

2020年12月16日

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

## 金融孵化产业，产业资本化助力价值重估 买入（维持）

事件：2020年12月16日，远东宏信发布公告称，公司正考虑可能分拆集团的设备运营业务于认可证券交易所独立上市（“建议分拆及上市”）。

■ **远东宏信的设备运营业务拆分有助于识别独立企业价值，加强产业经营模式：**1) 设备运营业务主要以产业为基础，拥有持续经营能力：设备运营业务主要负责建设、施工类设备及材料为基础。致力于为客户提供多功能、多方位、全周期的综合服务，通过多产品线的布局、覆盖全国的运营网络及复合经营能力，持续为客户创造价值。2) 业务拆分更有利于企业的业务识别，实现业务价值：董事会认为，进行建议分拆及，将令公司及分拆实体处于更有利位置以发展其各自之业务，亦可透过识别及确立设备运营业务之独立企业价值，从而释放其业务对公司现有股东之价值。3) 设备运营产业业绩增长能力持续可靠，龙头地位稳固。宏信建发2020年前三季度设备运营收入大幅增长约30%至近24亿元，保有的运营设备数量持续增长。

■ **疫情好转经济复苏，业绩逐季度修复：**20Q3 远东宏信整体业绩呈现修复改善态势，收入总额恢复至去年同期水平，归属普通股股东应占溢利跌幅大幅收窄。细分来看，1) 传统业务稳步回升：前三季度生息资产总额较2020年初增长约10%，息差较前二季度基本持平。咨询服务费收入水平处于恢复进程中。得益于良好的资产布局和管理能力，资产质量保持稳定，不良资产率较2020年中持平（1.13%），拨备覆盖率维持较高水平。新型业务持续保持2020上半年以来的良好增长态势。2) 除宏信建发外，旗下实业宏信健康与宏信教育随疫情得到较好控制，均实现稳健增长：20Q3 宏信健康收入同比增长约20%至约25亿元，可开放床位数2万张，而宏信教育则全面布局K12，致力于打造中西融合的精英教育，运营收入向上增长。

■ **金融稳健助力产业腾飞，租赁龙头蓬勃发展：**1) 宏观经济顺周期下，金融主业迎来盈利拐点。后疫情时代经济逐步复苏，货币政策调整利率回升，融资租赁行业有望迎来春天。远东宏信作为租赁龙头，根据外部形势变化及时优化经营措施，整体呈现出逐季度改善态势，金融主业租赁业务资产规模、坏账率和息差水平进入了边际向上的通道。2) 公司三大实业宏信建发（工程机械租赁）、医院集团和教育集团均稳步发展，有望逐步资本化，公司价值有望持续重估。由医疗、建设、教育构成的产业业务成长迅猛，2019年营收分别为29.12亿元、23.62亿元、2.35亿元，其中医疗凭借差异化竞争优势不断拓展，建设产业资产规模全国第一，教育布局K12高端路线。“金融+产业”模式下，金融主业助力产业发展，实现资本孵化，而产业业务同时反哺金融，协同效应利于持续发展。此次公司设备运营业务的拟分拆上市计划则是公司灵活的行业发展战略的见证。

■ **盈利预测与投资评级：**公司当前对应21年5.3倍PE，0.8倍PB，长期的价值回报和安全边际优异！我们预计2020、2021年每股收益分别为1.14元、1.30元，每股净资产分别为7.94元、8.24元，对应PE分别为6.0x、5.3x，对应PB分别为0.86x、0.83x，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**1) 国内经济发展下行影响租赁业市场需求；2) 金融监管趋严影响行业发展；3) 疫情控制不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	8.11
一年最低/最高价	4.94/8.49
市净率(倍)	0.88
港股流通市值(百万港元)	32229.49

### 基础数据

每股净资产(元)	7.82
资产负债率(%)	84.21
总股本(百万股)	3974.04
流通股本(百万股)	3974.04

### 相关研究

1、《远东宏信 (03360): 2020 年中报点评: 传统金融业务稳健, 产业运营优势扩大》  
2020-08-27

2、《远东宏信 (03360): 金融稳健+产业腾飞, 租赁龙头蓬勃发展》  
2020-08-09

## 内容目录

<b>1. 宏观经济顺周期下，金融主业迎来盈利拐点</b> .....	<b>4</b>
1.1. 后疫情时代经济逐步复苏，融资租赁行业前景广阔 .....	4
1.2. 政策导向及监管促进融资租赁行业规范发展，龙头优势明显 .....	5
1.3. 远东宏信“金融+产业”双轮布局，优势显著 .....	6
<b>2. 建发+医院集团资本化进程推动估值重估</b> .....	<b>8</b>
2.1. 宏信建发持续成长，引领行业发展 .....	8
2.2. 医疗，教育产业迅速发展，未来或成又一推动力 .....	9
2.3. 金融创新加速资源整合，资本利用率提高 .....	10
<b>3. 市场化机制重视人才，构筑核心竞争力</b> .....	<b>11</b>
3.1. 公司背靠大型央企，治理结构市场化 .....	11
3.2. 股权激励绑定公司核心管理团队利益 .....	12
3.3. 人才培养机制完善，构建核心竞争力 .....	12
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>14</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 融资租赁行业与宏观经济存在相关性 .....	4
图 2: 各国 2018 年融资租赁市场渗透率比较 .....	4
图 3: 货币政策的中性回归带动利率回升 .....	5
图 4: 2014-18 我国租赁公司不良率, 延续下行态势 .....	5
图 5: 2018 年末租赁公司业务占比 .....	6
图 6: 金融类业务收入状况 .....	6
图 7: 远东宏信拨备覆盖率与商业银行对比 .....	6
图 8: 租赁公司融资成本率 .....	6
图 9: 远东宏信 ABS 发行规模 .....	7
图 10: 远东宏信历年以来授信增长 .....	7
图 11: 远东宏信生息资产规模 .....	8
图 12: 净资产规模及 ROE .....	8
图 13: 2015~2019 年建设营收与毛利率 .....	8
图 14: 经营租赁资产 .....	8
图 15: 2015-2020H1 宏信建发总资产 .....	9
图 16: 建筑业自有施工机械设备净值/固定资产 .....	9
图 17: 2015~2019 年医疗营收与毛利率 .....	10
图 18: 2015~2019 年教育营收与毛利率 .....	10
图 19: 小微企业贷款余额和供应链金融市场规模 .....	10
图 20: 国内 PPP 项目投资结构 .....	10
图 21: 2020 年 7 月公司股东结构 .....	11
图 22: 公司管理团队经验丰富 .....	12
图 23: 股权激励计划 .....	12
图 24: 高管持股情况统计 .....	12
图 25: 平安租赁管理团队 (2020 年 11 月 18 日) .....	13

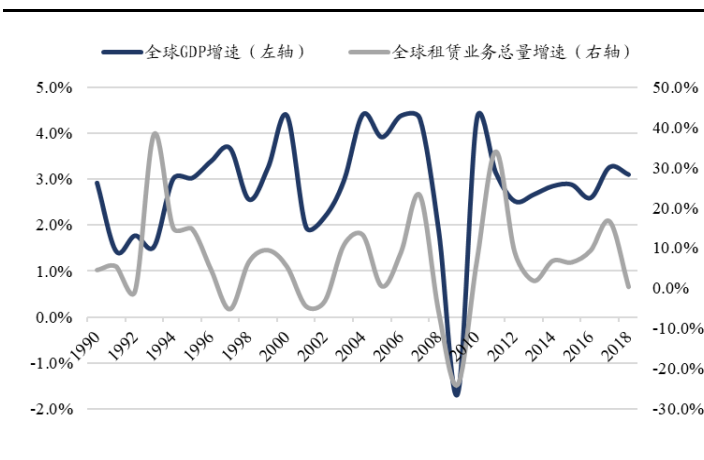
## 1. 宏观经济顺周期下，金融主业迎来盈利拐点

### 1.1. 后疫情时代经济逐步复苏，融资租赁行业前景广阔

融资租赁行业与宏观经济呈现高度相关性，经济复苏顺周期下未来业务总量增速可观。从全球数据来看，租赁市场在次贷危机后迅速回暖。2007年金融危机使各地区租赁业规模出现负增长，由于经济逐步复苏，租赁业务增速在2017年恢复至16.6%；2020下半年的经济回暖以及2021年的重启新生有望推动融资租赁行业业务总量增速的上行，带来新发展空间。

我国融资租赁行业发展迅速，前景广阔。据2018年数据披露，与发达国家相比，我国融资租赁市场渗透率仍处低位，欧美等发达国家融资租赁行业的市场渗透率大约在15%-40%之间，而截至2019年，我国融资租赁渗透率即使较2010年上升了376%，也仅有11.9%。因此，对照国际先进租赁市场和未来凭借经济复苏带来的全球融资租赁行业业务总量增速上行的“东风”，我国的融资租赁行业仍然具备较大的发展空间。

图 1：融资租赁行业与宏观经济存在相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：各国 2018 年融资租赁市场渗透率比较

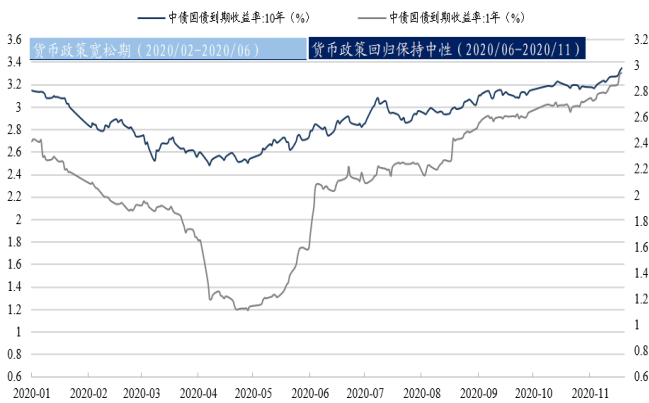
地区	市场渗透率
澳大利亚	40.0%
加拿大	39.0%
英国	32.9%
波兰	27.0%
美国	21.5%
法国	16.9%
意大利	16.1%
德国	15.9%
中国	6.9%

数据来源：White Clarke Group 《2020 世界租赁报告》，东吴证券研究所

作为主要盈利来源的融资租赁利息收入在顺周期上升空间得到拓展。自 20Q2 以来，国家已从特殊时期超宽松的货币政策逐渐回归保持中性，短端与长端利率的波动减弱，并呈现持续回升态势。利率的回升对在负债端具有资金优势的融资租赁业将会是个利好，意味着投放端资金收益上升，利差扩大，盈利空间增长。在 2021 年经济顺周期及货币政策进一步的稳中趋紧下，金融租赁行业有望迎来新的增长机遇。

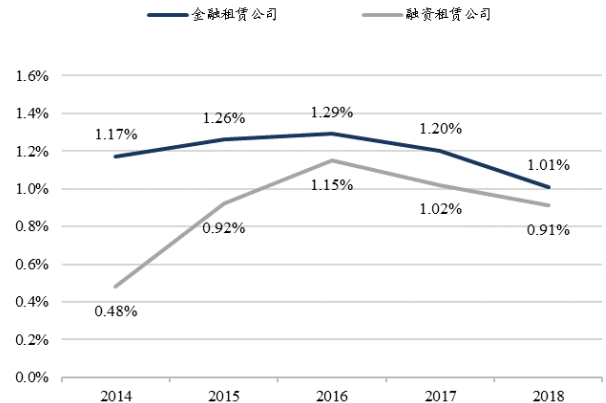
利率与收益率的上升以及监管趋严，不良资产率有望下行。不良资产率作为衡量租赁企业效益的一个重要指标，当利率与收益率上升时，信用风险减少，导致不良资产率的下降。同时，我国融资租赁行业自 2020 年以来整体加强宏观审慎监管的背景，行业整体资产质量预计得到进一步优化。因此，2021 年我们预计融资租赁业投放端的收益或增，盈利能力得当改善。

图 3: 货币政策的中性回归带动利率回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2014-18 我国租赁公司不良率, 延续下行态势



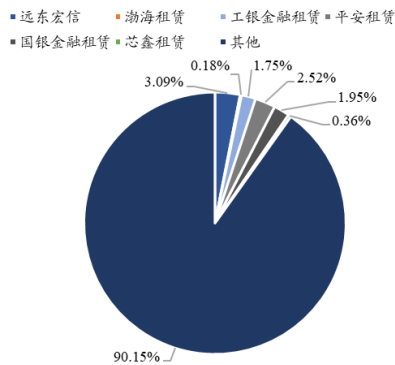
数据来源: 联合资信, 东吴证券研究所

## 1.2. 政策导向及监管促进融资租赁行业规范发展, 龙头优势明显

监管趋严的背景下, 龙头企业未来可期。监管趋严, 行业迎来规范化、专业化发展, 目前整体而言, 行业中公司的份额较为分散, 对于行业龙头之一的远东宏信而言, 市场份额有望进一步提高。

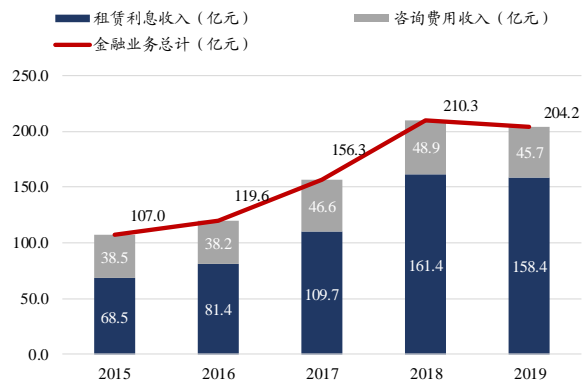
顺周期背景下, 公司金融主业 (租赁服务利息收入) 稳中有进。随着产业运营及管理业务逐渐壮大, 金融类业务营收占比总体呈下降趋势, 但是金融租赁与咨询业务在近五年仍旧保持高营收占比, 2019 年占比为 76%, 而随着经济形势转好, 该项收入得到上升支撑, 从而拉动公司整体收入水平上行。

图 5: 2018 年末租赁公司业务占比



数据来源: 立鼎产业研究院, 东吴证券研究所

图 6: 金融类业务收入状况



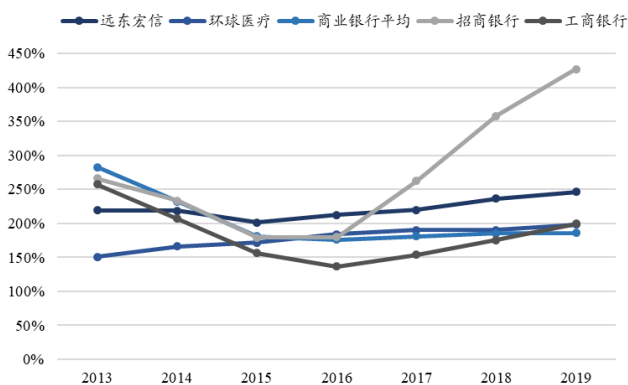
数据来源: 远东宏信公司年报, 东吴证券研究所

### 1.3. 远东宏信“金融+产业”双轮布局, 优势显著

公司资产利润处行业龙头地位, 低不良率凸显高资产质量。远东宏信 2019 年净资产与净利润分别为 415.3 亿元、48.28 亿元, 均处于行业龙头水平, 且拥有 1.11% 的低不良租赁资产率、246% 的高拨备覆盖金, 资产质量高, 抗风险能力强。

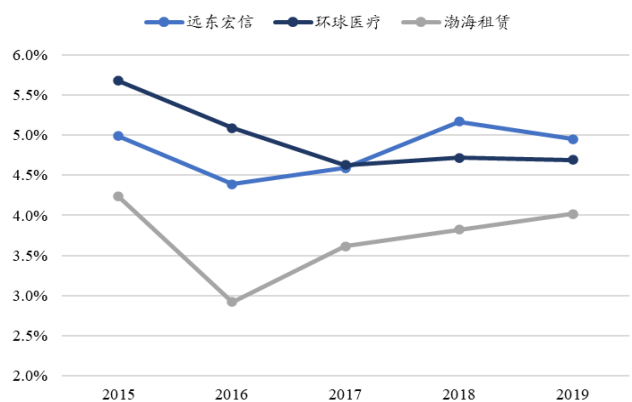
远东宏信在直接和间接融资市场都有所进展, 债务结构持续优化, 融资成本低于行业水平。融资方式多元化, 债务结构不断改善, 对银行的依赖度相对较低。公司有 137 亿计息负债利率与 LPR 挂钩浮动。受益于利率下降带来的资本成本下降, 2019 年公司净息差同比上升 0.2bps 至 2.48%, 净利差同比上升 0.15bps 至 3.66%。

图 7: 远东宏信拨备覆盖率与商业银行对比



数据来源: 远东宏信公司年报, 东吴证券研究所

图 8: 租赁公司融资成本率

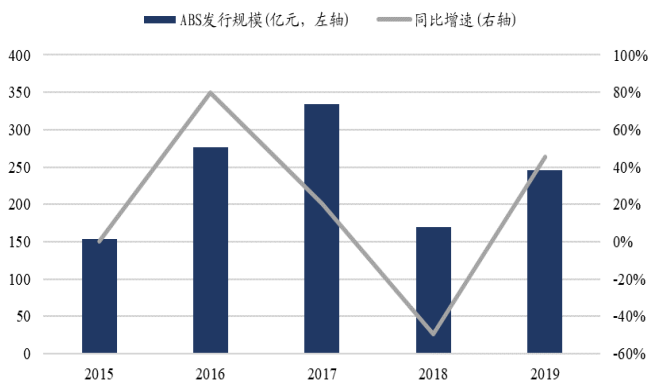


数据来源: 远东宏信公司年报, 东吴证券研究所

股东结构强大且稳定，良好的股东背景支持公司顺利获取信贷及发债与打通多元化融资渠道。公司境外融资占比约 24%，拥有标普投资级评级；境内融资占比 76%，拥有 AAA 评级。间接融资占比 57%，与所有境内主要银行都有商业往来，和部分大型政策性银行建立了开发性金融合作关系；直接融资占比约 43%，已形成通畅的境内外债券发行渠道。

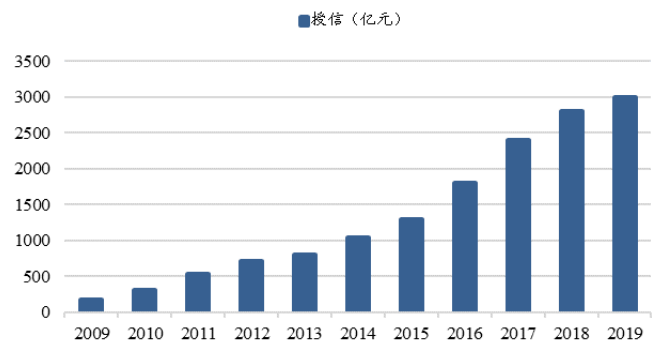
强大的融资能力使远东宏信在目前流动性缩紧的宏观环境下极具竞争力。公司累计已发行 ABS 超 1200 亿，在发行量上位列租赁行业首位。自 2020 年以来，公司先后发行利率为 3.375% 的 5 年期票据 3 亿美元，40 亿美元的中期票据及永续证券，利率为 2.5% 的 5 年期有担保可换股债券 3 亿美元及 11 月 24 日公布的 2 亿美元 5 年期零息有担保可换股债券，在疫情期间增加了公司的流动性。公司 2020H1 加权平均资金成本率仅 4.8%，成本处于市场优势水平。强大的资源创新能力、高市场认可度、低融资成本筑造了远东宏信优越的融资实力，在当前流动性缩紧的宏观环境下仍能维持一定的融资规模，从而巩固自身竞争力。

图 9: 远东宏信 ABS 发行规模



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

图 10: 远东宏信历年以来授信增长

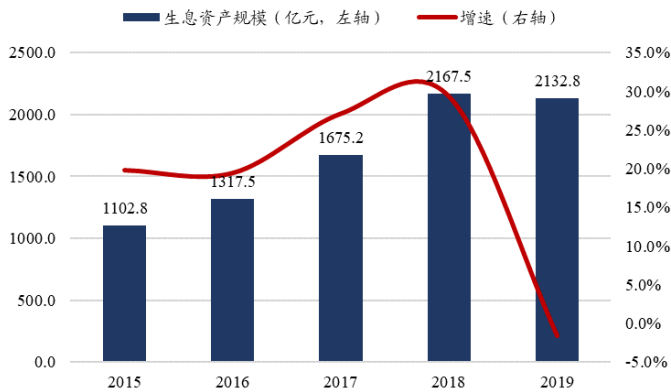


数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

“金融+产业”模式共同推动公司整体业绩稳步上升。远东宏信在近五年内营业收入与净利润持续上升，两项数据年复合增长率分别为 17.9%、13.0%。业绩增速在 2016-2018 年持续攀升，此外，作为租赁业务开展核心的生息资产规模增速整体稳健。

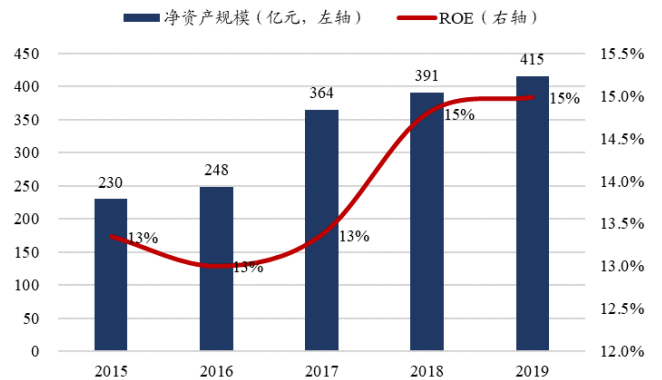
“金融+产业”双重布局，公司承压能力强劲。远东宏信在上市初期就以较强的盈利能力站稳脚跟，2015~2018 年 ROE 维持在 13%~15% 区间，2019 年公司顶住市场不景气的压力，净资产收益率维持 15%，承压能力强。

图 11: 远东宏信生息资产规模



数据来源: 远东宏信公司年报, 东吴证券研究所

图 12: 净资产规模及 ROE



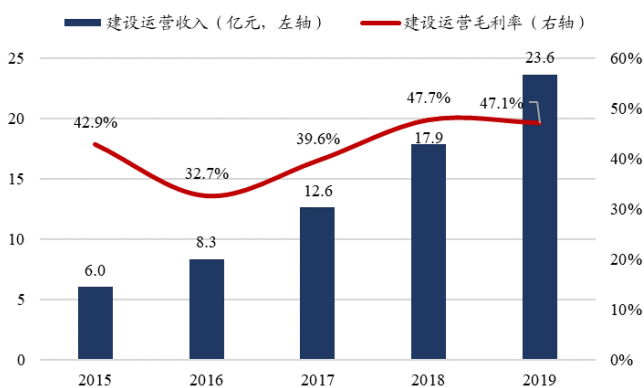
数据来源: 远东宏信公司年报, 东吴证券研究所

## 2. 建发+医院集团资本化进程推动估值重估

### 2.1. 宏信建发持续成长, 引领行业发展

**建设产业资产规模全国第一, 构成设备运营服务的稳定支撑。**公司建设产业业务开展主体为子公司宏信建发, 主要形式为以建设领域设备的经营租赁为主的一站式全系列设备运营服务, 营收稳步增长且保持较高的毛利率, 2019 年实现建设运营收入 24 亿元, 毛利率 47%。截止 2019 年末, 公司设备运营板块的资产规模已经达到 90 亿元, 同比增长 31%, 其中固定资产占比为 62%, 经营租赁设备种类齐全、数量充足。公司境内境外业务布局联动, 拥有 4 家运营基地, 近 150 家营业店, 覆盖 200 个城市, 服务 2 万家客户。服务包括港珠澳大桥、北京大兴国际机场、国家体育馆鸟巢在内的众多重要项目。公司建设产业运营的规模较大、项目质量高, 发展空间良好。

图 13: 2015~2019 年建设营收与毛利率



数据来源: 远东宏信公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 经营租赁资产

经营租赁产品线	资产数量	优势
高空作业车	20000 台	数量全国第一
周转材料	10 万吨	数量全国第一
新型模架	30 万吨	数量全国第一
道路设备	200 台套	全国领先
工业叉车	1000 台	国际知名品牌
电力设备	180 台	国际知名品牌

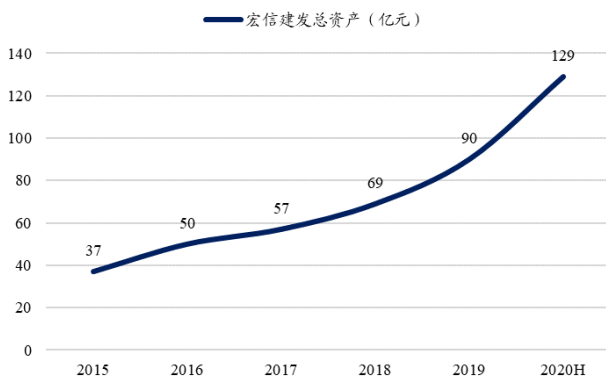
数据来源: 远东宏信公司官网, 东吴证券研究所



**宏信建发 6 大产品线，资产总额突破 80 亿元，营业网点辐射全国。**宏信建发在上海、天津、广州设立 4 大运营基地，79 家营业店，形成覆盖全国的北、中、南布局的复合性运营体系。跟随建筑业发展趋势，宏信建发资产和网点布局不断扩张，运营效率持续提升，未来建筑业设备租赁及服务的市场潜力依旧较大。

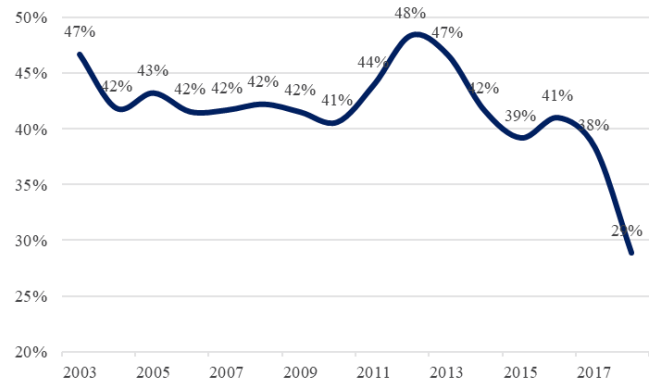
**项目涵盖建设领域广，大基建时代下，向上发展空间广阔。**涵盖市政工程、文化娱乐、工业厂房、商业旅游、海工船厂、绿色能源等 6 大领域，相互促进助力宏信建发专业化发展

图 15: 2015-2020H1 宏信建发总资产



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

图 16: 建筑业自有施工机械设备净值/固定资产



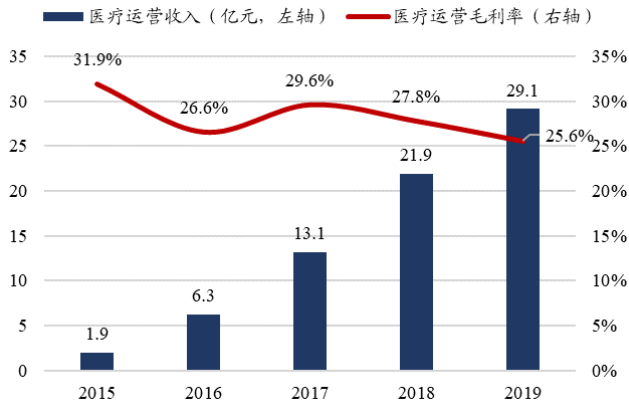
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 医疗，教育产业迅速发展，未来或成又一推动力

**公司医疗产业逐渐成熟、规模不断增长。**公司医疗产业由医院运营构成主要收入来源，营收逐年提升，2019 年实现医疗运营收入 29 亿元，毛利率保持在 25% 以上。部分医院尚处于前期投入阶段，随着规模的进一步增加，医疗经营服务领域的不断拓展，以及参控股医院的成熟化发展，公司医疗产业的业绩有望进一步提高

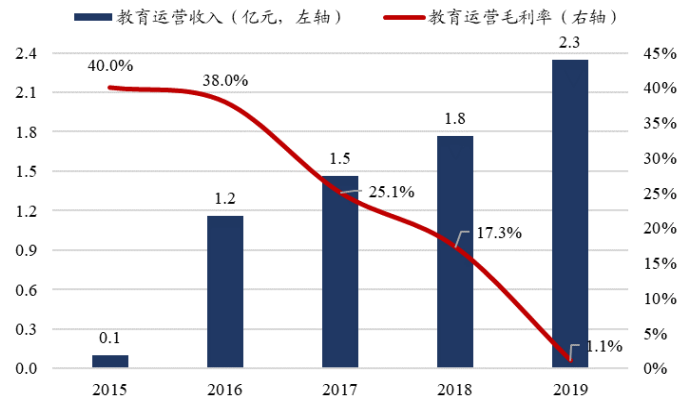
**布局 K12 业务，打造高端教育体系。**公司全面布局 K12 教育业务，致力于打造中西融合的精英教育，教育运营收入保持增长态势，2019 年实现营收 2.3 亿元，同比增长 32.8%。截止 2019 年末，公司已运营 15 所幼儿园和 3 所学校。但由于公司的教育业务还处于投入阶段，近年来教育运营的毛利率有所下降，主要是因为新运营项目的人力、租赁、装修等成本较高，拉低了整体毛利率。预计随着教育业务趋于成熟，师资水平的不断提高，运营流程的进一步优化，此板块的毛利率将恢复至较高水平。

图 17: 2015~2019 年医疗营收与毛利率



数据来源: 远东宏信公司公告, 东吴证券研究所

图 18: 2015~2019 年教育营收与毛利率



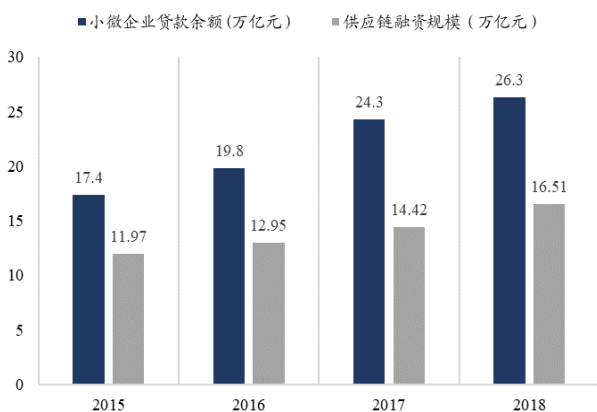
数据来源: 远东宏信公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 金融创新加速资源整合, 资本利用率提高

远东宏信紧跟行业发展趋势, 在金融创新领域解锁更多利润空间。1) 公司在全国多年积累的资本和业务资源优势在资产管理和不良资产处理业务中得到释放。2) 整合外部投资机会与自身资产资源, 对相关不良资产商业机会再挖掘的同时, 增强公司对这些资产的变现能力。

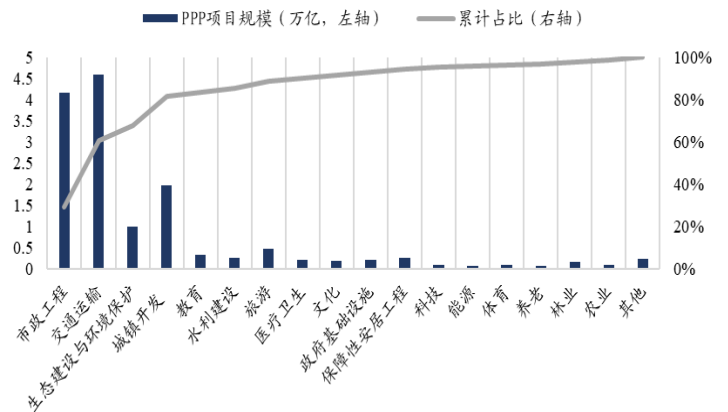
远东以金融创新为突破口, 对公司影响力与业务发展提供新动力。1) 2019 年, 远东宏信在部分领域开展供应链金融服务, 帮助部分中小微企业解决了融资难问题。2) 截至 2019 年, 公司累计 PPP 项目落地 15 个, 回购期项目回款率 100%。

图 19: 小微企业贷款余额和供应链金融市场规模



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图 20: 国内 PPP 项目投资结构



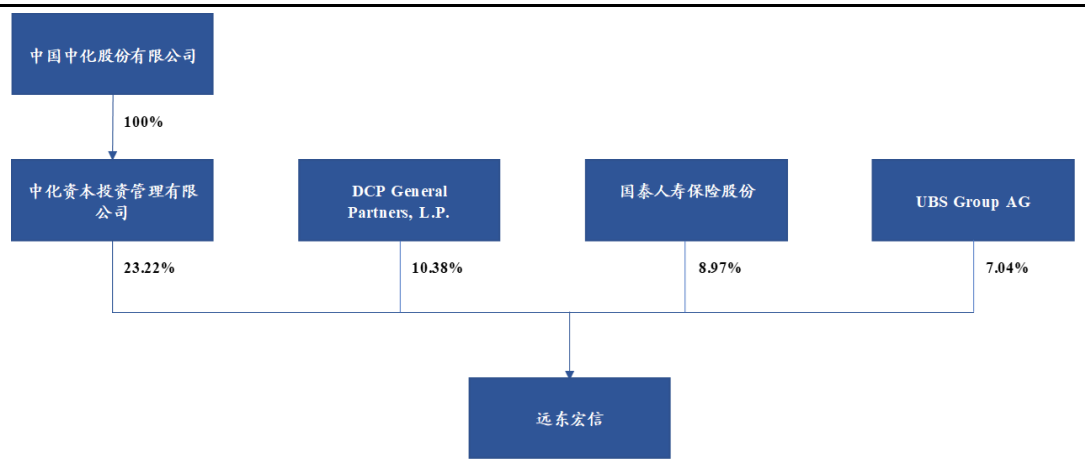
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

### 3. 市场化机制重视人才，构筑核心竞争力

#### 3.1. 公司背靠大型央企，治理结构市场化

股东背景强大，战略规划能力及资源整合能力将对公司产生积极影响。截至 2020 年 7 月，公司第一大股东为中化资本投资管理有限公司，持股 23.22%，是中国中化完全控股子公司。中国中化是我国领先的石油和化工产业综合运营商、农业投入品和现代农业服务一体化运营企业，并在城市开发运营和非银行金融领域具有较强的影响力，2019 年分别实现营收与净利润 5863 亿元、133.6 亿元，营收排名位列世界企业 88 位，石化领域市占率稳居国内前四。股东背景强大，战略规划能力，以及资源整合能力将对远东宏信产生积极影响。

图 21：2020 年 7 月公司股东结构



数据来源：同花顺，东吴证券研究所

**经验丰富的管理层对公司治理能力形成支撑。**公司治理结构国际化，现任董事局主席为中化集团董事长宁高宁，现任非执行董事包括中化集团总会计师、国泰世华银行董事长、前 KKR 全球合伙人、前国际金融公司（IFC）高管等。管理团队在融资租赁行业从业近 20 年，专业程度极高、经验丰富，团队稳定并看好公司长期发展，管理层共持股超过 10%，与投资者利益高度一致。

图 22: 公司管理团队经验丰富

	孔繁星 行政总裁 执行董事兼 董事局副主席	全面负责公司战略与经营管理, 担任核心高管近20年		李建成 副总裁	负责宏信健康的运营管理, 拥有 超过17年行业经验
	王明哲 财务总监 执行董事	负责财务管理、风险控制、资金 管理、投资者关系等工作, 拥有 超过20年行业工作经验		章春雨 宏信建发 总经理	负责宏信建发的运营管理, 拥有 8年的融资租赁行业和9年的设备 经营租赁行业的经验
	曹健 高级副总裁	负责金融业务方向的经营和管理, 在行业拥有近20年工作经验		詹静 总裁助理	负责金融业务方向的运营管理, 拥有超过15年的融资租赁行业的 经验及5年银行工作经验
	王瑞生 副总裁	负责政府关系、行政管理工作, 拥有超过25年的企业管理经验		郭春浩 总裁助理	负责公司多个业务板块的运营管 理, 拥有超过15年的融资租赁行 业的经验

数据来源: 远东宏信公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 股权激励绑定公司核心管理团队利益

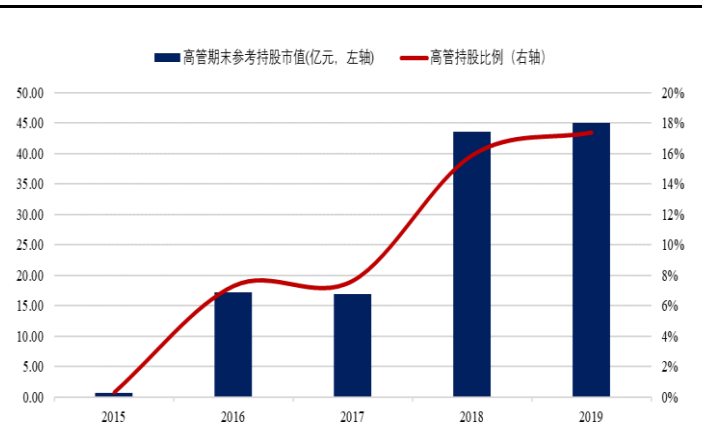
**奖励性持股计划与建议采纳购股权计划。**1) 建立有效的雇员激励计划以使雇员薪酬与其整体表现及对公司贡献挂钩, 并已建立一套以业绩为基础的薪酬奖励计划。以年资、预算管理能力和风险管理能力等多维标准评估高级雇员。2) 截止到 2019 年, 高管持股比例达到 17.39%, 且高管、雇员手中仍有部分尚未行使购股权。此外, 于 2019 年达到上线的两项股权激励计划上限均得到提升, 委托代理问题被削弱。

图 23: 股权激励计划

日期	股权激励计划名称	针对群体	限制	目前情况
2014.7.7	购股权计划	高级、中级管理人员及其他关键雇员	批准日股本 4%	股份已授完
2014.6.11	限制性股份奖励计划	高级、中级管理人员及其他关键雇员	批准日股本 6% (2019 年达到上限后重新修订股份上线)	存续中
2019.6.5	购股权计划	高级、中级管理人员及其他关键雇员	批准日股本 4%	存续中

数据来源: 远东宏信公司公告, 东吴证券研究所

图 24: 高管持股情况统计



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 人才培养机制完善, 构建核心竞争力

**人才培养机制完善, 为企业发展提供不竭动力。**1) 作为模式驱动型企业, 远东一直重视人才培养。为解决人才短缺的问题, 自 2005 年起, 远东启动了“铸剑行动”, 开发定制课程, 培养租赁人才。“铸剑行动”累计为公司和整个租赁行业培养了 2000

多名的优秀人才，远东宏信也被称为融资租赁界的“黄埔军校”。2) 人才质量强，部分来自于远东宏信的人才现在以及成为行业领军人物。以平安租赁为例，平安租赁目前管理团队的6人均来自于远东集团。

图 25: 平安租赁管理团队 (2020 年 11 月 18 日)

姓名	现任职务	曾任远东职务
方蔚豪	平安租赁董事长兼CEO	副总经理
李文艺	平安租赁常务副总经理	远东宏信有限公司部门副总经理
魏林丰	平安租赁副总经理	远东租赁事业三部和教育系统事业部负责人
邰雪勇	平安租赁总经理助理	远东国际租赁有限公司质控总监
赵金刚	平安租赁总经理助理	远东国际租赁有限公司区域负责人
邵长卫	平安租赁总经理助理	远东国际租赁有限公司金融业务部总监

数据来源：平安租赁官网、百度百科，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

公司当前对应 21 年 5.3 倍 PE，0.8 倍 PB，长期的价值回报和安全边际优异！我们预计 2020、2021 年每股收益分别为 1.14 元、1.30 元，每股净资产分别为 7.94 元、8.24 元，对应 PE 分别为 6.0x、5.3x，对应 PB 分别为 0.86x、0.83x，维持“买入”评级！

#### 5. 风险提示

- 1) 国内经济发展下行影响租赁业市场需求：实体经济下行带来各产业尤其是机械制造、化工产品等周期型产业的运营设备需求下降，公司租赁业务难以扩张。
- 2) 金融监管趋严影响行业发展：监管趋严限制公司未来发展杠杆规模。
- 3) 疫情控制不及预期：疫情持续会带来实体经济承压，承租人偿债能力的下降，影响公司租赁业务回款率，资产风险上升。

## 远东宏信财务预测表

合并资产负债表 (百万元)					合并利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3990	4029	4150	4275	营业总收入	26856	26992	29654	32746
按公允价值计入损益的金融资产	313	316	325	335	金融服务	15842	15536	16768	17841
衍生金融资产	659	666	686	706	咨询服务	4574	4117	4425	4779
贷款及应收账款	98741	100716	103737	106849	产业运营	6521	7421	8550	10224
预付款项及其他应收款	2716	2770	2853	2939	营业总成本	-19712	-19534	-21182	-22885
存货	404	412	424	437	营业成本	-12525	-12170	-12799	-13834
其他流动资产	5985	6155	5189	4171	管理费用	-3641	-3671	-4033	-4421
流动资产合计	112807	115064	117365	119712	财务费用	-461	-499	-549	-557
有使用权资产	3423	3491	3631	3776	资产减值损失	-1982	-2177	-2308	-2423
按公允价值计入损益的金融资产	4130	4213	4381	4556	公允价值变动收益				
贷款及应收款项	102380	104427	108605	112949	加: 投资收益	-268	-134	-80	40
固定资产	11583	11815	12287	12779	对联营企业和合营企	192	202	212	223
预付款项及其他应收款	11581	11812	12285	12776	业的投资收益				
无形资产	34	35	37	38	其他收益	928	940	984	1034
商誉	2322	2368	2463	2562	营业利润	7145	7458	8472	9861
递延所得税资产	4181	4265	4435	4613	利润总额	7145	7458	8472	9861
其他非流动资产	8129	8292	8623	8968	减: 所得税费用	-2317	-2418	-2747	-3197
非流动资产合计	147763	150718	156747	163017	净利润	4828	5040	5725	6663
资产总计	260571	265782	274112	282729	归属于母公司股东的	4338	4536	5153	5997
短期借款	87745	88622	91281	94019	净利润				
其他流动负债	5996	6056	6237	6424	少数股东损益	-21	-35	-32	-42
长期借款	74651	76144	78429	80782					
预计负债	41991	42657	43936	45254					
递延所得税负债	237	241	249	256	营业收入增长率	5.82%	0.51%	9.86%	10.43%
其他非流动负债	8416	8584	8842	9107	归母净利润增速	10.44%	4.57%	13.60%	16.39%
负债合计	219036	222304	228974	235843	归母净资产增速	6.25%	4.68%	3.82%	3.87%
实收资本 (或股本)	10281	10281	10281	10281	每股收益 (EPS)	1.09	1.14	1.30	1.51
归属于母公司所有者权益合	30128	31538	32742	34010	每股净资产 (BVPS)	7.58	7.94	8.24	8.56
计					净资产收益率 (ROE)	14.99%	14.71%	16.03%	17.97%
少数股东权益	1546	1593	1640	1689	P/E	6.27	6.00	5.28	4.54
股东权益合计	41535	43478	45138	46886	P/B	0.90	0.86	0.83	0.80
负债及股东权益总计	260571	265782	274112	282729					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>