

# 融资租赁龙头，顺周期下 ROE 或修复

华泰研究

2024 年 12 月 16 日 | 中国香港

首次覆盖

其他多元金融

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

6.40

研究员

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com  
+(852) 3658 6112

研究员

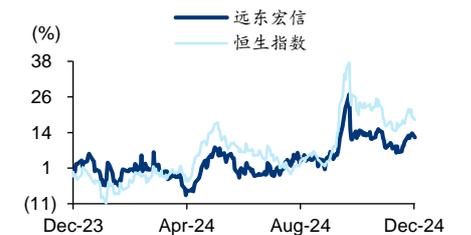
SAC No. S0570524070010 chen yuxuan020827@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

## 基本数据

目标价(港币)	6.40
收盘价(港币 截至 12 月 16 日)	5.50
市值(港币百万)	23,760
6 个月平均日成交额(港币百万)	37.34
52 周价格范围(港币)	4.92-6.50
BVPS(人民币)	11.16

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

远东宏信是国内融资租赁龙头，兼顾产业运营。尽管谨慎经营下生息资产规模收缩和一些短期因素导致 1H24 年化 ROE 降至 8.5% (2023: 13%)，但我们认为公司融租业务息差韧性较强，在宏观经济修复背景下生息资产规模或企稳回升，带动 ROE 再度增长，预计 24/25/26 ROE 修复至 9.5/10.6/10.8%。另外高股息率值得关注，预计 25 年股息率约 12%。基于 ROE 或企稳修复和高股东回报，首次覆盖远东宏信，给予“买入”评级，目标价 6.4 港币。

### 关注 ROE 修复：生息资产规模企稳回升+短期不利因素消退

在宏观环境企稳的背景下，我们认为生息资产规模将重回增长趋势，规模收缩导致 ROE 承压的情况或逐渐好转 (2023/1H24 ROE: 13/8.5%)。一些影响盈利的短期不利因素或逐渐消退，亦会推动盈利改善，短期因素主要包括合/联营企业投资拨备增加、跨境分红所得税提升、海外扩张成本较高和一次性设备改造支出等。我们预计 24/25/26 ROE 修复至 9.5/10.6/10.8%。

### 融资租赁：息差韧性较强，生息资产规模有望回升

融资租赁是主要业务，1H24 贡献约 6 成收入和 8 成利润，且息差韧性较强，22 年后维持在 4.4-4.7%。1) 公司负债成本灵活可变，生息资产质量优良，预计未来能够维持较好的净息差，24/25/26 年为 4.5/4.5/4.5%。预计负债成本在国内利率下行的环境中将不断降低 (1H24/24/25: 4.16/4.1/4.0%)。资产收益率能够在多元的产品供给和稳定的资产质量 (1H23/1H24 不良率: 1.05/1.04%) 支撑下以缓慢速度下降 (1H24/24/25: 8.11/8.0/8.0%)。2) 宏观环境企稳向好有望带动生息资产规模增长，长期看我国融租行业的渗透率和集中度仍将持续上涨，预计 24/25/26 生息资产同比变动-1.0/3.0/2.0%，考虑到经营杠杆的利润弹性，我们预计资产规模增长将有力推升 ROE。

### 产业运营：轻资本属性助力收入扩张，毛利率企稳改善

产业运营是轻资本的设备运营 (工程技术服务、资产管理) 和医院管理，附加经营租赁业务。1) 我们认为轻资本属性利于收入扩张，叠加公司构建的全国性运营网络，预计 24/25/26 年设备运营收入同比增速 9/22/23%。2) 产业运营业务毛利率有望企稳改善。一方面设备运营业务的短期不利因素有望消退，同时 8 月起海外业务已单月盈利，预计 24/25/26 毛利率为 36/36/37% (1H24: 32%)。另一方面医院板块推进提升就诊人次、扩大药品与耗材集采比例，我们预计 24/25/26 毛利率为 22/23/23% (1H24: 22%)。

### 预计 2025 年股息率约 12%

预计公司 24/25/26 归母净利润为 48/54/59 亿。12 月 13 日股价交易于约 12% 25E 股息率。我们给予基于 DCF (权益成本 24.61%) 的目标价 6.4 港币。

风险提示: 宏观波动; 资产收益率和资金成本大幅波动; 资产质量快速恶化。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入及其他收益 (人民币百万)	38,721	39,662	38,871	41,689	44,669
+/-%	6.95	2.43	(1.99)	7.25	7.15
归属母公司净利润 (人民币百万)	6,129	6,193	4,758	5,443	5,888
+/-%	11.19	1.04	(23.17)	14.39	8.18
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.33	1.33	1.00	1.13	1.22
PE (倍)	4.09	4.20	5.12	4.56	4.21
PB (倍)	0.52	0.48	0.45	0.42	0.39
ROE (%)	14.13	12.99	9.55	10.63	10.78
股息率 (%)	8.03	8.14	10.55	12.39	13.41

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
核心业务收入	36,733	38,103	37,537	40,233	43,251
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	1,988	1,560	1,334	1,456	1,417
<b>收入及其他收益</b>	<b>38,721</b>	<b>39,662</b>	<b>38,871</b>	<b>41,689</b>	<b>44,669</b>
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他运营支出	(24,346)	(25,335)	(26,176)	(27,523)	(29,400)
<b>EBITDA</b>	<b>14,375</b>	<b>14,327</b>	<b>12,695</b>	<b>14,166</b>	<b>15,269</b>
折旧及摊销	(3,098)	(2,990)	(2,969)	(3,419)	(3,931)
<b>营运利润</b>	<b>11,277</b>	<b>11,337</b>	<b>9,726</b>	<b>10,746</b>	<b>11,338</b>
融资成本	(1,055)	(1,038)	(1,147)	(1,157)	(1,164)
其他成本	(147.30)	(142.91)	(140.37)	(137.89)	(139.03)
所占合资公司溢利	244.03	269.29	189.79	195.47	195.86
<b>税前利润</b>	<b>10,319</b>	<b>10,425</b>	<b>8,629</b>	<b>9,647</b>	<b>10,231</b>
税项	(3,719)	(3,508)	(3,419)	(3,618)	(3,785)
净利润	6,600	6,917	5,210	6,029	6,445
少数股东应占净利润	470.97	724.05	451.92	585.96	557.07
<b>归母净利润</b>	<b>6,129</b>	<b>6,193</b>	<b>4,758</b>	<b>5,443</b>	<b>5,888</b>

### 每股数据

会计年度 (人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股股息	0.44	0.46	0.55	0.65	0.70
EPS	1.46	1.47	1.12	1.29	1.40
EPS (最新摊薄)	1.33	1.33	1.00	1.13	1.22
每股净资产	10.49	11.61	11.47	12.24	13.06

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19,131	22,002	20,647	21,482	22,349
金融资产	10,541	9,214	16,035	18,372	19,199
应收账款	267,138	270,767	268,059	276,101	281,623
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
于合资公司的权益	8,577	9,105	8,435	9,664	10,099
其他资产	41,609	40,396	45,516	57,545	72,017
<b>总资产</b>	<b>346,995</b>	<b>351,483</b>	<b>358,692</b>	<b>383,164</b>	<b>405,288</b>
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	16,105	11,163	13,057	12,584	12,702
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	251,327	255,636	256,612	267,349	272,696
其他负债	27,122	27,115	28,372	38,683	51,255
<b>总负债</b>	<b>294,555</b>	<b>293,914</b>	<b>298,042</b>	<b>318,615</b>	<b>336,653</b>
股东股本权益	45,249	50,099	49,565	52,878	56,407
少数股东权益	7,193	7,470	11,085	11,671	12,228
<b>股本权益总额</b>	<b>52,441</b>	<b>57,570</b>	<b>60,650</b>	<b>64,548</b>	<b>68,635</b>

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (倍)	4.09	4.20	5.12	4.56	4.21
PB (倍)	0.52	0.48	0.45	0.42	0.39
ROE	14.13	12.99	9.55	10.63	10.78
ROA	1.93	1.98	1.47	1.63	1.63
股息率	8.03	8.14	10.55	12.39	13.41

## 正文目录

核心观点 .....	4
<b>远东宏信是中国融资租赁行业龙头，兼顾产业运营 .....</b>	<b>5</b>
以融资租赁为核心的金融及咨询业务 .....	7
以设备和医院运营为主的产业运营业务 .....	8
设备运营业务：重资本和轻资本结合的业务模式 .....	8
医院运营业务：控股医院，差异化竞争 .....	9
<b>融资租赁行业：龙头企业市占率有望提升，渗透率有提升空间 .....</b>	<b>11</b>
顺周期的“融物”类金融业务 .....	11
行业规范化发展推动龙头企业市占率提升 .....	12
行业渗透率有提升空间 .....	14
<b>金融与咨询服务业务（融资租赁）：公司息差管理能力强大 .....</b>	<b>15</b>
资产端：收益率和质量保持稳定 .....	15
负债端：宏观利率环境下行+高浮动利率占比驱动公司负债成本降低 .....	17
资产质量稳定 .....	19
资产负债匹配度高 .....	20
净利息收益率基本平稳 .....	22
<b>产业运营业务：轻资本特性驱动收入增长 .....</b>	<b>23</b>
设备运营业务：轻资本业务贡献提升 .....	23
医院运营业务：毛利率和净利率企稳回升 .....	25
<b>财务分析和预测 .....</b>	<b>27</b>
<b>估值和风险提示 .....</b>	<b>30</b>
风险提示 .....	30
<b>附件 .....</b>	<b>31</b>

## 核心观点

我们预计公司 ROE 有望由 1H24 的 8.5% 修复至 24/25/26 年的 9.5%/10.6%/10.8%。远东宏信的融资租赁业务决定着公司的 ROE，1H24 能够贡献约 8 成利润。

1. **我们判断公司未来仍然能够维持较好的净息差，24/25/26 年为 4.5/4.5/4.5%。**历史上远东宏信融租业务净息差韧性较强，22 年后维持在 4.4-4.7%，体现公司的资产负债管理能力。负债端，我们预计负债成本在国内利率下行的环境中将不断降低。1H24 负债成本为 4.16%（1H23：4.26%），预计 24/25/26 年为 4.1/4.0/3.9%。资产端，我们预计资产收益率能够在多元的产品供给和稳定的资产质量支撑下以缓慢速度下降。1H24 生息资产平均收益率为 8.11%（1H23：8.07%），预计 24/25/26 年为 8.0/8.0/7.9%。另外公司资产质量优良，1H24 不良资产率为 1.04%（1H23：1.05%）。
2. **生息资产规模有望提升。**我国融资租赁行业的渗透率仍将持续增长，并且当下行业已经进入规范化发展阶段，远东宏信作为行业龙头的市占率将提升。我们预计公司的生息资产规模有望在宏观经济企稳后再次增长，预计 24/25/26 生息资产同比变动 -1.0/3.0/2.0%，虑到经营杠杆带来的利润弹性，预计资产规模增长将有力带动 ROE 提升。
3. **短期不利因素或消退。**1H24 公司的盈利受到非经常性开支的拖累，我们预计相关影响将逐渐消退，进而推动公司 ROE 修复。这些影响包括合/联营企业投资拨备增加、跨境分红所得税提升、以及与设备运营相关的海外扩张成本开支较高和一次性设备改造支出增加等。值得强调的是，根据宏信建发（设备运营业务的运营主体）的公告，伴随海外业务资产规模和设备利用率提升，收入快速增长而规模效应下边际成本降低，2024 年 8 月起，宏信建发的海外业务已经实现单月盈利，预计在规模效应加持下，宏信建发海外业务的盈利有望持续。

**中国融资租赁行业集中度和渗透率长期仍将提升。**我国融资租赁行业集中度仍然较低，1H24 末交银金租和远东宏信作为头部融租公司的市占率约 5-7%。而融租业相对发达国家的行业集中度则较高，根据 Monitor Daily 和 Solifi，2023 年末美国前 10 大融资租赁公司的市占率约 54%。我们预计随着监管推动行业规范化发展，中小企业在激烈的竞争下将加速出清，龙头企业的市占率有望提升。中国的融资租赁行业渗透率（总计新业务量/除房地产投资外的总投资额）仍偏低，22 年末仅 9.6%，低于海外发达国家的 20-40%。我们认为伴随行业逐渐发展，社会对融资租赁作为融资手段的接受度提升，行业渗透率将进一步增加。

**轻资本特性的设备运营业务支撑公司收入增长。**设备运营业务中的工程技术服务和资产管理（转租）业务具有轻资本特性，远东宏信无需大规模资本开支投放。我们认为凭借全国性的运营网络和作为行业龙头的设备运营能力，轻资本的属性有助于该业务收入扩张，预计 2024/25/26 设备运营业务收入同比增速为 9/22/23%，在收入中的占比为 28/32/36%。

**高股东回报值得关注。**1H24 开展上市以来首次中期派息，派息率达到 47%，并且表示未来派息率将进一步提升；另外公司已经完成 2 次特别股息分派，累计派发 30% 宏信建发股份，若考虑特别股息，1H24 合计派息率达到了 108%。另外公司董事局在 6 月份已审议并通过股份回购计划，计划回购不超过 10% 的股份。若仅考虑基础的现金派息（不考虑特别股息和回购），预计 2025 年股东回报也将达到约 12%，属于较高水平，值得关注。

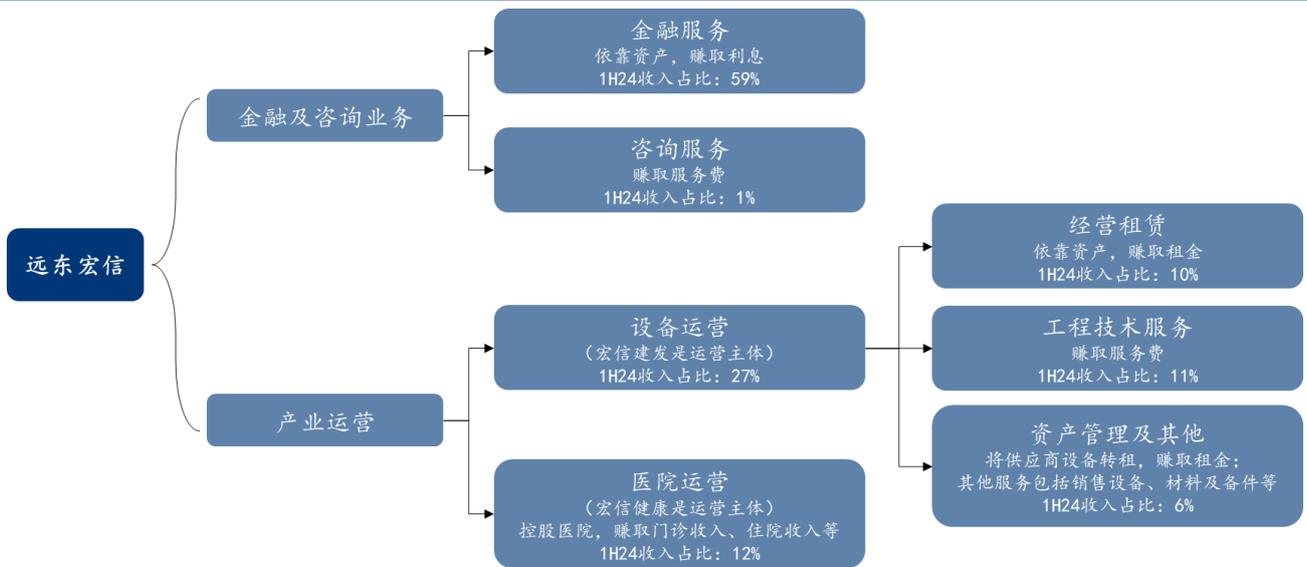
我们与市场观点不一样的地方在于，我们认为当前股价并没有充分反映出公司稳定净息差背后强大的资产负债管理能力。基于公司长期维持在 10% 以上的 ROE，从资本回报的角度看，我们认为当前不到 0.5 倍 PB 的估值处于低估位置（上市以来 PB 均值约 1.1x）。另外市场可能忽视了公司产业运营的发展前景，尤其忽视了轻资本业务的潜在增速。最后我们认为当前股价可能没有完全反映远东宏信的高股息特性，公司在 1H24 提高了分红比例，不考虑特别分红和股份回购，2025 年预计股息率也将达到约 12%，属于较高水平。

## 远东宏信是中国融资租赁行业龙头，兼顾产业运营

远东宏信从融资租赁业务起步，依托产业积淀，逐步成为跨足金融及实体产业多领域的综合性金融服务集团。远东宏信前身为 1991 年成立的远东国际租赁有限公司，是国内融资租赁行业的先驱者。2007 年公司首次提出从单一金融服务向产业综合运营服务的战略转变，逐步开展产业运营业务（设备运营和医院运营等），2011 年公司在香港联交所上市，并在同年正式提出“金融+产业”的商业模式，积极开展融资租赁外的业务。如今公司已发展成为一家以融资租赁为主业，横跨金融及产业的综合集团，是实体产业的金融服务者与深度参与者。

金融业务是远东宏信的主要业务。金融业务以融资租赁为核心，同时拓展普惠金融、商业保理等业务，1H24 金融及咨询服务占总营收的 60%。除金融业务外，远东宏信还深入参与产业运营，涵盖设备运营、医疗健康和教育等领域。宏信建发是公司设备运营业务主体，1H24 末在中国大陆和中国香港的服务网点数量达到 515 家，同时继续蝉联全球百强租赁商第 14 位。在医疗领域，远东宏信借助差异化服务持续拓展业务，1H24 控股 26 家医院。此外，公司在教育方面专注于 K-12 高端教育布局。金融+产业的模式不仅增强了其在各行业中的竞争力，还提升了市场抗风险能力，进一步巩固了远东宏信在金融与产业链条中的地位。

图表1：远东宏信：业务布局

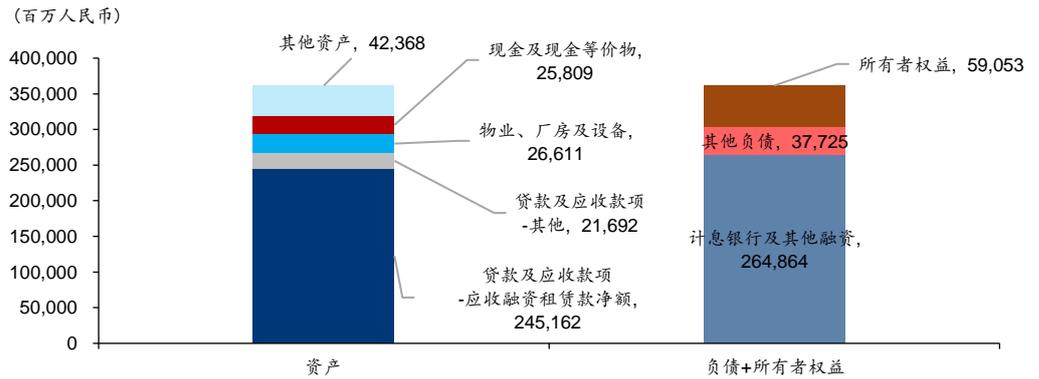


资料来源：公司公告，华泰研究

**金融业务是公司的重要收入和利润来源。**从收入结构来看，公司收入主要来自金融及咨询服务、产业运营这两大类。1H24 金融及咨询服务由金融业务的利息收入和咨询服务的服务费构成，合计贡献总收入的 60%。产业运营收入则主要由设备运营收入、医院运营收入构成。从毛利角度来看，金融业务贡献了大部分，1H24 金融服务与咨询业务占整体毛利的 74%。从税后利润看，超过 80% 的税后利润来自金融及咨询业务。

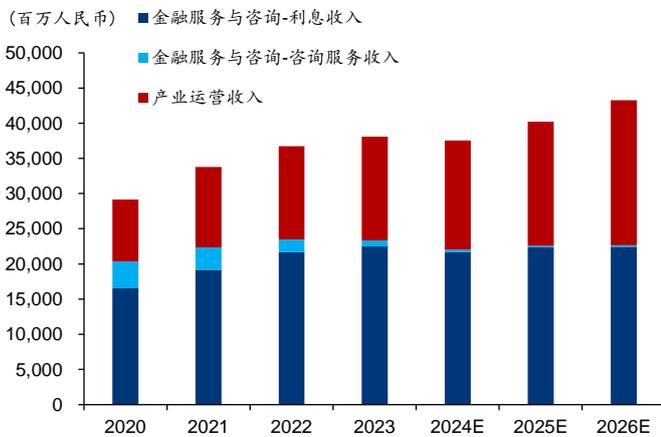
**大部分的资产和负债也来源于金融业务。**1H24 远东宏信大部分的资产和负债与金融业务有关，贷款及应收款项占到总资产的 74%，计息银行及其他融资占到负债及权益的 73%。公司的大部分业务是以资产负债表驱动的金融业务，其中以融资租赁为主，另外还有一部分经营性租赁（在产业运营分部下）业务。经营性租赁也属于重资本业务，二者的差异在于标的物最终的归属权，经营性租赁下标的物属于远东宏信，记入物业、厂房及设备，占比较低，1H24 占比不到 10%。

图表2: 远东宏信: 简易资产负债表 (1H24)



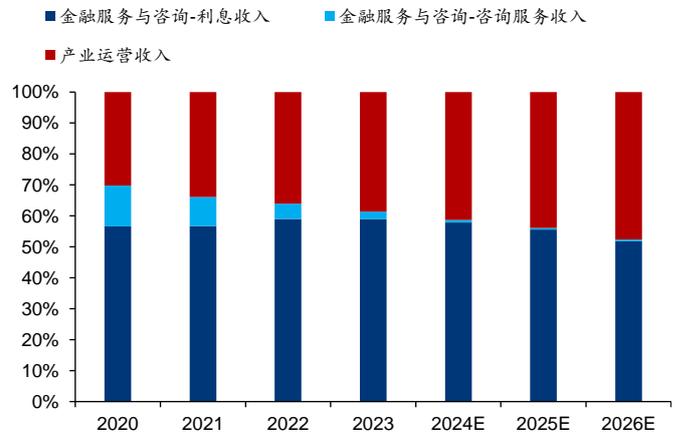
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 远东宏信: 收入



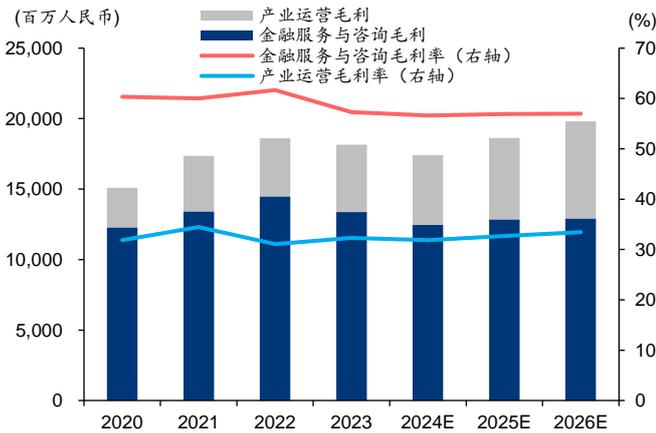
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表4: 远东宏信: 收入结构



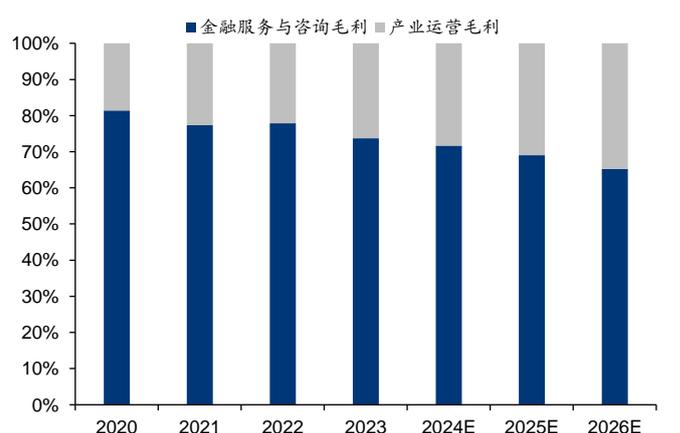
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表5: 远东宏信: 毛利和毛利率 (扣除税金及附加前)



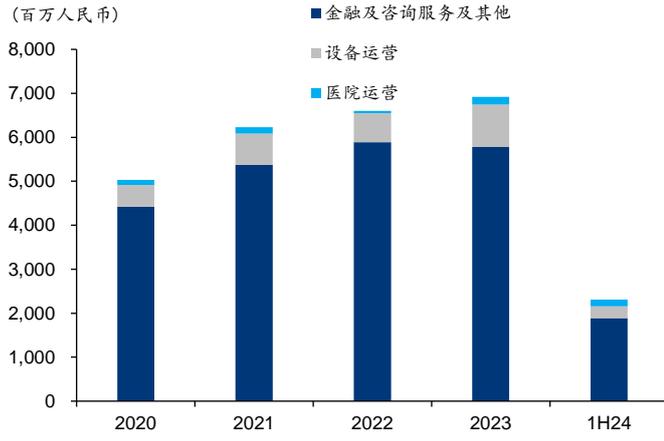
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表6: 远东宏信: 毛利结构 (扣除税金及附加前)



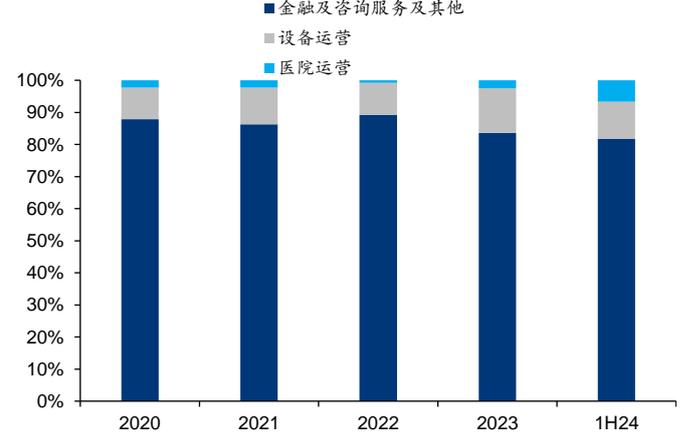
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表7：远东宏信：税后利润



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：远东宏信：税后利润结构



资料来源：公司公告，华泰研究

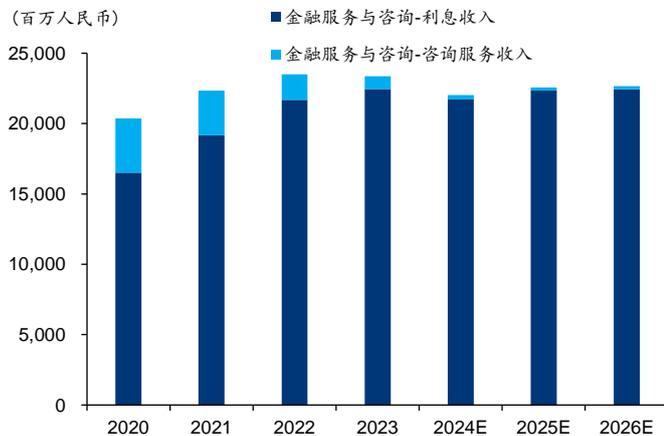
### 以融资租赁为核心的金融及咨询业务

金融及咨询业务包括金融服务和咨询服务两类，分别赚取利息（重资本）和服务费（轻资本）。金融业务靠资产驱动，赚取利息。远东宏信提供的金融服务以融资租赁为主，此外还多元化的创新金融服务等，二者都是赚取利息的资产负债表业务。1H24 金融业务收入占金融及咨询业务收入的 99%。咨询服务是轻资本业务，赚取服务费，是金融业务的增值服务之一，为客户提供行业分析、设备运作分析、财务和管理咨询等服务，1H24 服务费收入占金融及咨询业务收入的 1%。

融资租赁是金融业务的核心，贡献了大部分收入和生息资产。远东宏信为各行各业提供各类金融服务，核心业务是融资租赁服务，包括直接融资租赁和售后回租（在后文对行业情况的讨论中我们详细描述了两个模式的差异）。同时公司还积极探索新型业务方向，加大综合服务的推进，提供普惠金融、商业保理、资产业务等服务，助力公司打造综合化竞争优势。2023 年融资租赁业务贡献了金融业务收入（利息收入）的 91%，1H24 应收融资租赁款净额在生息资产净额中的占比为 92%。

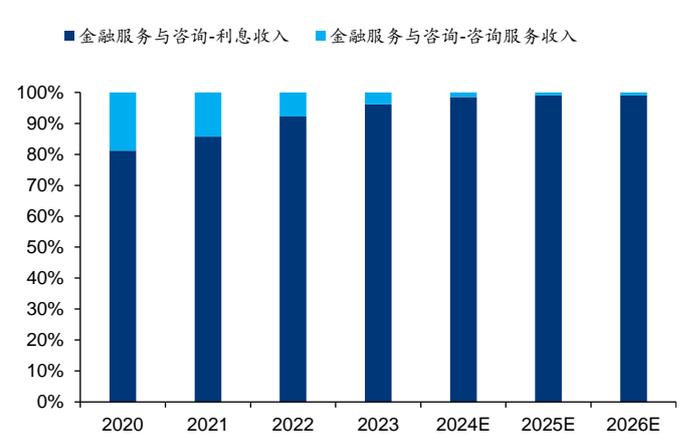
多元化创新金融服务带来额外机会。公司经营的金融服务除融资租赁外，还囊括了商业保理、跨境金融、资产业务、股权投资、普惠金融等。通过这些新型服务，公司能发挥自身积累的优势，更好地满足产业链上各实体企业的不同需求，提高自身的竞争力并带来更多收入。目前新型金融服务的资产规模占比仍然较小，随着公司的“金融+产业”综合服务体系的进一步完善，未来将为公司发展创造更多机会。

图表9：远东宏信：金融服务与咨询收入



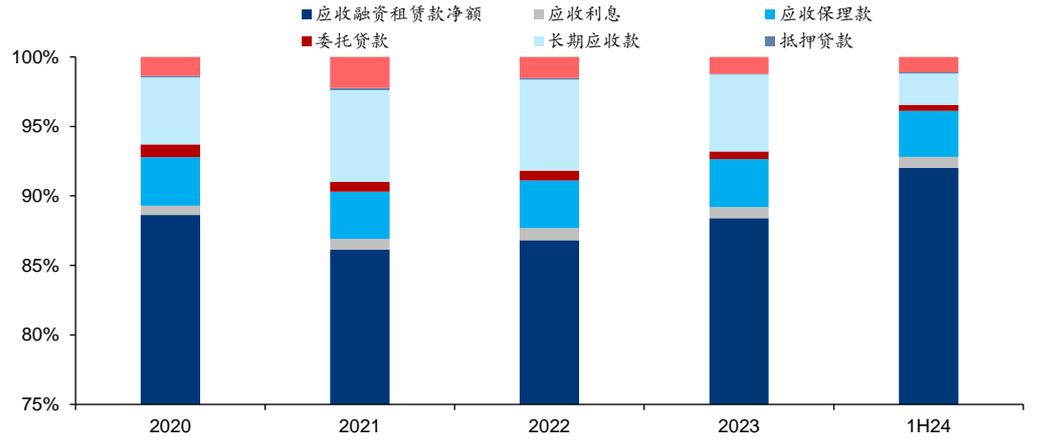
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：远东宏信：金融服务与咨询收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11: 远东宏信: 生息资产净额结构



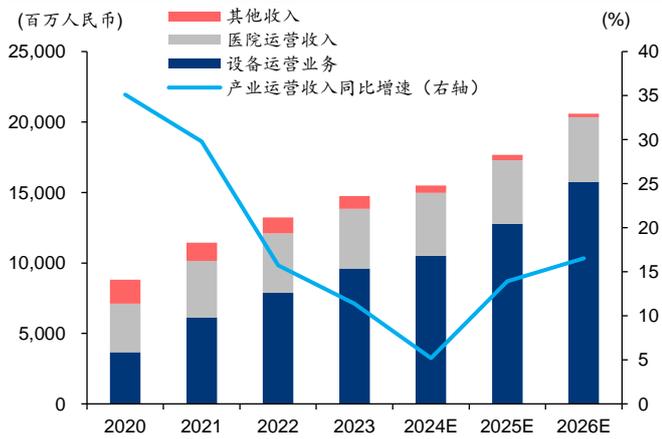
资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 以设备和医院运营为主的产业运营业务

**产业运营收入增速放缓但仍然稳健。**远东宏信将产业和金融融为一体, 发挥自身资源组织和资源增值能力, 除了核心的金融业务外, 公司还经营产业运营业务, 主要包括**设备运营**和**医院运营**两大业务方向。其中设备运营以宏信建发为运营主体, 宏信建发在2023年分拆上市; 而医院运营业务以宏信健康为主体。2020年至今产业运营业务收入增速放缓, 但仍然保持稳健增长, 在公司总收入中的占比不断提升, 助力公司业务对冲宏观波动, 保持财务健康, 目前公司已经形成全国规模领先, 具备社会影响力的产业集团。

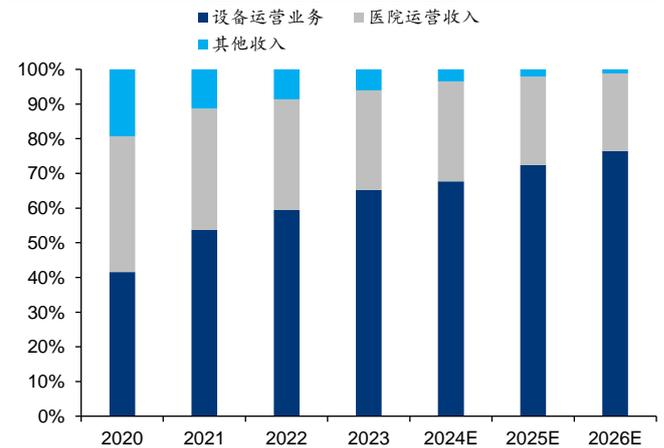
**设备运营业务在产业运营中的收入占比提升。**宏信建发是中国领先的设备运营服务提供商, 并且积极开拓海外业务。2020年以来, 设备运营业务贡献了产业运营业务收入的主要增长, 其收入占比由2020年的42%提升至1H24的67%。宏信健康业务发展相对平稳, 收入规模保持相对稳定。

图表12: 远东宏信: 产业运营业务收入和增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表13: 远东宏信: 产业运营业务收入结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

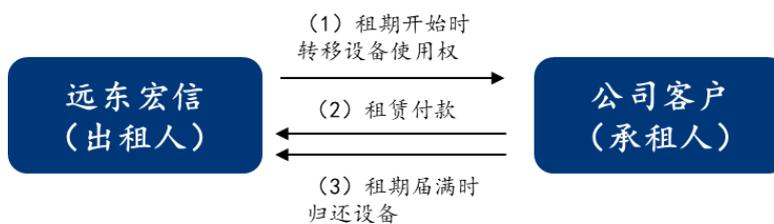
### 设备运营业务: 重资本和轻资本结合的业务模式

**三大业务条线构建服务项目全周期的设备运营业务。**设备运营业务可细分为经营租赁服务、工程技术服务以及资产管理及其他服务。

- 经营租赁业务: 远东宏信将自有的设备和材料出租, 赚取租金, 也是资产负债表驱动的重资本业务。**如前文提到的, 经营性租赁和融资性租赁最大的不同在于经营性租赁下租赁物的所有权属于出租人, 而融资租赁下租赁物的所有权属于承租人。经营性租赁下, 公司根据客户的需求, 按每天、每周、每月、每年或逐个项目基准提供经营租赁服务, 主要产品线包括高空作业平台、新型支护系统、新型模架系统和其他设备;

- 2) **工程技术服务：与经营性租赁相辅相成的轻资本业务，赚取服务费。**公司为不同业务或运营情景量身定制一站式解决方案，并且与经营租赁服务互补，为经营租赁业务的客户提供额外服务，具体包括设备及材料使用方案设计、设备及材料供应、现场施工及安装、维修和养护、互留服务等；
- 3) **资产管理及其他业务：资产管理业务的本质是转租，远东宏信作为桥梁连接设备供给方和需求方，赚取租金。**公司向其他设备供应商采购并租用设备，并和自身客户签订转租协议。业务过程中公司不必消耗自身资本开支购买固定资产，是相对轻的业务模式，有助于业务扩张和收入增长。远东宏信从事资产管理业务的优势在于自身的全国性运营网络、数字化管理系统和长期积累的设备运营经验。除资产管理业务外，公司还销售设备、材料和备件，赚取销售收入。

图表14：远东宏信：典型的经营租赁交易流程



资料来源：公司公告，华泰研究

**中国设备运营服务市场格局分散，远东宏信是各细分领域龙头。**设备运营板块开展主体为子公司宏信建发。根据弗洛斯特沙利文，2022年中国整体设备运营服务市场的CR3仅为1.6%，剩下的逾15,000名中小企业占据98.4%的份额。宏信建发的市占率约为0.8%，设备保有量为市场第一。就细分市场来看：

- 1) **高空作业平台：**高空作业平台运营服务市场高度集中，按设备保有量计，2022年市场前三大企业占据了58.4%的份额，剩下的41.6%由约1,600名中小参与者瓜分，公司市占率为30.6%，为行业龙头。
- 2) **新型支护系统：**中国约有1,000家支护系统运营服务供应商，大部分企业的设备保有量少于10,000吨，市场高度分散。2022年市场前三大企业仅占据7.9%的份额，宏信建发市占率达5%，位列市场第一。
- 3) **新型模架系统：**中国新型模架系统运营服务市场同样高度分散，2022年CR3仅6%，约800个企业瓜分剩下的市场。公司以3.2%的市占率位列行业第一。

### 医院运营业务：控股医院，差异化竞争

**远东宏信布局医院业务以提高综合竞争力。**宏信健康是远东宏信医院运营板块的运营主体。宏信健康是中国大型社会办医平台，构建了由养老服务、医疗服务、健康服务及配套服务组成的大健康产业生态圈。公司医院业务的历史最早可以追溯至2003年。届时，为增加自身的综合竞争力，提高客户粘性，在融资租赁这一核心金融业务之外，公司提出了“三步走”发展战略（从单一金融服务延展到复合化运营，再到介入产业投资，成为产业重要一员），并成立了医疗系统事业部。2012年，公司开始搭建产业平台，2014年收购华康医院后正式进行医院产业的运营，至今已经积累较为成熟的发展经验。

**控股医院，远东宏信打造综合性医院网络。**公司通过开展产业投资与运营服务打造医院网络，构建标准化、集约化、一体化的投后运营管理模式。在投资并控股医院后，远东宏信直接参与医院的管理和运营，并对旗下医院进行升级改造。远东宏信实施“农村包围城市战略”，聚焦医疗资源薄弱地区，重点布局三四五线城市及县域医院，与大型公立医院差异化竞争。2024年上半年，远东宏信控股医院的数量为26家，实际开放床位数量约1万张。在医院业务中，远东宏信的收入主要来自门诊收入和住院收入，成本主要由人工成本、药品耗材、检验检查成本组成。

**图表15：远东宏信：控股医院**

医院名称	公司应占权益 (%)	医院名称	公司应占权益 (%)
惠州华康医院	69.30	昭通仁安医院	80.00
四平肿瘤医院	58.48	咸宁麻塘中医医院	51.00
滨海新仁慈医院	66.06	青海康乐医院	100.00
安达市济仁医院	50.44	新乡同盟医院	51.00
泗阳县中医院	50.00	四会万隆医院	100.00
纳雍新立医院	51.00	仁寿运长医院	60.00
重庆渝东医院	51.00	成都金沙医院	100.00
德阳第五医院	70.00	柘城中医院	51.00
东莞塘厦莞华医院	80.00	宁波镇海第二医院	70.00
深圳中海医院	80.00	凌海大凌河医院	70.00
深圳市慈海医院	80.00	邳州东大医院	54.67
梅州铁炉桥医院	51.00	利川宏信和谐医院	70.00
巧家仁安医院	80.00	叶县第二医院	66.70

注：叶县第二医院应占权益数据来自天眼查，截至2024年11月；其他应占权益数据截至2023年末  
资料来源：公司公告，天眼查，华泰研究

## 融资租赁行业：龙头企业市占率有望提升，渗透率有提升空间

融资租赁行业是一种顺周期的“融物”业务，其发展与宏观经济周期紧密相关。在经济扩张时期，企业对固定资产的需求增加，融资租赁公司通过设备直租或售后回租的方式，帮助企业以较低的前期成本获得资产，从而推动业务增长。然而，在经济下行时期，企业减少资本支出，融资租赁的需求和行业的盈利能力可能会受到压制。融资租赁企业的主要收入来源是资产负债表驱动的利差收益，其盈利水平受资产规模、净息差以及费用率、拨备水平和资产不良率的影响。

近年来，中国融资租赁行业经历了规范化发展，特别是在 2020 年后，监管政策的加强和宏观经济波动导致市场规模收缩。这一规范化转型有助于提升行业整体的风险管控水平和服务质量，龙头企业凭借其品牌优势、管理经验和资源整合能力，有望在市场格局中占据更高的份额，实现持续稳健的发展。与国际市场相比，当前市场渗透率相对较低，随着行业规范化和市场出清非正常经营企业，未来市场仍有成长空间。

### 顺周期的“融物”类金融业务

融资租赁业务是类抵押贷款的“融物”业务。出租人应承租人要求从第三方供应商处购买其选定的资产，并与承租人签订合同，将资产出租给其使用，收取相应租金。常见模式包括设备直租和售后回租。两个模式的核心区别在于设备来自何处。设备直租由租赁公司根据承租人选择从供应商购入资产，并由供应商直接交付承租人，租期结束后资产所有权转移给承租人；售后回租是租赁公司购买承租人的资产后再租给承租人使用，租期内承租人按期支付租金，期满后资产所有权归还承租人。

图表 16：设备直租业务模式



资料来源：公司官网，华泰研究

图表 17：售后回租业务模式



资料来源：公司官网，华泰研究

资产负债表驱动的业务，利差收益是主要收入来源。融资租赁企业的盈利水平的核心影响因素为资产规模与 ROA 水平。ROA 主要取决于净息差，由资产端的平均收益率和资金端的平均成本率决定，此外，企业的其他费用率、拨备水平及资产不良率也会对 ROA 造成影响。资产端的增加以及息差的扩大是融资租赁企业的利润增长主要路径。

融租行业有顺周期特性，其发展与宏观经济的周期密切相关。在经济上行阶段，企业对设备、车辆等固定资产的需求增加，融资租赁能够帮助企业以较低的前期投入实现资产配置，推动业务扩展。同时，利率水平较低时融资成本下降，也鼓励企业更多使用租赁融资。反之，在经济下行阶段，企业缩减资本开支，对租赁的需求减少，违约风险上升，融资租赁行业的业务规模和盈利能力都会受到压制。



## 行业规范化发展推动龙头企业市占率提升

**监管推动行业走向规范化。**融资租赁起源于二战后的美国，于 1960s 在英国和日本发展，并在 1980s 引入我国。2007 年后我国融资租赁行业进入跨越式发展期，政府出台多项支持政策，推动租赁规模快速增长。但快速发展中存在问题。2018 年前，融资租赁行业在监管上实行“双规制”，由原银保监会批准设立的金融租赁公司和由商务部批准设立的融资租赁公司分别归属原银保监会和商务部监管。割裂的监管体系滋生了各类违规融资的现象。2018 年融资租赁公司的监管主体由商务部划归原银保监会，融资租赁行业进入了新的监管时代。2020 年原银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，对杠杆使用、抵押物、资产集中度等方面做出了具体规定，行业监管趋紧，利于防范金融风险，标志着我国融资租赁行业进入规范化发展期。

图表 18: 租赁行业监管条例

时间	发布机构	政策文件	主要内容
2014 年 2 月	最高人民法院	《关于审理融资租赁合同纠纷案件适用法律问题的解释》	为了规范融资租赁合同纠纷案件的审理，明确相关法律适用问题而制定的司法解释。该解释详细规定了融资租赁合同的法律特征、合同当事人的权利和义务、纠纷处理机制等内容，旨在为人民法院在审理此类案件时提供明确的法律依据。
2014 年 9 月	银监会	《金融租赁公司管理办法》第三版修订	主要针对适用于融资租赁交易的租赁物的范围、金融租赁公司的设立、关联交易管理制度、分类管理制度、资产证券化业务的规则等内容进行了调整与修订。
2015 年 9 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》	进一步降低行业准入门槛，支持金融行业积极服务于国家重大发展战略和政策，并允许符合条件的金融租赁公司上市和发行优先股、次级债，丰富金融租赁公司资本补充渠道。
2015 年 9 月	国务院办公厅	《关于加快融资租赁业发展的指导意见》	从改革体制机制，加快重点领域发展、创新发展方式、加强事中事后监管等方面对融资租赁业发展进行全部署，并提出到 2020 年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列。
2016 年 9 月	银监会	《关于金融租赁公司发行二级资本债券有关事项的通知》	明确金融租赁公司发行二级资本债券的基本要求、审核要点、审批流程等。
2018 年 5 月	商务部办公厅	《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行经营业务和管理规则职责划给银保监会。典当行管理职责调整有关事宜的通知》	将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行经营业务和管理规则职责划给银保监会。
2020 年 6 月	银保监会	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	完善了融资租赁行业监管制度，更有利于促进融资租赁公司合规稳健经营，引导行业规范有序发展。
2020 年 6 月	银保监会	《金融租赁公司监管评级办法》（试行）	主要包括总则、评级要素和评级方法、评级操作规程、分类监管、附则等五部分，从总体上对金融租赁公司监管评级工作作出安排。
2021 年 7 月	银保监会	《进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》	不得以任何形式新增地方政府隐性债务，加强融资平台公司新增融资管理，妥善化解存量地方政府隐性债务，强化风险管理与监管检测工作。
2022 年 2 月	银保监会	《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》	针对前期部分金融租赁公司开展融资租赁业务过程中，存在以融物为名变相开展“类信贷”业务、虚构或低值高买租赁物、变相新增地方政府隐性债务等问题，进一步引导金融租赁公司找准市场定位、实现差异化发展。
2022 年 5 月	财政部	《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》	通报了 8 个隐性债务问责典型案例，其中就有平台公司通过融资租赁、银行贷款等方式融资造成新增隐性债务的问题。
2023 年 10 月	国家金融监督管理总局	《关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》	金融监管部门明确提出将推动金融租赁公司转型发展，加强构筑物作为租赁物的适格性监管，要求租赁行业回归本源，摒弃“类信贷”经营理念，逐步提高直接租赁业务在融资租赁业务中的占比。
2024 年 9 月	国家金融监督管理总局	《金融租赁公司管理办法》	文件贯彻落实中央金融工作会议精神，从六个方面优化金融服务：一是修改完善主要出资人制度，二是强化业务分类监管，三是加强公司治理监管，四是强化风险管理，防范化解风险，五是规范涉外融资租赁业务，六是完善业务经营规则。从总体上促进行业高质量发展。

资料来源：国家金融监督管理局，华泰研究

**受监管调整和宏观波动影响，融资租赁市场规模收缩。**过去在产业升级、城镇化等进程的推进下，我国的基础建设、交通运输、医疗教育和装备制造等下游行业投资需求旺盛，存在巨大的融资租赁需求。随着 2007 年《金融租赁公司管理办法》允许合格金融机构设立或参股金融租赁公司，国内主要商业银行逐步参与融资租赁行业，带动融资租赁行业快速增长。2020 年后行业进入调整发展阶段，行业规模开始收缩。一方面行业监管趋严，2020 年监管机构先后发布了《融资租赁公司监督管理暂行办法》以及《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》，旨在引导行业回归“融物”本源，压降行业风险，督促行业规范发展；另一方面，2020 后疫情对宏观经济造成的波动也拖累了融资租赁行业的增长。

图表19: 中国融资租赁合同余额及同比增速

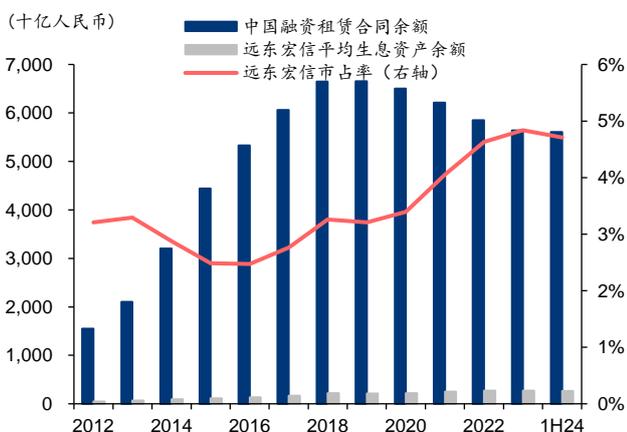


资料来源: 中国租赁联盟, 租赁联合研究院, Wind, 华泰研究

**融资租赁行业转向高质量发展, 持续出清非正常经营企业。**根据中国租赁联盟, 截至 2024 上半年国内存在 8,671 家租赁企业, 其中 71 家为金融租赁企业, 450 家为内资租赁企业, 8,150 家为外资租赁企业, 行业参与者多且杂, “僵尸企业”众多, 竞争格局较为分散。自 2020 年《融资租赁公司监督管理暂行办法》出台以来, 融资租赁市场逐步整改, 无序发展的阶段已经过去, 市场持续出清“僵尸”企业, 导致租赁行业公司数量下滑。具体来看, 过去设立门槛较低的外资租赁企业数量快速减少, 内资租赁企业数保持增长但增速缓慢。

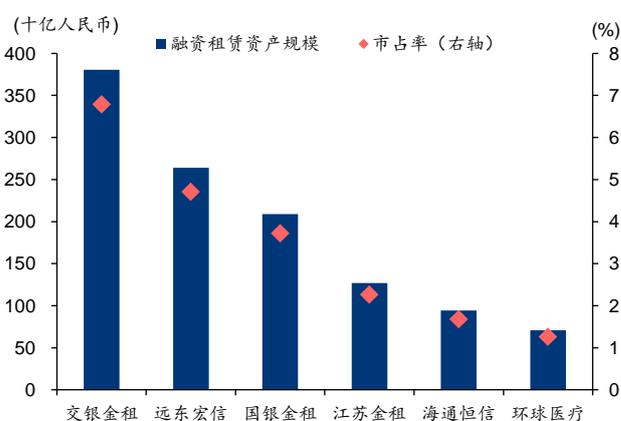
**当前行业格局分散, 行业规范化发展将推动龙头企业市占率提升。**目前融资租赁行业的竞争格局较为分散, 头部公司市占率仅为个位数, 交银租赁是国内首批银行系金融租赁公司之一, 1H24 末市占率约 7%。远东宏信是行业龙头之一, 1H24 末市占率约 5%。而根据 Monitor Daily 和 Solifi, 美国融资租赁行业的集中度则较高, 2023 年末前 10 大公司按总资产记的市占率约 54%。我国融资租赁行业的规范化转型推动市场从 2020 年前的粗放式发展向高质量、合规化经营迈进, 有助于提升行业整体风险管控水平和服务质量。在这一过程中, 中小企业面临合规成本上升和行业竞争加剧的挑战, 市场出清速度加快, 我们预计经营质量好、资金实力雄厚、风控能力出色的龙头企业将凭借其品牌优势、管理经验和资源整合能力巩固市场地位, 其市占率将逐渐提升。

图表20: 前五大国租赁业务量全球占比



资料来源: 公司公告, 中国租赁联盟, 租赁联合研究院, Wind, 华泰研究

图表21: 头部融资租赁公司市占率



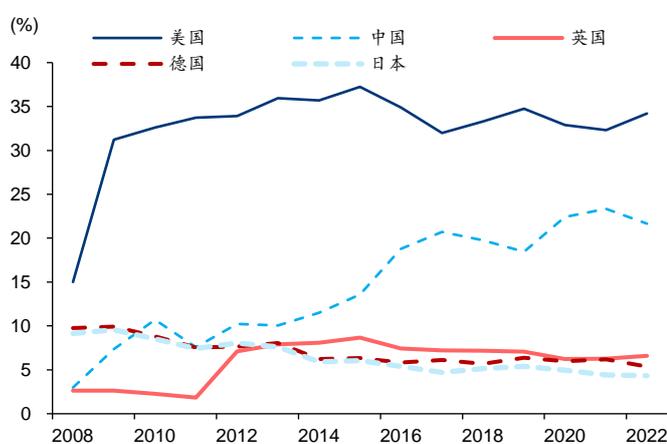
资料来源: 公司公告, 中国租赁联盟, 租赁联合研究院, Wind, 华泰研究

### 行业渗透率有提升空间

中国的融资租赁行业体量大但渗透率仍然偏低。根据全球租赁报告，中国的租赁行业业务量为全球第二，2022 年末占全球租赁业务量的 22%，仅次于美国的 34%，与其他国家相比体量较大。然而中国的租赁业务市场渗透率(总计新业务量/除房地产投资外的总投资额)截至 2022 年仅 9.6%，而融资租赁业相对发达国家的渗透率通常在 20-40% 左右。

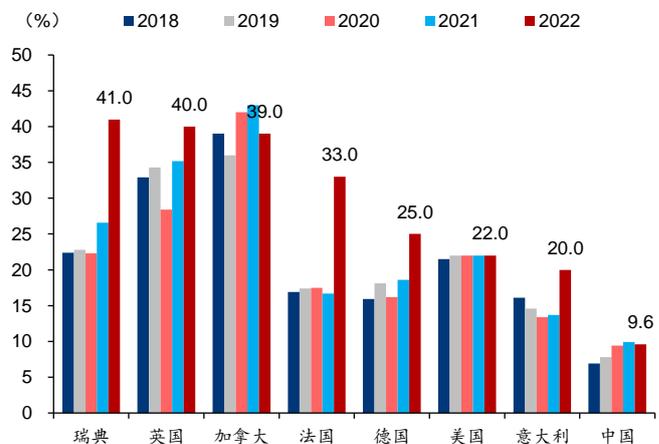
**渗透率有提升空间。**中国的融资租赁行业起步较晚，2007 年后才快速发展，目前仍然处于行业发展的初期；而海外发达国家的融资租赁行业起源于二战，行业经过长期发展后已经较为成熟，企业和居民对于融资租赁的接受度较高，根据华经产业研究院，海外发达国家的融资租赁业已经成为除银行信贷外的第二大融资方式。并且我国的融资租赁业仍然主要以类抵押贷款的回租模式为主，直租占比仍然有很大的提升空间。随着行业不断发展，融资和融物相结合的经营模式愈发完善，我们预计中国的融资租赁行业渗透率有望持续提升。

图表 22: 前五大国租赁业务量全球占比



资料来源: 全球租赁报告, Wind, 华泰研究

图表 23: 各国租赁市场渗透率



资料来源: 全球租赁报告, Wind, 华泰研究

## 金融与咨询服务业务（融资租赁）：公司息差管理能力强大

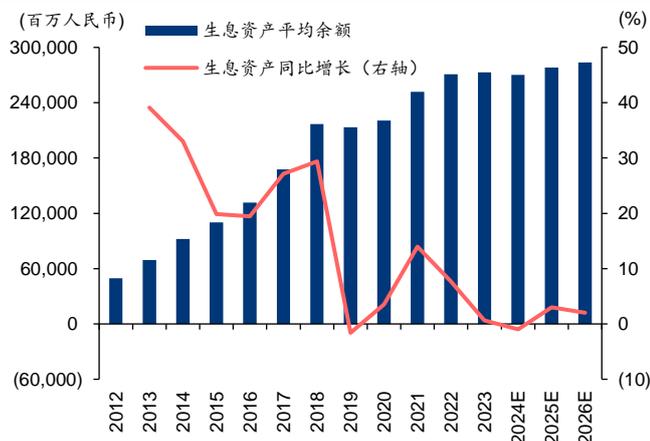
强大的资产负债管理能力是远东宏信金融业务发展的基石。公司生息资产规模增速放缓，但收益率稳中有升，并通过缩短资产久期提高了灵活性，抵消了规模增速放缓带来的不利影响。在负债端，公司以银行贷款为主，与核心银行建立了深度合作，浮动利率负债占比较高，1H24 为 40%，推动负债成本在宏观利率下行的背景下持续降低。同时，资产与负债在规模和久期上的高度匹配，体现了公司的流动性管理。总体而言，公司展现出较强的资产和负债管理能力和息差管理能力，即使在行业和宏观环境变化时，依然能维持约 4.5% 的净利息收益率。

### 资产端：收益率和质量保持稳定

**生息资产规模增速放缓。**2012-2020 年，中国的融资租赁行业规模快速增长，远东宏信作为行业龙头，生息资产规模也快速增加。2020 年后，随着监管收严以及宏观波动，融资租赁行业规模和远东宏信的生息资产规模增速逐渐放缓。1H24 远东宏信的生息资产平均余额相比 1H23 同比下降 3.91%，是 2020 年以来首次出现同比下滑，我们认为主要原因一方面是因为公司采用了更加审慎稳健的展业策略，租前审核更加严格，另一方面是因为资产久期缩短，资产周转率加快。

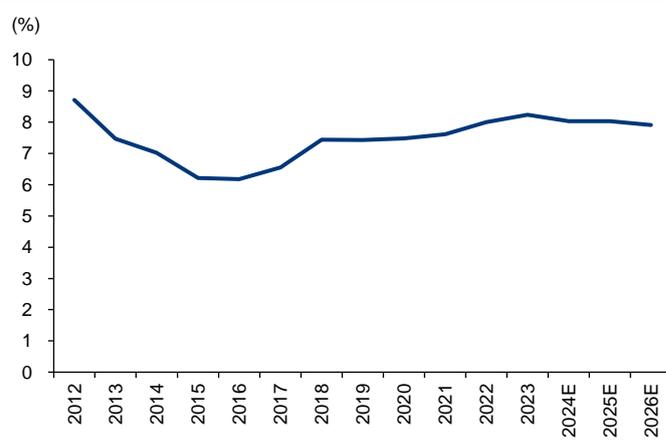
**生息资产收益率稳中有升，体现公司资产运营能力。**2012 至 1H24，远东宏信的生息资产平均收益率经历了先下降，后提升的过程。2016 年以前，行业竞争较为激烈，导致资产收益率从 2012 年的接近 9% 降低至 2016 年 6.18%。2016 年后，行业竞争格局好转，远东宏信凭借自身资产运营能力保持在行业龙头位置，并且不断推进综合金融的服务如普惠金融和商业保理等以保持较高的收益定价，生息资产平均收益率呈现稳中有升的走势。1H24 远东宏信的净资产收益率 8.11%，基本保持平稳，我们预计公司的净资产收益率长期仍然将保持平稳，主要得益于公司的资产运营能力、稳定的客群覆盖以及不断推行的综合金融服务。

图表24：远东宏信：生息资产平均余额



注：按期初期末生息资产平均余额计算  
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表25：远东宏信：生息资产平均收益率

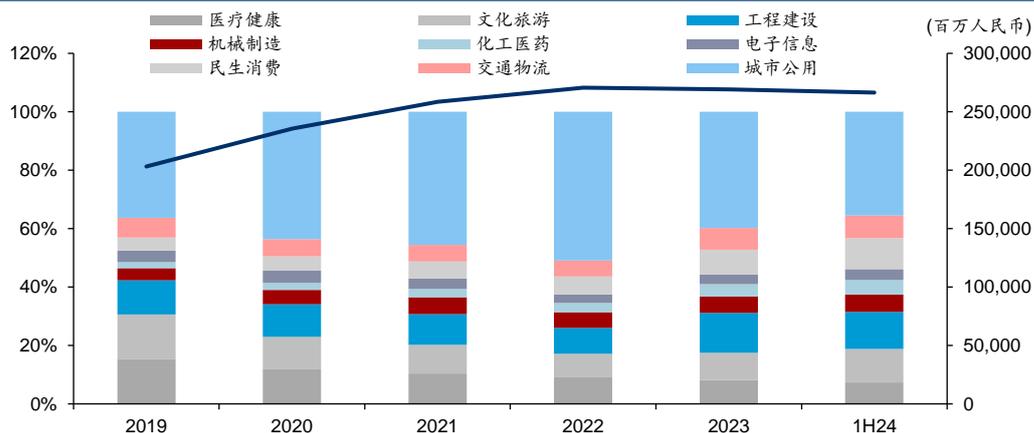


资料来源：公司公告，华泰研究预测

**生息资产多元化布局，有效分散系统性风险。**从生息资产的行业分布结构来看，公司下游行业较为分散。城市公用是公司最主要的下游行业，从 2023 年开始占比下降，1H24 占总生息资产的 35.5%，同时交通物流、民生消费、工程制造、文化旅游等领域的生息资产占比则显著提升，更加分散化的资产分布有助于降低公司对周期波动的敏感性，提高公司的抗风险能力。

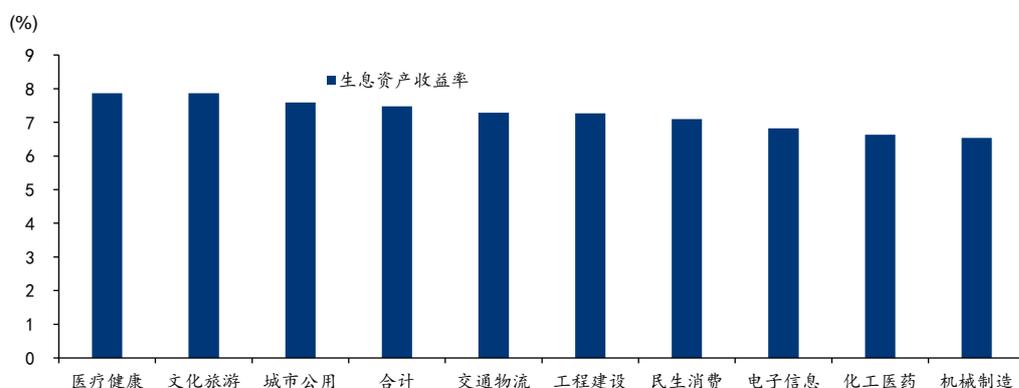
尽管生息资产的行业分布广泛，但我们认为未来行业分布对收益率的影响可能并不会特别明显，主要是因为经过长期发展后，我们认为各行业间的收益率差异可能已经不大。

图表26：生息资产行业结构



资料来源：公司公告，华泰研究

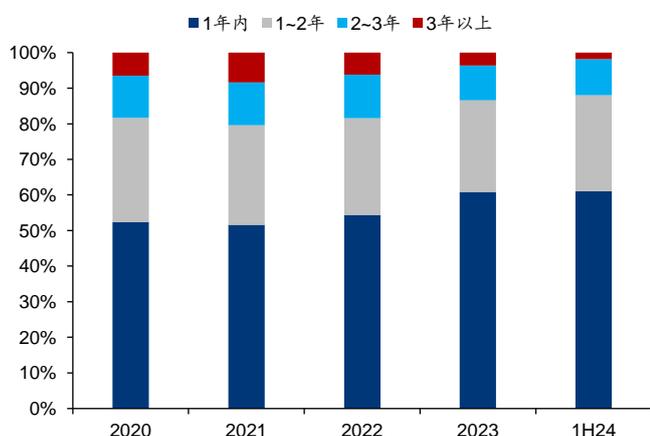
图表27：分行业生息资产收益率 (2020年)



资料来源：公司公告，华泰研究

生息资产久期缩短，增加业务灵活性。2022年到1H24，远东宏信的生息资产净额中1年内到期的资产占比提升，同时3年以上到期的资产占比减少。同一时期，账龄在3年以上的资产占比也在需降低。1H24久期/账龄在一年的生息资产净额占比为61.07/59.54%。我们认为在当前宏观环境下，缩短资产久期意味着回收期限加快，降低了资产跨期的风险，有助于增加公司对市场变化的应对能力。另外公司的账龄结构中，账龄在1年内的资产占比维持稳定，这表明公司保持着生息资产的稳健增长。

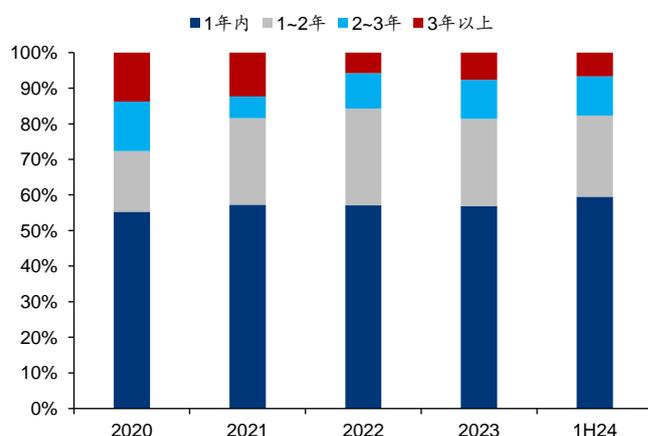
图表28：远东宏信：生息资产净额到期日结构



注：一年内到期的生息资产净额指远东宏信将于所示报告日期一年内收取的生息资产净额

资料来源：公司公告，华泰研究

图表29：远东宏信：生息资产净额账龄结构

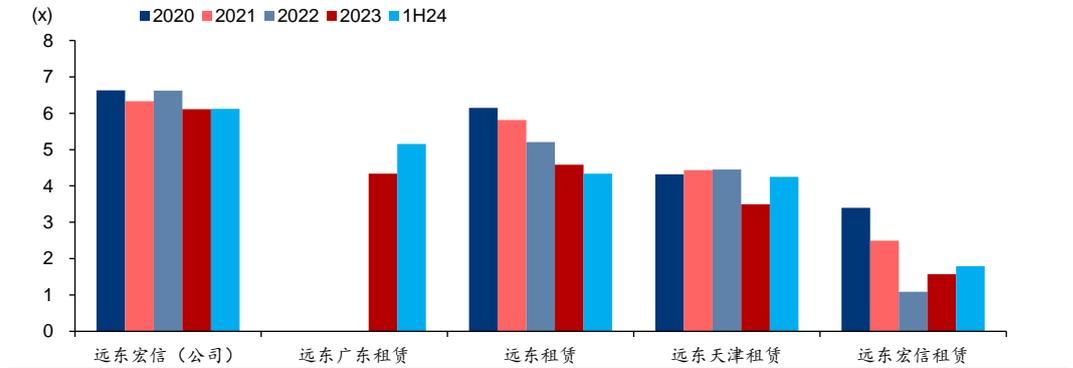


注：一年内的生息资产净额为于所示报告日期一年内生效及于年末或期末仍然有效的生息资产净额

资料来源：公司公告，华泰研究

**杠杆使用维持在合理水平。**融资租赁是资产负债表驱动的重资本业务，能够充分、合理地使用杠杆是公司能力的体现。近年来公司和旗下主要融资租赁业务经营主体都维持着相对合理杠杆水平，公司的杠杆倍数长期维持在 6-7x，一方面能够相对充分地发挥杠杆优势，提升自身 ROE，同时也符合监管 8x 杠杆的要求，实现在可控风险下的展业。

图表30：远东宏信：融资租赁业务杠杆使用

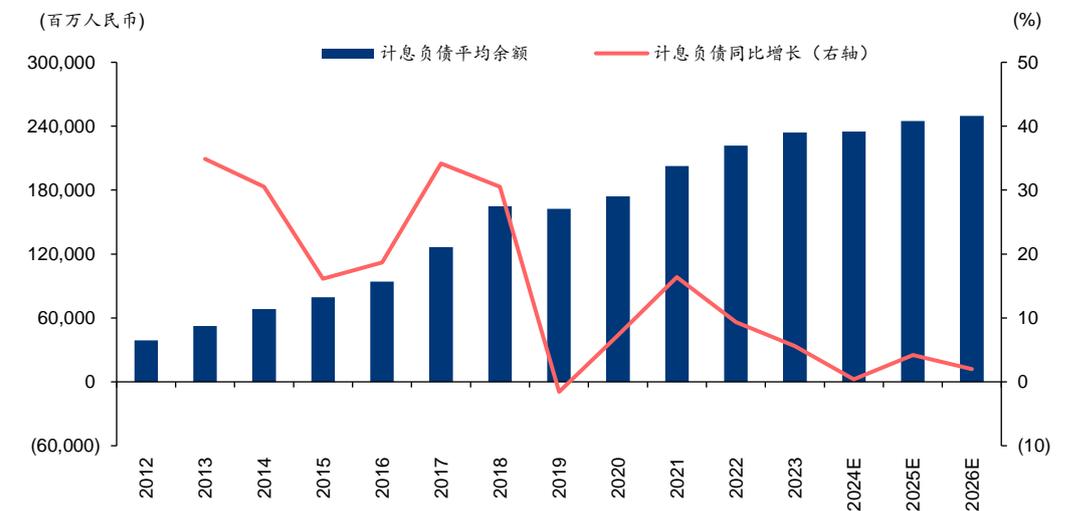


注：公司杠杆倍数=总资产/净资产；境内经营主体杠杆倍数=风险资产/净资产  
资料来源：公司公告，华泰研究

**负债端：宏观利率环境下行+高浮动利率占比驱动公司负债成本降低**

**负债规模平稳增长。**2012年以来，随着业务规模增长，远东宏信融资租赁业务的负债规模也在持续扩张。公司的融资渠道丰富，其中以非抵押的银行贷款为主。长期以来凭借自身稳健的业务实力和高质量的资产，赢得了各类金融机构的信赖，融资渠道保持畅通。近年来公司负债增速放缓一方面基数效应，另一方面也是匹配资产增速的结果。截至 1H24，公司金融业务的计息负债平均余额为 2,306 亿人民币。

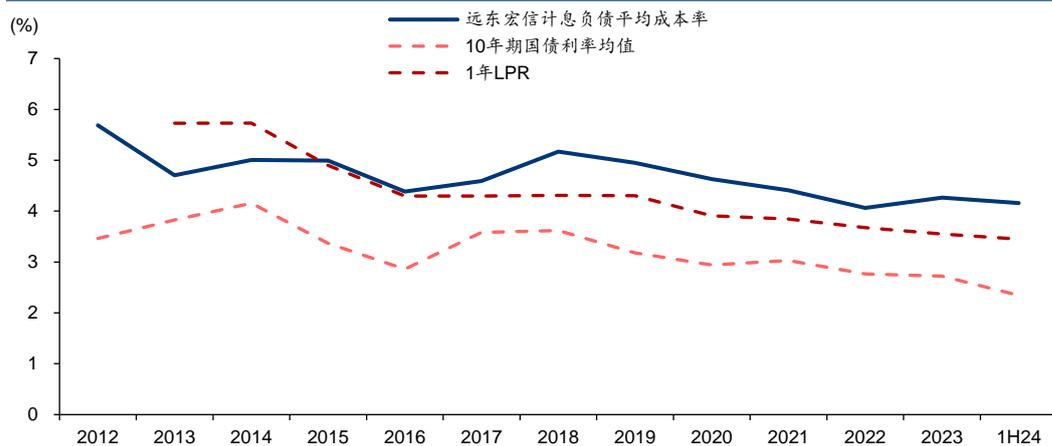
图表31：远东宏信：计息负债平均余额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

**负债成本与宏观利率环境挂钩，近年来不断降低。**由于远东宏信的负债主要是以人民币计价的境内融资，其负债成本与中国利率环境有较强的相关性。近年来，我国无风险利率和 1 年 LPR 持续降低，推动远东宏信的负债成本不断压降。1H24 公司计息负债的平均成本率是 4.16%，同比下降 10bps，除了货币政策推动宏观利率下降进而带动负债成本降低的原因外，还由于公司在 1H24 发行了公司债、中期票据、超短融、ABS 等，另外还部分因为存量高成本负债逐渐到期，也推动了整体的负债成本降低。

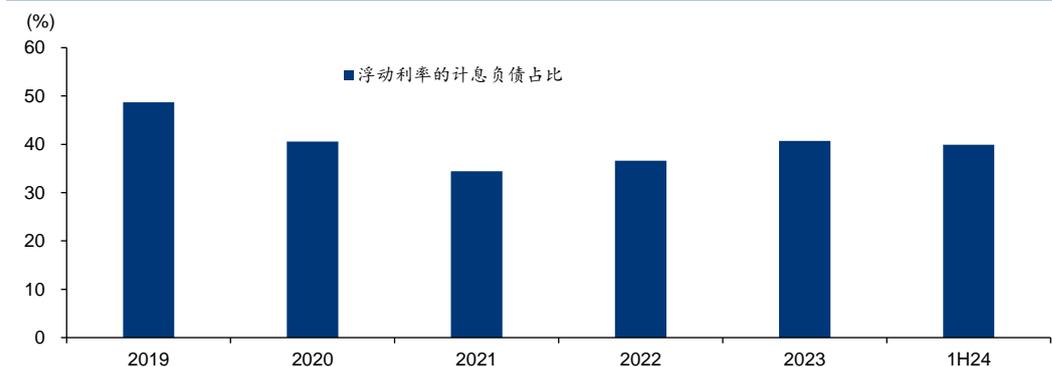
图表32： 远东宏信： 计息负债成本和无风险利率以及 1 年 LPR



注：平均负债成本主要是指融资租赁业务的负债成本  
资料来源：公司公告，华泰研究

浮动利率占比高有助于负债成本下降。2019 年以来远东宏信的浮动利率负债占比约 35%-50%，我们认为属于较高水平，在利率下行的环境中，更多的浮动利率负债将有力推动负债成本压降。

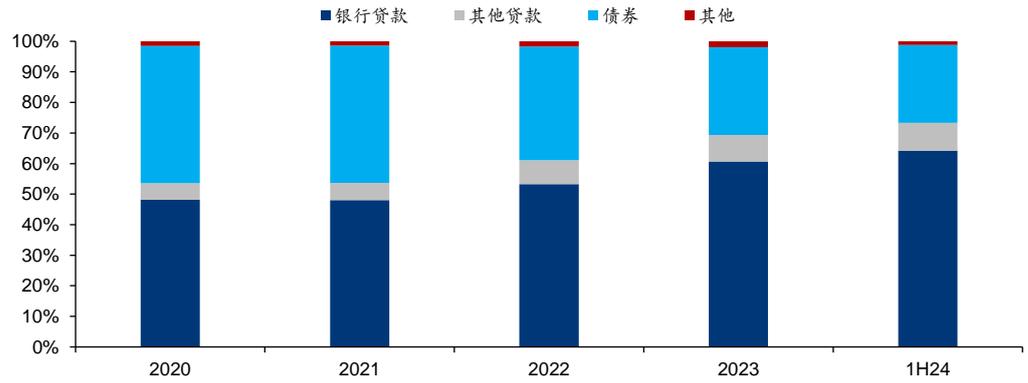
图表33： 远东宏信： 浮动利率的计息负债占比



资料来源：公司公告，华泰研究

银行贷款是远东宏信最主要的资金来源，同时还有各类灵活的融资手段。公司并没有披露针对融资租赁业务的负债结构，但是用于融资租赁业务的负债占总负债的 90%左右，因此我们认为能够通过公司的整体负债结构观察融资租赁业务的负债情况。间接融资方面，远东宏信和核心银行形成了深度的战略合作关系。2020 年以来，公司资金来源中银行贷款的占比逐渐提升，由 2020 年的 48%提升至 1H24 的 64%。银行贷款中，又以无抵押的银行贷款为主，是远东宏信最主要的资金来源。直接融资方面，公司通常会结合资金市场环境和自身需求，灵活导入直接融资，包括境内外的公司债、短融券、中期票据、ABS 等。

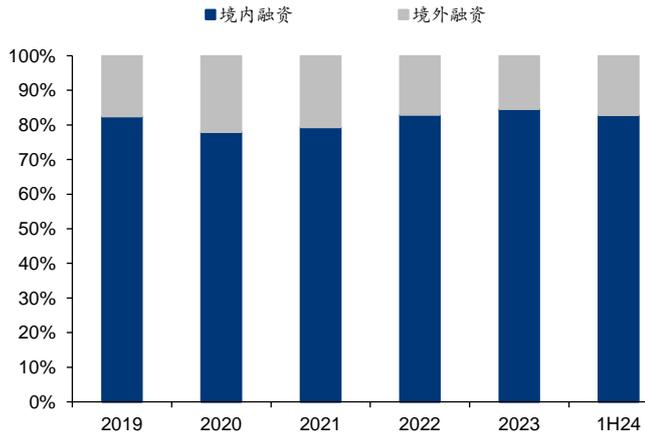
图表34： 远东宏信：计息银行及其他融资金来源结构



注：此处是指远东宏信整体计息银行及其他融资的结构，包括用于非融资租赁业务的负债，但其中绝大部分对应融资租赁业务  
资料来源：公司公告 华泰研究

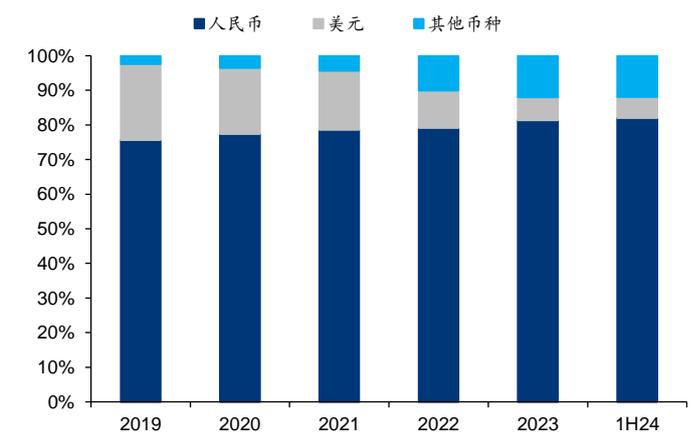
以境内人民币融资为主。2019~1H24 计息银行及其他融资中境内融资的占比始终高于 80%。且公司融资以人民币为主，2019 年以来人民币融资占比持续提高，美元融资占比则持续缩小，1H24 的计息银行及其他融资总额中有 82%为人民币融资，6%为美元融资，12%为其他融资。

图表35： 远东宏信：计息银行及其他融资境内外占比



注：此处是指远东宏信整体计息银行及其他融资的结构，包括用于非融资租赁业务的负债  
资料来源：公司公告 华泰研究

图表36： 远东宏信：计息银行及其他融资各币种占比

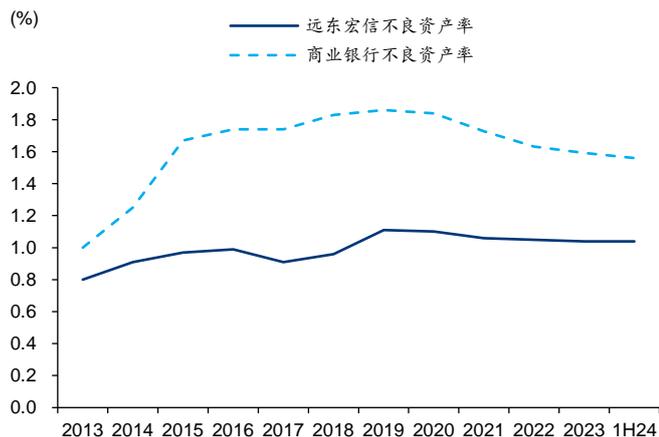


注：此处是指远东宏信整体计息银行及其他融资的结构，包括用于非融资租赁业务的负债  
资料来源：公司公告 华泰研究

### 资产质量稳定

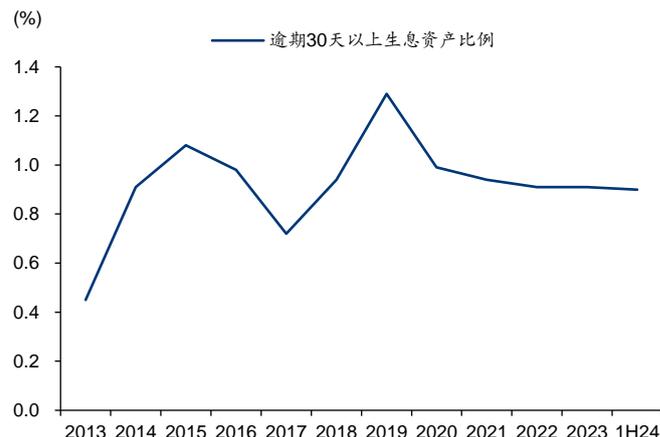
谨慎稳健经营，资产质量保持稳定。2019 年到以来远东宏信的不良资产率稳定在略超 1% 的水平，长期以来低于商业银行，1H24 远东宏信的不良资产率为 1.04%，商业银行为 1.56%。远东宏信生息资产的 30 天以上逾期率稳中有降，由 2020 年的 0.99% 降低至 1H24 的 0.9%。公司对于风险的会计处理方面也保持了谨慎，1H24 的拨备覆盖率为 227%。在 2024 年上半年的宏观环境下，公司能够维持贷款质量的稳中有升，我们认为主要得益于公司加强了资产的审核，持续覆盖熟悉的行业及客户，同时强化了资产的安全监控，加大了高风险资产的处置力度。贷款质量的好转也带动了信贷成本的下降，利好公司利润表现，信贷成本率由 2020 年的 0.98% 降低至 1H24 的 0.13%。

图表37: 远东宏信: 不良资产率 vs 商业银行不良资产率



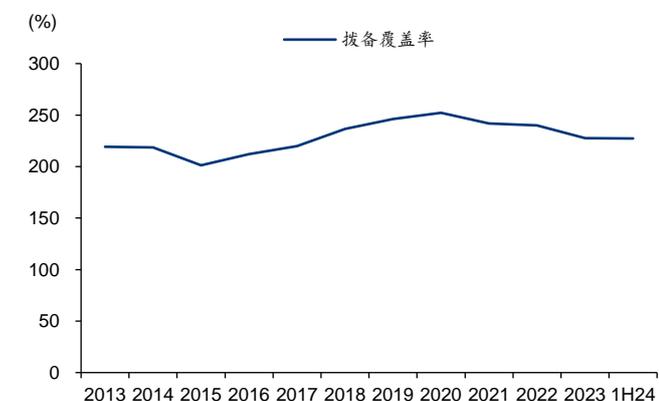
注: 不良资产率=不良资产净额/生息资产净额  
资料来源: 公司公告, 国家金融监督管理局, 华泰研究

图表38: 远东宏信: 逾期30天以上生息资产比例



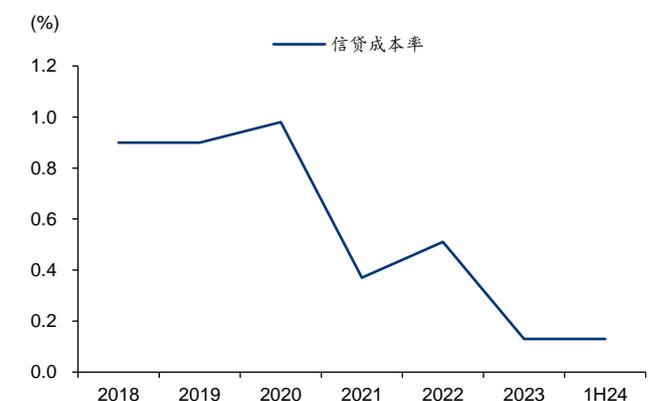
注: 逾期30天以上生息资产/生息资产净额  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表39: 远东宏信: 生息资产拨备覆盖率



注: 拨备覆盖率=生息资产拨备/不良资产净额  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表40: 远东宏信: 生息资产信贷成本率

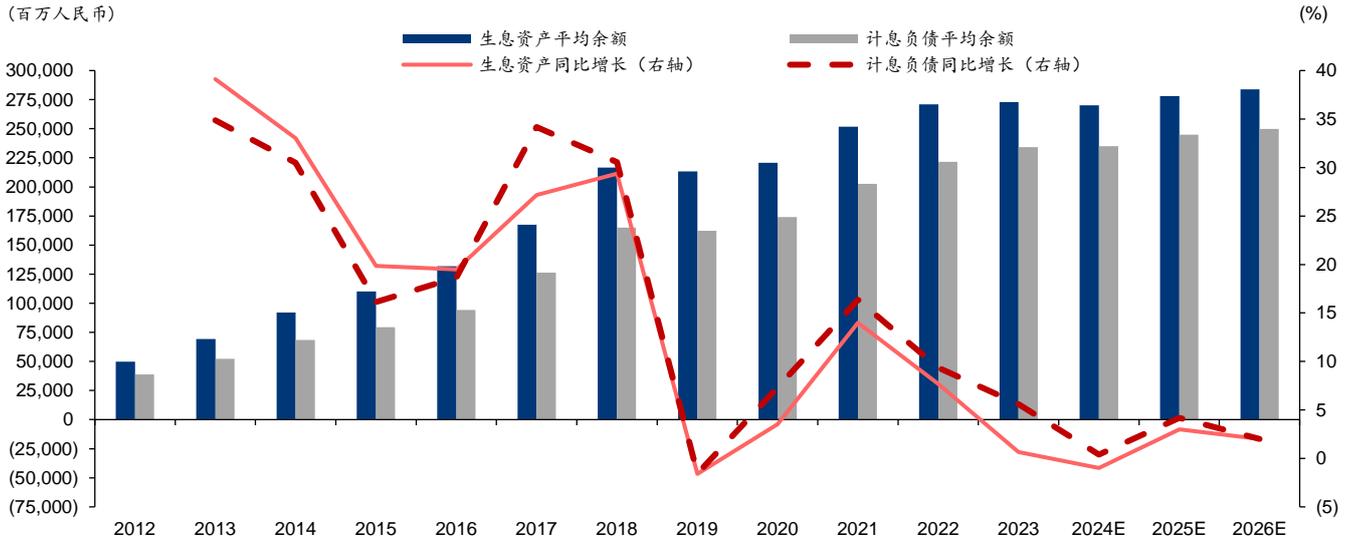


注: 信贷成本率=生息资产拨备/生息资产平均余额  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 资产负债匹配度高

**资产和负债的规模高度匹配。**2012年以来, 远东宏信的生息资产和计息负债的规模和增速变化高度匹配, 不仅体现了公司在资金运作上的高效性, 也反映了其在风险控制和财务稳定性方面的成熟策略。通过维持资产和负债规模的平衡, 远东宏信能够确保在市场波动时保持稳健的财务状况, 同时也为公司的持续发展和盈利能力提供了坚实的基础。

图表41：远东宏信：生息资产平均余额与计息负债平均余额



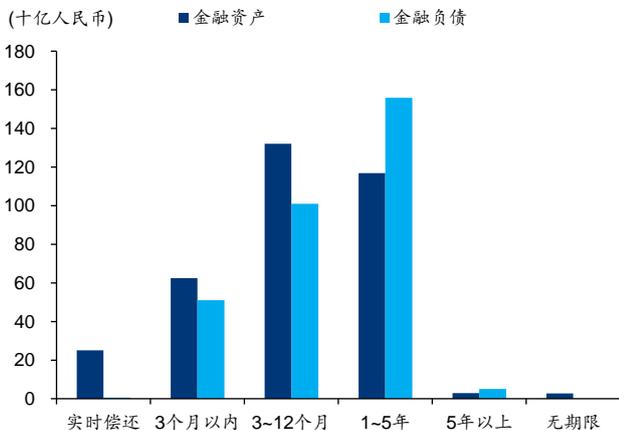
资料来源：公司公告，华泰研究预测

**资产和负债久期匹配。**远东宏信的资产和负债在各期限结构内能够较好地匹配，体现公司稳健审慎的流动性管理和对风险的重视，表明公司面临较小的流动性风险。久期的匹配有助于公司在保持流动性安全的同时，有效管理利率风险和再融资风险。远东宏信坚持稳健审慎的流动性管理策略，通过资金流的严格匹配，确保了即使在市场波动的情况下，公司也能维持稳定的财务状况和良好的流动性，从而保障了公司的长期健康发展。

**浮动利率负债占比高。**公司的浮动利率生息资产占比从 2019 年的 29%持续下降到 1H24 年的 0.3%，以抵御利率下行环境对资产收益的影响。而浮动利率计息负债直到 1H24 仍有 40%的占比。我们认为，短期的利率波动对公司的利息收入的影响远小于对利息支出的影响，在利率上行时，可能存在一定利率风险。但在当前利率下行的环境下，我们认为保持一定的敞口可能有利于公司业绩。尽管如此公司也采取了利率互换等金融工具对冲利率风险。根据 1H24 公告，公司估算利率提升/降低 100bps，将导致税前利润下降/提升 0.12/0.23 亿人民币。

**汇率风险可控。**远东宏信的汇率风险主要来自以外币计价的交易，远东宏信通过汇率和货币掉期等金融工具对冲汇率风险。截至 1H24 汇率风险敞口为 54 亿美元，约占总资产的 11%，公司已经通过各类金融工具实现对冲约 57 亿美元，对冲比例为 104.85%。

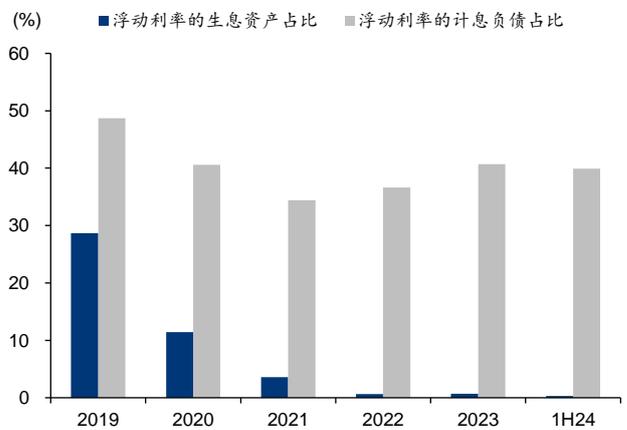
图表42：远东宏信：各期限金融资产与金融负债（1H24）



注：不限于融资租赁业务

资料来源：投资者 PPT，华泰研究

图表43：远东宏信：浮动利率的资产和负债占比



注：不限于融资租赁业务

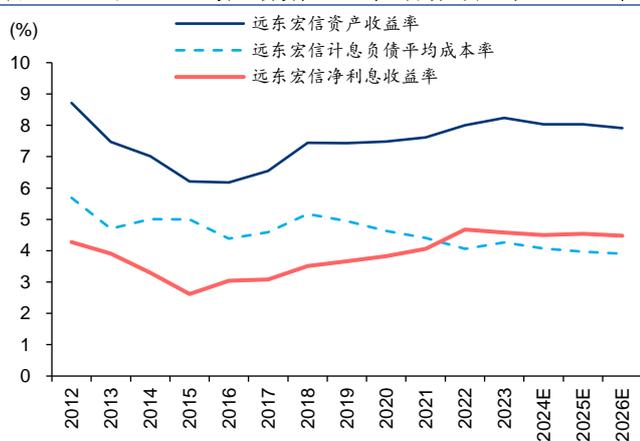
资料来源：公司公告，华泰研究

### 净利息收益率基本平稳

有效的流动性和利率管理助力公司实现稳健的净利息收益率。2022年前，远东宏信的净利息收益率持续提升，由2015年的2.6%提升至2022年的4.7%，主要得益于宏观利率环境带动负债成本下降以及公司强设备运营能力下的资产收益率提升。2022年后，尽管宏观环境有一定波动，行业监管也逐渐收严，远东宏信的净利息收益率能够保持在4.5%上下，业务整体稳健发展，我们认为公司强大的资产负债管理能力是重要原因之一。另外值得一提的是，ROE在1H24明显下滑，我们认为除了由于净息差和生息资产规模略有降低之外，1H24公司金融及咨询业务同时还受到联合/合营企业投资拨备增多、咨询服务需求下降导致收入下滑，以及海外分红导致税率提升的影响。

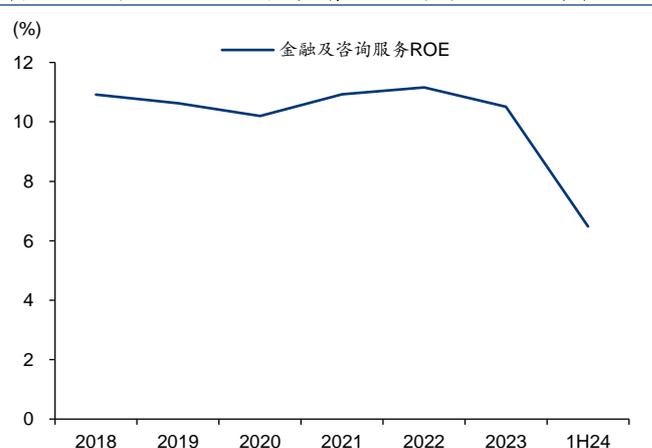
未来随着宏观环境不断好转，短期不利因素影响减弱，并且公司在资产端保持多元化产品供给战略以维持资产收益率，叠加公司浮动利率负债占比较高，利率下行环境中公司负债成本下降速度有望快于资产收益率，净息差有望保持平稳，金融及咨询服务ROE有望提升。

图表44：远东宏信：融资租赁资产收益率&负债成本&净利息收益率



注：净利息收益率=净利息收入/生息资产平均余额  
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表45：远东宏信：金融及咨询服务ROE (基于税后利润计算)

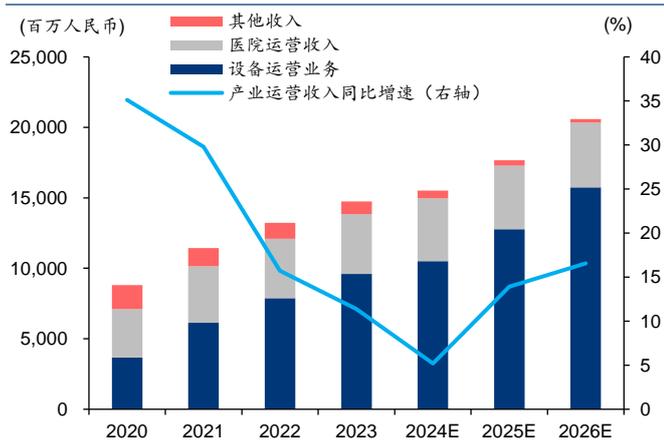


注：融资租赁业务ROE = (远东宏信总计税后利润-设备运营税后利润-医院运营税后利润) / 远东宏信权益总额期初期末均值  
资料来源：公司公告，华泰研究

## 产业运营业务：轻资本特性驱动收入增长

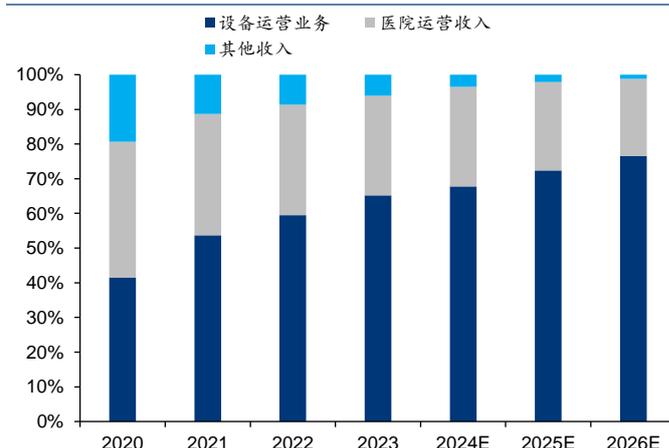
轻资本特性的设备运营业务驱动收入快速增长。公司的产业运营分部主要由设备运营和医院运营板块构成，其中设备运营业务具有明显大的轻资本特性，收入增速快，占比不断提升，从2020年开始成为产业运营分部最主要的收入来源。基于设备运营业务的轻资本特性，叠加远东宏信自身的全国运营网络和设备运营能力，预计设备运营业务收入有望保持较高增速，2024-26年为9/22/23%。医院板块的盈利能力在疫情影响消退和战略升级的推动下企稳回升，预计未来有望平稳发展。

图表46：远东宏信产业运营分部收入



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表47：远东宏信产业运营分部收入结构

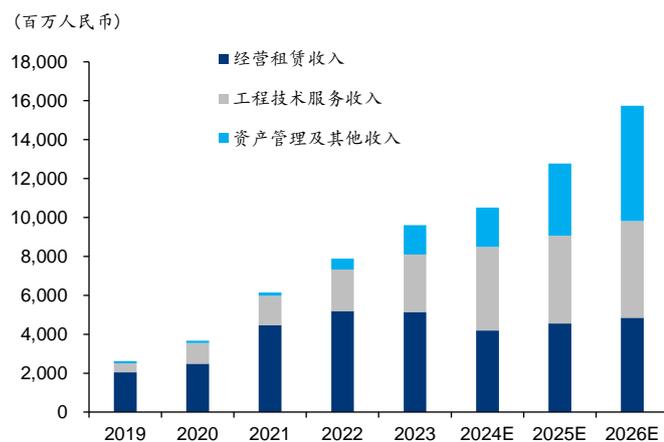


资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 设备运营业务：轻资本业务贡献提升

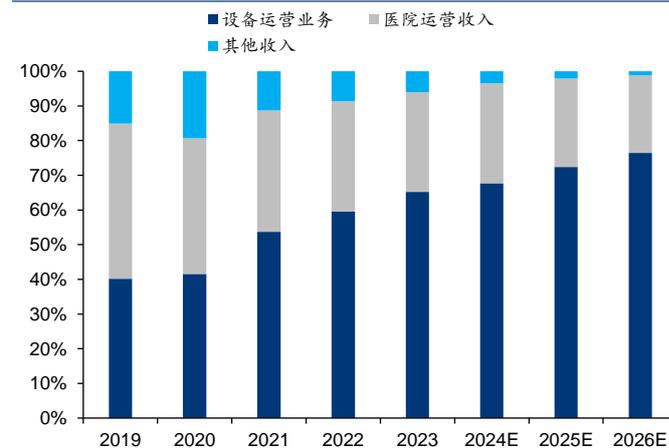
轻资本的工程技术服务和资产管理及其他收入占比提升。由于工程技术服务和资产管理及其他服务是相对更轻的业务，不用大规模的资本开支，因此在收入的提升上有一定优势。2020年以来，宏信建发的工程技术工法不断进步，工程承接能力持续提升。公司积极扩张工程技术服务规模，工程技术服务收入占比由2020年的29%提升至1H24的40%。另外，基于自身运营实力和全国性网络，资产管理及其他业务也快速发展，收入占比由2020年的3%提升至1H24的21%。

图表48：远东宏信：设备运营业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究预测

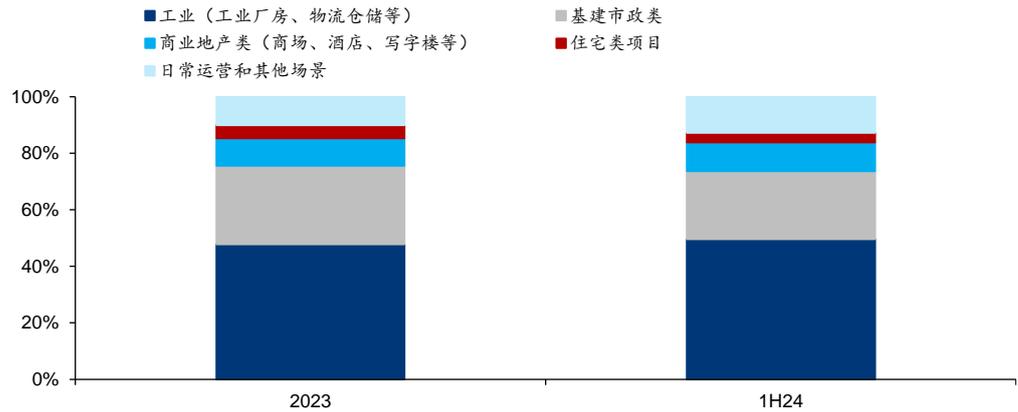
图表49：远东宏信：设备运营业务收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究预测

设备应用领域较为多元。公司产品最主要应用在工业类场景以及基建市政类场景，在住宅类项目、商业地产、日常运营等场景中也有所涉及。

图表50: 宏信建发: 经营租赁设备应用场景

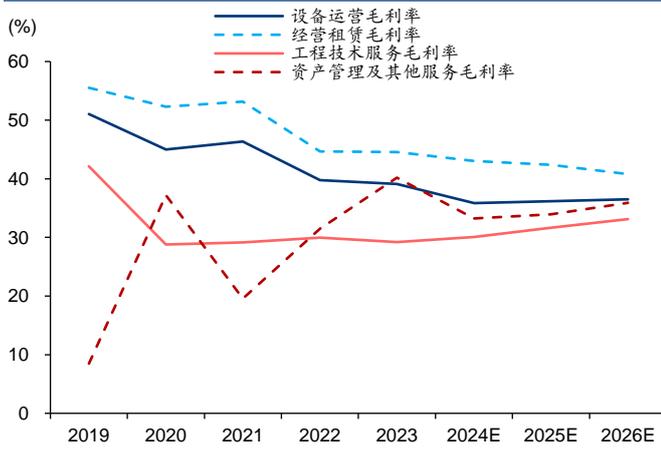


资料来源: 公司公告, 华泰研究

**工程技术服务和资产管理业务的毛利占比提升。**随着收入结构的变化, 以及激烈竞争导致的经营租赁毛利率降低, 经营租赁业务的毛利占比已从2019年的84%下降到1H24的45%, 伴随收入继续扩张, 我们预计未来轻资本业务的毛利贡献也将持续提升。

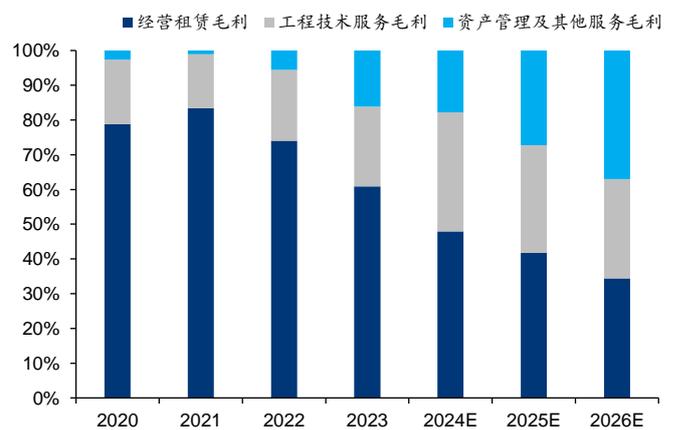
**海外业务盈利改善和规模效应支撑未来利润表现。**海外业务对设备运营业务盈利性的拖累有望结束。伴随海外业务资产规模和设备利用率提升, 收入快速增长而规模效应下边际成本降低, 2024年8月起, 宏信建发的海外业务已经实现单月盈利, 预计在规模效应加持下, 宏信建发海外业务的盈利有望持续。另外尽管市场竞争加剧, 但工程技术服务毛利率相对平稳, 主因公司持续提高工程技术水平与承接能力, 并推动与经营租赁业务有效协同; 而资产管理及其他服务的毛利率波动上升, 主因板块内毛利较高的业务占比提升。伴随海外业务逐渐开始盈利, 以及轻资本业务在规模效应下毛利提升, 预计设备运营业务毛利率有望稳中有升, 2024-26年为36/36/37%。

图表51: 宏信建发: 设备运营板块细分毛利率



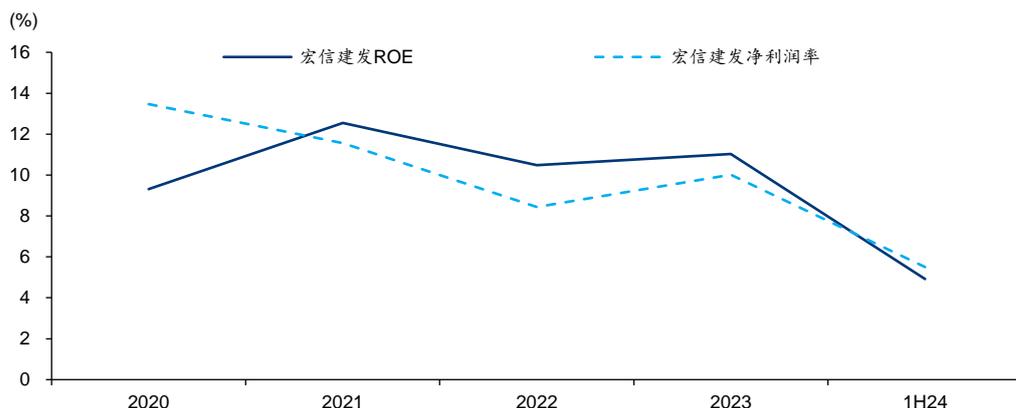
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表52: 宏信建发: 设备运营板块毛利结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表53：宏信建发：ROE 和净利率



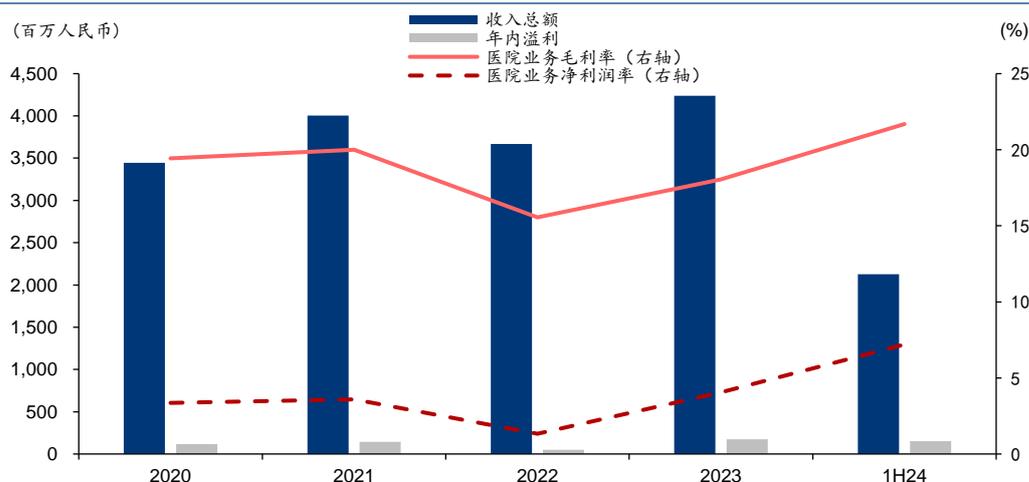
资料来源：公司公告，华泰研究

### 医院运营业务：毛利率和净利率企稳回升

**战略升级持续推进。**在 2024 年上半年，面对医保监管趋严、居民支付意愿下降及行业竞争加剧的挑战，公司一方面提升就诊人次以对冲医保控费的压力，另一方面加速拓展消费医疗和健康业务。此外，还通过扩大药品与耗材集中采购的比例来降低运营成本，确保整体利润水平较去年同期有所增长，1H24 宏信健康税后利润同比提升 22.75%。宏信健康致力于减少对医保的依赖，积极拓展非医保业务，实现从以疾病为中心向以健康为中心的转变。以旗下医院为平台，公司拓展基础医疗、消费医疗、康养结合等业务，构建多元化的价值创造能力，力争成为中国县域专科特色鲜明、服务人群覆盖最广的平台。

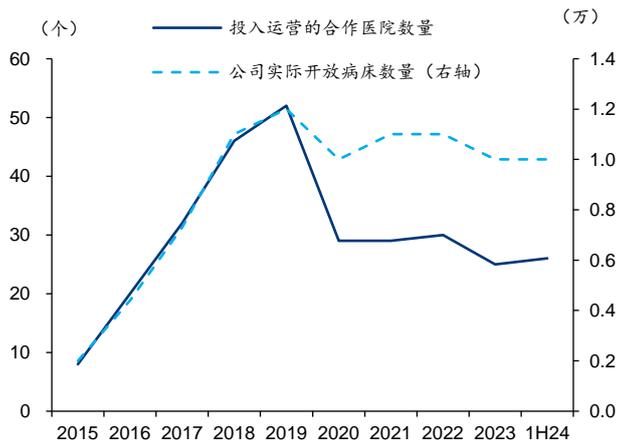
**毛利率和净利率已止跌回升，单床收入持续增长。**公司的医院运营收入主要由门诊收入、住院收入等组成，运营成本主要包括人工成本、药品耗材、检验检查成本等。2015~2019 年，公司快速发展医院运营业务，控股医院、开放病床数以及板块收入大幅提升。2020 年受疫情影响，公司主动对 31 家合作医院进行了转让、处置、关闭，完成资产重组优化。自 2023 年开始，疫情影响逐渐结束，伴随战略升级持续推进，医院运营板块毛利率和净利率止跌回升，医院单床收入增速也进一步提高。

图表54：远东宏信：医院运营板块收入及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表55: 远东宏信: 合作医院及开放病床数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表56: 远东宏信: 医院业务单床收入和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 财务分析和预测

**预计顺周期下资产规模恢复增长，资产质量保持优良。**2024 年资产规模可能同比小幅下滑，主因宏观波动下公司采取了稳健经营的策略，将资产质量放在了规模增长之前。随着政策发力和宏观经济逐步好转，我们预计远东宏信 2025-2026 年生息资产平均余额或将恢复增长，预计 2024-2026 年生息资产平均余额同比增速为-1.0/3.0/2.0%。另外在稳健经营的策略下，公司资产质量或持续好转，预计 2024-2026 年拨备占贷款及应收款平均余额的比为 0.5/0.5/0.4%。

**预计生息资产收益率保持韧性。**在国内利率下行、资金供给充裕的环境下，远东宏信的资产收益率有下行压力。但我们预计公司多元化的金融服务和持续输出的定制化增值服务能够延缓资产收益率下行的趋势。我们预计 2024-2026 年生息资产平均收益率为 8.0/8.0/7.9%。

**负债规模与资产匹配，负债成本持续下降。**考虑到公司对资产负债匹配的重视，我们预计公司的计息负债平均余额将保持与资产规模的匹配。另外同样由于国内利率下行的环境，叠加公司较高的浮动利率负债占比，预计负债成本将持续下降，2024-2026 年计息负债平均成本率为 4.1/4.0/3.9%。

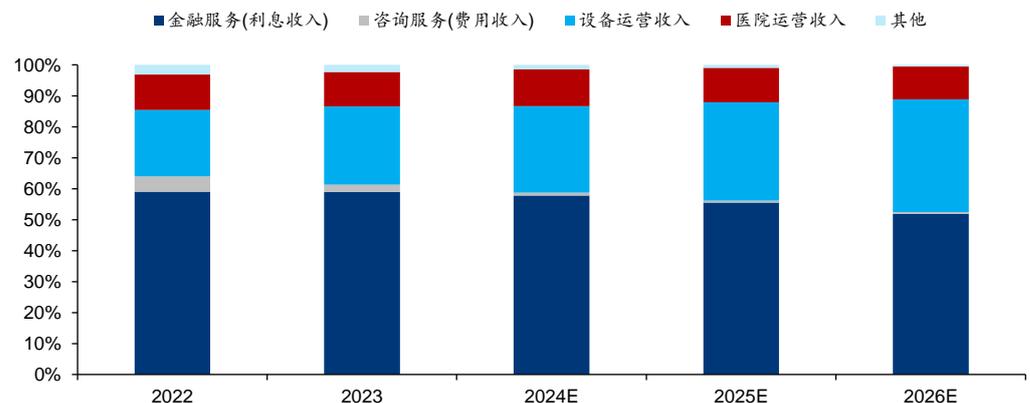
**预计净息差相对平稳。**随宏观经济好转以及公司在资产端的多元化供给，同时浮动利率负债占比较高，我们预计在利率下行的环境中，融资租赁负债端成本的下降速度可能略快于资产端，净息差相对平稳。预计 2024-26 年净息差为 4.5/4.5/4.5%。

**设备运营业务收入有望保持高增速，毛利率或稳中有升。**设备运营业务具备轻资本属性，有利于业务和收入扩张。在公司全国性运营网络的加持下，我们预计公司设备运营业务收入有望保持较高增速，2024-26 年设备运营业务收入同比增速为 9/22/23%。另外 8 月起设备运营的海外业务已单月盈利，未来在规模效应下边际成本有望降低，我们认为将支撑设备运营业务的毛利率，预计设备运营业务毛利率为 36/36/37%。

**预计医院运营业务平稳发展。**伴随逐步从疫情中恢复，问题医院逐渐得到出清，1H24 远东宏信已经实现健康运营。1H24 公司通过提升就诊人数、拓展消费医疗和健康业务、扩大药品耗材集中采购占比等方式提升医院的盈利水平，毛利率和净利润率改善。问题医院基本出清后，未来我们预计公司医院业务将平稳发展，预计开放床位数量、单床收入保持大致稳定，规模效应下毛利率稳中有升。预计 2024-2026 年医院运营毛利率 22/23/23%。

**预计 ROE 有望逐步修复。**基于融租业务的稳定息差，叠加生息资产规模恢复增长、短期影响消散，以及设备运营业务盈利改善，我们预计 ROE 有望修复，24/25/26 年 ROE 为 9.5/10.6/10.8%，归母净利润为 48/54/59 亿元人民币。

图表57： 远东宏信：收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究预测



**图表58：远东宏信：核心预测**

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>金融及咨询业务</b>					
生息资产平均余额	271,019	272,824	270,096	278,199	283,763
-同比增速	7.7%	0.7%	-1.0%	3.0%	2.0%
生息资产平均收益率	8.0%	8.2%	8.0%	8.0%	7.9%
计息负债平均余额	221,672	234,090	234,983	244,815	249,711
-同比增速	9.3%	5.6%	0.4%	4.2%	2.0%
计息负债平均成本率	4.1%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%
净息差	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
拨备占贷款及应收款的比	0.8%	0.1%	0.5%	0.5%	0.4%
金融及咨询收入	23,500	23,363	22,032	22,571	22,668
-同比增速	5.2%	-0.6%	-5.7%	2.4%	0.4%
<b>设备运营</b>					
经营租赁收入	5,190	5,139	4,191	4,555	4,846
-经营租赁收入同比增速	16%	-1%	-18%	9%	6%
-经营租赁资产规模	18,400	17,593	22,861	23,806	25,823
-经营租赁收入/资产规模	28.9%	28.6%	20.7%	19.5%	19.5%
工程技术服务收入	2,137	2,965	4,299	4,514	4,965
-同比增速	41%	39%	45%	5%	10%
资产管理及其他服务收入	551	1,507	2,013	3,711	5,932
-同比增速	248%	173%	34%	84%	60%
设备运营总收入	7,878	9,611	10,502	12,780	15,743
-同比增速	28%	22%	9%	22%	23%
设备运营毛利率	40%	39%	36%	36%	37%
<b>医院运营</b>					
开放床位数 (万)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
单床收入 (元)	383,268	423,796	446,083	450,544	459,555
医院运营业务收入	4,216	4,238	4,461	4,505	4,596
-同比增速	5%	1%	5%	1%	2%
医院运营毛利率	16%	18%	22%	23%	23%
产业运营 (设备运营+医院运营) 整体毛利率	31%	32%	32%	33%	33%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表59：远东宏信：核心财务指标预测

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					
<b>收入</b>	<b>36,733</b>	<b>38,103</b>	<b>37,537</b>	<b>40,233</b>	<b>43,251</b>
<b>金融及咨询收入</b>	<b>23,500</b>	<b>23,363</b>	<b>22,032</b>	<b>22,571</b>	<b>22,668</b>
-金融服务(利息收入)	21,678	22,467	21,706	22,348	22,443
-咨询服务(费用收入)	1,823	896	326	223	224
<b>产业运营收入</b>	<b>13,233</b>	<b>14,739</b>	<b>15,505</b>	<b>17,662</b>	<b>20,584</b>
-设备运营收入	7,878	9,611	10,502	12,780	15,743
-医院运营收入	4,216	4,238	4,461	4,505	4,596
-其他产业运营收入	1,139	891	542	377	245
<b>销售成本</b>	<b>18,128</b>	<b>19,959</b>	<b>20,123</b>	<b>21,615</b>	<b>23,441</b>
金融服务与咨询 (借款成本)	9,008	9,982	9,556	9,725	9,746
产业运营 (产业运营成本)	9,120	9,977	10,567	11,890	13,696
<b>归母净利润</b>	<b>6,129</b>	<b>6,193</b>	<b>4,758</b>	<b>5,443</b>	<b>5,888</b>
<b>资产负债表</b>					
<b>资产总额</b>	<b>346,995</b>	<b>351,483</b>	<b>358,466</b>	<b>382,352</b>	<b>403,919</b>
-贷款及应收款项	267,138	270,767	268,059	276,101	281,623
<b>负债总额</b>	<b>294,554</b>	<b>293,914</b>	<b>298,042</b>	<b>318,615</b>	<b>336,652</b>
-计息银行及其他融资	251,327	255,636	256,612	267,349	272,696
<b>普通股权益持有人应占权益</b>	<b>45,249</b>	<b>50,099</b>	<b>49,565</b>	<b>52,878</b>	<b>56,407</b>
<b>核心财务比率</b>					
ROE	14.1%	13.0%	9.5%	10.6%	10.8%
ROA	1.9%	2.0%	1.5%	1.6%	1.6%
净利润率	16.7%	16.3%	12.7%	13.5%	13.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 估值和风险提示

我们首次覆盖给予远东宏信目标价 6.4 港币，基于 DCF 估值法。

**DCF 估值法：**我们使用三阶段 DCF 估值法对公司进行估值。

阶段一：我们预计 2024/2025/2026 年归母净利润为 48/54/59 亿元人民币。

阶段二：我们假设 2027-2037 年，由于新业务增速在基数效应下放缓，叠加利率下行环境对资产收益率的压力，ROE 下降，资本投资放缓。我们假设 20287-2037 年 ROE 和资本增速匀速下降。

阶段三：我们假设长期资本回报缓慢下降，再投资资本增速在基数效应下逐步下滑至 1.0%。我们假设 2037-2074 年资本增速匀速下降。

我们假设 2024-2026 年派息率约为 50% (1H24: 47%)，港币兑人民币汇率为 0.93。采用 DCF 估值法得出的远东宏信每股目标价为 6.4 港币。给予买入评级。

**图表60： 远东宏信：关键假设**

无风险利率 (%)	取近两年来的 10 年期国债收益率均值					2.5	
市场风险溢价 (%)	港股长期收益率相对无风险收益率的溢价					6.5	
假设杠杆率 (x)	$1 + (1 - \text{有效税率}) * (\text{有息债务} / \text{公司市值})$					8.5	
权益成本 (%)	CAPM 公式得出					24.61	
(人民币百万元)				2024E	2025E	2026E	
投入资本				49,565	52,878	56,407	
经调整净利润				4,758	5,443	5,888	
(%)		2025E	2026E	2027E	2028E	2037E	2074E
资本回报率 (50 年)		11.0	11.1	13.0	13.0	11.0	10.0
资本增速 (50 年)		6.7	6.7	4.0	4.0	2.0	1.0

资料来源：Wind，华泰研究预测

**图表61： 远东宏信：历史 PB (MRQ)**



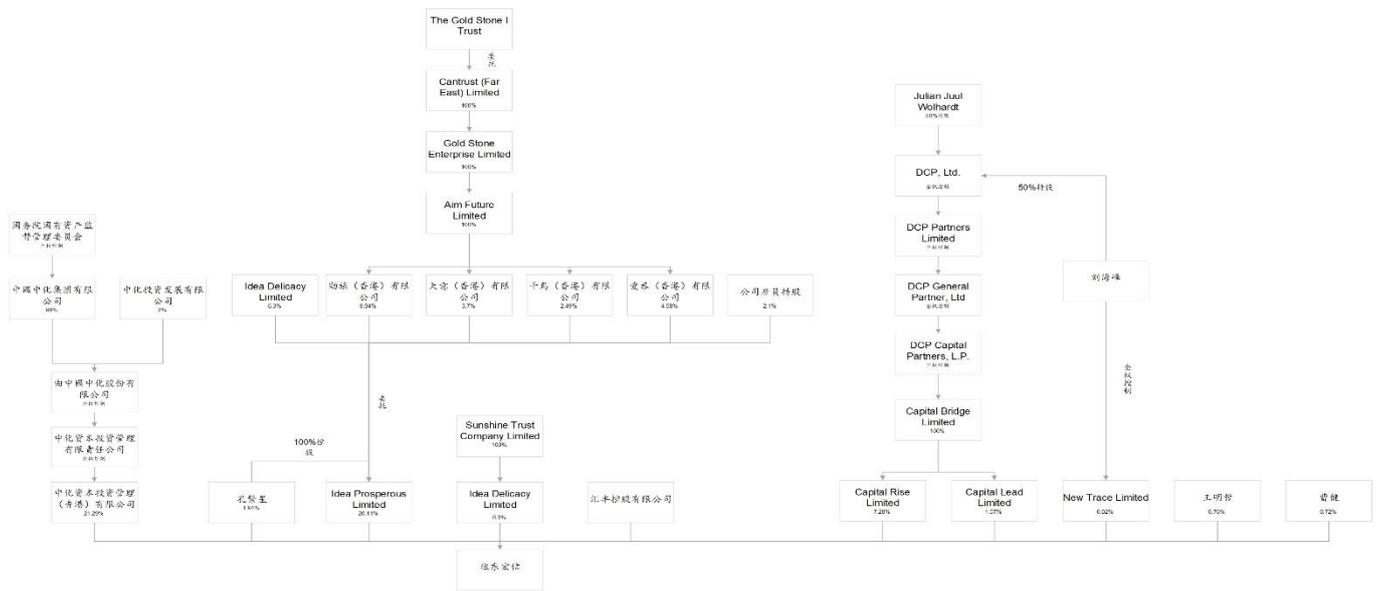
资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

- 1) 宏观波动可能带来资产规模增长受限和贷款质量恶化等问题；
- 2) 资产收益率超预期下跌可能影响公司的盈利能力；
- 3) 资金成本超预期上涨或拖累公司净息差；
- 4) 资产质量超预期恶化或拖累业务表现和盈利。

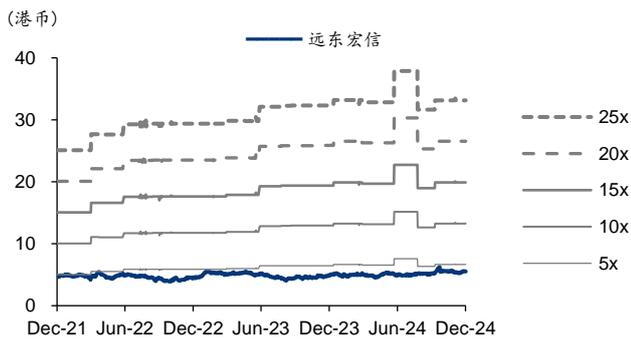
附件

图表62: 远东宏信: 股权结构



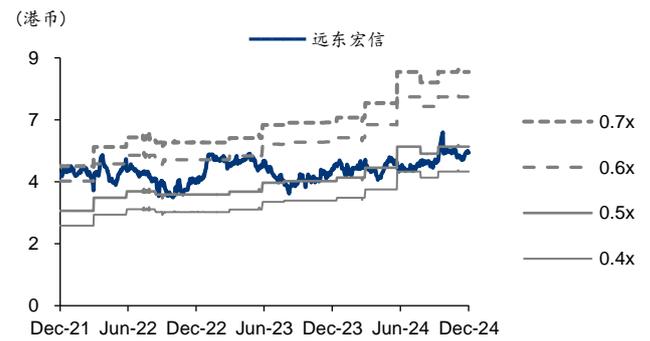
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表63: 远东宏信 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表64: 远东宏信 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 远东宏信（3360 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 远东宏信（3360 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 远东宏信（3360 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司