

以“大资管”为核心发挥协同效应，做强做优做大金控平台

转型金控之后，持续做强做优做大。2017年以来，浙江东方通过收购浙金信托、大地期货、中韩人寿股权，叠加参股永安期货、增资子公司等重组举措，形成涵盖信托/期货/保险/融资租赁/私募基金等稀缺牌照资源的金控平台。2017年-2020年，公司金融业务收入从20.93亿元增长到139.37亿元，年均复合增速超过88.1%；在公司营收占比从21.3%提升到87.9%，逐渐超越商贸业务成为集团创收核心支柱。

2021年以来，公司加快牌照布局脚步，未来一年内或面临治理拐点。2021年1月，公司公告拟进行定向增发，用于向浙金信托完成注资和补充流动资金共计约25亿元，将集团持有浙金信托股权比例提升至87%（目前已先由自有资金增资）；2022年3月，公司公告对中韩人寿的增资引战进展情况，拟引进长兴金控、温州国金、温州电力、温州交发及证裕投资5家外部投资人，共计为中韩人寿增资约18亿。

江浙沪是中国民营经济最具活力的地区之一，为公司提供良好的客户基础。浙江省2021年GDP全国第四，人均GDP全国第五，拥有A股上市公司数量全国第二，江浙沪地区区域财富聚集效应显著，未来资管业务发展空间巨大；而公司旗下金融子公司特色鲜明、优势突出，例如浙金信托自2018年开始布局家族信托业务，“家业鼎丰”家族信托品牌市场影响力持续提升；般若财富是国内最早一批财富管理机构，旗下杭州济海上线五大差异化优质产品近一年主动管理规模增加6倍；东方产融“一母多子”的管理架构和市场化的基金合作模式，已形成专业化和多元化的基金业务链条，有效提升跨资产配置效能。总体而言，公司基本形成了以服务区域经济和聚焦财富管理为主线的业务闭环，并且在牌照布局方面也多有努力，未来大有可为。

估值与投资建议：金融行业通常用PE或PB法进行估值，但浙江东方涉及业务板块较多，为求精确，我们根据不同业务属性将采取分部估值的方法确定公司投资价值。按照重组计划完成后的预计持股比例，2022年公司合理市值大约为197.55亿元，对应目标价5.78元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：持牌金控战略进展不及预期；宏观经济下行风险；金融业务的周期性波动；资本市场运作效果不佳。

浙江东方(600120)

首次评级

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

18621565103

SAC 执证编号：S1440521060001

SFC 中央编号：BIZ759

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 执证编号：S1440518100009

SFC 中央编号：BQQ828

发布日期：2022年04月21日

当前股价：4.02元

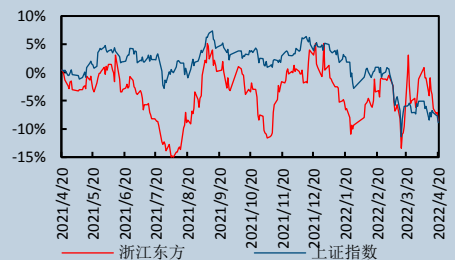
目标价格6个月：5.78元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|-----------|-----------|-------------|
| | 1.01/4.08 | -3.6/7.84 | -10.6/-1.21 |
| 12月最高/最低价(元) | | | 5.91/3.7 |
| 总股本(万股) | | | 289,632.31 |
| 流通A股(万股) | | | 289,632.31 |
| 总市值(亿元) | | | 116.43 |
| 流通市值(亿元) | | | 116.43 |
| 近3月日均成交量(万股) | | | 3,426.68 |
| 主要股东 | | | |
| 浙江省国际贸易集团有限公司 | | | 48.52% |

股价表现



相关研究报告

目录

| | |
|---|----|
| 1 转型金控，持续做强做优做大 | 1 |
| 1.1 回望过去，商贸起家，转型金控再启航..... | 1 |
| 1.1.1 背靠国资商贸起家，数次把握改革机遇..... | 1 |
| 1.1.2 重组加注优质金融资产，转型打造金控平台..... | 2 |
| 1.2 展望未来，围绕“大资管”，打造一流上市金控平台 | 3 |
| 1.2.1 持牌金控战略：持续拓展版图，努力实现持牌经营..... | 3 |
| 1.2.2 生态金融战略：围绕长三角区域和“大资管”核心的综合金融生态 | 4 |
| 1.2.3 业务引领战略：做强做优做大主业，聚焦牌照经营和发挥投资平台作用 | 4 |
| 1.2.4 能力聚合战略：围绕金控平台建设组织管控和资源协同两大中心..... | 5 |
| 2 聚焦金融主业，完善牌照布局 | 5 |
| 2.1 多轮驱动，金融板块协同效应渐显 | 5 |
| 2.1.1 信托业务：浙金信托 | 5 |
| 2.1.2 期货业务：大地期货 | 8 |
| 2.1.3 寿险业务：中韩人寿 | 10 |
| 2.1.4 财富管理/资产管理业务：般若财富&东方产融 | 12 |
| 2.1.5 融资租赁业务：国金租赁 | 14 |
| 2.2 商贸业务涉同业竞争，2022 年将逐步实现剥离..... | 16 |
| 3 估值与投资建议 | 17 |
| 风险分析 | 18 |

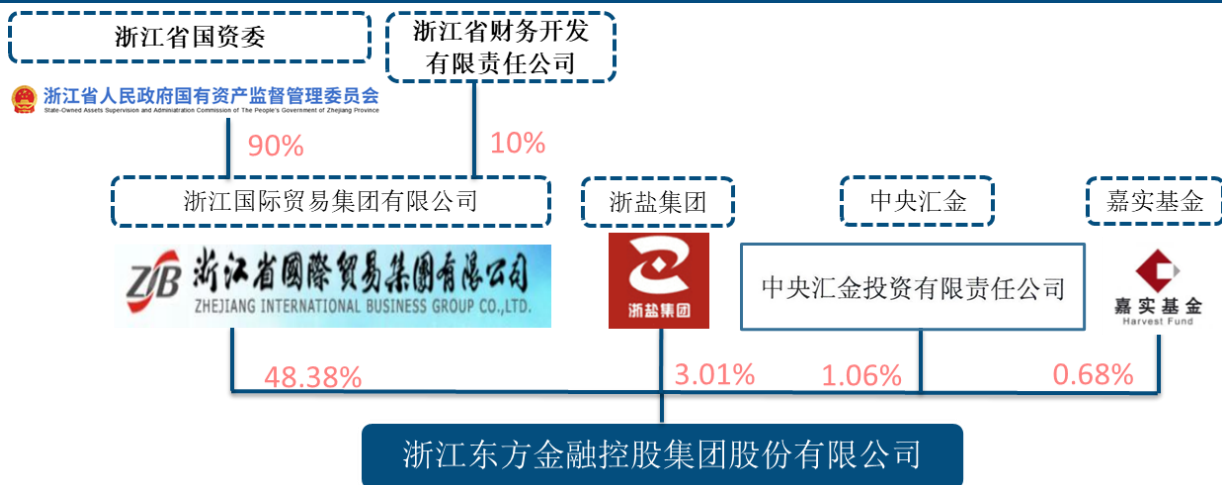
1 转型金控，持续做强做优做大

1.1 回望过去，商贸起家，转型金控再启航

1.1.1 背靠国资商贸起家，数次把握改革机遇

1988 年，公司前身“浙江省针棉织品进出口公司”成立，1994 年更名为“浙江东方集团股份有限公司”，1997 年在上海证券交易所挂牌上市。目前浙江东方的第一大股东是浙江省国际贸易有限公司，持股比例达 48.52%，截至 2021 年三季度末，前十大流通股股东还有浙盐集团、中央汇金等大型国企。在公司成立的三十余年以来，背靠国资，不断把握国企改革的发展机遇，依托市场机制，数次完成业务、战略上的转变，不断焕发新活力。

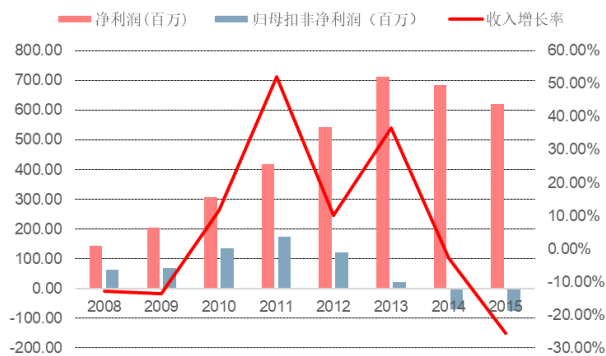
图表1：浙江东方股权结构图（截至 2021 年 Q3）



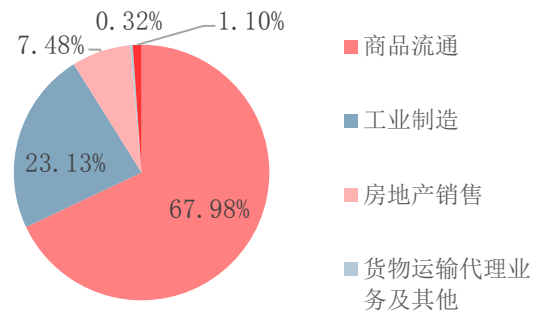
资料来源：公司公告，中信建投

早期商贸、房地产“双轮驱动”。公司在 1997 年上市初期主要业务涉及纺织品、服装的生产与出口，以及原辅料、机器设备的进口业务；在 2002 年修改章程，主营业务加入“房地产开发经营”，此后实行商贸和房地产双轮驱动，两者合计贡献公司营收超 80%。从 2008 年金融危机恢复后，2008-2011 年，净利润稳定高速增长，归母扣非净利润于 2011 年达到高点 1.74 亿。但在 2011 年以后，归母扣非净利润持续下滑，至 2014 年首次亏损 7000 万元。公司主业显现疲软之态，贡献公司收入三分之二以上的商贸流通板块营收自 2013 年 91.81 亿持续回落，至 2015 年仅收入 52.22 亿，降幅高达 40%。；房地产业务在小幅增长后也根据公司自身战略转而进入去库存业务收缩周期。

积极布局类金融领域，“一体两翼”战略确立金融重要地位。2011 年，制定了《公司发展战略规划(2011-2015)》，提出向“一体两翼”转型，打造集商贸流通、房地产开发和类金融服务于一体的综合型商业集团。在 2012 年通过股权收购、团队引进和平台重组等方式，完成了以资产管理、融资租赁和产融投资为核心业务单元和以期货经纪、股权管理、证券投资等股权型投资为外围支撑的类金融板块架构。其中核心三大板块为国金租赁、产融投资、国贸东方资产管理。融资租赁板块营收也由 2011 年的 240.42 万元大幅增长至 2015 年 8470.33 万元。

图表2： 2011 年为业绩拐点


资料来源：公司公告，中信建投

图表3：“一体两翼”战略下业务板块


资料来源：公司公告，中信建投

1.1.2 重组加注优质金融资产，转型打造金控平台

公司自 2011 年提出“一体两翼”战略以来，通过投资设立、参股控股开始积极布局金融板块，到 2015 年融资租赁板块营收已经达到 8470.33 万元。而在 2015 年，公司提出了新的产业定位，“1+1+X”发展战略，即坚持商贸与类金融两翼发展，走产融结合的道路。商贸流通板块以跨境电商平台建设为抓手，引导出口企业向高附加值为特点的品牌、设计、营销等环节延伸产业链；类金融板块以“互联网+资管”为抓手，通过引进团队、嫁接平台，积极发展金融创新和增值服务。并在 2015 年启动资产重组项目，正是通过此次资产重组项目，公司极大扩展了金控版图，成为浙江省第一家国有上市金控平台。

根据省委省政府的部署，2015 年 10 月 9 日，公司正式启动重大资产重组项目，旨在通过资产注入，推进金融资产整合，将浙江东方打造成为浙江省第一家以金融为主的综合性国有控股上市公司。方案几经调整，克服了重组范围政策变化和募集资金用途变化以及狮丹努上市不合并报表影响和重大历史遗留风险资产处置等诸多困难，2016 年 12 月 28 日，重组方案获证监会无条件通过。2017 年 6 月，“109”项目顺利收官并募集配套资金 12 个亿增资信托与保险。

图表4： 2015 年重组交易标的金融资产情况

| 标的公司 | 收购比例 | 交易价格 (亿元) | 公司简介 | 盈利承诺 |
|------|------|-----------|--|---|
| 浙金信托 | 56% | 5.36 | 成立于 1993 年，目前注册资本 28.8 亿元。股东及持股比例为国贸集团持股 78%，中金公司 17.5%，传化集团 4.5%。为浙江唯一国有信托公司，2015 年信托规模 214.10 亿元，实现归母净利润 6401.25 万元。 | 2016 年，税后净利润不低于 5263 万元 2017 年，不低于 5699 万元 2018 年，不低于 6535 万元 |
| 大地期货 | 100% | 7.96 | 大地期货经纪有限公司成立于 1995 年。具有商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理业务资质。2015 年实现归母净利润 2958.39 亿元。 | |
| 中韩人寿 | 50% | 3.01 | 由浙江国贸集团和韩华生命保险株式会社于 2012 年合资设立。2015 年保费收入 3.89 亿元 | |

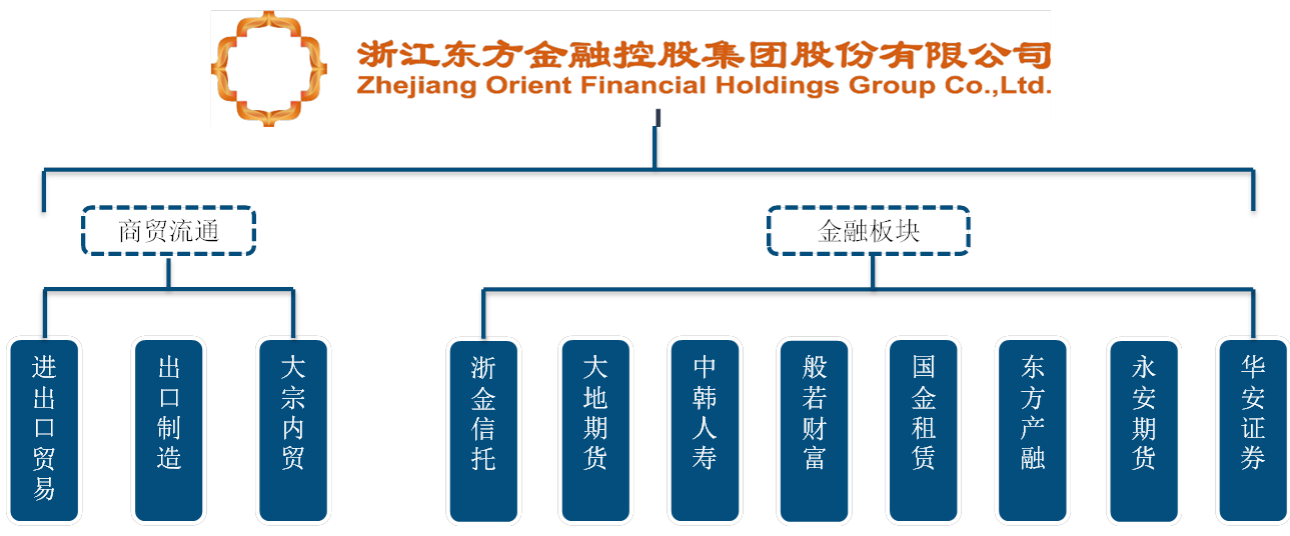
资料来源：公司公告，中信建投

重组完成后，浙江东方在原有融资租赁、私募基金管理业务基础上，获得了信托、期货、保险三块极有价值的金融牌照，此后又收购了般若财富，进一步完善了金融产业布局，一跃成为 A 股资本市场上极为稀缺的国

有上市金控集团。

公司持续在金融和类金融领域进行投入，有序推进金控平台的建设。2016 年直接投资的华安证券在上交所主板上市，并对子公司国金租赁进行增资，资本金达到 5000 万美元；2017 年对旗下浙金信托、大地期货、中韩人寿和般若资产进行注资，注册资本分别提升至 17 亿、1 亿、10 亿和 1 亿，2019 年对**国金租赁**增资至 8000 万美元，提升资本实力，2019 年、2020 年分别对大地期货增资，后经 2021 年资本公积金转增，目前大地期货注册资本已至 9.98 亿元。金融板块已经成为公司收入的重要力量，2017 年至 2020 年，金融及类金融板块营收分别为 20.93 亿、45.08 亿、68.03 亿与 139.37 亿元，年复合增长率达到 60.35%，2020 年在主业营收占比以达到 88%。

图表5： 目前浙江东方主要业务板块



资料来源：公司公告，中信建投

1.2 展望未来，围绕“大资管”，打造一流上市金控平台

2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，浙江东方也发布了未来发展规划。在“十四五”期间力争实现打造以“大资管”为核心，具有综合金融聚合力、投资管理创新力的一流国有上市金控公司。通过**持牌金控、生态金融、业务引领、能力聚合四大整体战略**着力打造金控平台；加强**组织管控和资源协同**以发挥范围经济的优势，整合各业务资源，打造协同发展，具有竞争力的金控平台。

“十四五”期间，浙江东方提出分三步的整体目标：近期目标：2021-2022 年，完善牌照布局，做实金控；中期目标：2023 年-2025 年，持续做大规模，形成一定特色，完成持牌；远期目标：2026 年后，发挥持牌优势，做好生态，发挥协同作用。

1.2.1 持牌金控战略：持续拓展版图，努力实现持牌经营

公司目前已经拥有信托、期货、保险、融资租赁等金融牌照。而在“十四五”期间，将进一步扩大公司整体金融版图，计划在“十四五”期间通过引战增资提升资本金水平、鼓励旗下金融机构开设与自身业务相关的牌照公司，获得门类更为齐全的金融牌照。今后重点应当会关注公募基金、证券、保险资管等金融牌照。

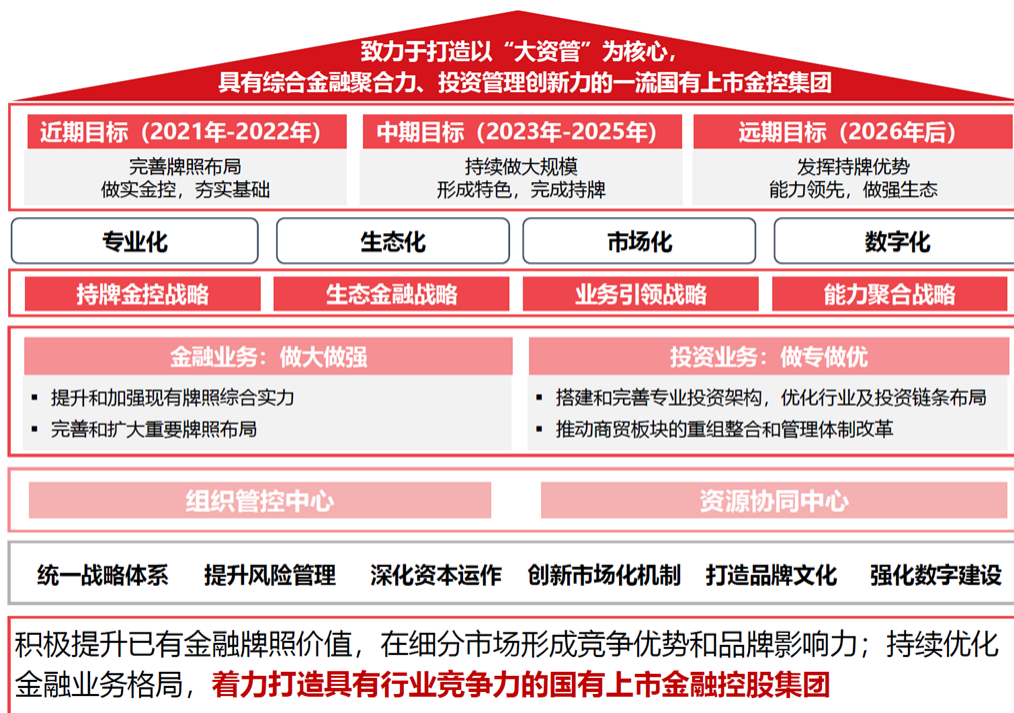
银行和证券牌照。公司此前已经战略投资了广发银行与华安证券，但是持股比例仍较低，分别为 0.08% 与 1.93%，在“十四五”期间可能会另行收购以完成对这两块牌照的布局；金控牌照。根据 2020 年 9 月中国人民银行颁布的《金融控股公司监督管理试行办法》，设立金融控股公司的，应当满足以下两个条件之一：1) 实质控制的金融机构中含商业银行的，金融机构总资产规模不少于 5000 亿元，或除银行外金融机构总资产不少于 1000 亿元；2) 实质控制的金融机构不含商业银行的，金融机构总资产规模不少于 1000 亿元。目前公司总资产（21H1）为 291.18 亿元，需在今后进行引战增资，继续扩大公司资本金规模。

1.2.2 生态金融战略：围绕长三角区域和“大资管”核心的综合金融生态

在区域生态方面，以浙江为核心，依托长三角地区服务区域经济。发挥地方金控的地域特色，着力于服务实体经济，促进区域内经济发展并实现产业板块的重点布局。把握“共同富裕”政策下财富增长的发展机遇，提高创新金融服务能力，围绕高净值客户和中产阶级提供差异化的金融服务。抓住高净值客户，近年浙金信托家族信托业务快速发展，目前家族信托管理资产规模达 246 亿元。在共同富裕背景下财富管理业务或将继续迎来增长。

在综合金融生态方面，策应国省战略，提升综合资管能力，重点布局碳中和、数字经济、智能制造、医疗健康和科创投资等领域；以财富管理与协同机制为基础，根据金控平台建设进程，逐步打造以客户为中心的综合金融服务平台。

图表6：公司“十四五”战略规划图



资料来源：公司公告，中信建投

1.2.3 业务引领战略：做强做优做大主业，聚焦牌照经营和发挥投资平台作用

金融牌照经营层面，提升牌照专业能力，完善金融生态布局。快速提升金融牌照业务能力，在细分市场形

成竞争优势和品牌影响力，围绕现有能力禀赋，探索布局战略性金融牌照资源，形成牌照发展生态，成为金控集团稳定的核心利润基础和规模贡献点。投资管理平台层面，搭建和完善投资架构，引入市场化团队，优化激励约束机制，形成以东方产融为核心的投资平台，形成前瞻式的战略和规划布局，打造成为金控集团稳定的核心利润和规模贡献点。

1.2.4 能力聚合战略：围绕金控平台建设组织管控和资源协同两大中心

未来公司将打造两大管理中心、提升六大能力，成为管理模式成熟、高效发挥资源协同能力的国有上市金控集团。1) 通过组织管控中心实行子公司差异化管控模式；2) 通过资源协同中心促进业务板块之间的深度合作，发挥金控集团的协同优势；3) 通过统一战略体系、深化资本运作、创新市场化机制、强化数字建设、提升风险管理、打造品牌文化六大能力提升。作为业内首家与恒生电子合作的金控公司，浙江东方明确了十四五时期“数字东方”建设目标，通过金融与科技的融合创新，持续打造协同数字化、风控数字化、管理数字化，提升数字化能力建设。

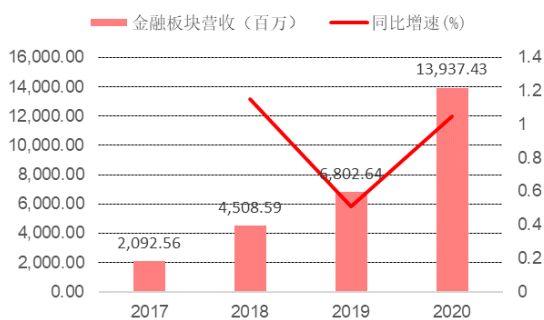
2 聚焦金融主业，完善牌照布局

2.1 多轮驱动，金融板块协同效应渐显

自 2016 年公司完成资产重组后，公司在金融板块的主要业务由融资租赁、私募基金拓展至信托、期货、寿险、资管、财富管理、融资租赁等多行业，形成多业务协同发展的格局。

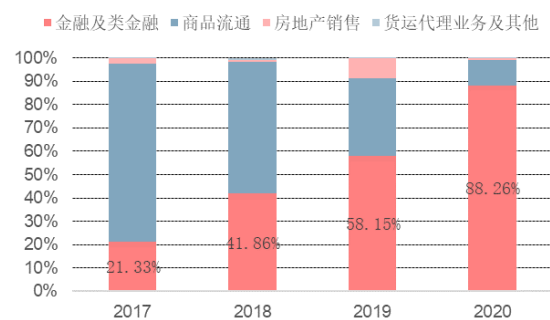
近五年金融板块的营收也呈现快速增长趋势。2017 年金融板块营收 20.93 亿元，至 2020 年营收 139.37 亿元，年均复合增长超 88%；而在公司总营收的占比也由 2017 年的 21.33% 增长至 88.26%，超越商贸业务成为贡献公司营收的第一大支柱。

图表7： 2017-2021H1 金融业务营收及其同比增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2017-2021H1 金融业务营收占比



资料来源：公司公告，中信建投

2.1.1 信托业务：浙金信托

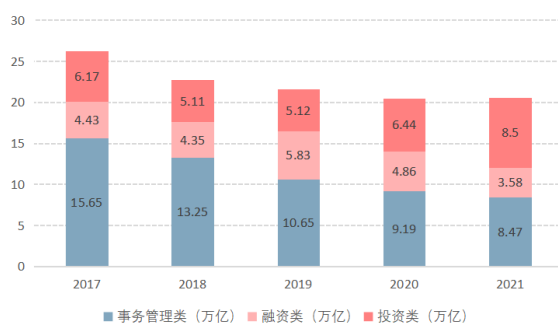
(1) 行业趋势：“两压一降”严监管继续推进，新发展格局正在形成

“资管新规”与“两压一降”严监管化解行业风险，业务结构变化使信托行业下行趋势企稳。我国信托业自 2001 年《信托法》颁布实施后正式步入主营信托业务的规范发展阶段以来，经历了 2008-2017 年间的高速发

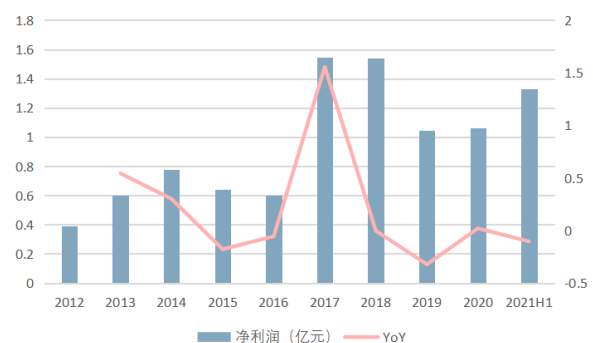
展。随着信托行业风险资产的积累以及不良率的攀升，为化解系统性金融风险，从 17 年以来，监管着手治理信托行业乱象，持续出台相关监管文件与政策，要求信托公司压降通道业务和融资类信托业务，取得显著成效。信托行业自 2018 年开始进入了一个负增长的下行发展周期，信托资产总规模连续三年下降，2021 年末同比小幅回升 0.29%，增幅虽然不大，却是信托业自 2018 年步入下行期以来的首年度止跌回升。数据表明，行业下行态势已经企稳，业务结构也发生显著变化。

监管针对融资类信托规模扩张、资金池模式以及违规通道业务等行业隐患进行整治，效果显著。融资类信托规模占比迅速增长，2019 年达到高点 26.99%，2021 年回落到 17.43%。信托贷款投向的融资主体大多是无法从银行渠道获得资金，被迫承担高融资成本的主体，信用风险较高；若融资类信托规模过大，会加剧行业金融风险。资金池模式也是监管防范的重点，为兑付资金、掩盖不良资产，部分信托公司通过高收益吸收资金建造资金池，使风险持续上行，引发违约事件。因此，监管层陆续限制非标投资金额及集中度，整治非标资金池业务。过去，部分信托公司违规开展通道类业务，违将资金投向房地产项目、地方政府和“两高一剩”等限制领域，各类金融机构借助信托通道开展监管套利、规避政策限制开展融资类业务，与监管目标相悖。因此，监管要求压缩信托通道业务、融资业务，并多次表示将继续巩固严监管态势。2017 年到 2021 年监管继续加码，信托公司传统通道业务和融资类业务资产规模持续萎缩，连带信托行业进入持续三年的下行阶段；直至 2021 年末，全行业信托资产规模余额 20.55 万亿元，同比增长 0.29%，实现了从 2018 年的首次止跌。

信托行业下行态势已经显示企稳，业务结构发生显著变化。首先，信托来源发生实质变化，持续呈现“一降两升”趋势，即单一资金信托规模和占比大幅下降，集合资金信托规模和占比稳定提升，而管理财产信托规模和占比则大幅上升。本轮调整以来，集合资金信托成为主导力量，占比 51.53%，单一资金信托则由第一降至末尾，占比 21.49%，表明信托业按监管要求“去通道”已取得实质效果。其次，信托功能发生重大变化，主动管理信托呈现持续上升趋势，事务管理类信托呈现持续下降趋势；其中主动管理信托中的融资类信托加速下降，投资类信托则持续上升，已成为主动管理信托最主要的产品形式。最后，信托投向发生较大变化，表现出“一稳、一升、三降”的变化趋势。“一稳”是资金信托投向工商企业的占比保持相对平稳，在所有投向中占比最高，持续发挥信托业对实体经济的直接支持作用；“一升”是资金信托投向证券市场的占比大幅提升，受资本市场发展、资管产品非标转标、投资者需求多元化等因素影响，证券市场的占比大幅提升，2021 年底达到 22.37%，跃至第二大的投向；“三降”是资金信托投向基础产业、房地产和金融机构三大领域的占比呈现持续下降势头，主要是受到规范政府平台融资、规范房地产融资、去通道、去嵌套等政策因素影响。新发展格局正在形成，2021 年度或将成为信托业本轮调整的一个转折起承时点，从而成为又一个对信托业具有历史意义的关键时间窗口。

图表9： 信托行业管理总规模


资料来源：中国信托业协会，中信建投

图表10： 浙金信托净利润


资料来源：公司公告，中信建投

（2）公司发展：经营效率超出同业，集团增资注入“强心剂”

集团信托业务由控股子公司浙金信托开展，浙金信托是浙江省属唯一国有信托公司，主要股东有浙江东方（持股 87.01%）、中金公司（持股 10.33%）、传化集团（持股 2.66%）。浙金信托立足客户需求，深耕浙江，面向全国，坚持创新驱动和科技赋能，聚焦开拓家族信托（+慈善信托）、五大类资金信托（特殊资产投资信托、证券投资信托、基础产业及不动产信托、资产配置信托、私募股权投资信托）、服务信托的“1+5+1”核心业务，实施“服务+产品”双向互动发力，重构经营专业化、客户高端化、管理系统化的“三化协同”运营体系，为广大客户提供优质高效的财富管理综合服务，助力实体经济发展和推进共同富裕。浙金信托 2020 年信托资产管理规模达到 889.99 亿，营业收入 5.68 亿元，同比增长 2.33%，净利润 1.06 亿元，同比增长 1.95%。浙金信托近年营业情况受行业下行的负面影响较大，预计随着信托行业下行趋势企稳，公司业绩将持续回升。

“小而美”发挥区位优势，业务转型力度不足。已公布 2020 年报的 62 家信托公司信托资产规模的中位数、均值分别为 3173 亿元、2165 亿元，而浙金信托的信托资产规模还不到千亿，处于行业中下游。浙金信托管理规模不大，但经营效率可观，2020 年信托报酬率为 0.78%，在 68 家信托公司中排名第 10 位。浙金信托所处的江浙沪地区高净值人群数位于全国前列，区域财富聚集效应显著，公司围绕家族信托转型发展，目前家族信托管理资产规模达 246 亿元，“家业鼎丰”家族信托品牌影响力进一步提升。浙金信托围绕“十四五”规划，加快推进转型发展。2020 年公司主动管理（含家族信托）规模占比 57.8%，事务管理规模占比 42.2%，主动类信托中融资类占比 49.95%，显著高于同业平均的 43%。公司其他标品类业务规模仍相对较小。在压降融资类与通道类信托产品的严格监管要求下，浙金信托的两类产品比例依旧显著高于同业平均水平，随着监管持续深化推进压降工作，恐给公司带来业务压力。

获得集团 16.99 亿增资，为扩大规模与业务转型奠定基础。2021 年集团非公开发行 A 股股票募集资金 24.27 亿元，其中 16.99 亿元用于对浙金信托的增资。浙金信托已于今年年初办理工商变更登记手续，注册资本由 170,000 万元变更为 288,000 万元，本次浙金信托新增股份全部由集团认购，持股比例将增至 87%。通过本次增资补充浙金信托的资本金有助于满足监管部门对净资本的要求，将迅速提升浙金信托的资产规模和资本实力，有助于浙金信托进一步提升业务规模，提高盈利能力，提升浙金信托抵御风险的能力和可持续发展能力，更好地适应转型发展的需要，为浙金信托进一步提升行业地位打下坚实的基础。此外，依托于集团优势，省国贸集团及其子公司在 2021 年上半年新增认购浙金信托计划或委托浙金信托设立的信托计划规模为 5.1 亿元，浙金信托收取管理费 235.29 万元。

（3）未来展望：推动转型，提升风控，回归本源

业务模式亟待转型，压降通道类和融资类业务或成今后工作重点。大资管时代，信托公司传统通道业务和融资类业务的萎缩已成为必然趋势，信托公司需在坚守合规经营的基础上，把握好转型定位和发展方向，创新产品和服务模式，大力拓展股权投资、资产证券化、投贷联动、债转股、并购基金等创新业务，支持实体经济结构调整和转型升级。浙金信托在转型方面仍需继续前进。为规避监管趋严带来的风险，公司应持续推进业务结构转型，落实“两压一降”工作，提高团队专业性，提高股权、证券投资类信托产品的占比

与集团联动，做好创新业务与家族信托的业务拓展。浙金信托坚持以创新驱动为主线，目前特殊资产信托、资产配置信托和家族信托等业务已取得实质性突破，其中家族信托业务落地多单，规模逾两百亿元。依托于集团增资与区位优势等资源禀赋，浙金信托应继续扩大资管规模，深入推动业务结构创新转型，开展证券投资等标准化业务。浙金信托提出“1+5+1”重点创新业务方向，已取得良好进展：“1”是家族信托；“5”是指特殊资产投资、证券投资、基础产业投资、私募股权投资、不动产投资等五大类集合资金信托业务产品，“1”是指企

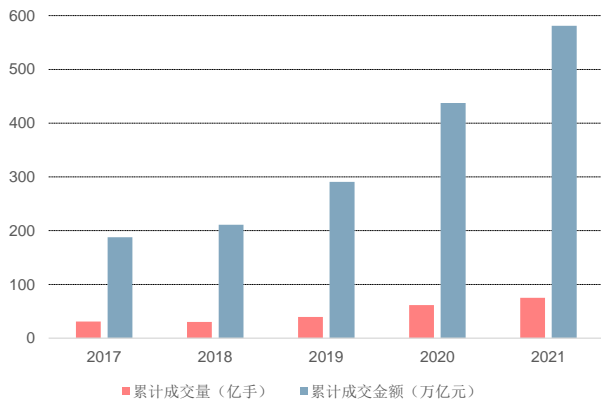
业供应链服务和涉众性社会资金管理等服务信托，2021 年上半年，浙金信托转型发展取得良好进展，公司今后会继续立足客户需求，推动创新发展。

2.1.2 期货业务：大地期货

(1) 行业趋势：小行业大市场，行业不断规范，从以经纪业务为主转向风险管理等多元发展

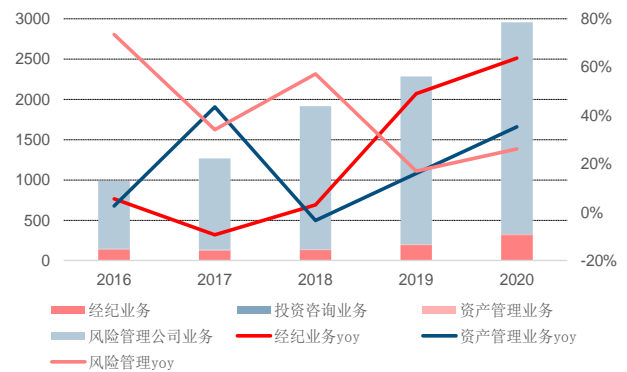
经过 30 多年的发展，我国期货市场日益成熟，目前呈现出商品及金融期货、期货期权、场内场外协同发展的多层次格局。2021 年期货市场资金总量超 1.2 万亿元，同比增长了 42%。累计成交 75.14 亿手，累计成交额 581.20 万亿元，同比分别增长 22.13% 和 32.84%，持续高速发展。2022 年受到国内外环境影响，交易量有所下滑。1-2 月全国期货市场累计成交量为 8.70 亿手，累计成交额为 71.69 亿元，同比分别下降 17.03% 和 11.80%。期货市场在全球范围内取得亮眼成绩，在全球场内衍生品市场中，我国四家期货交易所的成交量排名稳中有升；期货成交量在农产品、金属和能源三类品种中全球成交量排名靠前。

图表11： 期货行业交易规模



资料来源：中国期货业协会，中信建投

图表12： 期货行业收入结构及同比增速



资料来源：中国期货业协会，中信建投

传统经纪业务面临同质化竞争，创新业务蓬勃发展，有望强化行业马太效应。截至 2021 年底，中国期货公司总资产 1.38 万亿元，净资产 1614.46 亿元，同比分别增长 40.8% 和 19.56%，资本实力有所增强。四大主要业务稳中向好，规模持续增长。截至 2021 年底，经纪业务、投资咨询业务、资管业务、风险管理业务分别实现收入 314.98、1.76、12.14、2628.59 亿元，同比增长 64.06%、39.68%、35.34%、35.34%。分业务来看，传统的经纪业务继续保持强势增长，仍是期货公司的主要收入来源之一。市场成交规模增加，交易增量利好经纪业务发展。但由于在该业务上竞争同质化现象较为严重，整体佣金率持续走低，期货公司长期处于低水平竞争状态，盈利能力一般。同时受到居间人全面纳入监管的影响，经纪收入或受到影响。

长期来看，期货公司发展资产管理和风险管理等创新业务是大势所趋。期货资管业务受到资管新规影响，业务缩水，向主动管理发力。但 2021 年资管业务走出了去通道化和结构化的触底翻转之路，成为期货公司新的利润增长点。这得益于投资者对期货的认知度提升，叠加疫情、房住不炒、信托打破刚兑、银行理财利率下行、大宗商品价格剧烈波动等外部环境影响，资金不断流入资本市场，CTA 策略逆周期配置的特点增加客户资产配置需求。受疫情影响，企业避险需求上升；同时国内期货市场投资者结构“机构化”的趋势不断加快，风险管理业务备受瞩目。2021 年全年，期货公司风险管理公司累计业务收入 2628.59 亿元，同比增长 26%；累计净利润 20.79 亿元，同比增长 84%。营收十分亮眼，但利润微薄又成为行业痛点。而风险管理业务对于期货公司的资本实力、风险管理能力等具有很高的要求，龙头公司积极入场，头部效应和规模效应显现，未来或将推动行

业集中度提升。

(2) 公司发展：集团产融结合与融融结合的核心粘合剂

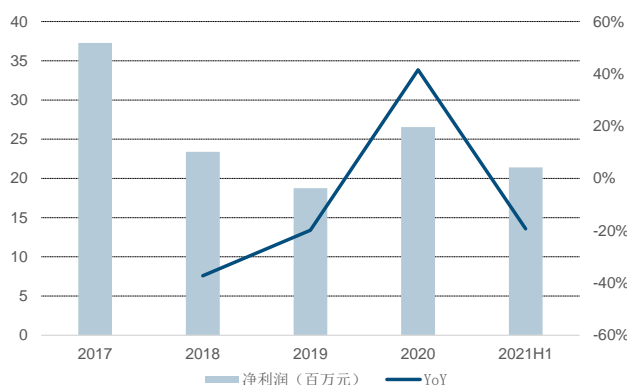
大地期货成立于 1995 年，是浙江东方的全资子公司，经过 10 次增资及股权转让，目前大地期货注册资金 9.98 亿元。其拥有上期所、郑商所、大商所、上海国际能源交易中心会员资格和中金所会员资格，具有商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理业务等牌照，业务资质齐全。公司旗下持有 1 家风险管理子公司 87.5% 股权和 1 家境外子公司 100% 股权，形成了以“长三角”为中心，辐射全国产业和金融集聚地的格局。

拥抱行业变化，把握发展切入点。大地期货积极发挥各牌照优势，塑造差异化核心竞争力。推动转型期经济业务，大力发展风险管理业务，设计搭建风险管理业务与经纪业务的协同机制，保障和促进双轮协同运转；积极拓展原油、棉纱等新品种，利用衍生品工具，升级期现业务服务模式。“保险+期货”模式不断深化，15 个项目保障金额近 1.5 亿元。2020 年，大地期货在期货公司分类评级中从 B 类 BBB 级跃升至 A 类 A 级，2021 年则暂列 A 级。

业绩稳中有升，2020 年以来实现持续正增长。2021 年上半年大地期货总资产规模超过 70 亿，实现净利润 2141 万元，利润总额同比增长 71.44%，权益规模同比增长 32.74%，营收同比增长 46.57%。其中，风险管理业务实现营收同比增长 45.25%；利润总额同比增长 75.68%；经纪业务成交量同比增长 39.20%，成交额同比增长 57.42%。预计随着期货行业规模不断扩张，公司业绩将继续维持高增长。

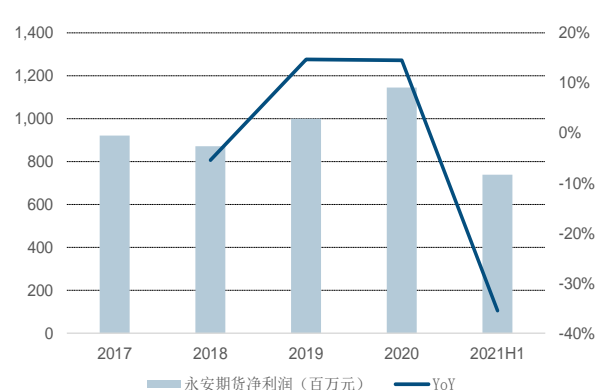
连续增资，为业务扩张与转型奠定基础。2021 年，大地期货以未分配利润和资本公积转增注册资本 4.58 亿元，注册资本由 5.4 亿元变更为 9.98 亿元。大地期货旗下控股风险管理子公司向其舟山子公司和境外子公司大地（香港）金融分别增资 9000 万、5000 万人民币。增资后，大地期货 100% 持股大地（香港）金融。期货行业属于资本密集型行业。通过多次增资，增强大地期货资本金能力，推动风险管理业务等创新业务的发展，有利于进一步提升公司的竞争力。通过向子公司注资，推进公司战略规划实施，拓展全球业务发展，更好地实施“双轮驱动、多点储备”发展战略，实现经纪业务和风险管理、资产管理业务的协同发展和海内外业务协同发展。

图表13：大地期货净利润及同比



资料来源：公司公告，中信建投

图表14：永安期货净利润及同比



资料来源：公司公告，中信建投

(3) 未来展望：享受行业红利，公司大力发展风险管理业务，或实现进一步突破

风险管理业务成为业务重点，收入结构有待进一步优化。在政策大力支持、期货品种不断扩充、实体经济

避险需求持续增长、创新业务拓展等多因素共同驱动下，期货行业成长空间宽广，具有极大的成长空间。目前大地期货和永安期货仍依赖于经纪业务收入。短期内依靠期货交易规模的扩张，经纪业务仍能提供收入增长。但考虑到其市场竞争激烈、业务可复制性强的特点，长期来看，业务亟待转型升级，提前布局，寻求发展新出路。风险管理业务成为目前期货公司争夺的重点领域。高资本金需求和低利润收益下，龙头公司有望充分受益。而永安期货凭借其强大的资本实力、定价与交易能力等，或将继续领跑创新业务。

构建差异化竞争优势，利用集团资源实现业务协同发展。目前监管自上而下引导行业创新发展，期货业务种类不断增加。同时，对外开放为期货公司提供发展新机遇。未来期货公司或将迎来差异化竞争，通过在不同领域的细分、商业模式的升级塑造特色业务品牌。浙江东方旗下两家期货公司定位鲜明。永安期货作为行业龙头，各方面业务突出；大地期货背靠股东资源，在浙江省建立较强区域经营优势，同时在渠道拓展、产品设计、风险管理等方面与股东产生协同，稳健发展，打造具有鲜明特色的衍生品集成商。期货板块发展十分可期。

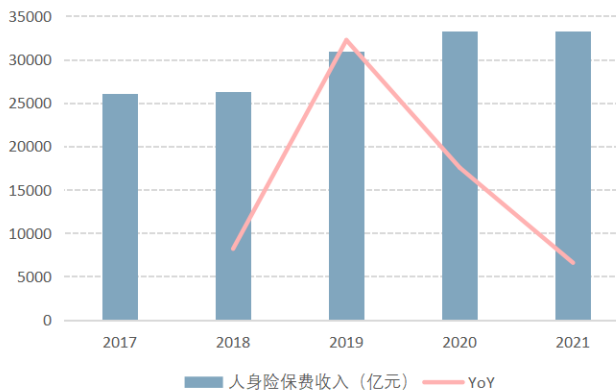
2.1.3 寿险业务：中韩人寿

(1) 行业趋势：人身险行业增速放缓，长期来看仍具增长潜力

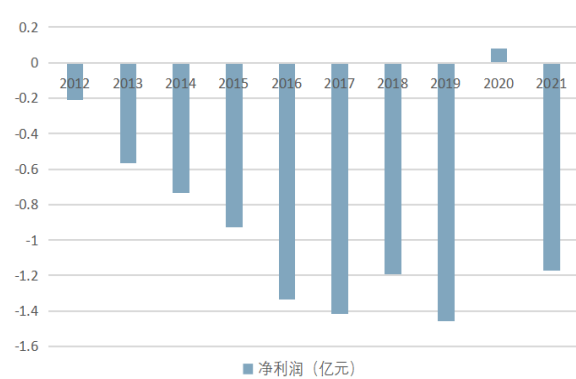
人身险行业增速放缓，主要原因是新冠疫情导致的宏观经济下行与代理人数量缩减。根据银保监会公布数据，2021年，中国人身保险原保费收入规模达到3.3万亿元（2021年下半年开始汇总口径不含风险处置机构），同比下降0.30%。2020年以来，行业增速放缓，2021年受保险需求不足及代理人数量缩减共同影响，首次呈现负增长（按原口径全年同比增长5.01%）。首先，经济增长新常态和新冠疫情的持续影响使得行业增长承压。2021年国内疫情进入常态化防控阶段，宏观经济虽然迅速复苏，但仍面临较大下行压力，在宏观经济承压背景下保费收入增长乏力。其次，保费收入受到代理人数量缩减的影响。银保监会披露，2021年保险代理人590.7万人，比去年减少252.1万人。从险企层面看，险企在监管层面的引导下积极推进销售人员制度改革，主动削减低产能代理人；从代理人层面，疫情导致展业困难和有效保险需求不足，激烈的同质化竞争使代理人脱落意愿增强。过去行业内被广泛采用的“大进大出”模式带来了代理人稳定性差、质量低的问题，或对当下代理人渠道的短期保费收入造成负面影响，但长期来看有助于提升代理人团队素质，提高效能，获得包括中产及以上消费者群体的信任。

中国人身险市场仍有增长空间，从长期来看市场因素与政策因素仍有利好。2020年中国人身险渗透率为8.6%，与亚洲其他的成熟市场相比仍处于相对较低水平。市场因素和政策因素将共同决定中国人身险市场的长期发展空间。

市场因素方面，伴随着人均可支配收入的增长与中产阶级的崛起，财富水平的增长会提高居民商业类保险的储蓄需求；中国步入老龄化加速阶段，人口结构的变化带来的养老需求将促进人身险保费的增长。中产及以上阶级仅占中国15岁以上人口的30%，但该客群贡献了75%的现有保单数量，伴随财富的增长与代理人素质的提高，该客群的需求增长将有力支撑中国人身险市场的增长。目前中国老年抚养比为19.7%，人口将在接下来的20-30年里快速老化，为养老相关保险产品带来重要机会。**政策因素方面**，商业健康保险将有力社会医疗保险的压力；养老金第二支柱和第三支柱将成为第一支柱的有力补充。与高度依赖政府公共医疗体系的欧洲市场不同，中国政府承担大约50-60%的医疗卫生支出，剩下的部分由商业健康险赔付和个人自付；随着人口老龄化，社会医疗保险明显承压，为弥补个人医疗支出的缺口，商业健康险仍有发展空间。中国养老体系以第一支柱为主，占比80%，但替代率只有44%，可见存在较大的养老金缺口需要第二支柱和第三支柱的补充，各类政府机关也在大力支持年金等第三支柱养老产品的发展；基于在长寿风险管理和资产负债管理上的长期经验，人身险公司在商业养老金产品开发上独具优势。

图表15： 2017-2021年中国人身险保费总规模


资料来源：银保监会，中信建投

图表16： 2012-2021年中韩人寿净利润


资料来源：公司公告，中信建投

注：2021年下半年全国汇总数据不含处于风险处置阶段的机构

(2) 公司发展：引战增资有望带来发展新机遇

中韩人寿走“精而美”的价值增长路线，2020年已经实现首年盈利。集团人身险业务由中韩人寿开展。中韩人寿是集团与韩华生命保险株式会社共同出资设立的中外合资人寿保险公司，主要经营人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险业务，以及上述业务的再保险业务。公司于2019年开始改革，主要着眼于提升治理结构，引入市场化职业经理人团队，制定了科学的授权管理和激励机制。在2020年的疫情环境下，公司逆势增长，自成立以来首次实现盈利，实现保费收入10.04亿元，同比增长34.07%，净利润816.36万元，个险新单标准保费保持30%的增长，在参与中保协统计的开展个险业务的近五十家人寿保险公司中增幅位列第4。

尽管中韩人寿经过2019年的深化改革，业务发展已经步入快车道，但是由于受到整体宏观环境变化和疫情影响，加之偿付能力因素限制，2021年经营情况受到较大制约。2021年规模保费全年整体达成11.92亿元，同比下降5.52%；全年新单标保（剔除银保趸交业务）累计达成1.53亿元，同比下降10.06%；会计净利润-1.17亿元，转盈为亏。公司的亏损一是由于年内利率下行因素导致亏损六千余万元（市场利率下行导致多计提准备金），二是由于新开设机构及队伍扩建等因素，前期投入费用较多，三是为满足偿付能力指标要求，公司在控制业务规模同时，投资业务也被动增加低收益的国债，减少了利润贡献。在此情况下，公司仍坚持价值转型，提高业务价值水平，公司2021年全年共实现价值保费0.76亿元，同比增长30.29%。另外，虽然2021年A股市场也不如过去两年平稳，保险行业投资收益并不理想，但中韩人寿2021年实际会计投资收益率6.85%，仍然大幅超过行业水平。中韩人寿的业务规模较小，2021年中国人身保险公司保费收入排名前三的公司分别为中国人寿、平安人寿和太平洋人寿，保费收入分别为6183.27亿元、4570.35亿元和2096.10亿元，中韩人寿全年实现9.7亿元的保费收入，在全国90余家人身险公司中排在70名之后，上升空间较大。中韩人寿成立于2012年，起步较晚，但发展战略以“精而美”的价值路线，预计未来有较大发展空间。

增资引战18亿元，中韩人寿由中外合资变为外资参股的中资保险公司。2022年初，中韩人寿新引入5家股东，募资18亿元，增加注册资本15亿元。本次增资后，浙江东方持股比例由50%变为33.33%，成为中韩人寿单一第一大股东；外资股东韩华生命保险株式会社不参与本次增资，持股比例从原有的50%降至24.99%。这代表中韩人寿将由中外合资公司变为中资保险公司。中韩人寿的五位新投资人分别为长兴金控、温州国金、温州电力、温州交发、证裕投资持股比例分别为20.23%、5.52%、5.49%、5.49%和4.95%，新引进的战略投资者涵盖长三角区域的省、市、县级的国有资本，温州市正处于金融综合改革政策落实阶段，长兴是位于长三角中

心枢纽区域的全国百强县市，国泰君安是总部设于上海的全国性头部券商，此次引战增资有利于各方共同落实长三角一体化国家战略。随着我国保险业对外开放大门持续扩宽，对合资保险公司的限制政策已经逐步解除，从合资公司变为中资公司，股权结构的改变或有利于中韩人寿提升决策效率。从经营角度看，此次增资引战将补充中韩人寿的资本实力，增强偿付能力，有助于拓展多元业务领域。

（3）未来展望：集团成中韩人寿单一大股东，将更好发挥联动优势

引战增资为中韩人寿发展带来重大机遇，对上市公司金控平台的建设具有重要战略意义。中韩人寿过去作为中外合资企业，很多集团资源没有得到充分对接，随着引战增资的完成，集团和中韩人寿的协同效应将充分显现出来。当前，人口老龄化、消费升级、医疗支出、政策利好等多项因素正持续释放保险需求，驱动寿险行业高质量增长。增资完成后，首先扩充资本将有利于公司拓宽业务范围，增强偿付能力，改善经营状况，其次新股东的加入为中韩人寿赋能，充分把握长三角区域优势，发挥保险“稳定器”作用。中韩人寿作为公司旗下重要的持牌金融机构，此次增资后，集团将成为中韩人寿单一大股东。公司未来将持续推动其高质量发展，进一步强化金控平台板块间的协同效应，加强保险科技建设，提供综合性保险产品，为优质客群提供更好的服务，助力金控平台建设。

另外，值得关注的是，浙江省作为共同富裕示范区近期出台了很好利好政策，包括《中共中央国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》、《浙江高质量发展建设共同富裕示范区实施方案（2021—2025年）》、《关于金融支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》、《国资国企助力高质量发展建设共同富裕示范区行动方案（2021-2025年）》、《浙江银行业保险业支持高质量发展建设共同富裕示范区行动方案（2021-2025年）》等，中韩人寿作为唯一一家注册地和运营总部均在浙江的全国性寿险公司，具有得天独厚的政策和区位优势，预计未来中韩人寿会以助力建设共同富裕示范区为发展目标，积极关注民生，创新研发保险产品，增强低收入群体抗风险能力；探索多样化保险保障需求，推动特定机构、特定群体积极投保保险；借助国资的资源优势，发展普惠保险，助力多层次保险保障体系建设，建立具有“共富特色”的寿险公司。

2.1.4 财富管理/资产管理业务：般若财富&东方产融

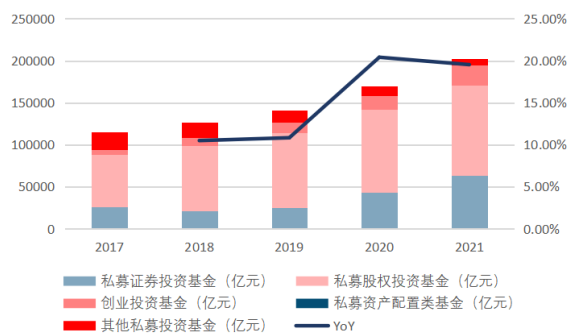
（1）行业趋势：大资管行业结构重构，私募基金行业保持高集中、高增长态势

大资管行业产业链可分为上游的财富管理业，围绕客户需求，进行金融产品的销售及客户资产配置；中游的投资管理业，资管机构根据客户委托资金的具体规划，配置各类资产，取得投资回报；下游的投资银行业，创设投资标的，包括标准化证券和其他非标资产。2021年是资管新规过渡期的最后一年，资管新规颁布的三年间，各类机构不断整改适应，创新业务模式，行业结构发生了显著变化。资管新规的主要原则是“破刚兑、去通道、压杠杆、降非标”，调整期内银行理财、信托业和券商资管的规模均出现了明显下降，但资产结构和资金运用方式得到明显优化。此外，基金作为资产管理的重要组成部分，受资管新规冲击较小，随着证券交易的活跃，基金管理规模迅速增长。以子公司所处的私募基金行业为例，2021年私募基金管理规模达到20万亿，保持着19.5%的高增长率，私募证券类和股权类投资基金比例不断提高，呈现出高集中、高成长的态势。总体来说，资产管理市场规模恢复，质量飞跃。根据BCG测算，2020年中国资管市场规模达到122万亿元，同比增长10%，恢复到资管新规实施前的2017年的水平。在资管业务制度化和市场化的风向标下，投资者保护、合规经营和风险控制成为主要方向，在优质资产相对稀缺的背景下，机构的主动管理水平成为决定核心竞争力的关键。

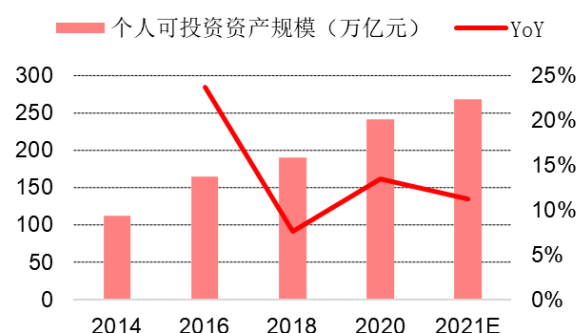
资金端的扩容为财富管理业务带来了广阔的增长空间。在居民财富总量增长、财富搬家与中长期资金入市的背景下，财富管理业务的资金端持续扩容。2020年国内生产总值突破100万亿元，居民人均可支配收入达到

3.2 万元,中等收入群体超过 4 亿人,财富管理需求进入新阶段。根据社科院发布的《中国国家资产负债表 2020》,截至 2019 年底,中国居民总资产 574.96 万亿元,其中金融资产/非金融资产占比为 57%/43%。在财富总量增长的背景下,财富的头部集中趋势持续。根据瑞信全球财富报告,中国前 1%、10% 头部人群的财富份额,分别由 2000 年的 20.5%、48.9% 提升至 2019 年的 30.3%、59.9%,高净值人群成为财富管理的必争之地。居民部门过去以房地产与银行存款为主要配置方向,在“房住不炒”的政策下,房地产投资属性弱化,此外,利率下行、银行理财打破刚兑、居民理财意识觉醒,多重因素驱动下,家庭资产结构调整、增配金融产品是大势所趋。我国金融资产占比在 50% 左右,相比美国和日本的 70% 与 63%,还有一定距离。站在国民财富配置的拐点,未来实物资产占比下降、金融资产提升,金融资产配置更多元化,权益类资产配置将提升。国家深化资本市场改革,引导养老金、险资等中长线资金入市,但目前权益投资比例不及预期,巨大的潜在资金规模有望持续推动财富管理机构业务增长。

资产端的结构转型为资产管理机构提供健康的发展环境。以“三道红线”为代表的房地产监管政策陆续出台,房地产的投资属性不断弱化。房地产高利润时代的结束,将减少高收益非标资产的供给,使得资管产品的收益率持续走低,权益类资产的相对配置价值提升。近年来,我国持续推进资本市场改革,全面加速注册制改革将提高股票市场市场化效率,提升上市公司质量;养老金和险资等中长期资金入市,有利于资管产品深化价值投资内涵,稳定市场行情。证监会多次指出,要着眼于提高直接融资比重,加快完善多层次资本市场体系,进一步畅通直接投融资入口,不断完善有利于扩大直接融资、鼓励长期投资的制度安排。以股权融资为主的直接融资不受金融中介资产规模和风险管理的约束,对新兴产业的支持作用更为明显。此外,信贷作为间接融资的主要模式,其增量与房地产呈现明显相关性,随着房地产占国民经济比重的下降,直接融资的比重有望在未来持续提升。在非标转标、直接融资比重上升的背景下,权益类资产将成为资产管理机构未来的重要配置方向。

图表17: 2017-2021 年中国私募基金管理规模


资料来源: 中国证券基金业协会, 中信建投

图表18: 2014-2021 年中国个人可投资资产规模


资料来源: 贝恩咨询, 中信建投

(2) 公司发展: 依托金控平台, 布局大资管产业链

集团财富管理业务由般若财富开展。般若财富是国内最早注册成立的财富管理公司,持有私募投资基金牌照,主要业务包括资产管理、投资咨询等,旗下产品包括类固定收益、不良资产、FOF、对冲策略、CTA、股票多头等各种策略类型基金。公司产品表现优异,主观期货 CTA 代表产品近一年收益 38.76%,FOF 母基金代表产品近一年收益 16.8%。公司作为集团的协同枢纽,聚合集团多牌照业务协同优势,围绕信托、期货、保险、不良等多个业务板块展开协同合作,深度挖掘产业数据,共享销售渠道,实现资源整合,建设财富管理高地。2021 年上半年,公司经营业绩稳步向好。公司募集能力稳步攀升,财富中心自主募集规模 15.07 亿元,同比增长 18.27%。成立 GP 公司,稳步推进不良资产新业务模式。旗下杭州济海投资平台扩充产品线,新增规模 5.05 亿元,同比增幅近 6 倍。2021H1,般若财富实现营业收入 4742.39 万元,同比增长 49.91%;利润总额 1445.65

万元，同比增长 118.02%。

集团资产管理业务主要由东方产融开展。东方产融成立于 2005 年，是东方集团投资业务和基金管理的主要运作平台，基金管理业务当前主要涉及股权类和证券类两大业务，通过市场化机制发挥人才优势，激发团队活力，目前已形成以股权直投为业务中枢，以股权母基金为助推动力，涵盖股权直投、母基金管理和 GP 管理的“一母多子”管理架构。股权类业务主要由东方产融及旗下东方嘉富、燕园方融等子平台开展，涉及 VC、PE、政府引导基金、PIPE 基金和夹层基金等多种形式，投资领域包括数字经济、智能制造、新材料、医疗健康、新能源等，受托管理包括南京溧水区、桐庐经济开发区、镇江京口区、杭州临安、温州瑞安等多支政府引导基金。截至目前，基金板块累计管理规模已突破 200 亿元，股权投资 IPO 项目已接近 20 家，最近一年，基金已投资项目实现华绿生物、兰卫医学在创业板成功上市，亚虹医药、臻镭科技科创板成功上市，爱科百发通过港交所上市聆讯，晶合集成科创板已过会，中信科移动、华勤技术获科创板受理。证券类业务由东方嘉富旗下宁波嘉富以及般若财富和东方产融旗下济海投资开展，涵盖 FOF、股票多头、主观期货策略及量化策略等各类二级市场产品，管理规模稳步提升。基金管理业务的营收主要来源于各支基金的管理费和超额业绩报酬，两项收入分别取决于管理基金的规模以及专业的投资研究及投后管理能力，公司具备挖掘优质资产的能力，具有强大的募集资金能力以及丰富的客户资源。

(3) 未来展望：立足集团协同优势，布局权益类资产，支持新兴产业

在居民财富增长、财富搬家以及权益时代到来的背景下，大资管行业迎来新的发展机遇与挑战。般若财富正在申请大类资产配置牌照和基金销售牌照，开展跨资产类别配置投资业务，丰富产品种类，满足客户的多维财富管理需求。此外，立足集团协同优势与优质客群资源，般若财富将致力客户信息化建设，成为集团核心财富协同平台与客户管理中心，为集团融融协同发展助力。东方产融继续市场化运作，以股权直投为主要业务，股权母基金为助推动力，紧跟权益类资产与直接投资强势发展的趋势。东方产融也将继续发挥国资优势，积极服务国家、地方战略，关注新兴产业，服务实体经济发展。此外，我国金融机构资产管理业务监管体系逐步完善，始终坚持宏观审慎管理和微观审慎监管相结合，未来资产管理业务将逐步实现统一管理。规范化的管理营造良好的投资环境，将助力资管机构优化投资结构，实现健康发展。

2.1.5 融资租赁业务：国金租赁

(1) 融资租赁：总体企稳向好，资产质量承压，监管升级对行业提出更高要求

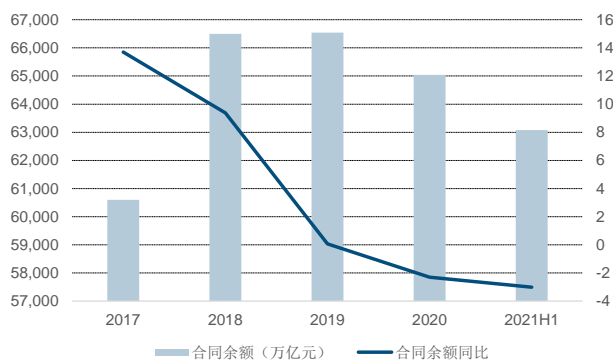
2021 年以来，融资租赁行业略有波动。受到宏观经济增速放缓、行业监管政策和新冠疫情的影响，融资租赁行业的业务规模和企业数量有所下降，但总体盈利水平、融资环境仍较理想。截至 2021 年 6 月末，全国融资租赁合同余额约为 6.30 万亿元人民币，比 2020 年末减少约 2010 亿元。规模位于世界第二。整体来看，融资租赁行业的盈利仍处于较高水平，融资租赁公司融资环境有所改善。2021 年融资租赁行业共发行了 1587 笔债券，发行总金额达到 7709.86 亿元，较 2020 年同比增长 26.88%。融资租赁公司的杠杆倍数整体降低，但是行业内部继续分化，高评级融资租赁公司仍在较快增长，业务规模和债券融资规模均实现同比增长。

受外部信用环境影响，融资租赁企业资产质量下行压力大。受到疫情反复影响，消费乏力，航空、旅游、汽车等行业受到较大冲击；多项监管措施落地，高杠杆房企、航空领域违约事件增加。同时，从中央到地方，遏制地方隐性债务风险的共识形成，城投债走下神坛，市场逐渐形成打破城投刚性兑付的预期。融资租赁企业资产质量下行压力未减，同时利差收窄和同质化竞争使得企业盈利承压，对企业未来发展和风控提出更高要求。

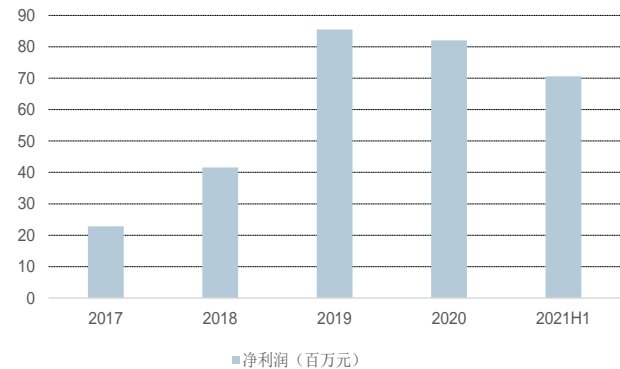
多项政策出台，鼓励发展与严格监管双线并行。多部委发布意见支持加快发展融资租赁等现代服务业；10

省市将融资租赁纳入十四五规划，重点聚焦于助力中小微企业、赋能农业环保养老等产业发展、拓展租赁标的物范围和加强业务创新、拓展融资租赁企业融资渠道。与此同时，监管政策持续升级，行业发展步入转型优化关键时期。监管层整合出清空壳公司，驱动行业洗牌；按照 2022 年 1 月央行发布的《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》，融资租赁原则上不得跨省级行政区域开展业务，公司或面临较大展业和转型压力；各地监管细则出台，对融资租赁公司未来业务扩张形成新约束。但从长期来看，上述举措将有利于融资租赁回归业务本源，促进行业的健康发展。行业监管逐渐走向纵深，融资租赁公司规范性要求越来越高

科技赋能，探索发展新方向。2021 年是“十四五”规划的开局之年，数字化、绿色发展等成为融资租赁行业发展关键词，通过积极探索科技赋能、加大数字化投入，提高经营管理水平，降低行业风险。此外，“双碳政策”扩大了绿色租赁业务的市场，“供给侧改革”、“一带一路”、“中国制造 2025”等国家政策的持续深入，给融资租赁行业带来良好的发展空间和机遇。

图表19： 融资租赁行业业务规模


资料来源：中国租赁联盟，中信建投

图表20： 国金租赁净利润


资料来源：公司公告，中信建投

(2) 公司发展：大健康领域产融结合的桥梁

国金租赁成立于 2012 年，经中国商务部批准、由浙江东方（持股 91.57%）和 ForeverTreasureIntlInvestment Limited（持股 8.43%）共同投资设立，注册资本 8000 万美元。公司主要经营范围包括融资租赁、经营性租赁、租赁交易咨询等，兼营与融资租赁主营业务相关的商业保理业务。

盈利能力出众。得益于近年来融资租赁行业良好的发展环境以及市场人员积累的客户资源，国金租赁业务取得了较快的发展。截至目前，公司利润总额和净资产较成立之初均实现了翻番，总资产规模近 50 亿元，累计向市场投放资金超 100 亿元。2021 年继续保持高速增长。截止 2021 年 6 月末，公司资产规模达 46.89 亿元，实现营业收入 1.93 亿元，净利润 7059.92 万元，同比分别增长 30.93% 和 132.05%，业绩亮眼。新增投放租赁项目 19 笔，投放租赁资金 11.55 亿元

融资渠道多元。国金租赁 2018 年以前主要通过集团内部借款融资，2019 年以来，随着公司规模不断扩大，转而增加银行借款、发行 ABS 融资，整体利率相对优惠。首次创新开展交易所市场的资产证券化，进一步推进多元化市场融资。2019 年初成功发行 5 亿元规模 ABS。

聚焦专业领域，风控能力强。国金租赁资产质量良好，运营稳健。实施专业化发展战略，优先发展市场空间大、专业技术性强、行业风险小的专业领域租赁业务，并不断加强业务创新驱动。从租赁方式来看，采用售

后回租为主，配套直租业务，盈利主要来源于资金利差以及杠杆水平；从项目投放期限分布看，期限多为 3-5 年，按月或按季收取租金，回款能力较好。业务结构上，以医疗健康和公共事业为主，经营性物业、教育文化、旅游板块业务协同推进，并一般由当地主要国有企业提供担保。截至 2021 年 6 月末，国金租赁应收融资租赁款（本息）为 51.86 亿元，医疗和公用行业资金投向占比分别为 28.73% 和 68.90%。项目主要集中在浙江、四川、江苏、安徽、江西等省份，合计占比约为 78.95%。同时，以绿色碳中和、高端制造等政策支持类行业为创新业务新增长点，形成行业细分的比较优势。加强与国贸集团旗下医药板块的产融联动，推进业务协同。

（3）未来展望：风险与机遇并存

融资租赁行业方兴未艾，把握行业机遇，创新业务发展。融资租赁具有融资和融物的双重特征，在服务中小企业、促进产业配置等多方面发挥了积极作用。目前我国融资租赁行业虽然规模较大，但渗透率远低于发达国家，仍有很高的发展潜力。国金租赁具有在业务投放方面的优势，主要向医疗健康和公共事业等优质行业投放资产。我们预期疫情仍将持续存在，变异株奥密克戎传染性增强，刺激医疗健康行业中相关产品需求持续增长，叠加健康中国 2030 规划、十四五大力推动基础设施建设等政策背景，上述行业中长期发展前景较为可期。由于这些领域的设备价格昂贵，融资租赁成为合适的融资和生产方式，在这些领域的渗透率有望进一步增加，带来广阔的市场需求和客户群体。国金租赁瞄准赛道，深耕专业领域租赁业务，发展前景良好。但也要注意，公用事业等与地方经济相关性较大，在宏观经济下行、信用风险事件频发的背景下，公司违约风险可能上升。同时，国金租赁的项目主要集中于浙江、安徽等债务压力较小的省份，项目安全性较高，但收益率上略显不足。

具备融资优势，资产规模亟待提高，实现业务进一步扩张。现阶段资金来源成为制约融资租赁公司持续发展的重要因素之一。国金租赁依托于强大的股东背景，能够在资本金补充、融资渠道、客户资源、业务协同发展等方面得到大力支持，维持较好的资产质量。公司创新开展交易所市场的资产证券化，2019 年初成功发行 5 亿元 ABS。稳定多元的资金募集方式显示了公司较好的发展潜力。目前公司资产规模不高，截止 2021 年 6 月末资产总额共 46.89 亿元；2020 年底资产负债率 80.12%，调整后负债率 35% 左右（剔除母公司借款），杠杆水平适中，资本结构预计进一步优化。

公司发展将面临一定压力，保持谨慎乐观态度。目前国金租赁业务区域涉及全国 16 个省，但其并未在相关省份设立分支机构（来源于国家企业信用信息公示系统），业务仍主要集中于浙江和江苏，其他区域规模均较小，如果全面禁止跨省（区、市）展业，对于国金租赁将带来一定影响。未来，国金租赁或在外地开设分公司，实现异地展业；但如果分公司审批收紧，外省业务将受阻，只能专注深耕本地业务，规模或将缩减。公司业务以售后回租为主，业务模式和收入结构都较为单一，需要加强创新，推动转型升级。目前公司以绿色碳中和、高端制造等政策支持类行业为创新业务新增长点，形成了行业细分的比较优势，同时与国贸集团旗下医药板块加强产融联动，推进业务协同。充分利用已有优势，提升经营能力，我们相信国金租赁将保持良好发展的态势。

2.2 商贸业务涉同业竞争，2022 年将逐步实现剥离

浙江东方的商贸业务目前主要由进出口贸易、大宗内贸、生产制造和跨境电商等四部分组成。公司进出口额一直居于国内同行业前列，具有较大竞争优势。2021 年上半年，公司共实现贸易营业收入 8.13 亿元，仅占集团总体收入的 8.60%。营业成本高达 8.09 亿元，毛利率仅 0.42%。

图表 21：浙江东方商贸业务板块主要子公司 2021 年上半年经营情况

| 公司名称 | 业务性质 | 注册资本 | 资产规模 | 持股比例 | 净利润 | 同比 |
|-----------|------|--------|---------|-------|--------|----|
| 浙江东方集团骏业进 | 商贸流通 | 700.00 | 9649.54 | 65.00 | 397.15 | |

请参阅最后一页的重要声明

| 公司名称 | 业务性质 | 注册资本 | 资产规模 | 持股比例 | 净利润 | 同比 |
|-----------------|------|----------|-----------|-------|---------|--------|
| 出口有限公司 | | | | | | |
| 浙江东方集团振业进出口有限公司 | 商贸流通 | 1638.00 | 6673.75 | 61.00 | 130.54 | -15.61 |
| 狮丹努集团股份有限公司 | 工业制造 | 28000.00 | 338052.56 | 45.00 | 8659.35 | 18.35 |

资料来源：公司公告，中信建投

截止日期将近，公司商贸业务将实现剥离。因控股股东股权划转等历史原因，省国贸集团与公司在纺织品进出口业务方面存在着同业竞争。为进一步解决该同业竞争问题，2016年11月在公司发行股份购买资产并募集配套资金过程中，省国贸集团依照相关监管规定做出承诺：“对于国贸集团、浙江东方目前存在的纺织品进出口贸易的业务，在本次重组完成后5年内，国贸集团将通过筹划包括但不限于资产置换、资产收购以及资产出售等交易方式逐步消除国贸集团与浙江东方的同业竞争。”截至2021年底，五年之期将近，公司将通过公开挂牌转让方式转让所持有的泓业公司、新业公司、建业公司、骏业公司、服饰公司、茂业公司等六家公司全部或部分股权，解散清算其余几家子公司，以实现公司下属控股子公司不再从事纺织品进出口贸易业务，推进与省国贸集团在纺织品进出口贸易业务方面同业竞争问题的解决；公司未来将全力做强做优做大金融主业，提升公司金控平台的核心竞争力和品牌影响力。

3 估值与投资建议

金融行业通常用 PE 或 PB 法进行估值，但浙江东方涉及业务板块较多，为求精确，我们根据不同业务属性将采取分部估值的方法确定公司投资价值。

1) 信托业务：信托公司业务主要分为固有和信托两块。信托业务是指公司作为受托人，对委托人的货币资金或其他财产进行特定或非特定目的的管理或处分，并从中收取手续费及佣金的业务。由于地产行业融资端收紧，不动产信托规模压降难以反转，但公司家族信托业务进展迅速，我们认为按照行业中枢给予 1.5 倍 PB 比较合理；固有业务是指公司使用自有资金缴纳信保基金、进行存贷、投资等业务，从中获得利息收入与投资收益，浙金信托即将获得来着集团定增的 24 亿注资（17 亿增资、7 亿补充流动资金），因此 2022 年固有资产或有大幅增长，我们认为，按照市场上最新公开交易的资产管理公司 P/AUM 的系数 8% 来估值比较客观。

2) 期货业务：集团参股的永安期货作为国内期货行业龙头，有望在行业快速发展中获得持续增长动力，并且伴随行业集中度提升，公司的领先优势也将进一步巩固。参考 A 股可比公司情况，我们给予公司 2022 年 25 倍 PE；集团控股的大地期货位于行业中上游，充分享受行业发展红利，但超额收益可能不明显，因此给予 10 倍 PE。

3) 寿险：中韩人寿经营的产品包括养老保障型和重疾险，主流估值方法是 EV 法，但考虑到公司盈利暂不稳定且可比公司众多，我们认为 PB 估值更为科学，按照市场情况给予 1.1 倍。

4) 财富管理/资产管理：般若财富和东方产融的商业模式都是资管业务，影响未来收入的核心变量是在管规模，按照市场上最新公开交易的私募基金公司估值系数 7% 来估算比较合理。

5) 融资租赁：融资租赁业务依赖于扩表，按照融资类业务的 PB 方式估值更为合适，根据可比上市公司的历史中枢估值情况，给予 1 倍 PB。

投资建议：按照重组机会完成后的预计持股比例，2022 年公司合理市值大约为 197.55 亿元，对应目标价 5.78 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表22： 分部估值表（单位：亿元）

| 子公司 | 核心指标 | 估值方法 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 估值系数 | 2022 年目标估值 | 预计持股比例 | 集团持股市值 |
|------|-------|---------|----------|----------|--------|---------------|--------|--------|------|------------|--------|--------|
| 浙金信托 | 固有资产 | P/B 法 | 26.67 | 29.85 | 25.01 | 26.93 | 29.62 | 41.47 | 1.5 | 62.21 | 87% | 54.12 |
| | 信托资产 | P/AUM 法 | 1,585.11 | 1,080.52 | 889.99 | 779.60 | 857.56 | 943.32 | 8% | 75.47 | 87% | 65.65 |
| 永安期货 | 归母净利润 | P/E 法 | 9.22 | 8.72 | 10.01 | 11.46 | 12.61 | 13.87 | 25 | 346.67 | 11.43% | 39.62 |
| 大地期货 | 归母净利润 | P/E 法 | 0.37 | 0.23 | 0.19 | 0.27 | 0.30 | 0.33 | 10 | 3.27 | 100% | 3.27 |
| 中韩人寿 | 净资产 | P/B 法 | 4.24 | 3.43 | 7.06 | 6.95 | 7.30 | 22.30 | 1.1 | 24.53 | 33.33% | 8.17 |
| 般若财富 | 在管规模 | P/AUM 法 | 116.62 | / | / | 80.25(2021H1) | 88.28 | 92.69 | 7% | 6.49 | 100% | 6.49 |
| | 累计规模 | | 187 | 235 | / | 290(2021) | / | / | / | / | / | / |
| 东方产融 | 在管规模 | | 69.24 | 126.15 | 139.87 | 143.76 | 150.95 | 158.50 | 7% | 11.09 | 97% | 10.76 |
| | 累计规模 | | 107.95 | 177.39 | 184.57 | 188.72 | / | / | / | / | / | / |
| 国金租赁 | 资产总计 | P/B 法 | 8.53 | 22.55 | 38.81 | 42.91 | / | / | / | / | / | / |
| | 负债总计 | | 4.57 | 18.18 | 31.10 | 34.38 | / | / | / | / | / | / |
| | 净资产 | | 3.95 | 4.37 | 7.71 | 8.53 | 9.38 | 10.32 | 1 | 10.32 | 91.57% | 9.45 |

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

持牌金控战略进展不及预期。根据中国人民银行出台的《金融控股公司监督管理试行办法》，企业申请设立金融控股公司，取得金控牌照，需要得到人民银行许可；试行办法还规定，申请者需要具备一定的资产规模和资本金，例如，1) 若该企业集团实质控制的金融机构不含商业银行，则金融机构的总资产规模需要不少于 1000 亿元或受托管理资产的总规模不少于 5000 亿元；2) 实缴注册资本额不低于 50 亿元人民币，且不低于直接所控股金融机构注册资本总和的 50%。截至 2021 年 Q3，浙江东方资产规模约 291 亿，注册资本约 28 亿，与监管要求有一定差距，若金控牌照申请时间晚于预期，或影响公司金融业务战略进程。

宏观经济下行风险。公司所从事的金融行业，与宏观环境的动态发展密不可分。金融业务经营情况受到宏观经济政策、市场行情周期性变化等多重因素影响。同时，随着金融业对外开放的不断深化，金融行业的竞争将进一步加剧，对金融公司的业绩也可能产生影响；此外，新冠肺炎疫情在全球范围内的爆发对宏观经济形势产生了较大影响，也给公司业务带来一定挑战。

金融业务的周期性波动。公司作为以信托、期货、保险、基金管理、财富管理、融资租赁等金融业务为主要业务的上市公司，下属金融公司在开展业务的过程当中会涉及诸多业务风险，包括信用风险、流动性风险、利率风险、市场风险、法律合规风险、政策风险、操作风险等。



资本市场运作效果不佳。在对公司信托业务和保险业务的估值中，充分考虑了增资带来的新发展机遇，但相关资本市场运作目前仍在处理过程中，尚未落定，若增资进展不及预期或增资效果不佳，将导致 2022 年预期的集团估值水平折让约 10%。



分析师介绍

马鲲鹏：中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

赵然：中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名。

研究助理

吴马涵旭 15618168653 wumahanxu1@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|---------------|--------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 | |
| | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 | |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk