

中信证券研究部



邵子钦
首席非银分析师
S1010513110004



薛姣
非银分析师
S1010518110002



田良
非银分析师
S1010513110005



童成墩
非银分析师
S1010513110006

远东宏信	03360.HK
评级	买入（维持）
当前价	8.43 港元
总股本	3,954 百万股
港股流通股本	3,954 百万股
52周最高/最低价	8.87/6.86 港元
近1月绝对涨幅	2.06%
近12月绝对涨幅	6.55%

核心观点

融资租赁主业发展稳健，当前估值处于合理区间。医院运营效率进入提升阶段，随着其盈利占比提升，将提升整体的安全边际，维持“买入”评级。

■ **净利润同比增长 22%，符合预期。**2018 年公司平均生息资产余额 2167 亿元，同比增长 29%，主要由于下半年出表进度低于预期，全年发行 ABS169 亿元，较 2017 年减少 165 亿元。其中城市公用事业（占比 25%）平均生息资产余额同比增长 129%，是增长核心驱动力。净利差 2.28%，低于 2018H1 的 2.49%但高于 2017 年的 1.96%，反映了下半年资金面的宽松趋势。

■ **不良生成压力减轻，净利差展望稳定。**年末不良资产率 0.96%，与中期末持平。一方面公司加大不良资产核销，核销比率 34.41%，高于 2017 年的 5.21%和 2018H1 的 9.89%；另一方面，2018 年下半年新生成不良资产 3.56 亿元，较 2018H1 下降 2.85 亿元。政策趋缓下，客户经营压力减轻，资产安全有望保持稳健。随着资金成本下降和银行信贷资源释放，资产和负债端利率同向走低，考虑到公司转移定价能力优异，净利差和净息差收窄压力有限，我们预测 2019 年将较 2018 年分别下降 0.06/0.17pct。

■ **表内杠杆见顶，资产出表提速下，ROE 有望保持稳定。**2018 年末杠杆率 6.80，虽较 2018 年中期末的 7.29 有所下降，但表内贷款提升空间有限，我们预测 2019 年生息资产增速低于 10%。2018Q1 公司已公告出售基础资产 85 亿元，出表显著提速。预计随着资产周转率提升，全年 ROE 仍有望保持稳定。

■ **医院生态初具雏形，进入效率提升阶段。**公司投资医疗机构数达到 54 家，可开放床位数 20000 张阶段性目标达成。其中实际投入运营 46 家，可开放床位数 16000 张，全年实现收入 37.69 亿元。2018 年末已并表医院数达到 25 家，加计参股医院达到 32 家，并表收入 21.94 亿元。随着前期设备和标准统一工作完成，存量医院服务模式逐步规范，利润率有望进一步提升。同时，随着交割逐步完成，外延并购增量仍将持续。综合看，产业运营收入和利润贡献将进一步显现。

■ **风险因素。**净利差收窄超预期；资产质量恶化；资产出表速度不及预期。

■ **盈利预测及估值。**结合年报数据，我们调整 2019/2020 年 EPS 预测为 1.13/1.27 元（前值 1.14/1.29 元），新增 2021 年预测 1.43 元。BVPS 分别为 7.75/8.55/9.47 元，对应 PB 估值为 0.93/0.84/0.76 倍。仅考虑具有顺周期性的租赁主业，当前估值处于合理区间。预计随着服务属性的医疗板块盈利占比提升，将提升整体安全边际，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,888	25,542	27,476	30,679	34,117
净利润(百万元)	3,229	3,927	4,350	4,898	5,511
每股收益 EPS(基本)(元)	0.84	1.02	1.13	1.27	1.43
净资产收益率 ROE%	13.4%	14.8%	14.9%	15.2%	15.5%
每股净资产（元）	6.41	7.01	7.75	8.55	9.47
PE	8.54	7.05	6.37	5.66	5.03
PB	1.12	1.03	0.93	0.84	0.76

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 21 日收盘价

表 1: 租赁业务核心指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
生息资产平均余额增速	27%	29%	9%	7%	6%
平均生息资产收益率	6.55%	7.45%	6.87%	6.88%	6.89%
平均计息负债成本率	4.59%	5.17%	4.65%	4.65%	4.65%
净利差	1.96%	2.28%	2.22%	2.23%	2.24%
不良资产比率	0.91%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
拨备覆盖率	219.71%	236.73%	236.73%	236.73%	236.73%
咨询业务收入增速	22%	5%	9%	13%	16%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

表 2: 医院运营板块概要

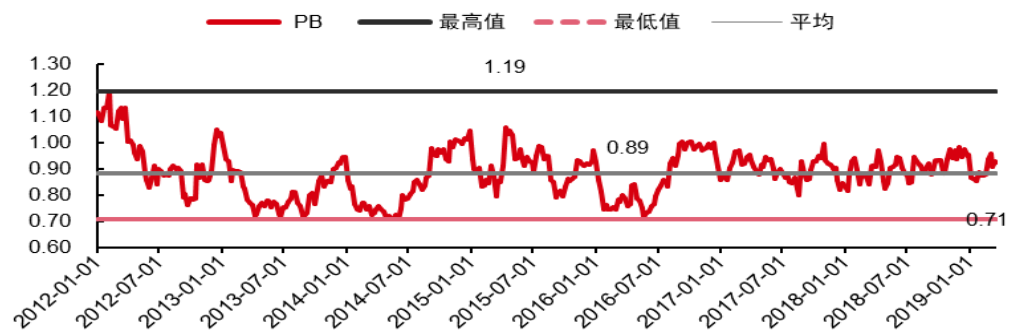
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
并表医院数量	20	25	31	37	43
新并表医院数量	10	5	6	6	6
估算并表可开放床位数	7,299	9,574	11,872	14,170	16,467
院均病床数	365	383	383	383	383
年平均实际床位数	5,319	8,437	10,723	13,021	15,318
医院运营年收入	1,314	2,141	3,217	4,102	5,067
毛利	389	557	879	1,176	1,526
毛利率	30%	26%	27%	29%	30%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

表 3: 2018Q1 已公告出售基础资产

百万元	账面值	出售价	出售主体
2019.3.15	1670	1,702	远东国际租赁
2019.3.15	343	350	远东宏信天津
2019.3.13	2516	2,549	远东国际租赁
2019.3.13	713	719	远东宏信天津
2019.3.7	2896	2,905	远东国际租赁
2019.3.7	384	390	远东宏信天津
合计	8522	8615	

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 1: 远东宏信 2012 年以来动态 PB 估值


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。