

【广发非银&海外】远东宏信 (03360.HK)

“金融+产业”特色化经营的租赁行业龙头

核心观点:

- **强资本实力及股东背景。** 公司为一家横跨金融和产业的综合集团，背靠大型央企中国中化集团。2019 年末，公司总资产规模排名租赁行业第三，为业内体量最大的外资融资租赁公司。
- **主营业务板块兼备弱周期属性及良好成长性。** 医疗和教育板块为公司传统优势且核心板块，具备弱周期属性。近年城市公用事业与建设板块收入贡献占比提升，主要受益于政策加大基础设施建设投入。
- **多产业布局，特色化及专业化的产融结合：** 公司分为金融及咨询业务分部和产业运营分部。从收入结构看，产业运营分部税前收入快速增长至 2019 占比 24%；从公司营业利润率指标看，2018 与 2019 年公司营业利润率有显著上升，部分反映了产业分部收入贡献对公司利润率的提升作用。
- **多渠道融资分散风险及降低成本。** 与银行系租赁公司对比，公司融资成本相对较高。远东国际租赁各项债券产品发行规模均在行业前列，为国内资产证券化产品发行最活跃且存量规模最大的融资租赁公司。
- **严选准入行业与客户层级，整体资产质量良好。** 2015-2019 年远东宏信不良租赁资产率保持在 0.90%-1.15% 水平，稳定低于中小银行（取上市农商行及城商行年报披露数据的平均值），拨备覆盖率保持在 200% 以上的较高水平。截至 2019 年末，公司不良率为 1.11%，拨备覆盖率为 246%，保持风险可控。
- **盈利预测和投资建议：** 公司传统租赁业务投向领域兼备稳定性与成长性，流动性宽松背景下有望受益资产端需求旺盛，预计 2020-2021 年每股收益分别为 1.24 元、1.32 元，每股净资产分别为 7.76 元、8.55 元，对应最新交易日收盘价，PE 分别为 5.11x、4.80x；PB 分别为 0.82x、0.74x。按分部估值法计算，公司合理价值为每股 8.64 港元，对应 2020E PE 为 6.27x。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：** 经济大幅下行；风险事件集中爆发；公司坏账率提升等。

盈利预测:

单位: 人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	25379	26856	27022	29772	33139
增长率 (%)	35.1%	5.8%	0.6%	10.2%	11.3%
归母净利润 (百万元)	3927	4338	4433	4716	5079
增长率 (%)	21.6%	10.5%	2.2%	6.4%	7.7%
EPS (元/股)	1.02	1.22	1.24	1.32	1.41
市盈率 (P/E)	6.09	5.10	5.11	4.80	4.51
ROE (%)	14.8%	15.0%	11.7%	11.9%	11.7%

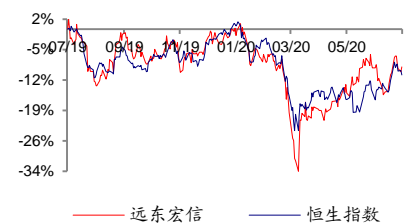
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	增持
当前价格	7.04 港元
合理价值	8.64 港元
报告日期	2020-07-15

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3963.61/3963.61
总市值/流通市值 (亿港元)	272.70/272.70
一年内最高/最低 (港元)	7.73/5.01
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.03/54.18
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	12.42/-9.11

相对市场表现



分析师:



陈福

SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:



陈韵杨

SAC 执证号: S0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、稳健经营的融资租赁龙头	5
(一) 注册资金最大的外资融资租赁公司	5
(二) 背靠大型央企中化集团	5
(三) 收益稳定增长, 资产投向聚焦医疗健康、建设、教育等成长性产业	6
二、业务剖析: 金融+产业运营	8
(一) 金融及咨询服务分部	8
(二) 产业运营分部	11
三、核心竞争优势	14
(一) 金融+产业, 产融结合典范	14
(二) 多渠道融资分散资金风险和降低成本	15
(三) 良好赛道与客户选择	16
四、投资建议	17
(一) 行业发展迎新机遇, 公司龙头优势凸显	17
(二) 传统租赁业务受益风险缓解, 产业运营稳步拓张	19
(三) 盈利预测	20
五、风险提示	22

图表索引

图 1: 远东宏信持股 5%以上股东持股份额 (2019 年报)	6
图 2: 中化集团盈利能力 (亿元)	6
图 3: 远东宏信总资产规模 (亿)	6
图 4: 远东宏信盈利能力 (亿元)	6
图 5: 远东宏信营业收入及同比 (亿元)	7
图 6: 远东宏信净利润及同比 (亿元)	7
图 7: 远东宏信各版块收入贡献	8
图 8: 远东宏信金融及咨询服务分部收入 (亿元)	9
图 9: 公司融资租赁生息资产平均余额 (亿元)	9
图 10: 公司融资租赁服务净利息收入与净息差 (亿元)	9
图 11: 核心领域市占率	10
图 12: 各板块租赁收益率	10
图 13: 核心板块期末生息资产余额 (亿元)	10
图 14: 核心板块生息资产规模净增量 (亿元)	10
图 15: 核心板块租赁业务年化收益率	11
图 16: 核心板块租赁业务收入净增加额 (亿元)	11
图 17: 咨询业务收入及占公司税前营收比重 (亿元)	11
图 18: 2019 租赁服务与咨询服务收入按行业拆分	11
图 19: 远东宏信经营租赁板块收入及毛利率	12
图 20: 远东宏信经营租赁资产 (亿元)	12
图 21: 远东宏信参股医疗机构家数及可开放床位张数	12
图 22: 远东宏信医院运营收入及毛利率	12
图 23: 远东宏信集团医院布局 (标绿)	13
图 24: 远东宏信营运院校及在校学生人数	14
图 25: 远东宏信教育运营收入及毛利率	14
图 26: 远东宏信医疗板块产融一体化	14
图 27: 远东宏信营业收入及营业利润率 (亿元)	15
图 28: 远东宏信杠杆率及 ROA	15
图 29: 平均融资成本率对比	16
图 30: 净息差对比	16
图 31: 远东宏信生息资产行业分布	16
图 32: 主要投向行业不良率 (%)	16
图 33: 不良租赁资产率对比	17
图 34: 拨备覆盖率对比	17
图 35: 租赁公司分类数量 (家)	18
图 36: 平均每家租赁公司期末合同余额 (亿元)	18
图 37: 远东宏信 PE Band	21
图 38: 远东宏信 PB Band	22

表 1: 2019 年租赁公司总资产 5 强排行榜	5
表 2: 远东宏信板块划分	7
表 3: 远东宏信业务分部	8
表 4: 2019 年部分上市公司医疗服务分部运营情况	13
表 5: 2019 年租赁公司融资统计	15
表 6: 2018 各国租赁投资渗透率排名相关数据	17
表 7: 融资租赁行业监管政策变化	18
表 8: 各类租赁公司监管指标	19
表 9: 远东宏信生息资产规模预测 (百万元)	19
表 10: 远东宏信租赁平均收益率与利息支出平均成本率预测 (百万元)	20
表 11: 远东宏信产业运营盈利预测 (百万元)	20

一、稳健经营的融资租赁龙头

（一）注册资金最大的外资融资租赁公司

远东宏信于2011年在香港联交所主板上市,为一家横跨金融和产业的综合集团。作为中国领先的金融综合服务机构,远东宏信致力通过融资租赁以及其他增值服务,为客户提供度身订制的一体化金融服务解决方案。

根据监管机构的不同,融资租赁企业可分为金融租赁企业及融资租赁企业。远东宏信属于融资租赁企业。根据中国租赁联盟数据统计,截止2019年末,远东租赁以2551.39亿元的总资产规模排名租赁行业第三,且为商务部监管下的最大的外资融资租赁公司。

表1: 2019年租赁公司总资产5强排行榜

排名	企业	性质	总资产(亿元)	注册资本金(亿元)
1	工银金租	融资租赁	2709.81	180
2	渤海租赁	金融租赁	2655.37	221.01
3	远东租赁	融资租赁	2605.71	125.35
4	国银租赁	金融租赁	2613	126.42
5	交银金租	融资租赁	2531	85

数据来源: 中国租赁联盟、广发证券发展研究中心

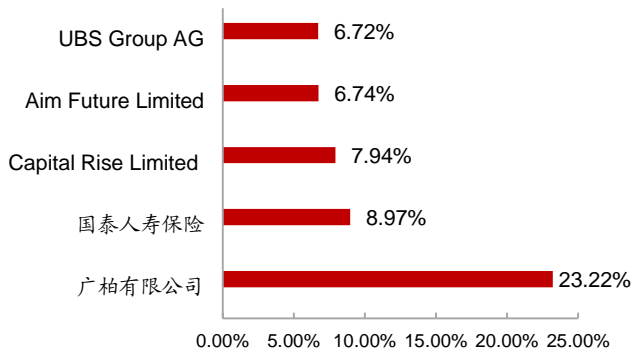
1991年,远东宏信作为合资企业在沈阳成立。2001年,公司完成重组并迁至上海,开始进入医疗行业运营。2011年,远东宏信于香港联交所正式上市,募资金额59.0亿港元,并于2012及2015年完成两次定向配售,募资合计73.2亿港元,有力补充资本实力。至今远东宏信业务拓展至金融、投资、贸易、咨询、工程等一体化产业运营服务,同时布局并运营医疗、设备工程、K-12教育等产业。实现“金融+产业”的一体化运营服务。

（二）背靠大型央企中化集团

截止2019年末,公司持股5%以上的大股东数量为5家,第一大股东为广柏有限公司,持有股份占比为23.22%。

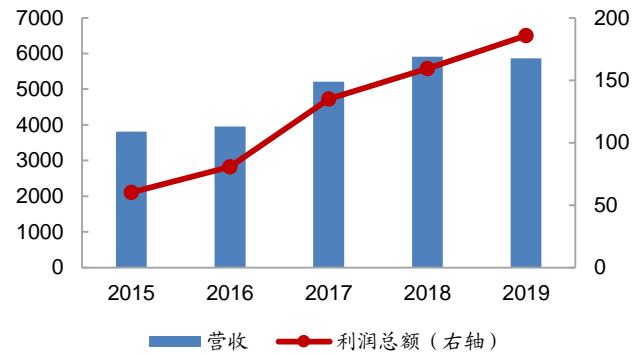
广柏有限公司是中国中化集团公司的全资子公司,中化集团是国务院国资委监管的国有重要骨干企业。中化集团业务范围广泛,设立能源、化工、农业、地产和金融五大事业部。中化集团作为领先的石油和化工产业综合运营商、农业投入品和现代农业服务一体化运营企业,并在城市开发运营和非银行金融领域具有较强的影响力。

图1: 远东宏信持股5%以上股东持股份额(2019年报)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图2: 中化集团盈利能力(亿元)

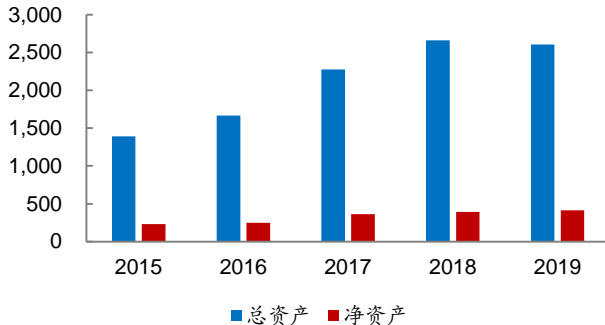


数据来源: 集团官网, 广发证券发展研究中心

(三) 收益稳定增长, 资产投向聚焦医疗健康、建设、教育等成长性产业

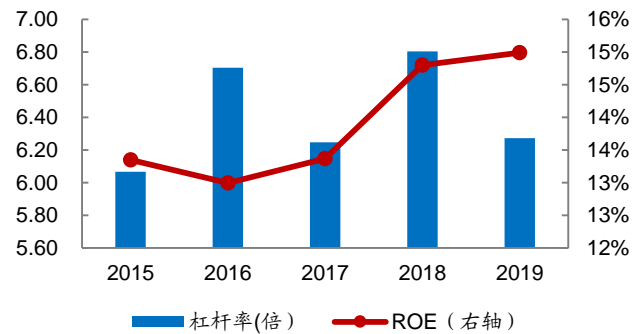
公司总资产规模稳步扩大, 盈利能力稳定增长。2019年公司年报显示, 远东宏信公司总资产规模达到2605.71亿元。公司ROE稳定上升, 在2019加权平均ROE年为14.99%, 持续稳步提升。2019年实现营业收入达到268.56亿元, 同比增长5.82%; 实现归母净利润43.38亿, 同比增长10.44%。营业总收入和净利润均保持稳定增长。

图3: 远东宏信总资产规模(亿)



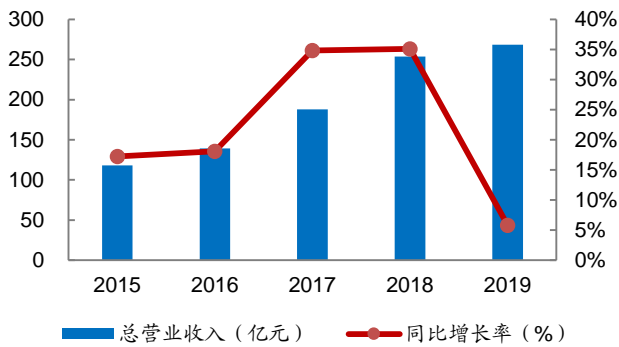
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图4: 远东宏信盈利能力(亿元)



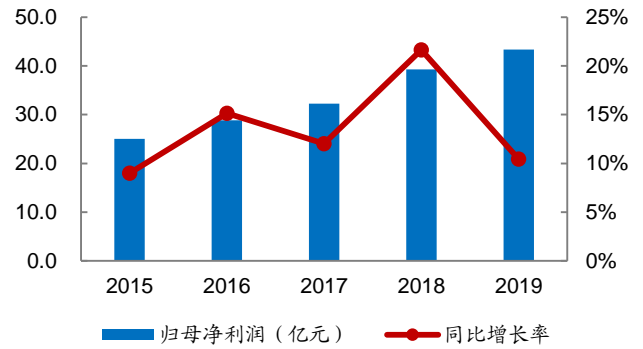
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图5: 远东宏信营业收入及同比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图6: 远东宏信净利润及同比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

按板块划分, 医药、教育及城市公共建设对营收贡献占比高。2018年部门调整后, 按产业划分, 远东宏信分为七大营业分部。从总收入构成看, 2019年, 收入构成占比最大的板块为医疗健康板块, 以68.33亿元占比总收入的25.37%。其余占比较大的板块为城市公用、工程建设及文化旅游, 分别占比24.59%、16.84%和13.37%。

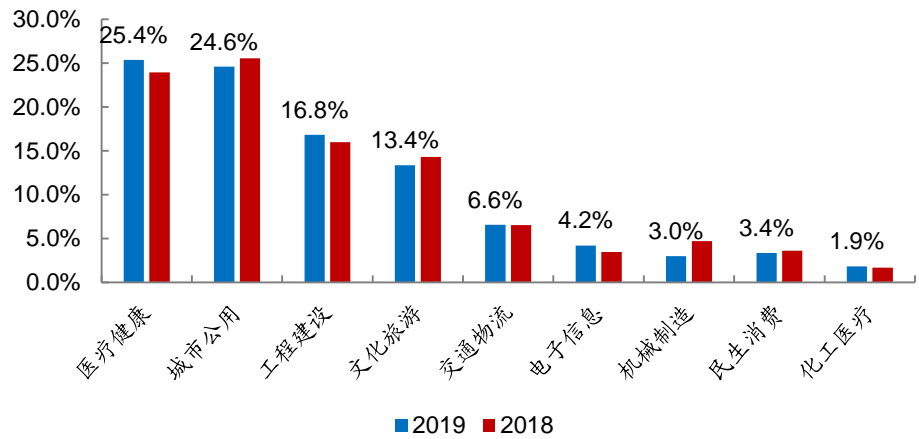
表2: 远东宏信板块划分

2019 新行业划分	调整变化
医疗健康	(原医疗)
化工医疗	(新增)
文化旅游	(原教育) 覆盖幼儿至高中教学、文化传媒体育娱乐
工程建设	(原建设)
机械制造	(原工业装备) 主要包括汽车、机械、材料工业等细分行业
电子信息	主要包括信息传媒、电子制造等细分行业
民生消费	(同) 主要包括包装、食品、纺织轻工、信息运输及服务、商贸零售等细分行业
交通与物流	(原交通) 主要包括交通基础设施、交通运输服务、交通延伸服务、物资与物贸、农林牧渔、绿色生态等细分行业
城市公用事业	(同) 主要包括城市基础设施建设、城市市政服务、城市运营服务等细分行业

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

业务板块包含国计民生基础领域, 兼备弱周期属性及良好成长性。主要营收构成中, 医疗和教育板块为公司传统优势且核心板块, 具备弱周期属性, 保持稳定增长。近年城市公用事业与建设板块收入贡献占比提升, 主要受益于政策加大基础设施建设投入, 对租赁及建设需求增加, 订单量及单价双提升。

图7: 远东宏信各版块收入贡献



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

二、业务剖析: 金融+产业运营

远东宏信分为两个经营分部: (1) 金融及咨询业务分部, 主要包括开展各类租赁、委托贷款等融资服务及咨询服务; (2) 产业运营分部, 主要包括运营管理、贸易经济服务, 涉及医疗、工业、船舶、设备等多领域。

从营收贡献占比看, 金融及咨询业务分部作为传统主业, 营收占绝对份额, 近年产业运营开展得力, 产业运营分部营收贡献占比稳步提升, 自2016年占比15%提升至2019年24%。

表3: 远东宏信业务分部

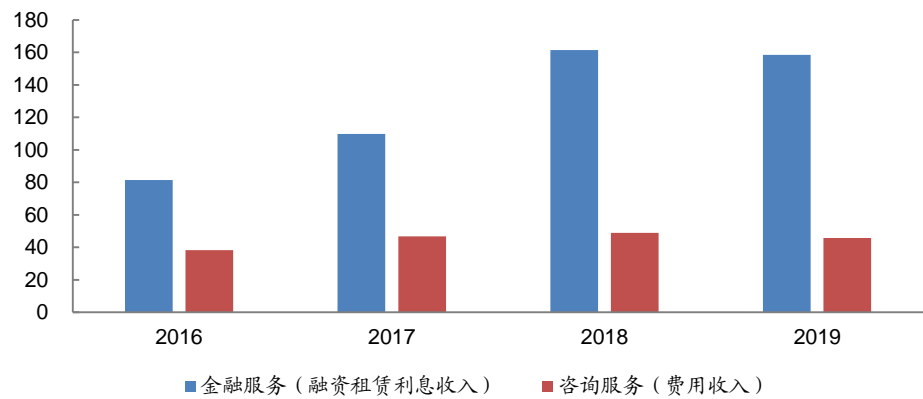
经营分部	业务	收入贡献占比			
		2016	2017	2018	2019
金融、租赁及咨询业务	直接融资租赁、售后回租赁、保理、委托贷款、经营租赁、咨询服务	86%	83%	82%	76%
产业运营及管理业务	医疗设备进出口贸易及国内贸易、工业装备行业内贸易代理服务、船舶经纪服务、医疗工程安装、设备运营、亿元及医疗管理、交易管理及咨询	15%	17%	18%	24%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(一) 金融及咨询服务分部

金融及咨询服务分部收入划分为融资租赁利息收入及咨询业务。

图8: 远东宏信金融及咨询服务分部收入 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

1. 公司通过开展融资租赁业务获得利息收入

从整体看, 公司生息资产规模保持平稳增长。2017-2018H, 公司杠杆率达到阶段性高位, 为维持良好信用评级及风险管理, 公司主动调杠杆, 包括控制新增租赁合同业务量, 及通过ABS加快资产出表, 从2019年报披露数据看, 公司生息资产较2018年末小幅回落。2020年一季度公司完成发行20亿元人民币可转债及3亿美元固息债, 增强流动性。

图9: 公司融资租赁生息资产平均余额 (亿元)

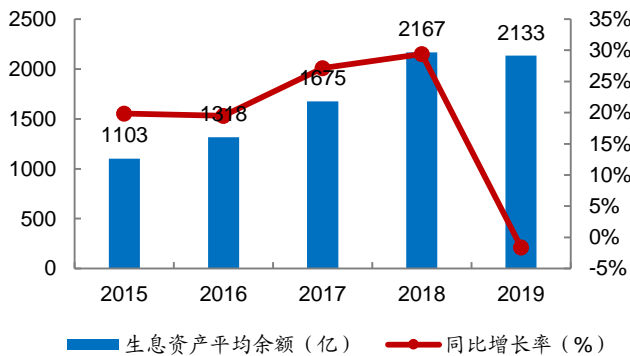
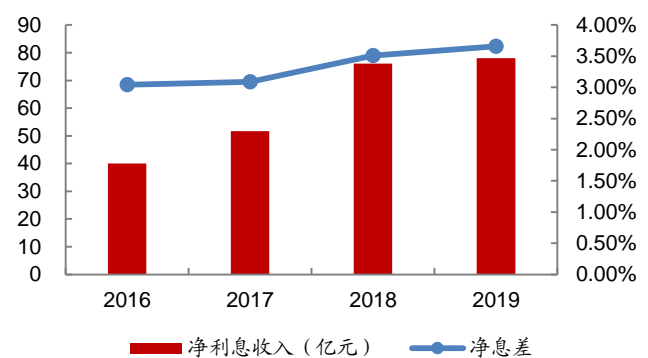


图10: 公司融资租赁服务净利息收入与净息差 (亿元)

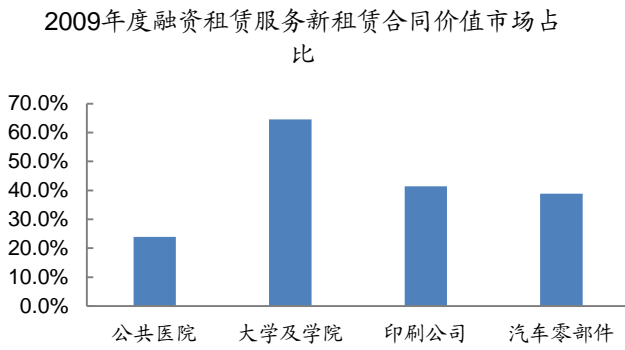


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

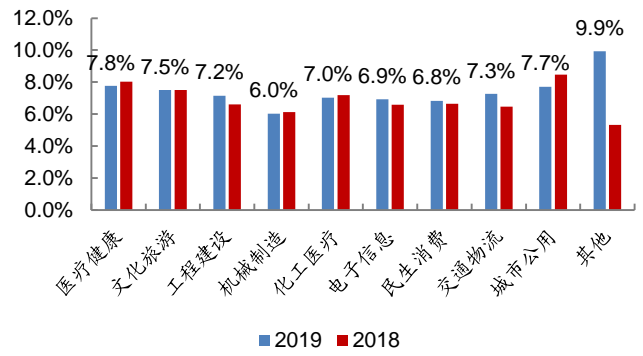
从生息资产余额结构看, 医疗、教育为传统优势行业, 城市公共事业近两年规模增长迅速。公司作为独立第三方属性的融资租赁公司, 业务优势在于其专注弱周期性行业, 专业化属性强以对抗风险。以行业分部模式开展业务, 通过在各业务部门下设立专业团队, 以专注具体产业研究。公司在核心领域的市场份额占绝对优势。公司已逐步缩减航运、纺织等景气度下行行业的资金投向, 占比稳中有升的医疗、教育及城市公共行业均为周期属性较弱, 及有地方融资担保的大中型项目。

图11: 核心领域市占率



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

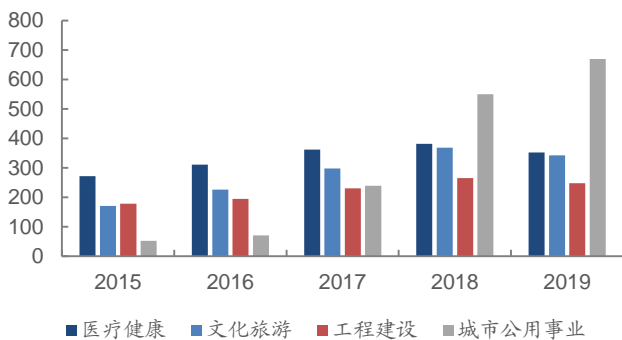
图12: 各板块租赁收益率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

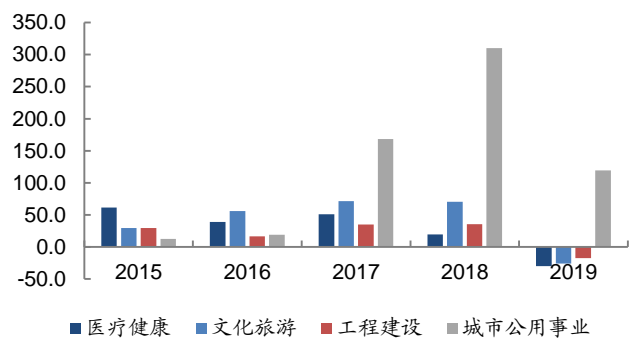
2015-2018年医疗和文化旅游板块生息资产规模增速稳定, 2019年有所放缓, 2015-2019医疗及文化板块生息资产余额年复合增速分别为6.62%与19.02%, 至2019医疗及教育板块生息资产余额分别为351.9与342.4亿元。城市公共事业板块近年增速较快, 2015-2019年复合增速达89.05%, 从2015年末52.38亿元增至2019年末669亿元。

图13: 核心板块期末生息资产余额 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

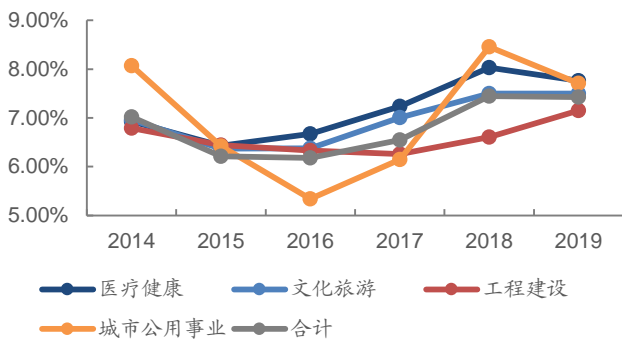
图14: 核心板块生息资产规模净增量 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

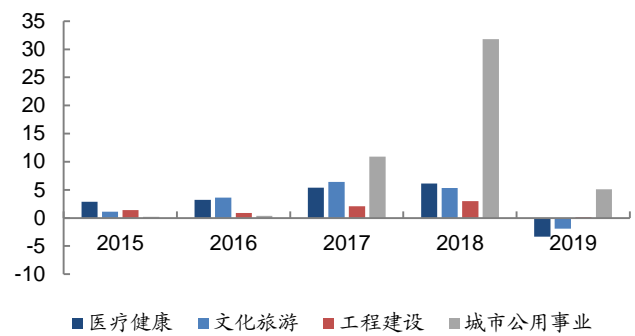
受益2017年以来政策去杠杆下市场流动性趋紧影响, 租赁业务年化收益率呈上行, 加之生息规模快速扩充, 城市公共事业板块成为租赁业务收入增长的强驱动力。

图15: 核心板块租赁业务年化收益率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 核心板块租赁业务收入净增加额(亿元)

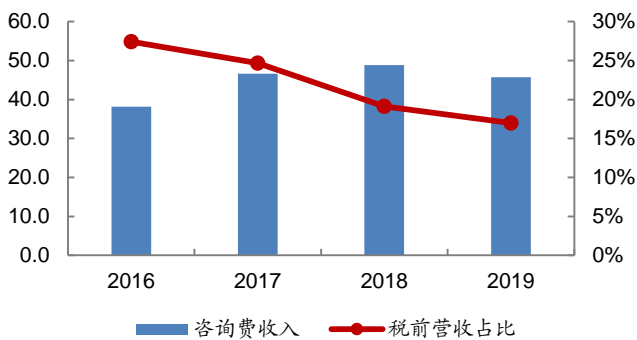


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2.公司在该分部内提供咨询服务等收费类业务

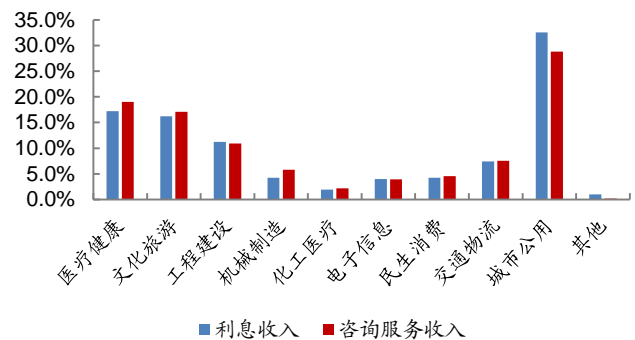
公司发挥自身在金融服务及产业深入研究双重优势, 向客户提供行业分析、业务经营、财务管理等多项服务, 获取可观咨询服务收入。从行业划分看, 咨询业务收入基本与租赁收入同向增长, 权重相当。

图17: 咨询业务收入及占公司税前营收比重(亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 2019租赁服务与咨询服务收入按行业拆分



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

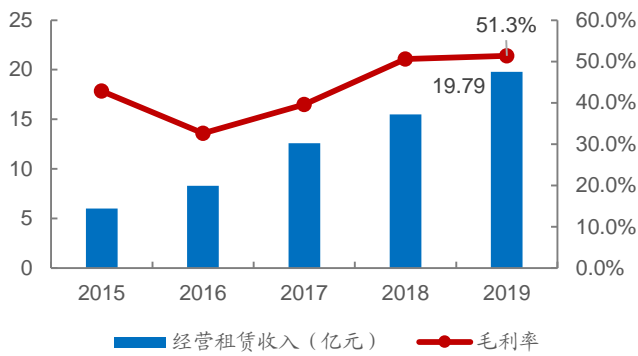
(二) 产业运营分部

产业运营分部主要由医院运营收入、经营租赁收入及教育机构运营收入构成。

1.经营租赁业务主要由子公司宏信建发开展, 主营工业设备、路面设备、电力设备、周转材料等领域的设备租赁(确认为经营租赁收入)及工程施工业务(建造服务收入)。2019年, 受益国家宏观政策导向, 加大基建投入, 整体租赁业务出租率及租赁单价均有显著提升。

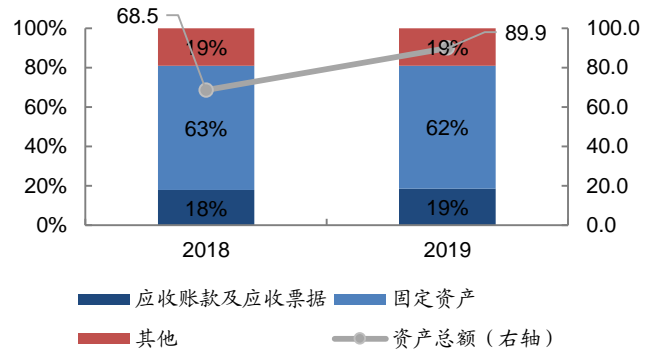
国内工程租赁业务近年发展较快, 渗透率提升显著, 且头部厂商毛利率高于30%, 行业景气度良好。宏信建发为国内最大设备租赁商, 截至2019年设备保有量超过1.1万台, 排名全球第19位, 为国内行业龙头, 发展势头良好。

图19: 远东宏信经营租赁板块收入及毛利率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图20: 远东宏信经营租赁资产 (亿元)

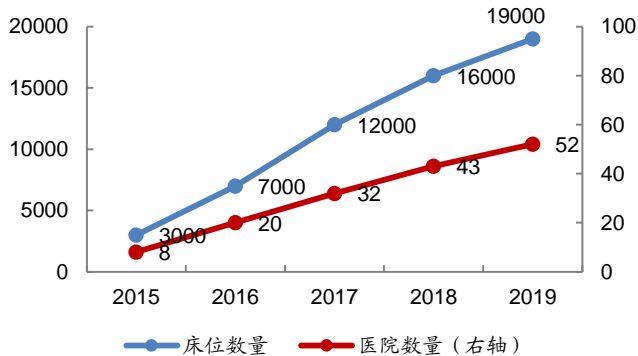


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2. 医院运营: 医疗行业为公司于2001年重整展业后首个涉及的目标行业, 2012年始, 公司搭建产业平台, 并于2014年正式实现产业实体化运营。发展至今, 公司医院运营业务涉及(1)管理咨询, (2)医院投资及运营, 投资并购优质医疗机构, 参与运营; (3)布局高端康复养老等新领域。

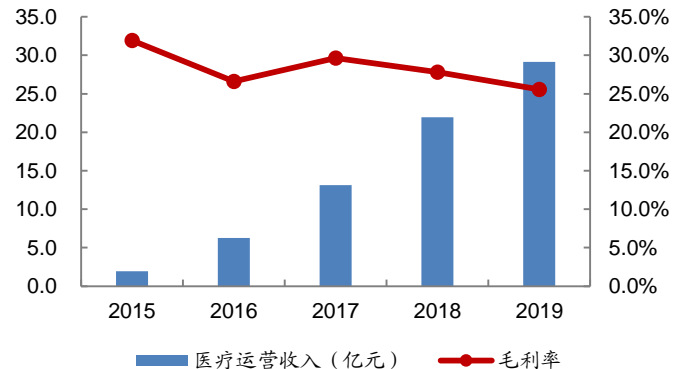
远东宏信医院集团为公司医疗管理运营主体, 通过投资并购、改制重组、规划新建等方式, 截至2019年末已在全国14个省份分布有30家成员医院。旗下子公司柏昆健康为专注康复与养老领域投资运营的平台; 子公司宏信医管则为提供管理咨询及专业研究服务的平台。

图21: 远东宏信参股医疗机构家数及可开放床位张数



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图22: 远东宏信医院运营收入及毛利率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

打造特色化竞争与集团化管理:

差异化布局: 核心布局于一二级县域专科特色显著的综合性医院及地级市专科医院, 与大型公立医院实现差异化竞争, 发挥比较优势。

贯彻因地制宜, 自我发展。 鼓励各家医院根据自身的学科特色, 与周围区域内比较优秀的医院去结合, 包括但不限于可能的医共体医连体等。

以纵向学科事业部去推进集团内部合作。 公司通过构建事业部, 增强内部统一

管理、打造学科特色，及目前远东已构建了妇儿事业部、肾脏病事业部、骨科事业部、康复事业部，并在不断孵化新的学科中心。在事业部基础上细化学科方向，并选择在这个学科方向上比较有显著特色的院长作为负责人，推进该学科在集团内部的长板效应。

图23: 远东宏信集团医院布局 (标绿)



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

单床收入与其他综合性医院对比略低，盈利能力未来有提升空间。根据公司年报披露，截至2019年末，公司医疗运营板块中已实际运营的控股或参股医疗机构(含未交割医院)已达52家，实际开放床位达12000张，经营收入合计39亿元人民币。

对比2019年报披露数据，单床收入略低于同为开展综合性医院运营服务的上市公司复星医药、恒康医疗。主要原因一是公司布局战略差异化，旗下医疗机构等级及营收体量低于大型综合医院。二是尚待运营成熟期到来利润释放。公司于2014年始进入产业化运营，近年并购企业速度较快，按3-5年成熟期计算，近年公司迎来前期投入的首个红利回报期，未来收入有望实现快速增长。

表4: 2019年部分上市公司医疗服务分部运营情况

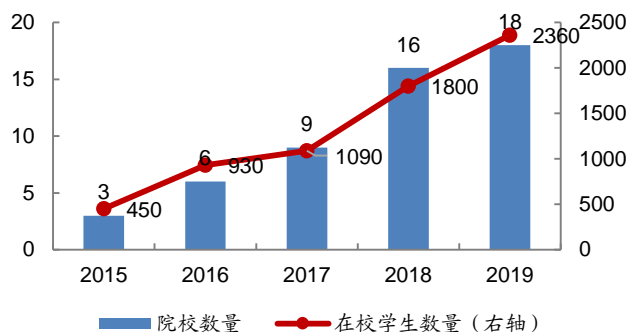
上市公司	2019 (亿元) (张)				2018 (亿元) (张)			
	营收	总资产	床位数	单床收入	营收	总资产	床位数	单床收入
单位	亿元	亿元	张	万元	亿元	亿元	张	万元
复星医药	30.4	96.36	核定床位 4328	70.24	25.63	102.82	核定床位 4118	62.24
恒康医疗	32.03	45.47	实际开放床位近 800 张	37.17	32.34	70.57	实际开放床位 8700	37.17
远东宏信	39	79.89	实际开放床位 12000	32.5	23.17 (含未交割医院 为 37.69 亿元)	64.41	实际开放床位 11000	34.26
信邦制药	19.43		拥有床位近 6000 张	32.38	15.55		拥有床位 6000	25.92

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3.教育机构运营: 集团教育板块覆盖学前教育至高中教育，参与幼儿园及学校课程体系建设及机构管理运营。截至2019年已运营15所幼儿园、3所学校及正筹备

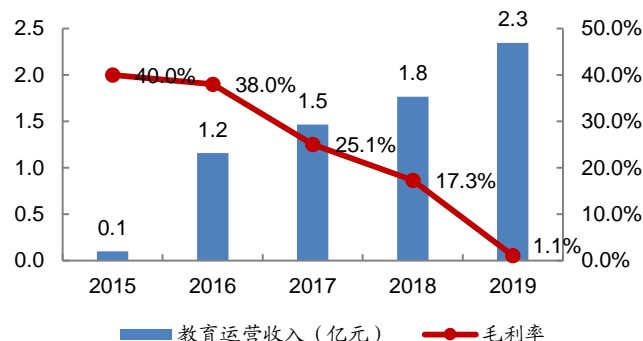
一所高等院校（广州康大护理学院）。整体资产投入增速与毛利率较高。

图24: 远东宏信营运院校及在校学生人数



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图25: 远东宏信教育运营收入及毛利率



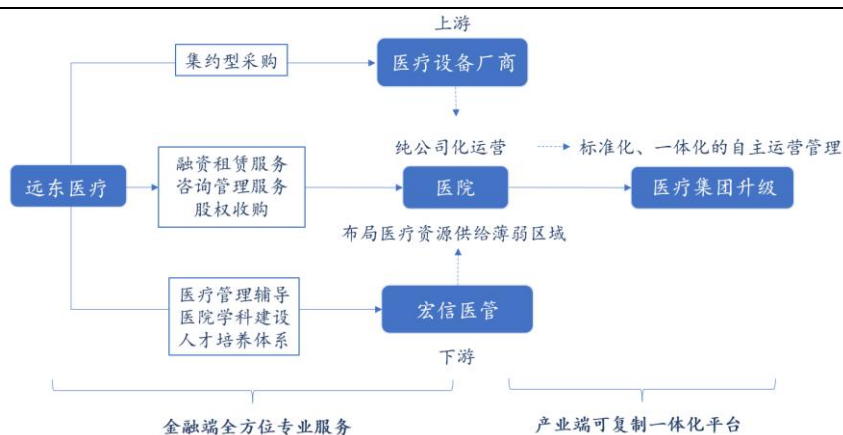
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（2019 由于教育运营板块新营院校数量增加及营运初期毛利率较低，拖累毛利率表现）

三、核心竞争优势

（一）金融+产业，产融结合典范

2001年始，远东宏信按照产业分工来深入拓展融资租赁业务。区别于银行等金融机构的公司制，公司构建起事业部制的业务架构，并只服务于相关产业的客户。产融结合的优势在于在提供融资渠道同时，通过金融及非金融手段发掘产业端的价值和机会，发挥协同作用。

图26: 远东宏信医疗板块产融一体化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2015至2019数据显示，远东宏信产融结合的协同效应逐步体现。我们从三个角度分析：

1.是否贡献收入？从收入结构看，产业运营分部税前收入绝对值快速增长，

对公司总收入的贡献占比亦持续提升（从2016年15%稳步提升至2019年25%），公司经营收入结构也见调整改善。

2.利润率是否有提升？ 扣除税费、销售费用、财务费用等影响因素，从公司核心利润率指标看，公司2011-2017年营业利润率略呈平稳下降，2018至2019年，核心利润率有所提升，部分反映了产业分部收入贡献对公司利润率的提升作用。

3.盈利能力是否有改善？ 从公司ROA与杠杆率看，产业分部的重资本投入未反映在公司整体盈利能力改善。

图27：远东宏信营业收入及营业利润率（亿元）

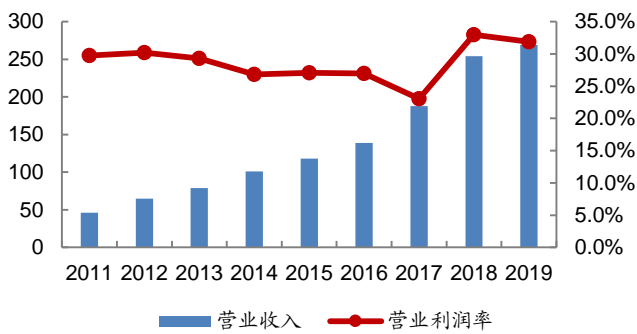
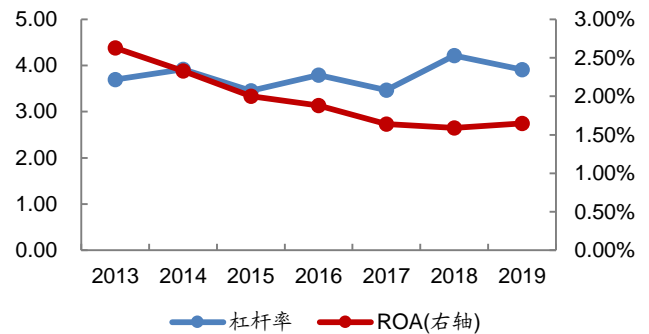


图28：远东宏信杠杆率及ROA



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（营业利润率按营业利润/营业总收入计算）

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（杠杆率按计息负债余额/净资产计算）

（二）多渠道融资分散资金风险和降低成本

远东宏信作为独立第三方系的租赁公司，和银行系租赁公司对比，融资成本相对较高。远东宏信通过多渠道融资分散资金风险，降低借款成本。

表5：2019年租赁公司融资统计

ABS 前五大发行机构			公司债前五大发行机构		
发起机构	发行金额 (亿元)	发行数量 (只)	发起机构	发行金额 (亿元)	发行数量 (只)
平安租赁	297.43	19	平安租赁	153	12
远东宏信	232.57	8	远东宏信	70	3
安吉租赁	120.74	10	中航租赁	49.5	6
海通租赁	77.01	4	中电投租赁	30	3
狮桥租赁	75.97	3	康富租赁	28	4

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

在直接融资市场，远东宏信已形成公司债、中期票据、PPN、超短融等多产品、多市场交替发行的成熟局面，并有大额备用额度根据公司情况可快速发行。根据《中国融资租赁行业2019年度报告》数据显示，在债务融资渠道，远东国际租赁有限公司各项债券产品发行规模均在行业前列，尤其是资产证券化产品。截至2019年末，远东宏信ABS发行发行规模达到232.57亿元，是国内资产证券化产品发行最为成熟、

活跃且存量规模最大的融资租赁公司之一。ABS发行灵活，为公司资产结构调整及现金流提供便捷。

图29: 平均融资成本率对比

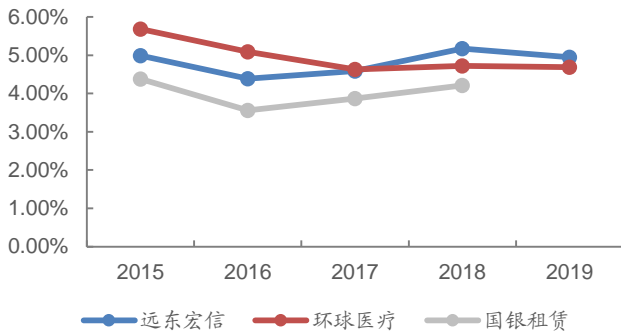
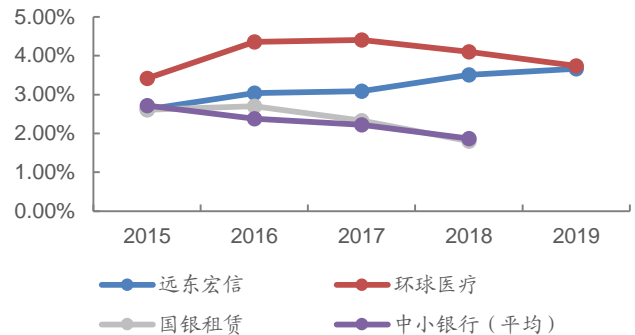


图30: 净息差对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 良好赛道与客户选择

严选准入行业与客户层级。公司挑选国计民生基础的产业和实体经济密切相关的行业。从生息资产规模看,主要核心布局在于医疗(16%,2019年末数据,下同)、文化旅游(16%)、工程建设(12%)和城市公共事业(31%)四大领域,其中医疗及文化(教育)领域现金流稳定,行业整体不良贷款率较低,亦具备中长期良好成长性。目标客户聚焦行业的中高端细分市场的领先参与者。

图31: 远东宏信生息资产行业分布

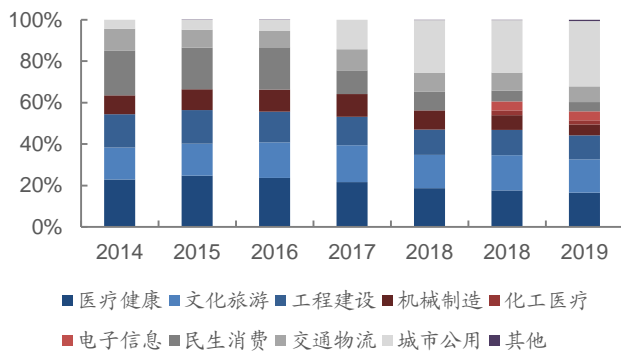
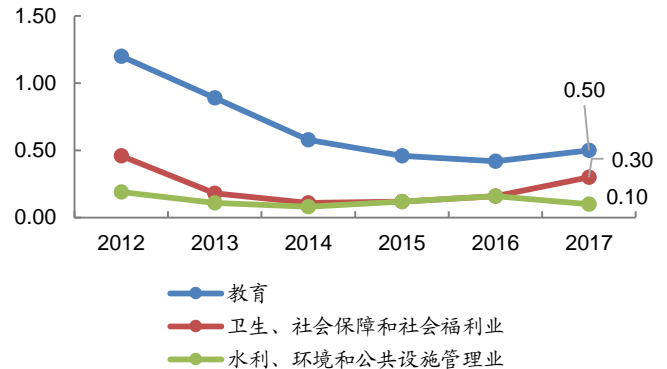


图32: 主要投向行业不良率(%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

整体资产质量良好。2015-2019年远东宏信不良租赁资产率保持在0.90%-1.15%水平,稳定低于中小银行(取上市农商行及城商行年报披露数据的平均值),拨备覆盖率保持在200%以上的较高水平。截至2019年末,公司不良率为1.11%,拨备覆盖率为246%,保持风险可控。

图33: 不良租赁资产率对比

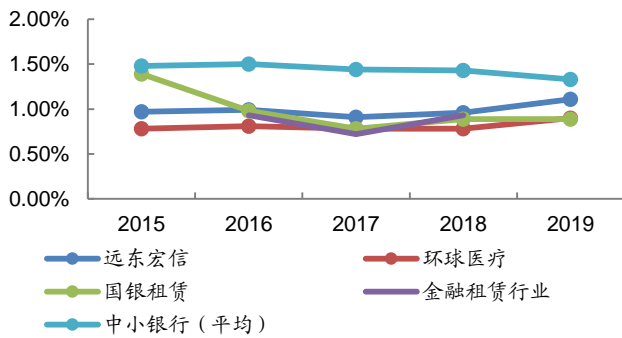
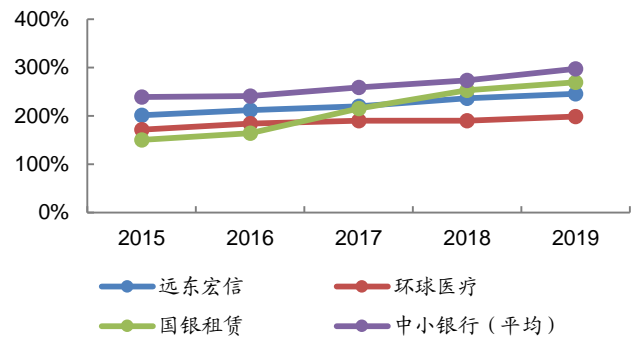


图34: 拨备覆盖率对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

四、投资建议

(一) 行业发展迎新机遇, 公司龙头优势凸显

近年中国租赁行业发展快, 渗透率提升具备潜力。根据《2020世界租赁报告》数据披露, 2017年, 我国租赁新增业务量达到2544.2亿美元, 排名世界第二, 业务增长率为1.27%。然而与发达国家对比, 投资渗透率(投资渗透率等于用租赁的厂房和设备投资总额比上固定资产投资总额)处于低位, 为6.90%, 仅为美国的三分之一。我国GDP渗透率(GDP渗透率是用租赁的厂房和设备投资总额比上GDP)由2015年20名升至2019年排名第19名, 仍有较大的提升空间。

表6: 2018各国租赁投资渗透率排名相关数据

排名	国家	新增业务量(十亿美元)	2017-2018 业务增长率(%)	市场渗透率(%)
1	美国	428.40	4.40	21.50
2	中国	254.42	1.27	6.90
3	英国	92.17	5.30	32.90
4	德国	73.32	2.39	15.90
5	日本	66.34	6.80	5.20
6	法国	52.18	9.79	16.90
7	意大利	35.90	5.47	16.10
8	澳大利亚	25.81	0.25	40.00
9	加拿大	24.46	0.30	39.00
10	波兰	22.20	21.80	27.00

数据来源: White Clarke Group《2020世界租赁报告》、广发证券发展研究中心

注: 投资渗透率等于用租赁的厂房和设备投资总额比上固定资产投资总额。

国内真正具备实力的租赁公司并不多。截至2019年末, 全国融资租赁企业总数超过1.2万家, 增速较前两年有所放缓, 但与其他金融主体相比, 设立门槛较低, 行

业整体呈现基数大高增长特性。根据商务部2017年全国融资租赁风险排查行动中的发现，真实开展融资租赁业务的公司仅三成。

图35: 租赁公司分类数量(家)

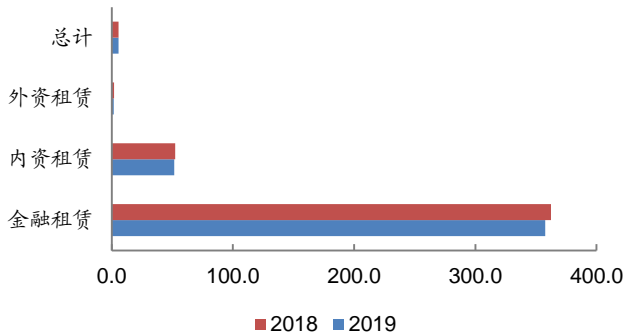
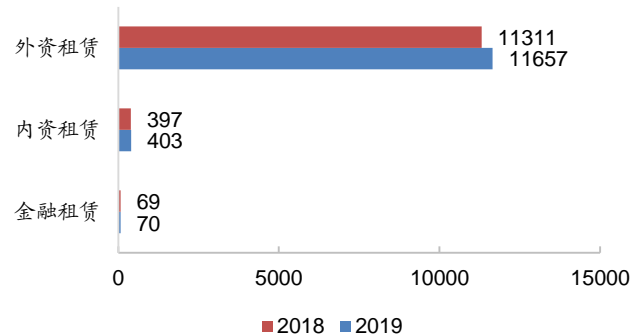


图36: 平均每家租赁公司期末合同余额(亿元)



数据来源: 中国租赁联盟, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国租赁联盟, 广发证券发展研究中心

资管新规并入银监后行业面临监管及业务转型，新规下龙头集中度有望进一步提升。以往融资租赁公司及金融租赁公司分属商务部和银监会管理，政策差异使得租赁行业尤其融资租赁公司发展失衡。2018年起，监管通过废止外资租赁管理办法，及将融资租赁和商业保理公司管理职责划拨至银监会，源头上结束了多头监管局面。行业尤其融资租赁公司业务将迎来整顿清理及规范化发展。

表7: 融资租赁行业监管政策变化

时间	监管政策变化	意义
2014年3月	原银监会修订《金融租赁管理办法》	对准入条件、业务范围、经营规则和监督管理等内容进行修订完善。
2018年2月	《外商投资租赁业管理办法》废止	落实统一行业管理体制、监管规则以及加快融资租赁业发展必然。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	“消除多层嵌套，抑制通道业务；加强监管协调，强化宏观审慎管理和功能监管。”
2018年5月	《商务部关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》发布	商务部把融资租赁公司、商业保理公司和典当行业务经营和监管规则职责划给银保监会。融资租赁业结束了多头监管局面。
2018年12月	国家发改委、商务部《市场准入负面清单(2018版)》	
2020年6月	《融资租赁公司监督管理暂行办法》(2020.6)	降低杠杆率上限；新增集中度要求等。

资料来源: 中国融资租赁, 广发证券发展研究中心整理

与金融租赁公司监管政策相比，融资租赁公司杠杆率要求更严，在注册资本、风险资产分类、客户集中度、关联方交易等方面尚待明确要求。大量空壳或中小型融资租赁公司面临业务整改，展业受限。远东宏信自身资本实力较强，作为上市公司信披相对公开可视，涉及领域广且业务线多元，有望受益行业集中度提升。

表8: 各类租赁公司监管指标

	金融租赁公司	融资租赁公司
适用规定	《金融租赁公司管理办法》(2014.3)	《融资租赁公司监督管理暂行办法》(2020.6)
注册资本	最低1亿元	无
资本充足率	资本净额不低于风险加权资产的8%	风险资产一般不得超过净资产总额的8倍
股东背景	商业银行或大型企业, 出资比例不低于30%	无
其他监管指标	单一客户融资租赁业务余额不超过资本净额30%, 单一集团不超过50%, 单一关联方不得超过30%; 全部关联方不得超过50%; 同业拆入资金余额不得超过资本净值100%	融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%; 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%; 单一集团不得超过50%; 单一关联方不得超过30%; 全部关联方不得超过50%; 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

数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

(二) 传统租赁业务受益风险缓解, 产业运营稳步拓张

公司收入来源主要由租赁利息收入、咨询服务收入及产业运营收入三部分构成, 其中医疗、教育、城市公共事业及建设为重要业务布局, 主要影响因素为生息资产规模和净息差、咨询服务费率、医疗及教育板块产业运营情况。

1. 生息资产规模: 2013-2019年, 远东租赁生息资产平均余额由690亿元增至2133亿元, 复合增速达20.7%。2019年末公司加快资产证券化出表, 优化资本结构, 主动降低杠杆率, 维护良好信用评级。2020年一季度公司成功发行债券获得资金补充, 有利于支持公司平稳展业。参考体量相近的头部租赁公司, 及考虑公司业务布局中医疗和教育领域增长平稳、城市公共事业和建设领域近两年已快速拓张, 预计2020年、2021年公司生息资产规模增速为6.8%、6.0%。

表9: 远东宏信生息资产规模预测(百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
应收融资租赁款	195,347	233,567	207,656	224,268	237,724
减: 未赚取的融资收益	-22,272	-27,249	-20,787	-22,427	-23,772
应收融资租赁款净额	173,075	206,317	186,869	201,841	213,952
其他生息资产净额 ⁽¹⁾	20,902	17,672	16,280	15,192	16,104
生息资产小计	193,978	223,989	203,149	217,034	230,056
其他 ⁽²⁾	1,484	1,739	3,507	3,858	4,051
贷款及应收款项小计	195,461	225,728	206,656	220,892	234,107
减: 拨备	3,869	5,094	5,535	6,251	6,626
贷款及应收款项净值	191,592	220,634	201,121	214,641	227,481

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2.租赁平均收益率与利息支出平均成本率:受益2017、2018市场流动性相对紧,公司新增投放定价较高,反映在生息资产平均收益率稳步提升。以生息资产余额与利息收入计算,平均收益率至2019年末为7.42%;以计息负债与利息支出计算,平均成本率为4.93%。2019年市场整体流动性紧张情况已有显著改善,新增投放业务净息差或有所回落。预计2020年、2021年公司租赁平均收益率为7.38%、7.33%;利息支出平均成本率为4.93%、4.90%。

表10: 远东宏信租赁平均收益率与利息支出平均成本率预测(百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
计息负债(平均余额)	126,344	164,933	162,354	161,980	172,353
利息支出	5,802	8,527	8,039	7,986	8,445
利息收入	10,972	16,138	15,842	15,505	16,386
计算平均成本	4.59%	5.17%	4.95%	4.93%	4.90%
计算平均收益率	6.57%	7.72%	7.42%	7.38%	7.33%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3.咨询业务: 咨询业务为公司优势业务之一,特定领域的行业认可度较高,预计收入保持平稳增长。受疫情影响下,预计2020年、2021年公司咨询业务收入增速为-15%、0%。

4.产业运营: 经营租赁业务与医疗运营板块为公司产业运营的核心板块。医疗运营板块中,公司仍不断推进投资参股新医疗机构,正迎来参股机构成熟并释放稳定利润的窗口期。2017-2019年,公司设备运营毛利率约为40%-50%,医院运营毛利率约为25%-30%。预计2020年、2021年公司医院运营收入增速为10%、20%,毛利率保持平稳为25%、25%。经营租赁业务以宏信建发开展工程租赁业务为主导,预计未来两年营收增速为25%、30%,毛利率保持平稳为48%、48%。

表11: 远东宏信产业运营盈利预测(百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
设备运营收入	1259	1788	2,362	2,953	3,839
yoy	51.7%	42.0%	32.2%	25%	30%
设备运营成本	761	765	1250	1,536	1,996
设备运营毛利率	40%	51%	47%	48%	48%
医院运营收入	1,314	2,194	2,913	3,204	3,845
yoy	109.9%	67.0%	32.7%	10%	20%
医院运营成本	925	1,584	2168	2,403	2,883
医院运营毛利率	30%	28%	26%	25%	25%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 盈利预测

公司传统租赁业务投向领域兼备稳定性与成长性,流动性宽松背景下有望受益资产端需求旺盛,预计2020-2021年的营业总收入分别将实现同比增长0.2%、10.2%;

净利润分别将实现同比增长2.0%，6.4%，预计2020-2021年每股收益分别为1.24元、1.32元，每股净资产分别为7.76元、8.55元，对应最新交易日收盘价，PE分别为5.11x、4.80x；PB分别为0.82x、0.74x。使用分部估值法：

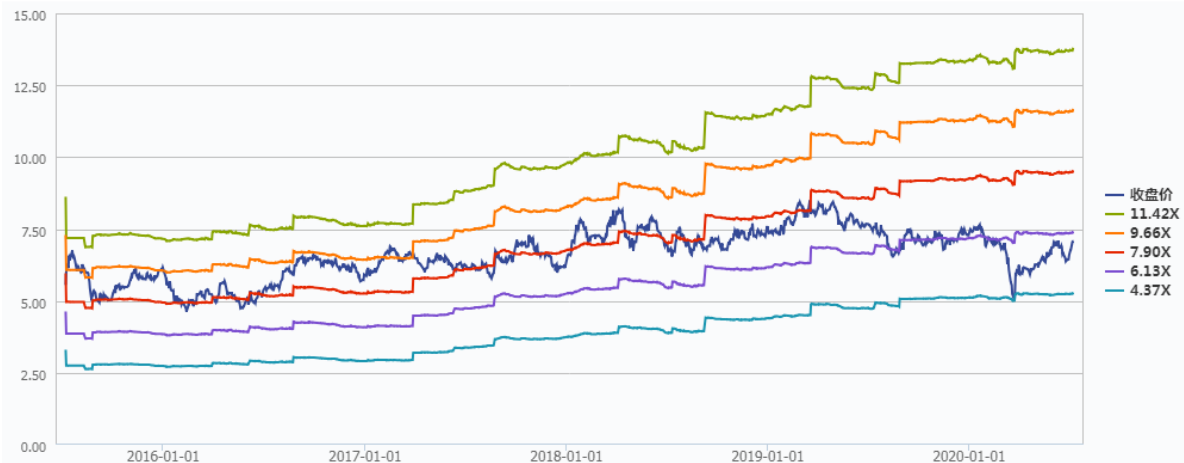
1.金融租赁及咨询业务分部：参考可比港股上市租赁公司及中小银行，2019年报披露净利差在2.0%-3.5%区间，年化ROE在10.0%-20.0%区间，不良率在0.8%-1.7%区间，对应PB(MRQ)在0.4x-0.9x区间。远东租赁业务净利差、ROE均处于可比公司的中上水平，不良率处于中等水平，整体盈利能力较强，风险可控，给予金融租赁及咨询业务分部以公司净资产*0.7xPB估值，该部分对应合理价值约为297.05亿元。

2.产业运营分部：公司医疗运营及经营租赁板块盈利能力较强，且业绩增长可期，近年医疗运营板块利润率约为7%、经营租赁板块利润率约为15%。参考同类上市公司万德一致预期估值，分别给予15xPE与25xPE估值，该部分对应合理价值约为33.64亿元和110.74亿元。

3.由于市场对集团式经营企业存在估值折价等因素，整体再给予30%折价。

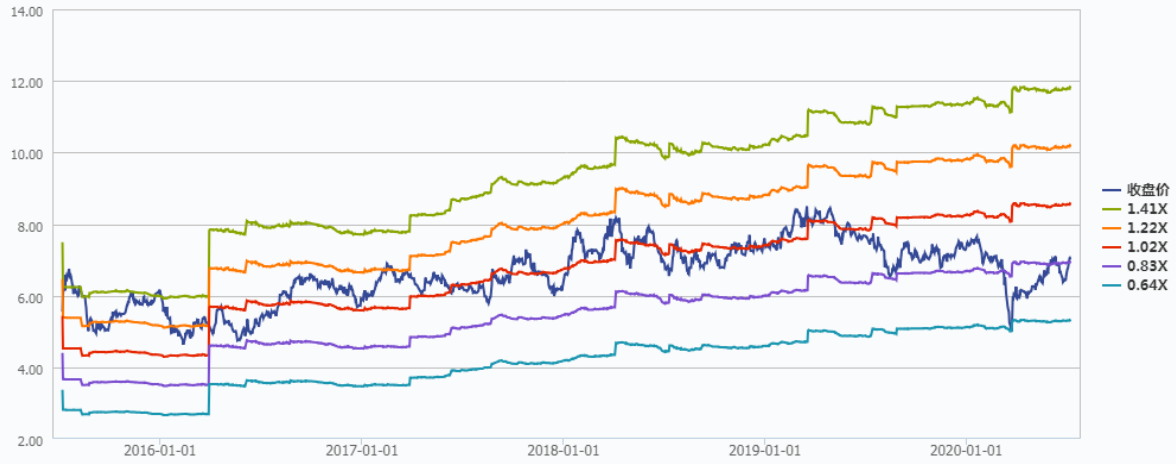
综上，公司合理价值为每股8.64港元（按1元港币=0.9030元人民币计算），对应2020业绩预测，PE为6.27x，PB为1.01x。首次覆盖给予“增持”评级。

图37：远东宏信PE Band



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图38: 远东宏信PB Band



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

经济超预期大幅下行; 市场风险事件集中爆发; 利率大幅波动; 投资项目坏账风险, 坏账率提升; 资金错配风险, 公司负债与资产端长短期不匹配造成流动性风险; 政策风险。监管政策进一步收紧等。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
货币资金	5,269	3,990	4,588	5,047	5,551	
贷款及应收账款	220,634	201,121	214,641	227,481	239,028	
受限制现金和存款	5,280	5,967	6,862	7,548	8,303	
预付款项及其他应收款项	7,332	14,296	9,874	17,156	11,356	
公允价值计入损益金融资产	2,669	4,443	5,109	5,773	6,351	
递延所得税	4,032	4,181	3,800	4,043	4,305	
物业、厂房及设备	9,985	11,583	15,637	20,328	26,427	
预付土地租赁款项	1,547	0	3,697	9,272	17,822	
对合营及合营企业的投资	5,965	7,219	8,551	9,962	11,523	
衍生金融工具	1,043	1,566	1,879	2,217	2,616	
存货	448	404	505	631	789	
商誉	1,717	2,322	2,902	3,338	3,671	
其他资产	22	34	10	10	10	
资产总额	265,970	260,571	283,189	320,507	349,304	
计息银行及其他融资	172,515	162,396	161,565	183,141	180,473	
其他应付款项及应计费用	45,239	41,991	52,966	61,816	68,997	
应付贸易款项及应付票据	3,432	4,473	4,815	5,495	6,000	
应付税项	2,025	1,257	1,926	2,198	2,400	
衍生金融工具	208	185	361	412	600	
递延税项负债	149	237	241	275	300	
递延收入	981	1,054	1,204	1,374	1,500	
其他负债	2,327	5,569	16,473	18,654	38,217	
负债总额	226,877	219,036	240,754	274,739	299,987	
股本权益	28,544	30,128	30,731	33,875	37,224	
股本	10,264	10,281	10,281	10,281	10,281	
储备	18,280	17,494	20,450	23,594	26,942	
永久资本证券	9,927	9,860	9,860	9,860	9,860	
少数股东权益	1,713	1,546	1,844	2,033	2,233	
股东权益合计	40,184	41,535	42,435	45,768	49,317	
负债和股东权益总计	259,235	260,571	283,189	320,507	349,304	

主要财务比率		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
资产质量						
不良资产率	0.96%	1.11%	1.20%	1.20%	1.18%	
拨备覆盖率	236.7%	246.1%	240.0%	240.0%	240.0%	
盈利能力						
ROE	14.80%	14.99%	11.73%	11.88%	11.74%	
ROA	1.59%	1.65%	1.63%	1.56%	1.52%	
财务杠杆(A/E)	6.67	6.34	6.18	6.57	6.89	
每股指标						
每股收益	1.02	1.22	1.24	1.32	1.41	
每股净资产	7.21	7.61	7.76	8.55	9.40	
估值比率						
P/E	6.09	5.10	5.11	4.80	4.51	
P/B	0.86	0.84	0.82	0.74	0.68	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	25379	26856	27022	29772	33139	
融资租赁及保理	16138	15842	15505	16386	16386	
咨询服务	4889	4574	3888	3888	3888	
产业运营部分	4755	6521	7629	9498	9498	
计息负债成本	4191	8039	7986	8445	8818	
产业运营成本	2957	4486	4171	5147	5147	
销售管理财务	5336	5596	5675	6550	7622	
其他收入及收益	566	928	811	893	994	
营业总收入	25945	27784	27832	30665	34133	
金融资产及合同资产减值	2238	1982	2604	2761	2708	
除税前净利润	6493	7145	7036	7486	7973	
所得税	2104	2317	2111	2246	2392	
少数股东权益	461	491	493	524	502	
归属股东净利润	3927	4338	4433	4716	5079	
净利润	4388	4828	4925	5240	5581	
永续债券派息	1001	1172	1188	1188	1188	
分配利润	511	491	515	541	568	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	3,927	4,899	4,925	5,240	5,581	
加: 折旧与摊销	957	1,425	1,564	2,033	2,643	
营运资本变动	-22,63	10,802	-9,067	-21,645	-10,554	
其他非现金调整	2,904	2,086	191	1,065	173	
经营活动产生的现金流量净额	-14,84	18,389	-2,387	-13,307	-2,158	
投资活动:						
出售固定资产收到现金	196	290	391	508	661	
减: 资本性支出	3,685	3,296	4,253	5,369	6,695	
减: 投资净额	2,734	2,055	5,029	6,987	10,111	
其他投资活动产生现金流	-224	-5,164	101	126	158	
投资活动产生的现金流量净额	-6,446	-6,185	-8,790	-11,722	-15,988	
筹资活动:						
债务净增加	25,729	-9,222	10,072	23,758	16,894	
筹资活动产生的现金流量净额	23,685	-13,518	11,775	25,487	18,651	
现金及现金等价物净增加额	2,454	-1,279	598	459	505	
现金及现金等价物期初余额	2,816	5,269	3,990	4,588	5,047	
现金及现金等价物期末余额	5,269	3,990	4,588	5,047	5,551	

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 洪：高级分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2019年进入广发证券战略发展部，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。