

# 背靠中粮集团，服务农业产融

## 中粮资本(002423)

中粮资本是中粮集团旗下运营管理金融业务的专业化公司，依托中粮集团产业链，促进产融协同、服务三农，成为以农业金融为特色的投资控股平台。上市公司通过全资子公司中粮资本投资有限公司持股50%中英人寿、80.51%中粮信托、65%中粮期货、20%龙江银行、100%资本投资管理有限公司等。

### 主要观点：

2021年，中粮资本主要经营指标均超同期。2022年业绩略有下降。疫情防控优化持续推进，经济有望在2023年得到修复。中粮资本将持续受益于金控平台的协同优势和国企改革的红利释放。公司在粮食安全的战略布局方向具备产业优势，有望实现营收与利润的快速增长。

### 四张主力牌照：寿险+信托+期货+银行

中英人寿由中粮集团和世界第六大保险集团英国英杰华于2002年合资组建。2022年上半年，中英人寿实现原保费收入63.13亿元，净利润1.60亿元，偿付能力充足，评级AAA。

中粮信托的其他股东为蒙特利尔银行16.24%，中粮财务公司3.25%。公司主要集中于粮油食品行业，形成了农业供应链融资、农业土地流转、农业真实的股权信托投资以及农业消费信托四类差异化资产。2022年上半年，中粮信托净利润实现2.38亿元。

中粮期货在大宗农产品期货的市场占据领先地位，公司以经纪业务为基础，以风险管理业务和财富管理业务为支撑，“一体两翼”协同，是我国产业系期货的代表。中粮期货通过“保险+期货”模式服务三农，公司其他股东为中国人寿35%。

龙江银行定位“服务龙江经济、服务普惠零售、服务中俄经贸”，于2015年成为中俄金融合作分委会成员行，于2018年完成首笔黑龙江省陆路跨境调运人民币现钞至俄罗斯。龙江银行推动并实施中俄银行间合作的代理行建设、对俄跨境清算、本币现钞跨境调运等工作，搭建全方位对俄清算平台。龙江银行的其他股东包括黑龙江省大正投资集团20.5%、黑龙江交通发展7.97%。2022年上半年实现净利润3.96亿元。

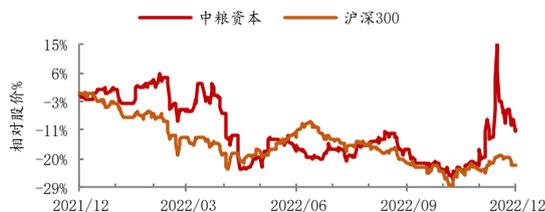
### 粮食安全与国企重估背景下的机会

中粮资本是农粮食品领域稀缺的综合金融服务平台，粮食安全的战略目标为其经营划定下限。国企改革背景下，不断完善现代企业制度为其估值提升提供了动能。金控平台牌照化监管，做大规模成为生态要求。

### 投资建议

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	8.25
最新收盘价：	7.14
股票代码：	002423
52周最高价/最低价：	9.75/5.79
总市值(亿)	164.51
自由流通市值(亿)	164.51
自由流通股数(百万)	2,304.11



分析师：罗惠洲  
邮箱：luohz@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520070004

分析师：吕秀华  
邮箱：lvxh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040001

分析师：魏涛  
邮箱：weitao@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519070003

### 相关研究

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业总收入 169.73、183.31、210.81 亿元，分别同比增长 (-13.87%)、8.00%、15.00%；2022-2024 年分别实现归母净利润 6.80、9.85、15.55 亿元，分别同比增长 (-50.44%)、44.92%、57.84%；2022-2024 年 EPS 分别为 0.30、0.43、0.68 元/股，对应 2022 年 12 月 23 日收盘价 7.14 元的 PE 分别为 24.19X、16.69X、10.58X。

中粮资本的产业优势、综合金融服务能力、市场化人才机制有望在粮食安全战略方向上实现业务扩容。仅考虑当前已有金融业态——50%中英人寿、65%中粮期货、80.51%中粮信托、20%龙江银行、产业投资管理的静态市值加总约为 200 亿元，考虑到多种金融业态的参控股平台一般存在一定折价，中粮资本的合意市值区间为 185-195 亿元，对应目标价 8.25 元/股（总股本 23.04 亿股），首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

中英人寿保险公司经营业绩与居民收入、人口结构、十年期国债收益率、资本市场相关度较高，存在一定的不确定性。中粮信托面临资管新规下行业转型阵痛与发展增速放缓的风险。中粮期货与大宗商品市场活跃程度及行情密切相关，存在一定不确定性。公司联营的龙江银行受区域发展影响较大，区域经济发展较差时可能会有资产增速放缓、坏账率提升的风险。公司股东减持风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	135.68	197.07	169.73	183.31	210.81
YoY (%)	20.52	45.25	(13.87)	8.00	15.00
归母净利润(亿元)	10.54	13.72	6.80	9.85	15.55
YoY (%)	61.66	30.17	(50.44)	44.92	57.84
毛利率 (%)	14.39	12.44	7.12	9.55	13.09
每股收益(元)	0.46	0.60	0.30	0.43	0.68
ROE	6.10	7.48	3.59	5.23	8.01
市盈率	15.61	11.99	24.19	16.69	10.58

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 农粮食品领域的金融控股平台	4
1.1. 中粮资本：金融服务三农	4
1.2. 取道中原特钢，农业产融第一股	5
2. 背靠中粮集团，服务农业产融	8
2.1. 2021 年利润超 13 亿，2022 年前三季度因市场波动承压	8
2.2. 四张主力牌照：寿险+信托+期货+银行	9
2.2.1. 中英人寿：2022 年上半年原保费收入 63 亿元	10
2.2.2. 中粮信托：聚焦粮油食品行业的特色产业信托	10
2.2.3. 中粮期货：经纪+风控财管的一体两翼	11
2.2.4. 龙江银行：服务中俄经贸，面向农业产业	11
2.3. 综合金融补充：产业基金+商业保理+金融科技	12
3. 粮食安全与国企重估背景下的机会	13
3.1. 粮食安全的战略目标为产业划定下限	13
3.2. 国企改革背景下现代企业制度不断完善	14
3.3. 金控平台牌照化，做大规模成为生态要求	15
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 估值和投资建议	17
5. 风险提示	19

## 图表目录

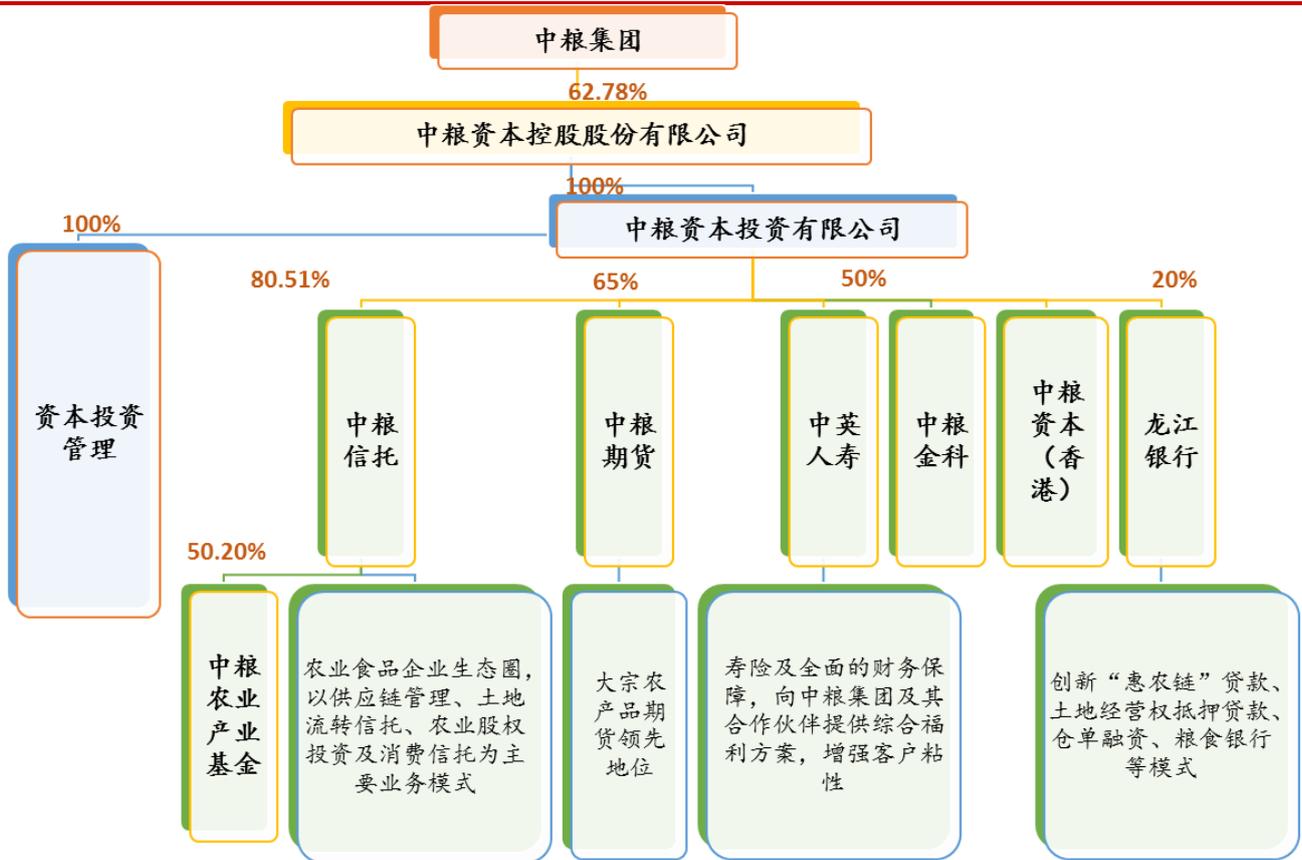
图 1 中粮资本主要参控股公司简要情况	4
图 2 2014-2017 年，中原特钢的利润受上下游因素挤压	6
图 3 中原特钢上市公司的经营数据（2010-2019 年）	6
图 4 中原特钢资产重组交易方案	7
图 5 上市公司盈利能力（2016-2022Q1-3）	8
图 6 上市公司规模指标（2016-2022Q1-3）	8
表 1 中粮资本股东情况（2022 年三季度末）	5
表 2 2018-2019 年中原特钢重大资产置换及发行股份交易方案的具体交易对象、交易对价情况	7
表 3 中粮资本借壳上市过程	8
表 4 中粮资本营业总收入结构	9
表 5 中粮资本参控股公司（部分，单位：亿元）	9
表 6 信贷 ABS 发行机构数据（2022 年*）	11
表 7 中央一号文件主题	14
表 8 中粮集团的三级架构	15
表 9 中粮资本治理结构的优化	15
表 10 金融控股公司设立门槛突出系统重要性	16
表 11 中粮资本营业总收入拆分预测	17
表 12 中粮资本各金融资产的同业估值比较（单位：亿元）	18
表 13 多元金融可比公司	18

## 1. 农粮食品领域的金融控股平台

### 1.1. 中粮资本：金融服务三农

中粮资本是中粮集团旗下运营管理金融业务的专业化公司，依托中粮集团产业链，完善全金融链，在业务专业化发展基础上，利用消费金融，整合资产管理和财富管理资源，促进产融协同、服务三农，成为以农业金融为特色，拥有信托、期货、保险、银行等多项业务的投资控股平台。上市公司通过全资子公司中粮资本投资有限公司持股 50%中英人寿、80.51%中粮信托、65%中粮期货、20%龙江银行、100%资本投资管理有限公司等。

图 1 中粮资本主要参控股公司简要情况



资料来源：公司 2021 年年报、公司官网、华西证券研究所整理

中粮集团于 2014 年 7 月被国资委确定为国有资本投资公司试点企业，不仅是农粮食品领域的国有资本投资平台，还是资源整合平台和海外投资平台。2017 年，中粮资本获批成为国家发改委第二批混改试点企业，同年 8 月，公司引入弘毅、温氏、首农等战略投资者，完成混合所有制改革。2018 年，中粮资本上市事项获得国务院国资委和证监会批复，于 2019 年初成功上市。

2015 年，中粮旗下金融资产的整合工作就被提出。2015 年 10 月，中粮资本成立，原有期货、信托、银行等分散的股权关系，通过内部整合的方式得以统一，实现中粮集团旗下金融业务达成股权关系、管理关系双重统一。

表 1 中粮资本股东情况 (2022 年三季度末)

序号	股东名称	期末参考市 值 (亿元)	持股数量 (亿股)	占总股本 比例 (%)
1	中粮集团有限公司	91.42	14.47	62.78
2	弘毅弘量(深圳)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	11.28	1.78	7.75
3	北京首农食品集团有限公司	5.72	0.90	3.93
4	兴业国信资产管理有限公司-宁波梅山保税港区雾繁投资管理合伙企业(有限合伙)	5.08	0.80	3.49
5	上海国际集团资产管理有限公司	5.08	0.80	3.49
6	广东温氏投资有限公司	2.79	0.44	1.91
7	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	2.54	0.40	1.75
8	香港中央结算有限公司	1.53	0.24	1.05
9	博时基金稳航 4 号单一资产管理计划	0.95	0.15	0.65
10	南方基金晟航 1 号单一资产管理计划	0.79	0.12	0.54
	合 计	127.17	20.12	87.34

资料来源：中粮资本 2022 年三季报，华西证券研究所整理

## 1.2. 取道中原特钢，农业产融第一股

中原特钢 (002423.SZ) 是一家回收利用废钢熔炼高品质特殊钢的资源节约型高新技术企业。其上游是有色金属行业，下游为大型能源、制造企业提供工业专用装备和特殊钢坯料。

2014 年至 2016 年，中原特钢受上游行业价格提升、下游行业需求低迷影响以及同行业激烈竞争，2014 年、2015 年连续两年亏损、2016 年虽然实现微利，但经营情况未得到根本性改善，2017 年虽然收入出现增长，短期内经营情况仍面临较大的困难。

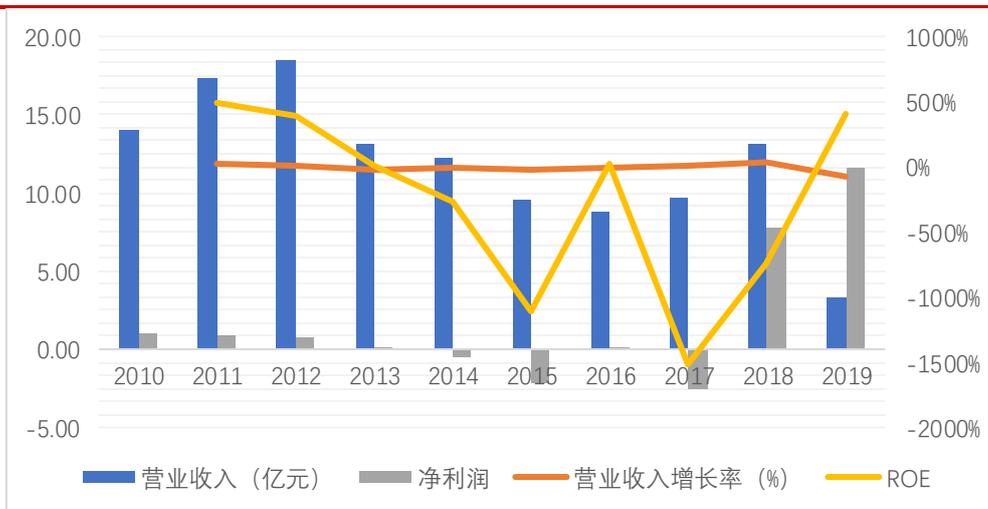
图 2 2014-2017 年，中原特钢的利润受上下游因素挤压



资料来源：上市公司 2017 年年报、华西证券研究所整理

2018-2019 年，上市公司开展资产重组，公司置出原有资产，置入中粮资本 100% 股权，净利润在 2018 年末逆转为正，实现利润 7.83 亿元。产业结构的调整也使中原钢铁的净资产收益率（加权）在 2019 年末达到 4.08%。

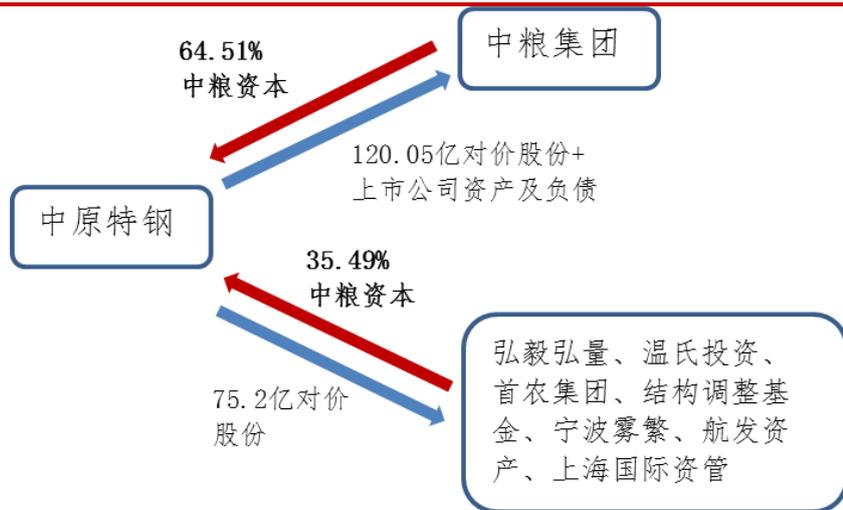
图 3 中原特钢上市公司的经营数据（2010-2019 年）



资料来源：公司年报、华西证券研究所整理

交易方案：上市公司将所持全部资产及负债，与中粮集团所持中粮资本 64.51% 股权的等值部分进行置换，中粮资本 64.51% 股权经上述资产置换后的差额部分由中原特钢向中粮集团发行股份购买。并向弘毅弘量、温氏投资、首农集团、结构调整基金、宁波雾繁、航发资产、上海国际资管发行股份购买其合计持有的中粮资本 35.49% 股权，注入资产的交易价格为 211.86 亿元。其中，上市公司拟向交易对方发行股份支付交易对价 195.24 亿元，占注入资产交易价格 211.86 亿元的 92.16%。

图 4 中原特钢资产重组交易方案



资料来源：上市公司 2019-1-3 公告、华西证券研究所整理

表 2 2018-2019 年中原特钢重大资产置换及发行股份交易方案的具体交易对象、交易对价情况

序号	交易对方	交易对价 (万元)	发行股份 (股)
1	中粮集团	1,200,452.27	1,026,905,278
2	弘毅弘量	196,163.67	167,804,677
3	温氏投资	108,979.81	93,224,819
4	首农集团	98,081.83	83,902,338
5	结构调整基金	87,183.86	74,579,859
6	宁波雾繁	87,183.85	74,579,856
7	航发资产	87,183.85	74,579,856
8	上海国际资管	87,183.85	74,579,855
合计		1,952,413.00	1,670,156,538

资料来源：上市公司重大资产重组公告，华西证券研究所

此次交易新进股东的限售股解禁日期：中粮集团为 2022 年 8 月 22 日；其他 7 家为 2021 年 8 月 20 日。按照交易对价计每股 11.69 元。

交易完成后，中粮资本投资有限公司成为公司全资子公司，其下属的信托、保险、期货、银行等金融业务成为公司的主营业务，而公司原有的金属材料的机械加工与产品制造等业务剥离。基于上述资产、业务的变化，公司名称也由中原特钢变更为中粮资本，于 2019 年 10 月 8 日实现证券简称变更。

表 3 中粮资本借壳上市过程

日期	事件
2015 年 10 月	中粮资本成立，实现中粮集团旗下金融业务达成股权关系、管理关系双重统一
2018 年 4 月 27 日	中原特钢发布重大资产置换并发行股份购买资产预案，中信建投担任财务顾问，公司拟将所持全部资产及负债，与中粮集团所持中粮资本 64.51% 股权的等值部分进行置换
2018 年 5 月 4 日	深交所向中原特钢下发许可类重组问询函，列出 19 个问题，要求中原特钢进行说明
2018 年 8 月 17 日	中原特钢拟与中国长安汽车集团股份有限公司签订《股权转让协议》，双方约定公司将所持有的兵器装备集团财务有限责任公司 2,000 万股股权转让给中国长安
2018 年 12 月 3 日	证监会有条件通过了公司重大资产置换并发行股份购买资产暨关联交易事项
2019 年 9 月 29 日	公司完成了相关工商变更登记手续，业务范围发生改变
2019 年 10 月 8 日	“中原特钢”变更为“中粮资本”

资料来源：上市公司公告，华西证券研究所整理

## 2. 背靠中粮集团，服务农业产融

### 2.1. 2021 年利润超 13 亿，2022 年前三季度因市场波动承压

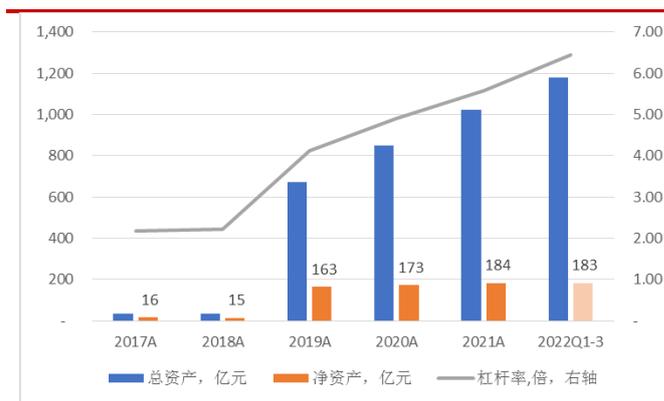
中粮资本在 2019 年完成资产重组，主营业务由钢铁业务变更为金融业务后，经营质量和效益连续三年稳步提升。2021 年，中粮资本主要经营指标均超同期，其中：营业总收入达到 197.07 亿元，同比增长 45%，归属于上市公司股东的净利润达到 13.72 亿元，同比增长 30%；加权 ROE 约 7.48%。

图 5 上市公司盈利能力 (2016-2022Q1-3)



资料来源：wind，华西证券研究所整理

图 6 上市公司规模指标 (2016-2022Q1-3)



资料来源：wind，华西证券研究所整理

2022 年前三季度，中粮资本实现营业总收入 127.30 亿元，归母净利润 3.20 亿元，同比分别下降 24.12% 和 68.27%。2022 年三季度末，公司净资产 183.47 亿元，较年初有略微减少 (0.02%)，杠杆率从 2021 年末的 5.58 倍上升至三季度末的 6.44 倍。年化 ROE 2.33%。

营业收入构成从 2022 年中报来看，中粮资本营业总收入主要来源于保险业务（74.72%）、期货业务（18.61%）和信托业务（6.60%）。如果观察保险、期货、信托业务的营收数值，可以发现营收结构的变化主要来自期货业务营收的变化，上市公司在定期报告中也披露了期货子公司的期现业务规模波动较大。

如果考虑不同业务的营业利润，那么中粮资本的保险业务在 2022 年上半年实现营业利润-4.27 亿元，期货业务营业利润 2.06 亿元。同期，公司营业利润 4.71 亿元。

表 4 中粮资本营业总收入结构

	2020 年		2021 年		2022 年上半年		2022 年中报 同比增减
	金额	占营业总收入比重	金额	占营业总收入比重	金额	占营业总收入比重	
营业总收入合计	135.68	100%	197.07	100%	-21%	100%	20.52%
分行业							
保险业务	107.68	79.37%	117.79	59.77%	67.53	74.72%	2.08%
期货业务	19.67	14.49%	69.30	35.16%	16.82	18.61%	-61.21%
信托业务	8.25	6.08%	9.88	5.01%	5.96	6.60%	41.05%
金融科技业务	0.00	0.00%	0.04	0.02%			
其他业务	0.08	0.06%	0.07	0.03%	0.06	0.07%	133.93%

资料来源：中粮资本 2021 年年报、2022 年中报，华西证券研究所整理

## 2.2. 四张主力牌照：寿险+信托+期货+银行

中粮资本的主营业务包括保险业务（中英人寿）、信托业务（中粮信托）、期货业务（中粮期货）、银行业务（龙江银行）。公司通过发挥本部业务协同中心的引领与纽带作用，逐步形成“保障管理+财富管理+风险管理”的跨牌照协作模式，各业务牌照在服务范围与能力上相互补益，并在合规前提下发掘客户资源，实现信息共享和业务联动，对外持续提供综合金融服务方案，逐渐形成了中粮资本的金融品牌。

表 5 中粮资本参控股公司（部分，单位：亿元）

公司名称	参控股比例	其他股东	成立时间	营业收入 21A	净利润 21A	营业收入 22H	净利润 22H	注册资本	净资产 22H
中粮资本投资有限公司	100%		1997 年	0.48	3.27	0.31	4.67	13.37	140.57
中英人寿保险有限公司	资本投资* 持股 50%	英国英杰华集团 50%	2002 年	117.79	9.61	67.53	1.60	29.46	75.88
中粮期货有限公司	资本投资 持股 65%	中国人寿 35%	1996 年	69.30	2.81	16.82	1.57	8.46	33.54
中粮信托有	资本投资	蒙特利尔银行 16.24%、	2009 年	9.88	5.57	5.96	2.38	28.31	70.34

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

限责任公司	持股 80.51%	中粮财务公司 3.25%							
龙江银行股份有限公司	资本投资 持股 20%	黑龙江省大正投资集团 20.5%、黑龙江交通发展 7.97%、大庆市国有资产经营 5.19%、上海上实集团 5.02%	2002 年	-44.91	6.89	20.12	3.96	43.60	179.64

资料来源：中粮资本 2021 年年报、2022 年中报，华西证券研究所整理

\*资本投资，即中粮资本投资有限公司

### 2.2.1. 中英人寿：2022 年上半年原保费收入 63 亿元

中英人寿由中粮集团和世界第六大保险集团英国英杰华集团于 2002 年合资组建，注册资本从最初的 5 亿元人民币增加至 29.5 亿元，现业务已扩展至北京、广东、四川和福建等 17 个省市共 90 多个重点城市。中粮资本通过全资子公司中粮资本投资有限公司持股 50%。

中英人寿的收入来源于承保收入以及投资收益。2022 年 1-6 月，中英人寿实现原保险保费收入 63.13 亿元，同比增长 1.3%；净利润 1.60 亿元，同比下降 64.9%。二季度末，中英人寿综合偿付能力充足率达 258.05%，核心偿付能力充足率达 156.82%，偿付能力充足，2022 年第一季度风险综合评级结果为 AAA。

新冠疫情反复对居民购买保险的意愿带来冲击，寿险行业竞争加剧，行业新业务增长乏力，利润同比大幅下滑。在复杂严峻的外部环境下，中英人寿着重提质增效、压降成本，但受 2022 年一季度资本市场波动的影响，投资业务不及预期。中英保险主要着力在退休、养老市场，面向更注重服务质量的中高端客户群，设计兼具保障、储蓄、收益于一身的养老产品。

在渠道方面，中英人寿聚焦资源坚定推进个险战略转型，以高质量发展为核心，打造新一代职业代理人体系；推动中介渠道（经代和银保）拓局，经代抓住中高端市场机遇，强化合作方开拓，银保力争先做大、再做强，深耕破局两步走；继续积极布局康养业态与财富管理。

### 2.2.2. 中粮信托：聚焦粮油食品行业的特色产业信托

中粮信托于 2009 年 7 月 1 日获银监会批准开业，是由银监会直接监管的非银行金融机构。2012 年，中粮信托引进战略投资者——蒙特利尔银行。目前股东架构为中粮资本投资有限公司持股 80.51%；蒙特利尔银行 16.24%，中粮财务公司 3.25%。

中粮信托主要集中于粮油食品行业，形成了农业供应链融资、农业土地流转、农业真实的股权信托投资以及农业消费信托四类差异化资产。中粮信托持续推进基础资产、金融市场、资产管理和财富管理四大业务体系，做大做强标品业务。2022 年上半年，中粮信托净利润实现 2.38 亿元，同比增加 35.95%。

中粮信托与中国食品持续合作推进冷链仓单质押项目，与蒙牛持续合作开展 ABS 项目推动集团相关业务板块提质增效；与中粮贸易合作的玉米种植贷业务，解决了相关产业链上中小微企业流动性资金不足的难题。

公司在资产证券化业务领域，已基本形成汽车金融 ABS、信贷 ABS、交易商协会 ABN 三大产品体系；汽车抵押贷款资产支持证券业务已树立公司市场品牌，2022 年年初至今，信贷 ABS 发行中，中粮信托发行项目数 4 个，行业第 10；发行规模 400 亿元，行业第 4。

表 6 信贷 ABS 发行机构数据 (2022 年\*)

序号	发起机构	发行项目总数	发行总额(亿元)
1	中国对外经济贸易信托有限公司	17	740.27
2	上海国际信托有限公司	21	688.56
3	建信信托有限责任公司	20	587.66
4	中粮信托有限责任公司	4	400.00
5	华能贵诚信托有限公司	18	263.75
6	安徽国元信托有限责任公司	6	214.99
7	交银国际信托有限公司	7	124.28
8	中信信托有限责任公司	8	110.76
9	华润深国投信托有限公司	12	97.26
10	重庆国际信托股份有限公司	3	89.87

资料来源: Wind, 华西证券研究所, \*截至 2022 年 12 月 6 日

### 2.2.3. 中粮期货：经纪+风控财管的一体两翼

中粮期货是中粮资本系统内最早成立的公司。早在上世纪 70 年代，中粮集团就完成了新中国第一笔国际期货交易，是国内最早参与期货业务的公司。成立于 1996 年的中粮期货在期货行业处于第一梯队，一直保持大宗农产品期货的市场领先地位，大豆、豆油、豆粕、菜粕、白糖等品种持仓量长期处于期货交易所前五位。中粮期货以经纪业务为基础，以风险管理业务和财富管理业务为支撑，“一体两翼”协同，是我国产业系期货的代表。

经纪业务方面，在全球大宗商品价格波动加剧的背景下，中粮期货抓住市场避险需求增长的机遇。在 2021 年以生猪期货上市为契机强化产业客户服务，以国债期货为切入点拓展金融客户数量。在 2022 年紧跟市场热点开展投教活动，克服保证金利率下降的困难。

在风险管理方面，中粮期货通过开展期现业务、场外业务、做市商业业务等商业模式为客户和企业自身创造价值。2022 年上半年，基差贸易净收入同比增长 16%；场外衍生品名义本金规模同比增长 30%。中粮期货通过“保险+期货”模式，为产业客户提供风险管理服务，以规避部分生产原料市场价格（尤其是农产品）波动导致成本增加，为保障防疫物资稳定生产做出贡献。2022 年上半年，公司开展“保险+期货”项目 10 个，保障现货 2.66 万吨，覆盖面积 1.44 万亩，覆盖广西、新疆、山西及湖北等 4 省 7 市 3 家涉农企业、2,575 户农户，保险金额达到 3.52 亿元。

### 2.2.4. 龙江银行：服务中俄经贸，面向农业产业

龙江银行是经中国银行业监督管理委员会于 2009 年 11 月 27 日批准，在原齐齐哈尔市商业银行、牡丹江市商业银行、大庆市商业银行和七台河市城市信用社（三行一社）的基础上合并重组而设立的股份有限公司，注册资本为 43.60 亿元。

中粮集团是龙江银行的第二大股东，通过中粮资本投资有限公司持股 20%，与其农业产业金融的特色化道路契合。其他股东包括：黑龙江省大正投资集团 20.5%、黑龙江交通发展 7.97%、大庆市国有资产经营 5.19%、上海上实集团 5.02%等。2022 年上半年实现净利润 3.96 亿元，期末总资产 3039 亿元。

龙江银行依托黑龙江省的农业资源，结合金融和农业产业链，开创农业供应链金融模式，是全国第一家农业供应链银行，通过“龙行数字化供应链电子平台”构建产业链、供应链核心企业、上下游企业、金融机构及第三方机构一体化的金融供给和风险控制体系，开展保理融资等业务，帮助核心企业上游供货商及时解决应收账款融资难题。

龙江银行定位聚焦“服务龙江经济、服务普惠零售、服务中俄经贸”，于 2015 年成为中俄金融合作分委会成员行，于 2018 年完成首笔黑龙江省陆路跨境调运人民币现钞至俄罗斯，于 2019 年（龙江银行哈尔滨分行）为中方客户向俄罗斯客户开出首笔人民币信用证（金额 3490 万人民币）。龙江银行推动并实施中俄银行间合作的代理行建设、对俄跨境清算、本币现钞跨境调运等工作，搭建全方位对俄清算平台，并与俄方金融机构建立了广泛的合作伙伴关系。

### 2.3. 综合金融补充：产业基金+商业保理+金融科技

中粮农业产业基金管理公司由中粮信托持股 50.02%与另外 3 家国际企业包括法国粮食贸易商路易·达孚（Louis Dreyfus）、日本私募投资基金蚂蚁资本（Ant Capital）以及建银投资设立。中粮资本通过发展产业基金长期深根于农粮食品等细分行业。

在大力发展保险、信托、期货等传统金融业务的同时，中粮资本在金融科技领域迈出探索的步伐。中粮资本控股股份有限公司于 2020 年 7 月 7 日和 2020 年 11 月 30 日相继设立中粮资本（天津）商业保理有限公司和中粮资本科技有限责任公司。依托中粮集团业务资源，利用区块链、大数据、物联网等先进技术，布局供应链金融业务，力争实现商流、信息流、物流、现金流的四流合一。通过连通中粮集团真实业务场景和沉淀数据，充分发挥基于行业深耕下的风控能力，以技术驱动金融业务创新，增强客户黏性，进而提升中粮资本服务国内农业及食品行业的水平。

中粮金科作为农业供应链金融的业务新载体，通过自主研发，先后上线粮信、云飞票、升悦、农粮等四大产业金融服务平台。粮信平台旨在基于中粮集团核心企业信用，通过开立无条件电子付款承诺“粮信”，为上游供应商提供反向保理融资服务；云飞票平台旨在打造全新票据体系，为产业链供应链上下游企业客户提供发票数字化服务；升悦平台旨在基于真实贸易场景，以数据增信和第三方担保等方式为下游经销商提供正向保理融资和助贷服务；农粮平台旨在通过整合物流、物联网传感器、货物、贸易等四类数据，实现电子仓单全生命周期管理。截至 2021 年底，粮信平台累计交易量 65.31 亿元，升悦平台累计交易量 3.53 亿元，服务我国粮油食品安全和农业发展。

2021 年，中粮资本确定“十四五”规划目标：立足中粮产业，打造以服务民生为特色的综合金融平台。各业务条线确定蓝图目标：中英人寿提出 2025 年蓝图规划，资产登上千亿平台；中粮期货提出 2025 年力争成为国内领先的产业特色衍生品金融服务公司，列于期货行业龙头；中粮信托提出 2025 年力争成为具有产业特色、行业美誉的一流资产管理和财富管理平台，综合排名进入行业前二十。

### 3. 粮食安全与国企重估背景下的机会

#### 3.1. 粮食安全的战略目标为产业划定下限

粮食安全是世界性的重大课题，关乎国家战略和百姓生活。中共中央在 1982 年至 1986 年连续五年发布三农主题的一号文件，并从 2004 年起又连续 19 年发布关注三农的一号文件。党的二十大报告指出，粮食、能源资源、重要产业链供应链安全，是维护国家安全能力的重要体现。全面落实粮食安全党政同责，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。

2019 年底以来，全球受到蝗灾的影响，粮食安全的关注度进一步提升，2020 年以来受到新冠疫情以及 2022 年俄乌冲突影响农产品进口，粮食安全的紧迫性再次提升。国家粮食安全战略背景下农业金融产业迎来发展良机。

现代经济体系中，小农户在收入压力和外部竞争中经营日趋艰难，具有规模经济的家庭农场等各类新型经营主体在现代农业经营中会渐渐取得主流经营主体地位。发展多种形式适度规模经营，培育新型农业经营主体，是建设现代农业的前进方向和必由之路。随着农业内部的结构调整与产业升级的加速，农业经营主体将转型为以规模农户、家庭农场、合作社和农业产业化企业等为主的新型规模经营者。

**农业经营规模化成为农业金融发展创造良机。**根据农业农村部数据，到 2021 年，全国家庭农场达到近 390 万家；依法登记的农民合作社达到 220 万家，是 2012 年底的 3 倍多；从事农业生产托管的社会化服务组织数量超过 90 万个。各类新型农业经营主体和服务主体快速发展，成为推动现代农业发展的重要力量。

新型规模经营主体的发展将为服务农业的金融机构提供巨大的潜在客户群体，引致更多的金融需求，推动农业金融发展。除存款、信贷需求之外，还会有结算、保险、理财等金融需求，为农业金融的业务多元化发展提供了机遇。

**农业金融的供需矛盾突出，政策支持农业金融快速发展。**中国人民银行发布的《中国农村金融服务报告 2018》显示，自 2007 年创立涉农贷款统计至 2018 年，全部金融机构涉农贷款余额累计增长 534.4%，11 年间平均年增速为 16.5%。涉农贷款余额从 2007 年末的 6.1 万亿元增加至 2020 年末的 38.9 万亿元。债券、股票等直接融资有较快发展，农产品期货市场从无到有。央行数据显示，2022 年三季度末，我国本外币涉农贷款余额 48.5 万亿元，同比增 13.7%；农户贷款余额 14.8 万亿元，同比增长 12.0%。

但我国目前的农业金融体系仍以中国农业银行、邮政储蓄银行和城镇商业银行等商业银行金融为主，在金融产品的供给上会顾及资金安全与收益水平、稳定性，突出问题表现在产品利息较高、期限过短、结构较为单一、担保要求较为严格等，农业金融的供需矛盾依旧存在，农业金融改革仍有待进一步深化。

**金融支农保障机制日臻完善，为农业金融发展创造条件。**中央至各级政府通过税收优惠、贴息奖补等扶持政策，完善金融支农保障机制。包括对符合条件的金融机构向农户等经营主体开展小额贷款业务，给予增值税、企业所得税减免；县域金融机构涉农贷款的增量奖励等，为涉农金融机构的发展降低经营成本。

此外，农村信用体系的建设是金融支农保障机制的基础。推进农村信用体系建设有效减少了农户与金融机构间的信息不对称，不仅有助于推广农户小额信用贷款，提高资金使用效率，而且有助于提高农民信用意识，改善农村信用环境。

表 7 中央一号文件主题

时间	文件主题
1982 年	总结农业改革，明确包产到户是社会主义生产责任制的一种。
1983 年	当前农村经济政策的若干问题。从理论上说明家庭联产承包责任制是在党的领导下中国农民的伟大创造。
1984 年	关于一九八四年农村工作的通知。继续稳定和完善联产承包责任制。
1985 年	关于进一步活跃农村经济的十项政策
1986 年	关于一九八六年农村工作的部署。肯定了农村改革的方针政策。
2004 年	关于促进农民增收收入若干政策的意见
2005 年	关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见
2006 年	关于推进社会主义新农村建设的若干意见
2007 年	关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见
2008 年	关于切实加强农业基础设施建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见
2009 年	关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见
2010 年	关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见
2011 年	关于加快水利改革发展的决定
2012 年	关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见
2013 年	关于加快发展现代农业，进一步增强农村发展活力的若干意见
2014 年	进一步解放思想，稳中求进，改革创新，坚决破除体制机制弊端，坚持农业基础地位不动摇，加快推进农业现代化。
2015 年	关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见
2016 年	关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见
2017 年	关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见
2018 年	关于实施乡村振兴战略的意见
2019 年	关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见
2020 年	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见
2021 年	关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见
2022 年	关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见

资料来源：国务院网站，华西证券研究所

### 3.2. 国企改革背景下现代企业制度不断完善

2016年7月18日，中粮集团作为第一批国企改革试点单位，率先全面启动国有资本投资公司改革，在完善企业制度上取得一定成效，形成示范。中粮集团按照中央国企改革“顶层设计”的要求，通过分离资本运作与资产经营，探索构建定位清晰且职责明确的“集团总部资本层—专业化公司资产层—生产单位执行层”三级架构，努力实现政企分开、投资和经营分开、所有权和经营权分开。

表 8 中粮集团的三级架构

三级架构	主要职能
集团总部	承担保障国家粮油食品安全的战略功能，主要负责国有资本的调配和监管，管理集团战略与资源配置、投资与评价，强化资产布局及资本运营能力
专业化公司	制定竞争战略，负责资产的调度、配置和生产运作；对影响运营效率的各关键环节进行整体把控，对资源调配、财务资金、创新研发、品牌建设等职能进行统一管理；对资产运营的盈利回报负责，接受集团的预算和考核
生产单位	负责业务的具体生产运营，包括原料采购、产品生产、销售、成本管理等

资料来源：《国资报告》，华西证券研究所

在这一模式下，中粮总部负责国有资本的配置与监管，将资产运营职能全部下沉至专业化公司。中粮资本等集团旗下专业化公司，拥有包括用人权、资产配置权、生产和研发创新权、考核评价权和薪酬分配权五大类关键权力。

而中粮资本作为发改委第二批混合所有制改革试点 9 家企业之一，在 2017 年混改和 2019 年重大资产重组中也持续完善相应的企业制度。

表 9 中粮资本治理结构的优化

股份制改革方面	引进了7位战略投资者，且50%以上的战略投资者来源于民营企业和社会资本。
公司治理结构方面	公司结合主营业务和管控模式的转变，相继修订了《公司章程》等25项公司治理制度，并制订了《公司内部控制评价管理办法》等4项新制度，进一步提升了公司治理的规范性和有效性。同时，完成董事会和监事会的换届选举，其中外部董事人数占新一届董事会成员的半数以上，公司治理的科学性、民主性显著提高，充分体现了混合所有制的优势。此外，董事会设立了战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会三个专门委员会，进一步完善了公司董事会的组织管控架构。

资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 3.3.金控平台牌照化，做大规模成为生态要求

2020年9月，国务院印发《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，中国人民银行同步发布《金融控股公司监督管理试行办法》，自2020年11月1日起施行，意味着金控公司正式被纳入牌照化的监管体系。

根据《金融控股公司监督管理试行办法》，对于非金融企业和自然人实控金融机构，在满足两类及以上“一级牌照”的情况下，达到设立门槛，应当设立金控公司。设立的门槛区分是否含有商业银行，需满足金融机构资产规模的最低要求。其目标在于将系统重要性金控公司纳入监管，而资产规模就是判断系统重要性的一个基本指标。此外，设立条件中还要求金控公司实缴注册资本额不低于 50 亿元人民币，且不低于所控股金融机构注册资本总和的 50%。

表 10 金融控股公司设立门槛突出系统重要性

金融控股公司设立门槛		
满足两类及以上一级牌照	需满足以下任一条件	
1、商业银行（不含村镇银行）、金融租赁公司	含商业 银行	1、金融机构总资产不少于5000亿元；
2、信托公司		2、银行以外其他金融机构总资产不少于1000亿元；
3、金融资产管理公司		3、银行以外受托管理资产不少于5000亿元
4、证券公司、公募基金管理公司、期货公司		4、符合央行宏观审慎监管要求
5、人身保险公司、财产保险公司、再保险公司、保险资产管理公司		
6、国务院金融管理部门认定的其他机构	无商业 银行	1、金融机构的总资产规模不少于1000亿元；
		2、受托管理资产的总规模不少于5000亿元
		3、符合央行宏观审慎监管要求

资料来源：中国人民银行，华西证券研究所

在此监管规定下，中信集团、北京金控已于 2022 年 3 月获得首批金控牌照。中粮资本依靠中粮集团充足的资本、较高的产业地位等优势，较早获取银行、信托、保险、期货等“一级牌照”，为农粮食品行业提供综合金融服务。中粮资本定位“以农业金融为特色的金融控股平台”，产融结合支持主业方面也发挥举足轻重的作用，继续整合资源、发展壮大是趋势所向。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

2021年，中粮资本主要经营指标均超同期。2022年业绩略有下降。疫情防控优化持续推进，经济有望在2023年得到修复。中粮资本将持续受益于金控平台的协同优势和国企改革的红利释放。公司在粮食安全的战略布局方向具备产业优势，有望实现营收与利润的快速增长。

我们按照2022年前三季度的4/3估算2022年全年收入，并对利息收入、保费收入、手续费及佣金收入给出2023年8%增速和2024年15%增速。

我们预计公司2022-2024年分别实现营业总收入169.73、183.31、210.81亿元，分别同比增长(-13.87%)、8.00%、15.00%；2022-2024年分别实现归母净利润6.80、9.85、15.55亿元，分别同比增长(-50.44%)、44.92%、57.84%；2022-2024年EPS分别为0.30、0.43、0.68元/股，对应2022年12月23日收盘价7.14元的PE分别为24.19X、16.69X、10.58X。

表 11 中粮资本营业总收入拆分预测

合并利润表 (亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	135.68	197.07	169.73	183.31	210.81
营业收入	15.72	63.47	25.65	27.71	31.86
其他类金融业务收入	119.97	133.60	144.08	155.61	178.95
利息收入	17.26	19.08	20.21	21.83	25.10
已赚保费	92.75	101.59	109.36	118.11	135.83
手续费及佣金收入	9.95	12.92	14.51	15.67	18.02

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 4.2. 估值和投资建议

中粮资本参控股的公司涉及多个金融领域，我们根据其主营业务属性，采取分部估值与同业估值相结合的办法。

根据中粮资本旗下金融资产的数据可得性、金融业态的通用估值方法，我们对中粮资本分部估值如下：

对于寿险业务，因中英人寿未披露内含价值，采用市净率法估值。

对于期货，采取重资产业务和经纪业务的分布估值法。

对于信托业务，我们采取 P/AUM 估值法。

对于银行和产业投资业务，采取 P/B 估值法。

综上，中粮资本的产业优势、综合金融服务能力、市场化人才机制有望在粮食安全战略方向上实现业务扩容。仅考虑当前已有金融业态——50%中英人寿、65%中粮期货、80.51%中粮信托、20%龙江银行、产业投资管理的静态市值加总约为 200 亿元，考虑到多种金融业态的参控股平台一般存在一定折价，中粮资本的合意市值区间为

185-195 亿元，对应目标价 8.25 元/股（总股本 23.04 亿股），首次覆盖给予“增持”评级。

表 12 中粮资本各金融资产的同业估值比较（单位：亿元）

寿险*50%									
证券代码	公司简称	总市值亿元	净资产亿元22H	营收亿元21A	净利润亿元21A	PB	PE	内含价值	PEV
601628.SH	中国人寿	8,413	4,799	8,585	509	1.75	16.52	12,509	0.67
601336.SH	新华保险	763	1,045	2,224	149	0.73	5.10	2,589	0.29
	中英人寿保险		75.12	130.82	9.13				
估值方法	行业平均PB	PB法目标市值	分部估值法	行业平均PE	PE法目标市值	合意目标市值	持股比例对应市值亿元		
	1.24	93.27		46.63					
期货*65%									
证券代码	公司简称	总市值亿元	净资产亿元22H	营收亿元21A	净利润亿元21A	PB	PE	经纪业务交易P/经纪成交手数	
600927.SH	永安期货	236	115	378	13	2.04	18.06	15370	153.51
603093.SH	南华期货	55	31	105	2	1.78	22.76	6074	91.30
002961.SZ	瑞达期货	60	24	21	5	2.48	11.84	2945	202.65
001236.SZ	弘业期货	108	17	16	1	6.29	135.07	1953	554.80
	中粮期货		33.54		2.81				5809
估值方法	行业平均PB	PB法目标市值	分部估值法	行业平均PE	PE法目标市值	合意目标市值	持股比例对应市值亿元		
	2.10	70.44	79.87	17.56	49.33	79.87	51.92		
信托*80.51%									
证券代码	公司简称	总市值亿元	净资产亿元22H	营收亿元21A	净利润亿元21A	PB	PE	AUM亿元	P/(AUM*持股比例)
600643.SH	爱建集团	89	126	19	12	0.71	7.74	1070.09	0.083
000563.SZ	陕国投A	121	126	19	7	0.96	16.51	1993.32	0.061
000666.SZ	经纬纺机	51	97	75	6	0.52	8.41	6387.3	0.021
002608.SZ	江苏国信	222	292	280	-3.4	0.76	-64.80	3865.176	0.071
600816.SH	ST安信	191	-6.4	-	-11.3	-30.08	-16.95	1453.632	0.132
	中粮信托		69.22	11.74	5.56				1575.966
估值方法	P/AUM	AUM法目标市	行业平均PB	PE法目标市值	行业平均PE	PE法目标市值	合意目标	持股比例对应市值亿元	
	0.059	92.85	0.74	51.11	10.89	60.54	92.85	74.75	
银行*20%									
证券代码	公司简称	总市值亿元	净资产亿元22H	营收亿元21A	净利润亿元21A	PB	PE		
601187.SH	厦门银行	147	232	53	22	0.63	6.79		
601128.SH	常熟银行	197	206	77	22	0.95	8.98		
601838.SH	成都银行	520	545	179	78	0.95	6.63		
600928.SH	西安银行	151	282	72	28	0.53	5.37		
002948.SZ	青岛银行	184	378	111	29	0.49	6.30		
601997.SH	贵阳银行	197	542	150	60	0.36	3.27		
002936.SZ	郑州银行	169	604	148	32	0.28	5.24		
	龙江银行		182.05	44.91	7.31				
估值方法	行业平均PB	PB法目标市	行业平均PE	PE法目标市值	合意目标市值	持股比例对应市值亿元			
	0.601	109.37	6.08	44.47	109.37	21.87			
产业投资*100%									
证券代码	公司简称	总市值亿元	净资产亿元22H	营收亿元21A	净利润亿元21A	PB	PE		
600783.SH	鲁信创投	92	42.0	1.4	5.1	2.18	18.01		
000935.SZ	四川双马	158	61.9	12.2	9.9	2.55	15.98		
300688.SZ	创业黑马	30	5.6	3.4	0.1	5.31	261.35		
600053.SH	九鼎投资	65	28.6	2.1	0.6	2.26	103.88		
	中粮资本投资管理		2.1						
估值方法	行业平均PB	PB法目标市	持股比例对应市值亿元						
	2.330	4.89	4.89						
分部加总	200.07								

资料来源：Wind 企业库，中粮资本 2021 年年报，华西证券研究所

\*总市值和 PB、PE、P/AUM 的引用市值均为 2022-12-23 收盘价对应市值。

表 13 多元金融可比公司

证券代码	公司简称	总市值 亿元	净资产 22H 亿 元	营收 21A 亿元	归母净 利 21A 亿元	PB	PE	ROE 年化 22Q3	主营业务

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

000617.SZ	中油资本	729	943	310	55.5	0.77	13.14	7.52	中油财务、昆仑银行、昆仑信托、中意人寿、中银国际
600705.SH	中航产融	294	401	191	44.7	0.73	6.58	6.51	产融投资、中航证券、中航信托、中航国际租赁、中航财务、中航期货
600390.SH	五矿资本	231	488	130	34.0	0.47	6.78	6.61	五矿证券、五矿国际信托、五矿期货
600120.SH	浙江东方	122	127	177	6.6	0.96	18.53	2.98	浙商金汇信托、中韩人寿、大地期货、
002423.SZ	中粮资本	165	182	197	13.7	0.90	11.99	3.07	中英人寿、中粮信托、中粮期货、龙江银行
<b>行业平均</b>						<b>0.77</b>	<b>11.40</b>	<b>5.34</b>	

资料来源：中粮资本 2021 年年报、wind，华西证券研究所整理

\*总市值和 PB、PE 引用市值均为 2022-12-23 收盘价对应市值。

## 5. 风险提示

公司下属中英人寿保险公司经营业绩与居民收入、人口结构、十年期国债收益率、资本市场相关度较高，存在一定的不确定性。

公司下属中粮信托面临资管新规下行业转型阵痛与发展增速放缓的风险。

公司下属中粮期货与大宗商品市场活跃程度及行情密切相关，存在一定不确定性。

公司联营的龙江银行受区域发展影响较大，区域经济发展较差时可能会有资产增速放缓、坏账率提升的风险。

公司股东减持风险。

## 财务报表和主要财务比率

合并资产负债表 (亿元) 2020A 2021A 2022E 2023E 2024E						合并利润表 (亿元) 2020A 2021A 2022E 2023E 2024E					
<b>流动资产:</b>						<b>营业收入</b>					
货币资金	88.2	124.7	140.5	151.7	163.8	营业收入	15.72	63.47	25.65	27.71	31.86
交易性金融资产	187.8	209.4	240.8	269.7	283.2	其他类金融业务收入	119.97	133.60	144.08	155.61	178.95
衍生金融资产	1.7	0.3	0.9	1.0	1.0	利息收入	17.26	19.08	20.21	21.83	25.10
应收票据及应收账款	0.8	2.1	6.0	6.2	6.5	已赚保费	92.75	101.59	109.36	118.11	135.83
其他应收款	19.6	17.0	23.9	25.9	27.9	手续费及佣金收入	9.95	12.92	14.51	15.67	18.02
买入返售金融资产	2.8	1.3	3.4	3.6	3.7	营业总成本	137.13	191.87	163.79	176.90	203.43
存货		2.6				营业成本	16.86	62.26	27.15	29.32	33.72
其他流动资产	138.7	151.5	149.0	160.9	169.0	税金及附加	0.11	0.23	0.15	0.16	0.18
其他金融类流动资产	14.0	14.2	16.6	17.9	19.3	销售费用					
<b>流动资产合计</b>	<b>453.5</b>	<b>523.1</b>	<b>581.1</b>	<b>636.8</b>	<b>674.4</b>	管理费用	24.55	23.21	19.29	20.84	23.96
<b>非流动资产:</b>						研发费用	0.23	0.23	0.03	0.03	0.03
发放贷款及垫款	10.7	9.9	9.9	9.9	9.9	财务费用					
债权投资	169.2	144.0	105.3	103.2	101.1	其他业务成本(金融类)	95.38	105.94	117.18	126.55	145.54
其他债权投资	123.4	195.3	229.0	240.4	247.6	利息支出	2.40	4.09	5.28	5.70	6.56
其他权益工具投资	19.2	74.1	78.4	82.3	86.4	手续费及佣金支出	10.81	11.73	11.69	12.63	14.52
长期股权投资	37.1	36.9	38.9	40.9	42.9	退保金	5.15	6.43	8.75	9.45	10.86
固定资产	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	赔付支出净额	14.49	12.83	15.53	16.78	19.29
在建工程	4.1	6.5	7.4	7.8	8.2	提取保险合同准备金	61.13	69.45	74.37	80.32	92.36
使用权资产		4.1	3.4	3.2	3.0	保单红利支出	1.40	1.40	1.56	1.68	1.94
无形资产	16.0	15.6	15.3	15.2	15.0	加:其他收益	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
长期待摊费用	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	投资净收益	23.28	18.41	16.00	16.80	18.48
递延所得税资产	4.0	3.8	4.3	4.5	4.6	其中:对联营企业和	1.79	1.61	1.77	1.86	2.05
其他非流动资产	9.9	10.0	9.5	9.5	9.5	公允价值变动净收益	4.26	(1.69)	(10.26)	(6.16)	1.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>394.7</b>	<b>501.3</b>	<b>502.5</b>	<b>517.9</b>	<b>529.4</b>	资产减值损失					
<b>资产总计</b>	<b>848.1</b>	<b>1024.4</b>	<b>1083.6</b>	<b>1154.7</b>	<b>1203.8</b>	信用减值损失	(6.54)	2.57	0.31	0.33	0.38
<b>流动负债:</b>						资产处置收益	(0.02)	(0.02)	0.00		
短期借款	4.9	4.6	5.3	5.5	5.8	汇兑净收益	(0.04)	0.00	0.08	0.09	0.10
交易性金融负债	1.9	7.1	6.2	6.5	6.8	营业利润	19.52	24.51	12.09	17.50	27.60
衍生金融负债	3.8	0.2	1.7	1.8	1.9	加:营业外收入	0.06	0.11	0.08	0.09	0.10
应付票据及应付账款	3.2	3.5	4.7	4.9	5.1	减:营业外支出	0.09	0.16	0.12	0.13	0.15
预收款项	2.8	2.0	0.9	1.0	1.0	利润总额	19.49	24.46	12.05	17.46	27.55
合同负债	0.2	3.1	5.0	5.2	5.5	减:所得税	3.30	3.85	1.90	2.75	4.34
应付手续费及佣金	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4	净利润	16.19	20.61	10.15	14.71	23.22
应付职工薪酬	5.5	5.4	2.1	2.2	2.4	持续经营净利润	16.19	20.61	10.15	14.71	23.22
应交税费	1.2	1.4	0.5	0.5	0.6	减:少数股东损益	5.65	6.89	3.35	4.85	7.66
						归属于母公司所有者					
其他应付款(合计)	17.8	16.8	18.5	19.4	20.4	的净利润	10.54	13.72	6.80	9.85	15.55
其他流动负债	202.1	246.3	263.2	276.3	290.1	加:其他综合收益	(0.32)	2.35	2.11	2.28	2.65
其他金融类流动负债	21.7	51.2	82.8	86.9	91.2	综合收益总额	15.87	22.96	12.26	16.99	25.86
<b>流动负债合计</b>	<b>266.1</b>	<b>342.8</b>	<b>392.1</b>	<b>411.7</b>	<b>432.3</b>	减:归属于少数股东的	5.72	8.05	4.29	5.95	9.05
<b>非流动负债:</b>						归属于母公司普通股	10.15	14.91	7.97	11.04	16.81
应付债券	25.6	25.6	25.3	25.3	25.3						
租赁负债		4.0	3.2	3.2	3.2						
长期应付职工薪酬	1.8	0.8	0.4	0.4	0.4						
递延所得税负债	0.3	1.8	1.0	1.1	1.2						
其他非流动负债	5.6	12.4	11.3	11.5	11.7						
非流动负债差额(特殊报	318.7	388.8	394.2	447.1	467.7						
<b>非流动负债合计</b>	<b>352.4</b>	<b>433.4</b>	<b>435.4</b>	<b>488.6</b>	<b>509.5</b>						
<b>负债合计</b>	<b>618.5</b>	<b>776.2</b>	<b>827.5</b>	<b>900.3</b>	<b>941.8</b>						
<b>所有者权益(或股东权益):</b>											
实收资本(或股本)	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0						
资本公积金	96.6	95.6	95.7	95.7	95.7						
其它综合收益	(0.4)	1.1	3.0	3.5	3.9						
盈余公积金	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3						
一般风险准备	6.8	8.0	8.0	8.0	8.0						
未分配利润	45.9	54.5	58.7	57.0	62.2						
归属于母公司所有者											
<b>权益合计</b>	<b>172.9</b>	<b>183.5</b>	<b>189.7</b>	<b>188.4</b>	<b>194.1</b>						
少数股东权益	56.8	64.6	66.4	66.0	67.9						
<b>所有者权益合计</b>	<b>229.6</b>	<b>248.1</b>	<b>256.1</b>	<b>254.4</b>	<b>262.0</b>						
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>848.1</b>	<b>1024.4</b>	<b>1083.6</b>	<b>1154.7</b>	<b>1203.8</b>						

关键财务与估值指标					
每股收益(元)	0.46	0.60	0.30	0.43	0.68
每股净资产(元)	7.50	7.96	8.23	8.18	8.42
净资产收益率ROE	6.10	7.48	3.59	5.23	8.01
总资产收益率ROA	1.24	1.34	0.63	0.85	1.29
毛利率(%)	14.39	12.44	7.12	9.55	13.09
净利润率(%)	7.77	6.96	4.01	5.38	7.38
营业总收入增长率(%)	20.52	45.25	(13.87)	8.00	15.00
净利润增长率(%)	61.66	30.17	(50.44)	44.92	57.84
资产负债率	0.73	0.76	0.76	0.78	0.78
市盈率PE	15.61	11.99	24.19	16.69	10.58
市净率PB	0.95	0.90	0.87	0.87	0.85

资料来源: 公司年报、季报, Wind 数据库, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**罗惠洲：**美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

**吕秀华：**北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

**魏涛：**华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。