资租赁合同余额结构	9
图表 13： 2007-2019 融资租赁注册资金结构	9
图表 14： 中国与其他国家租赁市场渗透率对比	10
图表 15： 融资租赁行业支持实体经济的相关政策	10
图表 16： 《融资租赁公司监督管理暂行办法》核心内容	11
图表 17： 按规模划分企业总资产规模（万亿元）	11

图表 18: 按企业规模划分主要金融机构人民币贷款余额同比增速	11
图表 19: 江苏租赁融资租赁业务收入按照主要地区分类	12
图表 20: 新兴行业占公司营收比重增长迅速	12
图表 21: 公司新兴行业营收增长情况	12
图表 22: 2019 年融资租赁业务收入各行业、各地区占比	13
图表 23: 公司合作厂商及经销商数量变化	13
图表 24: 江苏租赁近年厂商新增投放合同数	13
图表 25: 公司取得牌照时间线一览	14
图表 26: 江苏租赁成本收入比变化	14
图表 27: 江苏租赁与其他上市租赁公司净利差比较	14
图表 28: 部分租赁公司不良融资资产率变化	15
图表 29: 专注中小微业务的银行与大行不良率对比	15
图表 30: 江苏租赁资产质量与抗风险能力相关指标变化	16
图表 31: 以净资产排序的前十大金融租赁公司 (2019 年)	16
图表 32: 以 ROE 排序的前十大金融租赁公司 (2019 年)	16
图表 33: 江苏租赁核心盈利预测指标假设	17
图表 34: 上市租赁公司估值表 (截至 2020 年 7 月 10 日)	17
图表 35: 江苏租赁历史 PE-Bands	18
图表 36: 江苏租赁历史 PB-Bands	18
图表 37: 报告提及公司信息一览表	18

核心观点

公司作为 A 股稀缺金融租赁标的，具有独特的业务优势。在管理机制上具有前瞻性，引入国际资本实现业务协同，稳定的高管团队助力转型落地；在经营效能上具有较强的盈利能力，通过给予股东充分回报以促进长期投资信心；在行业赛道上实现错位竞争，通过分散化配置实现风险的有效控制。

公司治理机制完善，助力中长期战略落地。公司管理层长期稳定，平均在司任职超过 20 年，且拥有前瞻的战略眼光和理念，优异的管理水平助力公司中长期转型战略落地。在业务布局上，公司专注中小微业务，积累长期竞争壁垒，反映的是管理层的毅力与能力。公司员工资质优异，人均创利保持稳定，人均薪酬高于社会平均，运营效能不断提升。此外，公司推进股权激励计划，高管与核心管理人员持股，形成完善的激励机制，激活长期发展动能。

盈利能力强，分红水平高，给予股东较高的投资回报。公司经营效能不断提升，体现在净利差的边际提升与成本收入比的边际改善，使得公司盈利能力不断增强。2017-2019 年公司归母净利润复合增长率 25.2%，分红率分别为 35.5%、47.8%、45.3%，盈利能力强叠加分红率较高，给予股东较高的投资回报率。以 7 月 10 日的收盘价计算，公司股息率约为 3.96%，兼顾稳健与成长双重属性。

分散化配置叠加对细分行业理解，有效控制资产风险。公司与大型银行系金融租赁公司错位竞争，与细分行业龙头建立合作，多区域布局向全国辐射，业务重心由传统产业向新兴产业切换，滚动式拓展扩大覆盖面。并通过厂商租赁模式快速开辟新领域，利用金融科技助力业务拓展，提升经营效率。由于面向中小微企业，公司在资产端的议价能力强，在利率波动期能够保持盈利能力的相对稳定。此外，公司分散化的资产配置模式叠加对细分行业的深刻理解，使得其在风险控制方面表现优异，经营较为稳健。

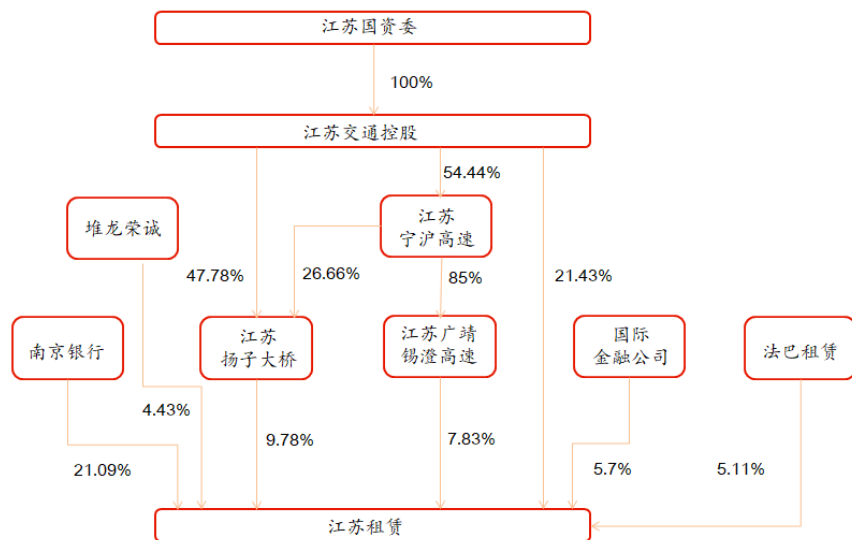
多元股东资源支持业务协同，稳健管理团队勾勒战略蓝图

股权结构多元化，充分寻求业务协同

江苏国资委实际控制，引入国际资本等战略投资者。公司于1985年成立，三十余载锐意革新，目前形成兼顾国际与国内、融合产业与金融的多元化股东结构，构建合规、高效的治理体系，凝聚国际化的战略合力。截至2019年末，江苏省国资委为公司实际控制人，旗下江苏交通控股对公司直接持股比例为21.43%，且江苏交通控股为公司第三大股东江苏扬子大桥及第四大股东江苏广靖锡澄高速公路的控股股东。此外，公司第二大股东南京银行持股比例为21.09%。自2010年以来，公司先后引入国际金融公司和法巴租赁集团等重要战略投资者，截至2019年末，两者持股比例分别为5.70%和5.11%。

国际金融公司减持影响较小，与法巴租赁形成业务协同。公司5月28日发布公告，国际金融公司将减持不超过所持公司股份的35.11%，不超过公司总股本的2%。国际金融公司是世界银行的附属机构，旨在通过资助发展中国家以促进其发展，在全球布局投资百余家租赁公司。我们认为目前江苏租赁发展逐渐成熟，国际金融公司出于组织愿景的考虑进行减持，对公司整体经营的影响较小。另一方面，公司于2014年与法巴租赁合作成立厂商融资中心，依托法巴租赁在欧洲成熟的厂商租赁业务模式和全球厂商合作资源，以及公司深耕国内市场的经营经验，以中小微型客户为主要服务对象，积极开拓厂商租赁业务，充分发挥业务协同效应。

图表1：2019年公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司分红率较高，给予股东较高投资回报。公司2017-2019年归母净利润复合增长率25.2%，分红率分别为35.5%、47.8%、45.3%，盈利能力强叠加分红率较高，给予股东较高的投资回报率。以7月10日的收盘价计算，公司股息率约为3.96%，兼顾稳健与成长双重属性。

管理团队长期稳定，引领长期战略落地

管理层长期稳定，业务布局反映管理层优异的战略眼光。公司三十多年来稳健经营，形成稳定的核心管理团队，截至2019年末，高管平均任职年限超过20年，对行业脉络和公司经营均有深刻的理解，对公司战略的执行力强，形成的内部文化更有延续性和持续性。公司董事长熊先根先生在2002年公司改组后任职，在2007年混改的大背景下，陆续引入南京银行、中信产业基金、国际金融公司（IFC）和法巴租赁等外部股东。其中，南京银行与国际金融公司（IFC）可提供长期稳健的负债端资金来源；中信产业基金与法巴租赁可提供客户资源与国际租赁行业经营经验。完善的布局充分反映公司管理层独到的战略眼光，充分利用可拓展的社会资源，最大化地实现业务经营效率。

图表2：江苏租赁高管概况（截至2019年末）

姓名	职位	年龄	履历	本公司工作年限
熊先根	董事长	55	历任江苏省国际信托投资公司；江苏产权经营有限公司总经理；江苏省高科技产业投资公司总经理；江苏租赁副总经理、总经理。2005年9月至今任公司董事长。	18
张义勤	总经理	56	历任江苏租赁业务部副经理、经理，总经理助理、副总经理	-
余云祥	副总经理	57	历任江苏租赁财务部副经理、经理、总经理助理、总会计师	31
朱强	副总经理	53	历任南京显像管厂供应科长；南京三能电力仪表有限公司总师办主任；江苏省高科技产业投资有限公司资产管理部经理；江苏租赁业务部经理、总经理助理。	17
张春彪	副总经理、财务总监	51	历任南京金陵机械厂财务科会计；南京长江家用电器厂财会科副科长；江苏租赁财务部会计、主办会计、财务部副经理、财务部经理。	26
郑寅生	副总经理、市场总监	45	历任中国建设银行江苏省分行会计处副主任科员；香港恒生银行(中国)南京分行财务主管；江苏租赁业务部门经理助理、副经理、经理。	16
周柏青	副总经理、董秘	40	历任江苏租赁客户经理、高级客户经理、经理助理、办公室副主任、办公室主任。	16

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

专注中小微业务，积累长期竞争壁垒，贯彻执行依赖管理层的毅力与能力。公司专注中小微业务，与全国性银行系的租赁公司错位竞争，深耕区域性、细分行业龙头业务，伴随时间沉淀获得经营壁垒。核心竞争力的培养道阻且长，长期战略的落地执行充分反映公司管理层的毅力与背后股东的有力支持。此外，管理层在推动体制机制改革、深化战略转型发展等方面的完善举措充分反映了其优异的管理能力。

人才梯队完善夯实基础，股权激励激活发展动力

员工资质优异，构筑公司长期竞争力。公司员工素质优异，具备金融、法律等专业或复合专业背景，构筑长期核心竞争力。截至2019年末，本科以上学历员工人数占比近100%，其中硕士以上学历员工占比超65%。与2018年相比，博士研究生、本科以及大专工人数大体持平，而硕士研究生人数同比增加27.95%，占比同比增长6pct，体现公司人才梯队不断完善的向好趋势。

图表3：2019年员工学历结构

教育程度类别	数量(人)	占比
博士研究生	2	0.63%
硕士研究生	206	65.40%
本科	106	33.65%
大专	1	0.32%
合计	315	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

积极推进薪酬体系改革，激活员工动能。公司积极推进薪酬体系改革，目前具备较为健全的薪酬体系。2016年11月，公司深化薪酬制度市场化改革，薪酬总额由计划单列模式改变为绩效管控的挂钩机制，每年的工资总额由发行人董事会参照行业平均成本收入比，结合市场竞争程度和企业经济效益等因素合理确定，同时以绩效考核为导向约束内部分配，充分激活员工动能。2019年公司重点推出“MBA”岗位与薪酬管理体系，构建管理、业务、职能三序列的岗位职级体系，打通员工多元化职业发展通道；优化全员薪酬体系与薪酬结构；着重以部门和岗位价值、绩效贡献为导向，加强考核评价机制。

高管与核心管理人员持股，形成完善的激励机制。公司于2019年12月启动限制性股票股权激励计划，是国有金融企业中实施股权激励的先行者。从公司3月14日发布的公告来看，股权激励计划共覆盖公司46.3%的员工，获授限制性股票占总股本比例为0.98%，其中35名中层及资深人员、104名核心业务及管理人员占总量比例为67.08%，包括董事长在内的7名高管占32.92%。激励计划将员工利益与公司长期发展深度结合，有效激活公司发展动能。

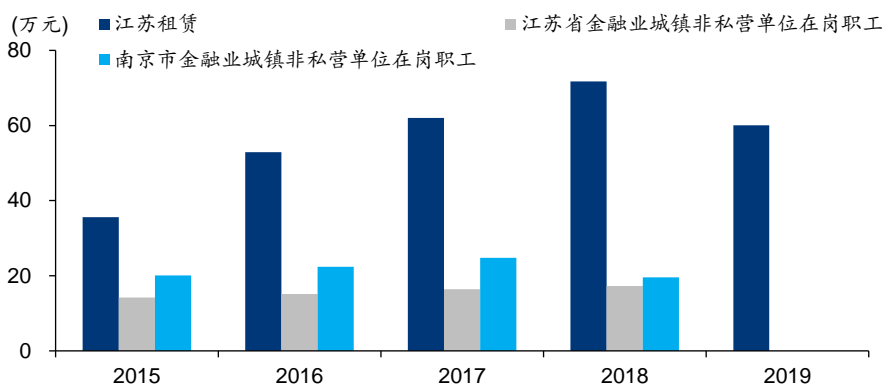
图表4： 公司股权激励概况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占授予登记总量比例	获授限制性股票占总股本比例
熊先根	董事长	180	6.17%	0.06%
张义勤	董事、总经理	160	5.49%	0.05%
余云祥	副总经理	150	5.14%	0.05%
朱强	副总经理	130	4.46%	0.04%
张春彪	副总经理、财务总监	120	4.12%	0.04%
周柏青	副总经理、董事会秘书	110	3.77%	0.04%
郑寅生	市场总监	110	3.77%	0.04%
中层及资深人员 35 人		996	34.16%	0.33%
核心业务/管理人员 104 人		960	32.92%	0.32%
合计		2,916	100%	0.98%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高素质员工叠加市场化机制，公司人均薪酬高于社会平均。从近五年的数据来看，公司员工收入水平大幅高于江苏省和南京市金融业城镇非私营单位在岗员工的平均水平，并且优势不断提升，2018年公司人均薪酬录得71.7万元，约为江苏省金融业城镇非私营单位在岗员工的4倍，具备一定的市场竞争力，充分吸引高端人才。

图表5： 江苏租赁、江苏省以及南京市金融从业人员人均薪酬对比

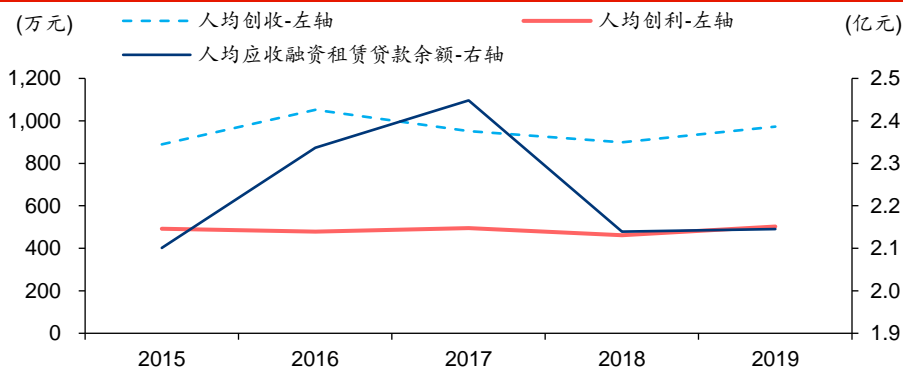


注：2019年《江苏统计年鉴》及《南京统计年鉴》未发布。

资料来源：公司公告，《江苏统计年鉴》，《南京统计年鉴》，华泰证券研究所

公司人均创利保持稳定，运营效能不断提升。公司人均应收融资租赁贷款余额在2018年下降0.31亿元后，2019年基本保持稳定。人均创收在经历2016-2018年的下滑后，在2019年有所回升。在人均应收融资租赁贷款余额、人均创收承压的情况下，公司的人均创利（人均净利润）能力保持相对稳定，反映公司运营效率持续提升。

图表6： 江苏租赁人均创收、人均创利（人均净利润）、人均应收融资租赁贷款余额



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

政策推进行业回归本源，小微细分领域赛道优质 行业进入阶段性调整，整体呈现三分格局

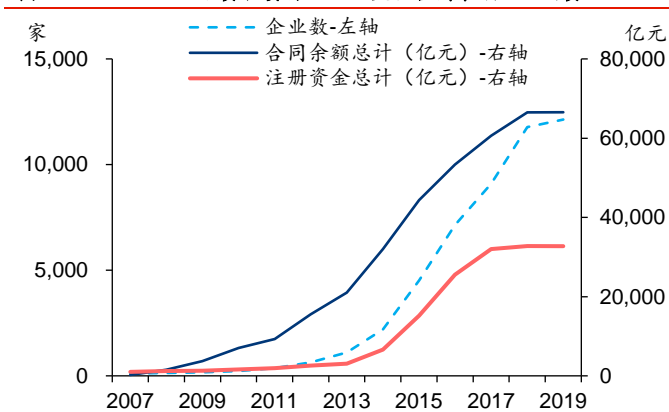
我国融资租赁行业经历探索与调控、恢复发展、快速增长时期，目前处于阶段性调整时期。从1981年我国第一家融资租赁公司中国东方租赁有限公司成立开始，我国融资租赁行业经历探索、调整、恢复发展时期，又于2013年进入快速增长期，在公共基础设施、医疗教育和交通运输等投资需求旺盛的环境下，融资租赁公司的数量、合同余额和注册资金均实现快速增长。2018年以来，行业整体在高速发展后进行阶段性调整，融资租赁企业数量、注册资本和租赁业务合同余额的增速明显减缓。从竞争格局来看，目前融资租赁行业内部呈现较大分化特征，国有大行、股份制商业银行系金融租赁公司具有较强竞争优势，而城商农商行系公司综合竞争力普遍较弱。从资产投向来看，金融租赁资产主要分布在交通运输设备、技术设施建设、基础设施及不动产等行业，投放领域相对集中，企业间业务较为同质化。在此背景下，部分租赁企业专注细分领域，从龙头公司切入进行合作，面向小微企业开展业务，与大型机构错位竞争，行业呈现分层次竞争态势。

图表7：1981年至今融资租赁行业发展阶段

发展阶段	时间	基本情况
探索期	1981-1987	(1) 1981年中国东方租赁有限公司成立，标志中国现代融资租赁行业的诞生； (2) 1982-1986年间，各年融资租赁业务规模年度同比增长超过100%，银行和非银行均进入金融租赁行业； (3) 伴随经济过热，调控开始加强。
调控期	1988-1998	(1) 1996年商业银行法禁止商业银行入股融资租赁公司；受亚洲金融危机影响日资开始退出中国融资租赁行业； (2) 多家融资租赁公司和中外合资租赁公司宣布破产清算，融资租赁渗透率降至1980年代水平。
恢复发展期	1999-2007	(1) 法律法规、监管政策、会计制度和税收政策不断完善； (2) 伴随加入WTO承诺逐步开放，外商独资租赁开始组建，内资租赁试点开始获批。
快速发展期	2008-2017	(1) 金融租赁公司管理办法颁布，银行重回融资租赁行业； (2) 外商租赁公司审批权限下放至省一级商务管理部门； (3) 租赁公司数量大幅上升。
阶段性调整期	2018-至今	(1) 监管逐渐趋于严格，行业整体规模或有所承压； (2) 行业回归本源，租赁公司推进业务转型。

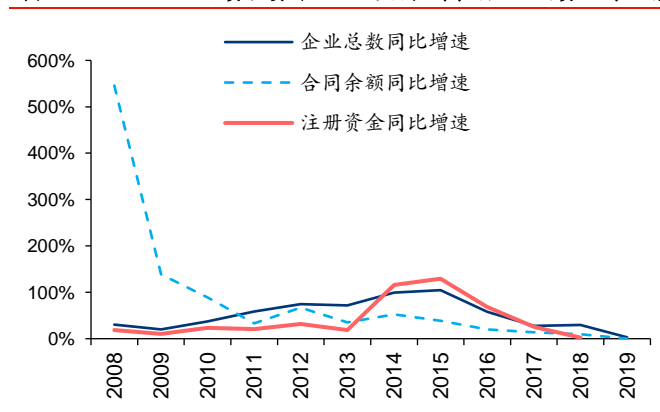
资料来源：原银监会，商务部，华泰证券研究所

图表8：2007-2019 融资租赁行业企业数、合同余额及注册资金



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2007-2019 融资租赁行业企业数、合同余额及注册资金同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

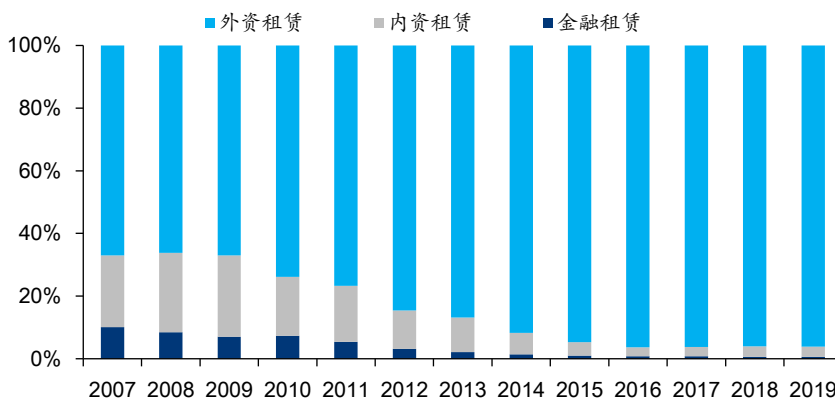
我国融资租赁企业分为金融租赁公司和融资租赁公司，金融租赁监管更为严格。金融租赁公司大多由银行或大型央企设立，而江苏租赁属于金融租赁公司中的非银行系。内资及外资融资租赁融资原由商务部监管，2018年5月商务部发布通知将监管职责划归银保监会。金融租赁在资本金要求方面监管更加严格，但可以通过同业拆借融资，资金成本更低，具备显著的资金优势。而外资融资租赁公司的准入门槛较低，在资本金要求等方面监管相对宽松，过去呈现迅速增长的态势，占租赁行业总公司数量比重不断提高，2019年达到96.1%，而金融租赁和内资租赁占比分别为0.58%和3.32%。

图表10：金融、外资、内资租赁公司对比

	金融租赁公司	外资租赁公司	内资租赁公司
企业性质	非银行金融机构	一般企业	一般企业
注册资本	1亿	1000万美元	1.7亿
原主管部门	银监会	商务部	商务部
现主管部门	银保监会	银保监会	银保监会
资本金要求	资本净额不得低于风险加权资产的8%	融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%	融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%；风险资产一般不得超过净资产总额的10倍；
融资途径	资本金；同业拆借；银行借款；发行债券；资产证券化等	资本金；银行贷款；发行债券；资产证券化等	资本金；银行贷款；发行债券；资产证券化等
股东背景	商业银行或符合条件的大型企业；出资比例不低于全部股本的30%	中外合资或是合作、外商独资	一般内资企业

资料来源：银保监会、商务部，华泰证券研究所

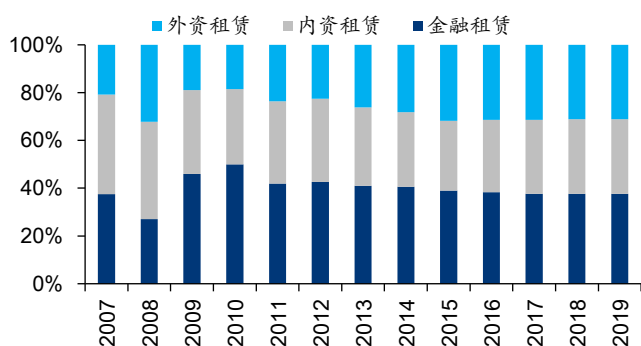
图表11：2007-2019 融资租赁行业企业类型结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

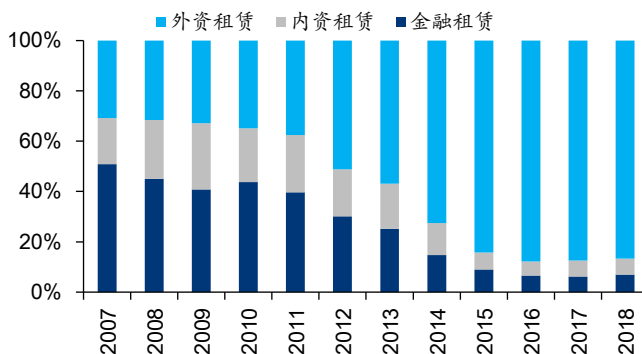
从合同余额看，融资租赁行业呈三分格局。虽然外资租赁公司在企业数和注册资金上占绝对主导地位，但从合同余额结构看，三类租赁公司呈三足鼎立局面。2019年70家金融租赁公司的合同余额超过内资及外资租赁公司，占比为37.6%，而后两者占比分别为31.3%和31.1%。以城商行、农商行为主力的国内银行系金融租赁公司普遍具有较强的资金成本优势，支撑少数金融租赁公司实现较高的市场占有率。

图表12：2007-2019 融资租赁合同余额结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

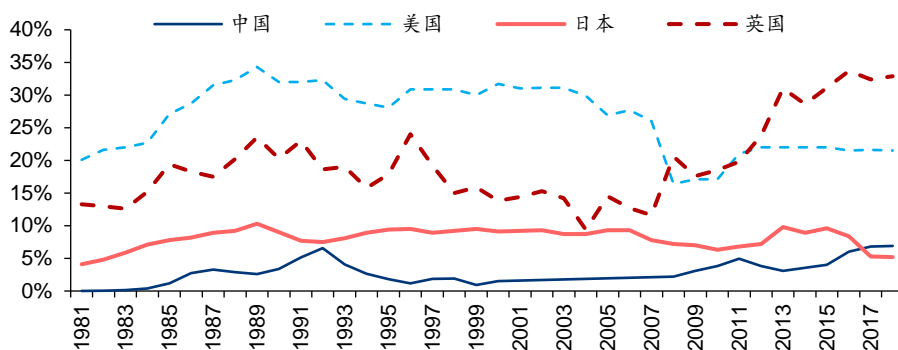
图表13：2007-2019 融资租赁注册资金结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

与英美等发达国家相比，我国租赁行业仍存在较大发展空间。从我国与其他国家租赁市场渗透率来看，我国租赁行业仍有较大的长期发展空间。截至2018年，我国租赁市场渗透率为7%，过去六年处于温和上升态势，但与同期英国（33%）、美国（22%）仍存在较大差距，未来在政策呵护下行业逐步向高质量转型，渗透率有望得到进一步提升。

图表14：中国与其他国家租赁市场渗透率对比



注：渗透率=租赁业务规模/总投资资产。

资料来源：2019年全球租赁报告，Wind，华泰证券研究所

政策推进租赁回归本源，短期行业规模或有所承压

监管政策引导租赁行业回归本源，服务实体经济。如农业领域，2014年4月国务院发布《国务院关于金融服务“三农”发展的若干意见》强调大力发展农村普惠金融，引导加大涉农资金投放；2016年1月国务院出台《关于推进农村一二三产业融合发展的指导意见》鼓励开展支持农村产业融合发展的融资租赁业务；国家实施农机补贴政策，不断加大补贴力度，促进农机产业快速发展，为我国逐渐起步的农机租赁业务也带来广阔的市场空间。同时政策鼓励金融租赁公司和融资租赁公司更好地满足小微企业和涉农企业设备投入与技术改造的融资需求，支持大型设备进口，并且推动发展一批为飞机、海洋工程装备、机器人等产业服务的融资租赁和金融租赁公司，推动战略性新兴产业的健康发展。

图表15：融资租赁行业支持实体经济的相关政策

时间	政策名称	相关内容
2012.06	《商务部关于鼓励和引导民间资本进入商贸流通领域的实施意见》	加快融资租赁业立法步伐，加快行业监管，支持符合条件的民营企业规范发展融资租赁业务。
2013.12	《国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见》	2020年至2030年，打造飞机租赁产业集群，使我国成为全球飞机租赁业的重要聚集地。
2014.04	《国务院关于金融服务“三农”发展的若干意见》	深化农村金融体制改革；大力发展农村普惠金融；引导加大涉农资金投放；创新农村金融产品和服务方式。
2014.06	《国务院办公厅关于支持外贸稳定增长的意见》	积极发展融资租赁，支持大型设备进口，积极支持符合条件的金融租赁公司等非银行业金融机构，通过发行金融债券、参与信贷资产证券化试点等方式，扩大融资渠道。
2014.07	《国务院关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	大力推广大型制造设备、施工设备、运输工具、生产线等融资租赁服务，鼓励融资租赁企业支持中小微企业发展。
2015.09	《国务院办公厅关于促进融资租赁业健康发展的指导意见》	到2020年，融资租赁业务领域覆盖面不断扩大，融资租赁市场渗透率显著提高，成为企业设备投资和技术更新的重要手段。
2015.09	《国务院办公厅关于促进金融租赁业健康发展的指导意见》	加快金融租赁行业发展，发挥其对促进国民经济转型升级的重要作用，突出金融租赁特色。
2016.01	《国务院关于印发推进普惠金融发展规划（2016-2020年）》	鼓励金融租赁公司和融资租赁公司更好地满足小微企业和涉农企业设备投入与技术改造的融资需求。促进消费金融公司和汽车金融公司发展，激发消费潜力，促进消费升级。
2016.01	《关于推进农村一二三产业融合发展的指导意见》	创新农村金融服务，鼓励开展支持农村产业融合发展的融资租赁业务。
2016.11	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	加强金融产品和服务创新，推动发展一批为飞机、海洋工程装备、机器人等产业服务的融资租赁和金融租赁公司。
2017.10	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	发展服务型制造，向供应链下游延伸远程诊断、维护检修、仓储物流、技术培训、融资租赁、消费信贷等增值服务。
2018.05	《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》	商务部将融资租赁公司、商业保理公司、典当行业业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会。

资料来源：商务部，国务院，华泰证券研究所

银保监会落地业务监管办法，行业整体规模或有所承压。6月9日银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，将1月份发布征求意见稿正式落地。结合背景来看，截至2019年末，全国共有融资租赁公司11124家，同比增长5%，约72%的公司处于空壳、停业状态，部分公司经营偏离主业。《办法》引导行业回归本源，健全审慎、统一的融资租赁业务监管规则，主要包括：明确监管指标，引导回归本源；设定集中度限制，防范系统性风险；加强监管引导，推动行业减量增质；延长过渡期，呵护行业平稳发展。《办法》对风险资产总额、固定收益类证券投资占净资产的比例加以限制，将有效规范融资租赁公司业务开展，行业存量的低质量、不规范的业务将得到出清，未来行业整体规模或有所收缩。

图表16：《融资租赁公司监督管理暂行办法》核心内容

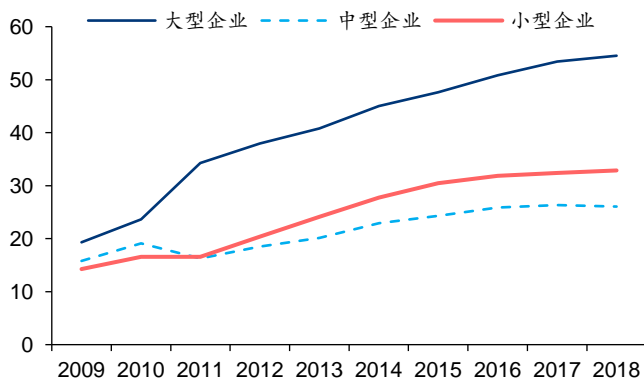
主要内容	具体规定
明确监管指标	融资租赁和其他租赁资产比重不低于总资产60%；风险资产总额不超过净资产8倍；固定收益类证券投资业务不超过净资产20%。
设定集中度限制	单一承租人全部融资租赁业务余额不超过净资产30%；单一集团不超过50%；对一个关联方的业务余额不超过净资产30%；对全部关联方不超过50%，充分防控系统性风险。
推动行业减量增质	将融资租赁公司划分为正常经营、非正常经营和违法违规经营等三类，细化分类处置措施，清理存量，严控增量。
延长过渡期	考虑到部分特定行业的融资租赁业务期限较长，办法将过渡期延长至3年，推进行业平稳发展。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

中小微业务赛道优质，细分龙头合作空间广阔

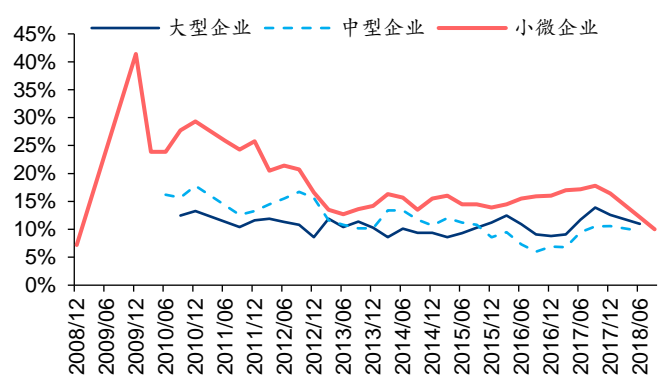
中小微业务赛道优质，与细分行业龙头公司合作空间广阔。在监管推进行业高质量发展的背景下，面向中小微企业的租赁业务成为优质赛道。从需求端来看，小型企业在整体经济的地位不断提升，2012年开始，小型企业的总资产规模已超越中型企业，且差距在持续扩大。从主要金融机构人民币贷款余额同比增速看，小微企业的融资需求增速也较为旺盛。从供给端来看，租赁公司在面向中小微企业时可获得一定的议价权，提升资产端收益的稳定性，同时与细分行业龙头公司合作，在分散化配置的基础上实现风险的有效控制。

图表17：按规模划分企业总资产规模（万亿元）



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表18：按企业规模划分主要金融机构人民币贷款余额同比增速

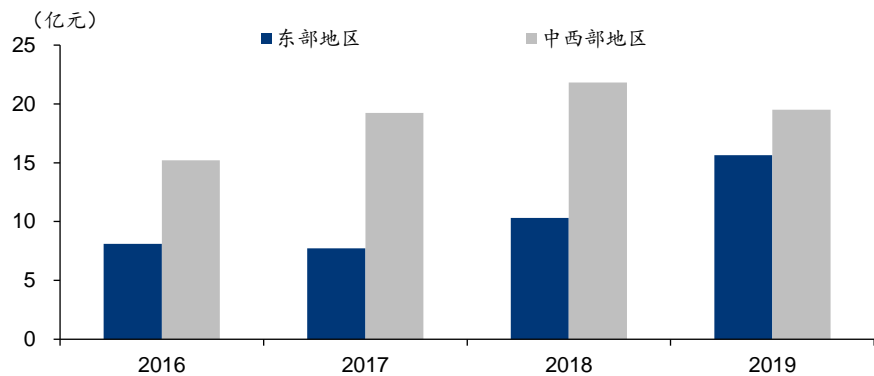


资料来源：中国人民银行，Wind，华泰证券研究所

资产端议价权助力净利差稳健，小微分散配置有效控制风险 前端客群切入：贯彻中小微战略，厂商模式助力业务拓展

多区域布局向全国辐射，东部发达地区业务增速较快。融资租赁业务的开展受经济发展水平影响较大，经济发达地区对融资租赁业务接受度普遍较高，下游行业需求旺盛。分区域来看，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。多元布局、向全国辐射的业务分布特点降低公司资产端的周期性，增强抵御市场风险的能力。公司在拓展中西部业务的同时更专注于深耕以江苏为首的发达地区，并积极拓展外省业务，多区域化的经营策略为公司营收和利润带来稳健增长。在新开拓的区域中，中西部地区是开发重点。截至2019年末，湖南省、四川省和安徽省融资租赁业务收入占比分别为8.23%、6.45%和5.25%，逐步成为公司重点业务区域。发达地区的业务增长呈稳步上升趋势，其中2019年浙江省的融资租赁业务收入同比增长121.2%，为发达地区业务增量的主要来源之一。

图表19：江苏租赁融资租赁业务收入按照主要地区分类

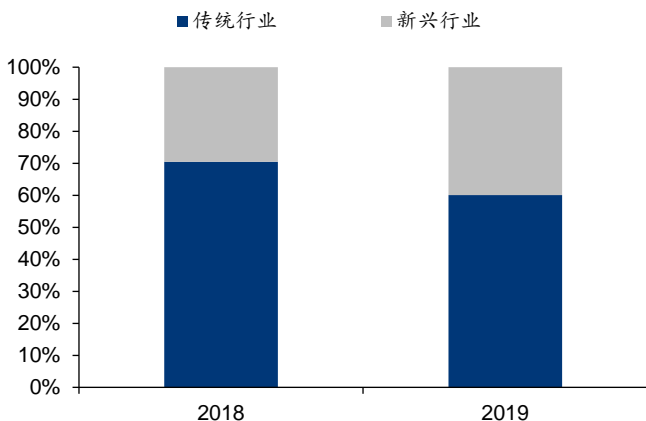


注：东部地区包括江苏、浙江、山东省。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

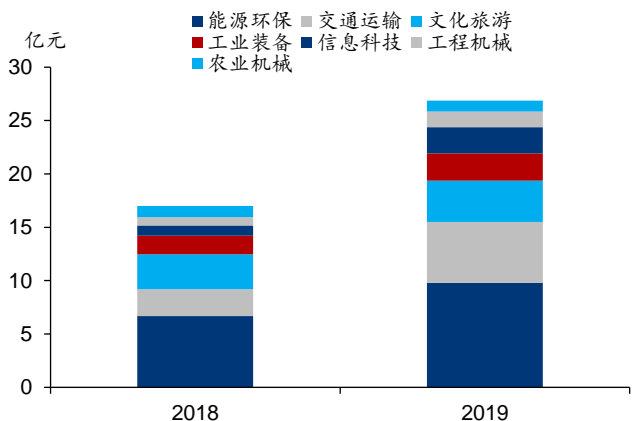
业务重心由传统产业向新兴产业切换，滚动式开发拓展实现广覆盖。在公司的转型策略中，开拓新型行业的业务是重点发展方向之一。公司重点规划七个新兴行业，包括能源环保、交通运输、文化旅游、工业装备、信息科技、工程机械以及农业机械，并在七种大行业的基础上进一步分出数十个细分行业。公司不断扩展细分行业，逐渐下沉，实现滚动式开发拓展。截至2019年末，公司整体覆盖50个左右的细分行业，如在农机领域公司已成为全国的头部租赁服务企业、在印刷领域公司与全球前五大合作厂商保持密切合作。2019年，公司新兴行业占营收比例为39.9%，同比提升10.4pct，转型成效显著。

图表20：新兴行业占公司营收比重增长迅速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21：公司新兴行业营收增长情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22： 2019年融资租赁业务收入各行业、各地区占比

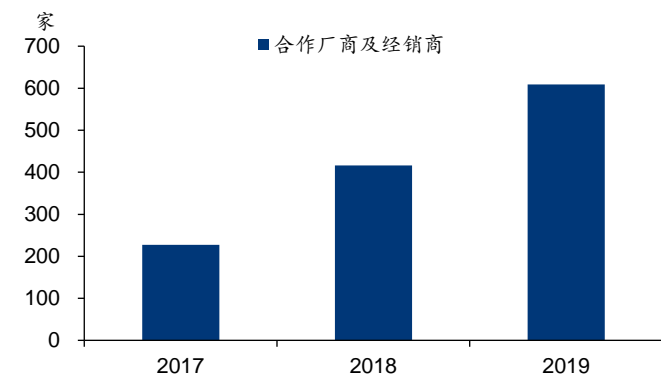
行业	规模(亿元)	占比	地区	规模(亿元)	占比
水利、环境和公共设施管理业	19.98	40.11%	江苏	9.41	18.89%
卫生和社会工作	10.70	21.49%	湖南	4.10	8.23%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	7.78	15.61%	山东	3.60	7.23%
交通运输、仓储和邮政业	2.77	5.56%	四川	3.21	6.45%
制造业	1.94	3.89%	浙江	2.65	5.31%
教育	1.88	3.77%	安徽	2.62	5.25%
文化、体育和娱乐业	1.55	3.11%	贵州	2.62	5.25%
农、林、牧、渔业	1.04	2.09%	云南	2.47	4.96%
建筑业	0.85	1.70%	河南	2.33	4.68%
信息传输、软件和信息技术服务业	0.43	0.87%	湖北	2.16	4.34%
其他	0.90	1.80%	其他	14.66	29.42%
合计	49.82	100.00%	合计	49.82	100.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

精选优质赛道，切入细分领域。公司在行业选择上综合考量行业成长性、租赁业务需求和客户集中度，以切入优质细分赛道。以能源环保行业为例，在我国能源规划中，风能和太阳能为代表的可再生能源占比将持续提升，行业长期发展空间广阔。此外，交通运输、工业装备、信息科技、工程机械等行业在下一轮产业升级中，对大型设备的需求量较大，对租赁业务的需求也将有所提升。

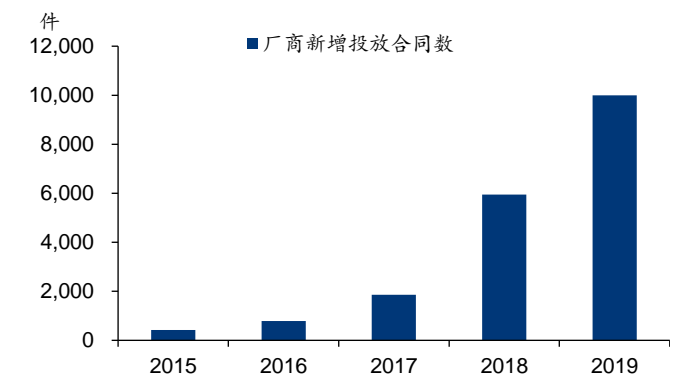
厂商租赁模式助力公司快速开辟新兴行业。公司致力于推进厂商租赁模式，对新兴行业的业务发展起重要作用。在厂商租赁的模式下，公司与行业核心设备供应商建立合作关系，依托供应商现有的销售网络，以较低的成本迅速切入该领域，与有融资租赁需求的承租者建立联系，多元化的业务拓展有利于降低由特定行业带来的信用风险。公司2019年合作厂商及经销商609家，同比增长46.4%，厂商新增投放合同数超过1万件。此外，布局新兴行业有助于公司获取国家政策支持，如公司近期发行的绿色金融债券，则是旨在投入公司能源环保融资租赁业务的国家政策支持特殊债券。

图表23： 公司合作厂商及经销商数量变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24： 江苏租赁近年厂商新增投放合同数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中端运营管理：金融科技赋能，提升经营效率

融资渠道多元化，具备资金成本优势。公司是首家进入银行间同业拆借市场、首批获取金融许可证、首批获准发行金融债券、开展资产证券化业务的金融租赁公司。公司不断在业务发展方面进行探索与拓展，在同行业中有着较为突出的牌照优势。据年报信息披露，截至2019年末，公司获得来自世界银行、国内政策性银行、国有银行、股份制银行、城商行、农商行等107家境内外金融机构纯信用授信超过1300亿元，目前用信率不到30%，授信额度充裕。公司具备多元化的融资渠道，积极探索内保直贷、银团贷款、绿色金融债等新型融资手段和品种，综合运用同业拆借、公开发行股票、金融债及资产支持证券等融资工具，保障融资渠道的稳定和多元化。此外，公司通过积极主动管理，不断提高直融占比，优化负债结构，在资金成本方面保持一定优势。

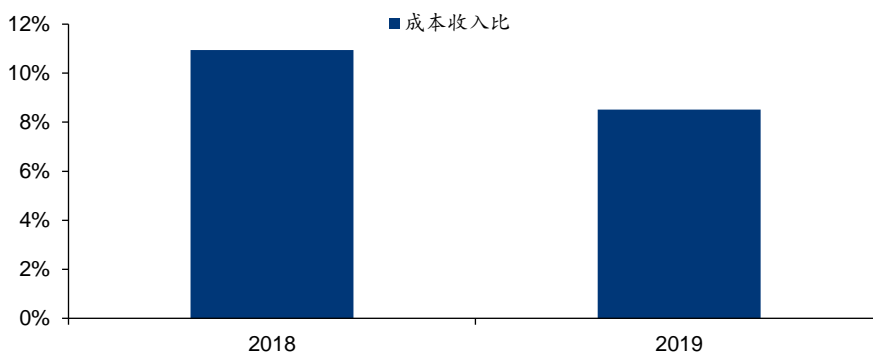
图表25： 公司取得牌照时间线一览

年份	牌照
1988	首批获得金融许可证
2008	首家进入银行间拆解市场
2010	首家批准发行金融债券
2015	首家批准发行保险资产支持计划
2015	首批获准发行资产支持证券
2019	首批获准发行绿色租赁资产支持证券
2019	首家批准发行经国内外双认证的绿色金融债券

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

金融科技助力公司业务拓展，提升经营效率。伴随着不同业务模式推广以及中小型客户数量增长，尤其是在厂商租赁的模式下，公司在设备零售环节的参与度不断提高，科技赋能零售成为公司的重要发展战略。公司积极利用金融科技提高风险管控能力和以人工智能为辅助的决策能力，如将审查、审批、征信、放款流程线上化，尽可能挖掘公司小单战略带来的规模效应。2019年公司成本收入比 8.52%，同比下降 2.43pct，反映公司科技赋能带来经营效率的提升。

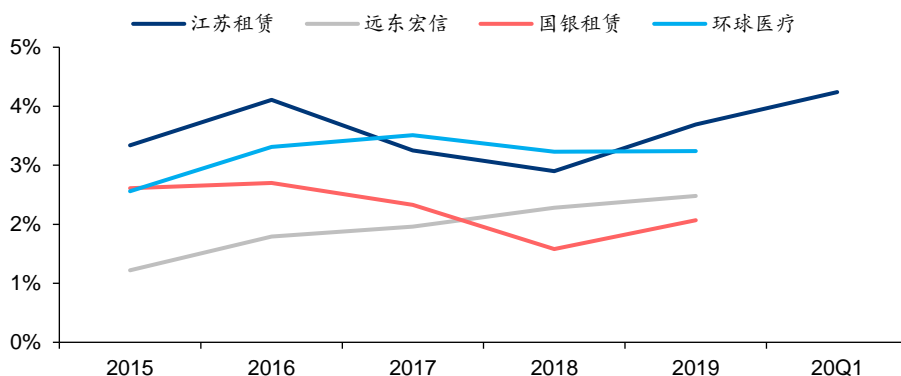
图表26： 江苏租赁成本收入比变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资产端议价能力强，资金面宽松推动净利差上行。截至 20Q1，江苏租赁净利差录得 4.24%，相较年初提升 0.55pct，创过去 5 年新高，在行业内也较为领先。究其原因，一方面是负债端，伴随长端利率低位震荡，资金面较为宽松，融资成本持续下降。公司 20Q1 发行 10 亿元三年期绿色金融债，成本约 3.05%，目前公司资金成本，尤其是短期融资成本降幅更为明显。另一方面，公司资产端收益率较有韧性。公司秉持聚焦中小客户、紧密联系产业的战略，深化转型，伴随业务单均金额的下降和中小微目标客群的切换，公司产业链地位提高，议价能力有所提升，进而资产端定价水平保持相对稳定。

图表27： 江苏租赁与其他上市租赁公司净利差比较



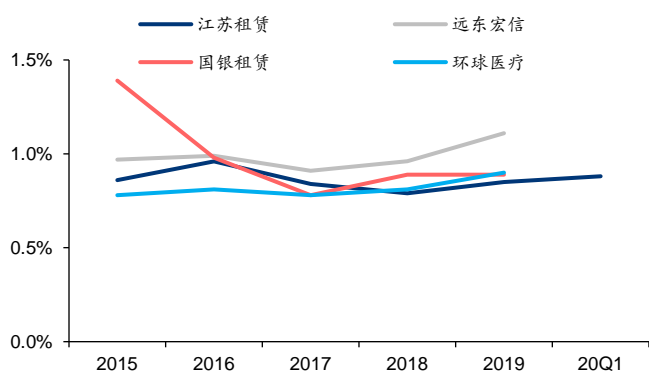
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

后端风险控制：与细分龙头分散合作，有效控制资产风险

综合采用面向中小微企业的风控策略。从行业主流的中小微企业风控策略看，主要包括以下几种模式：1) 依托在细分领域的持续积累，对行业具备深度认知，挖掘潜在超额收益；2) 充分分散化，采用全面覆盖、较低授信的模式，在额度较大的项目上采取审慎态度，专注中小型业务，同时提升单项目的收益率，加强集中度管理，提高风险收益比；3) 与第三方机构展开合作，引入金融科技等手段进行风险管理，提升大数据风控水平。江苏租赁一方面积极与细分领域龙头厂商进行合作，推进信息共享，提升行业认知；另一方面进行分散化配置，尽可能地规避特定行业的风险。

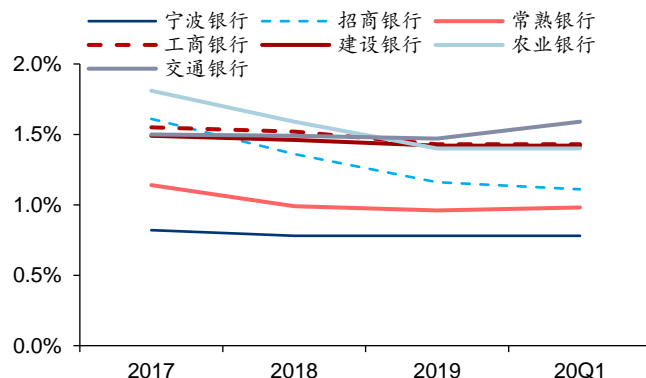
分散化配置叠加完善的风控机制保持不良率相对稳定。从可比上市公司不良率变化来看，远东宏信、环球医疗、江苏租赁、国银租赁 2018 年的不良率均控制在 1%以内，虽然四家公司 2019 年不良率均有所上升，但江苏租赁仅同比小幅提升 6bps，仍保持 0.85% 的较低水平。截至 20Q1，江苏租赁不良率录得 0.88%，较年初提升 3bps，系疫情对公司布局的电影板块和中小企业资产质量有一定冲击。我们认为这是阶段性影响，短期内不良率有所承压，但长期来看随着复产、产业链上下游的逐步恢复，不良率将逐步下降。另一方面，从银行的经营情况参考，专注零售业务、小微业务的招商银行、宁波银行、常熟银行在不良率的表现优于以对公业务为主的大行。我们认为，江苏租赁分散化的行业配置和优异的风控机制能够维持公司不良率相对稳定。

图表28：部分租赁公司不良融资资产率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29：专注小微业务的银行与大行不良率对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资本实力充足，抗风险能力强。公司风险计提充分，融资租赁资产拨备率持续提升，截至 2019 年，录得 3.7%，同比提升 0.27pct。拨备覆盖率稳步提升，截至 2019 年达 436.64%，同比提升 3.9pct，在同业中处于领先水平。整体来看，公司资产质量优良，拨备计提充足，具备较强抵御风险的能力。

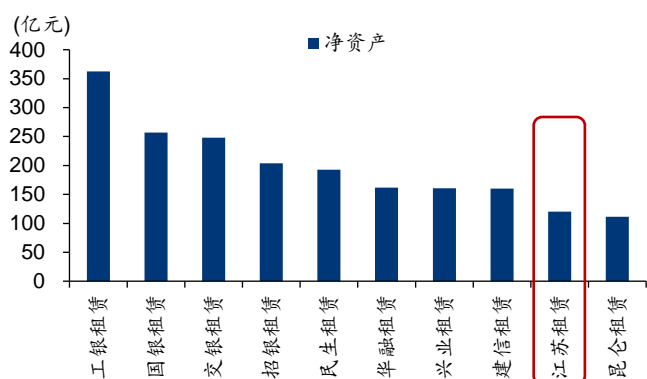
图表30：江苏租赁资产质量与抗风险能力相关指标变化

	2015	2016	2017	2018	2019
不良融资租赁资产率	0.86%	0.96%	0.84%	0.79%	0.85%
拨备率	2.29%	2.91%	3.16%	3.43%	3.70%
拨备覆盖率	266.82%	303.41%	375.44%	432.69%	436.64%
资本充足率	14.48%	12.35%	11.49%	17.08%	16.83%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

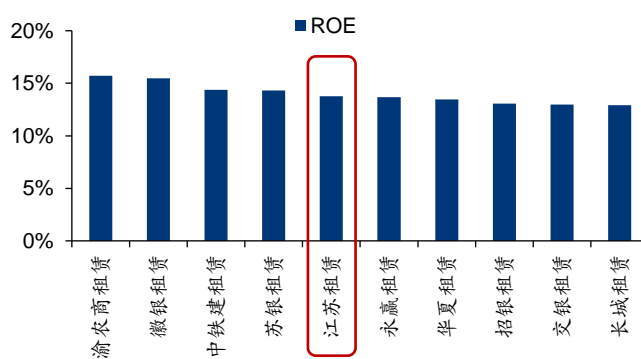
横向对比，抗风险能力与盈利能力在同业中较为突出。租赁业务为典型的重资本业务，我们从资本实力较强的大中型金融租赁公司横向对比来看，2019年银行系租赁公司净资产处于领先水平，江苏租赁位列非银系金融租赁第二位，仅次于华融租赁，丰厚的净资产夯实未来业务发展基础，具有较强的抗风险能力。此外从ROE来看，江苏租赁2019年达13.8%，位于行业前列，仅次于部分区域性银行系租赁公司，盈利能力较为突出。

图表31：以净资产排序的前十大金融租赁公司（2019年）



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表32：以ROE排序的前十大金融租赁公司（2019年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

根据当前经济形势变化与市场表现，我们对公司 2020-2022 年业绩进行预测，分别作出以下假设：

- 1) 公司租赁业务收入主要包括利息收入和手续费及佣金收入，其中利息收入主要为租息收入，是租赁业务收入的主要来源，过去三年占比约 90%。租赁业务收入主要由应收租赁资产余额与租赁资产收益率共同决定。综前所述，公司仍有逾 70% 的银行信用授信额度，且去年刚完成发行绿色金融债，资本实力充足，预计 2020-22 年应收租赁资产余额仍能保持 18% 的稳健增长。虽然市场利率呈下行趋势，但公司资产端具有较强的议价能力，能保持租赁资产收益率相对稳定，我们预计 2020-2022 年仍能实现 7.4% 的收益水平。
- 2) 成本方面，税金/营收过去三年平均水平为 0.26%，但呈现波动的趋势，我们认为 2020-22 年在 2019 年的基础上保持相对稳定，维持在 0.20% 的水平；管理费率过去三年也呈现波动态势，但自公司转型小微企业，加码科技管控之后，2019 年管理费率下滑至 8.52%，我们认为随着科技赋能的逐步体现，管理费率有望维持这一水平，预计 2020-22 年保持 8.5%；减值损失/营收近三年处于小幅抬升态势，我们认为是对不良进行了充分计提以夯实资产质量，我们预计 2020-22 年仍以 21% 的较高比例提取减值，保障公司健康发展。
- 3) 有效税率近三年维持在 25% 水平，保持相对稳定，我们预计未来三年仍维持这一水平。
- 4) 公司 2018 年 3 月 IPO 上市募资 40 亿元，剔除此影响后的未分配比例（未分配比例为净资产增量在归母净利润中的比例）约在 60% 左右，预计 2020-22 年净资产为 132 亿元、146 亿元和 162 亿元，对应 BPS 分别为 4.41 元、4.88 元、5.43 元。

图表33：江苏租赁核心盈利预测指标假设

(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
租赁资产余额	49,210	57,966	67,567	79,729	94,080	111,014
YoY	18.88%	17.79%	16.56%	18.00%	18.00%	18.00%
租赁资产收益率测算	7.28%	7.54%	7.37%	7.40%	7.40%	7.40%
租赁业务收入	3,584	4,371	4,982	5,900	6,962	8,215
YoY	23.05%	21.97%	13.97%	18.44%	18.00%	18.00%
利息收入占比	85.96%	88.66%	90.07%	90.00%	90.00%	90.00%
利息收入	3,096	3,887	4,500	5,310	6,266	7,394
手续费及佣金收入占比	14.04%	11.34%	9.93%	10.00%	10.00%	10.00%
手续费及佣金收入	506	497	496	590	696	822
税金/营收	0.27%	0.33%	0.18%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费/营收	10.03%	10.95%	8.52%	8.50%	8.50%	8.50%
减值/营收	20.11%	20.29%	22.29%	21.00%	21.00%	21.00%
有效税率	25.05%	24.92%	25.03%	25.00%	25.00%	25.00%
归母净利润	1,011	1,251	1,583	1,914	2,262	2,669
未分配利润比例	84.87%	61.57%	61.84%	61.84%	61.84%	61.84%
净资产	6,247	11,018	11,997	13,180	14,579	16,230

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于租赁业务为重资本业务，经营模糊与盈利模式和银行较为相似，我们采取 PB 估值法对其进行估值。我们对 A 股上市租赁企业进行梳理，可比上市公司 2020 年平均 PB 估值为 1.55x。由于公司为金融租赁行业龙头企业，中小微转型带来一定的估值中枢溢价，给予其 2020 年预期 PB 估值为 1.6x-1.8x，目标价格区间为 7.06-7.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

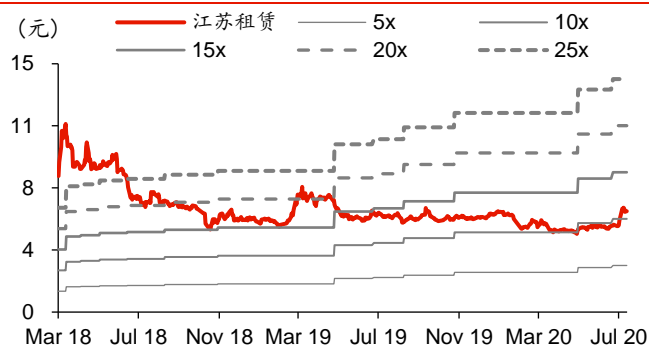
图表34：上市租赁公司估值表（截至 2020 年 7 月 10 日）

上市公司	股票代码	PE(2020E)	PB(2020E)
渤海租赁	000415 CH	22.07	0.56
越秀金控	009887 CH	13.30	2.62
中航资本	600705 CH	14.73	1.46
平均值		16.70	1.55

资料来源：Wind，华泰证券研究所

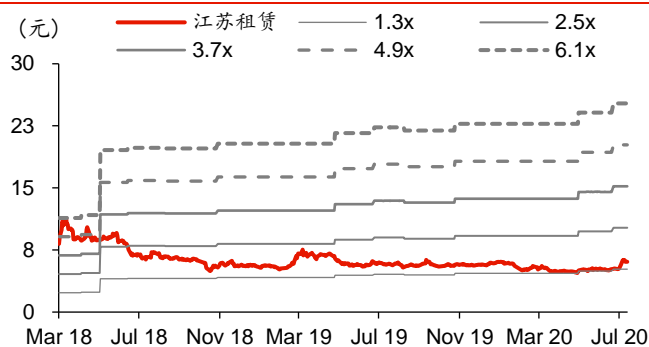
PE/PB - Bands

图表35: 江苏租赁历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 江苏租赁历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: 报告提及公司信息一览表

公司名称	股票代码	目标价	评级
南京银行	601009 CH	9.37~9.81	买入
宁波银行	002142 CH	30.40~32.04	买入
招商银行	600036 CH	38.76~41.35	增持
常熟银行	601128 CH	9.29~9.42	增持
工商银行	601398 CH	5.91~6.44	增持
农业银行	601288 CH	3.92~4.36	增持
交通银行	601328 CH	6.2 ~6.77	增持
建设银行	601939 CH	-	无评级
远东宏信	3360 HK	-	无评级
国银租赁	1 606 HK	-	无评级
环球医疗	2666 HK	-	无评级
华融租赁	非上市		
国际金融公司	非上市		
法巴租赁	非上市		
中信产业基金	非上市		

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、利率波动风险。公司主要盈利来源于净利差，利率波动导致资产端与资金端定价波动，进而导致净利差的不稳定，影响公司盈利能力。
- 2、不良率上升风险。受疫情影响，今年经济增长承压，部分中小微企业经营情况不及预期，或影响公司应收租赁款的确认进度，进而导致不良风险暴露，不良率提升。
- 3、市场需求下降风险。经济增长承压或导致企业业务开展进度放缓，进而导致融资租赁业务需求下降。
- 4、监管政策不确定性。租赁行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

盈利预测表

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利息收入	3,887	4,500	5,310	6,266	7,394
利息支出	-1,987	-1,891	-2,231	-2,632	-3,106
利息净收入	1,900	2,610	3,079	3,633	4,288
手续费及佣金收入	497	496	590	696	822
手续费及佣金支出	-34	-50	-53	-56	-66
手续费及佣金净收入	463	446	537	640	756
其他业务收入	9	8	20	22	24
营业收入	2,437	3,066	3,636	4,296	5,067
税金及附加	-8	-6	-7	-9	-10
业务及管理费	-267	-261	-309	-365	-431
减值损失	-494	-683	-764	-902	-1,064
其他业务成本	-3	-4	-4	-4	-4
营业支出	-773	-954	-1,084	-1,280	-1,509
营业利润	1,664	2,111	2,552	3,016	3,558
利润总额	1,666	2,112	2,552	3,016	3,558
所得税	-415	-529	-638	-754	-890
净利润	1,251	1,583	1,914	2,262	2,669
少数股东损益	-	-	-	-	-
归母净利润	1,251	1,583	1,914	2,262	2,669
EPS	0.42	0.53	0.64	0.76	0.89

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

相关指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收增速	25.42%	25.82%	18.61%	18.15%	17.95%
支出增速	29.99%	23.52%	13.60%	18.08%	17.90%
净利润增速	23.79%	26.56%	20.90%	18.18%	17.98%
有效税率	24.92%	25.03%	25.00%	25.00%	25.00%
管理费用率	-10.95%	-8.52%	-8.50%	-8.50%	-8.50%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司