

海德股份 (000567)

AMC 转型成绩卓越，未来机遇广阔

买入 (首次)

2022 年 04 月 30 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书: S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	667	1,399	1,994	2,821
同比	113.79%	109.93%	42.48%	41.50%
归属母公司净利润 (百万元)	383	773	1,134	1,659
同比	199.96%	101.65%	46.70%	46.32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.60	1.21	1.77	2.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	25.42	12.61	8.59	5.87

投资要点

■ **以不良资产管理起步转型，不断打造自身资管品牌：**1) **AMC 牌照稀缺，上市平台优势显著。**资管公司审批通过难度大，行业进入壁垒高，公司持有稀缺 AMC 牌照，预计未来随着行业规模的不断扩大，业务成长有望提速；借助上市平台优势，2018 年公司净资产同比+1304.82%至 41.41 亿元，海德资管实缴资本升至 47.21 亿元（地方 AMC 平均资本 36 亿元），位居前列。2) **管理层经验丰富，市场化机制优异。**公司管理层专业背景与公司业务高度契合，有助于公司把握住未来发展的战略机遇；公司薪酬机制更为灵活，能够显著提升其对于金融人才的吸引力。3) **政策利好不断，公司业务有望深度受益。**受经济下行压力及国内外复杂多变的金融环境影响，国内金融风险不断上扬，为维护金融稳定，国家政策频出，AMC 作为防范化解金融风险的关键一环，其重要性愈发凸显，2022 年政府工作报告中也明确提出要加快不良资产处置，行业有望迎来重要发展机遇，公司作为行业主体之一，有望深度受益。

■ **转型成绩卓著，未来机遇广阔：**1) **AMC 市场持续扩大，公司未来增长动力强劲。**国内不良资产整体规模受经济下行压力影响预计将不断扩大；同时，截至 2021 年末公司杠杆率仅 0.40 倍（同期中国华融 14.08 倍，信达 6.75 倍），低杠杆叠加强资本，公司融资能力将有显著提升，未来业务空间弹性大。2) **控股股东实体产业优势，房企纾困蕴藏机遇。**公司控股股东永泰集团，涉足产业包括能源、房地产等，同时其债务问题得到实质性化解，公司预计将恢复稳定发展、提升融资能力；受“房住不炒”政策调控影响，房企经营面临困难，AMC 成为化解房企风险的重要抓手，公司地产背景雄厚，地产类收购重组业务有望获得较大发展，整体收购重组类业务占比有望持续提升。3) **发展战略不断深化，以资本管理+资产管理双轮驱动。**公司在行业趋势下不断深化以困境资产收购重组为主的业务主线；并以资本管理+资产管理为核心发展理念，依托海德股份、海德资管两大主体，并行发展，双轮驱动，不断提高公司核心竞争力，和资管行业影响力。截至 2021 年末，公司存量管理资产规模达 252.64 亿元，资产管理业务收入同比+113.82%至 6.66 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**海德股份转型速度不断加快，以产业背景优势和资产管理业务优势协同协作，且自身基本面不断向好，行业规模持续增长，未来业务有望呈现高成长性。预计公司 2022~2024 归母净利润分别为 7.73 亿元、11.34 亿元、16.59 亿元，同比分别增长 101.65%、46.70%、46.32%，对应 PE 分别为 12.61x、8.59x、5.87x，对应 PB 分别为 1.76x、1.46x、1.17x，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 行业竞争加剧风险；2) 监管趋严抑制行业创新；3) 市场风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.20
一年最低/最高价	9.35/20.61
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	9,724.56
总市值(百万元)	9,745.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.59
资产负债率(% ,LF)	31.61
总股本(百万股)	641.14
流通 A 股(百万股)	639.77

相关研究

《海德股份(000567): 海德股份年报点评: 静待 AMC 牌照落地》
2016-03-01

内容目录

1. 以不良资产管理起步转型，不断打造自身资管品牌	4
1.1. 顺应时代逐步转型，获取牌照奠定不良业务基础	4
1.2. AMC 牌照稀缺，上市平台优势显著	4
1.3. 管理层经验丰富，市场化机制优异	6
2. 深耕不良资管业务，持续挖掘业务增量	7
2.1. 持续开展业务创新，业务发展逐步多元化、特色化	7
2.2. 控股股东实体产业优势，地产纾困蕴藏机遇	7
2.3. 发展战略不断深化，资本管理+资产管理双轮驱动	9
3. 转型成绩卓著，未来机遇广阔	9
3.1. 转型 AMC，公司经营业绩持续改善	9
3.2. AMC 市场持续扩大，金融维稳政策频出	11
3.3. 杠杆率处于行业低位，未来业务空间弹性大	12
4. 盈利预测与估值	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 投资评级	13
5. 风险提示	14

图表目录

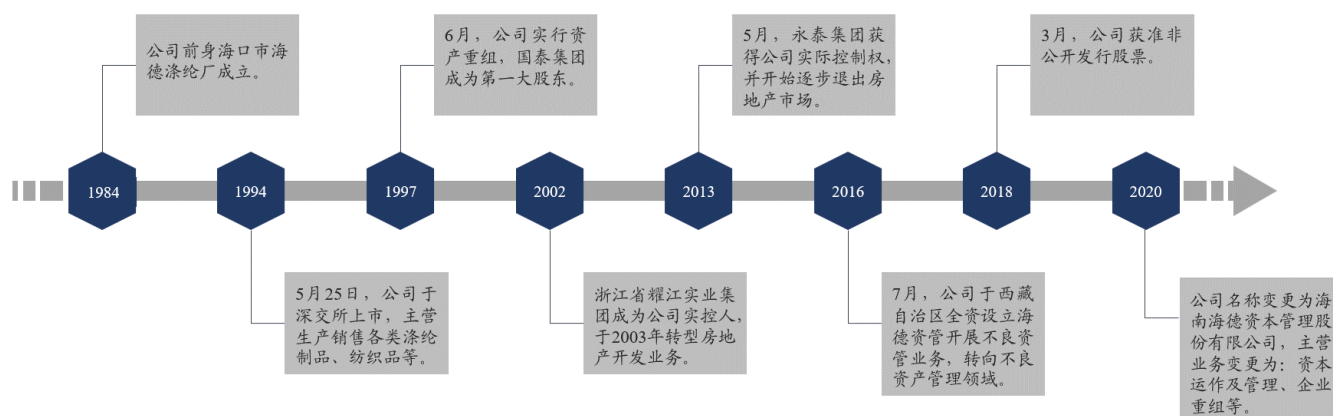
图 1: 海德股份历程中重要时间点.....	4
图 2: 2017-2021 资产管理收入	7
图 3: 海德股份股权结构.....	8
图 4: 2016—2021 公司营业收入.....	10
图 5: 2016—2021 公司归母净利润.....	10
图 6: 2017—2021 公司管理费用.....	10
图 7: 2016—2021 公司归母净利润率.....	10
图 8: 2017-2021 商业银行不良贷款余额（亿元）	11
图 9: 2017-2021 工业企业应收账款（亿元）	11
图 10: 2016-2021 公司总资产	12
图 11: 2016-2021 杠杆率	12
图 12: 海德股份 PB band（截至 2022 年 4 月 30 日）	14
图 13: 海德股份 PE band（截至 2022 年 4 月 30 日）	14
表 1: 行业格局简要介绍.....	5
表 2: 地方 AMC 注册资本排名前十二位（截至 2022 年 4 月 30 日）	5
表 3: 海德股份估值（2022 年 4 月 30 日）	13
表 4: 可比公司估值.....	13

1. 以不良资产管理起步转型，不断打造自身资管品牌

1.1. 顺应时代逐步转型，获取牌照奠定不良业务基础

转型步伐不停，实控人变更最终定转型方向。公司前身为成立于 1984 年 9 月的海口市海德涤纶厂，主营生产销售各类涤纶制品，纺织品等，并于 1994 年 5 月 25 日在深交所上市。自上市后至 2003 年的十年间，受到国际及国内涤纶丝行业调整、市场剧烈动荡，公司出现严重亏损。因此公司实控人产生两次变更，并于 2003 年转型于房地产开发及房地产销售代理业务。自 2011 年以来，又受房地产行业持续调控影响，公司业务开始处于停滞状态。2013 年 5 月，公司实控人再次变更，永泰控股获得公司实际控制权，并逐步退出房地产行业。随着供给侧改革和“三去一降一补”政策的深入推进，我国宏观经济增速放缓，金融机构、非金融机构对通过不良资产管理方式盘活资产、化解不良、降低杠杆等方面的需求不断增加，公司董事会抓住机遇，于 2016 年全资设立资管子公司并成功获取不良资管牌照，为公司转型之路奠定基础。至此，公司开始全力处理房地产留存业务，并专注于不良资产管理。

图1：海德股份历程中重要时间点



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. AMC 牌照稀缺，上市平台优势显著

牌照获取难度大，构筑业务护城河。据银保监会 2022 年初披露，我国不良资产行业的参与主体主要为 5 家全国性 AMC、59 家地方 AMC 及银行系 AIC。受限于我国自 2019 年以来对于不良资管机构的严监管态势，自 2016 年允许省级政府设立两家不良资产管理公司后，政策未再出现放宽，地方性 AMC 数量扩容有限。全国性 AMC 自 1999 年批准设立四家机构之后，也仅在 2020 年 3 月增设一家。资管公司审批通过难度大，牌照落地不易，进入壁垒高，而公司作为 2016 年第二批设立的地方性 AMC，借助稀缺牌照资源和丰富的项目储备，在不良资产管理行业发展中已占得先机。预计未来随着行

业规模的不断扩大，公司业务成长有望持续提速。

A 股稀缺 AMC 标的，资本实力不断增强。截至 2021 年末，公司是稀缺的以不良资产管理为主营业务的 A 股上市公司。借助上市公司平台优势，公司于 2018 年完成定向增发，净资产规模由 2.95 亿元增加到 41.41 亿元，同比+1304.82%；全资子公司海德资管实缴注册资本也增至 47.21 亿元，在全国地方 AMC 公司中位居前列，截至 2022 年 4 月，地方 AMC 平均注册资本约 36 亿元，中位数约为 26 亿元。我们认为，公司未来有望借助上市优势，利用多种资本市场工具，不断扩充和增强公司资本实力，更好的开展不良资管业务和服务实体经济，在行业竞争中脱颖而出。

表1: 行业格局简要介绍

机构类别	主体	背景
全国性 AMC	中国信达、中国东方、中国华融、中国长城、中国银河资产管理有限责任公司。	为应对 1997 年亚洲金融危机所带来的不良影响，我国于 1999 年相继设立了四家全国性 AMC，其主要股东均为财政部；2020 年 3 月，中国银河成为第五家全国性 AMC，此次牌照落地为 20 多年来首次。
地方性 AMC	广州资管、厦门资管、北京资管、甘肃资管、 海德股份 等 59 家。	我国不良资产规模总规模不断增长但结构区域分散，全国性 AMC 难以妥善解决，因此地方性 AMC 应运而生。截至目前，各省级可设立两家地方性 AMC。
银行系 AIC	建信、农银、工银、中银、交银金融资产投资公司。	全国性 AMC 进入全面商业化，无法完全承接银行不良资产；地方 AMC 受限于地域及规模也难以处理银行不良资产，银行系 AIC 就此出现。
外资系 AMC	橡树资本、新创建资管等。	为践行扩大改革开放的承诺，营造良好的营商环境，我国于 2018 年 8 月取消中资银行和 AMC 外资持股比例限制。2020 年 2 月，橡树资本成为中国首家外资 AMC。
非持牌 AMC	海岸投资，中鑫资产等。	主要指未经银保监会设立批准的从事不良资产收购与处置业务的机构，受牌照限制，非持牌 AMC 主要在不良资产二级市场参与活跃并发挥重要作用。

数据来源：东吴证券研究所整理

表2: 地方 AMC 注册资本排名前十二位（截至 2022 年 4 月 30 日）

排名	机构名称	注册资本（亿元）
1	山东省金融资产管理股份有限公司	366
2	宁夏顺亿资产管理公司	102
3	吉林省吉盛资产管理有限责任公司	100
4	泰合资产管理有限公司	100
5	广西金控资产管理有限公司	100
6	江苏资产管理有限公司	72
7	广州资产管理有限公司	63

8	上海国有资产经营有限公司	55
9	重庆渝康资产经营管理有限公司	50
10	河南资产管理有限公司	50
11	海德资产管理有限公司	47
12	陕西金融资产管理有限公司	45

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

1.3. 管理层经验丰富，市场化机制优异

公司组建经验丰富的管理团队，助力业务加速转型。为适应未来的业务发展需要，公司组建了经验丰富的管理团队，其核心人员均具备多年资深行业经验，既具有打造上千亿资产规模实体企业和管理数千亿金融资产的经历，还 有着丰富的企业管理经验和优秀的创新发展能力及规范的工作作风。我 们认为，公司管理层的专业背景与公司业务高度契合，有助于公司把握住未来发展的战略机遇。

此外，公司自成立以来，积极实施人才强企战略，将人才引进与内部培养有机结合，在持续引进外部人才的同时又高度重视对全体员工的专业技能培训，选拔和培养了一批中层骨干后备力量，为公司未来发展提供有力人才支撑。

市场化机制优异，灵活薪酬吸引人才。为充分激发公司员工的积极主动性，持续提升员工的主动管理能力，公司以全面创新的态度建立了成果共享、风险共担的长效激励约束机制，并将薪酬管理与公司战略、业务发展及人才引进相结合，坚持以效益为中心，建立健全了具有市场竞争力、与业绩相匹配、兼顾内部公平的薪酬管理体系。我们认为，薪酬机制更为灵活以及市场化能够显著提升公司对于金融人才的吸引力，进而提升公司在不良资产管理行业中的竞争力。

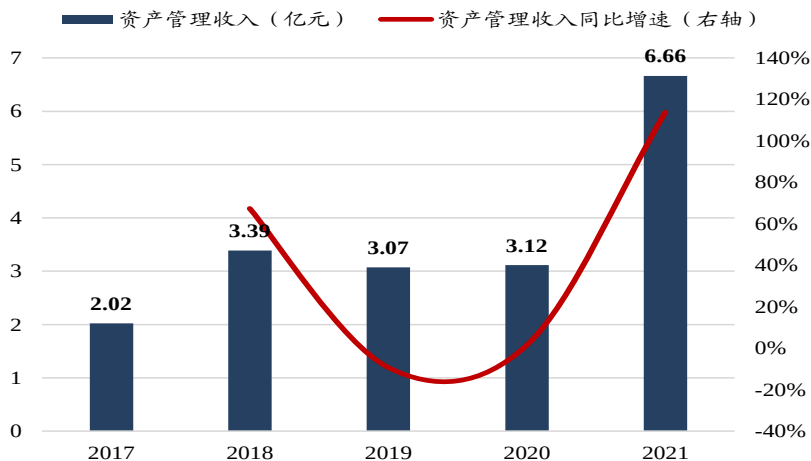
2. 深耕不良资管业务，持续挖掘业务增量

2.1. 持续开展业务创新，业务发展逐步多元化、特色化

公司把握金融本质，坚持回归主营业务本源、服务实体经济。在开展日常传统业务之外，公司响应国家号召，积极研究并已开始尝试进入政府、监管机构鼓励的市场化债转股、上市公司及民企纾困等业务领域。为更好的开展业务，公司加快区域分支机构的设立布局，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。而更早于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管公司参与不良贷款转让试点工作，公司业务扩展不断加快，未来业务渠道和处置方式将更加多元。截至2021年末，公司存量资产管理规模达252.64亿元；资产管理业务收入同比+113.82%至6.66亿元。

积极开展战略合作，多方位增强公司核心竞争力。自开展AMC转型以来，公司已相继与四川天府银行股份有限公司、华金证券、中国东方资产管理股份有限公司等大型投资机构签署战略合作协议，并深度探讨特色创新类业务，在资源协同、风险管控、资金匹配等方面持续增强公司核心竞争力。

图2：2017-2021 资产管理收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

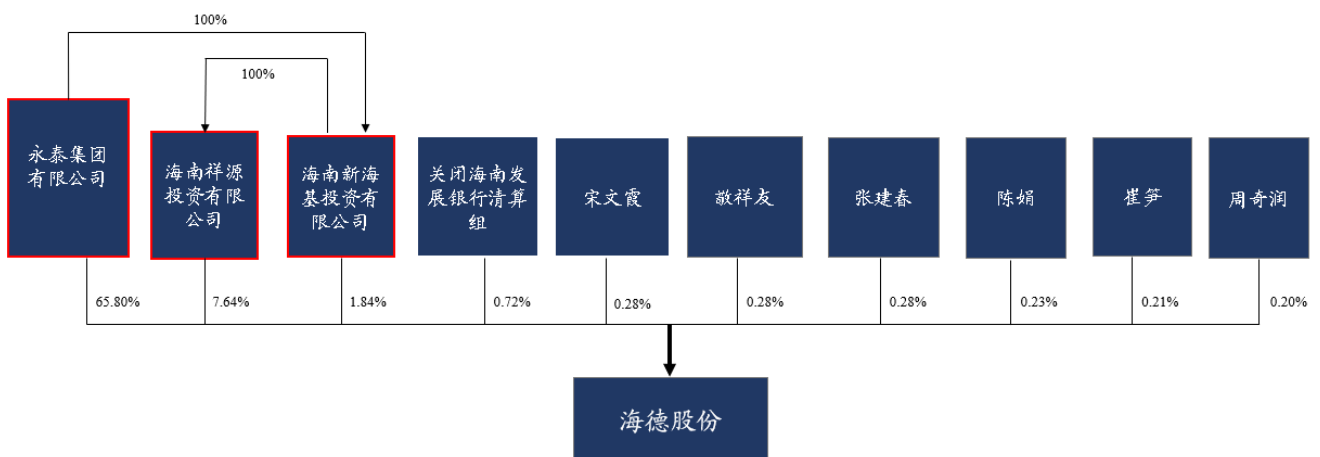
2.2. 控股股东实体产业优势，地产纾困蕴藏机遇

控股股东经营实体产业，助力公司专业化开展业务。永泰集团现为公司第一大股东，其直接持有公司65.80%股份，并通过其子公司海南祥源及新海基投资间接持有公司9.48%股份，合计共持75.28%股份。永泰集团是一家以能源为主业，石化贸易、金融、医药、房地产等业务协调发展的多元化综合性投资企业集团。我们认为，实控人多元化的经营模式及丰富的行业经验有助于公司在其所涉足行业内开展各项不良资管业务，特别是在收购重组类业务中相较于其他不良资管公司，在评估、盘活、经营、处置、重组、改善

等方面更具有优势，并能够提供更加专业的重组方案支持，在风险可控的情况下通过定制个性化的重组方案盘活企业存量资产价值。这在满足债务人发展需求的同时，也能保证公司的资金安全和利益最大化。

实控人债务问题解决，公司长稳发展可期。据公司公告，永泰集团等五家公司合并重整计划获得南京中院裁定批准，永泰集团债务问题得到实质化解。我们认为这将解除市场对于公司控股股东债务问题的担忧，预计会对公司在恢复稳定发展、提升融资能力、促进业务发展等方面带来积极影响。

图3：海德股份股权结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

地产行业面临困境，AMC 成为纾困重要抓手。近年来受“房住不炒”政策调控影响，房企融资压力快速积累，信用风险陡然上升，多家房地产企业经营困难，濒临破产。2022年2月，银保监会主席郭树清召开座谈会，邀请五家 AMC 机构参加并研究 AMC 按照市场化、法治化原则，参与风险房地产企业的资产处置、项目并购及相关金融中介服务，意味着继化解 P2P 风险后，AMC 再一次被赋予重任。海德股份背靠控股股东地产实业背景，在帮助房企纾困上具有先天优势，并且公司自身也成功完成了涉及产融结合、债务重组、资本运作的多个项目，已在这些领域积累了丰富的经验。我们认为，公司在房企类困境资产收购重组业务中优势显著，未来有望赢得较大发展机遇，整体收购重组类业务规模占比预计将进一步提升。

2.3. 发展战略不断深化，资本管理+资产管理双轮驱动

不断深化业务主线，着重发力收购重组类业务。截至 2021 年末，公司业务主线已深化为四大类，即收购重组类业务、收购处置类业务、特殊机遇投资业务、管理顾问类业务。其中收购重组类业务是指在收购主业经营正常、具备发展前景，但流动性暂时出现问题的企业债权之后，对其设计个性化的债务重组方案，并达成新的债务重组协议，通过调整企业债务偿还时间、还款金额、清偿方式、担保条件，以及追加投融资、债转股等综合手段，缓解企业流动性困难，帮助改善经营管理，提升企业价值，最终实现债权安全回收，公司按照新的重组协议获取重组收益，因其对抗性弱、困难少、利益最大化等特点正在成为业界主流业务模式，而这也是公司不断着重发力的方向；而传统收购处置类业务则是指公司通过竞标、竞拍等方式从银行及各资管公司处收购困境资产，并对其进行阶段性经营管理，最终通过清算、追偿、转让等传统方式实现资产增值，获取债权回收差价增值受益。收购重组类业务和收购处置类业务是公司利润收入的主要来源。

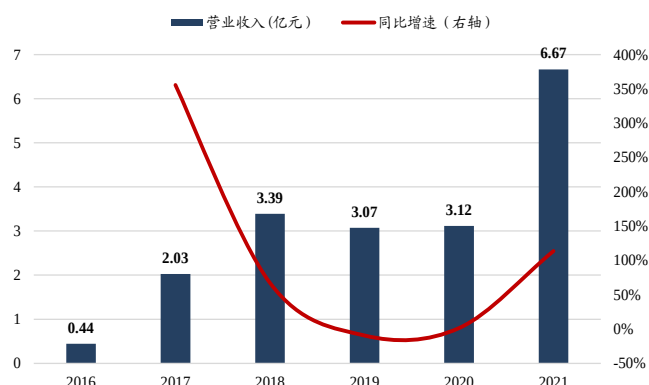
资本管理+资产管理双轮驱动，两大主体协同运作。结合公司当下经营环境、市场机遇、展业基础和竞争优势，公司将以“资本管理+资产管理”的双轮驱动模式，充分发挥海德股份、海德资管两大主体、两个平台功能，不断提高公司核心竞争力和资管行业影响力。资本管理即是指背靠产业优势，精选储能、新能源等具有发展前景的项目，通过并购重组的方式实现对优质资产的运营管理和价值提升，并最终取得良好的经济效益和社会效益。而资产管理是指公司将深耕资源、不动产类困境资产管理，并精选契合国家政策支持发展的项目标的；积极参与企业纾困提质；积极开展个人不良的收购处置类业务。据公司公告，公司已于 2022 年 4 月与湖北中钒储能科技有限公司、中国科技产业投资管理有限公司共同签署《全钒液流储能电池产业开发合作协议》。此次协议签订标志着公司发展战略已迈出了重要一步，本次合作将加快公司在储能产业的投资布局，有利于公司加快拓展业务领域、延展业务链条，提升公司在细分领域的资产管理能力，增强公司的盈利能力和核心竞争力。

3. 转型成绩卓著，未来机遇广阔

3.1. 转型 AMC，公司经营业绩持续改善

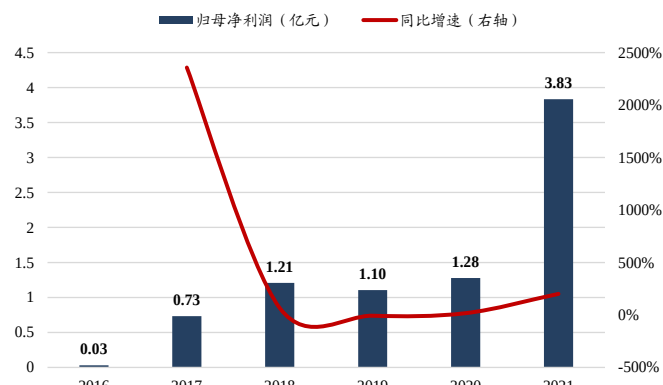
业务转型步入正轨，营收净利迈上新台阶。自 2016 年开启 AMC 转型以来，公司按照转型方向，积极把握市场机遇，不断发掘业务机会，审慎把控项目风险，不良资产业务快速步入正轨，营业收入及归母净利润均有较大幅度提升，屡创新高。2017 年公司实现营业收入 2.03 亿元，较 2016 年同比+355.80%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比+2358.72%。2018 年公司营收、归母净利再次迎来大幅增长，同比分别+67.34%/64.64%至 3.39/1.21 亿元，主要系公司资产管理业务规模增加，带动营收净利大幅提升。截至 2021 年末，公司实现营收 6.67 亿元，同比+113.79%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比+199.97%。

图4：2016—2021 公司营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

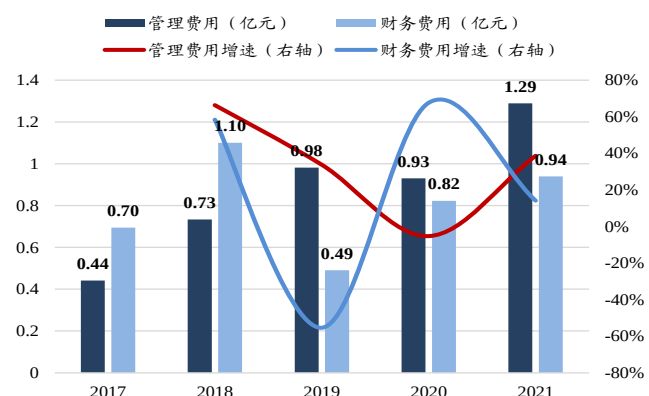
图5：2016—2021 公司归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

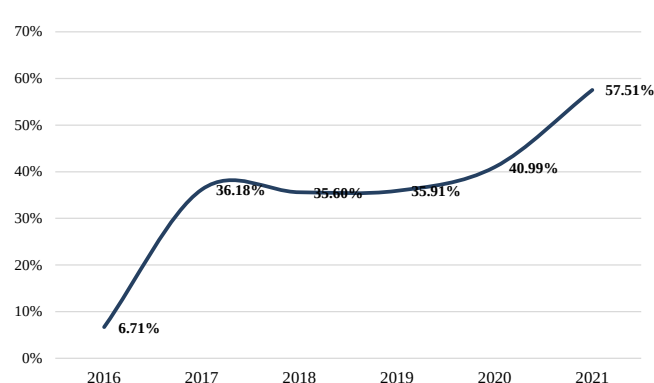
管理费用增速下降，盈利能力稳步向好。公司主营业务为不良资产管理，没有营业成本，发生的相应支出计入管理费用。从 2018 年开始，公司通过合理安排业务结构，加强企业内部控制，优化管理流程，不断降低管理和运营成本，2018-2021 管理费用同比增速分别为 66.29%/33.75%/-5.25%/38.61%，2021 年管理费用上升主要受业务量大幅增加所致，但增速远低于公司归母净利润增速。截至 2021 年末，公司归母净利率达到 57.51%，同比+16.52pct。我们认为，公司在管理规模及盈利水平大幅提升的同时，管理费用相应上涨幅度出现明显下滑，充分说明随着转型步伐加快，公司不良资产管理能力正在不断增强，业务开展趋于成熟，利润释放逐步加快，预计未来随着管理规模的进一步扩大，公司归母净利润有望实现稳步增长。

图6：2017—2021 公司管理费用



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2016—2021 公司归母净利润率



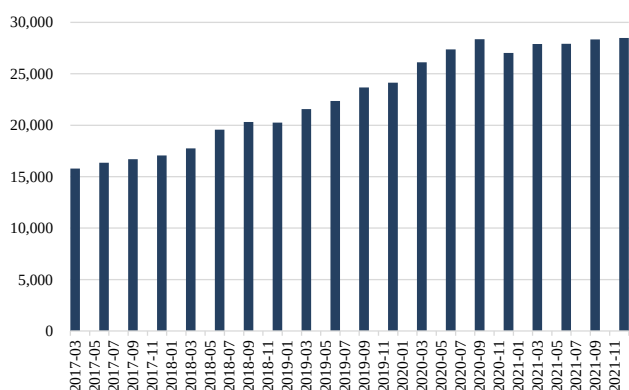
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. AMC 市场持续扩大，金融维稳政策频出

不良资产供给持续增加，为公司业务发展来源提供保障。自 2015 年习近平主席提出并不断推进供给侧改革以来，企业面临去杠杆，去产能等严峻挑战。同时，近年来我国面对各种突发事件的冲击以及外部复杂多变的金融环境，经济下行压力较大，企业经营风险不断增加、压力不断增大，难以通过既有的持续投融资方式继续运行，商业银行、非银金融机构、政府平台、非金融企业在经济快速发展时期隐藏的风险随之逐步释放，不良资产规模整体不断扩大。截至 2021 年末，商业银行不良贷款余额约 2.85 万亿元，不良率 1.73%，较上季末增加 135 亿元，已超过 2020 年三季度末商业银行不良贷款峰值 2.835 万亿元；全国规模以上工业企业应收账款 18.87 万亿元，同比+14.99%，按 5%（按企业 1 年期以内的坏账准备平均计提比例）的不良率，保守估计不良资产规模约 0.94 万亿元。我们认为，金融及非金融行业中不良资产不断累积，将为不良资产管理行业提供广阔的业务来源。

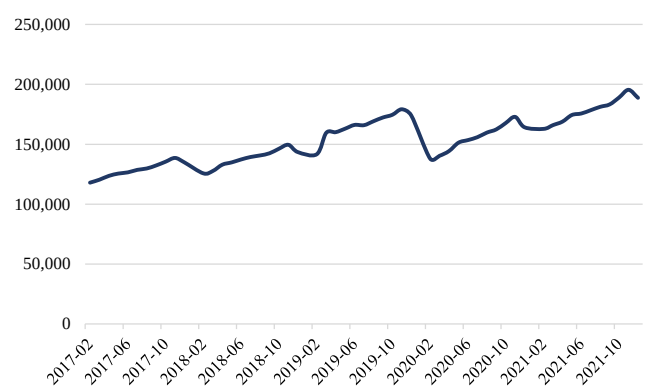
政策利好不断，公司业务有望深度受益。在不良资产供给持续增加的同时，防范化解金融风险也成为了当下经济发展任务中的重中之重，近年来各项政策频出，以支持不良资管行业发展。2021 年 3 月，人大会议表决通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，指出在十四五期间要“实施金融安全战略”，要“强化不良资产认定和处置”；2022 年政府工作报告中也明确提出要加快不良资产处置。我们认为，随着不良资产整体规模的不断扩大，不良资产管理公司服务实体经济、化解经济风险的重要性越发凸显。作为不良资产管理行业的参与主体之一，公司未来将充分受益并获得较大的发展空间。

图8：2017-2021 商业银行不良贷款余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2017-2021 工业企业应收账款（亿元）

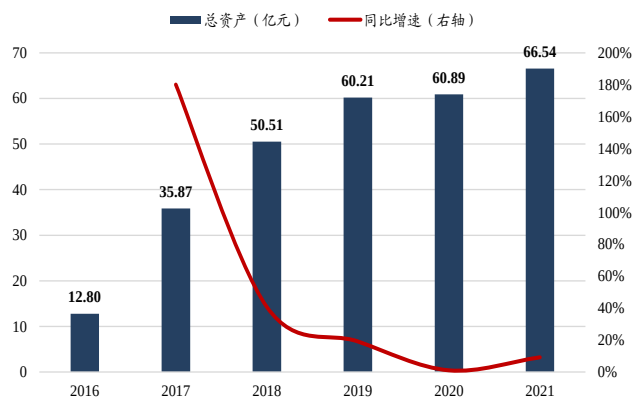


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 杠杆率处于行业低位，未来业务空间弹性大

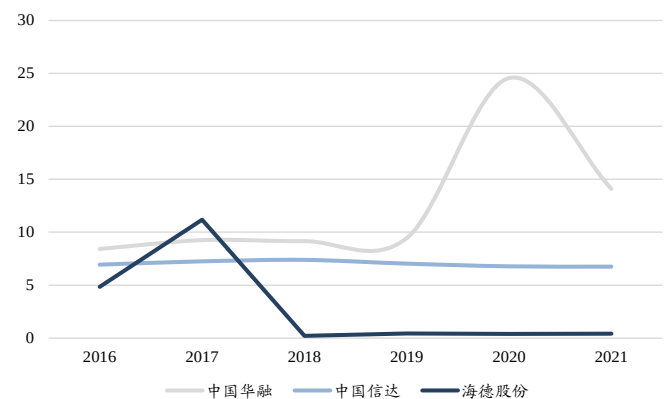
偿还债务后稳健运营，杠杆率大幅低于行业。公司杠杆率在转型之初一度攀至 11.17 倍，主要系子公司海德资管成立后，业务规模迅速扩大带动资金需求抬升，向金融机构借款所致。2018 年公司业务逐步走向正轨，通过非公开发行股票提升资本实力，并响应银保监会防范金融风险、降低企业杠杆率的政策偿还债务，公司杠杆率大幅下滑至 0.22 倍，同比-98.03%。此后公司坚持稳健运营，杠杆率保持在业内较低水平，2019-2021 公司杠杆率分别为 0.42/0.40/0.40 倍。我们以港股 AMC 上市标的中国华融、中国信达作为对比，2019-2021 中国华融杠杆率分别为 9.43/24.55/14.08 倍，中国信达杠杆率分别为 7.03/6.78/6.75 倍，明显大幅高于海德股份。

图10：2016-2021 公司总资产



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2016-2021 杠杆率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

融资能力预计显著提升，未来业务空间弹性大。公司当下杠杆率处于较低水平，随着公司控股股东债务风险的化解叠加自身资本实力的增强，公司融资能力及规模预计将有显著提升，为公司未来的规模扩张和盈利提升提供更大的弹性空间。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

面对未来国际环境的不断变化以及国内宏观经济持续下行的风险，综合考虑公司所处行业及主营业务所具有的稀缺性和逆周期性特点，公司未来有望受益于整体不良资产规模的不断增长。公司业务规模有望扩大，结合公司业务开展的不断成熟，公司净利率水平也有望不断提高。

同时，公司业务杠杆率大幅低于同业，鉴于控股股东的债务风险逐渐化解，预计未

来公司在融资能力上将有所提升，融资成本也会相应改善，业务空间弹性较大。此外，公司自身独有的人才优势、上市平台优势也有望助力公司在行业内竞争中脱颖而出。我们预计公司未来不断进行项目创新与扩展，累计开展（含退出）不良资产业务规模有望持续高速增长。预计 2022~2024 年公司营业收入分别为 13.99 亿元、19.94 亿元、28.21 亿元，同比分别增长 109.93%、42.48%、41.50%；归母净利润分别为 7.73 亿元、11.34 亿元、16.59 亿元，同比分别增长 101.65%、46.70%、46.32%。预计 2022~2024 年每股收益分别为 1.21 元、1.77 元、2.59 元，每股净资产分别为 8.61 元、10.39 元、13.00 元，对应 PE 分别为 12.61x、8.59x、5.87x，对应 PB 分别为 1.76x、1.46x、1.17x。

表3：海德股份估值（2022 年 4 月 30 日）

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	312	667	1,399	1,994	2,821
归属于母公司股东净利润	128	383	773	1,134	1,659
ROE	2.93%	8.09%	14.00%	17.02%	19.92%
EPS（元/股）	0.20	0.60	1.21	1.77	2.59
BVPS（元/股）	6.80	7.40	8.61	10.39	13.00
P/E（倍）	76.25	25.42	12.61	8.59	5.87
P/B（倍）	2.24	2.06	1.76	1.46	1.17

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.2. 投资评级

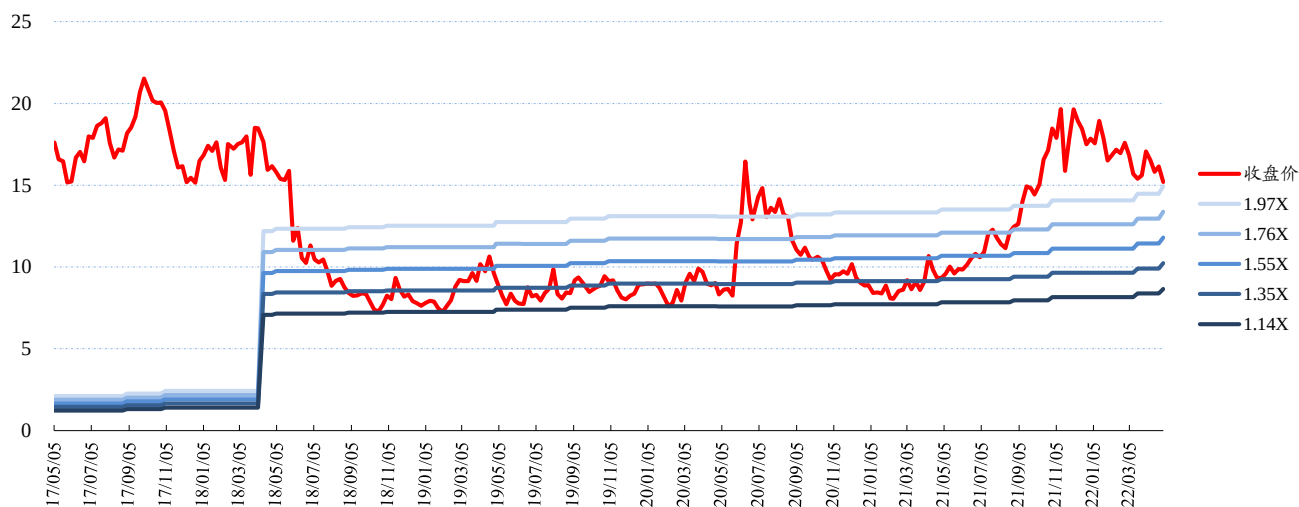
海德股份转型速度不断加快，以产业背景优势和资产管理业务优势协同协作，且自身基本面不断向好，行业规模持续增长，未来业务将呈现高成长性。公司是稀缺的以不良资产管理为主营业务的 A 股上市公司，我们以港股上市公司中国信达、中国华融进行同业比较，中国华融、中国信达、海德股份 PE（2021A）分别为 176.82x、3.67x、29.85x，结合公司业务规模及盈利能力的提升，我们认为公司开始步入利润释放期，未来几年业绩将保持高速增长，因此给予 PEG 为 0.6 左右水平，即给予公司 2023 年 25.49 倍市盈率水平，对应目标价 45.08 元/股，289.04 亿市值。从盈利预测和公司估值看，公司未来成长空间明确，首次覆盖给予“买入”评级。

表4：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 （亿元）	2021 年营业收入 （亿元）	2021 年归母净利润 （亿元）	2021 年净资产 （亿元）	PE （2021A）
2799.HK	中国华融	247	205	4	342	176.82
1359.HK	中国信达	428	184	121	548	3.67
所选公司均值		338	195	65	445	90.25
000567.SZ	海德股份	98	6.66	3.83	47.41	29.85

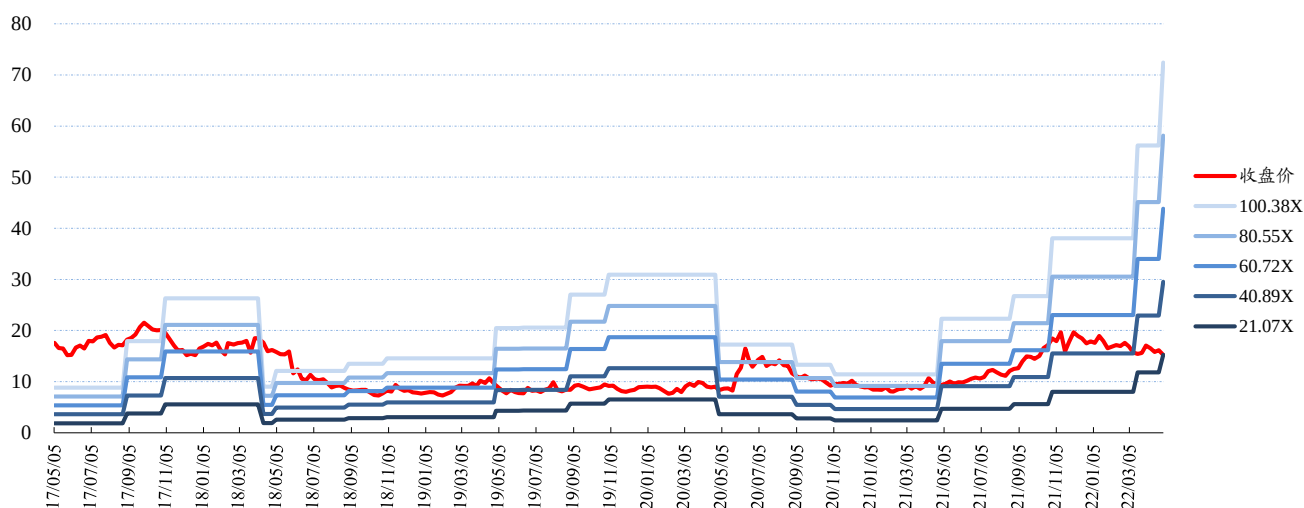
数据来源：Wind，东吴证券研究所（公司总市值为截至 4 月 30 日，PE 为 Wind 一致预期 2021A）

图12: 海德股份 PB band (截至 2022 年 4 月 30 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (盈利预测均来自 Wind 一致预期)

图13: 海德股份 PE band (截至 2022 年 4 月 30 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (盈利预测均来自 Wind 一致预期)

5. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险: 外资 AMC 机构进入中国内地市场, 行业参与主体数量的进一步增加导致海德股份可能会面临市场份额下降的风险。

2) 监管趋严抑制行业创新: 为推动我国资本市场改革, 整改不良资管行业乱象, 监管部门正积极出台和完善行业监管政策, 未来监管政策进一步趋紧, 可能不利于公司开展创新型业务。

3) 人才不足风险: 不管资管行业的竞争是人才的竞争, 随着行业竞争加剧, 及业务规模的不断扩大, 公司面临人才储备不能满足业务发展需要的风险。

4) 经营管理风险: 风险管理和内部控制风险、合规风险、控股子公司管理风险, 公司高管发生变动等风险。

海德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,178	2,486	3,619	4,765	6,615	营业总收入	312	667	1,399	1,994	2,821
货币资金及交易性金融资产	3,416	1,162	2,209	3,214	4,910	营业成本(含金融类)	0	0	0	0	0
经营性应收款项	17	83	55	89	130	税金及附加	2	3	9	12	17
存货	0	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	0	管理费用	93	129	350	550	779
其他流动资产	1,745	1,241	1,355	1,462	28,904	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	910	4,168	4,660	5,160	5,660	财务费用	82	94	130	121	123
长期股权投资	142	0	0	0	0	加:其他收益	0	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	6	6	6	6	6	投资净收益	10	-1	-2	2	1
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	-6	23	-6	-3	-3
无形资产	0	0	0	0	0	减值损失	1	-33	-32	-34	-36
商誉	0	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	营业利润	140	429	871	1,275	1,865
其他非流动资产	763	4,162	4,654	5,154	5,654	营业外净收支	3	-1	-3	-2	-2
资产总计	6,089	6,654	8,279	9,925	12,275	利润总额	143	428	868	1,273	1,862
流动负债	1,151	1,467	2,411	3,015	3,498	减:所得税	15	44	95	139	203
短期借款及一年内到期的非流	997	1,353	1,653	1,853	1,853	净利润	128	383	773	1,134	1,659
经营性应付款项	90	0	337	530	751	减:少数股东损益	0	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	128	383	773	1,134	1,659
其他流动负债	65	114	421	631	894						
非流动负债	580	446	346	246	446	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.60	1.21	1.77	2.59
长期借款	580	444	344	244	444						
应付债券	0	0	0	0	0	EBIT	136	534	1,041	1,431	2,025
租赁负债	0	0	0	0	0	EBITDA	137	535	1,042	1,432	2,026
其他非流动负债	0	2	2	2	2						
负债合计	1,731	1,912	2,757	3,260	3,943	毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
归属母公司股东权益	4,358	4,741	5,522	6,665	8,332	归母净利率(%)	40.99	57.51	55.25	56.88	58.82
少数股东权益	0	0	0	0	0						
所有者权益合计	4,358	4,741	5,522	6,665	8,332	收入增长率(%)	1.46	113.79	109.93	42.48	41.50
负债和股东权益	6,089	6,654	8,279	9,925	12,275	归母净利润增长率(%)	15.82	199.96	101.65	46.70	46.32

现金流量表 (百万元)						重要财务与估值指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	209	-955	1,436	1,504	2,104	每股净资产(元)	6.80	7.40	8.61	10.39	13.00
投资活动现金流	-22	19	-536	-536	-537	最新发行在外股份(百万股)	641	641	641	641	641
筹资活动现金流	-187	123	123	13	105	ROIC(%)	2.05	7.68	13.19	15.67	18.61
现金净增加额	1	-816	1,023	981	1,672	ROE-摊薄(%)	2.93	8.09	14.00	17.02	19.92
折旧和摊销	1	1	1	1	1	资产负债率(%)	28.43	28.74	33.30	32.85	32.12
资本开支	-1	0	-4	-3	-3	P/E (现价&最新股本摊薄)	76.25	25.42	12.61	8.59	5.87
营运资本变动	-12	0	358	149	169	P/B (现价)	2.24	2.06	1.76	1.46	1.17

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

