



Research and  
Development Center

# 持稀缺 AMC 牌照，开辟业务新蓝海

—海德股份(000567)公司首次覆盖报告

2022 年 11 月 23 日

王舫朝 非银行业首席分析师  
S1500519120002  
010-83326877  
wangfangzhao@cindasc.com

## 证券研究报告

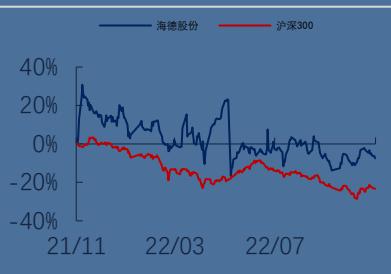
## 公司研究

## 公司首次覆盖报告

海德股份 (000567)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 公司主要数据

收盘价 (元) 14.58

52 周内股价波动区间 20.61-13.16 (元)

最近一月涨跌幅(%) 0.90

总股本(亿股) 9.30

流通 A 股比例(%) 100.00

总市值(亿元) 135.54

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 持稀缺 AMC 牌照，开辟业务新蓝海

2022 年 11 月 23 日

## 本期内容提要：

◆ **成功实现转型的不良资产管理公司。**海德股份上市后历经 3 次控股股东变动，主业先后为纺织、地产等多个行业。2013 年永泰集团成为控股股东，公司逐渐减少地产业务，向不良资管业务进军。2016 年全资子公司海德资管获得西藏唯一地方 AMC 牌照，全面向不良资管转型，成为 A 股唯一不良资产管理为主业标的。公司资产管理业务发展迅速，2017-2021 年均利润增长达 51.2%。

◆ **经济周期变动叠加 AMC 行业政策利好，有望推动海德股份乘风破浪。**随着全球经济波动下行，我们预计中国在金融和非金融领域的不良资产供应将进一步扩大，有望创造超过 6 万亿的不良资产市场。监管部门进一步重视 AMC 行业在防范地产等行业金融风险方面的重要作用，在引导 AMC 回归不良资管主业的同时出台多个利好政策，为海德股份业务成长壮大创造良好政策环境。

◆ **不良资管行业竞合特征显著，产业背景促进盈利能力提升。**不良资产供应量大，整体超出 AMC 消化体量，叠加 AMC 牌照资源稀有门槛较高，行业整体竞争烈度较低，竞合关系成为显著特征。海德股份以收并购重组业务为主辅以收购处置业务，同行合作经验丰富，全国战略布局立体，有望在竞合关系中长期受益。资产纾困需要深入理解产业情况，公司控股股东永泰集团拥有丰富产业资源，与公司资产管理产生协同，赋予公司价值创造能力。公司内部控制能力和盈利能力不断提升，管理费增速慢于归母净利润增速，归母净利率 2021 年上升至 57.51%。

◆ **双轮驱动发展成效初显，公司前瞻布局绘制第二成长曲线。**公司着力发展上市公司平台和 AMC 双重优势，打造资产管理+资本管理双轮驱动战略，在储能等硬科技领域前瞻布局，运用资本优势和产业背景把握未来。公司进一步拓宽渠道，获批个人不良贷款转让试点，在个贷市场蓝海中抢占先机，绘制公司发展的第二成长曲线。

◆ **盈利预测及投资评级：**我们预计 2022、2023、2024 年公司营业收入和净利润分别为 10.80/13.81/17.71 亿元和 7.43/9.87/12.74 亿元。截至 2022 年 11 月 21 日，公司市值 137 亿元，PE (TTM) 倍数 19.8X，估值处于历史较低水平，低于近 5 年历史平均值 55.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**经济波动下行，不良资产供给扩大；不良资产并购重组效益好于预期；储能技术出现突破，资本管理收效显著；不良个贷试点扩大，相关资产供给增加。

**风险因素：**经营性净现金流与净利润有较大差异；市场竞争加剧而导致盈利下降；母公司经营风险导致盈利波动。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	312	667	1,080	1,381	1,771
增长率 YoY %	1.5%	113.8%	62.1%	27.9%	28.2%
归属母公司净利润 (百万元)	128	383	743	987	1,274
增长率 YoY%	15.8%	200.0%	93.9%	32.8%	29.0%
毛利率%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净资产收益率 ROE%	2.9%	8.1%	14.3%	16.0%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.41	0.80	1.06	1.37
市盈率 P/E(倍)	106.06	35.36	18.23	13.73	10.64
市净率 P/B(倍)	3.11	2.86	2.61	2.19	1.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年11月22日收盘价

一、	实业转型 AMC，竞争优势显著 .....	5
1.1	转型几经波折，定位于不良资产管理 .....	5
二、	公司所处赛道前景广阔 .....	9
2.1	不良资产管理行业产业链 .....	9
2.2	不良资产管理行业进入 3.0 发展阶段 .....	9
2.2	各类企业不良攀升，不良资管供给增加 .....	11
2.3	行业格局 .....	13
2.4	政策指明方向，不良资产管理行业迎发展机遇 .....	14
三、	创新思维着眼未来，前瞻布局打造第二成长曲线 .....	15
3.1	盈利模式 .....	15
3.2	未来发展亮点 .....	15
四、	盈利预测与估值 .....	18
4.1	盈利预测 .....	18
4.2	估值 .....	18
五、	风险提示 .....	19

## 表目录

表 1:	海德股份历史沿革 .....	5
表 2:	海德股份董事及管理层情况 .....	6
表 3:	不良资产管理行业参与方 .....	13
表 4:	不良资产管理行业政策（自 2021 年以来） .....	14
表 5:	海德股份增资、新设北京、山西子公司情况 .....	16
表 6:	海德股份盈利预测（单位：百万元） .....	18
表 7:	对标标的及估值情况（单位：百万元） .....	18

## 图目录

图 1:	海德股份股权结构及实际控制人（截至 2022 年 9 月 30 日） .....	6
图 2:	2017-2022 三季度公司营业收入 .....	7
图 3:	2017-2022 三季度公司费用结构 .....	7
图 4:	煤炭价格指数 .....	8
图 5:	2017-2022Q3 公司归母净利润 .....	8
图 6:	2017-2022Q3 公司归母净利率 .....	8
图 7:	2016-2022H1 可比公司杠杆率 .....	9
图 8:	2016-2022Q3 公司总资产 .....	9
图 9:	不良资产管理产业链 .....	9
图 10:	不良资产管理行业进入 3.0 阶段 .....	10
图 11:	3.0 阶段下的不良资产管理主业环境 .....	11
图 12:	2019-2022 年 H1 银行业不良贷款处置规模（万亿元） .....	12
图 13:	2017-2022H1 商业银行不良贷款及关注类贷款余额 .....	12
图 14:	2017-2021 年信用债违约情况 .....	12
图 15:	2017-2021 年工业企业应收账款余额及不良规模 .....	12
图 16:	2017-2021 年民营企业违约债券余额 .....	13
图 17:	2019-2021 年营业收入对比 .....	14
图 18:	地方性 AMC 注册资本 .....	14
图 19:	海德股份业务模式 .....	15
图 20:	2022H 困境资产处置存量业务规模及营业收入 .....	16
图 21:	2022H 新增投放规模及存量项目回款 .....	16
图 22:	不良贷款-批量个人业务总量规模 .....	17
图 23:	银行卡期末授信、应偿信贷总额 .....	17
图 24:	不良贷款-批量个人业务折扣率、本金回收率 .....	17
图 25:	平均意愿受让方数量 .....	17
图 26:	海德股份 PE-Band (TTM) .....	19

## 投资聚焦：

我们认为海德股份核心逻辑在于一是继 1.0 政策性业务和商业化转型阶段、2.0 综合化经营与地方资产管理公司崛起阶段后，不良资产管理行业进入聚焦“新主业”的 3.0 发展阶段。宏观经济下行加大不良资产供给，政策面积极推动 AMC 扩张业务范围、丰富融资途径、拓展业务模式，行业迎来发展机遇。海德股份作为上市地方 AMC，未来有望抓住机遇快速扩大规模。二是公司具备业务扩张的基础：一方面，公司控股股东具有能源、地产领域背景，管理层多来自控股股东方，对产业理解深入，可持续在传统不良资产管理方面深耕。另一方面同时公司亦在拓展个贷不良、新能源领域业务，未来发展前景可期。此外，公司杠杆率水平低于可比同业，公司未来亦可充分利用杠杆优势提升公司盈利能力和盈利质量，增加杠杆扩大业务规模。

与市场的不同之处在于，本篇报告从行业和公司两侧分别详细论述了不良资产管理行业和公司当前发展的机遇，从历史和未来发展趋势方面阐述了行业、公司发展的驱动因素。结合行业周期性特点，对公司过往业绩的底层资产方面进行了挖掘。

## 一、 实业转型 AMC，竞争优势显著

### 1.1 转型几经波折，定位于不良资产管理

公司是 A 股唯一不良资产管理标的，两次易主后，转型不良资产。海德股份 1994 年在深交所上市，经历实控人两次变更之后，2013 年永泰集团成为公司实控人，2015 年公司设立全资子公司海德资管，抓住机遇于 2016 年 7 月获得西藏地区唯一一张 AMC 牌照，成为 A 股唯一不良资产管理标的。2018 年全面转型为不良资产管理公司。2020 年，公司更名为海南海德资本管理股份有限公司，公司所处行业为困境资管行业，经营范围由信息产业、高新技术产业等改为资本运作及管理；投融资研究、咨询；企业重组、并购咨询经营业务。

表 1：海德股份历史沿革

1984	于海南海口成立海德涤纶厂
1994	以“琼海德”名称于深交所上市
1997	资产重组，国泰实业成为第一大股东
2001	国泰转让股份，祥源地产成为控股股东
2002	浙江省耀江集团成为控股股东，主营业务向房地产转移
2005	变更“海德股份”
2013	永泰集团成为控股股东，房地产业务逐渐减少
2016	设立海德资管转型不良资产管理，海德资管获得西藏唯一 AMC 牌照
2018	公司获准定向增发股票，同年大股东永泰集团因债务问题股份遭到冻结
2020	更名为海南海德资本管理股份有限公司，主营业务变更为：资本运作及管理、企业重组并购、投融资研究咨询

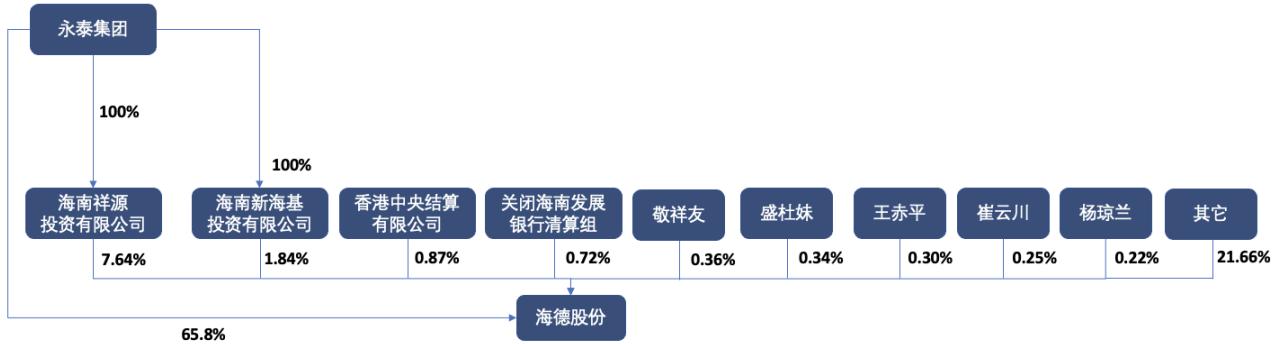
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.2 股权结构集中，控股股东业务涉及能源、地产等多领域

股东多元化产业背景，公司发展具有竞争力。公司的第一大股东为永泰集团，截止 2022 年 9 月底，永泰集团直接持有公司 65.80% 的股份，并通过海南祥源投资有限公司、海南新海基投资有限公司间接持有 7.64%、1.84% 股份，集团总计持有 75.28% 股份。永泰集团是一家主营能源业务，房地产开发、石油化工、医药、工程建设等多业务共同发展的多元化综合性投资企业集团。多元化发展的产业基础使得永泰集团在不同产业领域均有经验、人才等资源的积累，为公司在相应行业开展不良资产业务，尤其是收购重组类业务时提供更加专业的能力支持，识别和评估不良资产潜在的收益和风险，为不良资产提供精细化、个性化盘活方案，成为海德股份相对其他 AMC 独具特色的竞争优势。

控股股东债务问题化解，集团轻车快马再出发。2018年公司实控人永泰集团爆发债务危机，评级机构纷纷下调对该公司的评级，控制海德股份的相关股权几乎全部处于质押状态，为公司发展带来不确定性。后经股东方努力，永泰集团等五家公司合并重整计划获得南京中院法院裁定批准，集团债务问题得到有效化解，目前公司所有股份已经解冻。实控人债务危机化解将提升公司融资能力，促进公司业务发展。

图 1：海德股份股权结构及实际控制人（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源: Wind, 公司 2022 第三季度报, 信达证券研发中心

### 1.3 核心管理团队产业经验丰富，与母公司深入绑定

核心团队经验丰富，优异市场化机制吸引更多人才。为加速公司向不良资产管理业务转型，树立 AMC 行业优势地位，公司组建了经验丰富的管理团队，核心人员均为资深的业内人士，有较强的政府、金融、法律、财务等工作经验及履历。团队高效精干，组织机构扁平化，决策运营效率得到提高。市场化的薪酬、管理机制能够有效吸引优质金融人才加入，进一步提高公司不良资产业务能力。

表 2：海德股份董事及管理层情况

职位	职责
王广西 董事长	1969 年 10 月出生，中共党员，硕士。曾任江苏省投资公司业务经理，中新苏州工业园区开发有限公司经理，江苏省房地产投资公司副总经理，现任公司董事长、控股股东永泰集团有限公司董事长，为公司实控人。
李镇光 副董事长	1966 年 12 月出生，中共党员，经济学博士，高级经济师。历任三峡财务有限责任公司，总经理，永泰控股集团有限公司投融资总监，现任公司副董事长，董事，公司控股股东永泰集团有限公司副董事长，总裁。
王岩玲 董事，总经理	1963 年 3 月出生，中共党员，硕士。历任中国人民银行总行非银行金融机构司副处长，中国银行业监督管理委员会非银行金融机构监管部处长，中国财务公司协会专职常务副会长，现任公司第九届董事会董事，总经理。
郭怀保 董事	1964 年 4 月出生，中共党员，硕士。曾任中国华电集团财务有限公司党组成员，副总经理，中国华电集团资本控股有限公司总经理，海南海德实业股份有限公司董事长。
梁译之 副总经理、董事会秘书	1966 年 8 月出生，中共党员，硕士，高级经济师。曾任中国华电集团资本控股有限公司党组成员。现任公司副总经理、董事会秘书，海德资产管理有限公司董事、副总经理。
朱新民 监事会主席，监事	1966 年 9 月出生，大学本科学历，高级会计师，中国注册会计师。曾任永泰能源运销集团有限公司总会

计师,永泰能源股份有限公司监事会主席现任公司第九届监事会主席。

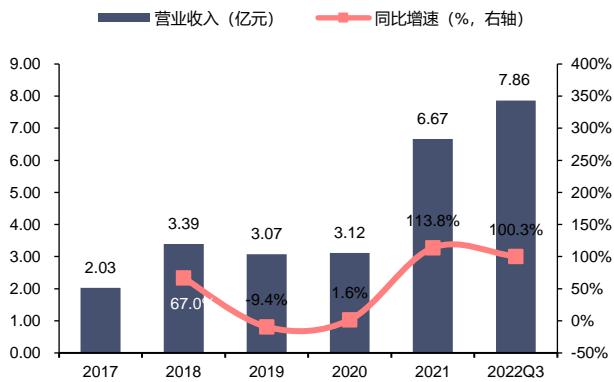
李海滨	副总经理	1968年2月出生,中共党员,硕士.曾任,湖北省阳新县副县长,湖北省委宣传部处长.现任公司副总经理,永泰集团有限公司董事,党总支副书记,永泰能源股份有限公司董事,党委副书记。
王磊	副总经理	汉族,1984年1月生,2008年武汉大学硕士毕业,中级经济师.曾在中国科学院行政管理局,机械工业出版社工作.现任海德资产管理有限公司副总经理,兼任对外经济贸易大学和西南财经大学校外硕士生导师。
刘文栋	副总经理	汉族,1981年12月出生,大学本科.曾任华信保险经纪有限公司水电及新能源部负责人,人寿险部总经理,电力能源事业部总经理,海德资产管理有限公司风控法务部总经理.现任海南海德资本管理股份有限公司风控总监,兼任海德资产管理有限公司副总经理,风控总监。
史红云	财务总监	1971年4月出生,大专,会计师.曾任永泰能源股份有限公司财务部部长,副总会计师.现任公司财务总监。

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

## 1.4 困境资产管理业务表现亮眼

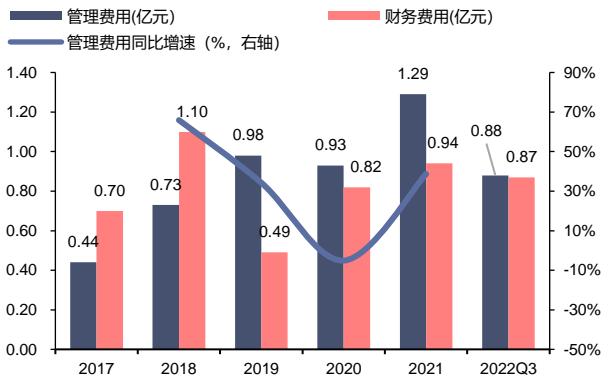
**业务转型逐渐稳定,营收向好利润亮眼。**公司转型 AMC 以来, 全力发展不良资产管理业务, 积极发挥自身优势, 营业收入与归母净利润快速增长。2017年至2021年, 公司营业收入从 2.03 亿元增长至 6.67 亿元, CAGR 34.7%。归母净利润从 0.73 亿元增长至 3.83 亿元, CAGR 51.3%, 2022 年 Q1-3 公司实现营业收入 7.86 亿元, 同比增长 100.33%; 归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 135.19%。

图 2: 2017-2022 三季度公司营业收入



资料来源: 公司年报, wind, 信达证券研发中心

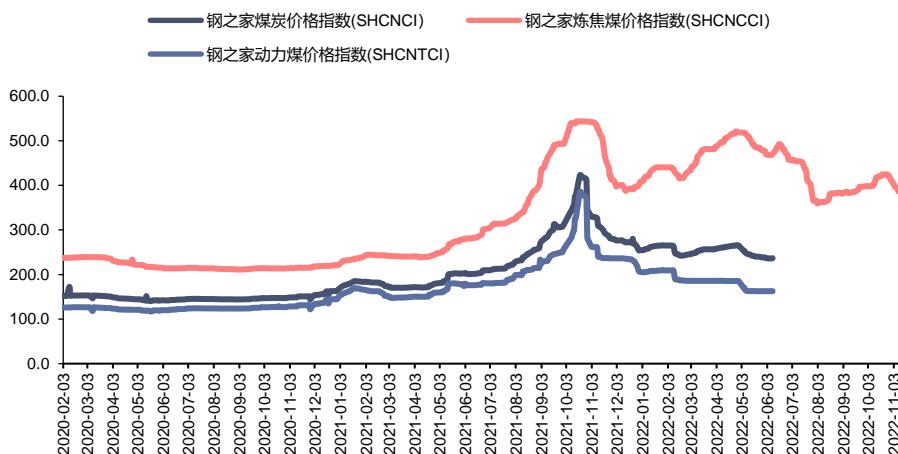
图 3: 2017-2022 三季度公司费用结构



资料来源: 公司年报, wind, 信达证券研发中心

**重组类业务占比高, 快速业绩增长源于对细分行业的理解。**底层资产涉及能源、地产等领域, 煤价上行或为驱动近年业绩增长的因素。**1) 重组类业务占比较高。**2022 年前三季度, 公司在困境资产业务领域新增投放 16.91 亿元, 其中收购重组类 14.41 亿元, 收购处置类 2.50 亿元。截至 2022 年三季度末, 公司存量业务规模 69.36 亿元, 比年初增长 15.84%, 其中收购重组类 64.72 亿元, 占比 93.30%, 收购处置类 4.65 亿元, 占比 6.70% **2) 业务底层资产和合作客户涉及能源和地产等领域、上市与非上市等主体。**2021 年以来, 公司依托控股股东能源背景优势, 成功实施了以能源类资产为核心的债券收购重组优质项目, 由于不良资产管理具有跨周期赚取收益的特征, 我们认为 2021 年以来的煤价快速上行一定程度上驱动了公司能源领域底层资产价格上涨, 助推公司业绩快速增长。

图 4：煤炭价格指数

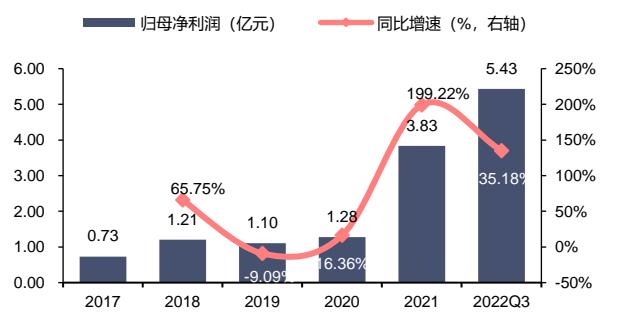


资料来源:wind, 信达证券研发中心; 部分数据截至 2022-06

**管理费增长增速放缓，盈利能力逐渐增强。**由于不良资产管理不产生营业成本，相应支出均计入管理费用，管理费率直接反应公司运营能力。公司自 2018 年开始强化企业内部控制，运用多种方式优化管理流程，持续降低管理和运营成本，成效显著。公司 2018-2021 年管理费同比增速分别为 66.29%/33.75%/-5.25%/38.61%，其中 2021 年管理费用上升主要因业务量大幅增加所致，但增速远低于归母净利润增速 199.22%。管理费增速放缓的同时，公司归母净利润率逐渐上升，2021 年末达到 57.46%，2022 年三季度净利润率已达到 69%，反映公司内部控制不断优化，不良资产管理持续走向成熟，盈利能力逐渐增强。

**ROE 快速提升，杠杆率大幅低于行业，公司具有较大的成长弹性。**除费用率降低提升 ROE 外，2018 年，公司借助上市公司平台定增 38 亿，充实公司注册资本的同时偿还主要债务，将杠杆率降低至 1.2 倍。此后公司持续稳健运营，根据项目需要举债，避免盲目提高杠杆率，与全国性 AMC 相比，杠杆率一直处于较低水平。公司 2019-2022H 杠杆率分别为 1.4/1.4/1.4/1.5 倍，远低于四大 AMC 整体水平，公司未来成长空间大。

图 5：2017-2022Q3 公司归母净利润



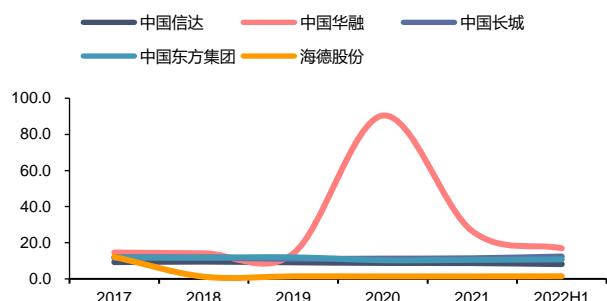
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 6：2017-2022Q3 公司归母净利润率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7: 2016-2022H1 可比公司杠杆率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8: 2016-2022Q3 公司总资产



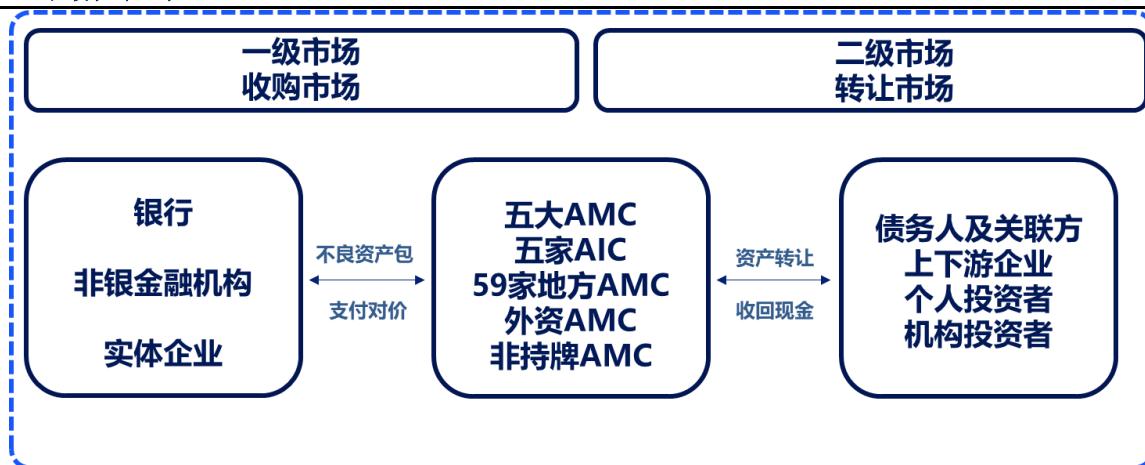
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 二、公司所处赛道前景广阔

### 2.1 不良资产管理行业产业链

不良资产管理行业主要分为上游资产提供方、不良资产管理方、下游投资者。一级市场是收购市场也是不良资产上游行业，卖方主要包括银行、非银金融机构、非金融机构，而买方则是五大AMC、五家AIC、地方AMC、外资AMC、非持牌AMC等机构。二级市场是转让市场也是不良资产的下游行业，该市场买方包括债务人的关联企业、上下游企业或者财务投资者。

图 9: 不良资产管理产业链



资料来源：普益标准，信达证券研发中心

### 2.2 不良资产管理行业进入 3.0 发展阶段

我国不良资产管理行业的二十年发展历程可以大致划分为两个阶段，分别是政策性业务与商业化转型的第一阶段，以及综合化经营与地方资产管理公司崛起的第二阶段。

图 10：不良资产管理行业进入 3.0 阶段



资料来源：《中国不良资产管理行业改革与发展白皮书》、普华永道研究、信达证券研发中心

**1.0 阶段：政策性业务和商业化转型。**2000 年印发《金融资产管理公司条例》，对资产管理公司的性质、业务范围、收购资金来源、经营管理等方面进行了规定，**明确收购、管理和处置国有银行剥离的不良贷款是四大资产管理公司的主要任务**。在此指导下，四大资产管理公司成立后主要对口接收、管理和处置四大国有商业银行的不良资产，帮助四大行完成第一轮大规模不良资产剥离。而 2004 年财政部颁布《金融资产管理公司有关业务风险管理办法》，允许四大资产管理公司开展商业化不良资产收购业务，资产管理公司开始探索商业化转型。彼时，恰逢四大行为改制上市进行第二轮大规模不良资产剥离，资产管理公司开始按照商业化原则竞标并自负盈亏。

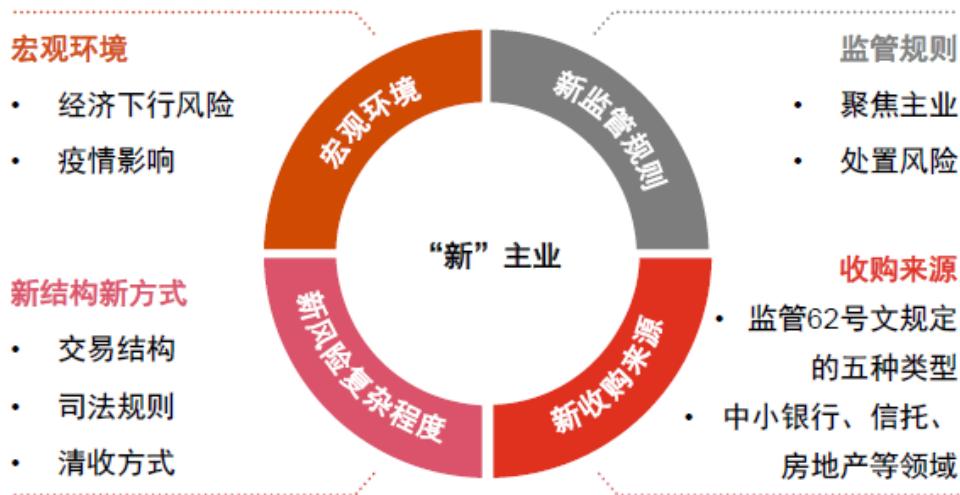
**2.0 阶段：综合化经营与地方资产管理公司崛起。**四大资产管理公司在对出现财务或经营问题的银行、证券公司、信托公司等金融机构进行托管清算和重组的过程中，逐渐涉足其他细分金融行业，形成涵盖银行、保险、证券与期货、信托、融资租赁、基金管理等多个金融牌照的综合性金融集团，开展多元化布局与综合化经营。

**地方资产管理公司从无到有，也实现了迅速发展。**2012 年，财政部和原银监会联合印发《金融企业不良资产批量转让管理办法》，允许各省（市、区）设立一家资产管理公司，参与本省（市、区）范围内的不良资产批量转让工作。2013 年，原银监会印发《中国银监会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》进一步明确地方资产管理公司的设立条件。2016 年，原银监会印发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》进一步明确允许各省增设一家地方资产管理公司。地方资产管理公司的数量逐年增加，2016 年和 2017 年尤其明显。截至 2022 年 3 月，我国各省份合计共有 59 家地方资产管理公司获批设立。

**当前，不良资产管理行业进入 3.0 阶段。**2021 年以来，在防范化解金融风险的背景下，监管机构对不良资产行业推出一系列相关的监管政策，政策导向包括推动资产管理公司聚焦主业，加大对中小金融机构的不良资产处置力度，积极参与盘活存量资产等。3.0 阶段下，资产管理公司面临新的宏观环境、监管规则、收购来源以及债权新的业务风险复杂程度。由于不良资产呈现行业性集中，金融风险由“点状式”单笔不良资产或不良资产包逐渐升级为“条线状”衍生的机构性不良，不良贷款背后反应的问题需要从风险企业整体纾困的角度进行研判

与分析新形势。当下环境对不良资产管理公司提升自身能力提出了迫切要求, 因此,发挥化解风险的关键作用,聚焦“新”主业成为不良资产管理行业当前发展的主要特征。

图 11: 3.0 阶段下的不良资产管理主业环境



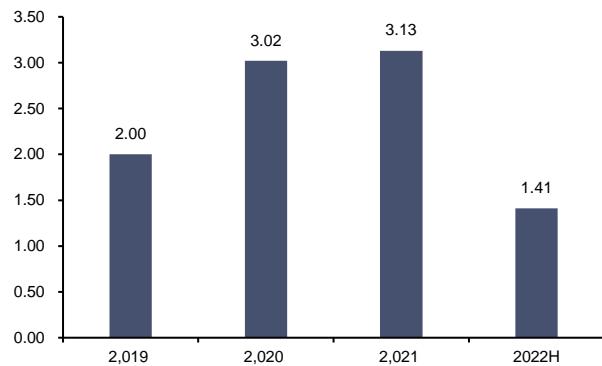
资料来源: 《中国不良资产管理行业改革与发展白皮书》、普华永道研究、信达证券研发中心

## 2.2 各类企业不良攀升, 不良资管供给增加

疫情叠加经济动能切换, 不良资产供给持续攀升。当前中国经济处于下行周期, 各行各业面临较大压力。其中受疫情影响严重的零售、餐饮、交通、旅游等行业出现了经营困难。2020年年末, 监管部门推出“三条红线”政策, 限制房地产开发商融资, 2021年开始, 各类针对房地产开发投资和交易的政策频出, 2021年下半年以来, 多家大型房地产开发商流动性出现困难, 部分企业出现债务违约, 房地产行业不良频发。房地产企业不良贷款率上升, 金融机构作为房地产业的重要资金供给侧, 相应的不良贷款攀升。产业政策也发生了重大变化。国家倡导发展绿色金融, 以符合我国实现碳达峰碳中和目标的要求。新能源和低碳产业将快速发展, 而高耗能、高排放的企业和项目的经营将会越来越困难, 并逐步退出。

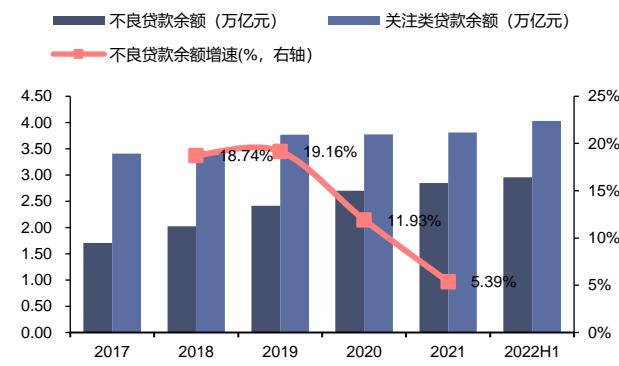
商业银行作为不良资产最主要的供应方, 不良贷款风险化解需求持续增加。中国银保监会统计, 2021年末银行业不良资产处置规模达到3.13万亿元。从存量来看, 不良贷款、关注类贷款余额规模亦逐渐上升。不良贷款余额从2017年末的1.71万亿元增加至2022年Q2的2.95万亿元; 关注类贷款从2017年末的3.41万亿元上升至2022年Q2的4.03万亿元。2022年二季度末, 商业银行不良贷款余额约2.95万亿元, 占贷款规模比为1.67%; 关注类贷款约4.03万亿元, 占贷款规模比为2.27%。

图 12: 2019-2022 年 H1 银行业不良贷款处置规模 (万亿元)



资料来源: wind, 央广网, 银保监会, 信达证券研发中心

图 13: 2017-2022H1 商业银行不良贷款及关注类贷款余额



资料来源: wind, 银保监会, 信达证券研发中心

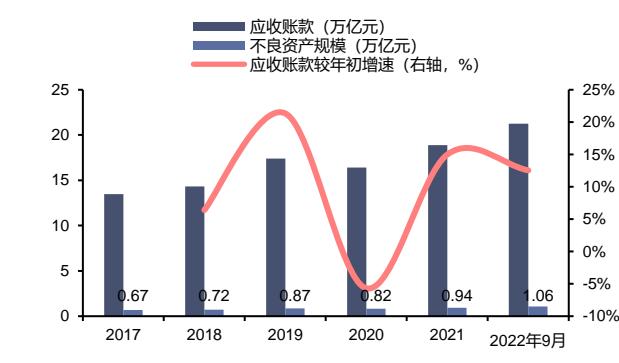
非金融机构的部分项目风险较高, 易滋生不良资产。截止 2022 年 6 月末信托资产管理产总规模 21.11 万亿元, 基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约 68.51 万亿元, 合计约 89.62 万亿元, 按 3%的不良率, 我们估计不良资产规模约 2.69 万亿元; 债券市场信用风险加速暴露, 企业债券违约事件频发。Wind 数据显示, 截至 2022 年 10 月, 信用债违约数量新增 154 只, 违约金额 717.04 亿元。

图 14: 2017-2021 年信用债违约情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

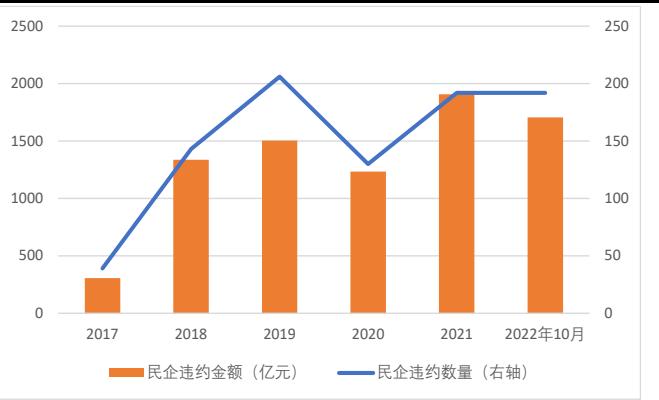
图 15: 2017-2021 年工业企业应收账款余额及不良规模



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

非金融机构所面临的经济遇冷和偿还债务的压力不断加剧, 企业经营困难, 不良资产规模日益扩大。非金融企业的不良资产来源于企业逾期或可能发生逾期的应收账款、其他应收款等。2021 年 12 月末, 全国规模以上工业企业应收账款达到 18.87 万亿元, 同比增长 14.99%。截止 2022 年 9 月末, 全国规模以上工业企业应收账款达到 21.24 万亿元, 按照非金融行业 5%不良率估计, 不良资产存量规模达 1.06 万亿元。如考虑陷入财务困境、经营困难、濒临破产但尚未达到不良资产标准的困境企业以及 AMC 公司持有的尚未处置的困境资产, 预计规模可能持续扩大。

图 16: 2017-2021 年民营企业违约债券余额



资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 2.3 行业格局

不良资产需求端已形成“5+59+AIC+N”的竞争格局。5家全国性 AMC 分别为中国华融资产管理股份有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司和中国银河资产管理有限责任公司。59家地方性 AMC 主要负责区域内企业不良资产的收购处置，盘活非公低效资产。“AIC”是指工商银行、农业银行、中国银行、建设银行和交通银行所设立的金融资产投资公司，主要从事债转股业务，起到降低母行杠杆率的作用；“N”包括非持牌 AMC 和外资系 AMC，即不持有相关牌照的不良资产处置机构和从事不良资产业务的外国金融服务机构。

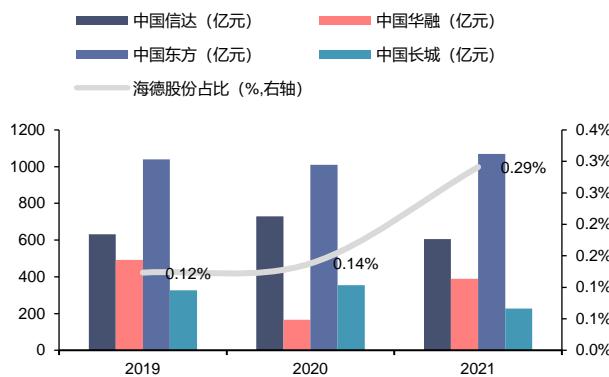
表 3: 不良资产管理行业参与方

机构类别	机构	简介
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公司	1999 年，为应对亚洲金融危机带来的不良影响，我国相继设立了四家全国性 AMC，主要股东均为财政部；2020 年 3 月，中国银河获批成为第五家全国 AMC，此次牌照落地为 20 余年来首次。
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	我国不良资产总规模不断增长，为应对各地分散产生的、全国性 AMC 难以解决的不良资产问题，地方性 AMC 产生。2016 年起，各省可设立两家地方性 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 全面商业化、地方性 AMC 受制于自身情况难以完全承接银行不良资产，催生了银行系 AIC。
外资系 AMC	橡树资本、新创建资管等	为进一步深化改革、扩大开放，国家于 2018 年取消中资银行和 AMC 外资持股比例限制。2020 年，橡树资本成为中国首家外资 AMC。外资 AMC 丰富了国内不良资产管理的参与者，也带来了海外市场的管理方法。
非持牌 AMC	海岸投资、中鑫资产等	主要指未经银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。

资料来源: 《中国不良资产管理行业改革与发展白皮书》、中国银行保险报, 信达证券研发中心

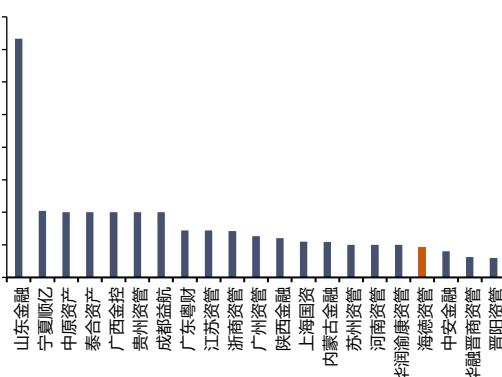
**海德股份规模、盈利水平相较行业发展良好。**海德资管注册资本位居地方 AMC 中上游，借助上市公司平台，海德股份于 2018 年完成 38 亿元定增，永泰集团全额认购，全部用于 AMC 子公司海德资管开展困境资产管理业务，净资产规模由 2.95 亿元增加至 41.41 亿元，增加 1303.7%；目前海德资管注册资本 47.2 亿元，在地方性 AMC 公司中靠前。

图 17: 2019-2021 年营业收入对比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 18: 地方性 AMC 注册资本



资料来源：企查查，信达证券研发中心

## 2.4 政策指明方向，不良资产管理行业迎发展机遇

政策面从业务范围、业务融资、业务合作等方面指导不良资产管理行业发展，“新主业”迎发展机遇。2020年3月通过的《十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中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”。在此定位下，后续行业政策陆续明确了扩张不良资产管理业务范围、丰富融资途径、拓展业务合作及业务模式，预计为不良资产行业的发展带来机遇。

表 4: 不良资产管理行业政策（自 2021 年以来）

文件名称	发布时间	主要内容
《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》	2021 年 1 月	正式批准试点开展对公单户不良贷款转让和个人不良贷款批量转让，试点涉及六家大型银行和 12 家股份制银行，列入试点范围的个贷包括个人消费信用贷款、信用卡透支、个人经营信用贷款。该通知文件同时指定了银行业信贷资产登记流转中心作为试点的登记及交易平台。
《关于推动和保障管理人在破产程序中依法履职进一步优化营商环境的意见》	2021 年 2 月	提高破产效率，充分发挥破产制度作用，解决企业退出难问题，优化要素配置，加快打造市场化、法治化、国际营商环境。
《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》	2021 年 5 月	明确信托业风险资产处置，可以与信托保障基金、全国 AMC 和地方 AMC 等专业机构合作，探索多种模式，以更加市场化的方式进行。信托业风险资产，包括信托公司固有不良资产和信托风险资产。
《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	2022 年 5 月	支持金融资产管理公司、金融资产投资公司通过不良资产收购处置、实质性重组、市场化债转股等方式盘活闲置低效资产。鼓励符合条件的金融资产管理公司、金融资产投资公司通过发行债券融资，解决负债久期与资产久期错配等问题。
《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》(62 号文)	2022 年 6 月	资产管理公司要坚持回归本源、聚焦主业的经营理念，找准自身在国家经济金融体系中的定位，切实发挥逆周期的救助性功能。要加强与其他机构的协同配合，为中小金融机构改革化险、金融业转型和金融市场健康发展做出新的积极贡献。《意见》明确，相关金融机构可以将下列风险资产转让给资产管理公司：涉及债委会项目；债务人已进入破产程序；本金或利息等权益已逾期 90 天以上；债务人在公开市场发债已出现违约；因疫情影响延期还本付息后再次出现逾期的资产或相关抵债资产。
《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》	2022 年 6 月	鼓励和支持金融资产管理公司、金融资产投资公司以不良资产收购、实质性重组等方式形成的资产开展证券化融资，促进闲置低效资产改造升级，提升低效资产的盘活价值。
《财政部关于进一步加强国有金融企业财务管理的通知》	2022 年 8 月	明确规定金融企业所转让的不良资产不得折价转让给该资产原债务人及关联企业等利益相关方，目的是严厉打击通过不良资产处置进行利益输送的行为，具体包括严禁通过不良资产假出表掩盖真不良。

资料来源：信达证券研发中心整理

### 三、创新思维着眼未来，前瞻布局打造第二成长曲线

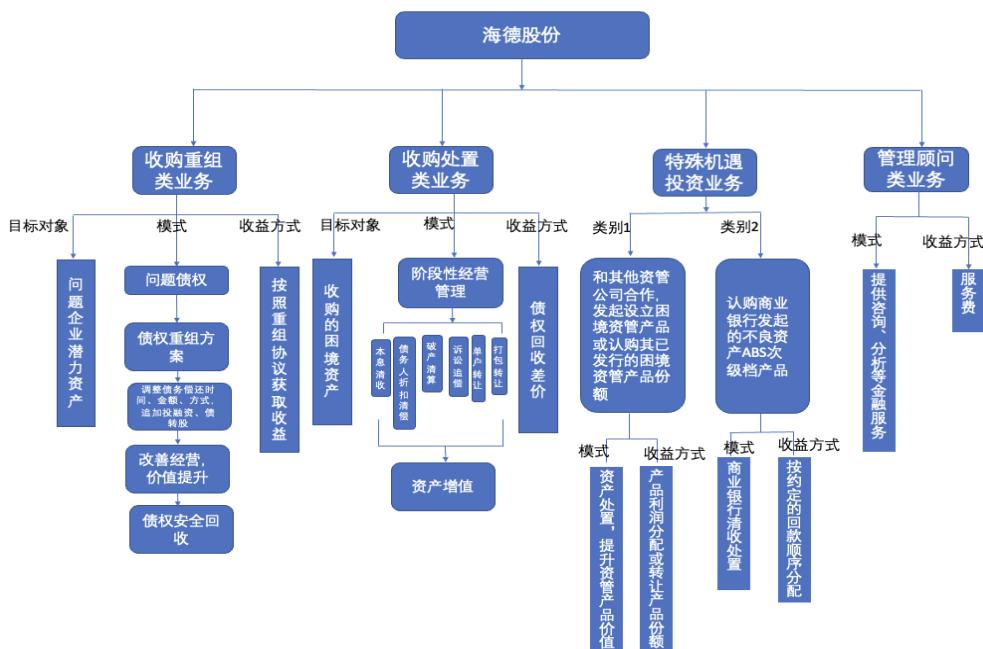
#### 3.1 盈利模式

全面转型 AMC 业务至今，公司逐渐形成了以不良资产管理为主线，“资产管理+资本管理”双轮驱动的经营格局。根据公司公告，海德资管是公司从事不良资产经营的业务平台，主要以自有资金、第三方资金收购不良资产或受托经营不良资产，通过债务重组、融资支持、资产重组、产业整合等多种方式，提升不良资产的价值。海德资管的盈利来源主要为三个方面：

- (1) 以自有资金收购、管理、处置不良资产取得经营收益；
- (2) 以第三方资金用于经营不良资产时，向第三方收取的管理服务费；
- (3) 受托经营不良资产时收取的服务佣金。

2021 年，公司从事的主要业务类型包括不良资产收购重组业务、收购处置业务、特殊机遇投资业务以及管理类业务，其中困境资产收购重组和收购处置业务是利润的主要来源。2022 年前三季度，公司收购重组类业务收入 5.78 亿元，占比 73.43%，收购处置类业务收入 2.07 亿元，占比 26.34%。

图 19：海德股份业务模式



资料来源：公司年报、信达证券研发中心

#### 3.2 未来发展亮点

**开展与投资机构的战略合作，拓展跨区业务。**公司 2016 年在西藏获得牌照后，为提高公司核心竞争力，相继与四川天府银行股份有限公司（2018 年 6 月）、中国东方资产管理股份有限公司（2018 年 7 月）、北京能源集团（2018 年 8 月）、华金证券（2020 年 2 月）、东方资管广西分公司（2021 年 8 月）等大型投资机构签署战略合作协议。为了拓展跨区业务，2021 年 8 月在四川省设立海德资管西南分公司，据公司 2022 年 10 月 13 日发布公告，公司已于 8 月 29 日审议通过《关于对北京区域子公司增资的议案》《关于在山西设立子公司

的议案》，增资北京区域子公司、设立山西子公司，不断拓展传统不良资产业务，提升目标市场覆盖率。

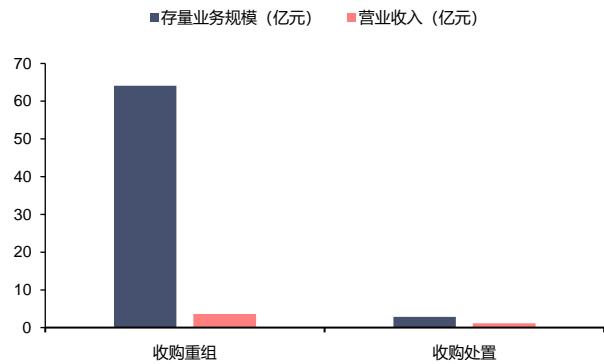
表 5：海德股份增资、新设北京、山西子公司情况

子公司名称	简称	对外投资方式	注册资本变动	补充资本来源	经营范围	影响
北京彩虹甜橙资产管理有限公司	彩虹甜橙	增资	1000 万元增至 6 亿元	海德股份增加出资 3.009 亿元，海德资管增加出资 2.891 亿元	投资管理；资产管理。	本次向彩虹甜橙增资，有利于增强北京区域公司的资本实力，依托北京区域优势助力公司业务拓展，同时更好的吸引当地优秀人才加盟，加快当地项目落地，提高公司业务的市场覆盖率，推动公司持续健康的发展。
山西海德投资有限公司	山西海德	设立	7 亿元	海德股份出资 3.57 亿元，持股 51%；海德资管出资 3.43 亿元，持股 49%。	一般项目：以自有资金从事投资活动；自有资金投资的资产管理服务；融资咨询服务；企业信用修复服务；企业信用调查和评估；税务服务；工程造价咨询业务；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；破产清算服务。	本次在山西设立山西海德，有利于更充分发挥集团产业与区域优势，吸引公司急需的、优秀的当地人才加盟，加快山西业务拓展，促进当地项目尤其是公司具有优势的能源类困境资产等项目的快速落地，提高公司业务市场覆盖率，增加管理资产规模，增强核心竞争力和盈利能力，推动公司持续健康的发展。

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

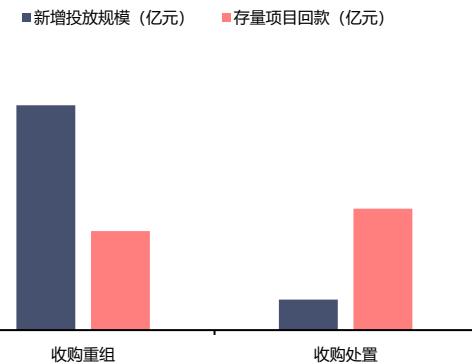
**深化业务主线，着重收购重组类业务。**近年来，越来越多的企业需要借助外部专业机构力量实现转型升级。对于不良资管行业，通过追偿、诉讼等传统手段实现债权回收的收购处置类业务占比越来越少，主要是由于这种业务处置困难多、对抗强、周期长。收购重组类业务通过一揽子债务重组的解决方案能够实现债权人、原股东等各方利益最大化，困境资产通过重组提质，转变为优良资产后价值得到较大提升，开展该类业务盈利空间较大，且可持续、稳定性强。伴随业务开展和结构优化，公司资产规模稳步扩大，收购重组成为主要业务类型，能够为公司未来业绩奠定扎实稳定基础。

图 20：2022H 困境资产处置存量业务规模及营业收入



资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

图 21：2022H 新增投放规模及存量项目回款



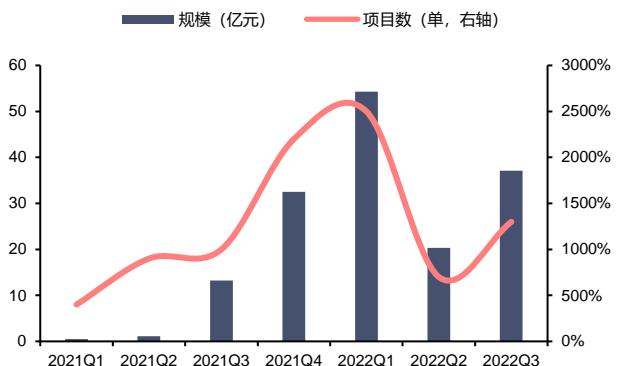
资料来源：公司半年报，信达证券研发中心

**金融科技赋能+稀缺牌照优势，打造个贷不良业务核心竞争力。**2021 年 7 月，海德资管获得西藏下发的《关于同意海德资管参与不良贷款转让试点工作的批复》，海德资管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，公司将正式进入个贷不良市场。公司关注到个贷不良市场孕育的商业机会以及长期增长的发展趋势是困境资产行业的“新蓝海”。张天乐及其创始团队将其控制的 16 项软件著作权及个贷不良业务相关资产注入新设立的西藏峻丰数字技术有限公司。

中国银保监会于 2021 年 1 月发布《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，批准了试点银行开展单户对公不良贷款和个人不良贷款批量转让。首批试点参与不良贷款转让的银行为 18 家：六家国有银行、12 家股份制银行。试点参与不良资产收购的机构包括：五家金融资

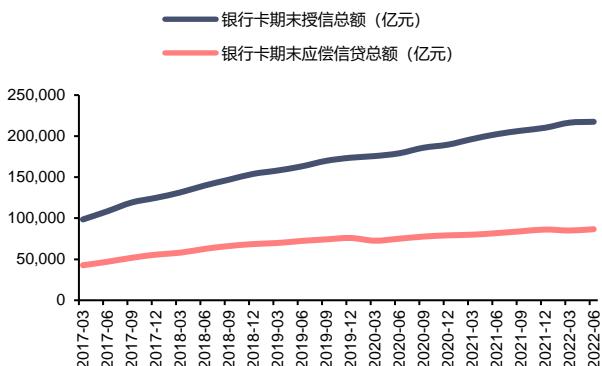
产管理公司(AMC)、符合条件的地方AMC、5家金融资产投资公司(AIC)。截至2022Q3,不良贷款个人批量业务总量累计成交规模已达159亿元,累计成交90单。结构上看,地方AMC是个贷不良的主要受让方。

图 22: 不良贷款-批量个人业务总量规模



资料来源: 银登中心, 信达证券研发中心

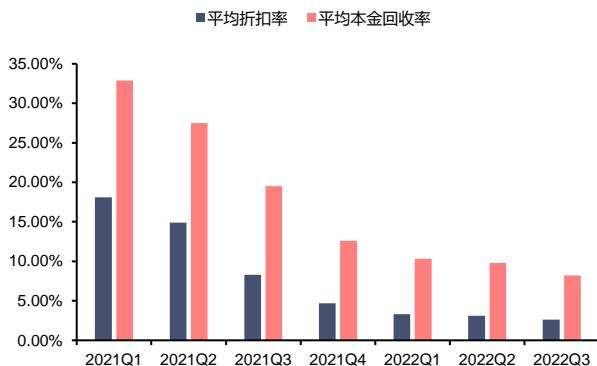
图 23: 银行卡期末授信、应偿信贷总额



资料来源: wind, 信达证券研发中心

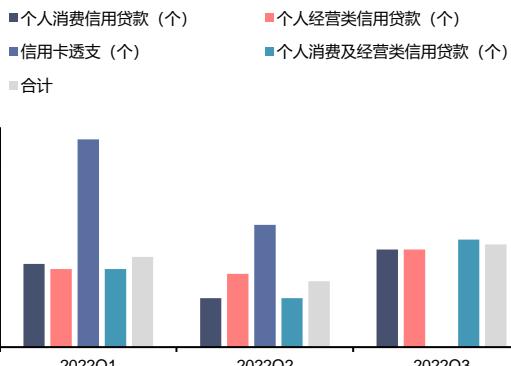
当前,随着银行“新零售”转型持续,个贷处置压力持续加大,截至2022年Q2末,银行卡期末授信总额/应偿信贷总额21.75/8.66万亿元,规模持续提升。以招商银行为例,公司2022Q3零售贷款不良余额2.57万亿,较年初提升6.9%,不良率小幅上升1bp至0.83%。我们预计,随着个贷不良资产包折扣率下行和个贷不良试点范围进一步扩大,地方AMC个贷不良业务将迎来更大规模和盈利空间。

图 24: 不良贷款-批量个人业务折扣率、本金回收率



资料来源: 银登中心, 信达证券研发中心

图 25: 平均意愿受让方数量



资料来源: 银登中心, 信达证券研发中心

2022年8月10日,海德资管以增资的方式持有51%的股权成为西藏峻丰数字技术有限公司的控股股东,未来以金融科技赋能个贷不良业务发展。10月27日晚,公司发布公告表示与新浪数字签署了《战略合作协议》,拟在个贷不良资产收购处置业务等方面建立战略合作关系。利用海德资管的AMC牌照及资产管理处置等优势、峻丰技术的数字科技系统和大数据等优势、新浪数字的金融科技和新浪集团资源等优势,助力海德股份快速建立全链条、专业化、智能化的个贷不良业务优势,在个贷不良业务领域形成领先优势。

积极布局优势资产投资,实现“资本管理+资产管理”双轮驱动,发展新能源方向。2022年8月,海德资管公告与永泰能源在北京市共同投资设立北京德泰储能科技有限公司,拟定注册资本10亿元。其中永泰能源出资5.1亿元,股比51%,公司出资4.9亿元,股比49%。此前,该合资公司向新能源项目增资,与永泰能源控股子公司沙洲电力合作电侧储能辅助调频项目以及收购汇宏矿业65%股权,一系列动作后,德泰储能已经进行了产业相应的资源、技术、项目储备。德泰储能将以投资电化学储能项目为主业,推进在储能材料资源整合等

能领域的全产业链发展，海德股份以德泰储能为平台，预计将加快公司在储能产业的投资布局，打造长期利润增长点。

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

我们认为，在当前宏观形势下，不良资管行业供给侧规模有望持续提升，海德股份作为上市地方 AMC 企业有望迎来发展机遇。此外，公司控股股东具备产业背景、公司管理层对于产业理解深入，有望提升其经营质效，扩大利润水平。公司当前杠杆率水平仍较低，未来公司有望通过债务融资扩大资产规模，盈利弹性亦有较大向上空间。结合公司业务情况，我们预计 2022、2023、2024 年公司营业收入和归母净利润分别为 10.80/13.81/17.71 亿元和 7.43/9.87/12.74 亿元。

表 6：海德股份盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	311.78	666.54	1,080.17	1,381.20	1,771.06
YOY	1.5%	113.8%	62.1%	27.9%	28.2%
归母净利润	127.80	383.36	743.32	987.43	1,273.66
YOY	15.8%	200.0%	93.9%	32.8%	29.0%

资料来源：Wind、信达证券研发中心

### 4.2 估值

估值方面，我们选取与公司同为 AMC 上市公司的中国信达、中国华融作为对标。我们认为，海德股份当前业绩尚处于较高增速时期，我们预计公司未来三年的净利润复合增速将达到 49%，估值水平亦应当较高，预计好于可比上市公司。截至 2022 年 11 月 21 日，公司市值 137 亿元，PE (TTM) 倍数 19.8X，估值处于历史较低水平，低于近 5 年历史平均值 55.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

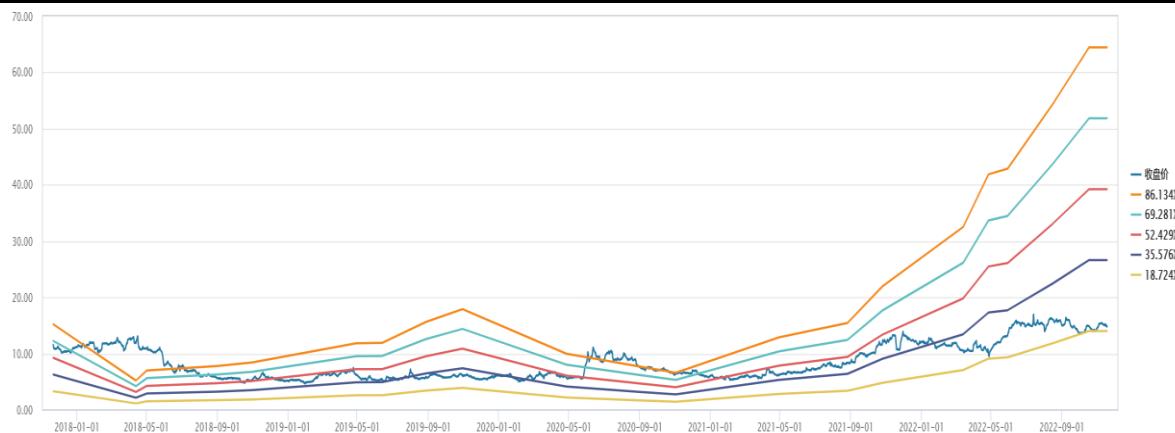
表 7：对标标的及估值情况（单位：百万元）

	PE 估值	2021	2022E	2023E	2024
<b>1359.HK</b>	<b>中国信达</b>				
归母净利润	11,034.65	9,740.00	9,743.00		
yoY		-12%	0%		
PE		3.1	3.1		
<b>2799.HK</b>	<b>中国华融</b>				
归母净利润	378.48	-156.00	22.00		
yoY		-141%	-114%		
PE		-146.3	926.3		
<b>000567.SZ</b>	<b>海德股份</b>				
归母净利润	383.36	743.32	987.43	1,273.66	
yoY		94%	33%	29%	
PE		18.5	13.9	10.8	

资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：收盘价截至 2022/11/21，对标标的估值参考万得一致预期

图 26: 海德股份 PE-Band (TTM)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 五、风险提示

- 1、经营性净现金流与净利润有较大差异。公司近年经营性净现金流与净利润有较大差异，表现为净利润上升较快，而经营性净现金流现金水平下降，若公司现金水平过低可能导致相关业务开展受阻，影响公司的盈利水平。
- 2、市场竞争加剧而导致盈利下降。公司所在的不良资产管理行业市场化程度较高，因市场环境、行业状况、供需关系、价格因素等变动，可能面临一定的市场风险，可能对公司盈利能力造成不利影响。
- 3、母公司经营风险导致盈利波动。我们认为公司当前业务竞争力优势与母公司深入绑定，母公司由于资产运营效率较低，公司于 2018 年进行债务重组，若母公司资产运营效率未改善，可能对海德股份业务发展产生不利影响。



资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	5,178	2,486	2,031	2,726	3,558
货币资金	1,285	479	69	334	631
应收票据及应收0	0	0	0	0	0
账款					
预付账款	0	73	0	0	0
存货	17	10	122	146	176
其他	0	0	0	0	0
	3,876	1,924	1,840	2,245	2,752
非流动资产合计	910	4,168	5,571	6,171	6,872
长期股权投资	142	0	0	0	0
固定资产	6	6	8	9	10
在建工程	0	0	0	0	0
其他	763	4,162	5,562	6,162	6,862
资产总计	6,089	6,654	7,602	8,897	10,431
流动负债合计	1,151	1,467	1,808	2,016	2,276
短期借款	835	795	875	945	1,015
应付票据及应付0	0	0	0	0	0
其他	90	0	0	0	0
非流动负债合计	226	672	933	1,071	1,261
长期借款	580	446	596	696	696
应付债券	580	444	594	694	694
其他	0	2	2	2	2
负债合计	1,731	1,912	2,403	2,711	2,971
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东4,358	4,741	5,198	6,186	7,459	
权益					
股东权益合计	6,089	6,654	7,602	8,897	10,431

重要财务指标					
	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	312	667	1,080	1,381	1,771
同比 (%)	1.5%	113.8%	62.1%	27.9%	28.2%
归属母公司净利润	128	383	743	987	1,274
同比 (%)	15.8%	200.0%	93.9%	32.8%	29.0%
毛利率 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ROE%	2.9%	8.1%	14.3%	16.0%	17.1%
EPS (摊薄)(元)	0.14	0.41	0.80	1.06	1.37
P/E	106.06	35.36	18.23	13.73	10.64
P/B	3.11	2.86	2.61	2.19	1.82
EV/EBITDA	27.42	25.43	16.69	13.08	10.16

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	312	667	1,080	1,381	1,771
营业成本	0	0	0	0	0
营业税金及附加	2	3	5	7	9
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	93	129	130	166	213
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	82	94	98	111	120
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	10	-1	-6	11	0
	-5	-11	0	0	0
其他					
营业利润	140	429	841	1,108	1,430
	3	-1	0	0	0
利润总额	143	428	841	1,108	1,430
所得税	15	44	98	121	156
净利润	128	383	743	987	1,274
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	128	383	743	987	1,274
利润					
EBITDA	219	502	946	1,209	1,551
EPS (当年)(元)	0.20	0.60	0.80	1.06	1.37

现金流量表					
	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	209	-955	476	678	881
	128	383	743	987	1,274
净利润					
折旧摊销	1	1	1	1	1
财务费用	98	99	98	111	120
投资损失	-10	1	6	-11	0
营运资金变动	-12	-1,449	-373	-411	-513
其它	5	10	0	0	0
投资活动现金	-22	19	-1,010	-591	-701
	资本支出	-1	0	-4	-2
长期投资	-34	14	-1,000	-600	-700
其他	13	5	-6	11	0
筹资活动现金	-187	123	124	178	117
	吸收投资	0	0	0	0
借款	840	1,265	230	170	70
支付利息或股息	-93	-93	-385	-111	-120
现金流净增加	1	-816	-410	265	297
额					

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券非银金融&中小盘首席分析师。硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。2020年“新浪财经非银金融行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanquyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。