

吉艾科技（300309）调研报告

专业能力领先，打造民营 AMC 标杆 买入（维持）

事件：我们前期发布深度报告《业务迅猛起航，民营 AMC 初露峥嵘》，坚定看好公司 AMC 业务发展前景及双主业格局中长期的反哺、协同，近期通过调研对其业务规划及布局形成更深入理解。

2017 年 1 月 9 日

投资要点：

- **不良资产管理的核心在于评估&处置，公司依托经验丰富的专业团队取得领先的竞争实力：**1) 不良资产管理的核心竞争力在于评估和处置能力，评估定价与传统模式区别明显，需要通过长期经验和数据积累搭建完善的评估体系，而处置能力直接决定投资不良资产的收益率。2) 公司 AMC 团队拥有十年以上不良资产管理经验，在评估端的效率和精准度领先行业，在处置端一方面加速传统诉讼法的处置方式，另一方面大力开发非诉讼法处置（目前占比达 50%，而行业大多使用传统诉讼法），非诉讼法加速处置周期，显著提升收益率。3) 风控体系对于不良资产运营尤为重要，而风控能力实质上由评估、处置能力决定，因而风控是公司 AMC 团队传统优势。
- **公司拟打造不良资产集成服务商，重点建立激励机制招揽人才，浙江孙公司模式极具示范性：**1) 目前不良资产管理领域最稀缺的是高端集成服务商，因此，公司的目标是打造完善的集成服务体系，形成运营体系，提供不良资产的银行端咨询、评估、出表、运营及后期的重整等服务，同时形成自己的配套供应商，包括律所、清收团队、物业运营公司、投行、资金方等。2) 专业人才是行业稀缺性资源，目前公司 AMC 核心团队共十余人，后续规划发展至 30-50 人，同时将重点建立激励机制广揽人才，浙江 AMC 孙公司模式极具示范性（公司持股 51%，当地优秀管理团队持股 49%）。
- **重点发展管理类业务，兼具规模提升空间广阔+有效抵御风险的优势，自有资金投资高收益项目：**1) 公司将重点发展轻资产管理类业务，以发挥自身管理、技术服务优势，且不良资产管理规模提升空间广阔，理论上发展空间不受自有资本规模限制，此外，在目前不良资产价格水涨船高环境下，管理类业务将有效抵御未来可能出现的资产价格下行等风险。2) AMC 子公司注册资金 10 亿，将用于投资优质项目以博取高收益率，并强调持续滚动运营+高流动性，考虑高杠杆+优质重组类项目潜在高额收益率，公司自有资金投资不良资产有望贡献超预期高额利润。3) 公司 AMC 业务模式具备独特性，重整业务侧重管理、配套资源与技术服务输出，同时建立下游分销商以保障资产流动性，致力于打造民营 AMC 标杆企业。

投资建议：

公司 AMC 业务依托拥有丰富经验的管理团队，评估&处置能力领先，拟打造不良资产高端集成服务商，未来将重点发展轻资产管理类业务，同时以自有资金投资优质项目博取高收益率。此外，塔国炼油厂 17 年将投产贡献可观利润。短期内，公司将重点发展 AMC 业务，把握行业黄金机遇贡献靓丽业绩，并反哺主业，中长期双主业实现显著协同。考虑 AMC 业务迅猛起航+油服主业回暖+炼油厂一期将投产，预计公司将迎来业绩反转，上调盈利预测，预计 17、18 年净利润分别为 3.15 亿、4.71 亿元，坚定看好公司发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：1) 传统石化油服主业持续低迷；2) 开拓 AMC 业务的进展不及预期；3) 不良资产管理行业竞争加剧。

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

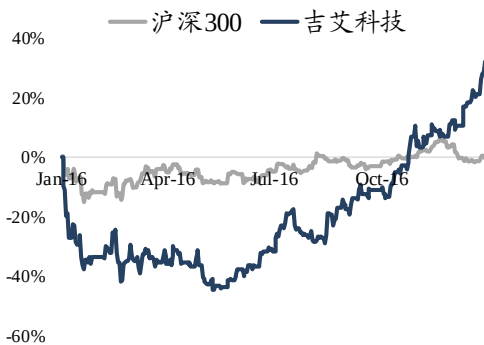
dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn

18019242961

股价走势



市场数据（2017 年 1 月 6 日）

收盘价（元）	25.68
市盈率（2015）	167.08
市净率（2015）	9.56
流通 A 股市值（百万元）	8048

基础数据（2015）

每股净资产（元）	2.69
资产负债率（%）	46.21
总股本（百万股）	484
流通 A 股（百万股）	313

相关报告

1. 吉艾科技：设立资产管理公司，进军不良资产处置，20161109
2. 吉艾科技：业务迅猛起航，民营 AMC 初露峥嵘，20161222

目 录

1. 评估&处置能力领先，打造民营 AMC 标杆	3
1.1. 领先的评估&处置能力构建公司 AMC 核心竞争力	3
1.2. 激励机制广揽人才，打造不良资产高端集成服务商	4
1.3. 管理类业务为重点方向，自有资金投资优质项目	5
1.4. 业务迅猛起航，致力于打造民营 AMC 标杆企业	7
2. 油服主业有望回暖，炼油厂将贡献可观利润	9
2.1. 塔国炼油厂项目 2017 年有望贡献可观利润	9
2.2. 短期侧重 AMC 业务，中长期有望反哺&协同	10
3. 投资建议：维持“买入”评级	11
4. 风险提示：	11

图表目录

图表 1: 浙江铭声资管股权结构	5
图表 2: 具有示范性的全国业务布局（模拟）	5
图表 3: 公司近期公告的 AMC 业务订单详情及分类	6
图表 4: AMC 相关上市公司拓展新业务的进度对比	7
图表 5: 四大 AMC 金融业务布局一览	8
图表 6: 2012-2016Q1-3 吉艾科技业绩概况	10
图表 7: 英国布伦特原油现货价格（美元/桶）	10
图表 8: 吉艾科技盈利预测（上调）	11

1. 评估&处置能力领先，打造民营 AMC 标杆

我们前期发布深度报告，看好公司 AMC 业务发展前景，近期通过调研，对其 AMC 业务规划形成更深入的理解：1）不良资产管理的核心为评估&处置，公司团队依托长期经验及数据积累，专业能力领先。2）公司目标定位不良资产领域高端集成服务商，未来致力于打造民营 AMC 标杆企业。3）行业人才稀缺，公司将重点建立激励机制广揽人才，浙江 AMC 孙公司模式极具示范性。4）轻资产管理类业务是重点发展方向，兼具规模提升空间广阔+有效抵御风险的优势，同时以自有资金投资优质项目博取高收益。

1.1. 领先的评估&处置能力构建公司 AMC 核心竞争力

不良资产管理的核心竞争力为评估&处置，只有拥有丰富的经验才能取得领先的专业能力。

1) 不良资产管理作为资产管理行业分支，具有显著的特殊性，其核心竞争力可归结为评估能力和处置能力，但不良资产的评估、处置与传统资产区别显著，其不仅仅依托技术层面，最重要的是经过长期实践积累的经验，因此，拥有丰富经验的不良资产管理团队专业能力显著领先。

2) 评估而言，其实质是对不良资产的估值、定价，目前市场上尚未出现提供公允、标准的不良资产评估服务的机构，主要系不良资产的评估具有实时性、动态性，不仅与行业及经济周期的变化显著相关，还要综合考虑一系列非标准的资产特征（例如抵押物是否被法院查封、是否附带工程款拖欠及租约等、所处区域等），因此，只有通过积累长期经验以及大量数据才能够搭建完善、精准的不良资产评估体系。

3) 处置而言，其实质是实现不良资产的变现、回款，取得收益，因而处置能力决定了投资不良资产的收益率和回款速度。目前行业内传统的处置方法是诉讼，主要环节包含起诉、执行、抵押物拍卖等，但其弊端在于：(i) 整个流程耗时耗力，且各环节往往存在各种阻力；(ii) 目前不良资产大规模爆发，法院难以及时处理大批不良资产，处置效率低下。

公司不良资产管理团队依托长期处置经验及大量数据积累，拥有行业领先的评估、处置能力。

1) 评估而言，根据公司公开宣传资料，其团队成员具有十年以上不良资产管理领域经验，累计经手过近两万份不良资产尽调报告，累计管理过的资产规模合计超过 1000 亿，评估效率及精准度领先行业。

2) 处置而言，公司管理团队主要使用非诉讼法并重视创新处置模式的开发运用，对比行业内 90%以上的案例使用诉讼法处置，公司以诉讼法处置的比重低至约 50%，由于专业、有效的非诉讼法能够大幅加速处置周期，进而显著提升收益率。

3) 此外，由于不良资产管理属于大资金业务，因而风控至关重要，但风控能力实质上由评估、处置水平决定，因为评估定价不准、处置效率低下或失败都会导致风险发生，因此，依托领先的评估、处置能力，公司风控能力是传统优势，并设有专门的团队专注于风控和创新领域的研究。

AMC 牌照价值在于可批量收购不良资产包，随着政策放宽且通道费降低，牌照价值趋于弱化。

1) AMC 牌照具有较高的价值，主要系持牌公司可以批量从银行收购不良资产包，且银行依法批量转让不良资产包的对象只有持有 AMC 牌照的公司。对于省级 AMC 而言，只能批量收购当地银行的不良资产包。

2) 对于非持牌 AMC 而言，亦有多种合规方式获取不良资产包，诸如小批量收购、收益权转让、返委托清收等，其中最常用的是依托持牌公司作为通道，公司前期公告的不良资产业务亦主要采用通道模式运作。

3) 行业角度而言，目前 AMC 牌照价值趋于弱化，主要系银监会放宽 AMC 牌照数量（由原来各省仅限一张放宽至两张），形成“4+2”格局（四大 AMC+各省两家省级 AMC）。同时，通道费率持续降低，由早期的高达 5% 降至目前约 1% 的水平。

1.2. 激励机制广揽人才，打造不良资产高端集成服务商

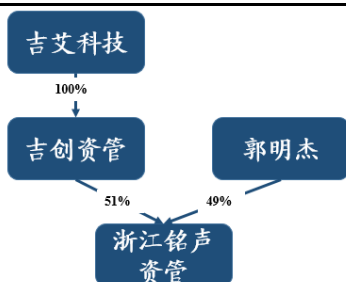
公司目标定位是打造专业技术领先、体系化服务的不良资产高端集成服务商，提供全产业链服务。目前的不良资产领域，其实并不缺乏传统模式的处置方，例如，各地都有很多以律师为代表的不良资产服务团队，行业真正缺乏的是不良资产的高端集成服务商，这类服务商结合整个银行体系，从初始的不良资产如何从银行出表、如何评估、如何通过银行内部核准，到后续募集收购资金、设计产品结构，再到后期处置、运营、重整等，以及物业抵押物如何整合开发商、运营商等相关领域的资源，都能够依托专业技术和配套资源提供整套全产业链服务。因此，公司的目标和定位是成为顶端的集成服务商，形成运营体系，提供不良资产初始的银行端咨询及评估出表到后期的运营及重整等服务，并形成自己的配套供应商，包括律所、清收团队、物业运营公司、房地产公司、投行、资金方等（部分机构已经开展合作），打造完善的运营体系。

优秀人才为行业稀缺资源，公司将重点建立激励机制广揽人才，以激励绑定人才的模式拓展业务。

1) 不良资产管理行业目前市场空间广阔，资产甚至优质资产绝非稀缺资源，资金同样供给充足，但拥有复合专业能力丰富经验的顶级管理人才是行业稀缺资源。目前公司不良资产管理核心团队共十余人，后续规划发展至 30-50 人规模，并将重点建立完善的激励机制，包括短期、中期、长期的激励规划以广揽人才。

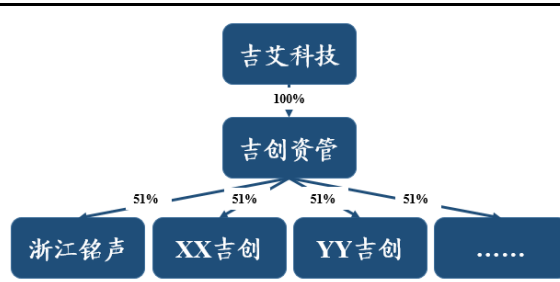
2) 公司前期设立浙江 AMC 孙公司（铭声资产管理有限公司，目前已完成工商登记），其股权合作模式极具示范性，上市公司持股 51%，自然人郭明杰持股 49%，自然人股东实质上代表的是公司在浙江当地发展的优秀 AMC 管理团队及人才，公司会针对其团队设计整体激励规划。未来，长三角、珠三角、北京等地区都将是公司潜在的战略重点区域。

图表 1: 浙江铭声资管股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 具有示范性的全国业务布局（模拟）



资料来源：东吴证券研究所

1.3. 管理类业务为重点方向，自有资金投资优质项目

轻资产管理类不良资产业务是公司重点发展方向，兼具规模提升空间广阔+有效抵御风险的优势。

1) 公司不良资产业务可分为三大类: (i) 管理类业务 (轻资产); (ii) 以自有资金投资参与的业务 (多为重整类优质项目); (iii) 传统的不良资产收购、处置业务。管理类业务是公司重点发展方向，主要系公司明确自身定位为管理、技术服务商，而非资金服务商。管理类业务的客户范围涵盖任何类型的不良资产投资者，服务包含清收、处置、重整等，盈利模式为按规模收取管理费用+业绩分成，兼具稳定性+潜在高收益。

2) 管理类业务的核心优势在于管理规模提升空间广阔，任何收购不良资产的投资者最终都会产生管理需求，理论上业务发展空间不受自有资本规模限制。此外，在目前不良资产价格非理性上涨的环境下，管理类业务还能够有效抵御未来可能出现的资产价格下行风险，最大程度发挥公司自身专业技术及管理能力的优势。我们认为，公司能够依托自身领先的评估、处置能力，以轻资产模式持续扩张管理规模、获取靓丽业绩。

自有资金投资聚焦于重整等优质项目，追求持续滚动运转+高流动性+高收益率。

1) 作为民营 AMC，公司自有资金规模有限 (吉创资管注册资金 10 亿元)，因而对于自有资金投资不良资产的业务，要求: (i) 必须持续滚动运营资金，不可闲置; (ii) 必须保证所投资资产有充足的流动性，即可随时撤回变现; (iii) 必须追求最高收益率的优质项目。

2) 评估在公司自有资金投资中发挥重要作用，公司会坚定收购符合评估价格且潜在收益率较高的优质不良资产，往往通过层层精选，且不会考虑不符合评估价格的资产。此外，公司也可能和相关机构成立不良资产管理类基金共同运作。

3) 关于不良资产投资的收益率，通常国资系 AMC 以年化收益率 8%-10% 居多，追求资金收益稳定性，而仅作为优先级的银行、券商、保险等资金方通常要求 7% 以上的收益率，相比之下，民营不良资产投资者往往要求约 20% 的收益率。未来公司自有资金投资的收益率理论上有望达到高水平，主要系在评估、处置能力保障风控的前提下，可通过高杠杆或优质重组类业务博取高收益，目前国内专业的重组业务参与者相对较少。

图表 3: 公司近期公告的 AMC 业务订单详情及分类

序号	分类	投资	业务详情
1	传统收购处置	1.4 亿元	以 自有资金 1.4 亿元 收购 债权本息合计 15.12 亿元 的金融类不良债权资产包(通道模式), 债权类型为上海中小企业债务人的经营性不良信贷资产, 交易对手为国内某大型金融机构全资子公司
2	管理+自有资金投资优质项目	4 亿元	以 自有资金 4 亿元 收购高湘投资名下资管计划受益权, 该计划持有金融债权(上市公司股权质押), 公司提供债务重整服务(收取 1500 万元服务费), 且高湘可于 6 个月内以 4.24 亿元回购 该计划
3	传统收购处置	2.4 亿元	以 自有资金 2.4 亿元 收购 债权本息合计 17.6 亿元 的金融类不良债权资产包(通道模式), 债权类型为上海、南京、北京、广州等 11 个地区的中小企业债务人的经营性不良信贷资产, 交易对手为国内某大型金融机构全资子公司(与业务 1 的交易对手相同)

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司不良资产重组业务以技术、管理服务和集成资源为核心, 与传统重整的资金输出模式存在显著区别。传统 AMC 业务模式可分为两大类: 收购处置和收购重整, 但传统 AMC 的重整业务模式和公司提供的重整服务有明显区别。公司的重整服务通过集合运营商及相关配套资源, 实现债务人、金融机构等各方共赢(对应前文所述的高端集成服务商定位), 侧重于集合所有的供应商及相关资源完成目标, 包括资金方、物业运营商、负责架构设计的金融机构等。传统 AMC 重整业务更多侧重于大量资金输出, 而公司以技术、管理服务为主, 充分体现公司核心竞争力, 同时对人才、技术、经验的要求极高。目前公司以自有团队为主, 要求相关人才具有复合才能, 包括法律、财务、投行思维、心理学、谈判技巧及区域资源和关系等(故前文强调将重点建立激励机制以广揽人才)。

公司自有资金投资不良资产能够保持高流动性, 主要系建立了庞大的下游分销商, 可快速转让。

1) 传统的不良资产处置模式, 其平均处置周期约为 18-36 个月, 公司依托处置端的专业技术优势和丰富的经验及资源, 往往能将传统方式的处置周期缩短至 18 个月以内。

2) 公司拥有迅速将不良资产变现的能力(高流动性), 主要系公司在不良资产领域内积累了大量的下游分销商, 随时可通过出售资产实现变现(获取较低的收益率即可)。公司能够与下游分销商建立良好的合作关系, 主要系下游分销商经过长期合作, 对公司的不良资产评估、定价能力充分信任, 其收购不良资产时也需要依托公司的评估体系和报告, 此外, 为下游分销商提供不良资产管理相关服务亦是公司业务布局之一。

相比抵押物类不良资产, 公司更侧重弱担保类不良资产, 因其潜在收益率更高且充分发挥公司优势。公司收购的不良资产中, 约 30%-40% 是附有抵押物类型的, 其他资产则多为弱担保类型。公司近年来向弱担保类资产侧重, 主要系其收益率往往达到附有抵押物类不良资产收益率的近三倍, 但必须依托公司庞大、磨合已久的综合服务团队, 以保证清收能力等各方面效率。目前, 弱担保类不良资产领域的参与者较少, 公司依

托自身固有的竞争优势积极参与以博取高收益。

1.4. 业务迅猛起航，致力于打造民营 AMC 标杆企业

银行是公司核心客户资源，公司规划以 1 年时间实现民营 AMC 标杆企业的目标。

1) 公司自 AMC 子公司成立以来业务推进迅猛，且大部分银行主动成为公司的客户资源，主要系公司作为民营 AMC，最大的优势在于高效率，此外，真正具有处置能力的人才往往都任职于民营机构中。因此，只要公司明确自身定位及专业优势，银行客户普遍合作意愿较强。

2) 公司希望花费约 1 年时间树立民营 AMC 领域的标杆企业，目前公司业务推进迅猛、股东鼎力支持、团队全力展业，预计 2017 年将取得超市场预期的业绩表现。

图表 4: AMC 相关上市公司拓展新业务的进度对比

	吉艾科技	海德股份	陕国投A	风范股份
管理团队到位	2016/10/14	2015/10/13	-	-
公告筹划设立/参股AMC	2016/11/8	2015/10/13	2015/12/22	2016/7/4
股东大会审议通过	2016/11/24	2015/10/29	-	-
AMC完成工商注册	2016/11/28	2016/7/5	2016/8/16	2016/7/26
业务资金到位	2016/12/17	2016/8/2	-	-
业务正式启动	2016/12/20	2016/9/9	尚未公告	尚未公告
业务推进速度	40+天迅速启动	耗费近一年	耗费近一年	业务体量小

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

四大 AMC 转型金控平台，但行业龙头地位依然稳固，为行业提供运营平台并直接或间接培养人才。

1) 四大 AMC 在历经近年来的商业化转型后，目前其主营业务收入以信贷及综合金融服务为主，但其在不良资产领域的行业龙头地位依然稳固，主要依托于品牌优势、资金规模（千亿级别授信）、资金成本、多年积累的运营经验等优势，同时对银行不良资产的处置提供了大力支持。

2) 此外，行业内人才的培养和成长也与四大 AMC 息息相关，因为起初四大 AMC 通过招纳人才来满足其不良资产处置需求，相关服务团队及供应商获得了锻炼的平台和难得的机遇。

3) 公司核心管理团队曾经也作为四大 AMC 的服务商，为其提供一系列方案策划、评估尽调、处置等服务，后期通过积累大量经验，从服务方逐步转型为买方机构。人才的成长得益于四大 AMC、银行所创造的运营平台，但后期随着不良资产大规模增长且复杂程度及市场化程度提升，银行、四大 AMC 对公司这类拥有竞争力的优秀不良资产管理团队的依赖性反而逐步提升。

图表 5: 四大 AMC 金融业务布局一览

	华融	信达	东方	长城
银行	华融湘江银行	南洋商业银行	大连银行	德阳银行
证券	华融证券	信达证券	东兴证券	长城国瑞证券
保险		信达财险、幸福人寿	中华联合保险	长生人寿保险
期货	华融期货	信达期货	东兴期货	
信托	华融国际信托	金谷国际信托	大业信托	长城新盛信托
租赁	华融金融租赁	信达金融租赁	中国外贸租赁	长城金融租赁
投资	华融天择投资 华融渝富股权投资	华建国际投资 信达资本、汉石投资	东方国际控股	长城国融投资
资管	华融融德资管 华融汇通资管		邦信资管	长城宁夏资管
基金	华融基金	信达澳银	东兴基金	

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

地方 AMC 跑马圈地，银行借道债转股切入+民营资本涌入加剧行业竞争并提升市场热度。

1) 截至目前，全国已成立 31 家省级 AMC、2 家计划单列市 AMC，另有 2 家省级 AMC（福建、广东）、1 家计划单列市 AMC 在设立进程中，仅剩新疆、贵州、云南、海南四个省份未公告第一张 AMC 牌照的归属，且仍有各路资本争夺剩余席位，地方 AMC 跑马圈地热潮涌现。同时，省级 AMC 纷纷增资扩股，近期广西、山东的省级 AMC 分别增资至 100 亿元，宁夏顺亿资管增资至 102 亿元，成为注册资本最高的地方 AMC。

2) 近期，农行、建行相继公告拟出资 100、120 亿元设立专司债转股业务的全资 AMC 子公司，其他大型商业银行也将自建 AMC，银行系 AMC 陆续成立一方面扩容市场主体，提升行业热度，另一方面加剧行业竞争，且弱化 AMC 牌照价值。

3) 综合而言，不良资产规模高企，供过于求造成结构失衡，而 AMC 受制于经营杠杆、区域限制、处置能力等因素，仍不足以覆盖不良资产供给，预计后续政策仍将持续支持，AMC 数量、资本规模或将进一步增长。

大量资金涌入推动不良资产价格水涨船高，预计行业未来或将迎来一轮洗牌。

1) 自 2015 年下半年以来，不良资产价格持续水涨船高，行情一路上涨，主要系大量资金涌入该领域。在这个背景下，收购资产包的折扣率在 20%-90% 之间均有可能（抵押类、弱担保类折扣往往不同），目前行业收购资产包的折扣率以 4-6 折居多，但不良资产真正的价值没有统一的标准，关键在于投资者是否具有盈利能力。

2) 前期收购获取不良资产的机构盈利颇丰且赚钱效应显著，但实质上其盈利往往依靠的是资产价格的上涨，而非处置能力的提升，公司预计，明年行业可能将迎来一轮洗牌，此前以过高价格收购不良资产的投资者可能会出现亏损、难以出售的情形。

2. 油服主业有望回暖，炼油厂将贡献可观利润

公司塔国炼油厂项目由于种种不可预测因素，工期不断延后，预计一期项目 2017 年将完工投产并贡献可观利润，运营顺利后二期项目有望启动。同时，随着油价回暖、油服行业景气度提升，公司传统业务有望呈现向好趋势，且公司将重点解决应收账款问题，预计 2018 年之前有望收回大部分账款。短期内，公司将大力发展 AMC 业务，把握行业黄金发展机遇迅速做强并贡献靓丽业绩，同时反哺油服主业，中长期随着油服行业景气度不断提升，双主业有望实现显著协同。

2.1. 塔国炼油厂项目 2017 年有望贡献可观利润

塔国炼油厂项目一波三折，一期工程今年年内必定完工并贡献可观利润，取得优惠进口油价利好炼油厂。

1) 塔吉克斯坦丹格拉炼油厂的施工团队前期由于海外施工经验、组织能力不足等因素，起初出现管理问题。2016 年 7 月，又遭遇塔国金融体系危机，公司在当地银行的 1000 万美元存款无法兑付，造成炼油厂罢工，工期一再延后。目前，当地时值寒冬无法施工，工期再度延后，公司估计在理想状况下 2017 年一季度末能够完工，二季度末或将实现投产。

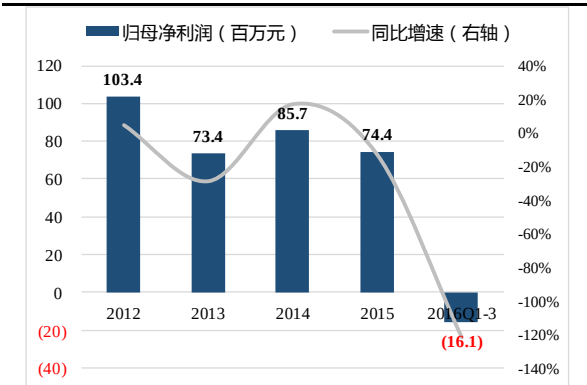
2) 此外，公司前期通过与塔国铁道部、伊朗铁道部联合商议，预计将从伊朗进口、运输原油，并取得运费及进口价格的优惠支持，对炼油厂项目构成利好。由于炼油厂一期项目年产量仅 50 万吨，高额利润将主要体现在二期项目上，公司预计一期项目完工投产、运营顺利后将启动二期项目，同时预计 2017 年内炼油厂一期项目必定完工投产，为公司贡献可观利润（根据目前油价估算，利润有望达到 100 美金/吨）。

油服景气度或将复苏，公司立足技术服务，同时应收账款问题 2018 年以前将得以解决。

1) 目前，油服行业景气度低迷，但同时也带来发展机会，公司为保持技术领先，一直加大投入、研发。在 2016 年行业景气度持续低迷的期间，公司推动海外扩张，未来如有合适的资产项目会考虑进一步扩张（目前没有明确计划）。目前来看，随着油价回暖，2017 年起油服主业或将逐步复苏，可能呈现上升趋势，公司在海外的布局有望贡献业绩。

2) 关于应收账款问题，公司前期人力投入不足，对中石油、中石化等主要客户的收款力度较小，造成账期很长，今年将重点回收资金，预计仅中石油、中石化的应收账款就将收回 1 亿元以上。此外，公司在海外伊朗的约 1 亿元应收账款 2016 年回款速度已经趋于正常，预计将于 2018 年以前全部收回。

图表 6: 2012-2016Q1-3 吉艾科技业绩概况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 7: 英国布伦特原油现货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 短期侧重 AMC 业务, 中长期有望反哺&协同

公司转型双主业主要考虑行业景气度持续低迷, 选择不良资产管理因看中其反周期性。公司传统主业为石化油服, 行业前几年在 4 万亿驱动下非常火, 但从 2013-2014 年起行业开始下行, 2015 年景气度低迷, 由于石油行业本身是周期性行业, 伴随实体经济整体低迷, 2016 年行业进入寒冬。从上市公司角度考虑, 公司希望在主业低迷的时期推动双主业发展, 以提升股东回报, 因而从 2016 年起考虑发展二主业, 主要目标为非周期性或反周期性行业。经过多方调研, 公司认为不良资产管理行业具备逆周期性, 在实体经济不景气时反而获得扩张契机, 经济回暖后也能够与原主业形成互补。

短期侧重 AMC 业务, 预计 AMC 业务将取得靓丽业绩反哺主业, 中长期有望实现协同。短期内, 公司将大力发展不良资产管理业务, 把握行业黄金发展机遇, 迅速做大业务规模并贡献靓丽业绩。同时, 公司已经开始筹划布局 AMC 业务对原有油服主业的支持和协同。中长期, 随着油服行业景气度回升, 且 AMC 业务对油服的反哺力度逐步增强, 公司双主业有望协同发展、互惠共赢。

3. 投资建议：维持“买入”评级

吉艾科技 AMC 业务依托拥有丰富经验的管理团队，评估&处置能力领先，拟打造不良资产高端集成服务商，并重点建立激励机制招揽人才。未来公司将重点发展轻资产管理类业务，兼具规模提升空间广阔+有效防范资产价格下行风险的优势，同时以自有资金投资优质项目博取高收益率。短期内，公司将重点发展 AMC 业务，以把握行业黄金发展机遇取得靓丽业绩，中长期实现显著协同。此外，随着油价回升，传统油服主业有望回暖，塔国炼油厂一期项目 2017 年将完工投产，有望贡献可观利润。考虑 AMC 业务迅猛起航+主业趋势性回暖+炼油厂一期年内投产，预计公司将迎来业绩反转，上调公司盈利预测，预计 17、18 年净利润分别为 3.15 亿、4.71 亿，坚定看好公司发展前景，维持“买入”评级。

图表 8：吉艾科技盈利预测（上调）

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	253.96	289.87	145.92	795.15	1,076.72
营业收入增速	7.90%	14.14%	-49.66%	444.92%	35.41%
归母净利润	85.69	74.39	-12.71	315.23	471.08
归母净利润增速	16.78%	-13.18%	-117.08%	2580.21%	49.44%
EPS（元）	0.18	0.15	-0.03	0.65	0.97
PE	145.06	167.08	-977.96	39.43	26.39

资料来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示：

- 1) 传统石化油服主业持续低迷；
- 2) 开拓 AMC 业务的进展不及预期；
- 3) 不良资产处置行业竞争加剧。

免责声明

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>