

远东宏信 (03360.HK) 深度研究报告

强推 (首次)

目标价: 10.21 港元

当前价: 7.54 港元

医疗租赁龙头, “金融+产业”优势尽显**❖ 融资租赁行业亟需专业化, 细分朝阳行业潜力巨大**

目前融资租赁行业“类信贷”化严重, 趋同度高。与具有成本优势的金融租赁公司相比, 一般租赁公司必须深耕行业进行专业化竞争。伴随我国人口老龄化, 我国医疗服务高速增长期到来, 尤其基层医疗+民营医院发展空间广阔。远东宏信最早在国内布局医疗租赁行业, 同时积极开拓教育、公用事业等朝阳行业。目前租赁生息资产 2000 余亿, 位居行业前列。

❖ 远东宏信是深具竞争优势的医疗融资租赁行业龙头企业

远东宏信最早聚焦医疗行业, 专注三四五线城市布局, 深度下沉, 在基层市场有深厚资源壁垒。目前远东宏信已有服务 2 万家产业客户的基础, 超过 200 条销售渠道, 截至 2018 年 6 月 30 日医疗性资产余额 410.23 亿元, 市场份额超 36%。

公司融资渠道多元化程度高, 业务成本可控, 已与 200 多家金融机构建立联系, 包括银行、证券、保险、信托等。境内评级 AAA, 境外评级 BBB-, 资质良好, 能够境外发行债券融资确保公司资金成本低于同行、净息差高于同行。同时公司利用资产证券化提高资金利用率, 始终是国内资产证券化产品发行成熟度高、活跃且存量规模较大的融资租赁公司。

❖ “金融+产业”协同化布局促远东宏信强者更强

“金融+产业”是公司顺应发展趋势打造的特色战略。公司在初期开展租赁业务的同时不断积累行业资源与经验, 租赁业务进入平稳期后, 客户不仅仅满足于融资租赁, 逐渐衍生出行业需求, 以帮助提升竞争力和效率。因此, 远东宏信基于行业专业性和在上下游产业链形成的强大控制力, 打造出“金融服务—咨询服务—资本投资运营服务”的一体化服务模式。从金融衍生出产业, 且产业运营获得的客户粘性反哺于金融服务。在“金融+产业”的模式下, 远东宏信已经不仅仅是传统的租赁公司, 会衍生出医疗集团、教育集团等, 目前远东宏信拥有 16000 张可开放床位, 已经是“民营医院第一大”。

❖ 盈利预测、估值及投资评级

我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别有望实现同比增长 42.8%, 15.2% 以及 22%; 净利润分别将实现同比增长 20.7%, 12.1% 以及 11.8%, EPS2018-2020 年分别为 0.99 元, 1.11 元和 1.24 元, 对应 PE6.71X、5.99X、5.35X, PB0.98X、0.92X、0.85X。根据分部估值法, 给予目标价 9 元人民币, 对应 10.21 港元, 首次覆盖, 给予“强推”评级。

❖ 风险提示

宏观经济衰退, 市场需求下降; 利率波动, 息差收入显著下降; 经营不佳, 产业运营收入下降; 政策风险。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	18,782	26,819	30,902	37,707
同比增速(%)	34.8%	42.8%	15.2%	22.0%
净利润(百万)	3,229	3,899	4,372	4,890
同比增速(%)	12.0%	20.7%	12.1%	11.8%
每股盈利(元)	0.82	0.99	1.11	1.24
市盈率(倍)	8.07	6.71	5.99	5.35
市净率(倍)	1.03	0.98	0.92	0.85

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2018 年 12 月 6 日收盘价

华创证券研究所**证券分析师: 洪锦屏**

电话: 0755-82755952
邮箱: hongjinping@hcyjs.com
执业编号: S0360516110002

证券分析师: 王舫朝

电话: 010-66500995
邮箱: wangfangzhao@hcyjs.com
执业编号: S0360518010003

公司基本数据

总股本(万股)	39,535,764
已上市流通股(万股)	39,535,764
总市值(亿元)	293
流通市值(亿元)	293
资产负债率(%)	86.27%
每股净资产(元)	6.58
12 个月内最高/最低价	9.00/6.50

目 录

一、公司概况	5
(一) 大陆首家在港上市的以融资租赁为基础业务的公司	5
(二) 坚持“金融+产业”的发展战略，产业收入占比增加，医疗分部表现亮眼	5
二、行业概况：融资租赁公司良莠不齐，细分朝阳行业潜力巨大	7
(一) 金融租赁绝对龙头，融资租赁公司依赖专业化	7
(二) 医疗租赁发展迅猛，基层医疗、民营医疗空间巨大	9
1. 医疗租赁是高专业化程度的朝阳行业，发展迎来新契机	9
2. 基层医疗+民营医疗率先释放融资租赁需求	9
三、远东宏信是深具竞争优势的医疗租赁龙头企业	10
(一) 率先布局、行业聚焦，已构建资源壁垒	10
(二) 医院投资逻辑独特，产业管理能力卓越	11
1. 远东宏信参与医院投资的模式可行性强	11
2. 独特医院投资逻辑极大拓展可选收购标的范围	12
3. 对收购医院绝对控股，与医生实现利益一体化，收购后改善显著	12
(三) 多种融资渠道支持资本实力雄厚	13
(四) 风控能力强，信用风险低，不良率水平低	14
四、医疗租赁+产业的远东模式可复制于其它行业	15
(一) “金融+产业”双轮驱动，远东模式将释放协同效应	15
(二) 教育、城市公用发展强劲，多领域发力推动业绩增加	16
五、盈利预测、估值与投资建议	17
(一) 盈利预测	17
(二) 估值分析	17
(三) 投资建议	18
六、风险提示	19

图表目录

图表 1	远东宏信主要股东情况	5
图表 2	远东宏信的产业布局历程	6
图表 3	2011-2018 年中报远东宏信医疗营业收入结构	6
图表 4	2011-2018 年中报七大营业部营业收入结构	7
图表 5	2014-2018 年 H1 产业运营收入中主要产业分部营业收入结构	7
图表 6	不同类型租赁公司监管要求	8
图表 7	2006-2017 年三类融资租赁公司的数量变化	8
图表 8	2006-2017 年三类融资租赁公司合同余额变化	8
图表 9	远东宏信产业布局板块图示	8
图表 10	医院固定资产投资完成额情况	9
图表 11	2002-2016 年中国医疗器械市场规模快速增加	9
图表 12	基层医疗卫生机构病床使用率低	9
图表 13	基层医疗卫生人员增速加快	9
图表 14	民营医院诊疗人数平均占比低于 13%	10
图表 15	公立医院数目下降, 民营医院数目上升	10
图表 16	远东宏信和环球医疗医疗性生息资产余额	11
图表 17	远东宏信和环球医疗雇员人数	11
图表 18	床位数前 8 医院集团情况一览	11
图表 19	2018 年 6 月底远东医院集团下属医院布局	12
图表 20	远东宏信医院运营模式图	13
图表 21	远东宏信某投后医院运营情况	13
图表 22	远东宏信与环球医疗融资渠道对比	14
图表 23	远东宏信融资成本率低于金融机构平均水平	14
图表 24	远东宏信资产证券化发行规模	14
图表 25	远东宏信不良资产率低于商业银行	15
图表 26	远东宏信拨备覆盖率 2015 年起优于商业银行	15
图表 27	2018H1 远东宏信各分部不良资产情况	15
图表 28	远东宏信医疗行业“金融+产业”战略图示	16
图表 29	教育行业融资租赁业务量	16
图表 30	远东宏信教育分部生息资产规模	16
图表 31	城市公用建设增速加快	17
图表 32	远东宏信城市公用分部生息资产规模 (亿元)	17

图表 33	租赁行业可比公司估值情况.....	18
图表 34	医疗产业可比公司估值情况.....	18
图表 35	远东宏信估值表.....	18

一、公司概况

远东宏信是中国领先的综合金融服务机构，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站式金融服务解决方案。公司在医疗、印刷、航运、建设、工业装备、教育、信息网络等多个基础领域开展金融、贸易、咨询、投资等一体化产业运营服务，创造性地将产业资本和金融资本融为一体，形成了具有自身特色的以资源组织能力和资源增值能力相互匹配、协调发展为特征的企业运作优势。

(一) 大陆首家在港上市的以融资租赁为基础业务的公司

远东宏信有限公司（简称“远东宏信”）于2011年3月30日在香港联交所主板上市，股票代码3360.HK，是大陆首家在港上市的以融资租赁为基础业务的公司。

2018年中报显示，目前公司的第一大股东为广柏有限公司，股权比例为23.27%，其实际控制人是中国中化集团公司。实际控制人中化集团资本实力雄厚，在工程建设、医药健康、金融等领域拥有丰富的资源，为远东宏信融资与业务开展提供支持。

图表 1 远东宏信主要股东情况



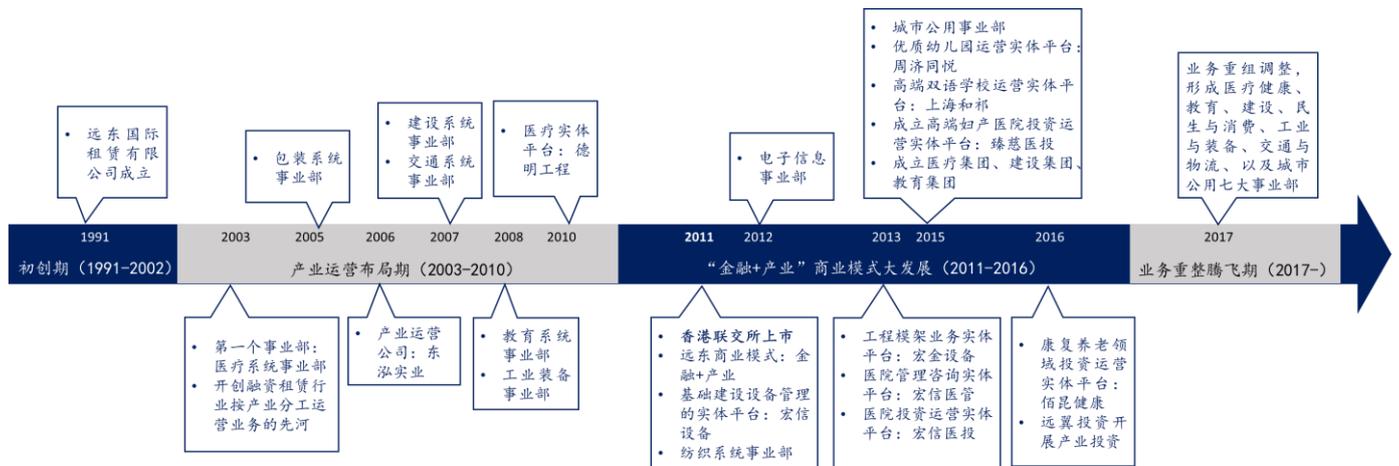
资料来源：公司官网，华创证券

远东宏信租赁业务规模处于行业领先地位。截止2018年6月30日，远东宏信的生息资产平均余额为2131.27亿元，远超国银租赁（1135.22亿元），渤海租赁（565.79亿元），江苏租赁（544.4亿元），环球医疗（407.33亿元）。

(二) 坚持“金融+产业”的发展战略，产业收入占比增加，医疗分部表现亮眼

“金融+产业”是公司顺应发展趋势打造的特色战略。公司在初期开展租赁业务的同时不断积累行业资源与经验，租赁业务进入平稳期后，客户不仅仅满足于融资租赁，逐渐衍生出行业需求，以帮助提升竞争力和效率。因此，远东宏信基于行业专业性和在上下游产业链形成的强大控制力，打造出“金融服务—咨询服务—资本投资运营服务”的一体化服务模式。从金融衍生出产业，且产业运营获得的客户粘性反哺于金融服务。比如远东宏信最早布局的医疗租赁领域，通过租赁弥补所收购医院的设备短板，通过管理运营、加强医资提高生产效率，现已成为远东宏信产业运营收入中占比最大的营业收入来源。同时医疗运营产业也为医疗承租人提供服务粘性。

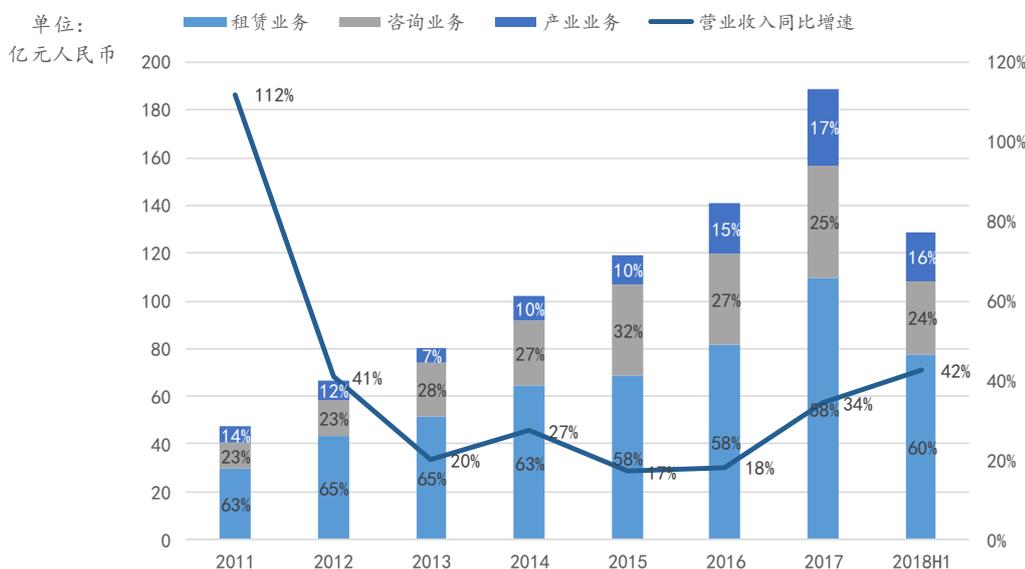
图表 2 远东宏信的产业布局历程



资料来源: 公司官网, 华创证券

随着产业布局深入, 远东宏信营业收入中产业业务营收占比逐步提升。2018 年中期租赁业务收入平均占比 60%, 咨询业务收入平均占比 24%, 产业运营收入占比 16%。从趋势上看, 产业运营收入的比重稳步增加, 租赁业务收入占比逐步下降, 营收结构体现出“金融服务—咨询服务—资本投资运营服务”的一体化模式。

图表 3 2011-2018 年中报远东宏信营业收入结构

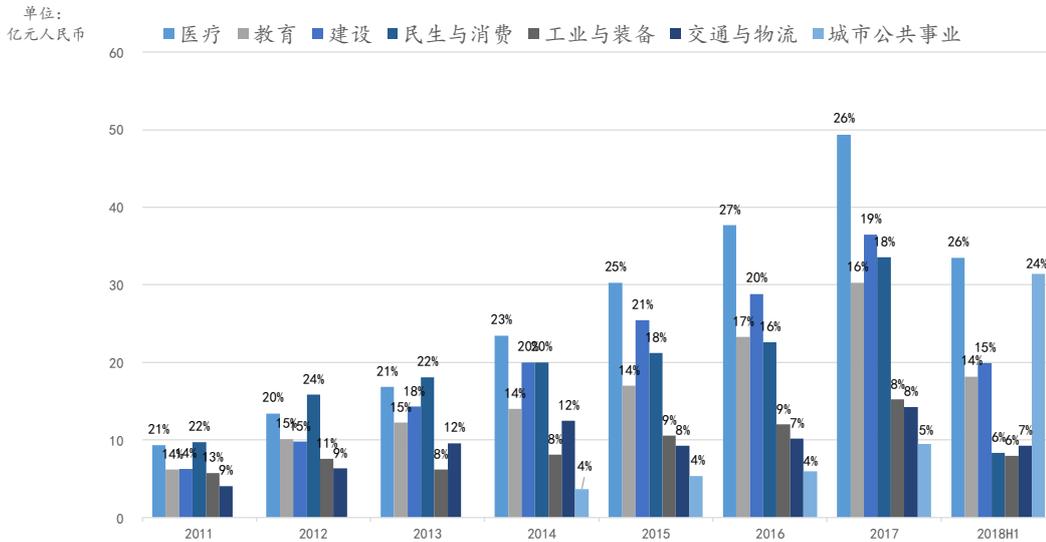


资料来源: wind, 华创证券

远东宏信基于社会需求及时调整产业布局。按照事业部划分, 医疗和教育为代表的极具发展潜力的朝阳行业营收占比逐年上升, 以基建为代表的传统业务领域占比下降。

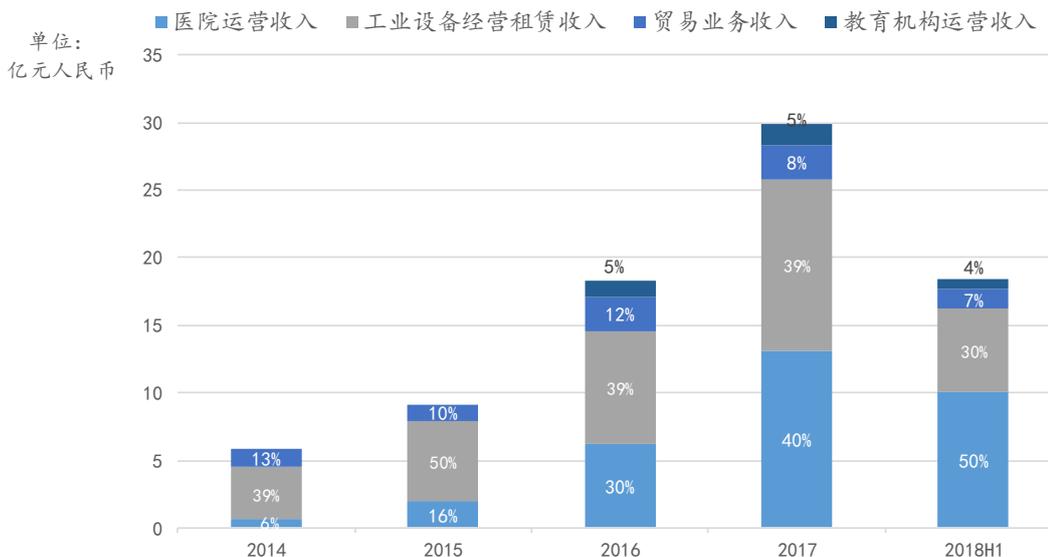
同时, 受益于水务、环保、新能源建设等城市公用市场规模快速发展, 2018 年 H1 城市公用事业分部营业收入较 2017 年同期上升 98.43%, 营收占比仅次于医疗事业部, 预计未来伴随城市建设继续推进, 城市公用分部有持续成长空间。如果单独拆开产业运营中各事业部收入, 自 2014 年起, 曾经占据产业运营收入半壁江山的工业设备租赁 (多为经营租赁) 收入营收占比逐步下降, 医疗运营收入迅速上升并成为公司目前最主要产业收入来源。

图表 4 2011-2018 年中报七大营业部营业收入结构



资料来源：公司公告，华创证券 注：2011-2015 公司尚未划分营业部，数据为根据业务内容加总而来。

图表 5 2014-2018 年 H1 产业运营收入中主要产业分部营业收入结构



资料来源：公司公告，华创证券 注：产业运营收入含经营租赁收入，主要为工程设备和脚手架等

二、行业概况：融资租赁公司良莠不齐，细分朝阳行业潜力巨大

(一) 金融租赁绝对龙头，融资租赁公司依赖专业化

我国融资租赁公司根据监管部门的不同，牌照也有差异，分为具有金融牌照的金融租赁公司和一般融资租赁公司两类，金融租赁公司可在银行间市场拆借、发行金融债，具备比一般租赁公司更多元的融资渠道，且渠道成本有优势。商务部已于 2018 年内 4 月 20 日将制定融资租赁的业务经营与监管职责划给中国银行保险监督管理委员会。未来行业监管将进一步规范，有利于融资租赁行业长期、健康、有序发展。

图表 6 不同类型租赁公司监管要求

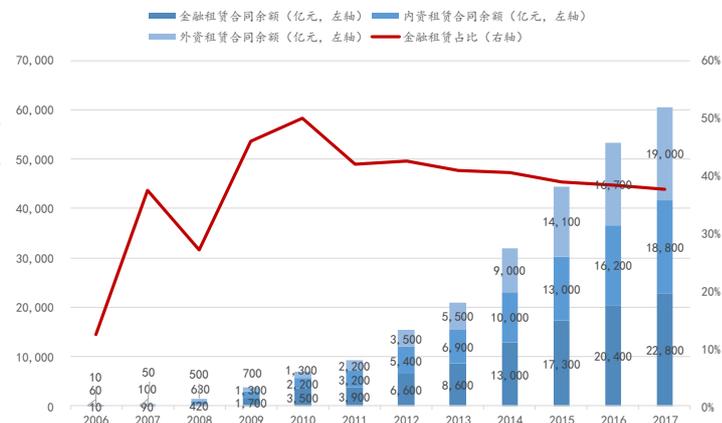
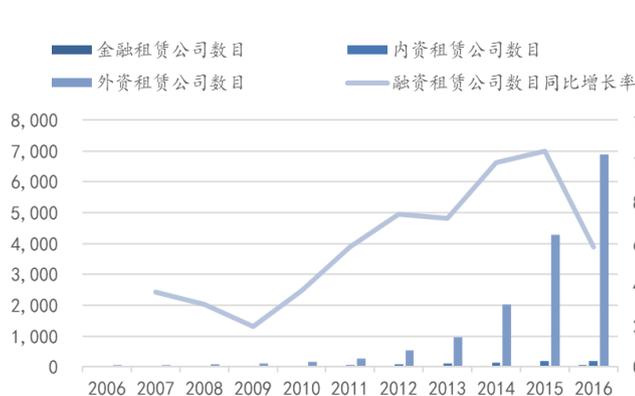
公司类别	监管机构	规则制定	经营杠杆	注册资本要求	主要融资渠道	主要标的
金融租赁公司	银保监会	银保监会	<12.5 倍	1 亿元	资本金; 同业拆借; 银行借款; 发债	项目总额高, 收益低的大型设备
内资租赁公司	原商务部, 现银保监会	银保监会	<10 倍	1.7 亿元	资本金; 银行贷款	融资租赁+专业化服务
外资租赁公司	原商务部, 现银保监会	银保监会	<10 倍	无	资本金; 银行贷款	

资料来源: 华创证券整理

2012 年至 2015 年, 融资租赁公司数目迅速上升, 2015 年后增速回落。从合同余额来看, 2012 年以来行业合同余额总额增速持续下降。从行业投向来看, 制造业租赁占比超过 50%, 水、电、燃气公共事业 13%, 居次席, 行业融物即融资属性尽显。我们还可以看到, 在行业超过 8000 家融资租赁公司的情况下, 占比不到 1% 的金融租赁公司, 合同余额占比达 38%, 其资金和渠道优势可见一斑。

图表 7 2006-2017 年三类融资租赁公司的数量变化

图表 8 2006-2017 年三类融资租赁公司合同余额变化

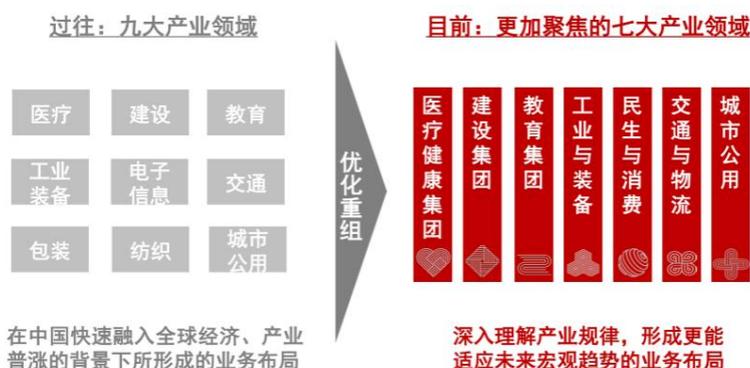


资料来源: wind, 华创证券

资料来源: wind, 华创证券

相较于金融租赁的类贷款属性, 一般融资租赁公司想提升竞争优势必须提升专业化能力, 通过在行业内贯通上下游实现差异化竞争。目前不少企业开始逐步聚焦专业化经营, 节能环保、新能源汽车、医疗设备等是未来最具潜力的朝阳行业。远东宏信产业布局较早, 并顺应宏观经济结构进行调整, 在专业化租赁和产业运营中占据先机。

图表 9 远东宏信产业布局板块图示



资料来源: 公司路演材料, 华创证券

(二) 医疗租赁发展迅猛，基层医疗、民营医疗空间巨大

1. 医疗租赁是高专业化程度的朝阳行业，发展迎来新契机

近年来我国人口老龄化趋势加快，预计 2020 年 65 岁以上老人近 2.5 亿，占据全国人口 17%，人口红利消退象征医疗服务市场增长期的来临。随着医改深化、公立医院全面取消药品加成，医院的收入减少成为突出问题，但设备更新周期随技术迭代加速大大缩短。医疗市场发展面临医疗机构缺口大、可获得的政府补助不足、可利用的购置经费紧、融资约束等多重限制，融资租赁可以解决基层医疗机构在购置设备过程中的资金不足的问题。2016 年内外资融资租赁商医疗租赁业务规模达 783.2 亿元，已成为融资租赁业务新的增长点。

图表 10 医院固定资产投资完成额情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 11 2002-2016 年中国医疗器械市场规模快速增加



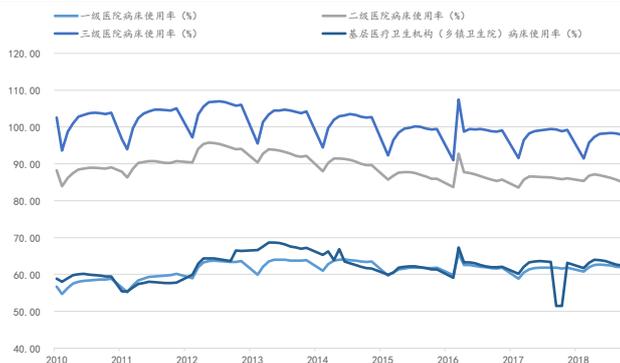
资料来源: wind, 华创证券

医疗设备融资租赁具有特殊性，出租人需单独申请牌照。由于行业良好发展前景，租赁公司纷纷涉足。截至 2017 年中期末，已批准设立的 63 家金租公司中约 25 家开展医疗融资租赁业务，大部分公司由于医疗领域专业化不足，只能通过价格战竞争。长期深耕医疗领域的融资租赁的公司在人员专业性、业务经验、上下游资源更具优势，深耕医疗领域多年的远东宏信将极大受益医疗行业发展。

2. 基层医疗+民营医疗率先释放融资租赁需求

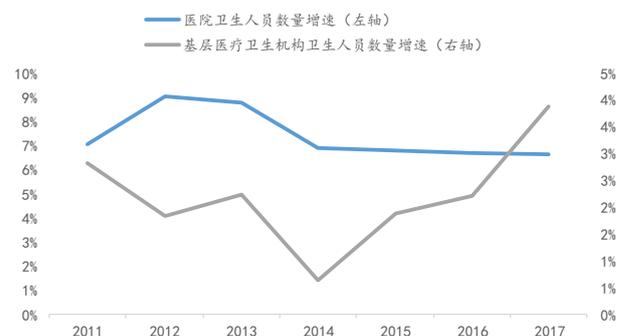
(1) 我国基层医疗机构数目众多，但诊疗人数占比与病床使用率极低。截止 2018 年 6 月 30 日，我国全部医疗机构数目的 94.22% 均为基层医疗，但由于基层医疗的基础设施水平以及诊疗能力远低于医院机构，其接待的总诊疗人数仅占全部诊疗人数的 60%，病床使用率更是只有 50% 左右，在所有医疗机构中处于最低水平。我国已经明确提出要“重点对基层医疗机构的硬件设备进行投入”，会释放巨大的医疗设备市场潜力。

图表 12 基层医疗卫生机构病床使用率低



资料来源: wind, 华创证券

图表 13 基层医疗卫生人员增速加快

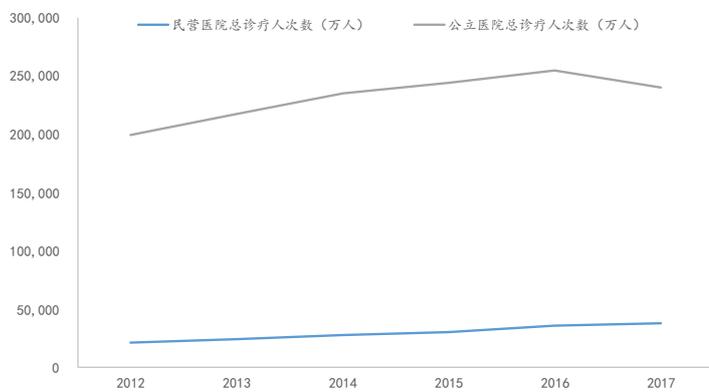


资料来源: wind, 华创证券

在布局医疗租赁行业时，地域上“自下而上”的模式可获得更快增长。远东宏信长期深挖三四五线城市的医疗租赁需求，1000 余名业务员扎根基层，近 70% 合作医院位于医疗资源薄弱的四五线城市及县级行政区，在基层地县有绝对的经验优势。地面渠道的组织能力，是一种短期无法复制的能力。

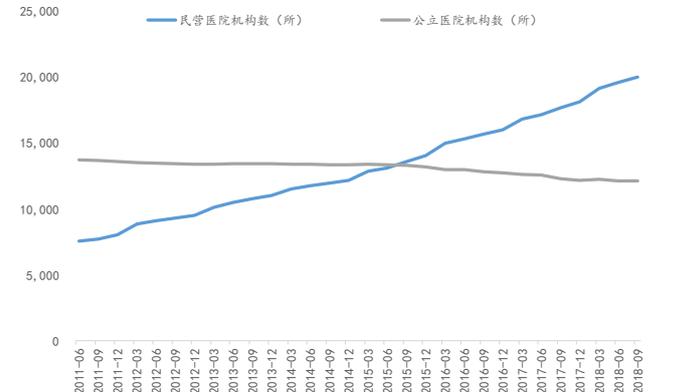
(2) 就医仍以公立医院为主，但数量已被民营医院悄然赶超。2010 年，我国公立医院数量开始负增长，2015 年被民营医院赶超。我国民营医院接诊人次占比 15%，床位数和医护人员不足后者 20%，超过 80% 的民营医院为一级或者未定级的医疗机构，开设床位数普遍小于 100 张。规模小实力弱，民营医院的医疗水平和服务质量尚未被社会公众广泛认可。2017 年 1 月，国务院印发《“十三五”卫生与健康规划》，鼓励社会力量提供儿科、精神科、老年病、长期护理、口腔健康、康复、安宁疗护等稀缺资源及满足多元需求的服务。从人才增速看，2011-2016 年民营医院医务人员数增长率达 120.22%，而同期公立医院医务人员数增长率为 34.13%，随着政策不断利好，未来成长空间巨大。

图表 14 民营医院诊疗人数平均占比低于 13%



资料来源: wind, 华创证券

图表 15 公立医院数目下降, 民营医院数目上升



资料来源: wind, 华创证券

三、远东宏信是深具竞争优势的医疗租赁龙头企业

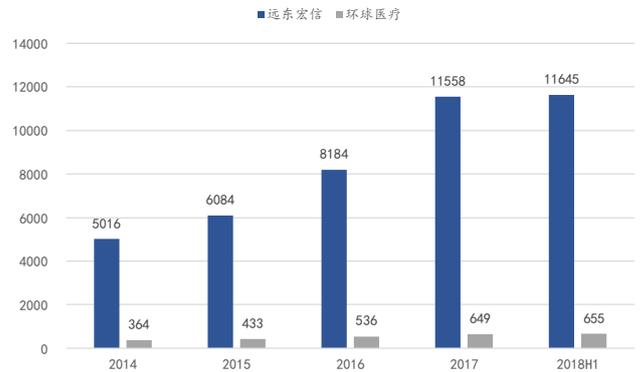
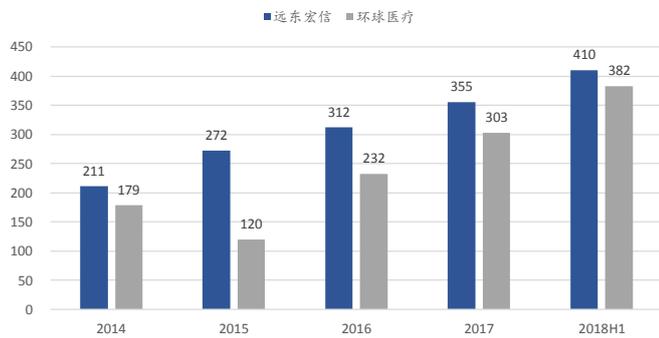
(一) 率先布局、行业聚焦, 已构建资源壁垒

远东宏信是我国首家涉足医疗融资租赁的企业, 70% 医疗租赁员工来自产业确保专业性。截止 2018 年中期末, 从非产业运营收入视角看, 租赁利息收入中医疗分部占比 22%, 微落后于爆发式增长的公用事业居次席, 平均收益率 8.29% 排第一; 咨询收入中医疗分部占比 17.26%, 作为远东最早开展的业务, 医疗租赁在收入贡献中常年领先。

在医疗租赁业务开拓中, 由于三甲医院现金流充沛, 医疗租赁商往往更多聚焦于收入状况良好的二级以上地县级医院。远东宏信拥有远高于同业的医疗租赁业务人员数量, 深度下沉于三四五线城市, 产生租赁业务占比超过 80%, 也因此多在三四五线城市进行产业布局。在基层市场构建了资源壁垒, 目前远东宏信拥有服务 2 万家产业客户的基础, 超过 200 条销售渠道, 截至 2018 年 6 月 30 日, 远东宏信医疗性资产余额 410.23 亿元, 市场份额超 36%。

图表 16 远东宏信和环球医疗医疗性生息资产余额

图表 17 远东宏信和环球医疗雇员人数

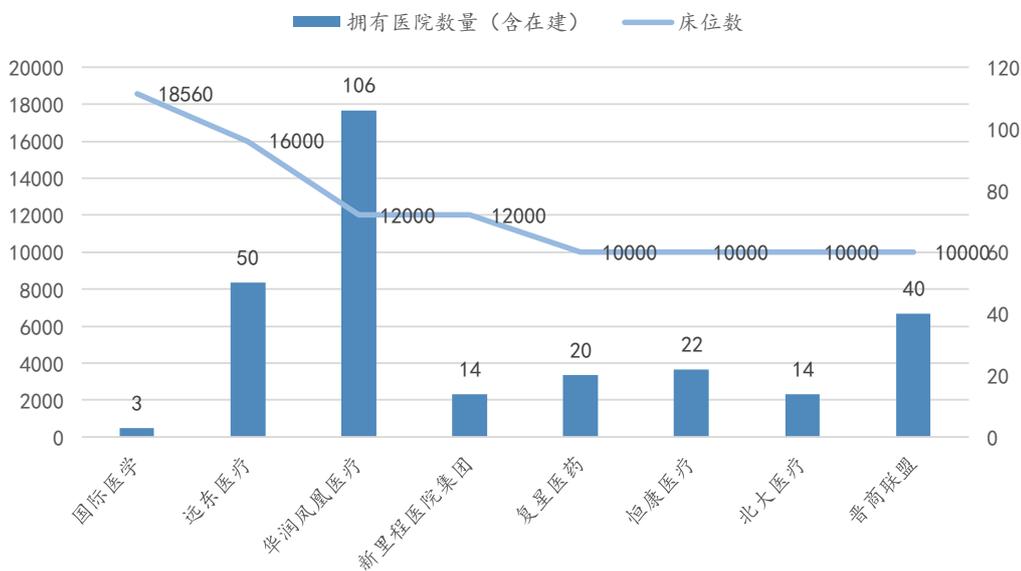


资料来源: wind, 华创证券

资料来源: wind, 华创证券

同时, 在由医疗租赁服务体系向实业延伸的医院产业运营中, 远东宏信在拥有医院数量和床位上处于绝对领先地位。截止 2018 年 6 月 30 日, 远东宏信控股 43 家医疗服务机构, 可开放床位 16000 张, 运营床位 7800 张, 入住率超过 90% (远高于民营医院平均入住率 62%), 2018 年底公司将大概率实现床位 20000 张的规模, 有望成为床位数全国第一的医院集团。医院运营 2017 年营业收入 20 多亿, 利润 2 亿, 合并报表营业收入 14 亿, 利润 7800 万, 是“民营医院第一大”。

图表 18 床位数前 8 医院集团情况一览



资料来源: wind, 华创证券。

(二) 医院投资逻辑独特, 产业管理能力卓越

1. 远东宏信参与医院投资的模式可行性强

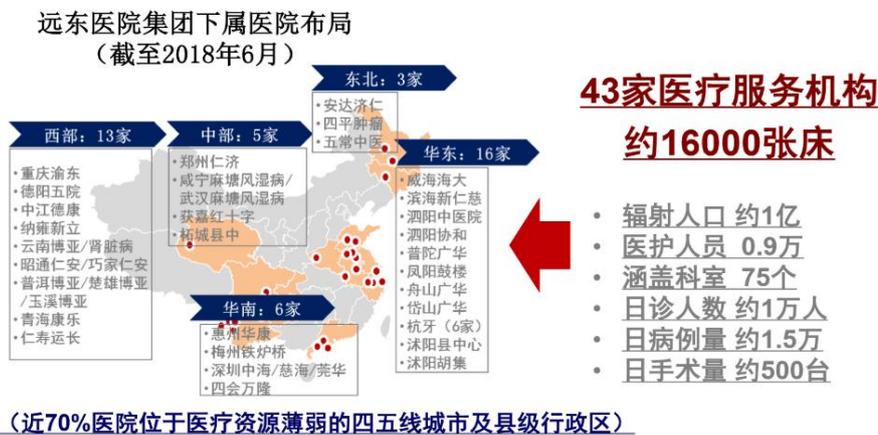
当前社会资本参与医院投资运营主要包括全资新建、收购、收购转制、托管或外包、PPP 合资新建 5 种模式。全资新建资金量和医院集团的管理运营能力要求高, 我国公立医院产权不清晰, 收购转制难度太大, 托管或外包并不能形成完整的医院体系, 理论上收购以及 PPP 合资新建是最具可行性的两种方式。

远东宏信目前的方式以收购为主。远东宏信的当前已三四五线城市为重点,这一布局不仅覆盖近 10 亿人的诊疗需求,同时也避免陷入与大型医院、三甲医院和部分公立医院正面比拼资源和价格的僵局。加之远东宏信在大型医疗设备融资租赁业务的服务经验主要集中在地县级区域,在此布局医疗产业可充分利用深耕医疗领域的资源与经验。因此我们认为相较于 PPP 合资新建,远东宏信通过差异化下沉式布局更具优势。

2. 独特医院投资逻辑极大拓展可选收购标的范围

远东的医疗投资逻辑不同于传统医院收购的逻辑,极大的拓展了医院并购可选标的的范围。在选择投资标的时远东宏信有以下准则:(1)公司制,确保可以通过分红保证投资的盈利性;(2)位于三四五线城市,可以避免与公立医院的直接竞争;(3)医院存在短板,控制成本同时未来通过管理经营可以获得更高的增长率。根据此标准,标的客户数目众多。中国有民营医院 2 万多家,二级医院 7-8 千家,远东宏信可以借助深耕医疗行业的经验为标的医院提设备和人才,获得高边际回报率。

图表 19 2018 年 6 月底远东医院集团下属医院布局

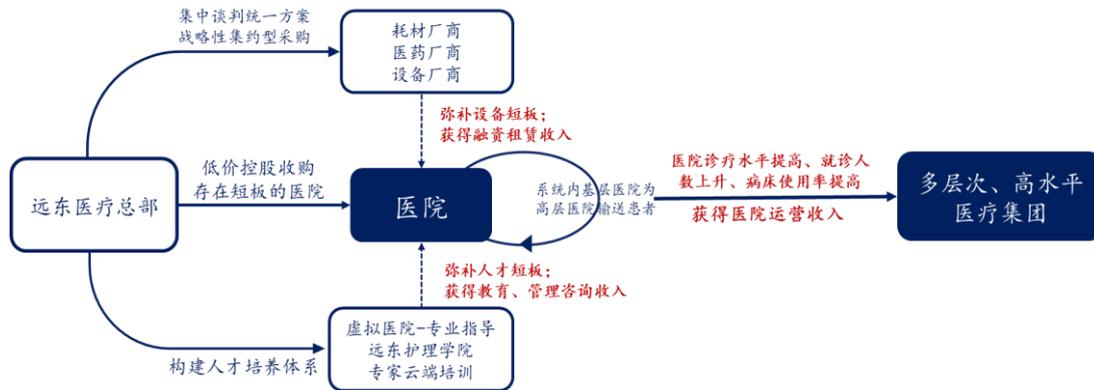


资料来源: 公司路演材料, 华创证券。

3. 对收购医院绝对控股, 与医生实现利益一体化, 收购后改善显著

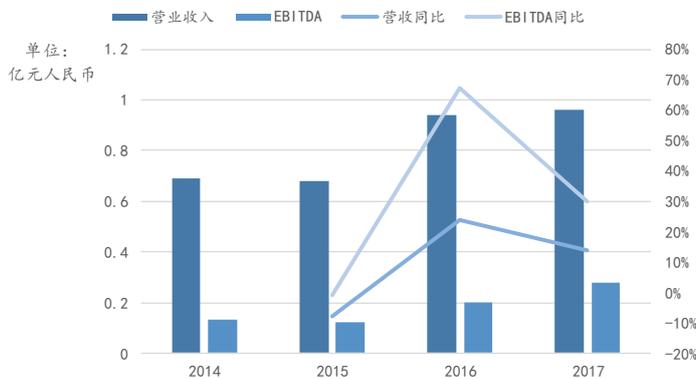
医院收购经常面临的问题是对当地社会环境、人员、土地、医保、税收等方面不熟悉,对标的医院了解不足可能会产生过度医疗资源配置等。远东宏信在收购过程中,基于医疗租赁打下的坚实基础,挑选熟悉地区的确定性标的控股收购,倾向于收购医师为创始人的医院,在确保原医疗团队不流失的情况下利用自身资源为医院弥补短板,迅速改善医院经营状况。对医院人才的管理,远东宏信一方面改变现有医院的考核管理机制,在医院管理中实行股权激励,实现了医疗团队与集团利益绑定。另一方面在“横向一体化、纵向专业化”的管理模式下,中高级医生可以去集团内其余医院进行支援同时获得实践经验,在考核指标上注重医疗技术的提升与人才队伍的建设,确保医疗团队诊疗水平的提升与医生归属感增强。远东宏信医院改善的显性利润率达到了 30%,改善效果十分明显。

图表 20 远东宏信医院运营模式图



资料来源：华创证券。

图表 21 远东宏信某投后医院运营情况

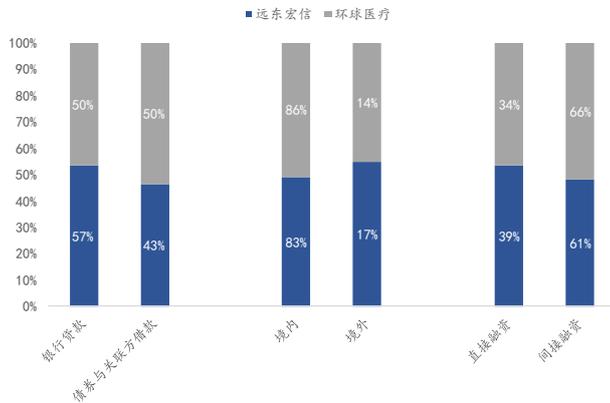


资料来源：公司官网，华创证券。

(三) 多种融资渠道支持资本实力雄厚

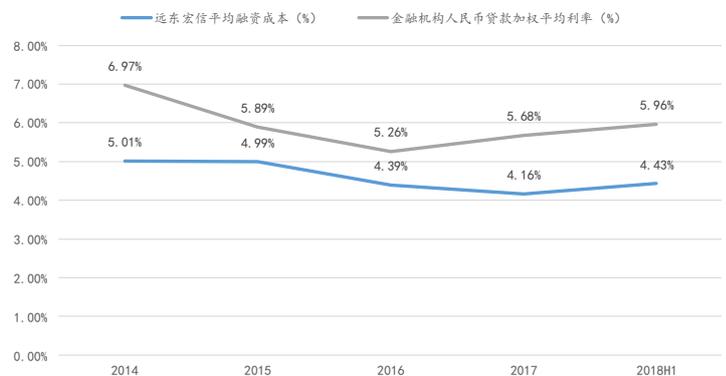
远东宏信融资渠道多元化程度高，业务成本可控。远东宏信已与 200 多家金融机构建立联系，包括银行、证券、保险、信托等。境内评级 AAA，境外评级 BBB-，资质良好。除银行贷款外，积极开拓各种融资渠道。在直接融资市场，进一步丰富债券品种，引入可续期公司债等创新产品，并扩大非公开定向债务融资工具(PPN)、公司债等额度获取，已形成公司债、PPN、超短融等多产品、多市场交替发行的新局面，2018 年 1 至 11 月发行债权总额 12.3 亿元。在间接融资市场，持续深化与核心银行渠道的合作关系，与包括四大行以及部分政策性银行在内，均形成了战略合作关系。同时，2018 上半年境内货币政策偏紧，造成境内人民币资金成本上升，公司大力拓展海外市场，境外资金来源占比有所上升，控制了业务成本。2018 年中，公司融资成本率仅 4.43%，持续低于金融机构人民币贷款加权利率。

图表 22 远东宏信与环球医疗融资渠道对比



资料来源: wind, 华创证券

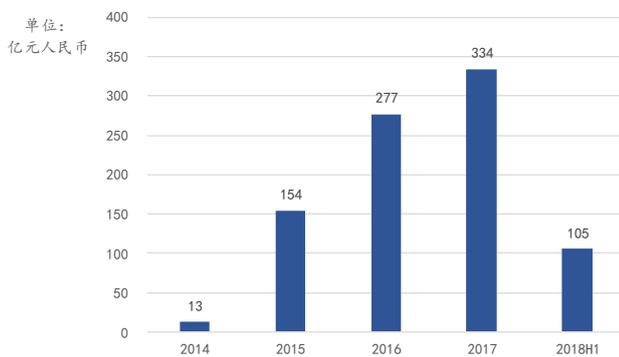
图表 23 远东宏信融资成本率低于金融机构平均水平



资料来源: wind, 华创证券

公司融资创新能力强, 拟进一步通过资产证券化提高资金周转效率。2018 年中报显示远东宏信杠杆率为 86.27%, 居较高水平, 依赖提高杠杆率拉动回报率难度很大。由于应收租赁款债权范围明确, 现金流结构明细, ABS 也是远东宏信拓展融资渠道的重要方式。2018 年上半年集团累计完成资产证券化出表 105.38 亿元人民币, 成本维持同期最优, 始终是国内资产证券化产品发行成熟度高、活跃且存量规模较大的融资租赁公司。

图表 24 远东宏信资产证券化发行规模



资料来源: 公司年报, 华创证券

(四) 风控能力强, 信用风险低, 不良率水平低

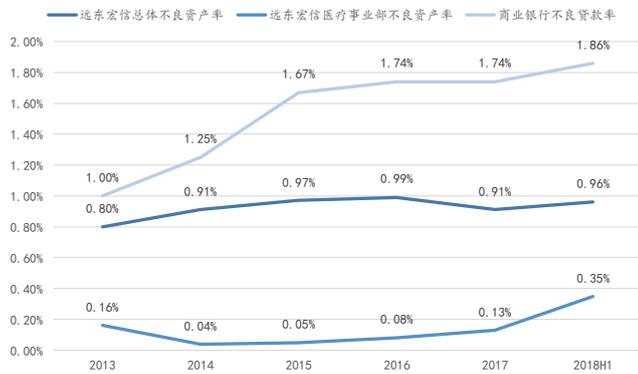
医疗设备租赁潜在业务风险识别难度大。由于类信贷性质, 在具体业务开展中如何界定与举债购置设备的边界需要大量的实操经验。同时, 尽管医疗设备是优质租赁物, 但行业仍存在设备重复融资、变相地方债等潜在风险点需要识别。与此同时, 医疗行业周期性弱, 合理选择合作标可以将业务风险控制在低水平。远东宏信有良好的风控体系, 从合作标的的选择到合作后风险管理都有成熟的体系:

- ① 建立起 160 人的专业资产管理团队形成布局全国的资产管理网络, 任何资产一旦出现问题, 3 小时内到现场解决。一方面可以控制租赁资产的风险, 另一方面对于重点医院的大型医疗设备, 及时响应以保证患者使用设备不间断是重要的服务需求。
- ② 依托行业资源和区域资源形成了独特的资产处置渠道。依托产业分工形成的事业部管理模式, 医疗事业部可以以自己的产业客户为基础, 结合对专业设备的认知, 利用产业上下游的资源, 形成了契合医疗行业的资产处置方法。同时远东宏信紧密协同区域资源, 有 500 余个地方性处置渠道, 包括 AMC、地方法院、财产调查、保

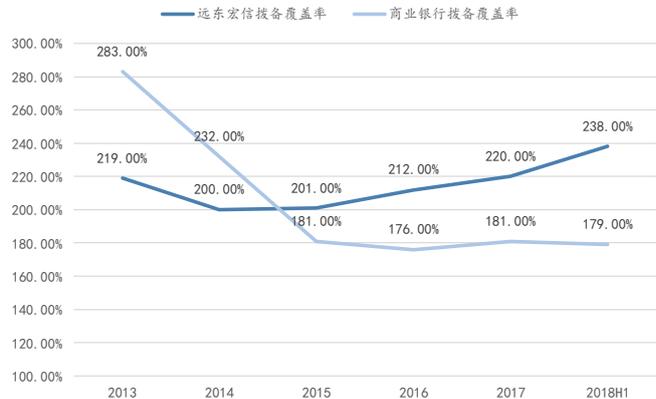
全执行等有效化解区域风险。

- ③ **通过强化金融业务风控手段，将新增项目风险有效控制。**深审视产业链，重点开发持续运营力好，未来生命力强的产业客户。利用“区域+行业”的垂直化份公告体系，贴近市场、贴近客户，形成了全链条区域风控体系。

图表 25 远东宏信不良资产率低于商业银行



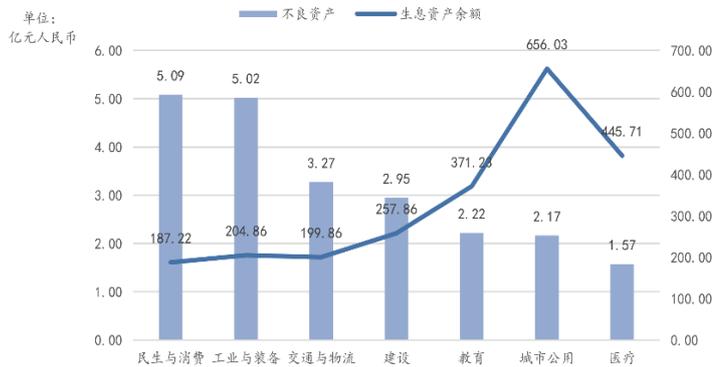
图表 26 远东宏信拨备覆盖率 2015 年起优于商业银行



资料来源: wind, 华创证券

资料来源: wind, 华创证券

图表 27 2018H1 远东宏信各分部不良资产情况



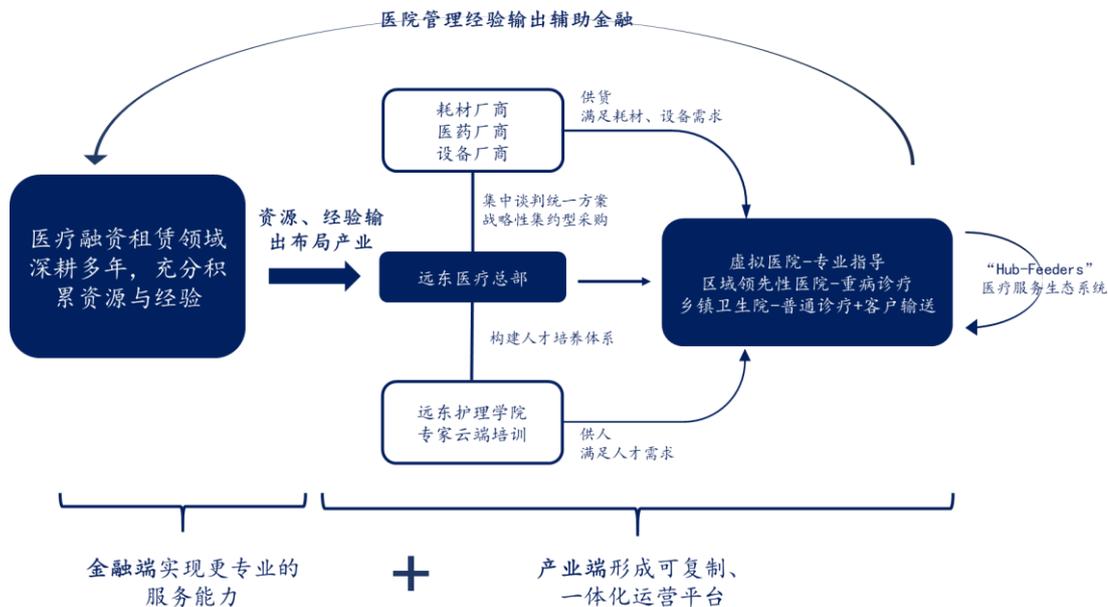
资料来源: wind, 华创证券

四、医疗租赁+产业的远东模式可复制于其它行业

(一) “金融+产业”双轮驱动，远东模式将释放协同效应

远东宏信秉承“服务综合化，操作类投行化”的业务模式，当客户企业规模发展到一定规模进入平稳期后，融资租赁需求将转变为行业服务诉求以提升竞争力和效率。因此远东宏信形成了租赁服务-资本投资运营的一体化模式。**金融引申出服务，金融和服务促进投资。**以医疗产业为例，拥有医院管理经验才能提供咨询服务。在“金融+产业”的模式下，远东宏信已经不仅仅是传统的租赁公司，会衍生出医疗集团、教育集团等，租赁是产业的服务手段，产业又服务于租赁。

图表 28 远东宏信医疗行业“金融+产业”战略图示



资料来源: 华创证券

(二) 教育、城市公用发展强劲, 多领域发力推动业绩增加

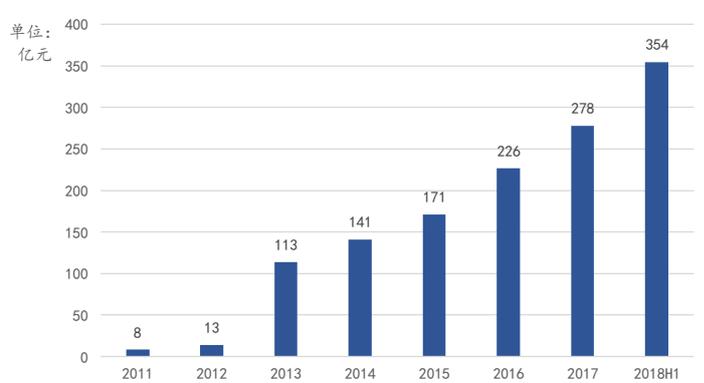
教育行业融资租赁起步较晚, 但近年呈现迅猛发展的势头。根据新思产业研究, 截至 2017 年底我国教育行业融资租赁业务量达到 630 亿元。随着行业规模的扩张, 行业竞争逐步加剧, 除传统公办院校外, 优质的民办学校和教育培训机构逐渐成为各租赁公司的客户群。远东宏信于 2008 年成立教育事业部, 经过十年发展已经积累了充分的资源与经验, 多年来为全国 1000 多家教育、科技、文化、体育机构提供涵盖投融资与咨询的综合金融解决方案。2015 年公司开始布局教育产业, 积极布局包括幼儿园、一贯制学校在内的 K12 教育领域, 并探索文化旅游、体育等方向产业运营业务。同时远东宏信在布局医疗可以依托于教育领域内护理学校的运营提供适合于公司发展的专业性医疗人才, 互相促进协同发展。

图表 29 教育行业融资租赁业务量



资料来源: 新思产业研究, 公司公告, 华创证券

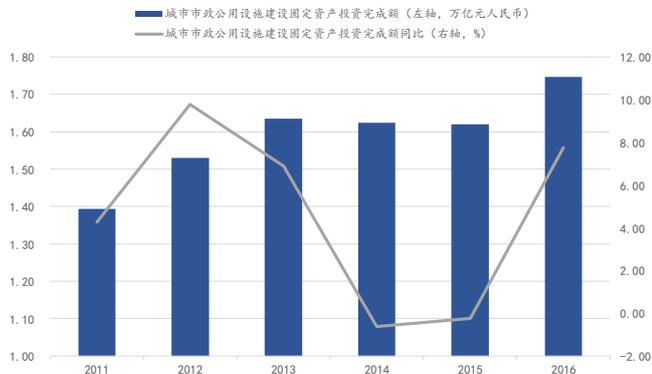
图表 30 远东宏信教育分部生息资产规模



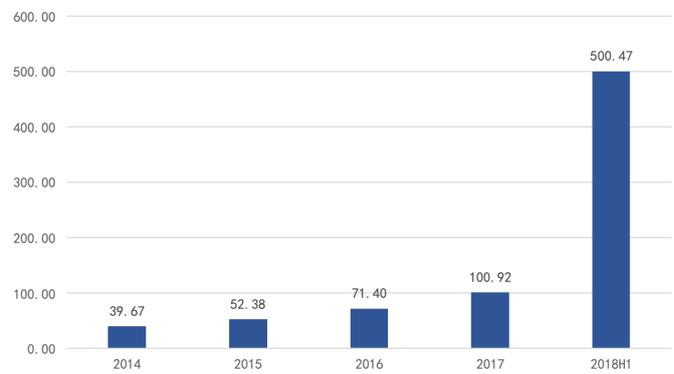
资料来源: 公司公告, 华创证券

随着城镇化、城市升级不断推进, 城市基础设施建设、市政服务、城市运营服务等产生了巨大的资金需求, 地方政府资金相对紧张, 需要外部资金支持。同时, 城市公用事业资产质量可控、现金流稳定且抗周期性、政府信用程

度最高,成为了融资租赁公司在经济下行时的优选板块。远东宏信主要选择地级市或百强县以上政府部门进行合作,2018年实现了城市公用分部营业收入 98.43%的增速,成为未来营业收入医疗领域之外的重要推动力之一。

图表 31 城市公用建设增速加快


资料来源: wind, 公司公告, 华创证券

图表 32 远东宏信城市公用分部生息资产规模 (亿元)


资料来源: wind, 公司公告, 华创证券

五、盈利预测、估值与投资建议

(一) 盈利预测

公司收入来源主要由租赁、咨询和产业运营三部分构成,影响利润的因素分别为生息资产规模和净息差、咨询专业性的定价费率和产业运营效果。

从生息资产规模来看,2013-2018年(由半年度数据外推),生息资产平均余额由690亿元升至2300亿元,复合增速达27%,由于远东宏信杠杆率较高,资产余额大幅提高可能性不大,但公司拟通过资产证券化等方式盘活已有资产,确保利润,我们保守假设未来资产增速为15%;净息差方面,由于公司抓住国内去杠杆机遇,2017年H2和2018年H1新增投放普遍定价较高,且贡献主要收入的医疗领域息差较高,公司的生息资产平均收益率较去年底提高1.04pct至7.28%;同时,公司通过提高直接融资额度、境外融资、资产证券化等方式控制资金成本上升,净息差由2017年底的1.96%提升53bp至2.49%。我们假设接下来国内融资环境放松,以远东净息差微降至2.1%来计算租赁服务收入。

以咨询专业性定价费率来看,随着远东对产业运营的理解加深,高端优质客户的需求得到满足,收入总体稳定。

从产业运营来看,医院收入和经营租赁收入合计占比80%。以工程设备和脚手架为主的经营租赁已形成完整营销体系,伴随着未来产业运营壮大,形成规模优势,运营效率将持续提升。对于医院运营板块,随着存量医院服务模式逐渐规范,影响力逐渐提升,收入有望保持稳定增长,而新并购医院,待学科管理和业务整合完成后,也料将实现收入提升。2018H1公司产业运营收入为52%,延续2014年以来的高速增长势头,我们认为可持续。同时,由于新交割医院运营效率未完全发挥带来的毛利率微降(28%,前值32%)也将修复,使产业运营利润提高。

(二) 估值分析

我们对远东宏信的融资租赁与咨询业务、产业运营业务分成两部分进行估值。考虑到远东宏信虽然非金融租赁公司,但ROE居于行业较高水平,2018年半年度达15.65%,且资产质量优良,其租赁模块应较同行享受较高估值,1.2倍PB、9倍PE更为合理。

图表 33 租赁行业可比公司估值情况

可比公司	股票代码	ROE (2017)	收盘价 (2018.11.27)	EPS			PE			PB (MRQ)
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	
环球医疗	2666.HK	15.38	6.19	0.67	0.83	1.02	6.94	6.72	5.43	1.16
国银租赁	1606.HK	9.3	10.90	0.17	0.13	0.16	7.52	9.32	7.64	0.64
渤海租赁	000415.SZ	8.31	3.88	0.43	0.58	0.69	13.54	6.58	5.57	0.7
江苏租赁	600901.SH	16.18	6.03	0.43	0.40	0.51	-	14.87	11.77	1.74
均值							9.32	7.88	7.60	1.06

资料来源: wind 一致估计 (截止 2018 年 12 月 6 日收盘), 华创证券

对于产业运营模块, 由于医疗分部在远东宏信的产业模块中举足轻重, 可以类比已有医疗集团的估值情况进行估值。远东宏信截止 2018 年 6 月 30 日床位数为 16000 张, 在 2018 年底床位数大概率将实现 20000 张, 目前是民营医院第一大。且远东宏信相较于其余医疗产业布局方更具金融、服务商的禀赋, 接管后的医院的病床使用率超过 90%, 远高于民营医院不足 60% 的平均水平, 因此可以给与更高的估值, 2.3 倍 PB、25 倍 PE 较为合理。

图表 34 医疗产业可比公司估值情况

可比公司	股票代码	收盘价 (2018.11.27)	床位数	EPS			PE			PB		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
国际医学	000516	5.03	18560	0.10	1.19	0.07	48.58	4.28	72.59	2.6	1.9	2.9
华润医疗	1515.HK	5.01	12000	0.33	0.33	0.38	25.38	14.87	13.16	1.3	1.8	1.7
复星医药	2196.HK	23.36	10000	1.27	1.23	1.44	33.48	19.43	16.62	3.2	2.9	2.6
均值				-	-	-	35.81	12.9	34.12	2.34	2.2	2.4

资料来源: wind 一致估计 (截止 2018 年 12 月 6 日收盘), 华创证券

医疗产业以外的其余产业发展前景广阔但远东宏信公司业务中占比较少, 我们给与其 1.8 倍 PB、18 倍 PE 的估值。目前公司租赁与咨询占据营业收入 84%, 产业运营占据营业收入 16%, 未来后者有望进一步提升比重。我们对不同模块分别采用 PE 和 PB 估值法进行分部估值, 折中后目标价为 9 元人民币, 对应港币 10.21 元。

图表 35 远东宏信估值表

模块	每股净资产 (2018E)	每股净利润 (2018E)	PB	PE	PB 估值每股价值	PE 估值每股价值
租赁与咨询	5.64	0.90	1.20	9.00	6.77	8.14
医疗产业	0.14	0.04	2.30	25.00	0.32	0.90
其他产业	0.97	0.05	1.80	18.00	1.75	0.82
合计	6.75	0.99	-	-	8.83	9.86

资料来源: 公司公告, 华创证券

(三) 投资建议

远东宏信是大陆首家在港上市的以融资租赁为基础业务的公司, 上市以来, 远东宏信充分利用资本市场募集资金, 能够境外发行债券极大地补充了公司资本金的同时保证了融资成本低于同行。2018H1 在境内融资成本上升的情况下, 公司仍能实现净息差的扩大 (2.49%, 去年同期 1.94%), 加强了远东宏信的市场竞争优势。特别在医疗领域多年深

耕，远东宏信已经实现贯通医疗上下游产业，成为医疗租赁领域的绝对龙头。

我国融资租赁市场迎来前所未有的发展机遇。一是医疗租赁等高专业化程度的朝阳行业释放融资需求；二是融资租赁与产业有天然的联系，更顺应于产融结合的发展趋势。远东宏信十余年深耕医疗租赁领域，且由金融服务衍生出产业运营的模式最能抓住发展机遇，医疗租赁的经验又可促进教育、公共事业的布局，市场占有率有望进一步提高。

我们预计公司有望受益于利率下行和资产端需求旺盛，预计 2018-2020 年的营业收入分别将实现同比增长 42.8%、15.2% 以及 22%；净利润分别将实现同比增长 20.7%、12.1% 以及 11.8%，EPS2018-2020 年分别为 0.99 元，1.11 元和 1.24 元，对应 PE6.71X、5.99X、5.35X，PB0.98X、0.92X、0.85X。首次覆盖，给予“强推”评级。

六、风险提示

宏观经济衰退，市场需求下降；利率波动，息差收入显著下降；经营不佳，产业运营收入下降；政策风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,816	3,320	1,420	1,775
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4,145	5,087	6,171	7,529
预付账款	0	0	0	0
存货	318	467	557	696
其他流动资产	74,920	97,474	111,371	130,211
流动资产合计	82,199	106,348	119,518	140,212
其他长期投资	126,154	180,827	208,323	248,402
长期股权投资	2,275	3,816	6,401	7,400
固定资产	6,969	10,719	13,895	18,839
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	9,857	10,662	12,323	12,982
非流动资产合计	145,255	206,025	240,942	287,623
资产合计	227,454	312,373	360,460	427,834
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,839	11,904	8,518	14,200
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	55,995	61,557	68,557	73,557
其他流动负债	14,151	24,603	34,984	52,475
流动负债合计	71,985	98,064	112,059	140,232
长期借款	88905	128811	152903	181565
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	30,157	47,584	55,584	63,584
非流动负债合计	119,062	176,395	208,487	245,149
负债合计	191,047	274,459	320,546	385,381
归属母公司所有者权益	25,340	26,684	28,502	30,838
少数股东权益	11,067	11,229	11,412	11,615
所有者权益合计	36,407	37,914	39,914	42,453
负债和股东权益	227,454	312,373	360,460	427,834

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-40,787	-53,496	-55,132	-55,848
现金收益	3,841	4,928	6,216	7,337
存货影响	-28	-149	-90	-139
经营性应收影响	1,016	-942	-1,083	-1,359
经营性应付影响	-1,048	10,065	-3,386	5,682
其他影响	-44,568	-67,398	-56,789	-67,369
投资活动现金流	-5,551	-6,550	-7,198	-7,871
资本支出	-2,380	-4,295	-4,451	-6,697
股权投资	-606	-1,541	-2,585	-999
其他长期资产变化	-2,565	-714	-162	-175
融资活动现金流	47,165	60,551	60,430	64,074
借款增加	37,962	45,468	31,092	33,662
财务费用	-225	-322	-386	-490
股东融资	8,353	-2,555	-2,555	-2,555
其他长期负债变化	1,076	17,959	32,279	33,457

资料来源: 公司公告、华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	18,782	26,819	30,902	37,707
营业成本	8,107	11,904	14,197	17,750
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1,862	2,414	2,627	3,205
管理费用	4,002	6,436	7,262	9,050
财务费用	225	322	386	490
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	4,586	5,743	6,430	7,212
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	4,586	5,743	6,430	7,212
所得税	1,378	1,681	1,876	2,118
净利润	3,208	4,061	4,555	5,094
少数股东损益	181	162	182	204
归属母公司净利润	3,229	3,899	4,372	4,890
NOPLAT	3,366	4,289	4,828	5,440
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.99	1.11	1.24

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	34.8%	42.8%	15.2%	22.0%
EBIT 增长率	18.5%	26.1%	12.4%	13.0%
归母净利润增长率	12.0%	20.7%	12.1%	11.8%
获利能力				
毛利率	56.8%	55.6%	54.1%	52.9%
净利率	16.1%	14.5%	14.1%	13.0%
ROE	8.3%	10.3%	11.0%	11.5%
ROIC	6.6%	7.6%	7.4%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	84.0%	87.9%	88.9%	90.1%
债务权益比	480.8%	627.6%	694.1%	750.7%
流动比率	114.2%	108.4%	106.7%	100.0%
速动比率	113.7%	108.0%	106.2%	99.5%
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收帐款周转天数	89	62	66	65
应付帐款周转天数	105	208	259	230
存货周转天数	13	12	13	13
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.99	1.11	1.24
每股经营现金流	-10.32	-13.53	-13.94	-14.12
每股净资产	6.41	6.75	7.21	7.80
估值比率				
P/E	8.07	6.71	5.99	5.35
P/B	1.03	0.98	0.92	0.85
EV/EBITDA	48.46	38.26	31.25	26.74

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500