

海德股份 (000567)

证券研究报告

2021年08月16日

持有稀缺 AMC 牌照，多元业务抢占先机

不良资产处置行业呈现“5+2 +外资系+非持牌+银行系 AMC”的多元化格局，市场空间持续扩大。1) 行业格局。目前我国共有持牌 AMC 63 家，其中全国性 AMC 5 家，地方性 AMC 58 家，形成了“5+2 +外资系+非持牌+银行系 AMC”的多元化格局成为实体经济和金融体系之间的桥梁，同时，地方性 AMC 不断扩容，逐步成长为行业中不可小觑的力量。2) 市场空间。我国不良资产处置行业市场空间广阔。因新冠疫情导致全球多个经济体 GDP 陷入负增长，国内外经济政治形势日趋复杂多变，商业银行体系贷款核销力度逐年增大、非银金融机构体系资管规模逐年上升，同时部分产能过剩行业和结构转型行业中的非金融企业偿债能力也有所下降，引起不良资产总供给量的上升和 AMC 行业市场空间的持续扩大。3) 政策支持。银保监会于 2021 年 1 月发布《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让，拓宽了个人不良贷款的处置路径，将为我国不良资产行业带来重大发展机遇。

业务范围广阔、积极创新，公司成长弹性较大，本年度净利润有望创新高。

1) 净利润有望创新高。近年来公司管理效率逐步改善，费用率趋稳，净利率持续提升。2017 年-2020 年净利润分别为 0.73 亿，1.21 亿，1.1 亿和 1.28 亿，2021Q1 为 0.48 亿，较上年同期增长 44.26%，净利润 2021 年有望创新高。2) 杠杆率低于行业水平，成长弹性较大。2018 年-2020 年公司杠杆率分别为 1.22，1.42 和 1.40，低于中国信达、中国华融同期水平，公司具备较大规模扩张和盈利提升的弹性空间。3) 业务多元协同，不良资产管理规模持续增长。2017 年至 2020 年，公司不良资产投资余额由 34.32 亿持续上升至 47.52 亿，年均复合增长率 11.5%。公司主营业务与核心特色业务结合，业务协同带来核心竞争力提升。

A 股唯一主营不良资产管理业务的持牌 AMC 企业，经营优势显著。1) 积极转型 AMC。公司历经两次战略转型，成为 A 股唯一 AMC 标的。2) 稀缺牌照优势。借助稀缺牌照和丰富的项目储备，实现业务扩量。3) 业务多元协同。公司以“不良资产主业+核心特色业务”双轮驱动模式作为长期发展思路，前者为主线，后者则抓机遇，多元布局，实现业务协同效应。4) 灵活布局抢占先机。公司积极布局海南省内外业务，利用政策优势和市场化机制抢占先机。

盈利预测：我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 4.1 亿元，5.6 亿元和 7.7 亿元，分别同比增长 31.6%、36.5%、36.6%，净利润分别为 2.2 亿元，3.2 亿元和 4.6 亿元，分别同比增长 71.2%、46.6%、43.3%，考虑到公司开始步入利润释放期，未来几年公司业绩将维持高速增长态势，首次覆盖我们给予公司 2022 年 28 倍 PE 估值，对应市值 89 亿。

风险提示：政策风险；市场竞争风险；经营风险；业务拓展风险；股东债务风险；

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	307.28	311.78	410.38	560.07	765.07
增长率(%)	(9.33)	1.46	31.63	36.48	36.60
EBITDA(百万元)	196.49	221.94	327.56	438.86	584.30
净利润(百万元)	110.34	127.80	218.74	320.57	459.39
增长率(%)	(8.52)	15.82	71.15	46.55	43.30
EPS(元/股)	0.17	0.20	0.34	0.50	0.72
市盈率(P/E)	64.79	55.93	32.68	22.30	15.56
市净率(P/B)	1.69	1.64	1.56	1.46	1.33
市销率(P/S)	23.26	22.93	17.42	12.76	9.34
EV/EBITDA	16.29	13.98	19.82	16.43	13.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/多元金融
6 个月评级	持有 (首次评级)
当前价格	11.15 元
目标价格	13.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	641.14
流通 A 股股本(百万股)	639.77
A 股总市值(百万元)	7,148.70
流通 A 股市值(百万元)	7,133.48
每股净资产(元)	6.87
资产负债率(%)	26.93
一年内最高/最低(元)	13.97/7.80

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 历史沿革.....	4
2. 股权结构.....	4
3. 经营情况.....	5
3.1. 营收实现突破，净利润本年度有望创下新高.....	5
3.2. 杠杆率较低，成长弹性较大.....	6
3.3. 实行多元业务协同战略，总不良资产投资余额持续增长.....	7
4. 行业格局与趋势.....	7
4.1. 多元化行业格局.....	7
4.2. 从政策导向到全面市场化，AMC 面临行业革新.....	9
4.3. 受新冠疫情及国际局势影响，AMC 市场空间持续扩大.....	9
5. 公司经营优势.....	11
5.1. 积极转型，A 股唯一 AMC 企业.....	11
5.2. 稀缺牌照，带动归母净利润高速增长.....	11
5.3. 机制灵活，抢占海南自贸港市场先机.....	12
5.4. 业务多元，多种金融业务有望发挥协同效应.....	12
5.5. 治理规范，人才队伍稳定专业.....	13
6. 盈利预测及投资建议.....	13
6.1. 盈利预测.....	13
6.2. 估值.....	14
7. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：海德股份历史沿革.....	4
图 2：海德股份股权结构图（截至 2021 一季度）.....	4
图 3：海德股份营业总收入.....	5
图 4：海德股份业务收益率（%）维持在较高水平.....	5
图 5：海德股份费用情况.....	6
图 6：海德股份净利润（万元）及同比增速（%）.....	6
图 7：海德股份净利率（%）.....	6
图 8：海德股份总资产（万元）及同比增速（%）.....	6
图 9：海德股份杠杆率较低，未来成长弹性较大.....	7
图 10：公司不良资产投资余额（万）及同比增速（%）.....	7
图 11：不良债权资产规模（万）及占比（%）.....	7
图 12：我国 AMC 行业发展历程与趋势.....	9
图 13：商业银行不良贷款余额（亿元）及不良贷款率（%）.....	9
图 14：商业银行贷款核销规模持续扩大（亿元）.....	10

图 15: 2021Q1 非银金融机构资产管理规模 (万亿元)	10
图 16: 2017 年-2020 年违约债券数 (只)	10
图 17: 2017 年-2020 年违约发生金额 (亿元)	10
图 18: 海德股份经营模式示意图	11
图 19: 海德股份营业收入构成变化 (亿元)	12
图 20: 2020 年海德股份营业收入构成 (分地区)	12
图 21: 海德股份主营业务	12
图 22: 海德股份核心特色业务	12
图 23: 规范有效的公司治理理念助力公司持续盈利	13
图 24: 海德股份估值走势图	14
表 1: “5+2 +外资系+非持牌+银行系 AIC” 的多元化行业格局	8
表 2: 全国性 AMC 公司主要情况一览	8
表 3: 海德股份盈利预测表	13
表 4: 可比公司数据情况 (百万元) (估值来自 wind 一致预期)	14

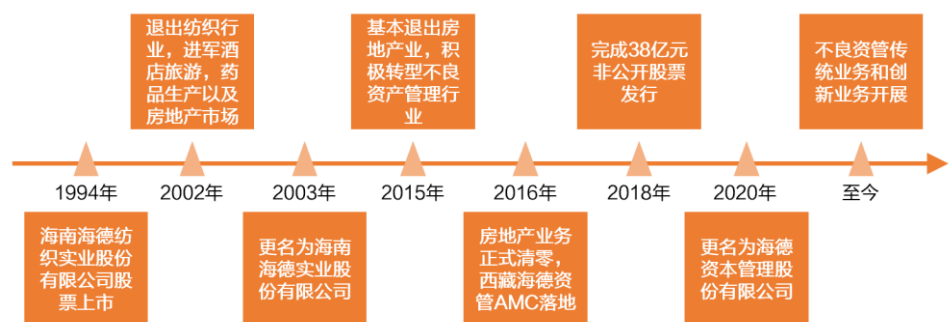
1. 历史沿革

海德股份于 1987 年 3 月 2 日成立，1994 年 5 月 25 日在深圳证券交易所上市。

主动转型应对宏观经济形势挑战，2016 年取得西藏 AMC 牌照。海德股份上市后，先后从事纺织、房地产开发业务。2015 年我国宏观经济增速放缓，公司为应对房地产前景中较大的不确定性，总体上进一步收缩房地产业务，确立了以金融为方向、以资产管理起步的转型发展战略。2016 年 7 月，海德股份设立全资子公司海德资产管理有限公司（以下简称“海德资管”），并由海德资管取得西藏地方 AMC 稀缺牌照；2018 年 4 月，公司完成非公开发行股票发行募集资金 38 亿元，全部增资海德资管用于开展不良资管业务，标志着海德股份的成功转型。2020 年 6 月，公司名称变更为海南海德资本管理股份有限公司，注册资本 6.41 亿，主营业务变更为资本运作及管理；投融资研究、咨询；企业重组并购。2021 年 8 月公司全资子公司海德资管经批准在四川省设立海德资产管理有限公司西南分公司，加快业务拓展步伐。

资产管理业务带来利润增量，核心业务创新将成为新的增长点。自转型以来，公司营业收入以及利润水平都有了显著提升，不良资产收购处置业务、不良资产收购重组业务为公司利润的主要来源。目前公司也着手于核心业务的创新，如开展市场化债转股业务以及企业纾困业务等。

图 1：海德股份历史沿革

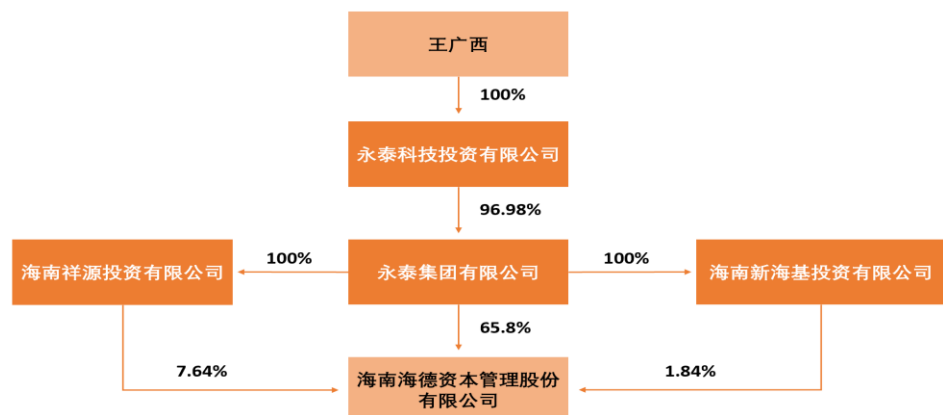


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 股权结构

永泰集团是海德股份第一大股东。永泰集团直接持有海德股份 65.8%股份，并通过全资子公司海南祥源和海南新海基分别间接持有 7.64%和 1.84%股份，合计持有 75.28%股份。

图 2：海德股份股权结构图（截至 2021 一季度）



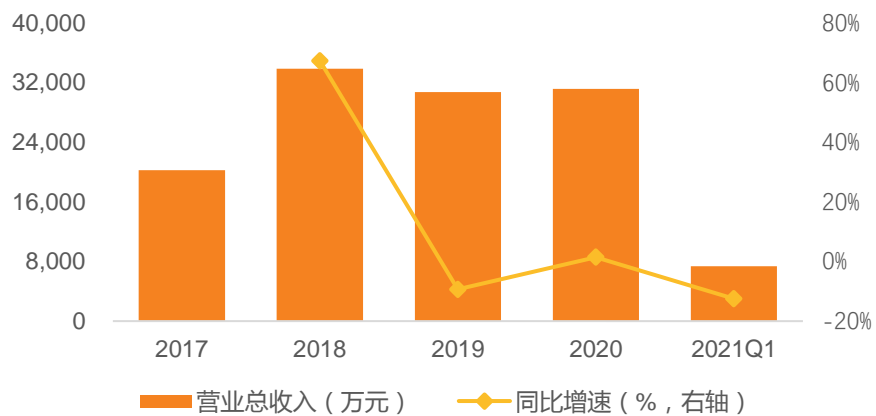
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 经营情况

3.1. 营收实现突破，净利润本年度有望创下新高

转型 AMC 后营收及利润均大幅提升。自 2017 年公司彻底退出房地产行业并转型开展不良资产管理业务以来，营业总收入与净利润均有较大的提升。2018 年起公司年营业总收入一直保持在 3 亿以上，2019 年因经济下行对不良资产经营机构的经营效率产生负面影响，资产质量下降、处置周期拉长、处置难度增大，营收较上年同期下降 9.33%，2020 年公司得益于不良资产管理业务的收入增加而逐步企稳，较上年同期增长 1.46%。

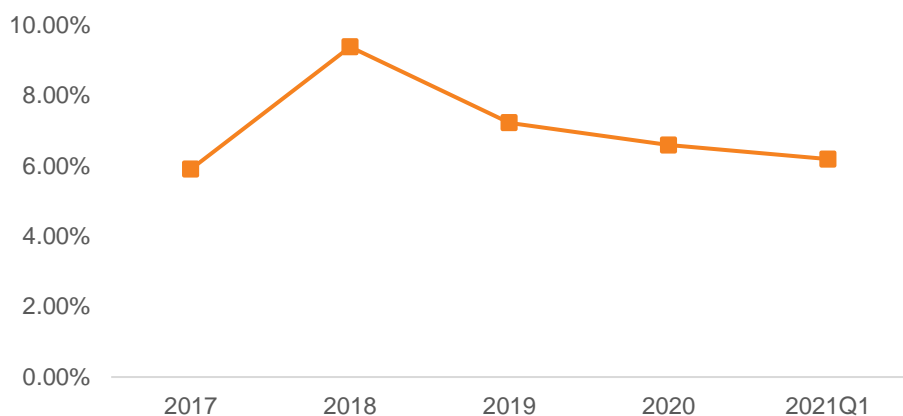
图 3：海德股份营业总收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

收益率维持在较高水平。我们用营业收入/不良资产投资余额均值指标来衡量公司资产收益率水平，2017-2020 年公司营业收入/不良资产投资余额的指标分别为 5.9%、9.4%、7.2%、6.6%，收益率逐步企稳，整体处于较高水平。

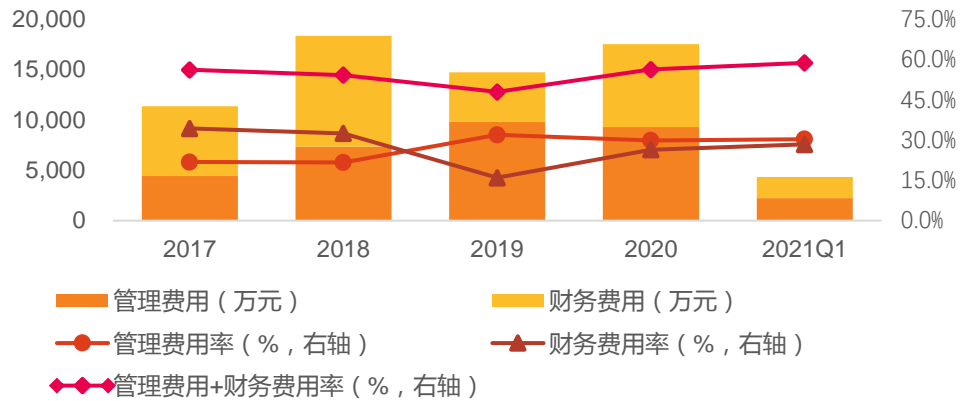
图 4：海德股份业务收益率 (%) 维持在较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用保持稳定水平。由于主营业务资产管理的特殊性，公司没有营业成本，发生的相应支出计入管理费用。2019 年管理费用+财务费用率下降至 47.9% 的近三年最低点，2020 年回升至 56.2%，有所上升，总体仍处于稳定水平。

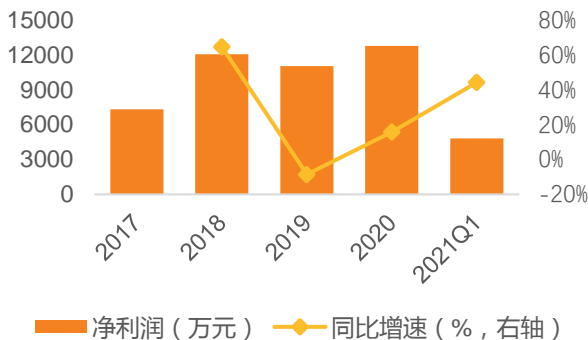
图 5：海德股份费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

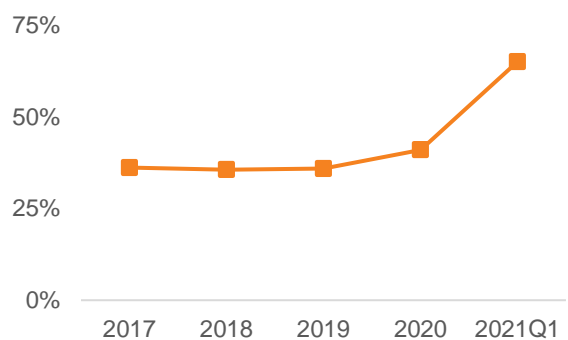
净利率持续提升，本年度有望创下新高。2017 年公司转型后净利润达 0.73 亿，2018-2020 年，公司净利润分别为 1.21 亿、1.1 亿、1.28 亿，2019 年受宏观经济下行影响有所下滑，2020 年增速转正，达 16%。2021Q1 公司实现净利润 0.48 亿，较上年同期增长 44.26%，主要系处置长期股权投资，确认了 0.24 亿元投资收益，较上年同期增长 798.49%；2021 年上半年公司业绩预告实现净利润 1.1 亿-1.3 亿，同比增长 42.31%-68.19%，和历史同期比较，创出新高；预计 2021 年海德股份净利润有望实现高速增长。

图 6：海德股份净利润（万元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：海德股份净利率（%）

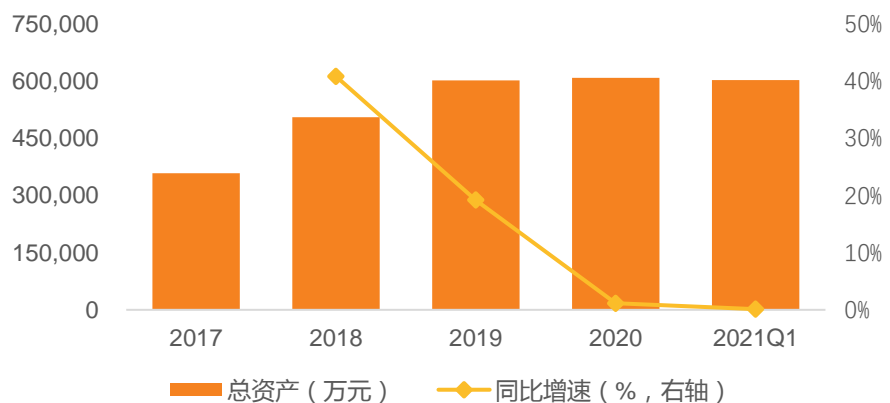


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 杠杆率较低，成长弹性较大

资产水平稳步上升，目前维持在 60 亿水平。海德股份自 2015 年积极转型至不良资产管理行业以来，2016 年永泰集团对公司提供财务资助，2018 年非公开发行股票增资，总资产水平呈不断上升之势，近三年来稳定在 60 亿元水平。

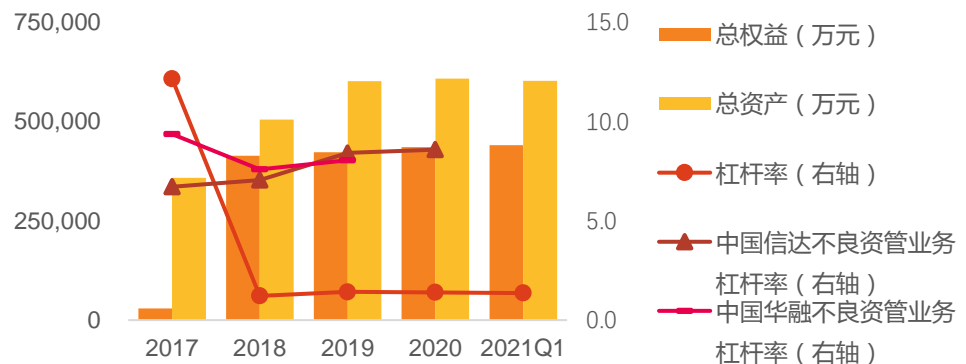
图 8：海德股份总资产（万元）及同比增速（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年践行行业规范，杠杆率显著下降，近三年趋于稳定。2017 年，公司总负债水平一度高达 32.92 亿，杠杆率高达 12.2，主要系海德资管成立后业务规模迅速扩大，为保障业务资金需求，向金融机构借款所致；2018 年，公司响应银保监会防范金融风险、降低企业杠杆率的政策，通过非公开发行股票完成债务偿还，公司总负债水平有所下降。2018 年至 2020 年，公司杠杆率分别为 1.22, 1.42 和 1.40，总体稳定在 1.5 以下，大幅低于中国信达、中国华融不良资产业务杠杆同期水平，较低的杠杆率为公司未来的规模扩张和盈利提升提供了更大的弹性空间。

图 9: 海德股份杠杆率较低，未来成长弹性较大



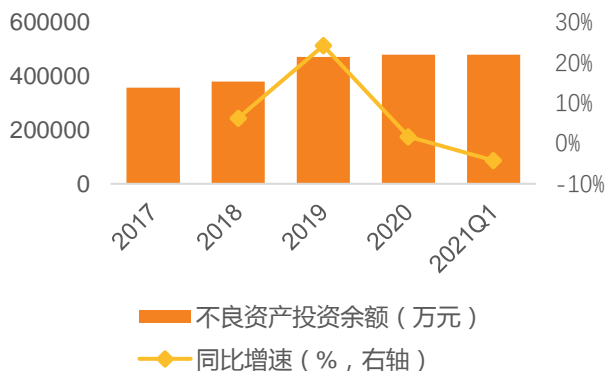
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 实行多元业务协同战略，总不良资产投资余额持续增长

公司实行“主营业务+核心特色业务”战略，总投资余额持续增长，不良债权资产投资余额及占比均下降。2017 年至 2020 年，公司不良资产投资余额由 34.32 亿逐步增长至 47.52 亿，年均复合增长率 11.5%。2019 年，公司紧抓机遇，试水特色核心业务，涉足市场化债转股、企业纾困业务。2020 年，公司发展特色核心业务，提升核心竞争力，不良债权资产规模由 2017 年总投资余额的 65% 逐年下降至 16%，至 2021 年 Q1 继续下降至 15%。

2021 年 7 月 26 日，海德资管获西藏金融监督管理局批准作为符合条件的地方资产管理公司参与不良贷款转让试点工作，未来业务渠道和处置方式将继续多元化发展。

图 10: 公司不良资产投资余额 (万) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 不良债权资产规模 (万) 及占比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 行业格局与趋势

4.1. 多元化行业格局

截止 2021 年 2 月，我国拥有持牌 AMC 机构 63 家，包括 5 家全国性 AMC 和 58 家地方性 AMC，已与银行系和非持牌机构共同形成“5+2 +外资系+非持牌+银行系 AIC”的多

元化行业格局。这一行业格局搭建了实体经济和金融体系之间的桥梁，为我国债转股、不良资产处置以及防范金融风险起到了非常重要的作用。

表 1：“5+2 +外资系+非持牌+银行系 AMC”的多元化行业格局

行业格局	数量	代表公司
全国性 AMC	5	全国性 AMC 公司：信达、东方、长城、华融、银河
地方性 AMC	内资	2
	外资	N
非持牌机构	N	私募、P2P 平台等
银行系 AMC	5	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行

资料来源：银保监会，北京市地方金融监督管理局，前瞻产业研究院，天风证券研究所

5 家全国性 AMC 先后设立，成为不良资产管理行业中流砥柱。5 家全国性 AMC 包括信达资产管理公司、长城资产管理公司、东方资产管理公司、华融资产管理公司四大资产管理公司和银河资产管理公司。1999 年，我国参考国外风险控制经验，先后成立了四大资产管理公司，分别对口收购四大国有银行的不良贷款。2020 年 3 月，建投中信获批转型为金融资产公司并更名为中国银河资产管理有限责任公司，并于同年 12 月获中国银保监会开业批复、取得金融许可证，成为第五家全国性 AMC。四大资产管理公司在成立之初被归类为特殊类金融机构，后续逐步实现了市场化，发展为以不良资产管理为主的，持有银行、信托、券商及其他各类牌照的综合金融集团，成为我国不良资产管理业务的主要参与者。

表 2：全国性 AMC 公司主要情况一览

全国性 AMC 公司	地区	获批时间	上市情况	主要股东	注册资本 (亿元)
中国信达	北京	1999.04	2013 年 12 月 12 日，在香港联合交易所主板上市（股票代码 01359.HK）	国务院（100%）	381.65
中国东方	北京	1999.10		财政部（98%）	682.43
中国华融	北京	1999.11	2015 年 10 月 30 日，中国华融在香港联合交易所主板上市（股票代码 02799.HK）	财政部（63.4%）	390.7
中国长城	北京	1999.11		财政部（97%）	512.3
中国银河	北京	2020.12		银河金融（65%）	100

资料来源：Wind，爱企查，天风证券研究所

地方性 AMC 持续扩容，各具特色。2012 年 2 月，财政部、银监会印发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6 号），允许了各省、自治区、直辖市人民政府设立或授权一家地方 AMC。2016 年 10 月，银监会印发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，允许各省增设一家 AMC，鼓励地方 AMC 发展。2019 年 12 月，银保监会印发《关于公布北京市、湖南省、四川省地方资产管理公司名单的通知》，为 3 地增设 AMC 机构。地方 AMC 的持续扩容，也对各省市不良资产处置业务深度和专业度的提高做出了贡献，逐步成为行业中不可小觑的力量。截至 2021 年 2 月，中国有地方性 AMC 58 家，覆盖 31 个省/直辖市/自治区。其中福建、广东、山东、浙江各有 3 家，合计占比 20.7%，除贵州、云南、陕西、青海、西藏、河北只有 1 家地方性 AMC 外，其余省份均已设立两家地方性 AMC。此外，河北、广东、福建各有待批准 AMC 1 家，陕西、辽宁各有筹建中 AMC 1 家，吉林已解散 AMC 1 家。

银行系 AMC 承担重要金融风险化解作用。国有五大行工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行的金融资产投资公司 AMC 作为银行系的债转股实施机构，通过收购银行对企业的债权转为股权，起到降低企业杠杆率、化解金融风险的作用。

外资系 AMC 逐步获批成立。2020 年 2 月，投资管理公司橡树资本的全资子公司 Oaktree

(北京)在北京完成工商注册;同年7月,海南省获批第二家地方性AMC——海南新创建资产管理股份有限公司,为首家港资控股的持牌地方性AMC。

4.2. 从政策导向到全面市场化, AMC 面临行业革新

我国 AMC 行业始于国有银行不良资产的剥离,经历了政策性阶段、市场化转型阶段和全面市场化阶段,参与主体不断增加,交易规模不断上升。目前我国各色资管机构百花齐放,市场参与机构的类型和数量都不断增加,衍生出大量第三方服务机构和平台,市场化程度逐渐提升,形成复杂多元的行业格局。

图 12: 我国 AMC 行业发展历程与趋势



资料来源:《中国地方资产管理公司发展路径研究》(陈默),天风证券研究所

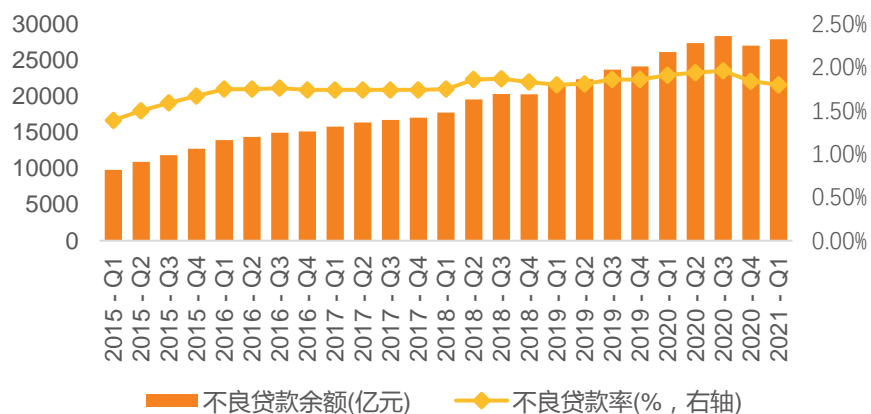
全面市场化意味着更激烈的竞争和更高的处置难度。由于欠发达区域的资产流动性较差,部分资产利润空间小,购买评估团队和处置团队不专业,创新处置模式欠缺,各地司法环境和债务人和解能力差导致处置周期长,最终导致管理成本上升等原因,不良资产处置对机构提出了越来越高的要求,同时加上新冠疫情的影响,多维因素造成处置难度增大。

为保障国内重大风险的防范和化解,AMC 行业也培育出多样的创新模式,捕捉不同细分领域的盈利机会。随着行业的逐步成熟,产业链也更加专业、细分,各环节在合作模式、管理工具、文化理念、人才培养、分配体系和技术研发等方面进行探索,以提升经济效益和社会效益,促进国民经济整体稳定运行。

4.3. 受新冠疫情及国际局势影响, AMC 市场空间持续扩大

商业银行不良贷款余额持续上升。近 10 年来,我国商业银行不良贷款余额呈现快速增长趋势,截至 2021Q1,商业银行不良贷款余额 27883 亿元,较去年年末增加 868 亿元;不良率 1.80%。

图 13: 商业银行不良贷款余额(亿元)及不良贷款率(%)

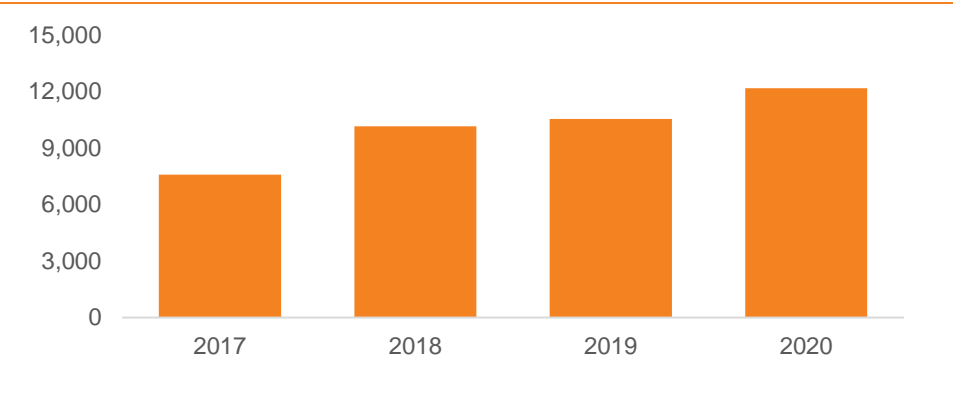


资料来源:银保监会,天风证券研究所

商业银行贷款核销规模持续扩大。作为金融机构最主要的不良资产处置方式之一,贷款核

销的力度也逐年加大。贷款核销规模从 2017 年的 7586 亿元增长至 2020 年的 12180 亿元，2020 年国务院会议提出要求加大不良贷款核销力度，我们预计规模会逐步增加。

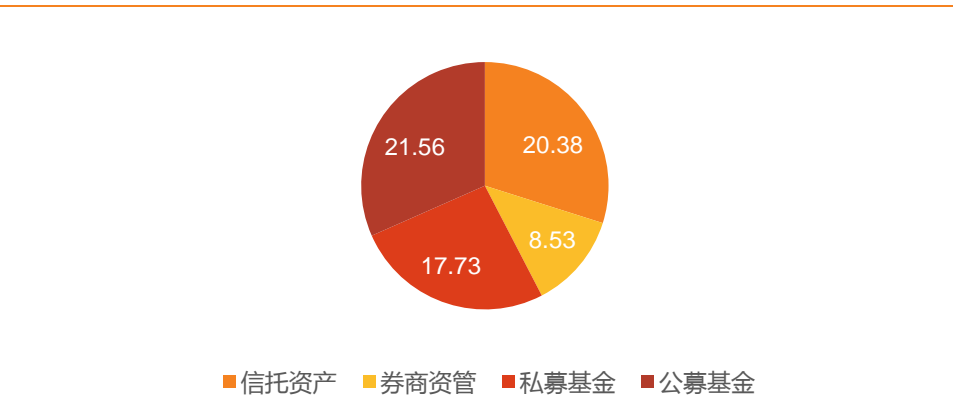
图 14：商业银行贷款核销规模持续扩大（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

非银金融机构及其不良资产规模不断扩大。非银金融机构方面，截至 2021Q1，信托资产、券商资管、私募基金和公募基金资产管理规模分别为 20.38 万亿元、8.53 万亿元、17.73 万亿元和 21.56 万亿元，合计约为 68.2 万亿元，保守估计非银行金融机构中的坏账率与商业银行接近，据此测算非银金融机构内不良资产余额在 1.23 万亿元以上。综合商业银行与非银金融机构，我国不良资产处置规模可达每年 4 万亿元，呈逐年增加态势。

图 15：2021Q1 非银金融机构资产管理规模（万亿元）

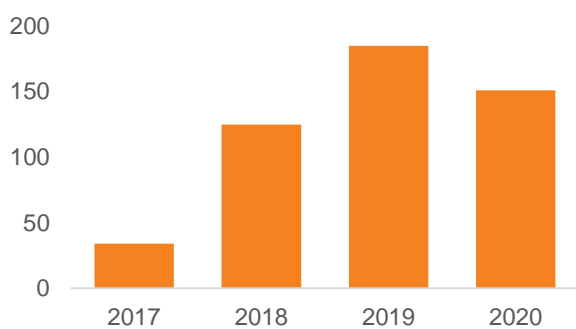


资料来源：中国信托业协会，中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

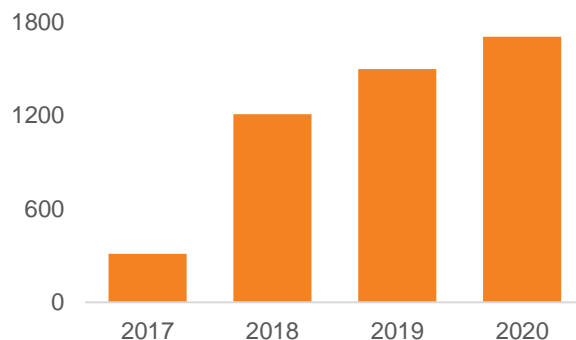
非金融企业受宏观经济因素影响，进一步推动不良资产行业发展。随着近年来产能过剩行业和结构转型行业的整合、转型和重组，部分企业偿债能力也有所下降，非金融企业的不良资产供给量增加，推动不良资产行业迈入新一轮上升期。截至 2021 年五月末，规模以上工业企业应收账款 17.44 万亿元，同比增长 14.1%，按照 1.80% 不良率测算，不良资产余额在 3100 亿元以上。表现在债券市场上，2017 年至 2020 年间违约债券数量从 34 只增长至 151 只，违约发生金额从 312 亿元逐年增长至 1707 亿元，年复合增长率 76%。

图 16：2017 年-2020 年违约债券数（只）

图 17：2017 年-2020 年违约发生金额（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

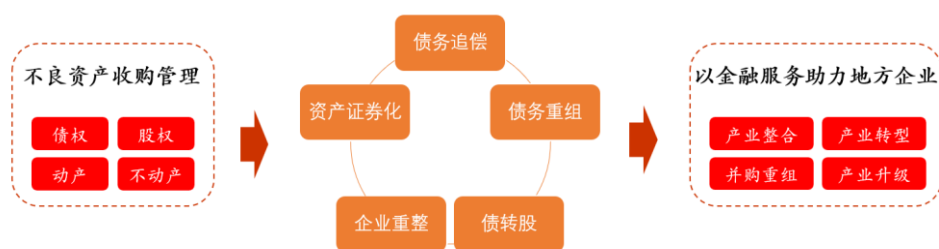
银保监会发布新政, 不良资产行业面临机遇。2021 年 1 月, 银保监会发布《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》, 正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让, 拓宽了个人不良贷款的处置路径, 侧面反映我国不良资产行业具备较大的市场空间 and 良好发展前景, 不良资产行业也将迎来重大发展机遇。2021 年 5 月, 银保监会下发《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》, 同意信托公司与中国信托业保障基金有限责任公司、金融资产管理公司和地方资产管理公司等专业机构合作处置信托公司固有不良资产和信托风险资产, 成为资产处置的“及时雨”, 为 AMC 机构提供了更大的主动性。

5. 公司经营优势

5.1. 积极转型, A 股唯一 AMC 企业

战略转型, 成为 A 股唯一 AMC 标的。海德股份自 1992 年成立后, 历经两次战略转型, 从纺织业到房地产业, 再从房地产业转型不良资产管理, 主营业务变更为资本运作及管理; 投融资研究、咨询; 企业重组并购, 并已取得 AMC 不良资管牌照。当前仍是 A 股唯一地方性 AMC 投资标的。

图 18: 海德股份经营模式示意图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

转型后各项业务健康快速发展。公司已在全国多地与地方政府、金融机构、大型企业建立起战略合作关系, 共谋产融大局; 在京、沪、深等城市, 与知名机构合作, 搭建起全国的不良资产处置产业链体系及资管业务平台。海德资管作为公司的全资子公司和核心运营平台, 用扁平化的组织结构推动业务高效、健康发展。

5.2. 稀缺牌照, 带动归母净利润高速增长

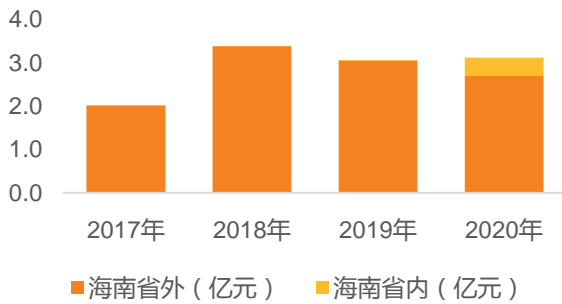
海德股份作为 A 股唯一民营 AMC 龙头公司, 利用稀缺牌照, 紧抓机遇扩大利润。公司 2016 年设立的全资子公司海德资管于同年正式获得银监会批复, 落地稀缺 AMC 牌照, 注册资本 47.21 亿元, 资本规模位居行业前列。面对国际疫情, 国家经济增长换挡、结构调整, 国内中小微企业将面临更加困难的局面, 不良贷款余额仍将不断上升。未来随着金融机构不良贷款的增加, 不良资产市场将继续保持活跃。

5.3. 机制灵活，抢占海南自贸港市场先机

民营市场化机制赋予公司更强的主动性。有别于其他 AMC，海德股份的民营市场化机制为其在资产的选择和退出上赢得了更高的主动性。海德资管拥有较为灵活的机制和市场化的运作体系，可通过各省级资产管理公司在二级市场进行不良资产收购。此外，由于各地省级资产管理公司为剥离当地银行不良资产而成立，而非业务垄断，省外不良资产管理公司的介入毫不受阻，为海德资管的地域拓展创造了条件。

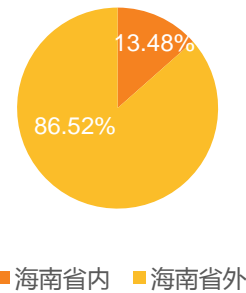
海南自贸港区位优势、政策优势赋予公司更高发展前景。公司作为海南国际自贸港的金融上市公司，在广泛布局的基础上充分享受海南的区位优势、政策优势，紧抓机遇，为国家战略落地和区域经济发展做出贡献。

图 19：海德股份营业收入构成变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2020 年海德股份营业收入构成（分地区）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5.4. 业务多元，多种金融业务有望发挥协同效应

发展不良资产管理业务的同时，积极布局投资管理。公司依托 AMC 牌照，积极布局投资管理等业务，实现更加多元化的发展。2016 年 10 月公司公告公司全资子公司海德资管已完成设立杭州华渡投资管理有限公司(注册资本为 1000 万元)，主要业务包括投资管理、资产管理等，2017 年 2 月华渡投资正式获得私募基金管理人资格。

面对市场新的机遇与挑战，公司将以“不良资产主业+核心特色业务”双轮驱动模式作为长期发展思路。即以传统不良资产收购处置、债务重组、不良 ABS、事务管理等业务为主线，同时并行展开“核心特色业务”，进行差异化竞争，帮助公司抓住机遇，培养和巩固公司核心竞争力。“核心特色业务”包括国家积极提倡推进的市场化债转股业务、上市公司纾困业务等，与主营业务相辅相成。

图 21：海德股份主营业务



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：海德股份核心特色业务



资料来源：公司年报，天风证券研究所

5.5. 治理规范，人才队伍稳定专业

权责分明保障运行，制度建设防范风险。公司盈利能力的持续提升得益于年轻化、专业化的人才队伍，规范的治理体系和全面的制度建设。其中，公司积极实施“人才强企”战略，引进高素质、专业化、年轻化人才并通过高效的内部培养和市场化的高效激励机制持续提升人才队伍水平；公司通过搭建权责分明、扁平高效的治理体系促进公司持续、稳定、健康发展，制度建设方面；公司高度重视 AMC 业务的风险控制，通过风险控制制度、内部控制制度的建设，使得各项业务在合规范围内高效运转、高度协同。

图 23：规范有效的公司治理理念助力公司持续盈利



资料来源：公司年报，天风证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 盈利预测

鉴于海德股份不良资产业务的特殊性和稀缺性，其独有的区位优势、人才优势和市场化机制，以及国内外宏观经济形势变化所带来的发展机遇，公司未来有望持续扩大业务规模，提高利润水平。

公司主营不良资产管理业务，公司业务杠杆比率较同业可比水平较低，业务规模具备较大扩张空间，我们预计公司项目拓展将持续加大，不良资产管理余额逐年增加，鉴于公司项目目标的优质属性，我们预计公司项目收益率呈稳定增长态势。我们按照不良资产管理余额*收益率水平来预测公司未来营收水平，综合结合费用率等水平，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 4.1 亿元，5.6 亿元和 7.7 亿元，分别同比增长 31.6%、36.5%、36.6%，净利润分别为 2.2 亿元，3.2 亿元和 4.6 亿元，分别同比增长 71.2%、46.6%、43.3%。

表 3：海德股份盈利预测表

单位:百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	202.5	338.9	307.3	311.8	410.4	560.1	765.1
营收增速		67.3%	-9.3%	1.5%	31.6%	36.5%	36.6%
净利润	73.3	120.6	110.3	127.8	218.7	320.6	459.4

净利润增速	64.6%	-8.5%	15.8%	71.2%	46.6%	43.3%
净利润率	36.2%	35.6%	35.9%	41.0%	53.3%	60.0%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

6.2. 估值

- 1) 由于海德股份是 A 股唯一 AMC 公司，我们与港股中国信达、中国华融进行同业对比，我们认为海德股份更加市场化的灵活机制以及当前所处的业绩高速增长阶段，应赋予较可比同业更高的估值水平。
- 2) 复盘公司历史估值水平，自增发以来，公司历史 PE(TTM)均值在 60 倍以上，PB 均值在 1.6 倍左右，自去年疫情爆发至今，我国经济经历了下行、企稳和回升阶段，总体还将保持增长态势，叠加经济维稳和转型升级的需要，这既为不良资产业务的收购端创造了机会，也为后端处置创造了机会。海德股份自去年以来，就在根据经济发展变化，有针对性地进行业务布局。我们参考海德股份历史估值水平以及结合公司开始步入利润释放期，未来几年公司业绩将维持高速增长态势，2021-2023 年公司净利润复合增速预计为 53%，考虑公司所属行业情况，审慎给予 PEG 为 0.6 左右水平，即给予公司 2022 年 28 倍市盈率水平。

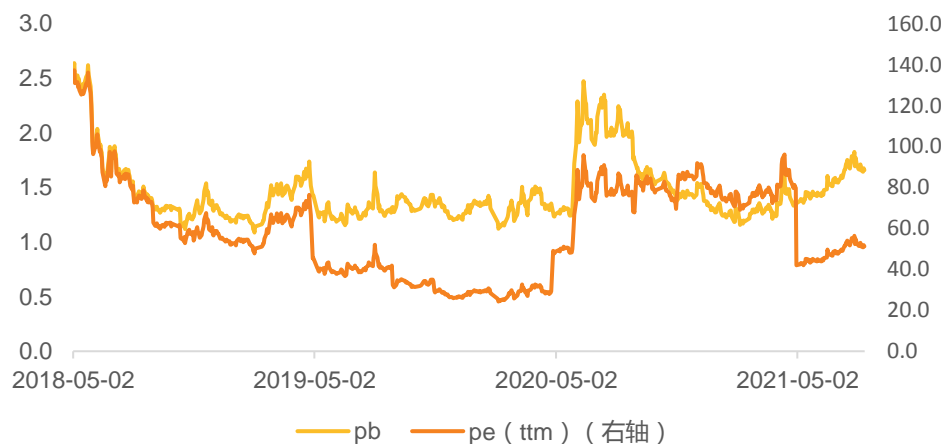
海德股份截至今年一季度资产负债率 26.93%，远低于同行业水平，在主要通过资本和杠杆开展业务的不良资产管理行业，海德股份当前负债水平较低，未来业务发展弹性较大。首次覆盖我们给予公司 2022 年 28 倍 PE 估值，对应市值 89 亿。

表 4：可比公司数据情况（百万元）（估值来自 wind 一致预期）

公司	收入及同比增速			净利润及同比增速			最新 PB	最新 PE
	2018	2019	2020	2018	2019	2020		
中国信达	20,086.33	13,108.95	17,397.57	12,036.13	13,052.95	13,247.88	0.31	3.86
	-44.83%	15.05%	32.72%	-33.58%	8.45%	1.49%		
中国华融	25,888.34	26,758.24	-	1,575.50	1,424.43	-	-	-
	-59.05%	3.36%	-	-92.84%	-9.59%	-		
海德股份	338.88	307.28	311.78	120.63	110.35	127.80	1.64	55.9
	67.35%	-9.33%	1.46%	64.64%	-8.52%	15.82%		

资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：海德股份估值走势图



资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

政策风险。公司所处不良资产管理行业的经营受到宏观经济政策、行业监管机构政策的影响。公司所处不良资产行业与金融行业、实体经济紧密相关，宏观经济政策的变动可能会

对公司的经营产生一定的影响。

市场竞争风险。伴随着不良资产管理行业的快速发展，行业参与主体数量的进一步增加，不良资产管理行业的竞争程度将进一步加剧。

经营风险。未来随着业务规模的不断扩大，公司的风险管理、内部控制及合规机制均需要做出进一步的改善和优化，如果相应的制度未能及时跟上业务经营发展的速度，将可能导致公司无法有效控制相应的风险，对公司的正常经营及财务状况造成重大不利影响。

业务发展风险：不良资产资金回收缓慢、收购成本高等因素可能影响资产处置效率，从而对公司的财务状况产生不利影响。公司于主营业务之外开展市场化债转股等核心特色业务，新业务可能因前期积累不足而拓展不及预期，无法发挥协同效应。

永泰科技的债务违约风险。公司第一大股东永泰集团为永泰科技的子公司，永泰科技近日向南京中院申请重整已获受理，公司严格依法独立于股东运作，但由于重整的不确定性，永泰科技仍存在债务违约的可能，甚至进一步影响公司的正常生产经营。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,296.45	1,285.42	1,436.32	1,680.22	2,295.22
应收票据及应收账款	0.00	0.00	31.47	14.30	24.77
预付账款	21.50	17.10	17.10	17.10	17.10
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,767.38	3,875.96	5,964.15	6,991.44	7,999.13
流动资产合计	5,085.33	5,178.48	7,449.04	8,703.06	10,336.22
长期股权投资	91.57	141.67	141.67	141.67	141.67
固定资产	5.89	6.02	5.73	5.43	5.14
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.11	0.04	0.00	0.00	0.00
其他	837.98	762.68	800.33	781.50	790.91
非流动资产合计	935.54	910.41	947.73	928.60	937.72
资产总计	6,020.87	6,088.89	8,396.76	9,631.67	11,273.94
短期借款	845.00	835.00	2,669.43	3,421.95	4,317.11
应付票据及应付账款	0.00	89.67	0.00	0.00	0.00
其他	209.50	226.23	152.21	139.79	219.17
流动负债合计	1,054.50	1,150.90	2,821.64	3,561.74	4,536.28
长期借款	736.04	579.91	997.83	1,172.37	1,380.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.06	0.00	0.48	0.18	0.22
非流动负债合计	736.10	579.91	998.31	1,172.55	1,380.89
负债合计	1,790.60	1,730.82	3,819.95	4,734.29	5,917.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	641.14	641.14	641.14	641.14	641.14
资本公积	3,352.68	3,352.68	3,352.68	3,352.68	3,352.68
留存收益	3,589.13	3,716.93	3,935.67	4,256.24	4,715.63
其他	(3,352.68)	(3,352.68)	(3,352.68)	(3,352.68)	(3,352.68)
股东权益合计	4,230.26	4,358.07	4,576.81	4,897.38	5,356.76
负债和股东权益总计	6,020.87	6,088.89	8,396.76	9,631.67	11,273.94

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	110.34	127.80	218.74	320.57	459.39
折旧摊销	0.66	0.63	0.33	0.30	0.29
财务费用	68.91	98.26	83.51	81.13	70.53
投资损失	14.53	(9.69)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	67.16	(13.88)	(2,202.00)	(1,020.78)	(946.72)
其它	(968.38)	6.33	9.27	10.00	10.00
经营活动现金流	(706.77)	209.45	(1,920.15)	(638.78)	(436.52)
资本支出	(10.16)	50.86	(0.48)	0.30	(0.04)
长期投资	(11.43)	50.11	0.00	0.00	0.00
其他	30.53	(122.73)	(18.06)	9.70	10.04
投资活动现金流	8.94	(21.76)	(18.55)	10.00	10.00
债权融资	1,664.32	1,576.41	3,749.52	4,703.33	5,815.37
股权融资	(49.11)	(82.33)	(83.51)	(81.13)	(70.53)
其他	(868.92)	(1,680.78)	(1,576.41)	(3,749.52)	(4,703.33)
筹资活动现金流	746.29	(186.69)	2,089.59	872.68	1,041.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	48.46	0.99	150.90	243.90	615.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	307.28	311.78	410.38	560.07	765.07
营业成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	1.29	1.62	3.58	3.38	5.10
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	98.16	93.01	114.91	156.82	214.22
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	49.11	82.33	83.51	81.13	70.53
资产减值损失	0.00	0.00	3.94	1.31	1.75
公允价值变动收益	2.52	(5.53)	9.27	10.00	10.00
投资净收益	(14.53)	9.69	30.00	30.00	30.00
其他	45.79	(9.26)	(78.55)	(80.00)	(80.00)
营业利润	124.95	139.92	243.71	357.43	513.48
营业外收入	6.00	9.62	5.21	6.94	7.26
营业外支出	3.00	6.40	3.15	4.18	4.58
利润总额	127.95	143.14	245.78	360.19	516.16
所得税	17.61	15.34	27.04	39.62	56.78
净利润	110.34	127.80	218.74	320.57	459.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	110.34	127.80	218.74	320.57	459.39
每股收益(元)	0.17	0.20	0.34	0.50	0.72

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-9.33%	1.46%	31.63%	36.48%	36.60%
营业利润	-11.48%	11.98%	74.18%	46.66%	43.66%
归属于母公司净利润	-8.52%	15.82%	71.15%	46.55%	43.30%
获利能力					
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
净利率	35.91%	40.99%	53.30%	57.24%	60.04%
ROE	2.61%	2.93%	4.78%	6.55%	8.58%
ROIC	4.35%	12.00%	16.59%	9.96%	10.48%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29.74%	28.43%	45.49%	49.15%	52.49%
净负债率	8.70%	6.68%	50.54%	61.73%	65.71%
流动比率	4.82	4.50	2.64	2.44	2.28
速动比率	4.82	4.50	2.64	2.44	2.28

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	26.13	-	26.08	24.47	39.16
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	0.06	0.05	0.06	0.06	0.07

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.17	0.20	0.34	0.50	0.72
每股经营现金流	-1.10	0.33	-2.99	-1.00	-0.68
每股净资产	6.60	6.80	7.14	7.64	8.36

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	64.79	55.93	32.68	22.30	15.56
市净率	1.69	1.64	1.56	1.46	1.33
EV/EBITDA	16.29	13.98	19.82	16.43	13.16
EV/EBIT	16.34	14.02	19.84	16.44	13.16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com