

远东宏信 (03360.HK)

“金融+产业”综合服务提供商

买入

核心观点

远东宏信不仅是融资租赁企业，更是产业综合运营服务提供商。远东宏信是一家以金融及产业相结合的模式服务于企业的金融公司，秉承“金融+产业”的经营理念，为客户提供金融与产业综合服务。公司业务范围遍及全国，拥有多元化的股东结构，主要管理层长期稳定且直接持股。

远东宏信近几年收入结构转换，产业运营收入占比快速提升，盈利能力则长期保持稳定。从收入结构来看，远东宏信当前收入的主要来源依然是金融服务业务，不过产业运营收入占比快速提升。2022年上半年，公司营业收入当中的59%来自金融服务业务，即融资租赁利息收入；产业运营板块的两大主要业务设备运营和医院运营的合计收入占比达32%。从主要财务指标来看，公司近几年业绩增长趋于平稳，资产、收入、利润增速在10%左右；公司盈利能力稳定，ROE长期保持在14%左右。此外，公司还保持了较为稳定的分红记录，2021年分红率27%。

远东宏信产业运营快速发展，凸显公司特色。公司直接从事产业运营，主要包括设备和医院运营业务，这使得公司与传统金融企业差别很大，凸显公司特色。从近几年的收入和净利润增速来看，产业运营板块有相对更高的成长性，尤其是其中的设备运营板块，即子公司宏信建发。宏信建发是我国设备运营服务龙头企业，主要业务包括经营租赁、工程技术服务等，其扩张空间明显大于金融服务板块，有望给公司带来新的增长动力。

远东宏信金融业务专业经营，资产质量稳定。远东宏信是融资租赁行业龙头，在行业整体规模萎缩的情况下，依然保持扩张态势。得益于规范专业的风控体系、长期专注的行业积累和积极灵活的资产摆布，在近几年宏观经济下行背景下，公司依然保持了稳定的资产质量。

盈利预测与估值：尽管融资租赁行业整体增长疲弱，但在产业运营业务的拉动下，预计公司2022-2024年归属母公司普通股股东净利润61/69/77亿元，同比增速分别为10.4%/12.6%/12.9%，EPS为1.41/1.59/1.79元。结合相对估值与绝对估值，我们认为公司合理股价在6.9-8.1港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,169	33,782	36,563	40,736	44,882
(+/-%)	8.3%	15.8%	8.2%	11.4%	10.2%
净利润(百万元)	4,576	5,512	6,083	6,850	7,735
(+/-%)	5.5%	20.5%	10.4%	12.6%	12.9%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.28	1.41	1.59	1.79
总资产收益率	1.63%	1.73%	1.73%	1.78%	1.85%
净资产收益率	14.2%	14.6%	13.9%	14.1%	14.3%
市盈率(PE)	4.8	4.0	3.6	3.2	2.9
股息率	5.3%	6.7%	7.4%	8.4%	9.5%
市净率(PB)	0.65	0.53	0.48	0.43	0.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

非银金融·多元金融

证券分析师：陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn S0980519010001	证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn S0980518070002
证券分析师：戴丹苗 0755-81982379 daidanmiao@guosen.com.cn S0980520040003	证券分析师：田维韦 021-60875161 tianweiwei@guosen.com.cn S0980520030002

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	6.50 - 8.10 港元
收盘价	5.60 港元
总市值/流通市值	24164/0 百万港元
52周最高价/最低价	7.47/5.17 港元
近3个月日均成交额	31.03 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：“金融+产业”综合服务提供商	5
基本经营情况：收入结构转换，盈利能力稳定	7
产业运营快速发展，凸显公司特色	11
公司直接从事产业运营，有别于传统金融企业	11
宏信建发：为公司带来新的增长动力	12
宏信健康：医院运营稳步增长	16
金融业务专业经营，资产质量稳定	18
盈利预测	23
假设前提	23
未来三年业绩预测简表	23
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
绝对估值	25
相对估值	25
投资建议	26
风险提示	27
财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 远东宏信发展历程	5
图 2: 公司早在 2007 年就提出产业综合运营服务的理念	6
图 3: 远东宏信在全国范围展业	6
图 4: 远东宏信主要股东持股情况	7
图 5: 远东宏信收入结构	8
图 6: 远东宏信总资产增长情况	8
图 7: 远东宏信营业收入增长情况	9
图 8: 远东宏信净利润增长情况	9
图 9: 远东宏信分红率较为稳定	10
图 10: 远东宏信盈利能力较为稳定	10
图 11: 产业运营板块的收入增速相对更高	11
图 12: 产业运营板块的净利润增速相对更高	12
图 13: 宏信建发的产品类型	13
图 14: 宏信建发的收入结构	13
图 15: 中国设备运营服务市场的规模	14
图 16: 美国设备运营服务市场高度集中	14
图 17: 宏信建发未来将进一步新设服务网点	15
图 18: 宏信建发的主要设备利用率	16
图 19: 宏信建发的毛利率	16
图 20: 医院板块的“三个一”管理模式	17
图 21: 医院运营板块的毛利率	17
图 22: 医院运营板块单床收入不断提升	18
图 23: 融资租赁行业整体萎缩	18
图 24: 远东宏信贷款和应收款持续增长	19
图 25: 远东宏信净利差持续提升	19
图 26: 远东宏信不良生成率保持在较低水平	20
图 27: 2019 年以来远东宏信不良率和关注率持续下降	20
图 28: 远东宏信拨备覆盖率保持在 200%以上	21
图 29: 远东宏信首创 A-F 段运营管理流程	21
图 30: 远东宏信坚持独特的基于行业经营商业模式	22
图 31: 远东宏信生息资产行业投向进行了调整	22
图 32: 远东宏信生息资产区域投向发生调整	23

表1: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)	24
表2: 敏感性分析结果	24
表3: 一、二阶段假设 (百万元)	25
表4: 其他假设	25
表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表6: 可比公司对比情况 (单位: 亿元)	26
表7: 可比公司对比情况 (单位: 亿元)	26

公司概况：“金融+产业”综合服务提供商

远东宏信是一家以金融及产业相结合的模式服务于企业的金融公司，秉承“金融+产业”的经营理念，为客户提供金融与产业的综合服务。远东宏信的前身是1991年成立的远东国际租赁，后经重组，于2008年注册成立远东宏信有限公司，并于2011年在港股上市。远东宏信是中国租赁行业的先驱者，长期深耕融资租赁领域，有丰富的行业经验，并且公司早在2007年就提出产业综合运营服务的理念，从单一金融服务向产业综合运营服务战略转变，目前在医疗健康、文化旅游、工程建设等多个领域开展金融、投资、贸易、咨询、工程一体化产业运营服务。

图1：远东宏信发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司早在 2007 年就提出产业综合运营服务的理念



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司业务范围遍及全国。远东宏信集团总部设在香港，于上海和天津设业务运营中心，并在多个中心城市设立办事机构，形成了辐射全国的客户服务网络。

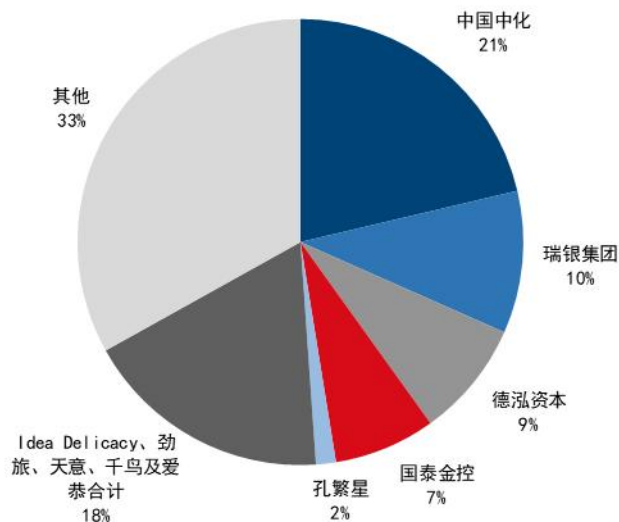
图3：远东宏信在全国范围展业



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司拥有多元化的股东结构。根据公司官网及中报信息，公司主要股东包括：中化资本投资管理（香港）有限公司持有公司 21.31% 的股份，该公司隶属于中国中化集团，实控人为国务院国有资产监督管理委员会；瑞银集团持有 10.32% 的股份，该公司是一家全球性金融服务机构；德泓资本持有 8.45% 的股份，该公司是一家专注于亚洲市场的国际性私募股权投资机构；国泰金融控股股份有限公司通过国泰人寿持有 7.37% 的股份，该公司是我国台湾省领先的金融控股集团。

图4: 远东宏信主要股东持股情况



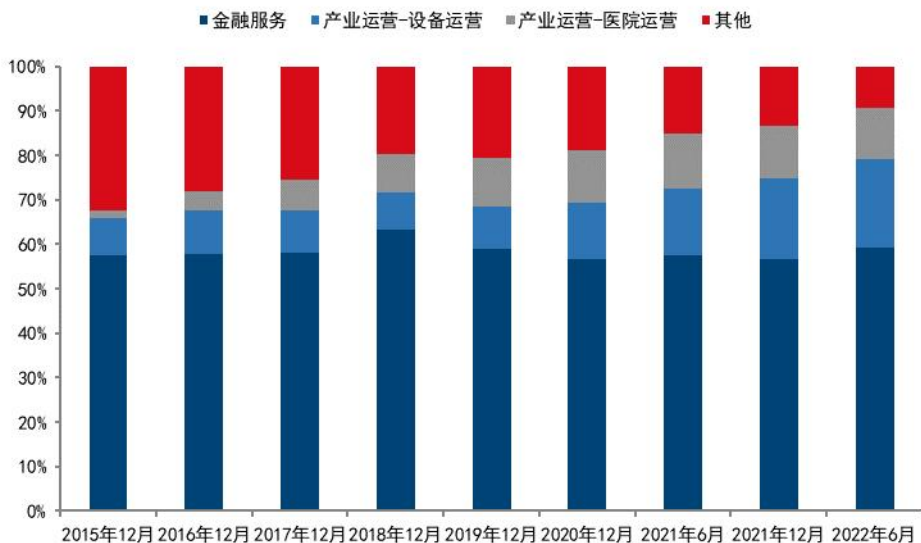
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主要管理层长期稳定且直接持股。公司行政总裁孔繁星此前任职于中国中化集团，2001 年加入远东国际租赁有限公司并担任总经理至今，并自 2009 年起担任远东宏信的总裁及首席执行官。公司财务总监王明哲于 1995 年加入远东国际租赁有限公司，2009 年至今担任公司财务总监。根据中报披露的信息，孔繁星直接持有公司 1.44% 的股份并于受控制法团拥有公司 18.03% 的权益，王明哲直接持有 0.53% 的股份。

基本经营情况：收入结构转换，盈利能力稳定

远东宏信当前收入的主要来源依然是金融服务业务，不过产业运营收入占比快速提升。2022 年上半年，公司收入 178 亿元，其中 59% 来自金融服务业务，即融资租赁利息收入；产业运营板块的两大主要业务设备运营和医院运营的合计收入达到 56 亿元，占总收入的 32%，近几年占比提升明显；其他业务收入占比快速下降，主要是随着外部环境变化，公司拓展的行业及目标客群趋于稳定，咨询服务收入下降。

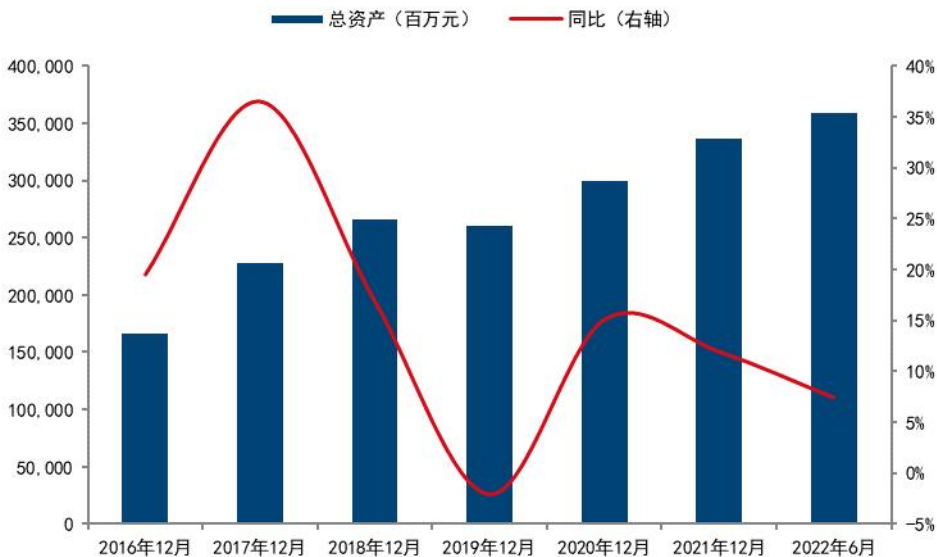
图5: 远东宏信收入结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

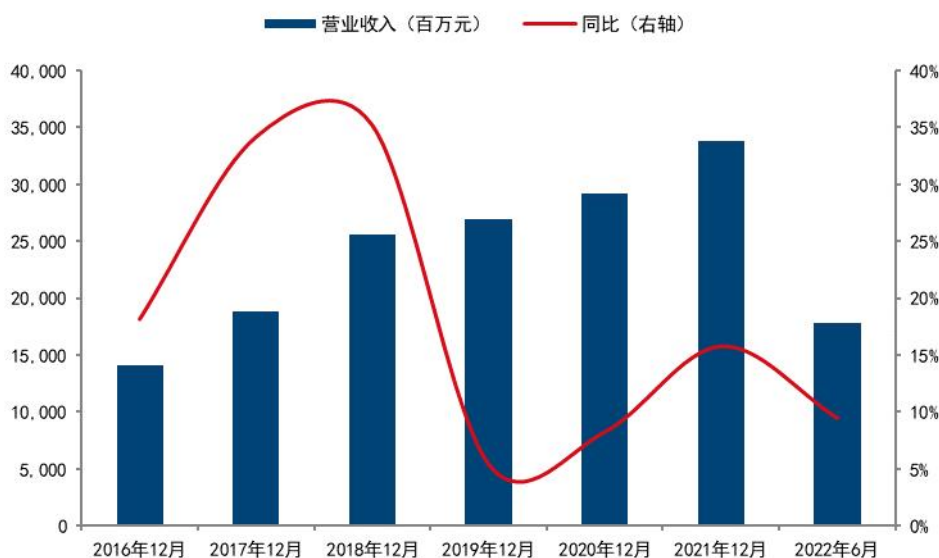
公司近几年业绩增长趋于平稳, 目前资产、收入、利润增速大约在 10% 左右。2019 年以来, 公司整体业绩增速中枢下移, 增长趋于平稳, 其中, 2022 年第二季末总资产 3585 亿元, 同比增长 7%; 2022 年上半年营业收入 178 亿元, 同比增长 10%; 2022 年上半年普通股净利润 28 亿元, 同比增长 10%。

图6: 远东宏信总资产增长情况



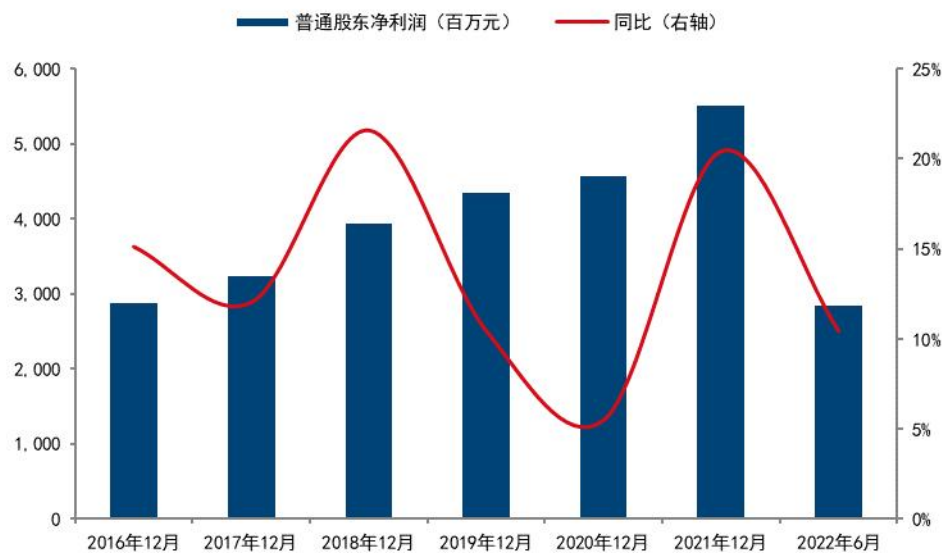
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 远东宏信营业收入增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

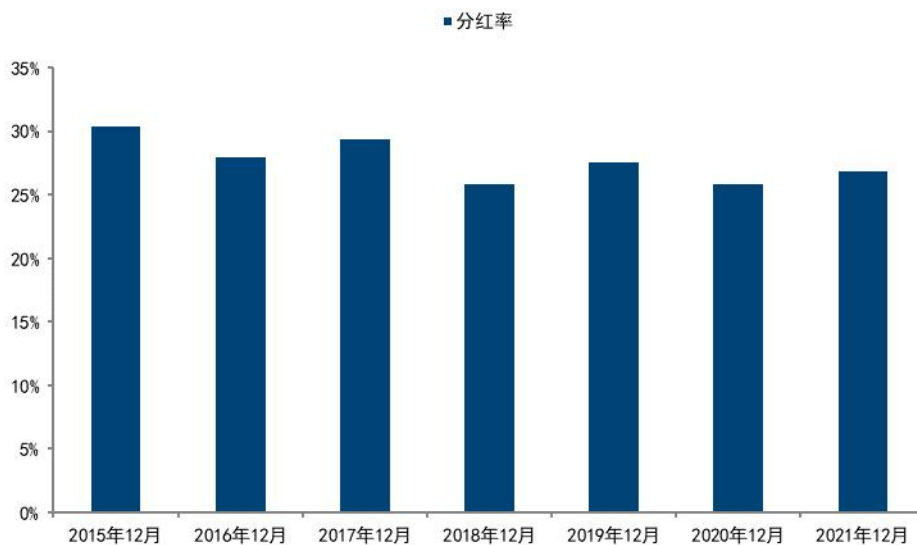
图8: 远东宏信净利润增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司保持了较为稳定的分红记录。远东宏信近几年分红率略有下降, 但总体来看比较稳定, 2021年分红率27%。

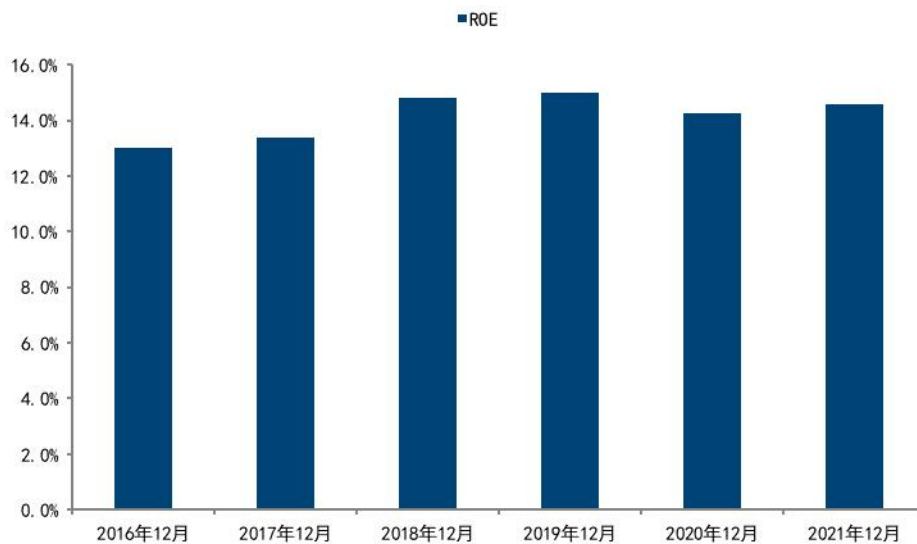
图9: 远东宏信分红率较为稳定



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司盈利能力稳定, ROE 在 14%左右。远东宏信的盈利能力近几年基本保持稳定, 2021 年使用期初期末数据计算的公司的 ROE 达到 14.6%, 近几年也基本在 14%左右波动。

图10: 远东宏信盈利能力较为稳定



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

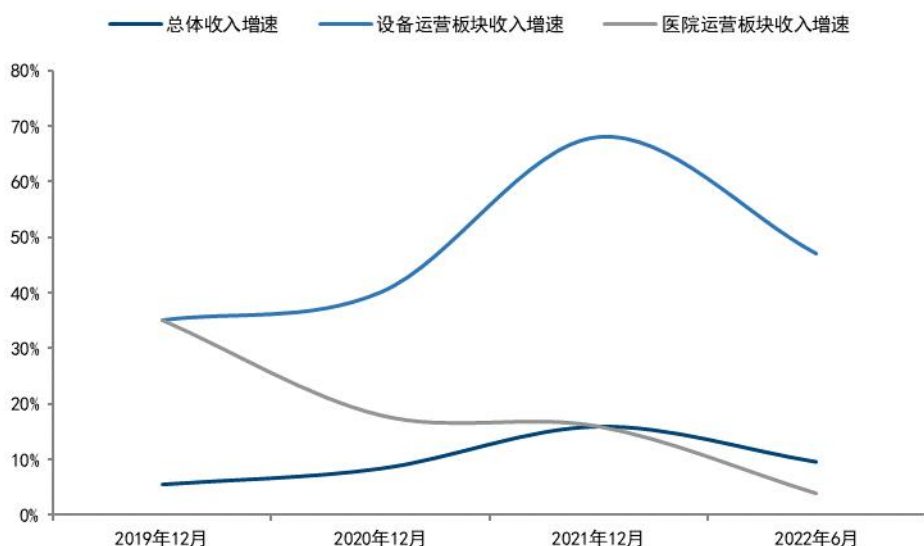
产业运营快速发展，凸显公司特色

公司直接从事产业运营，有别于传统金融企业

公司从事设备和医院运营业务。远东宏信将业务延伸到产业运营领域，与传统的金融企业有很大区别。目前公司的主要产业运营板块包括设备运营和医院运营。公司早在 2011 年就成立了宏信建发的前身“宏信设备”以专注于提供全方位的建设设备运营及工程服务，在 2013 年投资运营了第一家医院。

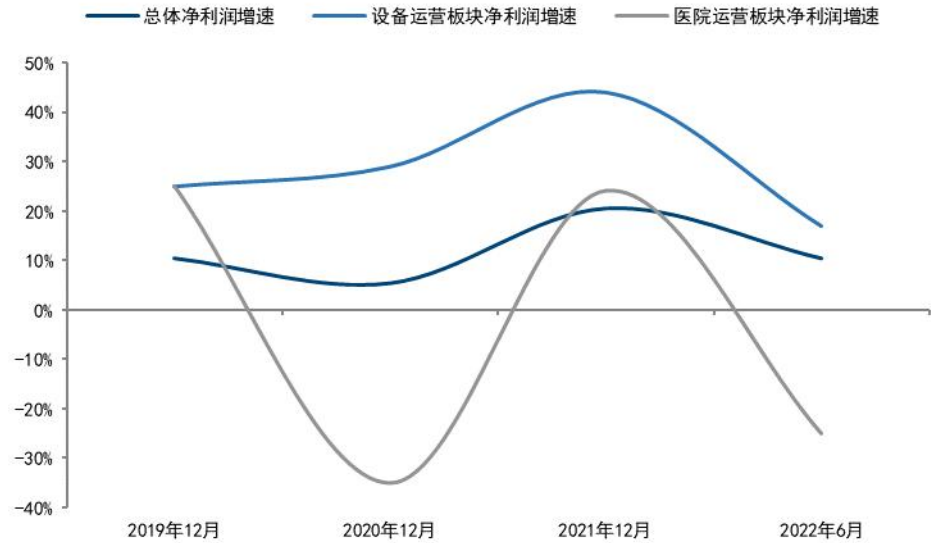
产业运营板块有相对较高的成长性。从收入和净利润增速来看，产业运营板块有着相对更高的成长性，尤其是设备运营板块，医院运营板块的收入和利润增长则受疫情影响有所降低。

图11：产业运营板块的收入增速相对更高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 产业运营板块的净利润增速相对更高



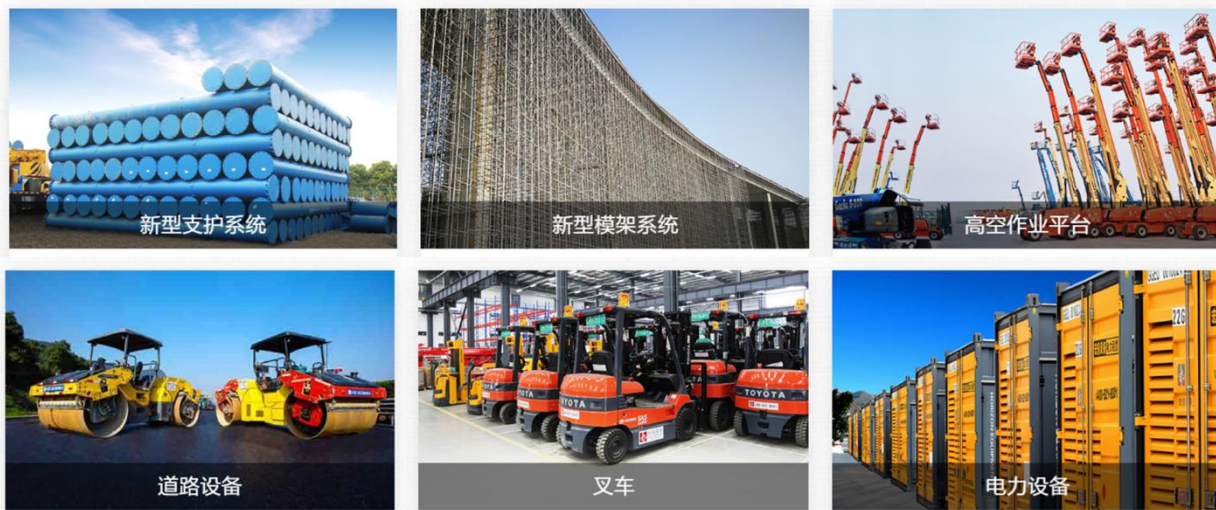
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

宏信建发：为公司带来新的增长动力

公司通过宏信建发开展设备运营服务，宏信建发是我国设备运营服务龙头企业。宏信建发为客户提供工程机械设备管理与施工服务。宏信建发在全球最大国际建筑信息供货商之一 KHL 集团评选发布的全球租赁商百强 IRN100 排行榜居第十四位；根据弗若斯特沙利文报告，按 2021 年在中国的设备保有量计，公司在新型支护系统、新型模架系统及高空作业平台三个市场均排名第一。受益于龙头地位，公司能够参与国内重大工程项目，如北京大兴国际机场项目、港珠澳大桥项目及火神山医院项目等。宏信建发 2022 年二季度末总资产达 293 亿元，2022 年上半年实现营业收入 35.7 亿元，净利润 2.9 亿元。

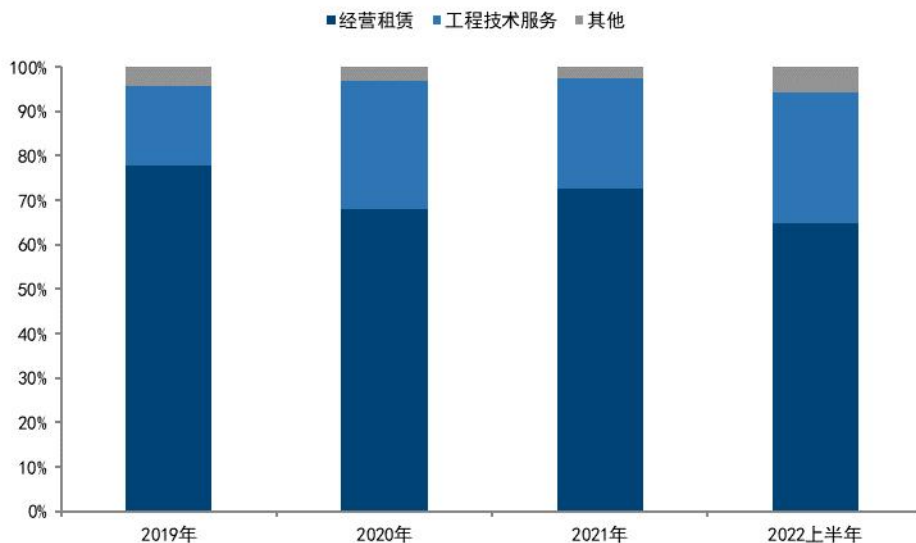
宏信建发的主要业务包括经营租赁、工程技术服务。其中经营租赁服务的主要产品线包括新型支护系统、新型模架系统、高空作业平台及其他设备。工程技术服务主要为不同业务或运营情景打造一站式解决方案，包括设计、设备及材料供应、现场施工及安装、维修及保养和物流服务等。公司的其他业务包括设备及材料转租的平台服务和设备、材料及备件销售。

图13: 宏信建发的产品类型



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图14: 宏信建发的收入结构



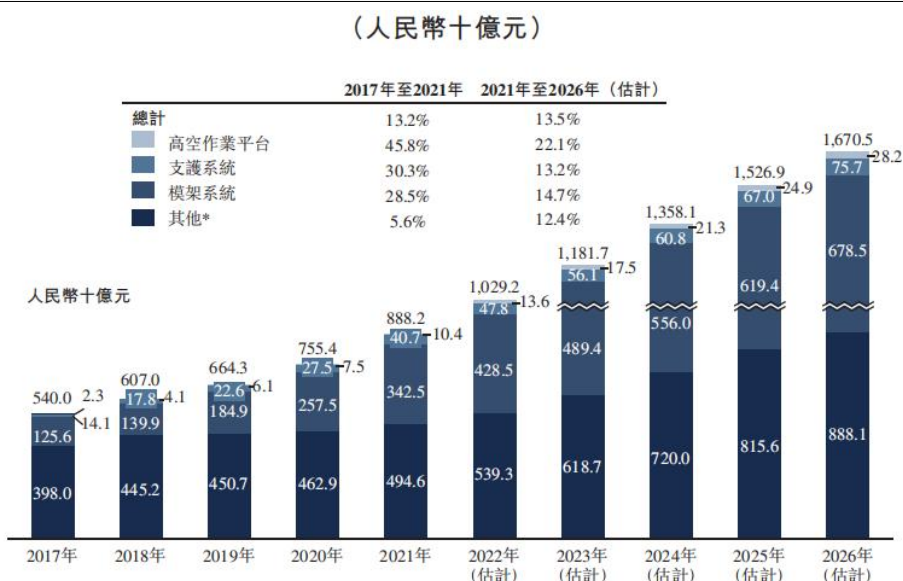
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

宏信建发的扩张空间明显大于金融服务板块, 有望给公司带来新的增长动力。宏信建发的业务仍然属于重资产业务, 但与融资租赁业务相比, 资产扩张空间更大, 主要是考虑到两点:

- 一是设备运营服务行业本身有相对更大的增长空间。随着人力成本提升以及针对建筑工地安全及环保等的监管要求日益严格, 新型专业设备需求不断增加。设备用户往往采用租赁的方式使用设备, 2021 年末钢支护系统、盘扣式脚手架、高空作业平台的设备保有量中, 分别有 79%、74%、86%来自设备运营服务提供商, 因此设备运营服务市场也随之快速发展。根据弗若斯特沙利

文估计，以收入计算，中国 2017-2021 年设备运营服务市场规模年复合增速为 13.2%，2021 年达到约 8900 亿元，而未来五年增速预计为 13.5%。

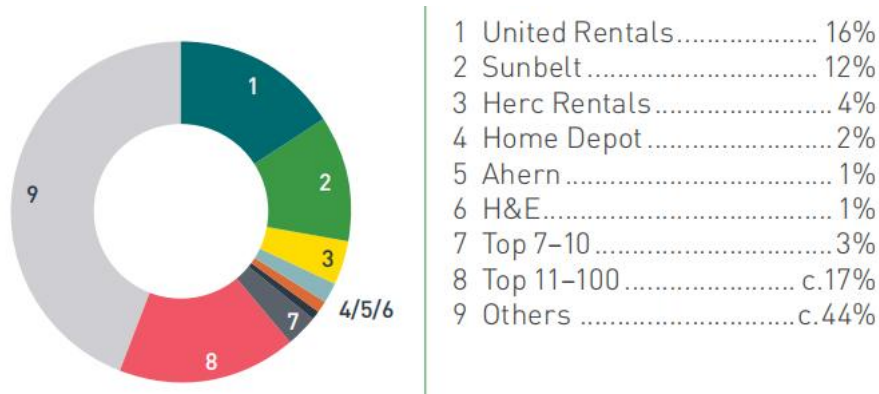
图15: 中国设备运营服务市场的规模



资料来源: 宏信建发招股书, 国信证券经济研究所整理

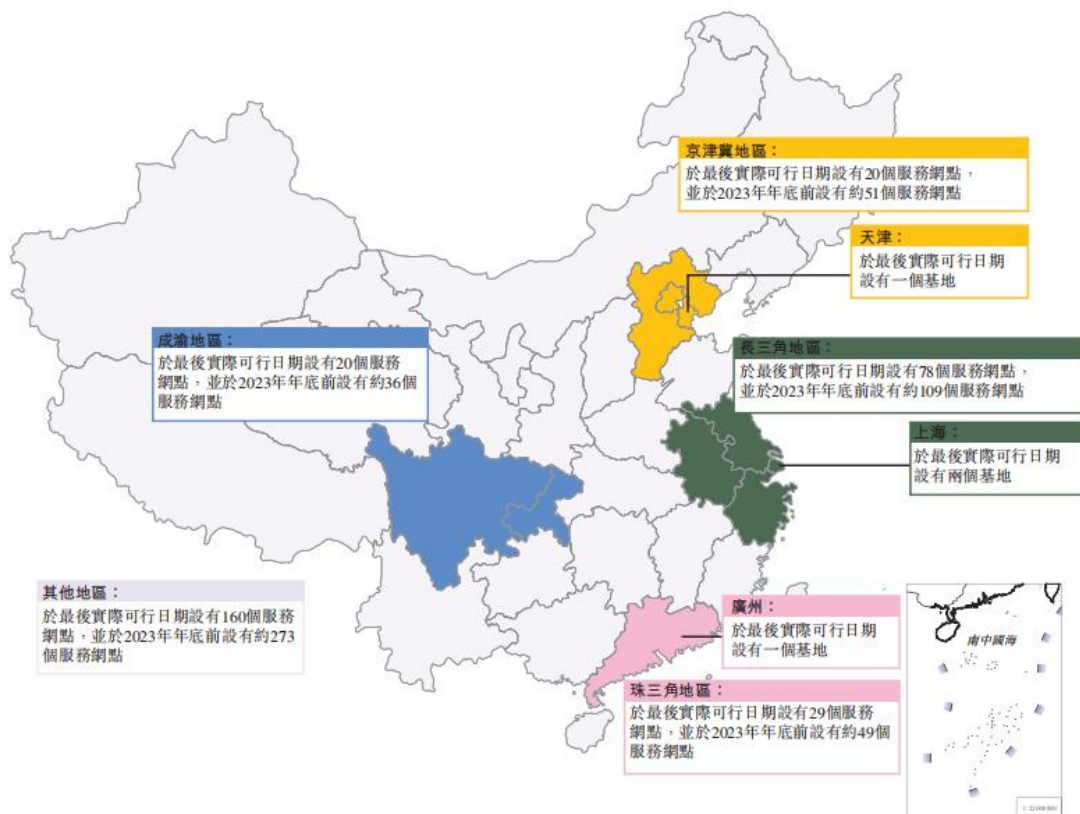
- 二是设备运营服务市场集中度很低，宏信建发有望获得更大的市场份额。目前我国设备运营市场有超过 1.5 万家设备运营服务提供商，CR3 只有 1.2%，其中宏信建发是最大的设备运营服务提供商，市场份额仅有 0.5%。相比之下，美国设备租赁市场上，CR3 和最大租赁商的市占率分别为 32%和 16%，我国设备运营服务市场集中度仍有提升空间。其中宏信建发作为国内最大的设备运营服务提供商，有更强的专业性和品牌声誉，随着公司网点不断铺设，有望获得更大的市场份额。

图16: 美国设备运营服务市场高度集中



资料来源: Ashtead2022 财年年报, 国信证券经济研究所整理

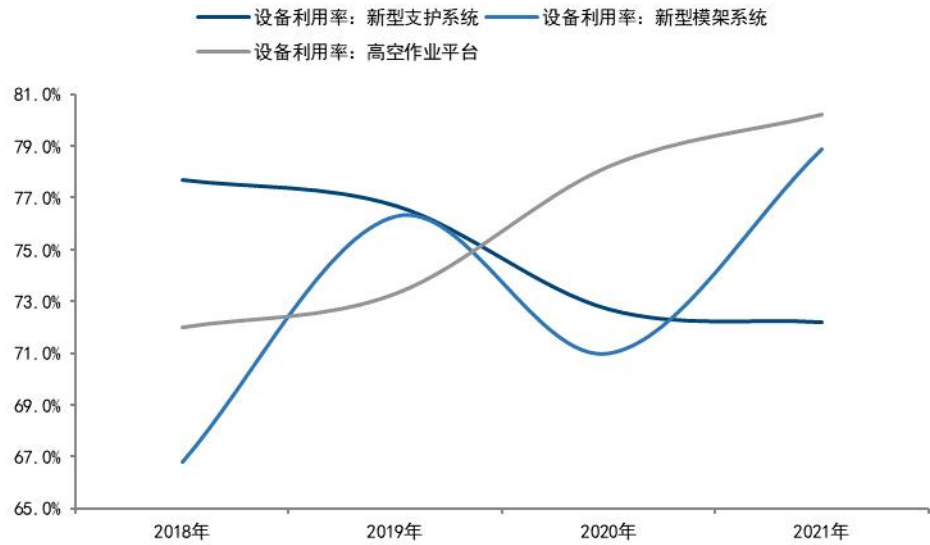
图17: 宏信建发未来将进一步新设服务网点



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

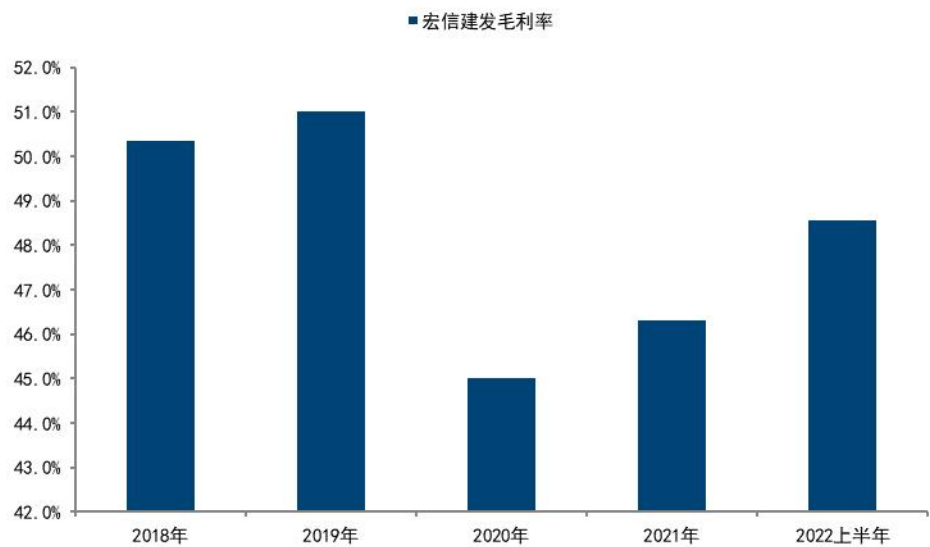
宏信建发维持较为稳定的设备利用率和毛利率。宏信建发的设备利用率近几年有所波动，但整体而言比较稳定，不同设备的利用率在 70%-80%之间。宏信建发在 2018 年和 2019 年的毛利率超过 50%，近几年毛利率有所下降，主要跟疫情影响以及为客户提供更多的劳动密集型现场施工服务有关，预计后续毛利率将保持稳定。此外，2021 年宏信建发的净利润率为 11.6%，ROE 为 12.5%。

图18: 宏信建发的主要设备利用率



资料来源: 宏信建发招股书, 国信证券经济研究所整理

图19: 宏信建发的毛利率

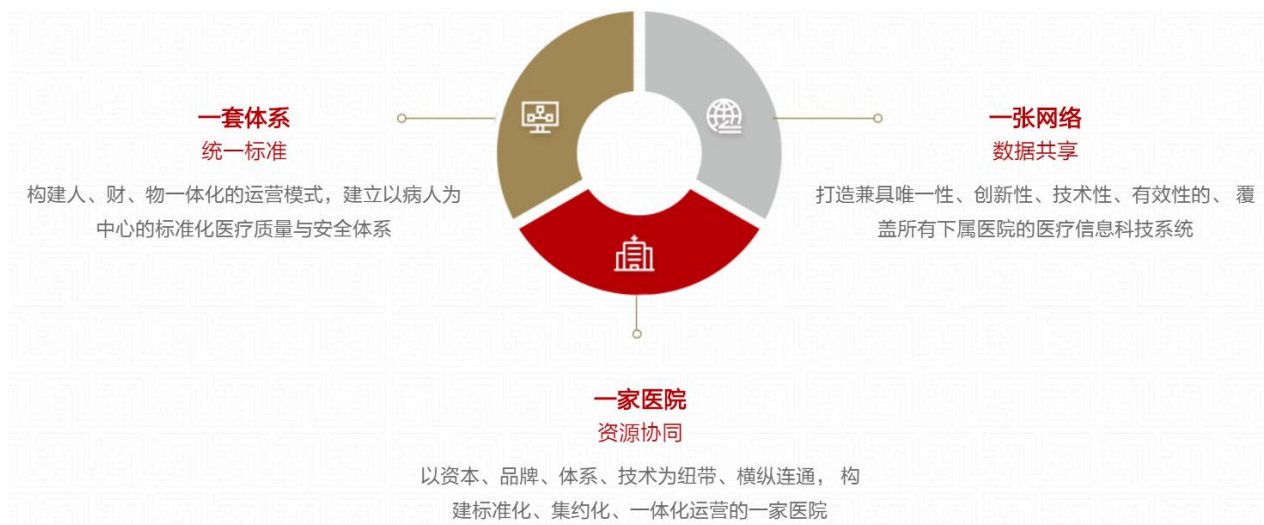


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

宏信健康: 医院运营稳步增长

公司聚焦医疗资源薄弱地区, 在医疗领域开展投资与运营业务。公司定位于“大专科、小综合”, 通过“三个一”管理模式, 打造标准化、集约化、一体化运营的“一家医院”。截至2022年中报, 公司控股医院29家, 实际开放床位约1.1万张。公司医院板块2022年二季度末总资产达69亿元, 2022年上半年实现营业收入20.7亿元, 净利润0.9亿元。

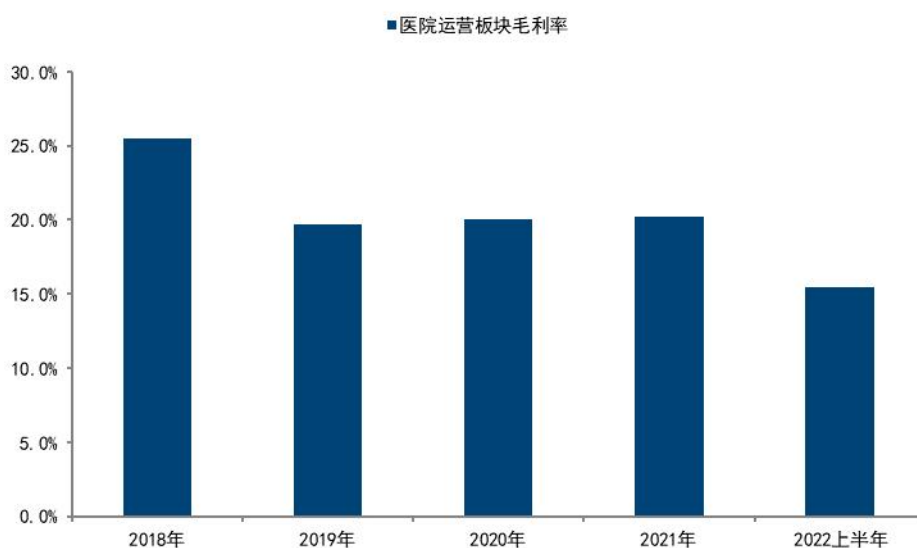
图20: 医院板块的“三个一”管理模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

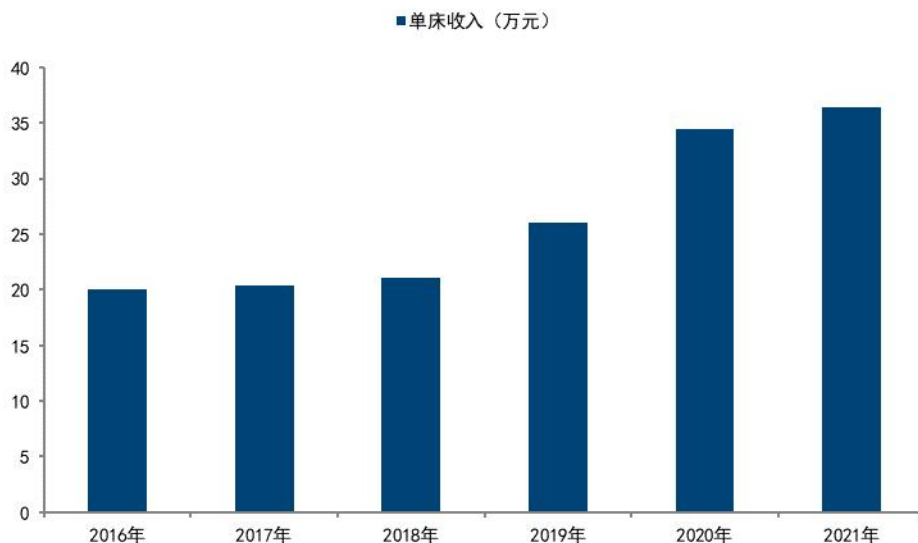
医院运营板块持稳定增长。医院运营板块的收入主要是门诊、住院及体检等收入。2020年之后受疫情影响，医院运营板块的收入增速有所降低，毛利率也有所下降，但公司在2020年对医院版块进行了重组优化，主动对参股、筹建中、待交割、运营初期的约31家医院进行了转让、处置、关闭，并凭借规模化集约化的资源整合能力，保持了稳定经营。公司近几年不断提升运营效率，单床收入持续提升，2021年约为37万元，但2021年环球医疗、华润医疗单床收入分别为42万元、68万元，相比之下，宏信健康的收入仍有提升空间。

图21: 医院运营板块的毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 医院运营板块单床收入不断提升

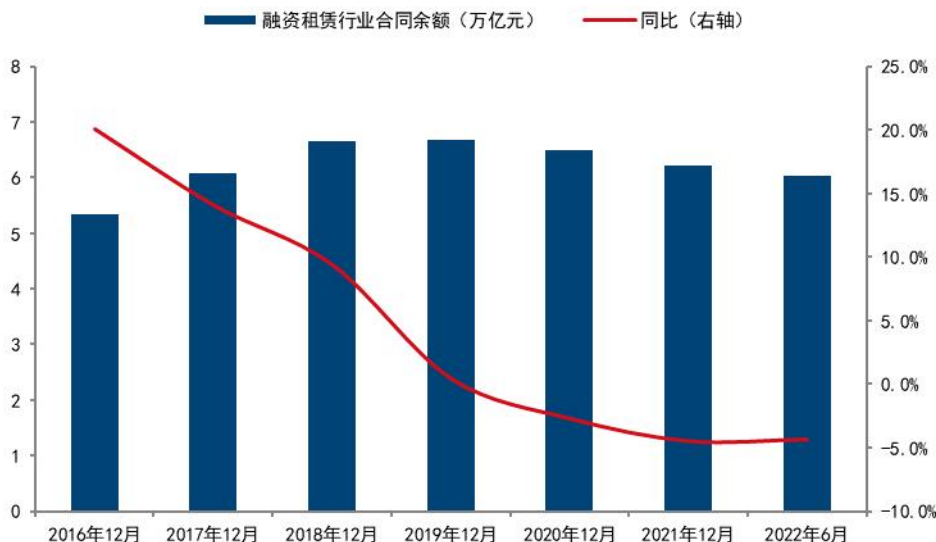


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

金融业务专业经营, 资产质量稳定

融资租赁行业规模萎缩。根据租赁联合研究院发布的《2022 上半年中国融资租赁业发展报告》, 2022 年 6 月底全国融资租赁合同余额约 6.0 万亿元, 同比下降 4%, 较 2019 年的历史最高水平下降 10%。全国融资租赁企业总数约 1.16 万家, 较上年年底减少 314 家。

图23: 融资租赁行业整体萎缩

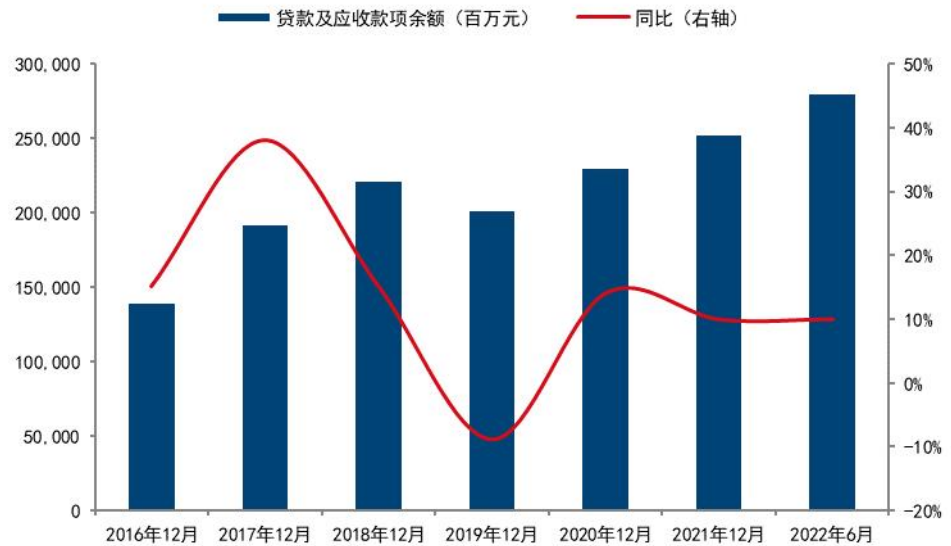


资料来源: 租赁联合研究院, 国信证券经济研究所整理

远东宏信是行业龙头, 依然保持扩张态势。根据租赁联合研究院发布的《2022 上

半年中国融资租赁业发展报告》，2022年6月末远东国际租赁注册资金位列全国融资租赁公司第8位，是行业龙头企业。在行业整体萎缩的情况下，远东宏信仍然保持了较为稳健的增长，二季末贷款和应收款项余额2799亿元，同比增长10%。不过我们预计随着行业整体萎缩，未来公司融资租赁业务增速也将有所下降。

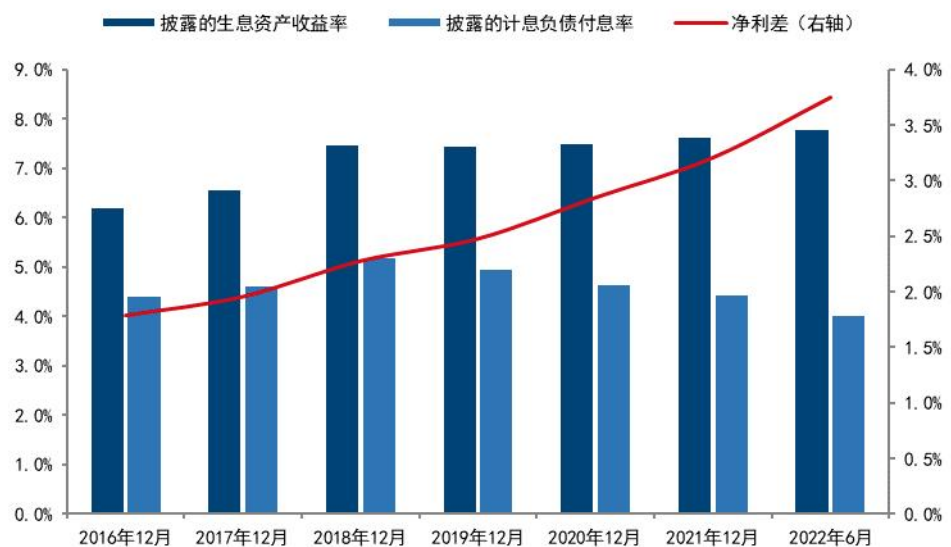
图24: 远东宏信贷款和应收款持续增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司净利差持续提升。从生息资产收益率来看，公司自2018年以来保持了较为稳定的生息资产收益率，平均在7.5%左右。近几年LPR及市场利率下行，但公司通过及时响应客户需求、加大普惠金融等新型业务资产投放力度，保持了较高的收益定价。从负债成本来看，随着市场利率下行，公司的负债成本则逐渐降低。

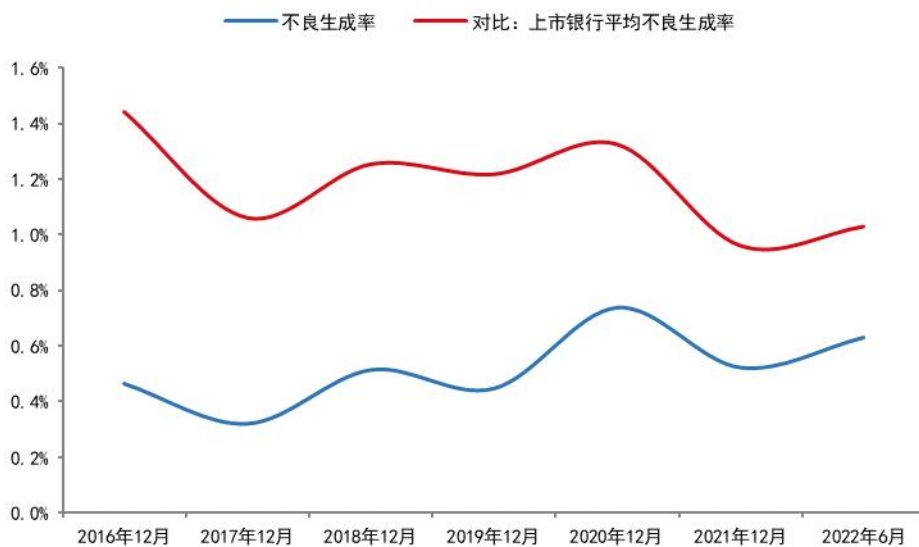
图25: 远东宏信净利差持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

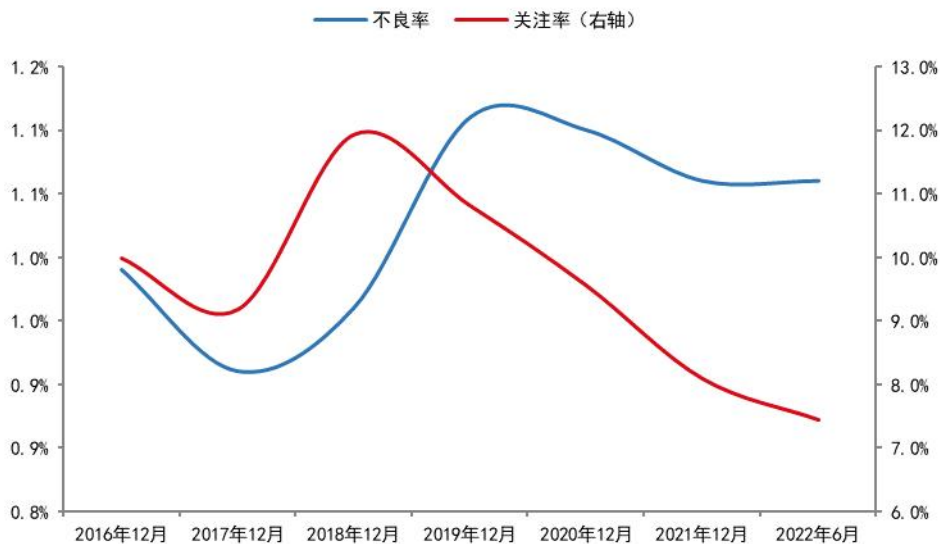
资产质量保持稳定。在生息资产收益率保持稳定、生息资产规模逆势扩张的情况下，公司依然保持了稳定的资产质量，体现在低水平的不良生成率和2019年以来持续降低不良率和关注率。此外，公司拨备覆盖率也保持在200%以上。

图26: 远东宏信不良生成率保持在较低水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 2019年以来远东宏信不良率和关注率持续下降



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 远东宏信拨备覆盖率保持在 200%以上



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们认为公司能够保持稳定的资产质量, 主要得益于规范专业的风控体系、长期专注的行业积累和积极灵活的资产摆布。一是公司作为行业龙头企业, 有相对规范的经营机制和风控体系, 首创了 A-F 段运营管理流程; 二是公司坚持独特的基于行业经营的商业模式, 长期深耕医疗健康、文化旅游、工程建设、机械制造、化工医药、电子信息、民生消费、交通物流、城市公用等九大行业, 有更加专业的人才队伍和丰富的经验积累; 三是公司资产摆布灵活, 这在生息资产投向结构中体现地很明显。

图29: 远东宏信首创 A-F 段运营管理流程



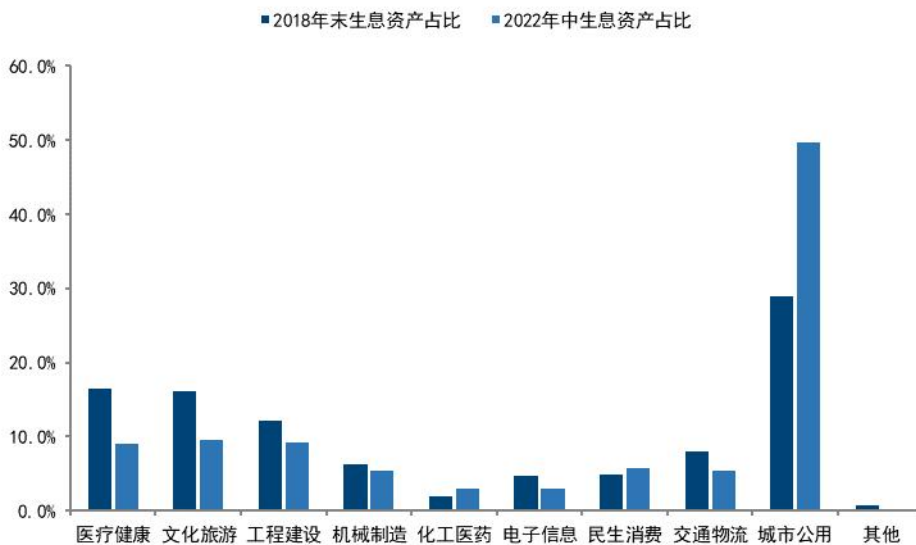
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 远东宏信坚持独特的基于行业经营商业模式



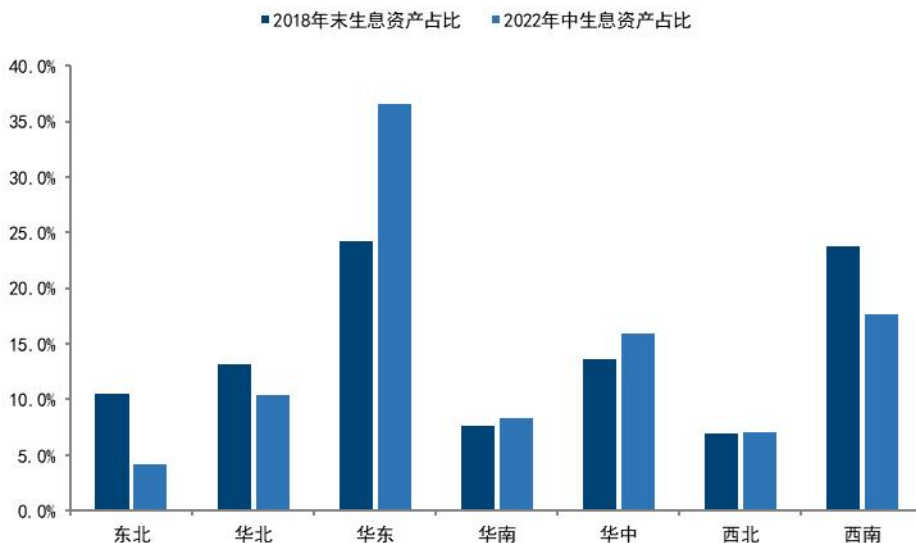
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 远东宏信生息资产行业投向进行了调整



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 远东宏信生息资产区域投向发生调整



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 金融服务板块: 考虑到行业整体收缩以及 GDP 增速回落带来的企业融资需求减少, 我们假设未来贷款及应收款项增速回落; 公司过往保持了稳定的生息资产收益率, 我们假设未来基于贷款及应收款项口径测算的生息资产收益率保持稳定, 同时负债成本也保持稳定, 这隐含了未来货币政策总体平稳的假设; 同时考虑到公司目前以存量客户为主的保守经营策略, 咨询服务收入继续减少;

(2) 设备运营板块: 考虑到设备运营服务行业的发展空间相对更大, 以及宏信建发的市场份额有望进一步提升, 预计相应收入仍将保持较快增长; 疫情影响以及加大人力密集型业务投入使得 2020 年毛利率较之前两年略有降低, 但近两年随着疫情影响减弱, 毛利率又有所回升, 总体而言呈波动状态, 我们假设后续毛利率大致保持稳定;

(3) 医院运营板块: 公司医院运营业务经营稳定, 单床收入仍有提升空间, 从而带来收入的进一步提升, 我们假设该板块后续收入增长以及毛利率保持大致稳定;

(4) 资产减值: 公司保持了稳定的资产质量, 考虑到公司客户很少涉及房地产以及公司在九大行业经营上的专业性, 我们假设后续信用成本率保持大致稳定;

(5) 期间费用率、实际所得税率及分红率等中枢较稳, 我们假设未来仍保持平稳。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年营业收入 (此处的营业收入未剔除税金及附加) 分别为 366/407/449 亿元, 同比增速分别为 8.2%/11.4%/10.2%, 归

属母公司普通股股东净利润 61/69/77 亿元,同比增速分别为 10.4%/12.6%/12.9%。

表1: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25543	26937	29169	33782	36563	40736	44882
YoY	35.2%	5.5%	8.3%	15.8%	8.2%	11.4%	10.2%
其中: 金融服务	16138	15842	16522	19168	20822	22587	24277
生息资产收益率	7.8%	7.5%	7.7%	8.0%	7.9%	7.9%	7.9%
咨询服务	4889	4574	3836	3179	1907	1526	1526
YoY	4.9%	-6.4%	-16.1%	-17.1%	-40.0%	-20.0%	0.0%
产业运营	4516	6521	8811	11435	13833	16623	19079
YoY	38.8%	44.4%	35.1%	29.8%	21.0%	20.2%	14.8%
其中: 产业运营-设备	2145	2622	3664	6141	8597	11177	13412
YoY	19.6%	22.2%	39.7%	67.6%	40.0%	30.0%	20.0%
产业运营-医院	2194	2913	3447	4003	4203	4413	4634
YoY	67.0%	32.8%	18.3%	16.1%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	11584	12525	14077	16431	17778	19787	21748
其中: 金融及咨询成本	8627	8039	8070	8937	8478	9060	9569
计息负债付息率	5.4%	4.8%	4.4%	4.2%	3.6%	3.6%	3.6%
产业运营	2957	4486	6007	7494	9299	10728	12178
YoY	28.3%	51.7%	33.9%	24.8%	24.1%	15.4%	13.5%
其中: 产业运营-设备	1227	1284	2015	3295	4901	6371	7645
产业运营-设备毛利率	43%	51%	45%	46%	43%	43%	43%
产业运营-医院	1584	2171	2768	3194	3573	3531	3707
产业运营-医院毛利率	28%	25%	20%	20%	15%	20%	20%
信用成本率	1.3%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
期间费用率	19%	20%	19%	21%	23%	23%	23%
其他收支净额	107	773	1844	2782	3011	3355	3696
实际所得税率	32.4%	32.4%	33.0%	37.8%	31.0%	31.0%	31.0%
普通股股东净利润	3927	4338	4576	5512	6083	6850	7735
YoY	21.6%	10.5%	5.5%	20.5%	10.4%	12.6%	12.9%
普通股股东净利润率	15.4%	16.1%	15.7%	16.3%	16.6%	16.8%	17.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

对金融企业而言, 拨备计提对盈利预测影响很大, 但存在较大的不确定性。我们在不同情景下进行如下敏感性分析:

表2: 敏感性分析结果

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
乐观预测: 信用成本率降低至近几年低点, 参考 2016 年水平为 1.0%							
普通股股东净利润	3927	4338	4576	5512	6083	7381	8319
YoY	21.6%	10.5%	5.5%	20.5%	10.4%	21.4%	12.7%
中性预测							
普通股股东净利润	3927	4338	4576	5512	6083	6850	7735
YoY	21.6%	10.5%	5.5%	20.5%	10.4%	12.6%	12.9%
悲观预测: 信用成本率升高至近几年高点, 参考 2020 年水平为 1.7%							
普通股股东净利润	3927	4338	4576	5512	6083	6142	6956
YoY	21.6%	10.5%	5.5%	20.5%	10.4%	1.0%	13.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

表3：一、二阶段假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	41523	46129	51336	57222	63255	68940	74909	81177	87758	94669	101924	109543	117543	125942
摊薄 ROE	13.3%	13.2%	13.3%	13.5%	12.8%	12.4%	12.0%	11.6%	11.2%	10.9%	10.7%	10.4%	10.2%	10.0%
归母净利润	5512	6083	6850	7735	8122	8528	8954	9402	9872	10365	10884	11428	11999	12599
同比	20.5%	10.4%	12.6%	12.9%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
分红率	27%	27%	27%	27%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
股利	1477	1642	1850	2088	2843	2985	3134	3291	3455	3628	3809	4000	4200	4410

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表4：其他假设

无风险收益率	3%	第二阶段增长率	5%
风险溢价率	10%	第二阶段分红率	35%
β	0.8	永续增长率	3%
COE	11.0%	永续分红率	50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 7.3-8.8 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		折现率变化				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续 增长 率变 化	2.0%	8.6	8.0	7.6	7.1	6.8
	2.5%	8.9	8.2	7.8	7.3	6.9
	3.0%	9.1	8.5	7.9	7.5	7.0
	3.5%	9.5	8.8	8.2	7.7	7.2
	4.0%	10.0	9.1	8.5	7.9	7.4

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

金融业务和产业运营业务商业模式存在一定差异，因此我们采用不同的估值方法，但考虑到医院运营业务的财务贡献较小，我们不再对其单独估值，因此仅将公司业务拆分为宏信建发和金融业务，其中宏信建发采用 PE 估值，金融业务采用 PB 估值。两者相加后的合理价值区间为 256-298 亿元人民币，约合 278-324 亿港元，对应每股价格为 6.4-7.5 港元。

- 宏信建发：我们选取 A 股上市的工程设备租赁企业华铁应急、建设机械和志

特新材作为可比公司。从商业模式来看，宏信建发与华铁应急更加接近，综合可比公司平均估值水平以及商业模式的相似性，我们给予公司 18-20x 2021 年 PE，约合市值 121-134 亿元，对应 2021 年静态 PB2.0-2.2x。远东宏信持有公司 80.95% 股份，对应价值 98-108 亿元。不过考虑到 H 股较 A 股折价严重，目前在 AH 股同时上市的股票平均折价率约 45%，我们认为公司这部分股权对应的港股市场可比价值约合 54-59 亿元。

表6: 可比公司对比情况 (单位: 亿元)

	主营产品	营业收入	归母净利润	总资产	普通股净资产	2022上半年归母资产净利润同比	总市值	PB	PE
	宏信建发支护系统、模架系统、高空作业平台	62	6.7	270	60	17%	-	-	-
603300.SH	华铁应急支护系统、高空作业平台	26	5.0	133	44	27%	95	2.2	19
600984.SH	建设机械塔式起重机	47	3.8	176	61	-125%	67	1.1	18
300986.SZ	志特新材铝模板	14.8	1.6	29	12.3	38%	57	4.6	35

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截至 2022 年 11 月 17 日。表中财务数据除特殊注明外均为 2021 年报数据。

- 金融业务: 除宏信建发外, 其他业务主要就是融资租赁业务, 我们参照其他租赁公司 (包括融资租赁与经营租赁) 进行相对估值。考虑到 ROE 对 PB 估值影响很大, 而远东宏信的 ROE 高于可比公司平均水平, 其 PB 估值应高于可比公司平均水平, 但同时考虑到与公司 ROE、收入结构更接近的环球医疗估值也只有 0.55x, 因此综合考虑, 我们我们认为给予其金融业务 0.55-0.65x 2021 年 PB 是合理的, 约合分部市值 202-239 亿元, 对应 2021 年静态 PE4.1-4.9x。

表7: 可比公司对比情况 (单位: 亿元)

	收入结构	营业收入	普通股净利润	总资产	普通股净资产	摊薄 ROE	总市值	PB	PE
	远东宏信金融业务 70%融资租赁	276	49	3089	367	13.5%	-	-	-
600901.SH	江苏租赁 95%融资租赁	65	21	993	146	14.2%	166	1.14	8.0
1905.HK	海通恒信 74%融资租赁, 5%经营租赁	82	13	1147	152	8.7%	33	0.22	2.5
2666.HK	环球医疗 43%融资租赁	99	18	700	131	14.0%	72	0.55	3.9
3877.HK	中国船舶租赁 20%融资租赁, 62%经营租赁	23	12	376	92	13.5%	63	0.68	5.0
1848.HK	中国飞机租赁 16%融资租赁, 59%经营租赁	30	5	460	42	11.6%	25	0.60	5.2
000415.SZ	渤海租赁 2%融资租赁, 71%经营租赁	268	-11	2482	256	-4.4%	145	0.57	-
2588.HK	中银航空租赁 86%经营租赁	158	41	1730	382	10.6%	372	0.98	9.2
	全部平均					9.7%		0.68	5.6
	港股平均					11.7%		0.61	5.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 表中数据均按 1 美元兑 7.24 元人民币、1 港元兑 0.92 元人民币折算为人民币计价。数据截至 2022 年 11 月 17 日。表中财务数据均为 2021 年报数据。

投资建议

综合考虑估值测算, 绝对估值在 7.3-8.8 港元, 相对估值在 6.4-7.5 港元, 取平均值, 我们认为公司合理股价在 6.9-8.1 港元, 相较当前股价 5.60 港元 (2022 年 11 月 17 日收盘价) 有 23%-45% 溢价空间, 首次覆盖给予 “买入” 评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其与可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：（1）市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；（2）我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测存在不确定性，主要是宏观经济周期变化波动，相应的不良资产产生和拨备计提存在较大不确定性，加之拨备计提一般也存在主观调节空间，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对此我们在前面进行了敏感性分析。

财务风险

公司权益乘数较高，资产的流动性相对较差，但计息负债的偿还是刚性的，若财务管理不当，可能存在短期流动性风险。

市场风险

公司所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。在金融服务业务上，与一般的商业银行相比，公司客群相对下沉，关注类资产比率高于商业银行，受到宏观经济波动的影响可能会更大。

财务预测与估值

每股指标 (元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.15	1.28	1.41	1.59	1.79	营业收入	29,169	33,782	36,563	40,736	44,882
BVPS	8.6	9.6	10.7	11.9	13.3	其中: 金融及咨询收入	20,358	22,347	22,729	24,113	25,803
DPS	0.30	0.34	0.38	0.43	0.48	产业运营收入	8,811	11,435	13,833	16,623	19,079
						营业成本	14,077	16,431	17,778	19,787	21,748
						其中: 金融及咨询成本	8,070	8,937	8,478	9,060	9,569
						产业运营成本	6,007	7,494	9,299	10,728	12,178
						期间费用	5,687	6,990	8,409	9,369	10,323
						资产拨备	3,741	3,130	3,426	3,717	3,841
						其他收支净额	1,844	2,782	3,011	3,355	3,696
						利润总额	7,508	10,013	9,960	11,217	12,666
						减: 所得税	2,475	3,785	3,088	3,477	3,926
						净利润	5,033	6,228	6,873	7,740	8,740
						其中: 普通股股东净利润	4,576	5,512	6,083	6,850	7,735
						营业收入同比	8.3%	15.8%	8.2%	11.4%	10.2%
						普通股股东净利润同比	5.5%	20.5%	10.4%	12.6%	12.9%
						毛利率	52%	51%	51%	51%	52%
						其中: 产业运营毛利率	32%	34%	33%	35%	36%
						净利润率	17%	18%	19%	19%	19%
						分红率	26%	27%	27%	27%	27%
						ROA	1.63%	1.73%	1.73%	1.78%	1.85%
						ROE	14.2%	14.6%	13.9%	14.1%	14.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032