



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

魏涛, CPA*

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004
(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

郭晓露

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001
(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

*孙艺农、罗惠洲、鲍焱、李冠一、刘嘉玮为
本报告重要贡献者

浙江东方: 增发获取稀缺金融牌照, 最纯正 AMC 即将登陆 A 股市场

投资要点

定增获取四张稀缺金融牌照, 省级金控平台正式起航

3月14日, 浙江东方(600120.CH/人民币 19.86, 未有评级)公布定增预案。公司拟通过非公开发行股票方式收购浙商资产 100%、大地期货 100%、浙金信托 56%、中韩人寿 50%的股权。交易完成后, 包括原有的国金租赁、东方产融投资、国贸东方资本在内, 浙江东方已经发展为集信托、租赁、创投、保险、期货、产业基金、不良资产处置于一体的综合性省级金控平台, 凭借其集团实力及区位优势, 公司未来业绩增长空间可期。

“多元化”与“去多元化”的有机结合, 从一体两翼到商贸金融双主业

浙江东方是浙江省国贸集团下属重要上市公司平台, 公司历史上一直奉行多元化战略, 不同业务板块并行, 力求寻找板块之间的协同作用。随着母公司管理层人事变动, 公司逐步将未来发展重心集中于商贸与金融两个板块。近年来, 国际市场整体需求复苏未达预期, 公司商贸板块借此机会大力推进转型与发展, 努力修炼“内功”, 整合传统商贸、供应链金融与跨境电商业务, 力求实现商业模式整体提升。而金融板块作为新兴主业, 契合省委、省政府打造浙江省省级金控平台的战略部署, 整体推进节奏超出预期。未来, 公司将以金融、商贸为双主业推动产业转型升级, 力争获取业绩高速增长。

千呼万唤始出来, 最纯正 AMC 标的即将亮相 A 股市场

商业银行不良贷款余额连续 18 个季度保持上升, 银行拨备覆盖率逼近警戒线, 不良资产证券化试点逐步放开, 不良资产处置成为市场关注热点问题, AMC 行业正迎来历史性发展良机。地处我国民营经济最发达、银行不良贷款余额最高的省份, 浙商资产经历了短短几年的发展已经成为地方 AMC 的龙头企业。目前, 浙商资产已经在积极与地级以上政府开展合作设立子公司, 力求在规模扩张的同时达到“深耕细作”。随着资本金水平的提升以及 2014 年获取牌照之后批量购买的金融资产逐步回收变现, 浙商资产的业绩将可能在近几年迎来大幅增长。此次定向增发, 浙商资产 100%的股权被注入上市公司, A 股即将迎来最为纯正的 AMC 标的, 建议给予重点关注。

主要风险

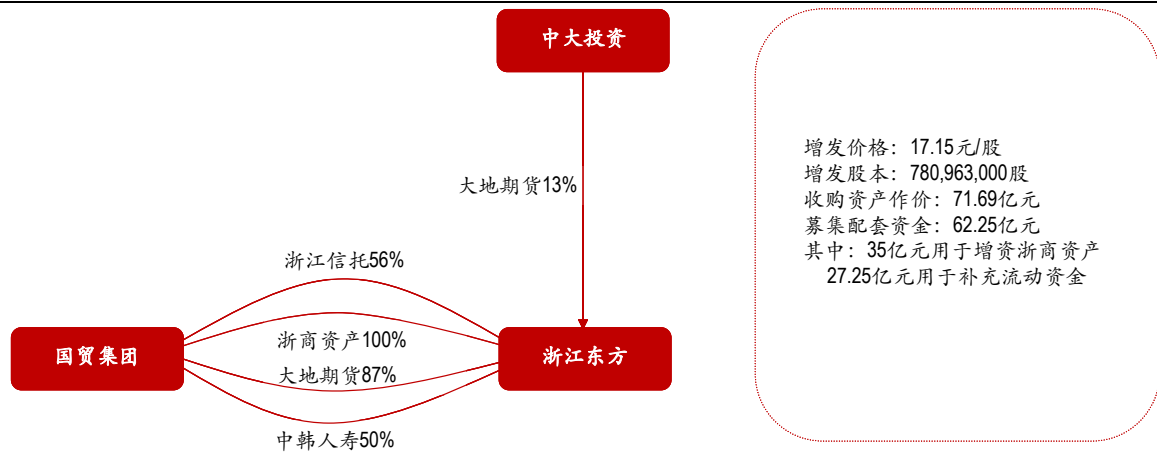
定增方案出现调整, 监管方向发生重大转变, 海康威视股价发生大幅波动。

定增获取稀缺牌照，浙江省国资优质金融平台

引进战略投资者，集团注入四张稀缺金融牌照

2016年3月14日，浙江东方公告，拟向中大投资及其母公司浙江省国贸集团发行共计4.18亿股，每股价格17.15元，总计作价71.69亿元收购浙商资产100%股权、浙金信托56%股权、大地期货100%股权以及中韩人寿50%股权。同时，拟向特定投资者非公开发行不超过3.63亿股股票募集配套资产62.25亿元。其中35亿用于增加浙商资产注册资本，27.25亿用于补充流动资金。交易完成后，浙江东方的母公司浙江省国贸集团向上市公司注入了信托、期货、保险、金融资产批量处置（AMC）四张稀缺牌照。

图表 1. 浙江东方定增预案总结



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 收购完成后，浙江东方财务指标变动

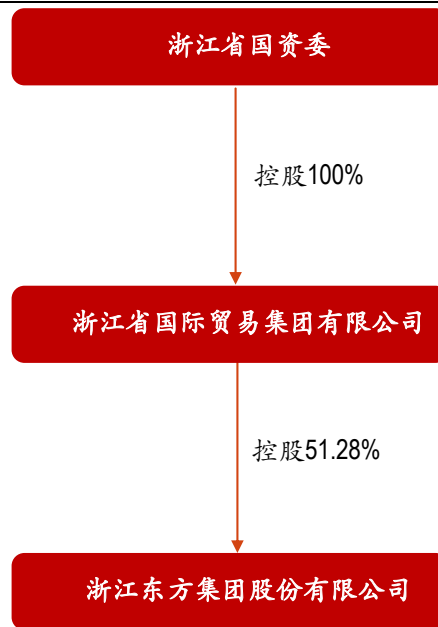
项目	发行股份购买资产前 (元)		发行股份购买资产后 (元)	
	2015/12/31		2015/12/31	
总资产	11,323,601,370.75		34,812,263,571.10	
归属于母公司股东权益	5,128,720,538.17		10,721,893,250.56	
营业收入	7,702,763,532.76		10,476,638,041.83	
利润总额	977,216,510.05		1,534,173,527.04	
归属于母公司所有者净利润	588,865,043.40		894,513,639.15	
资产负债率 (%)	48.99		65.00	
基本每股收益 (元/股)	1.16		0.97	
扣非后基本每股收益 (元/股)	(0.15)		0.23	

资料来源: 公司公告, 中银证券

浙江国贸集团旗下核心成员企业

浙江东方隶属于浙江省国际贸易集团有限公司（下称“浙江国贸集团”），是浙江国贸集团旗下核心成员企业。截至2015年12月31日，公司总股本5.05亿股，其中浙江国贸集团拥有公司44.23%的股权。如果此次增发最终成功，公司总股本将增至12.86亿股，国贸集团持有51.28%股权。

图表 3. 增发完成后公司与实际控制人之间产权及控制关系图

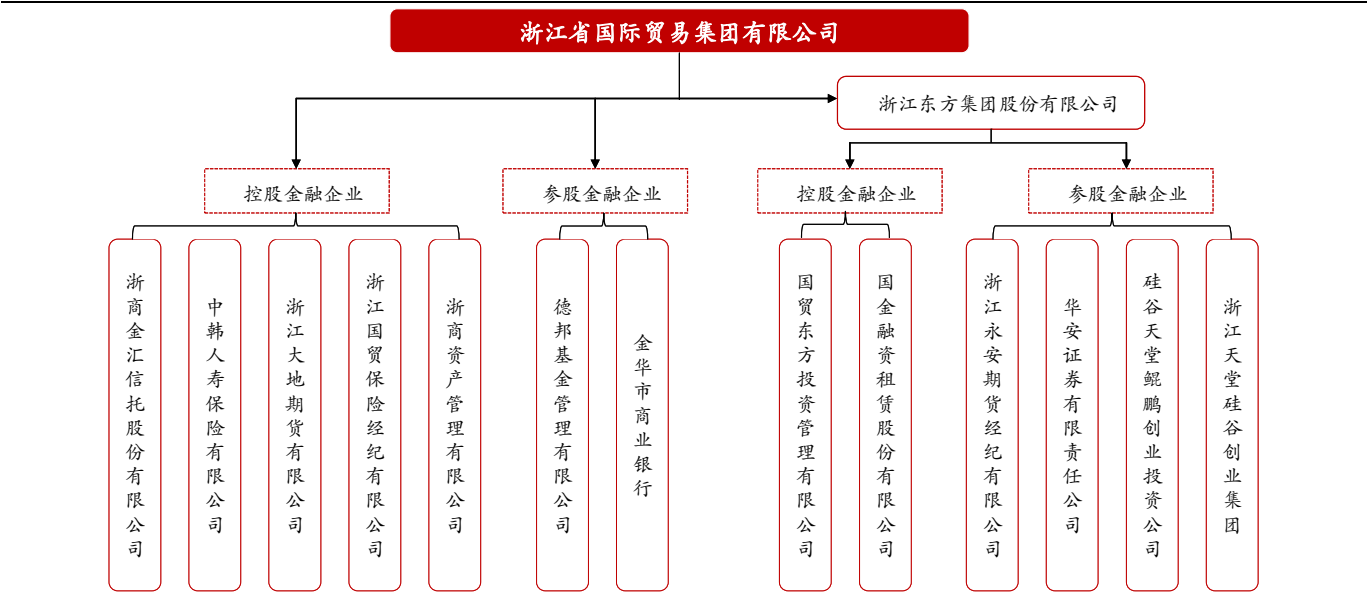


资料来源：中银证券

浙江国贸集团是在原荣大、中大、东方三家集团的基础上于 2008 年组建成立的，是浙江省国资委全资控股企业。浙江国贸集团注册资本金 9.8 亿元，经营范围涉及商贸流通、金融服务、产业投资、经济合作等领域，集团拥有二级控股子公司 22 家，有国有资产覆盖的各级公司 180 家。公司为集团下属唯一一家上市公司。截至 2015 年 12 月 31 日，国贸集团总资产 570.26 亿元，2015 年集团实现营业收入 491.13 亿元，利润总额 20.25 亿元。按照母子公司合并口径，2014 年集团实现进出口总额 55.83 亿美元，其中出口 44.60 亿美元，进口 11.22 亿美元。按中国企业家联合会 2015 年发布的 500 强排名口径，集团位居第 222 名。按中国对外贸易统计学会 2015 年发布的中国对外贸易 500 强排名口径，集团位居第 46 位，位居上榜浙江企业第 1 位。

浙江国资委旗下优质金融平台

作为国内市场经济发达地区，浙江省政府一直保持弱政府的定位，对企业干预较少。但市场低谷时期连续失去浙江证券和金通证券等牌照后，使得政府反思建立省属金融平台、掌握融资权的重要意义。2012 年 5 月 30 日，原证监会主席助理朱从玖正式调任浙江省副省长。在浙江国企改革、金融改革寻求突破的背景下，具有丰富直接融资经验的主管领导的调任加快了浙江金融改革进程。2015 年，曾任山东省金融办副主任、证监会上市部综合处处长的蓝翔正式成为国贸集团副总裁。管理层人事变动反映了其未来经营发展方向。尽管目前省国资系统不止浙江国贸集团一家拥有金融资产，但浙江国贸集团的牌照最齐全、资源最丰富、定位最明确。这种背景下，充分协调调用省内金融资源、建立省国资系统内金控平台，国贸集团具有得天独厚的优势。

图表 4. 浙江省国贸集团下属一级金融子公司一览


资料来源：中银证券

“多元化”与“去多元化”的有机结合，从一体两翼到商贸金融双主业

公司多年来一直奉行多元化发展战略：

1997 年上市之初，公司的主营业务只包含纺织品、服装的生产、出口及原辅料、机器设备的进口业务，是一家传统的纺织服装生产出口企业；

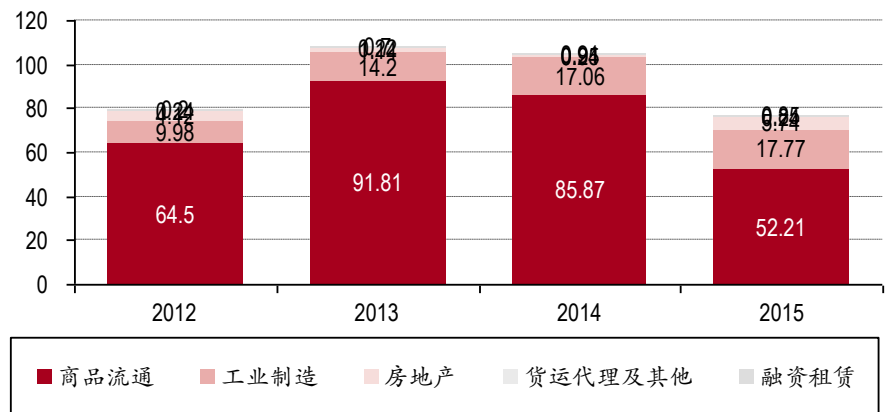
2002 年左右，公司将房地产开发经营纳入了主营业务版图，控股浙江国贸东方地产、浙江新帝置业和湖州东方蓬莱置业，实现了公司业务层面的第一次大跨越；

2005 年左右，公司的主营业务开始涉及到金融投资领域，控股浙江国金租赁和浙江东方集团产融投资有限公司，开启了公司第二次多元化进程；

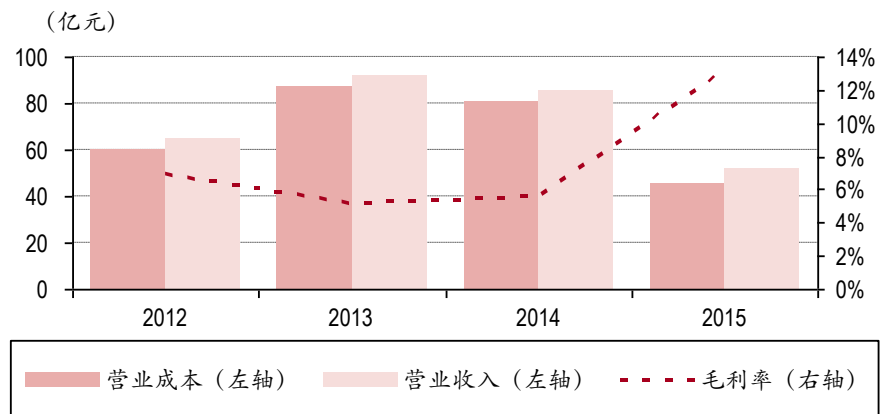
2011 年起，公司的主营业务中增加了内贸业务。

目前，公司主营业务为商贸流通（涵盖内外贸业务）、房地产经营、服装生产实业以及类金融投资与服务。未来一段时期，公司还可能争取获得券商牌照等稀缺资源，并努力涉足高端养老、医疗产业等热点领域。

在不断拓宽业务范围的同时，公司针对宏观经济情况和业务发展趋势积极进行调整，将优势资源集中于能使公司利润最大化的领域，降低一些发展缓慢，利润贡献较小业务领域的比重，目前调整已初见成效。近年来，公司商贸业务收入占比逐步走低，毛利率逐步提升，公司正在从规模扩张向质量提升逐步转型。

图表 5. 2012-2015 浙江东方主营业务收入构成


资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2012-2015 浙江东方商贸业务营业收入、营业成本及毛利率


资料来源：公司公告，中银证券

从一体两翼到商贸金融双主业

公司的经营策略正在逐步由“商贸流通（含生产制造）+房地产、类金融”的一体两翼发展结构向商贸与金融双主业方向转变。

商贸作为公司传统优势板块，在全球整体经济复苏慢于预期，海外市场需求持续走低的大背景下，正好藉此调整资产产业结构，从豪放式的经营方式向有核心技术支撑的规模、质量双升的经营方向转变。近年来，公司不断增加在产品设计、打样方面的支持和投入，支持外贸企业开展自主研发设计，签约境外分析师发展自有品牌出口。2015年，公司出口板块（12家企业）实现利润1.03亿元，同比增长19.63%。同时，公司作为全国百强的贸易企业，也一直在供应链金融领域保持探索。

图表 7. 浙江东方出口板块子公司一览

公司名称	注册资本	资产规模	公司所占(%)	净利润
杭州舒博特新材料科技有限公司	80,000,000.00	139,299,075.73	100	(24,986,531.03)
浙江东方燃料有限公司	50,000,000.00	56,897,687.26	90	(3,248,983.51)
浙江东方集团恒业进出口有限公司	17,160,000.00	31,271,054.60	65	2,233,040.12
浙江东方集团振业进出口有限公司	16,380,000.00	66,893,471.72	61	8,326,589.69
浙江东方集团新业进出口有限责任公司	13,671,000.00	46,595,846.19	56.25	5,315,302.21
浙江东方集团茂业进出口有限公司	13,600,000.00	63,030,985.54	65	4,841,464.71
浙江东方集团华业进出口有限公司	13,000,000.00	41,290,011.71	61.85	6,110,120.73
浙江东方集团服装服饰进出口有限公司	12,500,000.00	69,805,532.42	62.4	12,970,463.88
浙江东方集团嘉业进出口有限公司	12,000,000.00	73,691,200.55	61	10,316,926.33
浙江鑫圣贸易有限公司	15,000,000.00	110,997,550.15	70	(2,373,486.13)
浙江东方集团浩业贸易有限公司	10,000,000.00	108,402,118.86	55	(102,241,069.22)
浙江东方集团泓业进出口有限公司	10,000,000.00	68,888,089.02	60	13,301,483.98
浙江东方集团凯业进出口有限公司	9,020,000.00	58,303,860.69	65	910,910.91
浙江东方集团骏业进出口有限公司	7,000,000.00	25,955,385.12	65	3,417,034.57
浙江东方集团供应链管理有限公司	12,000,000.00	102,610,932.76	51	(26,347,616.12)
浙江东方集团盛业进出口有限公司	5,500,000.00	33,699,997.21	65	3,479,571.86
浙江东方集团国际货运有限公司	5,500,000.00	150,999,807.12	56.5	(9,192,130.38)
浙江东方集团建业进出口有限公司	5,000,000.00	47,236,906.51	60	5,670,265.47
宁波国鑫再生金属有限公司	10,000,000.00	2,746,221.20	51	(1,339,175.07)
香港东方国际贸易有限公司	HKD390,000.00	3,551,431.44	100	(226,038.33)

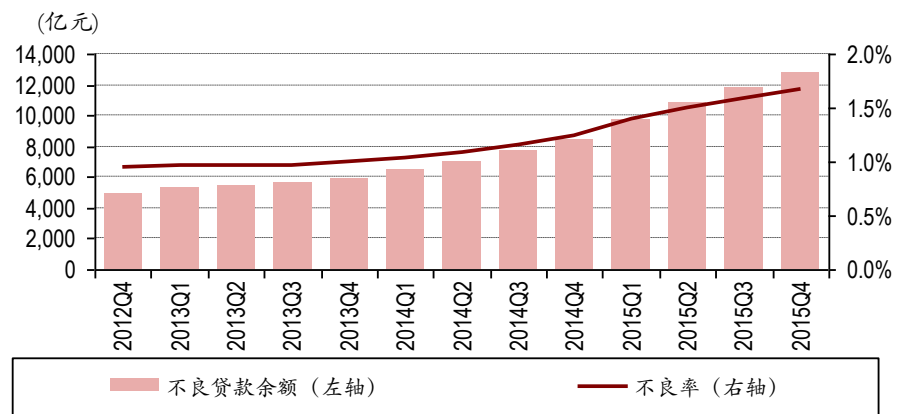
资料来源：公司公告，中银证券

千呼万唤始出来，最纯正 AMC 标的亮相 A 股市场

2016年3月14日，浙江东方公布预案。浙江省国资委将其持有的30%浙商资产股权无偿转让于浙江省国贸集团。浙江东方通过发行股票方式向浙江省国贸集团购买浙商资产100%股权。此次收购中，浙商资产账面价值30.63亿元，收购估值55.36亿元，增值率80.71%。收购完成后，浙商资产将成为第一家完全登陆A股市场的不良资产管理公司。

不良资产处置行业前景广阔，浙江省空间巨大

从整体来看，我国商业银行不良贷款规模的上升趋势并未得到有效抑制。根据中国银监会公布的数据，2015年四季度，我国商业银行不良贷款率1.67%，自2011年3季度以来连续18个季度保持上涨，不良贷款总额1.27万亿。同时，关注类贷款占比3.79%，自2014年1季度银监会开始公布这一数据以来，关注类贷款每一季度均保持了上升趋势。在外围经济不景气的情况下，我国目前也正面临着产业结构调整的问题，随着去产能、去杠杆、去库存的继续进行，在宏观经济到达拐点之前，商业银行不良贷款问题将大概率继续成为市场关注的热点问题。

图表 8. 商业银行不良贷款率及不良贷款余额


资料来源：中国银监会，中银证券

地区层面，我国东部沿海地区借贷风险依然高于中部和西部地区，其中江浙地区最高。万得数据显示，浙江省商业银行不良贷款余额稳居全国各省之首。同时，浙江省又是我国民营经济最为发达的省份之一，在经济下行周期，民间借贷受到的冲击更为明显。根据民间借贷连环担保的特点，当其中一个环节的资金链断裂时会产生连锁反应，导致多个公司的现金流出现问题。加之外国经济复苏不达预期造成出口减少（波罗的海指数连创新低），以及江浙地区产能过剩行业（钢贸、光伏、五金等行业）利润下滑、资产质量下降等问题的出现，不良贷款处置的需求呈现明显上升趋势。

在金信资产基础上合并成立，机制成熟、经验丰富

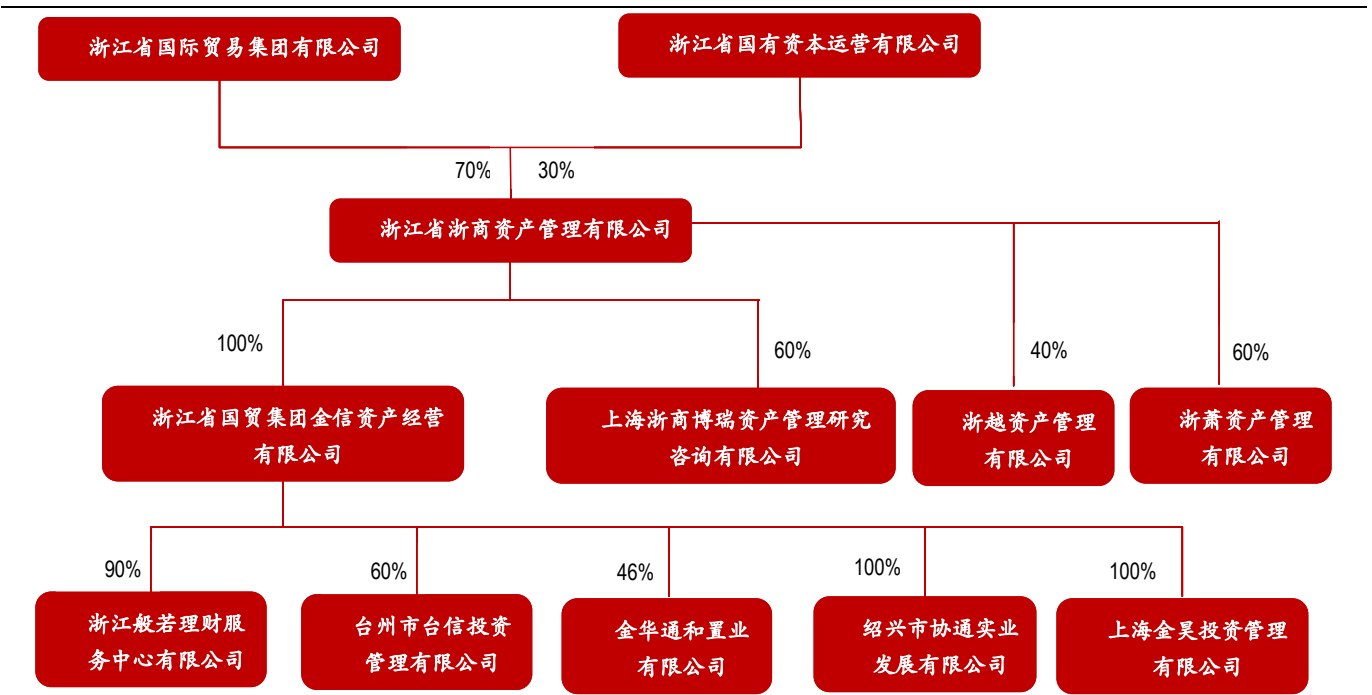
浙江省浙商资产管理有限公司是浙江省人民政府根据财务部、银监会下发的《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金【2012】6号）设立的、全省唯一一家拥有 AMC 资质的省级金融资产管理公司。浙商资产于 2013 年 8 月由浙江省国贸集团全资成立，成立时注册资本 10 亿元。

浙江国贸集团金信资产经营有限公司（以下简称金信资产）成立于 2010 年，注册资本 5.18 亿元，由金信信托实施派生分立而来。2005 年 12 月，金信信托由于“违规经营和经营不善，造成较大损失”被监管层勒令停业整顿和重组清算。整顿后的金信信托主要派生出两家新公司：2010 年 7 月，金信资产在公司原注册地浙江金华成立，注册资本 5.18 亿元。公司由一个 45 人的团队组成，主要经营产业投资、资产经营以及服务金融业务。2011 年 7 月，金信信托注册成立，变更注册地为浙江杭州。

鉴于浙商资产、金信资产同属浙江省国贸集团全资子公司，且职能、经营方向有相似之处，为更好的搭建浙商资产整体结构，充分发挥金信资产在不良资产处置业务上丰富的经验和团队优势。在浙商资产注册成立半年之后，2014 年 2 月，金信资产整体并入浙商资产，浙商资产注册资本达到 15.18 亿元。2014 年 7 月，浙商资产获得中国银监会下发的首批金融资产批量处置牌照（AMC 牌照）。2015 年 10 月，浙商资产增资至 27.18 亿元注册资本，由浙江省国资委持股 30%，浙江省国贸集团持股 70%。

不同于其他新设成立的地方 AMC，浙商资产在原有金信资产基础上开展业务，继承了其政府关系、人才团队与丰富的不良资产处置经验，公司现董事长徐德良曾作为代理董事长主持了金信信托的处置工作。在获取不良资产处置牌照后，公司迅速扩大业务规模，凭借其团队实力、政府关系上的优势，浙商资产已发展成地方 AMC 中的龙头企业，其市场份额在浙江省已名列前茅。截至 2015 年年末，浙商资产合并报表资产规模总计 205.76 亿元，同比增长 41.57%，营业收入 20.88 亿元，利润总额 5.5 亿元。2014 年和 2015 年，浙商资产母公司分别实现营业收入 3.71 亿元和 12.62 亿元，实现净利润 2725 万和 2.98 亿元，收入和利润分别增长了 240.06% 和 991.90%。考虑到不良资产处置行业平均 26 月左右的资产回收期，浙商资产的利润增速已经比较乐观。预计公司 2014 年大规模新收购的不良金融资产会在 2016-2017 年取得收益回收，公司近几年盈利水平大概率保持持续上涨。

图表 9. 浙商资产股权架构



资料来源：中银证券

主动管理+委托收购，多元化的不良资产处置手段

浙商资产由浙江省政府授权成立，公司成立之初，省政府赋予浙商资产的使命主要分为两方面：1. 地方金融风险发现。2. 企业多重价值经营。浙商资产作为浙江省唯一一家省级 AMC，其主营业务主要包括不良资产的处置与经营、金融服务与资产管理业务以及其他业务。获取牌照以来，原金信资产经营的其他业务正逐步弱化，不良资产的处置与经营业务是目前浙商资产的核心业务。

浙商资产处置不良资产的手段及整体思路与四大 AMC 类似；银行抛出资产包，AMC 通过尽职调查方式结合自身经营情况、处置能力，资金成本，当前资产负债率等一系列指标对商业银行资产包进行估值。之后通过竞标方式获取资产，在更详细的尽职调查之后制定更详细的处置方案。地方 AMC 的优势在于，由于长期扎根于当地，省级 AMC 对于地方经济情况了解比较深入，可以更好的把握地方经济发展脉络，运用更为灵活的融资、处置方式。同时，四大 AMC 在每个省份的经营形式为分公司制，各个省级分公司自主审批额度较为有限。相对来讲，地方 AMC 反应更为迅速，管理手段更为灵活。有关资产管理公司业务模式的详细讨论，请见我们的相关报告：《不良资产管理行业专题报告——逆风起舞，经济转型期不良资产处置成为新热点》。

具体来讲，浙商资产不良资产处置与经营的业务模式分类如下：

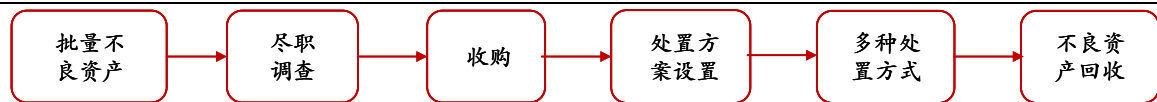
1.不良资产清收

浙商资产依托各类资产管理创新业务手段，联合政府和社会等多方力量，在传统“收购-处置-转让”的基础上通过进一步提供基金管理、投资、投行等服务进行产业链上下游延伸，为企业提供一揽子不良资产处置和资产管理的金融服务，发现和提升不良资产价值，促进企业转型升级，防范和化解地区金融风险。在传统“收购-处置-转让”模式中，不良资产的处置主要采用债务重组的方式，根据主导方的不同分为自主处置、委托处置和联合处置三种模式。

■ 自主处置

自主处置是指浙商资产通过竞价或协议受让的方式获得不良资产包，自行清收，享有不良资产包清收后的全部收益并承担全部风险的业务。其处置方式有诉讼追偿、以资抵债、债务更新、债权转股权和资产证券化等。

图表 10. 浙商资产自主处置不良资产业务模式

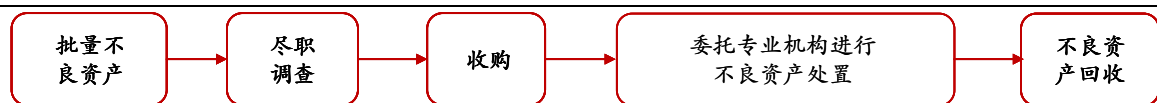


资料来源：中银证券

■ 委托处置

委托处置是指浙商资产委托符合条件的第三方进行债权处置并支付相应服务费，从而实现债权回收。浙商资产除向受托人支付服务费用外，为使受托人处置不良资产时更为尽责，可约定处置目标，若处置结果高于约定目标，则归第三方所有或双方按比例分成。原则上浙商资产会选择有利于提高资产处置回收价值的专业机构作为受托人。

图表 11. 浙商资产委托处置不良资产业务模式



资料来源：中银证券

■ 联合处置

联合处置模式是指浙商资产与符合条件的第三方机构（如资产剥离银行、四大资产管理公司或其他符合条件的民间资产管理公司）共同制定不良资产处置方案，充分利用各自的技术、资源优势，共同实现不良资产回收价值的最大化。浙商资产不良资产清收业务主要是浙商资产通过自行评估、购买不良资产包并进行处置而形成收入，承担实际的清收处置责任和风险。收购不良资产时，浙商资产按收购成本将其计入其他流动资产—债权资产包（自行清收），处置所收购的不良资产后，将处置所得与收购成本相抵消，差额确认收入。

2. 受托收购不良资产服务

在受托收购不良资产业务模式下，浙商资产在收购银行不良债权资产的同时，与银行签订委托清收合同，委托银行对所收购的不良资产进行清收，并约定清收目标、时限及清收报酬等。受托收购不良资产时，浙商资产按收购成本将其计入其他流动资产—债权资产包（委托清收），委托清收期间收到清收回款时，将其与收购成本相抵消，差额确认收入。

资信评级较好，融资成本在非金融企业中相对较低

不良资产管理行业属于重资产行业，不良资产管理公司往往保持高杠杆的经营模式，因此融资成本成为了决定一家不良资产管理公司盈利能力的重要因素。

从负债结构来看，浙商资产目前负债主要以短期借款、长期借款和公司债为主。其中非流动负债（以长期借款、应付债券为主）占公司全部负债的62%。匹配公司回收期较长的业务特征。

图表 12. 浙商资产主要负债情况（单位：万元）

负债	2015/12/31
流动负债	
短期借款	161,339.90
应付票据	8,085.50
应付账款	94.84
预收款项	6,794.59
应付职工薪酬	6,753.38
应交税费	16,925.78
应付利息	12,503.55
应付股利	1,033.03
其他应付款	205,080.11
一年内到期的非流动负债	178,947.49
流动负债合计	597,558.62
非流动负债	
长期借款	738,852.71
应付债券	203,254.31
递延所得税负债	17,411.07
其他非流动负债	24,500.00
非流动负债合计	984,018.09
负债合计	1,581,576.70

资料来源：公司公告，中银证券

2015年1月15日，证监会新版《公司债券发行与交易管理办法》正式实施。作为地方AMC的标杆公司，浙商资产分别于2015年7月3日与8月20日发行了一期12亿与二期8亿元，总规模20亿元，期限2+1年的公司债。评级为AA级，簿记中标利率为年化6.05%。成为证监会实施新政后，首家发行公司债的地方不良资产管理公司。

经营特色：利用集团背景与牌照优势，与地方政府展开广泛、深入的合作

相比于四大，地方AMC的重要优势就在于其扎根当地，了解当地企业情况，产业经济政策发展方向，与地方政府的紧密关系，可以更好的化解地方金融风险，把握地方经济复苏进程。

目前，浙商资产在杭州、宁波、温州、金华等地设有4个办事处，杭州办事处主要覆盖杭州、嘉兴、湖州三地的不良资产业务，宁波办事处覆盖宁波、绍兴、舟山三地，温州办事处含温州、台州两地，金华办事处覆盖金华、丽水、衢州三地，实现了业务覆盖全省。其中，杭州、温州、金华等办事处主要由原金信资产骨干团队和新吸纳员工组成。

为了更加深入的覆盖细分市场，浙商资产正在逐步利用其集团背景优势，与地方政府共同出资在当地设立联营子公司，处置当地不良资产，为区域经济平衡发展以及地方不良资产快速处置做出贡献。浙商资产与萧山市政府成立的浙萧资产管理有限公司、浙商资产与绍兴市政府成立的浙越资产管理有限公司已经开始收购、处置不良资产。

这种模式有利于浙商资产更加深入参与到区域经济发展、地方不良资产化解中去。有利于浙商资产在资产规模不断扩张的同时，保证资产质量不出现下滑、整体风险可控。随着公司进一步发展，公司将更加深入的覆盖浙江省金融、非金融不良资产，未来将会有更多子公司设立。布局完成之后，看好浙商资产的资产规模及盈利能力在近几年取得快速增长。

母公司注入四张稀缺牌照，金控平台正式起航

母公司注入四张稀缺金融牌照

2016年3月14日，浙江东方公告，拟向中大投资其母公司浙江省国贸集团发行共计4.18亿股，每股价格17.15元，总计作价71.69亿元收购浙商资产100%股权、浙金信托56%股权、大地期货100%股权以及中韩人寿50%股权。同时，拟向特定投资者非公开发行不超过3.63亿股股票募集配套资产62.25亿元。其中35亿用于增加浙商资产注册资本，27.25亿用于补充流动资金。交易完成后，包括原有的国金租赁、东方产融投资、国贸东方资本在内，浙江东方已经发展为集信托、租赁、创投、保险、期货、产业基金、不良资产处置于一体的综合性省级金控平台。

图表 13. 浙江东方增发收购金融资产估值

单位：万元

标的公司	账面值	预估值	增减值	增值率	收购比例	标的资产 交易价格
	A	B	C=B-A	D=C/A	E	F=B*E
1 浙商资产	306,345.68	553,600.00	247,254.32	80.71%	100%	553,600.00
2 浙金信托	71,505.11	95,721.00	24,215.89	33.87%	56%	53,603.76
3 大地期货	64,533.36	79,600.30	15,066.94	23.35%	100%	79,600.30
4 中韩人寿	29,077.77	60,191.00	31,113.23	107.00%	50%	30,095.50
合计	471,461.91	789,112.30	317,650.39	67.38%	-	716,899.56

注：账面值为截至 2015 年 9 月 30 日的四家标的公司未经审计的母公司所有者权益合计数

资料来源：公司公告，中银证券

浙商金汇信托：新瓶装新酒，共谱新篇章

浙江金汇信托的前身是曾经叱咤 A 股市场的金信信托。1991 年，金华市信托投资公司注册成立，2001 年，金华信托正式更名为金信信托。金信信托成立以来，一直在权益市场上表现活跃，金信信托曾参股多家上市公司，如长丰通信、金地集团、伊利股份等。但也因为其在二级市场上激进的风格造成风险频发，曾被爆出欠下银行巨额债务以及参与上市公司管理层非法 MBO 等负面新闻。2005 年 7 月，金信信托宣布与苏格兰泛盈投资控股签订合作协议，泛盈投资背后的苏格兰银行将成为金信信托第一大股东，公司将成为爱建信托后第二家引进外资的信托公司。但后来，市场曾经爆出，苏格兰银行只间接持有泛盈投资少量股权，泛盈投资背后的实际控制人为中方资本。2005 年 12 月 30 日，浙江银监局公告宣布：金信信托因“违规经营和经营不善，造成较大损失”，“中国银监会委托建银投资有限责任公司成立停业整顿工作组，进驻金信信托，具体负责停业整顿工作”。2007 年 12 月，金信信托清算组提交了破产清算申请。2009 年 12 月，国贸集团认购了金信信托接近 100% 的股权。2011 年 7 月，金信信托经历 5 年半停业整顿后重新开业，公司正式更名为浙商金汇信托股份有限公司，注册地转移至杭州，股东也出现重大调整，中金公司正式入股金汇信托，成为券商参股信托公司的“头一份”。

图表 14. 公司股东情况

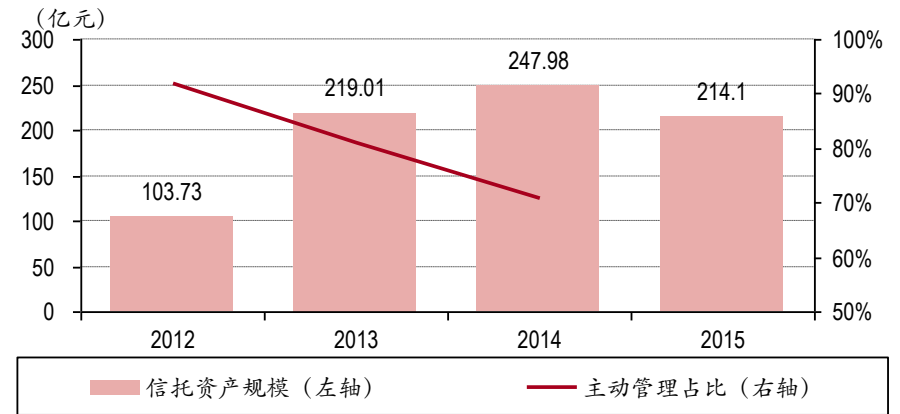
股东	持股比例(%)
浙江国际贸易集团有限公司	56
中国国际金融有限公司	35
传化集团有限公司	9

资料来源：中银证券

公司自股东变动、企业更名之后，业务开展速度大幅加快，浙江国贸资产注入极大促进了公司的发展。信托资产规模 2013 年比 2012 年翻番，2014 年进一步增长，体现了管理层将公司重新做大做强的决心，2015 年以来，受实体经济增速放缓、资产管理行业在资产端竞争加剧、信托业整体增速下降的影响，公司在管理信托资产规模、营业收入、净利润等方面都出现了不同程度的下滑。

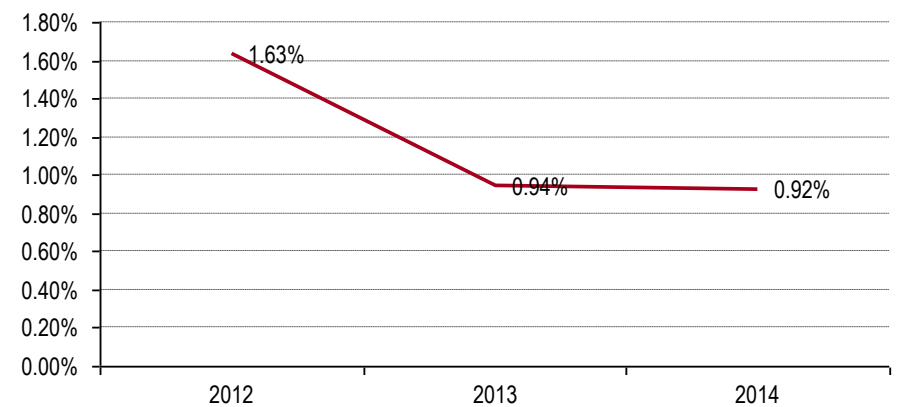
从信托分类角度看，公司为加快信托整体规模的扩张速度，大幅增加通道类业务规模，2012年至2014年公司的主动管理业务占比逐年下降，这和很多信托公司业务起步阶段的发展方式相同。由于通道类信托报酬率相对较低，同时受行业景气程度下降的影响，公司信托业务的加权平均投资回报率逐年下滑，从2012年的1.63%下降至2014年的0.92%。

图表 15. 公司管理信托资产规模及主动管理占比



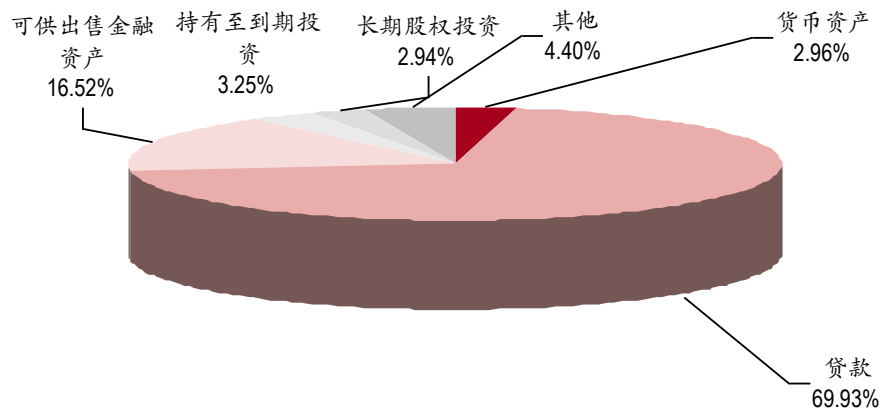
资料来源：中银证券

图表 16. 公司信托报酬率



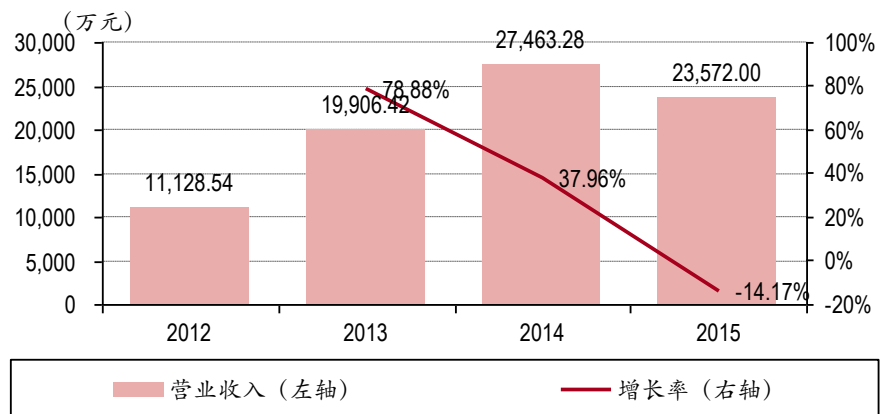
资料来源：中银证券

按资产形式划分，2015年公司信托资产中主要以贷款为主，214.10亿信托资产中，近150亿是以贷款的形式存在。按照投资行业划分，基础产业和房地产业占比最高，分别达到39.94%和26.69%。

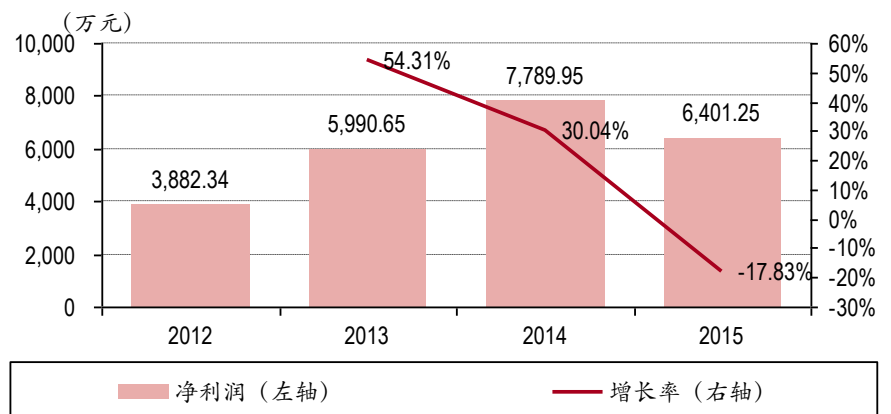
图表 17. 2015 年浙金信托按资产形式划分的信托资产构成情况


资料来源：公司公告，中银证券

伴随着信托规模的高速增长，公司的营收和净利润数据亮眼，两者的年复合增长率均超过 40%。ROE 和 ROA 也呈现上升趋势。2015 年，随着信托行业整体增速的下滑，以及公司手续费和佣金率较高的集合信托业务逐步减少，浙金信托的手续费和佣金收入开始出现较明显下滑。同时，在利率下行周期，随着息差的逐步收窄，公司的利息收入也出现了一定程度的下滑。导致 2015 年公司营业收入和净利润双双出现负增长。

图表 18. 公司营收变动情况


资料来源：中银证券

图表 19. 公司净利润变动情况


资料来源：中银证券

公司 2014 年的营收和净利润在 65 家信托公司中均排名第 63 位，和行业排名靠前的公司相比，各项指标均存在较大差距。但公司依托股东浙江国贸集团的资源优势，又地处长三角经济发达地区，未来发展空间巨大，规模利润增长可期。

中韩人寿

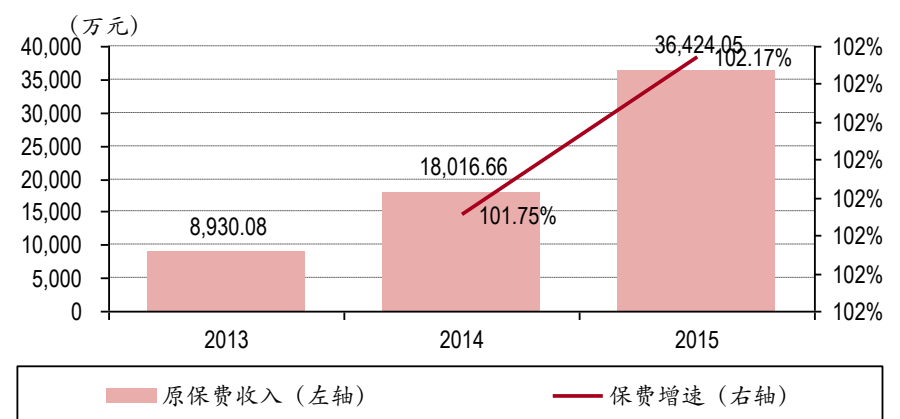
中韩人寿成立于 2012 年 11 月 30 日，实际控制人为浙江省国际贸易集团有限公司及韩国韩华生命保险株式会社，双方各持有 50% 的股份，注册资本金 5 亿元人民币。

公司目前立足于浙江省开展人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险及相关再保险业务；后续将在江苏及全国其他地区扩展机构及业务。

公司拥有个险、银保、团险、中介、网销五大销售渠道，产品体系涵盖寿险领域内的普通、分红等各种保险产品。

在成立后的 3 年，公司原保费收入连续两年实现了翻倍增长；2015 年原保费收入达到 3.64 亿元。

图表 20. 中韩人寿原保费收入及保费增速情况



资料来源：保监会，中银证券

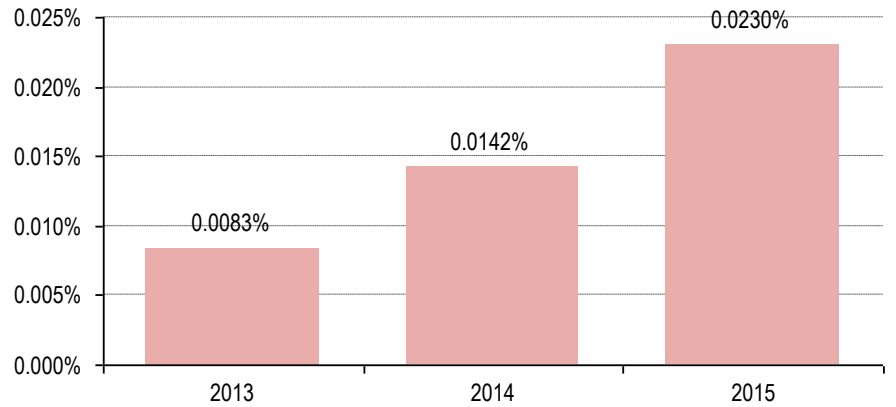
公司由于仍处于成立初期，受业务区域及市场影响力等因素所限，在寿险行业仍处于排名较后位置。

图表 21. 中韩人寿市场排名情况

	2013	2014	2015
人身险公司总数	70	71	75
中韩人寿市场排名	63	62	63

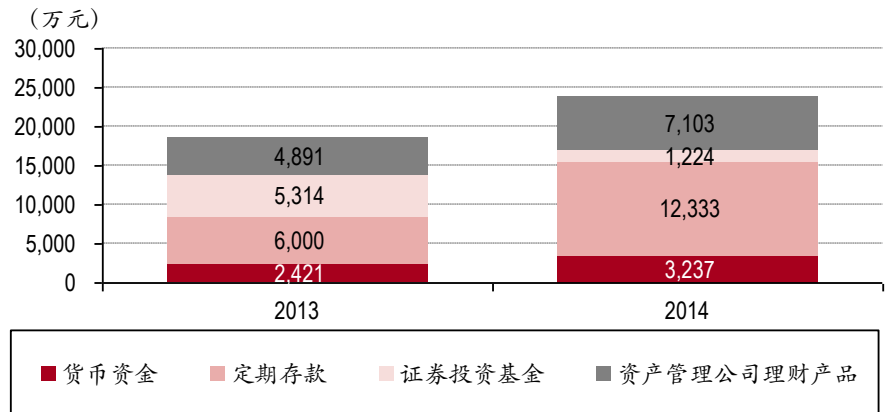
资料来源：保监会，中银证券

但伴随保费的快速增长，市场份额在逐年扩大。

图表 22. 中韩人寿市场份额情况


资料来源：保监会，中银证券

由于公司目前机构数量有限，保费虽然预计可以保持一个较高增速，但总体规模仍将有限。公司投资方式以存款、资产管理产品为主体，收益率比较稳定、弹性较小。

图表 23. 中韩人寿主要投资资产分布情况


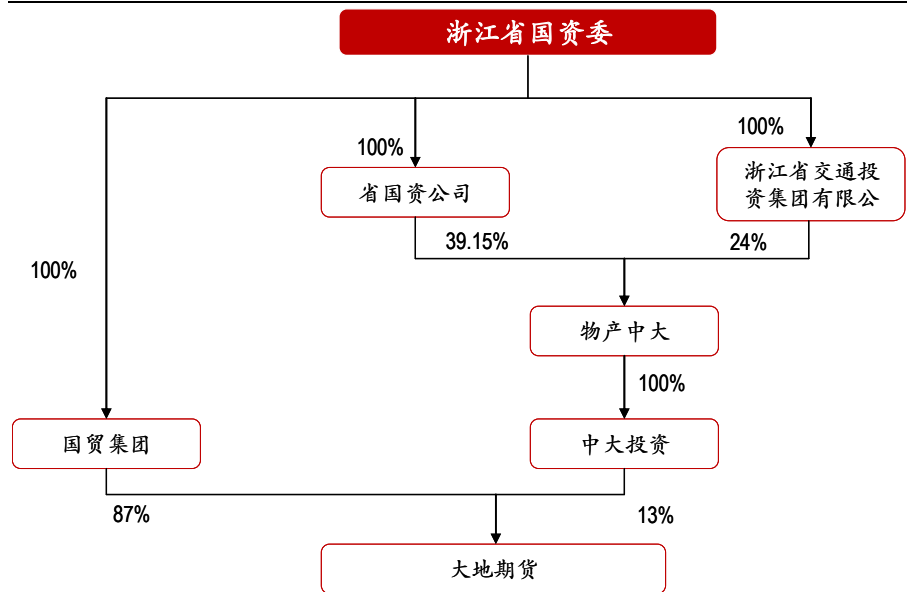
资料来源：保监会，中银证券

与此同时，根据行业经验，外资保险公司经营风格更加稳健；在中国保险市场，中外合资保险公司、特别是股权比较均等的合资公司，在经营方略上往往比纯中资背景或中方股东占主导的公司更为保守，预计公司短期仍将以稳健扩张为主。

公司仍处于成立初期，虽然有一定的规模型产品销售，但预计主要是适度补充现金流及丰富产品架构，并不是走“资产驱动负债”的发展模式，所以从利润贡献角度来看，仍需参考传统寿险行业的“七年盈利”规律，短期内仍将承受亏损。

大地期货

1995年，大地期货有限公司成立并获得期货经纪业务许可。2013年，中大投资经由杭州产权交易所受让大地期货5.42%的股权，大地期货股权结构保持至今。

图表 24. 大地期货股权结构


资料来源：中银证券

根据 2011 年证监会《期货公司分类监管规定》，大地期货评分为 BBB 级，列所有期货公司中游。2015 年以来，由于大宗商品期现价差呈现明显收窄趋势，期货公司盈利能力受到大幅挤压。2015 年，大地期货实现营业收入 6.02 亿元，同比下降 47.91%，实现归母净利润 2,958.39 万元，同比下降 22%。

（二）公司原有金融资产

融资租赁：国金租赁公司

目前我国融资租赁行业的市场渗透率仅 6.08%，远低于发达国家和地区，得益于新型城镇化背景下我国经济的快速发展，我国的融资租赁行业仍然处于朝阳期，有较大发展空间。公司抓住行业快速发展的机遇，于 2012 年 9 月成立了浙江国金融资租赁股份有限公司（下称国金租赁公司）。国金租赁公司为中外合资公司，注册资本金 2,500 万美元，公司持股 55%，浙江五矿进出口有限公司持股 20%，香港鸿富国际投资有限公司持股 25%。国金租赁公司以中小企业技术改造设备融资租赁为主攻方向，涵盖节能、环保、水务和工程机械等行业领域，2012 年国金租赁公司资产规模达 4.09 亿元，利润总额为 877 万元，净利润为 657 万元，当年实现了租赁收入，同时形成了一定的项目储备规模。从注册资本和近几年的业务投放规模来看，国金租赁和大型融资租赁公司还存在明显差距。2015 年国金租赁整体实现净利润 1,750 万元。地处经济发达省份、背靠全国百强商贸企业，国金租赁未来具有较为乐观的发展空间。

国贸东方资本：新兴创投企业，积极投资量子通讯等高新技术

浙江国贸东方投资管理有限公司是浙江省国贸集团和浙江东方集团旗下专业的股权基金管理公司。作为新兴创投企业，国贸东方资本利用其集团背景，设立产业基金与定向增发基金，广泛投资于多家上市、非上市公司。目前国贸东方资本已累计发起基金十余只，管理规模近 50 亿元。其先进制造业基金投资项目包括了：广州亿程（汽车物联网）、巨高生物（疫苗）、浙江中控（自动化）、中易和（能源信息化）等。其定向增发基金参与了海思科（002653）、浙报传媒（600633）、航空动力（600893）、北新建材（000786）、新湖中宝（600208）等上市公司非公开发行股份和限售股受益权转让项目。为集团带来了丰厚的投资收益。

值得一提的是，2014年10月，浙江东方发布公告称国贸东方资本拟通过旗下产业基金（规模为5.669亿元，其中浙江东方出资1.5亿元）与中科大量子通信技术潘建伟团队达成合作意向，出资4,000万元参股浙江神州东方量子网络技术有限公司，探索量子通信网络的商业化建设与运营。中科大量子通信技术团队拥有国内一流的量子技术研发能力，如果该量子通信项目整体推进速度快于预期，浙江东方将显著从中获益。

海康威视

在海康威视登陆中小板之前，浙江东方持有了4.5%的海康威视股权，是海康威视的第四大股东，总体获取成本仅为2,652.93万元。公司对海康威视股权的规划十分清晰，就是根据海康威视的股价和公司的资金需求逐步减持兑现利润。海康威视是国内安防龙头，自上市以来市值不断创造新高，目前已经成为中小板最大市值的上市公司，总市值超过1,000亿元。近年来，公司不断减持海康威视股权，获取投资收益。2015年，公司共计减持2,838.15万股，兑现投资收益9.26亿元。截至2015年末，公司账面仍持有约5,100万股海康威视股权，按公允价值计算价值17.56亿元。

永安期货

截至2016年1月，浙江东方持有12.7%永安期货股权，是永安期货第三大股东。作为期货行业的龙头企业，自2003年起，永安期货的业务规模和重要财务指标始终位居全国前三甲之列。2014年，永安期货净利润2.79亿元，稍稍落后于中信期货，位居全行业第二，远远领先于其他期货公司。2015年10月，永安期货正式挂牌新三板，成为第二家在新三板挂牌的期货公司。成为公众公司可以有效促进公司规范、优化公司治理结构，也可以拓展融资渠道，更有效的将资本和人才捆绑在一起。2015年，永安期货实现营业收入43.61亿元，同比增长74.4%，实现归母净利润4.79亿元，同比增长53.0%。

浙江东方目前持有永安期货1.66亿股，获取成本约为4.59亿元。按照每股8-10元的估值，公司对于永安期货的股权投资项目目前浮盈8.67-12.01亿元。

投资建议

此次增发完成后，浙江东方将转型为集信托、保险、期货、创投、租赁、产业基金、不良资产处置为一体的综合性金融控股平台。公司作为浙江省国资委旗下重要上市公司，其向金控平台的转型探索契合了浙江省国企改革、金融改革的整体发展规划。作为老牌上市公司的浙江东方在复牌之后将迎来价值重估。业务转型、资产注入，金控平台正式起航，不良资产处置公司完整亮相A股市场，建议给予公司重点关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371