



打造困境资管独特优势，捕捉个贷不良新机遇 ——海德股份(000567.SZ)首次覆盖报告

核心观点

转型困境资产管理，市场前景广阔。在全球疫情反复、经济下行压力加大的背景下，我国不良资产规模持续攀升，保守估计2022年不良资产市场规模将达6.7万亿元以上。公司于2016年取得地方AMC牌照，从此确定了不良资产管理的发展方向。公司转型后业绩提升显著，2017-2021年净利润CAGR高达51%。公司是稀缺AMC上市标的，有望持续受益于不良资产管理行业的发展。目前，公司杠杆水平仅为0.45倍，远低于同业，为未来业务留出广阔空间。

地方AMC重要性凸显，依托股东产业背景实现错位竞争。我国AMC行业呈现“5+2+AIC+外资系+N”格局，进入壁垒较高。随着我国不良资产规模的迅速扩张，地方AMC作为化解区域下沉风险、服务地方实体经济的“排头兵”重要性进一步提升。公司控股股东永泰集团具有能源、地产等产业背景，助力公司开展收购重组类业务，精准聚焦于能源地产等赛道。目前，公司收购重组类业务底层资产中，煤炭能源类管理规模占比约为85%。集团的产业资源为公司指导企业经营纾困提供了有力支持。控股股东实体产业优势有助于增强公司差异化竞争能力，未来管理规模有望持续提升。

利用金融科技手段快速抢占个贷不良市场先机。2021年，个人不良贷款批量转让试点开启，个贷不良资产行业供给持续增长，也为AMC带来了新的利润增长点，预计潜在市场规模可达万亿以上。公司于2022年8月增资控股西藏峻丰数字技术有限公司，通过金融科技赋能个贷不良资产管理，实现前端资产收购与后端处置的串联。增资的完成有效地提升了公司个贷不良管理的处置能力和效率，有望在行业建立起先发优势。

进军储能领域，实现产业+资管双轮驱动。公司致力于打造“全周期、全链条”式资本管理，确立了资本管理+资产管理的双轮驱动战略。2022年8月，公司与集团旗下永泰能源共同出资设立储能科技公司。布局储能领域有助于提升公司的盈利能力，也进一步强化了公司产业与资管的协同，公司的长期竞争优势有望持续提升。

投资建议

我们预计2022~2024年公司营业收入分别为11.9亿元、15.6亿元、20.5亿元，同比分别增长78.5%、31.3%、31.4%；归母净利润分别为7.64亿元、10.47亿元、13.90亿元，同比分别增长99.3%、37.0%、32.8%。以2022年11月4日收盘价为基准，对应2022年PE为17.22x。我们看好公司未来的发展前景，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

市场环境变动风险、监管趋严、行业竞争加剧。

盈利预测

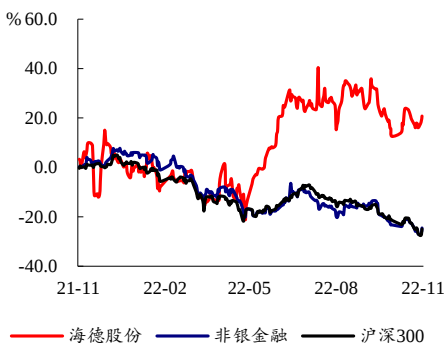
项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	667	1190	1562	2052
增长率	113.8%	78.5%	31.3%	31.4%
归母净利润	383	764	1047	1390
增长率	200.0%	99.3%	37.0%	32.8%
EPS(元/股)	0.60	0.82	1.13	1.49
市盈率(P/E)	34.31	17.22	12.57	9.47

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 倪华
 资格证书 S1710522020001
 电子邮箱 nih835@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	929.65
流通A股/B股(百万股)	929.65/0.00
资产负债率(%)	31.76
每股净资产(元)	5.38
市净率(倍)	2.71
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	20.61/13.16

相关研究

市淨率 (P/B)	2.77	2.55	2.25	1.91
-----------	------	------	------	------

资料来源：东亚前海证券研究所预测，股价以 2022 年 11 月 4 日收盘价 15.26 元为基准

正文目录

1. 投资聚焦	4
2. 转型不良资产管理，民营 AMC 赛道龙头	5
2.1. 历史沿革：转型发展数十载，确立困境资管主布局	5
2.2. 股东债务危机化解，管理层经验丰富	5
2.3. 稀缺 AMC 上市企业，转型助力业绩再上新台阶	7
3. AMC 市场前景广阔，开启不良个贷第二曲线	9
3.1. 依托股东产业禀赋，实现错位竞争	9
3.1.1. 供给驱动市场扩容，政策推进凸显 AMC 重要性	9
3.1.2. 聚焦收购重组业务，专注优势领域不良赛道	12
3.2. 角逐个贷不良蓝海，打开业务成长空间	14
3.2.1. 居民债务风险亟待有效处置，个贷不良市场空间广阔	14
3.2.2. 借助金融科技赋能，快速切入个贷不良市场	16
4. 布局储能领域，实现产业与资管协同	17
5. 盈利预测及估值	18
6. 风险提示	19

图表目录

图表 1. 海德股份股权结构	5
图表 2. 海德股份主营业务介绍	5
图表 3. 截至 2022Q3，海德股份股权结构	6
图表 4. 海德股份组织架构	6
图表 5. 公司近两年营业收入大幅增加	7
图表 6. 公司近两年净利润大幅增加	7
图表 7. 公司管理费用及财务费用情况	7
图表 8. 公司净利润率 2019 年起逐年攀升	7
图表 9. 海德股份总资产及杠杆水平情况	8
图表 10. 民营 AMC 财务状况对比	9
图表 11. 2021 年不良资产规模及同比增长情况	10
图表 12. 商业银行不良贷款余额情况	10
图表 13. 工业企业应收账款情况	10
图表 14. 不良资产管理行业产业链梳理	11
图表 15. 地方 AMC 相关政策梳理	12
图表 16. 收购重组类业务模式	13
图表 17. 公司两类业务资产情况	13
图表 18. 公司存量业务规模分布情况	13
图表 19. 以煤炭行业为例，定位大体量、长周期且具有资源优势的赛道有望提升公司可持续发展能力	14
图表 20. 批量个人业务转让情况	15
图表 21. 试点银行个贷不良资产规模	15
图表 22. 2022Q2 批量个人业务贷款结构(亿元，%)	16
图表 23. 不良贷款转让试点业务平均折扣率走势	16
图表 24. 公司有望在个贷不良市场快速发力，开启新的业绩增长点	17
图表 25. 德泰储能相关公告	18
图表 26. 公司盈利预测	19

1. 投资聚焦

我们认为公司是高潜力行业中的具有自身特色的企业：

从宏观层面，受疫情影响，经济下行压力加大，不良资产供给持续增加，不良资产行业市场规模未来预计可达 10 万亿以上。相关政策频出，鼓励 AMC 在经济风险化解方面有所作为，公司有望持续受益于不良资产供给扩容叠加政策利好，业务前景广阔；

在业务层面，公司依托控股股东禀赋，聚焦于能源、地产及上市公司收购重组业务，通过一揽子的债务重组方案，利用产业思维帮助企业经营纾困，提升资产价值；在 B 端业务具备一定差异化优势的基础上，公司利用金融科技赋能，切入 C 端个贷不良资产管理赛道。个贷不良资产管理正处于市场化起步阶段，市场规模预计将超万亿。公司通过控股金融科技子公司，已经形成了较为完善的个贷不良线上评估及处置系统，力争用 3-4 年时间实现资产管理规模达到千亿元，为公司带来新的业绩弹性；

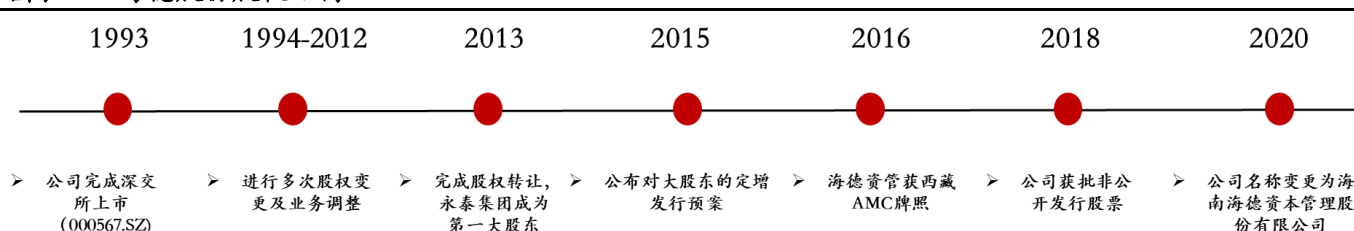
从战略层面，公司加码储能及新能源领域投资，在获取长期财务收益的同时，进一步契合公司能源资源禀赋，有利于实现产业与资管业务的双轮驱动。综上所述，公司已建立起区别于其他地方 AMC 的竞争优势，未来资产管理规模有望持续高增，业绩增长可期。

2. 转型不良资产管理，民营 AMC 赛道龙头

2.1. 历史沿革：转型发展数十载，确立困境资管主布局

公司成立以来多次转型，最终确立以资产管理为主业。公司于 1993 年在深圳证券交易所上市。公司成立时从事纺织业务，后转向房地产开发业务。2013 年公司完成实控人变更，永泰集团通过受让原公司第一大、第二大股东股权，成为实际控制人。大股东变更定调公司向资产管理方向转型。2016 年海德资管成立，当年取得地方 AMC 牌照，从此持续布局困境资管领域。目前公司主要从事困境资产收购重组业务、收购处置业务、特殊机遇投资业务以及管理类业务四种业务类型，并与多地大型金融机构及企业建立战略合作关系。

图表1. 海德股份股权结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表2. 海德股份主营业务介绍

业务名称	业务模式
困境资产收购重组业务	针对具备发展前景或重组价值，但暂时陷入困境的企业进行收购，对困难企业设计个性化债务重组方案，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
困境资产收购处置业务	公司以竞标、竞拍、摘牌或协议转让等方式从银行、非银行金融机构和非金融机构收购困境资产，对困境资产进行阶段性经营管理，通过本息清收、打包转让等处置方式，实现资产增值
特殊机遇投资业务	一是和其他资管公司合作，共同发起设立困境资管产品或认购其已发行的困境资管产品份额；二是公司在市场上认购商业银行发起的不良资产 ABS 次级档产品
管理类业务	依托公司困境资产管理经验、客户资源和专业能力等优势，为需求企业提供定制的个性化金融服务并从中获取服务费

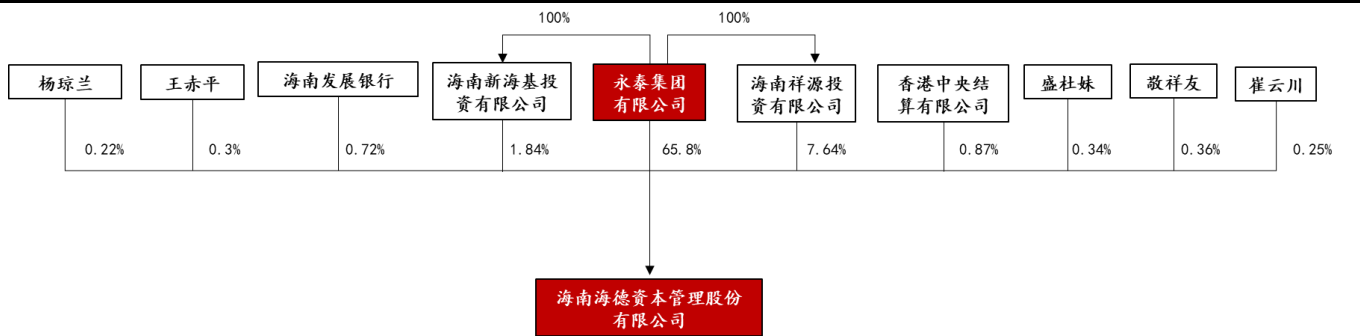
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2.2. 股东债务危机化解，管理层经验丰富

公司第一大股东为永泰集团，于 2021 年末完成重组。永泰集团直接持有公司 65.8% 的股份，并通过子公司海南祥源投资有限公司及海南新海基投资有限公司间接持有 9.48% 股份，合计共持 75.28% 股份。永泰集团旗下共

有三家上市公司，集团以煤炭等能源产业为主业，涵盖金融、房地产、能源等多个业务板块。2021 年，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，集团债务风险整体得到化解。控股股东的重组完成有利于增强市场对公司未来长期稳定发展的信心，多元的经营模式也为公司在实体产业开展困境资管业务提供了资源支持。

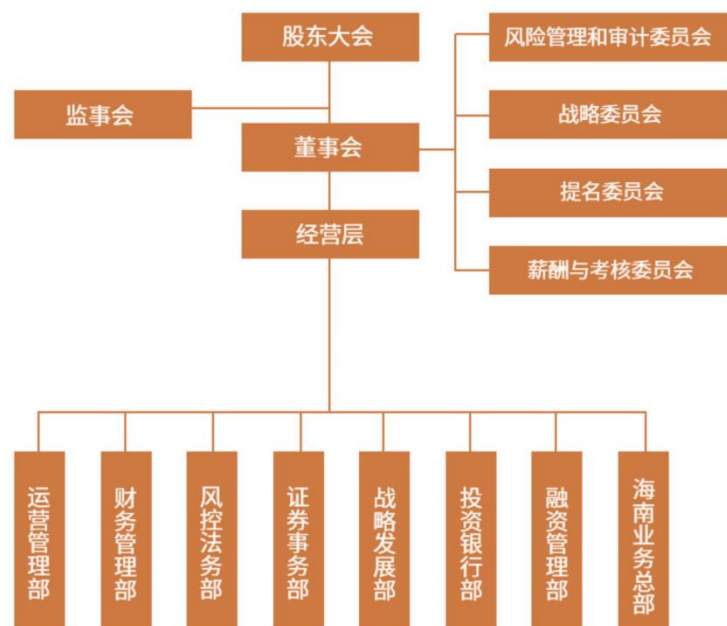
图表3. 截至 2022Q3，海德股份股权结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

公司经营团队经验丰富，人才激励机制健全。公司实际控制人董事长王广西先生曾任江苏省投资公司业务经理，江苏省房地产投资公司副总经理等职位，具有丰富的金融及实业从业经验，公司核心高管及成员也均具有资管或产业背景，为公司深耕困境资产领域，延伸资管业务布局提供了保障。与此同时，公司建立了完善的组织架构和灵活的激励机制，将薪酬管理与公司战略、业务发展及人才引进相结合。目前，公司已经培养了一批中层骨干后备力量，为公司未来发展提供了有力人才支撑。

图表4. 海德股份组织架构

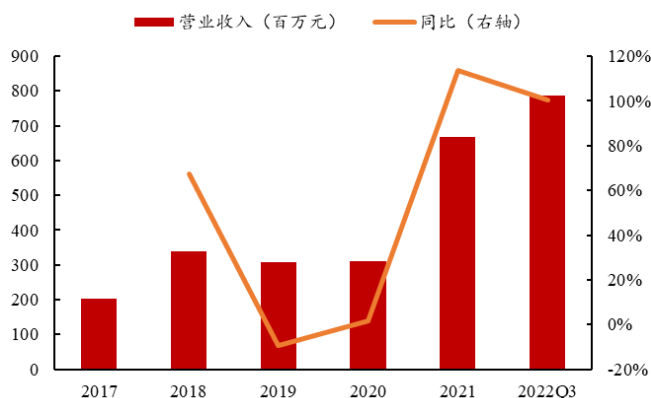


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.3. 稀缺 AMC 上市企业，转型助力业绩再上新台阶

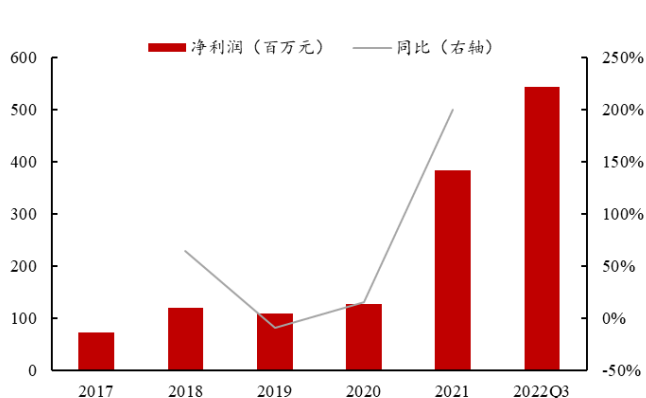
公司转型后业绩提升显著。自 2017 年公司转型以来，资产管理收入占比始终达 99% 以上。2021 年公司实现营业收入 6.67 亿元，同比+114%，2017-2021 年 CAGR 为 35%；2021 年公司实现净利润 3.83 亿元，同比+199.96%，2017-2021 年 CAGR 高达 51%。截至 2022Q3，公司存量管理规模达 69.36 亿元，较年初增长 15.84%。AUM 的增长驱动公司业绩持续提升。2022 年前三季度，公司实现营业收入 7.86 亿元，同比+100.33%；实现归母净利润 5.43 亿元，同比+135.19%。

图表5. 公司近两年营业收入大幅增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

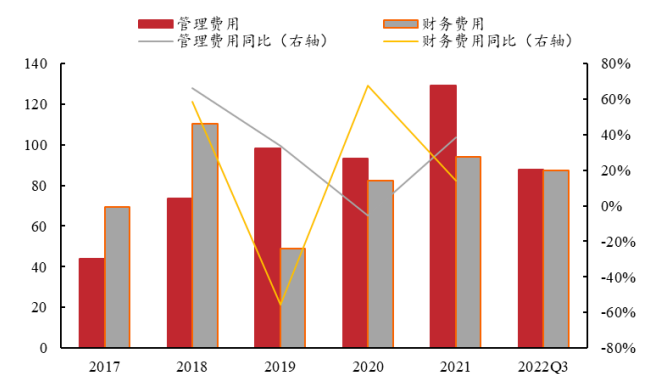
图表6. 公司近两年净利润大幅增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

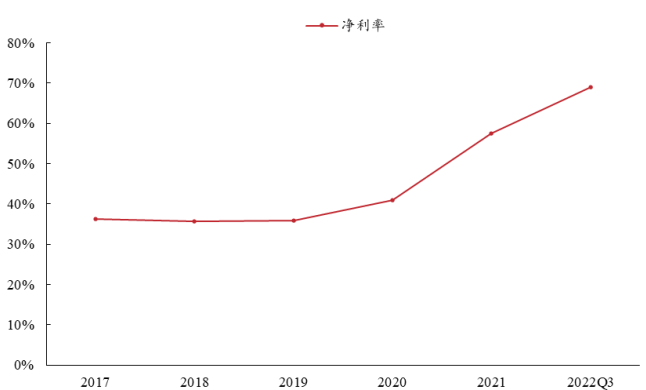
管理费用同比下降，净利率 2019 年起逐年提高。公司的主营业务为金融业，没有营业成本，发生的相应支出计入管理费用。公司持续推进降本增效，提升资产管理的效率，2020 年起公司管理费用同比增速均低于营收及净利润同比增速。在公司员工数量维持相对稳定且资产管理规模明显提升的情况下，2022Q3，公司管理费用同比-4%，反映出公司资产运营效率和管理能力进一步增强。就公司的综合盈利能力而言，公司净利率从 2019 年的 35.9% 大幅提升至 2022Q3 的 69.1%，利润逐渐释放，业务发展已迈上新台阶。

图表7. 公司管理费用及财务费用情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

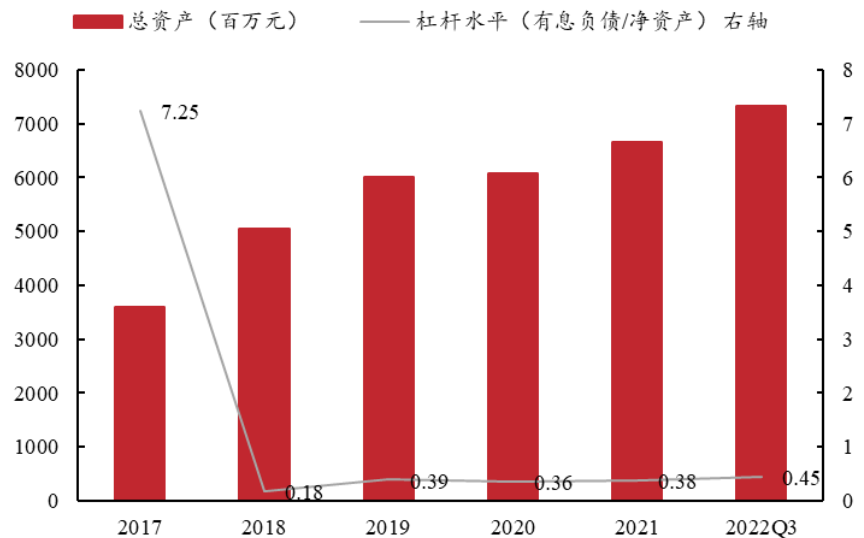
图表8. 公司净利率 2019 年起逐年攀升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

总资产稳步增长，杠杆水平有较大提升空间。截至 2022Q3，公司总资产规模达 73.24 亿元，较年初+10.1%，2017-2021CAGR 为 17%。资产规模的增长有利于公司更好开展融资业务。公司坚持稳健经营的策略，2018 年完成非公开发行股票后，公司杠杆水平（有息负债/净资产）显著下降。2022Q3，公司杠杆率仅为 0.45 倍，位于业内较低水平，未来提升可能较大。资产规模的持续增加和较低的杠杆水平反映出公司未来业务规模仍具有较大的潜在空间。

图表9. 海德股份总资产及杠杆水平情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

与同业相比，公司财务状况表现良好。公司是 A 股市场唯一一家获得 AMC 牌照、且以困境资产管理为核心业务的上市企业，因此我们选取民营 AMC 中发债企业与公司财务状况进行对比分析：

1) 从**资本实力**来看，截至 2022H1，公司总资产水平低于另外两家企业，但注册资本规模最高。公司注册资本/总资产比重达 67%，其余两家公司占比均在 30% 以下，反应出公司控股股东对公司业务的支持；

2) 从**资本结构**来看，截至 2022H1，公司资产负债率为 32.1%，杠杆倍数为 0.45 倍，均显著低于另外两家公司，反映出公司较为稳健的经营能力，公司近年来持续扩张管理规模和项目储备，短期负债水平相对较高，但总体水平仍较为可控；

3) 就**偿债能力**而言，公司的现金比率为 8.7%，短期偿债能力位于三家公司中游。截至 2021 年末，公司 EBITDA 利息保障倍数为 5.09 倍，长期偿债能力表现优异，与公司的负债结构较为匹配；

4) 从**盈利能力**来看，公司的净利率和年化 ROE 分别为 67.4%/13.2%，显著高于另外两家公司的 26.6%/7.8% 和 25.9%/9.4%，反应出公司较为出色的管理能力。

综上所述，在资本规模相对较低的情况下，公司的偿债能力、资本结构和盈利能力表现均相对优于同业，体现出公司较强的综合实力和经营效率，随着未来资产规模和杠杆水平的提高，公司有望撬动更多不良资管项目，获得持续丰厚的回报。

图表10. 民营 AMC 财务状况对比

公司名称	资本实力		资本结构			偿债能力		盈利能力	
	注册资本 (亿元)	总资产 (亿元)	杠杆 水平	资产负 债率	流动负债/ 总负债	现金 比率	EBITDA 利息保障 倍数	净利率	年化 ROE
湖北天乾资 产管理有限 公司	27.22	110.68	0.78	59.7%	61.4%	1.0%	3.78	26.6%	7.8%
海德股份	47.21	70.33	0.45	32.1%	71.0%	8.7%	5.09	67.4%	13.2%
国厚资产管 理股份有限 公司	27.92	137.15	1.12	60.4%	42.5%	25 %	-	25.9%	9.4%

注：EBITDA 利息保障倍数截至 2021 年末，其余数据截至 2022H1
资料来源：Wind、东亚前海证券研究所

3. AMC 市场前景广阔，开启不良个贷第二曲线

3.1. 依托股东产业禀赋，实现错位竞争

3.1.1. 供给驱动市场扩容，政策推进凸显 AMC 重要性

不良资产管理是典型的“供给驱动型”市场，行业迎来发展良机。不良资产市场具有逆周期属性，受海外经济预期转弱、疫情冲击及国内地产下行等多重因素的影响，债券市场违约、城投债务承压、企业流动性紧缩等风险事件频出，不良资产供给随之增多。根据《中国金融不良资产市场调查报告 2022》数据显示，2021 年中国不良资产整体规模约为 5.88 万亿元，较 2020 年增加 6700 亿元，同比增长 12.86%。其中，受房地产信托违约增加影响，非银行金融机构的不良资产规模同比+38%，增幅显著高于商业银行和非金融企业。截至 2022H1，商业银行不良贷款余额达 2.95 万亿元，同比+6%；截至 2022H1，非银金融机构管理规模达 89 万亿元，按照 3% 的不良率计算，非银金融机构不良资产规模约为 2.7 万亿元。截至 2022 年 8 月，全国规模以上工业企业应收账款 20.97 万亿元，较年初+11%。按 5% 的不良率，计算得出非金融机构不良资产规模约 1 万亿元。供给增加驱动市场扩张，保守估计 2022 年我国不良资产市场规模将达 6.7 万亿元以上，未来规模有望进

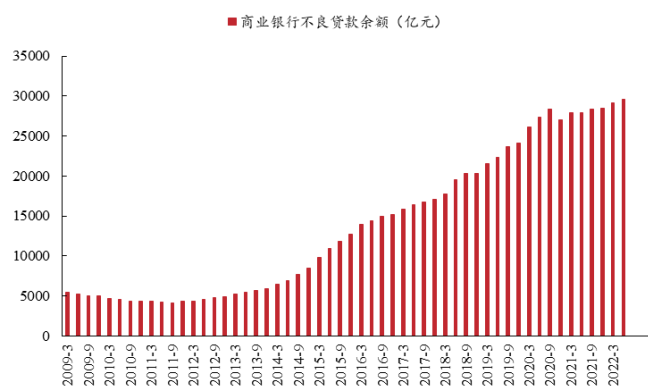
一步增长达 10 万亿以上，行业前景广阔。

图表11. 2021 年不良资产规模及同比增长情况

来源	规模 (万亿元)	同比增幅
商业银行	2.85	5.4%
非银金融机构	1.57	38.2%
非金融企业	1.46	6.6%
合计	5.88	12.9%

资料来源：银保监会，《中国金融不良资产市场调查报告 2022》，东亚前海证券研究所

图表12. 商业银行不良贷款余额情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

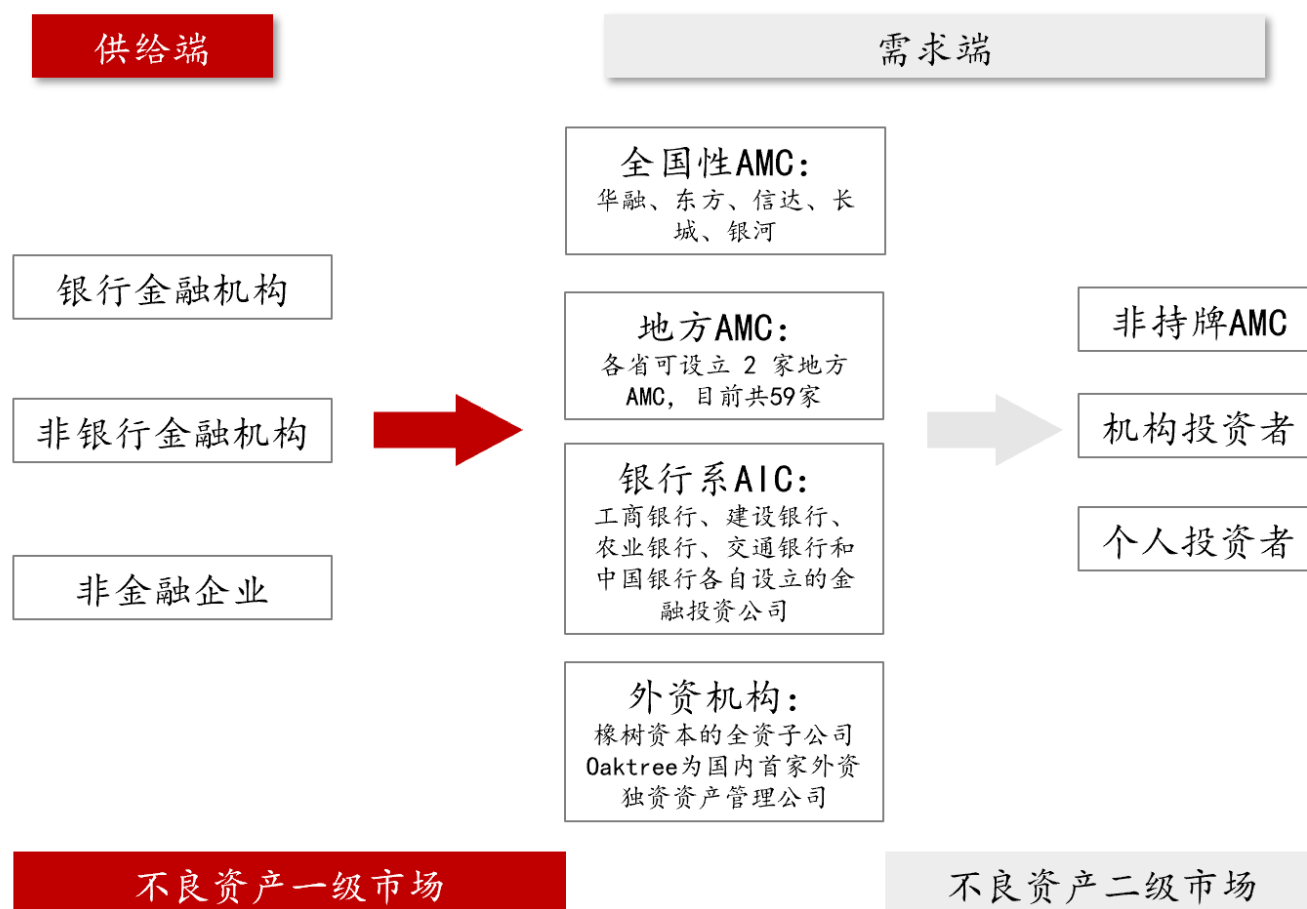
图表13. 工业企业应收账款情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

目前我国 AMC 行业呈现“5+2+银行系 AIC+外资系+N”格局，进入壁垒较高。我国不良资产行业的参与主体主要为 5 家全国性金融资产管理公司、各省可设立的 2 家地方 AMC、5 家银行系 AIC、外资控股的不良资产管理公司以及非持牌 AMC。根据银保监会数据显示，截至 2022 年 3 月，已获银保监会批复的持牌资产管理公司共 64 家，其中全国性资产管理公司 5 家，地方性资产管理公司 59 家。持牌 AMC 可以直接向供给端购买不良资产，而非持牌 AMC 只能向持牌机构处购买资产。资产管理公司审批落地难度较大，政策要求除单列地级市外，省级政府仅允许设立两家不良资产管理公司，AMC 牌照具有稀缺性。公司于 2016 年获批地方 AMC 牌照，具备一定先发优势。

图表14. 不良资产管理行业产业链梳理



资料来源: 银保监会《地方资产管理公司名单》、东亚前海证券研究所

系列政策出台支持引导, 地方 AMC 有其存在的必要性。近年来, 我国不良资产规模扩张迅速, 且呈现出业务领域分散、结构较为复杂的特征, 仅依靠全国性 AMC 难以承接规模庞大、结构复杂的不良资产。此外, 在经济下行压力加大的背景下, 信用风险也从大型机构逐渐下沉至中小机构, 地方 AMC 本土优势显著, 在整合省内资源, 防范化解地方风险上具有不可或缺的地位和作用。在政策层面, 监管机构始终引导地方 AMC 聚焦主业, 规范有序发展。2021 年以来, 监管机构相继发布《地方资产管理公司监督管理暂行办法(征求意见稿)》和《地方金融监督管理条例(草案征求意见稿)》, 对地方 AMC 的展业范围、地域限制、经营模式等都做出了进一步的规范, 鼓励地方 AMC 更好地扮演维护区域经济稳定、盘活存量资金的角色。地方 AMC 的重要性进一步凸显。

图表15. 地方 AMC 相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2013 年 11 月	《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》	各省、自治区、直辖市人民政府可根据相关审慎性条件设立或授权一家地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购、处置业务
2016 年 9 月	《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》	放宽关于各省级人民政府原则上可设立一家地方资产管理公司的限制，允许确有意愿的省级人民政府增设一家地方资产管理公司
2019 年 7 月	《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》	参照全国性 AMC 的监管逻辑，在注册资本、控股股东、业务范围等方面进行了详细的规定，从严对与地方 AMC 进行监督管理，为地方 AMC 监管划定风险底线
2021 年 8 月	《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》	对地方 AMC 的设立流程、经营范围、禁止性规定等方面作出了明确要求，初步形成了全国统一的监管框架；明确地方 AMC 每年新增投资额中，主营业务投资额占比应不低于 50%，收购金融机构不良资产投资额占比应不低于 25%。
2021 年 12 月	《地方金融监督管理条例(草案征求意见稿)》	明确了地方金融监管职责、地方金融组织定义和监管规则，强调地方金融组织需持牌经营并总体坚持服务本地的原则，跨省级行政区域开展业务的规则由国务院或授权国务院金融监督管理部门制定

资料来源：银保监会、东亚前海证券研究所

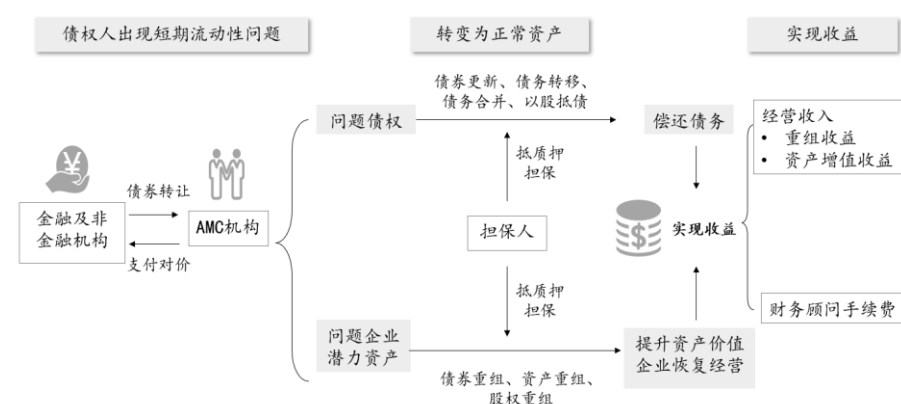
地方 AMC 区域差异化经营将成为大势所趋。各区域经济发展状况的不同，带来了区域不良资产供给的差异。作为区域经济风险化解的主体之一，地方 AMC 需要根据当地的市场发展情况，制定差异化经营策略，仅通过批量转让、委托处置等处置手段，聚焦于银行不良资产的传统模式已无法满足当前市场竞争的需要。地方 AMC 需要通过与全国性 AMC 或地方企业开展合作，扩张业务半径；也需要进一步开拓非银行金融机构及非金融企业业务，拓展能力范围，才能够实现竞争优势的最大化。

3.1.2. 聚焦收购重组业务，专注优势领域不良赛道

把握行业趋势，发力困境资产收购重组。公司目前聚焦于困境资产收购重组类业务，挖掘具备发展前景，但暂时遇到流动性问题或经营困难的企业，对企业进行经营纾困，并从中获得相应收益。处置类业务更注重购买人与资产的撮合，重组类业务更考验从业者的重组经营能力。公司需要在收购债权之后对困境企业设计个性化的债务重组方案，并达成新的债务重组协议，通过多种综合手段，恢复困境企业的价值和流动性。重组类业务的开展需要依

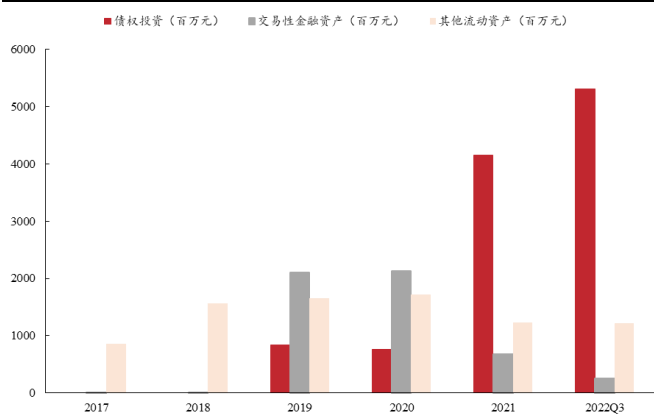
托 AMC 自身的定位和禀赋,具有相关行业背景的公司可以以更低的价格和更高的效率介入项目接洽、评估、收购在内的业务全链条,从而获取超额收益。根据公司数据,收购重组类业务平均收益率为 15%左右。2022 年前三季度,公司收购重组类业务收入为 3.64 亿元,占比 73.43%,收购处置类业务收入为 2.07 亿元,占比 26.34%。公司收购重组类业务占比大幅提升。从存量来看,截至 2022Q3,公司存量业务管理规模为 69.36 亿元,其中收购重组类业务规模为 64.12 亿元,占比 93%,收购处置类业务 2.85 亿元,占比 7%;从增量来看,截至 2022Q3,公司新增投放 16 亿元,其中收购重组类业务 14.4 亿元,收购处置类业务 2.50 亿元。收购重组类业务占比的提升有望进一步提升公司的盈利能力和竞争力。

图表16. 收购重组类业务模式



资料来源:中国华融招股说明书,东亚前海证券研究所

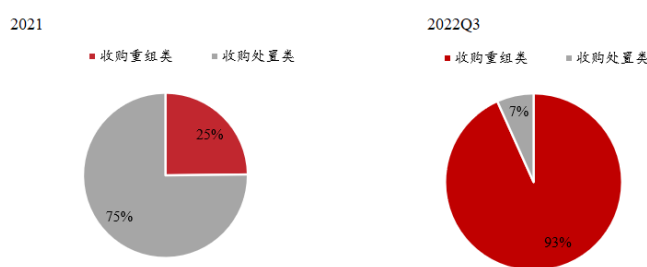
图表17. 公司两类业务资产情况



注:重组类业务计入债权投资或其他流动资产;处置类业务计入交易性金融资产

资料来源:公司年报,东亚前海证券研究所

图表18. 公司存量业务规模分布情况

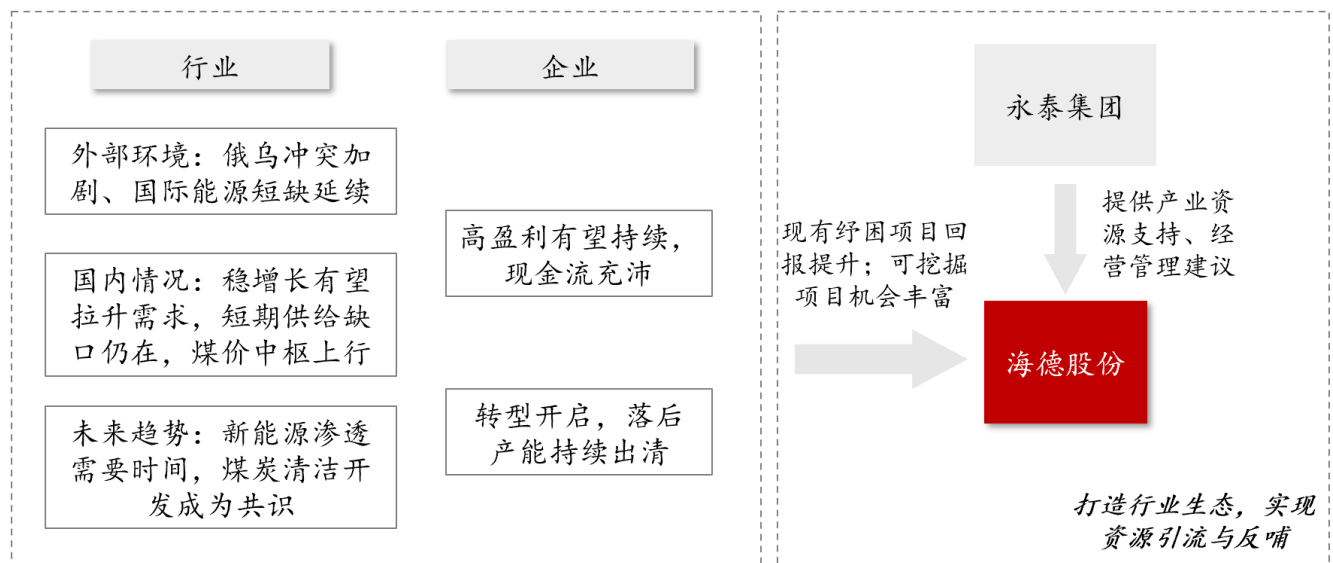


资料来源:公司年报,东亚前海证券研究所

借助股东资源,确立差异化优势。公司并未采取“大而广”的业务模式,而是专注于选择体量大、周期长的赛道。目前,公司已形成能源、地产及上市企业收购重组三大业务方向,项目分布于山西、上海、江浙等地。公司控股股东永泰集团具有能源、地产等实业背景,旗下控股公司永泰能源为能源类上市企业。依托股东产业背景及资源,公司在纾困能源、地产企业方面相

较于其它 AMC 公司优势显著。永泰集团及永泰能源可以为公司提供渠道资源对接和经营建议，以产业思维帮助收购企业快速完成纾困；公司可以依靠自身在不良资产行业的经验，快速精准地对收购企业给出资产评估和重组方案。集团产业优势有助于巩固公司的差异化竞争优势。精选赛道，精准定位也有望为公司长期持续发展赋能。以能源行业为例，受俄乌冲突、全球大宗商品供不应求及国内能源结构转型尚未完成等多重因素的影响，煤炭行业仍具备中长期向上空间。在此背景下，公司现有项目业绩修复空间或将提升，而随着未来能源企业的转型升级及行业高景气的回落，公司业务机会又有望增加。

图表19. 以煤炭行业为例，定位大体量、长周期且具有资源优势的赛道有望提升公司可持续发展能力



资料来源：东亚前海证券研究所

加强战略合作，加速业务拓展。公司目前已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，并于2022年8月对北京子公司进行增资，在山西设立子公司。多地子公司及战略合作协议的落地有利于公司进一步推进项目节奏，提高公司市场覆盖率。

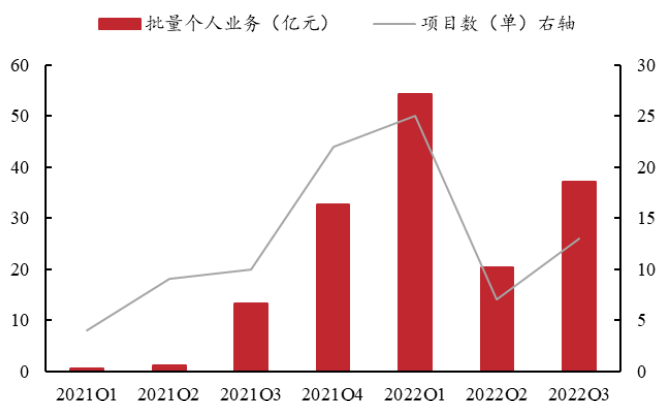
3.2. 角逐个贷不良蓝海，打开业务成长空间

3.2.1. 居民债务风险亟待有效处置，个贷不良市场空间广阔

从供给端来看，个贷不良市场空间可达万亿，待挖掘潜力巨大。近年来银行持续推进零售转型，个贷占比上升，个人不良贷款规模相应提高。小额贷款公司、消费金融公司等机构的发展也带来了个贷不良风险的增加。银行对个人不良贷款主要通过委托催收、核销及资产证券化三种手段进行管理，但三种方式所需的人力物力成本均较高，回收规模有限，银行等机构有较大的动力引入专业机构实现个贷不良资产批量“买断”。2021年，个人不良

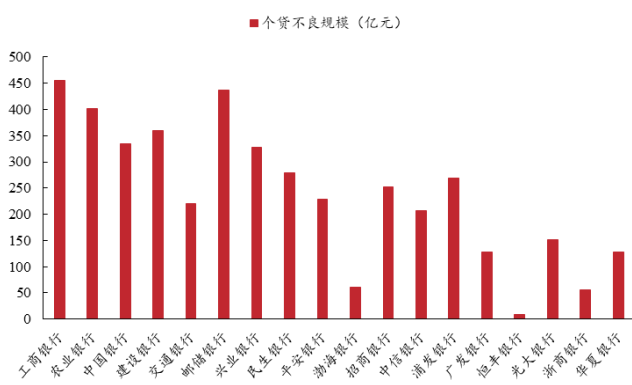
贷款批量转让试点开启，在试点初期，各家银行以“小包演练”为主，经过一年的探索与运营，资产供给规模提升明显。根据银登中心数据显示，2021年，批量个人业务共成交45单，本息费合计47.56亿元。2022H1，批量个人业务共成交32笔，本息费合计74.6亿元。据试点的18家国有银行及股份制银行年报及半年报数据显示，截至2022H1，试点银行个人不良资产规模达4000亿元以上，未来待开发的供给体量巨大。根据公司测算，个贷不良资产未来释放可超万亿元，市场空间可期。

图表20. 批量个人业务转让情况



资料来源：银登中心，东亚前海证券研究所

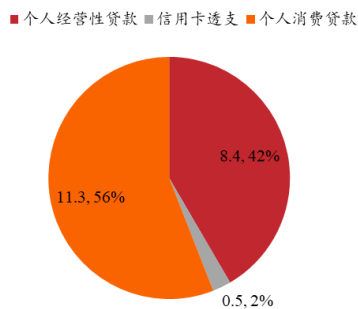
图表21. 试点银行个贷不良资产规模



注：广发银行、恒丰银行数据截至2021年末，其余银行截至2022H1
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

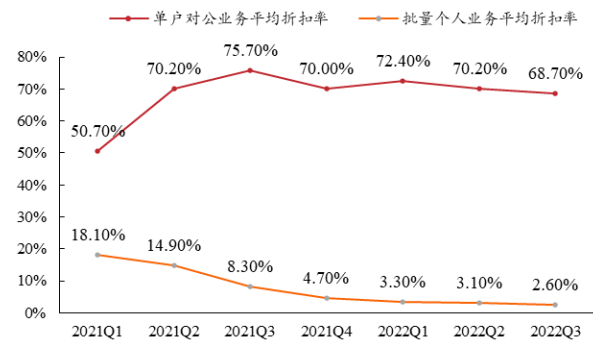
从需求端看，处置个贷不良业务有望为 AMC 带来新的利润增长点。根据银登中心《不良贷款转让试点业务年度报告（2021 年）》显示，投资者对批量个人业务关注度较高，平均每单业务有 5 家资产管理公司报名参与竞价。从所披露的资产结构来看，个人业务不良资产主要集中于个人消费贷款和个人经营类贷款，单笔金额相对较低。在国家信用体系建设日趋完善的背景下，债务人对于消除征信风险，支付小额不良贷款的意愿有望增强，处置个贷不良业务具有相对确定的投资安全垫。从资产特点来看，个人贷款不良资产具有单笔金额小、数量大、经营周期长等特点。在此背景下，银行等机构采用批量方式进行个人不良贷款资产转让，折扣率远低于对公不良贷款，地方 AMC 作为受让方，有更多的价值挖掘与修复机会。根据银登中心数据显示，截至 2022Q3，有 99% 以上的批量个人业务都是由地方 AMC 完成受让。

图表22. 2022Q2 批量个人业务贷款结构(亿元, %)



资料来源：银登中心，东亚前海证券研究所

图表23. 不良贷款转让试点业务平均折扣率走势



资料来源：银登中心，东亚前海证券研究所

3.2.2. 借助金融科技赋能，快速切入个贷不良市场

个贷不良资产处置需要“以时间换空间”。传统的催收方式一般人力催收为主，利用电催坐席、外访催收等手段，属于劳动密集型模式，成本相对较高，回收率也不够理想。目前，我国对个贷不良资产的回收评估区间一般为2-3年左右，而海外不良资产管理公司对于个人不良贷款的处置周期一般为十年左右。低效的催收模式和较短的回收区间导致个贷不良资产市场处于相对低估的阶段，现有玩家也都处于跑马圈地阶段，缺乏系统性、长期性的商业模式，处置机构需要具备一定的处置能力，才能够在个贷不良资产市场这片新蓝海实现突围。

通过金融科技手段切入个贷不良市场，有望带来新的业绩弹性。公司于2021年7月获批参与不良贷款转让试点工作；2022年8月，公司以自有资金向西藏峻丰数字技术有限公司增资人民币5000万元并成为目标公司控股股东；2022年10月，公司全资子公司海德资管及控股子公司峻丰技术与新浪数字签署《战略合作协议》，在个贷不良资产收购、管理、经营与处置方面建立紧密业务合作关系。我们认为，本次收购加强了公司在个贷不良市场的竞争能力，有望助力公司迅速打开个贷不良市场：

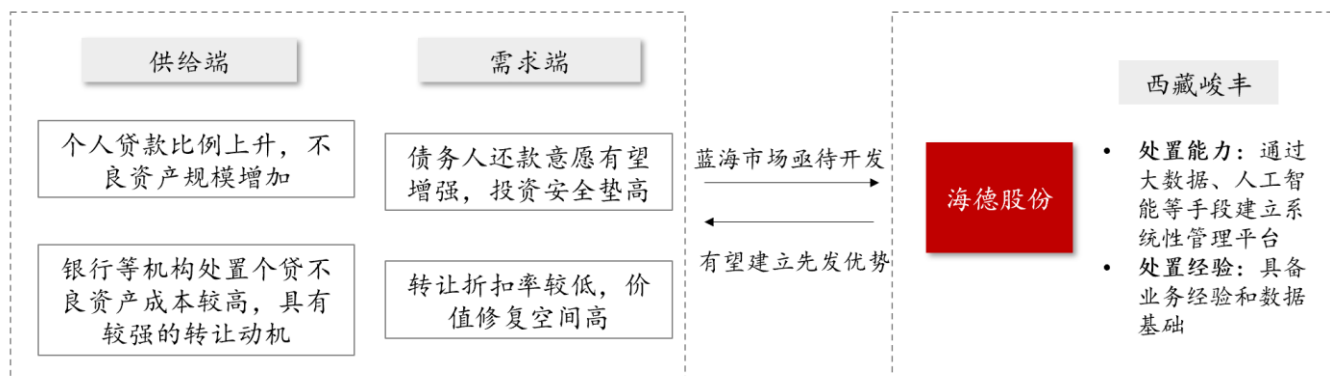
从**处置能力**来看，西藏峻丰拥有16项软件著作权，已建立起包含资产评估、OCR识别、诉讼保全归档等在内的全业务链条管理平台，为公司对“个贷包”实现批量化、全线上管理提供了技术支撑和系统支持，从而极大地提升了个人贷款不良资产收购、估值定价和回收的效率。

从**处置经验**来看，据公司披露，目标公司已在消费信贷行业开展业务较久，在前端助贷及后端处置都具有一定经验。目前，目标公司已完成了几十万笔清收业务，积累了一定数据基础和经营经验，有助于公司对更好地匹配债务人生命周期，对客户群进行更高效地管理，从而提升资产回收的概率。

综上所述，供需两端的协同发力有望打开个贷不良市场万亿潜在空间。海德股份通过较早布局 and 金融科技赋能切入C端赛道，有望持续受益于蓝海市场的发展。据公司披露，公司已经通过银登中心竞得广发银行2022年第一期个人经营类信用不良资产包。未来公司将通过收购处置和委托处置

两种方式迅速打开市场，力争在 3-4 年内实现个贷不良资产规模达千亿级别，个贷业务也有望为公司带来新的业绩弹性。

图表24. 公司有望在个贷不良市场快速发力，开启新的业绩增长点



资料来源：东亚前海证券研究所

4. 布局储能领域，实现产业与资管协同

公司积极布局优势资产投资，实现“资本管理+资产管理”双轮驱动。公司主要通过股权投资的方式开展资本管理业务，聚焦于储能新能源等符合国家产业政策、具备发展前景的领域。公司于 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》。2022 年 8 月，公司与永泰能源共同投资设立北京德泰储能科技有限公司（以下简称“德泰储能”），其中，海德股份出资 4.9 亿元，持股 49%。根据公司公告，德泰储能将以投资电化学储能项目为主业，为新能源及传统电力系统提供全套储能解决方案。目前，德泰储能已拥有敦煌、张家港等项目储备，业务有望在 1 年内取得实质性突破。德泰储能的设立一方面有望为公司带来丰厚的财务回报，另一方面，能够加强公司产业资源的开拓与合作，从而反哺于资产管理业务，强化产业与资管业务协同。

图表25. 德泰储能相关公告

时间	公告内容	交易方情况
2022/8/31	德泰储能与新疆汇友集团、汇宏矿业共同签署了《收购协议》，收购汇宏矿业 65%股权	汇宏矿业主营业务为钒矿开采及冶炼，以敦煌市平台山钒资源开发为核心，后续通过补充勘探和对开采、冶炼设备进行更新和技术改造，汇宏矿业拥有的钒矿石资源量可达 2,490 万吨，五氧化二钒资源量可达 24.15 万吨，五氧化二钒产能 3,000 吨/年。
	德泰储能以现金方式对百穰新能源进行增资 1,000 万元；其他投资方拟增资约 4,000 万元。	百穰新能源是全球领先的压缩二氧化碳储能系统研发商，拥有低压气仓和系统设计等核心技术；通过签订排他协议锁定了国内顶尖的供应商；利用先发优势，构建了专利壁垒，已申请发明专利 10 项，6 项获得授权。
	德泰储能与沙洲电力签署了《张家港沙洲电力有限公司 2×1000MW 机组全钒液流电池储能辅助调频项目合同》，项目由德泰储能投资 15,000 万元，在沙洲电力 2×1000MW 机组上增设 30MW/30MWh 全钒液流电池储能系统，建设 2×1000MW 机组储能辅助调频项目并开展运营维护工作，双方共同开展储能 AGC（自动发电控制）调频业务合作。	沙洲电力采用先进储能技术联合煤电机组开展电网 AGC（自动发电控制）调频辅助服务，可及时有效地解决区域电网调频资源不足的问题，改善电网运行的可靠性和安全性，促进可再生能源消纳并降低发电机组磨损。本次合作建设的沙洲储能项目将采用全钒液流电池储能系统，属于国内首创的火电侧储能辅助调频项目。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测及估值

受益于不良资产行业前景广阔，公司的资产管理规模有望持续扩张。公司目前已初步确立 TO B 困境资产重组+TO C 个贷不良+储能产业资管三大业务版图。随着公司 TO B 业务的稳步扩张及 TO C 业务的快速发力，结合公司较低的杠杆水平和持续优化的管理能力，公司未来三年业绩有望实现迅速增长。

我们预计 2022~2024 年公司营业收入分别为 11.9 亿元、15.6 亿元、20.5 亿元，同比分别增长 78.5%、31.3%、31.4%；归母净利润分别为 7.64 亿元、10.47 亿元、13.90 亿元，同比分别增长 99.3%、37.0%、32.8%。预计 2022~2024 年每股收益分别为 0.82 元、1.13 元、1.49 元，每股净资产分别为 5.54 元、6.28 元、7.40 元，以 2022 年 11 月 4 日收盘价 15.26 为基准，对应 PE 分别为 17.22x、12.57x、9.47x，对应 PB 分别为 2.55x、2.25x、1.91x。我们看好公司未来的发展前景，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表26. 公司盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	667	1190	1562	2052
增长率	113.8%	78.5%	31.3%	31.4%
归母净利润	383	764	1047	1390
增长率	200.0%	99.3%	37.0%	32.8%
EPS (元/股)	0.60	0.82	1.13	1.49
市盈率 (P/E)	34.31	17.22	12.57	9.47
市净率 (P/B)	2.77	2.55	2.25	1.91
每股净资产	7.40	5.54	6.28	7.40

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 以11月4日收盘价15.26元为基准

6. 风险提示

市场环境变动风险: 经济的波动可能会导致公司回收周期变长, 处置难度加大, 业务开展进程放缓会对公司收入带来较大影响;

监管趋严: 政策对于不良资产行业的收紧可能会对公司业务展开造成影响;

行业竞争加剧: 不良资产行业参与者众多, 随着行业规模的扩大, 新进入者或原有参与者的竞争可能会进一步加剧。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	667	1190	1562	2052
营业总成本	226	285	373	488
营业成本	-	0	0	0
营业税金及附加	3	6	8	10
销售费用	-	0	0	0
管理费用	129	151	198	259
研发费用	-	0	0	0
财务费用	94	128	167	219
投资净收益	-1	1	2	2
公允价值变动净收益	23	-20	-5	-3
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-33	-28	-24	-20
资产处置收益	-	0	0	0
营业利润	429	857	1162	1543
加: 营业外收入	5	7	7	8
减: 营业外支出	6	6	6	6
利润总额	428	858	1163	1544
减: 所得税	44	94	116	154
净利润	383	764	1047	1390
归属于母公司所有者的净利润	383	764	1047	1390
加: 其他综合收益	0	0	0	0
综合收益总额	383	764	1047	1390
减: 归属于少数股东的综合收益总额	-	0	0	0
归属于母公司普通股股东综合收益总额	383	764	1047	1390

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.60	0.82	1.13	1.49
PE	34.31	17.22	12.57	9.47
PB	2.77	2.55	2.25	1.91
ROE	8%	15%	18%	20%
ROA	5.8%	9.9%	11.7%	12.8%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	479	497	282	121
交易性金融资产	683	336	432	549
应收票据及应收账款	73	0	0	0
预付款项	10	25	25	20
其他应收款	12	12	13	14
买入返售金融资产	2	2	2	2
其他流动资产	1227	1263	1397	1658
流动资产合计	2486	2135	2150	2365
债权投资	4157	5397	6652	8292
投资性房地产	0	144	152	159
固定资产	6	8	5	5
无形资产	0	0	0	0
递延所得税资产	5	7	6	7
非流动资产合计	4168	5556	6814	8463
资产总计	6654	7692	8965	10828
短期借款	795	984	1287	1683
应付职工薪酬	16	18	24	31
应交税费	44	85	105	139
其他应付款	54	55	60	66
一年内到期的非流动负债	558	815	914	1085
流动负债合计	1467	1957	2389	3004
长期借款	444	583	732	945
递延所得税负债	2	2	2	2
非流动负债合计	446	584	734	947
负债合计	1912	2541	3123	3951
实收资本	641	930	930	930
资本公积金	3353	3064	3064	3064
盈余公积金	68	74	82	90
未分配利润	680	1082	1766	2793
归属于母公司所有者权益合计	4741	5150	5842	6877
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	4741	5150	5842	6877
负债和所有者权益总计	6654	7692	8965	10828

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>