

强烈推荐-A (维持)

吉艾科技 300309.SZ

目标估值: 28.0-28.0 元

当前股价: 20.25 元

2017年08月23日

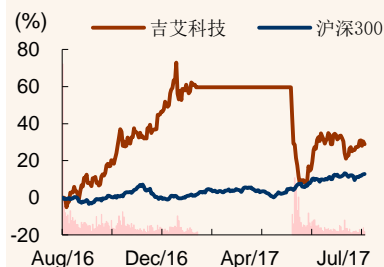
AMC捷报频传，政策东风吹，战鼓持续擂

基础数据

上证综指	3288
总股本(万股)	48403
已上市流通股(万股)	43369
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	88
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	-27.9
资产负债率	47.7%
主要股东	高怀雪
主要股东持股比例	38.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-18	45
相对表现	-4	-26	33



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《吉艾科技(300309): AMC 新星, 沙场老将, 立体布局, 业绩腾飞》2017-08-06
- 2、《吉艾科技(300309)一增资东营和力, AMC 落地, 业绩值得期待》2016-12-29
- 3、《吉艾科技(300309)一定增落地, 炼厂全面复工, 关注管理层更迭》2016-10-25

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

事件:

公司上半年营收 3.47 亿, 同比增长 286.5%, 净利润 0.32 亿元, 同比提升 426.3%, 实现扭亏为盈, 其中 AMC 板块收入 2.47 亿, 净利润 7 千万超预期; 油服板块收入 1 亿, 净亏 3835 万; 炼化板块未投产, 净亏 40 万。

评论:

1、AMC 战场捷报频传

公司 16 年底引进资深民营 AMC 团队后业务铺张迅速。据中报披露, 截至 1H17 累计持有和管理不良规模 110.8 亿元, 其中持有规模 79.5 亿、管理规模 31.3 亿。规模之花结出业绩硕果, 上半年 AMC 板块实现不良处置收入 1.93 亿, 债务重整服务收入 0.54 亿, 净利润 7036 万元, AMC 板块净利润率达 28.5%, 力挽油服板块持续萎靡之狂澜, 实现扭亏为盈。业绩非凡彰显 AMC 团队业务能力极强, 掌舵人姚庆麾下团队驰骋江浙沪 AMC 战场十余载, 积累了丰富的不良处置经验, 银行法律资源背景深厚, 搭乘吉艾上市列车后知名度提升同时打开融资便利性, 从中报看化学反应逐步兑现。

业务规模保持高速增长态势, 年内规模突破 150 亿年度计划概率较大。公司 7 月初公告与川渝某大型金融机构签下一笔 16.37 亿的大额不良订单, 截至 7M17 累计自持规模近百亿, 150 亿既定规模计划有望超额完成, 对应业绩同样有望超预期。

2、组织架构完善、布局疆域扩大, 模式逐步转型打开利润空间

业务触角全方位拓展, 资产端无忧。公司深耕江浙沪大本营, 6 月 29 日与控股子公司浙江铭声共同成立平阳首信资管合伙企业, 7 月 3 日完成设立苏州吉相资管。往南, 公司进攻珠三角, 拟设立广东吉艾资管, 并将组建规模 8 亿的 AMC 基金协助清远盈泉置业进行债务重整。往西, 公司瞄准川渝, 8 月 22 日完成设立西安吉创, 且拟出资 2 亿设立第二家全资资管子公司四川吉创。AMC 业务涉足地区从江浙沪扩展到广东、北京、新疆、陕西、四川、山东、内蒙、云南等地。公司不拘于已有阵地, 而是积极开拓疆域, 过往收购不良主要源自江浙沪地区, 未来业务触角将全方位拓展, 7 月打响内陆不良第一炮, 表明跨区域扩张已取得成效。

业务模式拓展, 资金端不愁。随着组织架构不断完善, 布局疆域不断扩大, 公司同时积极谋求引入资金方, 报告期内前后携手鲁信资本、睿银盛嘉资管, 各达成共筹 50 亿资金开展 AMC 业务合作的协议, 同时牵手民生银行上海分行建立长期战略合作伙伴关系。截至 1H17 公司管理不良 31.3 亿, 但随着合作协议进一步落实, 与战略伙伴合作加深, 未来管理规模将有望实现较大突破。展望未来, 业务模式将逐步转型, 凭借丰富的不良处置经验以基金形式参与不良管理, 进一步打开利润空间。

3、不良供给充沛，政策东风吹，AMC 战鼓擂

金融机构不良供给充沛。2Q17 商业银行不良贷款余额 16358 亿元，环比增长 3.6%，同比增长 13.8%；1Q17 信托资产、券商资管、基金子公司专户合计规模突破 50 万亿，长期以来作为通道存在产生潜在大量不良。17 年来“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”成为我国金融发展的主旋律，近期政策东风频吹，AMC 迎来发展机遇：（1）4 月降低地方 AMC 不良资产批量转让组包户数门槛，由原来的 10 户降至 3 户以上；（2）7 月 15 日全国金融工作会议明确提出把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作；（3）7 月 31 日发改委鼓励有条件有需求的地区探索新设政府出资市场化债转股专项基金开展市场化债转股。展望未来政策有望进一步松绑，行业呈现欣欣向荣之势。而公司作为民营 AMC 通过市场化手段对接地方 AMC，充分受益行业景气度提升，未来 AMC 战鼓将不断擂响。

4、油服业务减产降亏，炼化业务含苞待放

受国际油价持续低迷影响，油服板块上半年营收亏损 3835 万，但比 16 全年 4.43 亿亏损明显好转。公司把握“一带一路”政策契机，瞄准塔吉克斯坦及周邻国家成品油稀缺的市场环境，积极推进中塔“一带一路”石油炼化项目。据中报披露，一期建设有望年内落成并投产，二期建设预计 18 年落成，塔吉克斯坦及周邻国家成品油需求强劲，对国际油价敏感性较低，能够抵抗油价持续走低带来的市场风险，待公司站稳深耕后，有望引领公司传统业务走向盈利。

5、高管增持+员工持股+实际控制人兜底增持，彰显公司美好前景

公司 6 月 5 日公告筹划第二期员工持股计划，具体方案目前正在落实，保障未来业务发展，有望年内推出。6 月 6 日公告实际控制人高怀雪为 6 月 6 日至 15 日期间增持公司股票的员工提供兜底；6 月 27 日公告 AMC 掌舵人姚庆拟自筹资金增持公司 5%-10% 股份，以 8 月 18 日收盘价 20.57 元计算对应资金 4.98-9.96 亿。员工持股、实际控制人兜底增持、高管增持充分体现公司上下一心势必做好 AMC 业务。

6、壮士断腕置出安埔胜利，回笼资金投向 AMC

公司 15 年斥资 8 亿收购安埔胜利 100% 股权，16 年安埔胜利净利润 3211 万仅达业绩承诺 29.6%，且同比大幅下滑 66.6%，17 上半年净利润 984 万元同比再度大幅下滑。因盈利远不达预期，公司壮士断腕拟置出安埔胜利 100% 股权，且已于 6 月 21 日通过股东大会，短期内回笼 5 亿，19 年末以前回笼 8 亿资金，未来有望投向盈利能力更强的 AMC 业务。

投资建议：维持公司强烈推荐评级。基于：1) 成功转型 AMC，贡献盈利超预期；2) 组织架构完善、布局疆域扩大，逐步转型基金管理模式，进一步打开利润空间；3) 金融机构不良供给充沛，AMC 政策春风频吹，充分受益行业景气度不断提升；4) 员工持股、高管增持、实际控制人兜底增持等动作频繁，彰显公司美好前景；5) 壮士断腕置出安埔胜利回笼资金有望投向 AMC；中塔“一带一路”炼化项目有序推进，站稳深耕后有望引领油服板块走向盈利。

预计公司 17 年营收 12.8 亿，归母净利润 2.52 亿，其中 AMC 板块收入 11.71 亿，归母净利润 2.72，石油板块收入 2 亿，年内仍有亏损。**分部估值法测得公司目标市值 135.6 亿，目标价 28 元，上升空间 38%，对应 17E 53.7 倍 PE，8.26 倍 PB。**

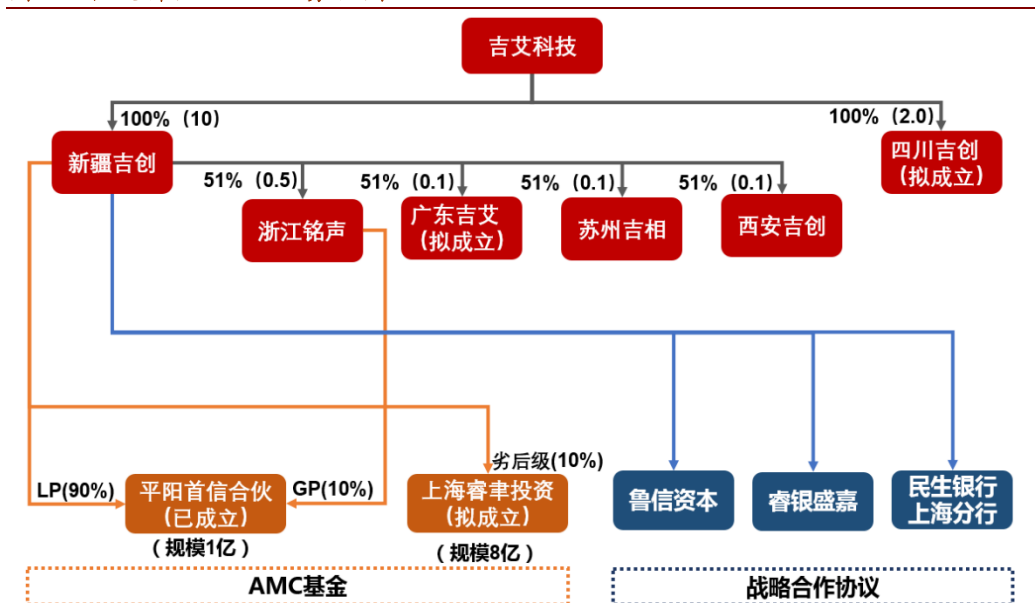
财务预测与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	290	239	1,277	1,653	2,379
同比增长	14%	-18%	435%	29%	44%
营业利润(百万元)	99	-398	327	686	1,155
同比增长	-7%	-504%	182%	110%	68%
归母净利润(百万元)	74	-439	252	504	832
同比增长	-13%	-691%	157%	100%	65%
每股收益(元)	0.17	(0.91)	0.52	1.04	1.72
PE	118.41	(22.31)	38.85	19.44	11.78
PB	6.77	7.05	5.97	4.57	3.29

资料来源: wind, 招商证券

风险提示: 国际油价持续低迷, 重大资产重组推进不达预期

图 1: 吉艾科技 AMC 业务版图



注: 子公司持股比例后面括号内为注册资本, 单位亿

资料来源: wind, 招商证券

附: AMC 业绩测算

公司上半年 AMC 板块实现不良处置收入 1.93 亿, 债务重整服务收入 0.54 亿, 净利润 7036 万元。据此拆解出公司重整服务收入净利润率约为 56.3%, 不良处置类收入净利润率约为 20.7%。具体如下: 考虑公司债务重整服务类营业费用率为 25%, 则对应税前收入为 4045.5 万 ($5394 \times 75\% = 4045.5$), 扣减 25% 税费计算出净利润 3034.1 万元 ($4045.5 \times 75\% = 3034.1$), 则债务重整服务利润率为 56.3% ($3034.1 \div 5394 = 56.3\%$)。并据此倒算公司处置类业务收入净利润约为 4001.9 万元, 对应净利润率为 20.7% ($4001.9 \div 19326 = 20.7\%$), 营收成本率为 72.4% (税前收入 = $4001.9 \div 75\% = 5335.8$; 营收成本 = $19326 - 5335.8 = 13990.2$; 营收成本率 = $13990.2 \div 19326 = 72.4\%$)。

下面对公司 17 年 AMC 业务规模盈利进行测算, 处置类业务归于表内规模, 债务重整服务类归于表外规模, 并将表内不良分为长周期与短周期业务进行测算:

AMC 表内处置规模和利润测算：

(1) 表内业务-短周期

截至 1H17 公司短周期收购处置类不良累计持有规模共 46.61 亿，据中报测算 17 年处置规模如下：1) 已完成处置 15.12 亿资产包；2) 于 17 年内完全处置 17.63 亿元的资产包；3) 7.5 亿和 6.36 亿资产包预计 15 个月内实现收益，结合当前处置情况，保守估计 7.5 亿、6.36 亿资产包年内处置比例为 50%、40%。在不考虑新增规模情况下，公司 17E 处置规模达到 39 亿 ($15.12+17.63+7.5\times 50\%+6.36\times 40\%=39.0$)，现保守假设公司下半年新增合同规模 12 亿，年内处置完成新增规模比例为 40%，则全年处置规模约为 43.8 亿，对应目前平均 9.2% 的拿包折扣率，对应拿包成本为 4.033 亿元，对应 72.4% 的营收成本率和 20.7% 的净利润率，推算得到营收约为 5.57 亿元，净利润 1.15 亿。

表 1：2017 短周期表内不良规模和业绩测算 (亿元)

	规模测算		收益测算
17 年初规模	32.76	17E 处置成本	$43.84\times 9.2\%=4.034$
17E 新增规模	25.86	营业收入	$4.034\div 72.4\%=5.571$
17E 处置规模	43.84	净利润	$5.57\times 20.7\%=1.153$

资料来源：公司数据、招商证券

(2) 表内业务-长周期

截至 7M17 公司长周期收购处置类不良累计持有规模达 33.35 亿 (包括 1 月 22 日的 16.98 亿合同、7 月 10 日的 16.37 亿合同)，由于底层资产为质量较好的商业用地或住宅等，抵押物价值高，折扣率一般在 6 到 8 折，公司灵活采取分期支付方式进行资产收购。对于此类不良，需要较长的处置周期，据调研得知公司此类资产处置周期在 18-24 月，给予中性假设 21 个月，则年度处置比例为 57%。对应目前 33.35 亿的持有规模和持有时间，公司 17E 处置规模约为 12.8 亿，该类不良收益率较高，假设对应公司持有成本为 2.398 亿元，对应营收成本率 60%、净利润率 30%，推算得到营收约为 4.0 亿元，净利润 1.20 亿元。

表 2：2017 长周期表内不良规模和业绩测算 (亿元)

	规模成本		收益测算
目前持有规模	33.35	处置成本	$12.79\times 75%\times 25\%=2.398$
17E 处置规模	1) $16.98\times 11/12\times 57\%=8.89$	营业收入	$3.573\div 60\%=3.997$
	2) $16.37\times 5/12\times 57\%=3.90$	净利润	$3.997\times 30\%=1.199$

资料来源：公司数据、招商证券

(3) 表外业务

对于表外不良业务，公司作为管理人收取管理服务费用和部分超额收益。截至 1H17 公司管理不良规模 31.3 亿，考虑到公司上半年与鲁信资本、睿银盛嘉达成拟筹集各不低于 50 亿元资金的战略合作协议，预计年末管理规模有望达到 120 亿，17E 平均管理规模保守假设为 60 亿，中性假设下项目处置收益率为 28%，对应 2 年处置周期并扣除优先级要求年化收益率 12%，则归属于公司年化收益率为 2%，17E 表外不良营业收入为 1.20 亿，扣除 25% 的营业费用并考虑 25% 税费，表外业务净利润 0.68 亿。

表 3：表外不良管理规模和业绩测算（亿元）

	相关假设		收益测算
17 平均管理规模	60	年化收益率	$28\% \div 2 - 12\% = 2\%$
处置周期（年）	2	营业收入	$60 \times 2.0\% = 1.20$
处置收益率	28%	税前收入	$1.20 \times (1 - 25\%) = 0.90$
优先级要求收益率	12%	净利润	$0.90 \times (1 - 25\%) = 0.68$

资料来源：公司数据、招商证券

基于上述测算，预计年末公司累计持有和管理不良资产规模达 212 亿，其中持有规模 92 亿，管理规模 120 亿。年内不良处置规模达 56.6 亿，实现处置收入 9.57 亿，净利润 2.35 亿，债务重整服务收入 1.2 亿，净利润 0.68 亿，AMC 业务板块合计收入 10.8 亿，实现净利润 3.03 亿。

表 4：截至 17 上半年 AMC 业务重大合同进展

业务类型	签署日期	交易/合作对方	进展情况
收购处置类	2016/12/19	国内某大型金融机构全资投资子公司	以自有资金出资 1.40 亿收购本息合计 15.12 亿的资产包，截至 1Q17 资产包已处置完毕，累计处置价款为 1.685 亿元，处置收益率 20.36% ($1.685 \div 1.4 - 1 = 20.36\%$)。
	2016/12/26	国内某大型金融机构全资投资子公司	以自有资金出资 2.4376 亿收购本息合计 17.63 亿的资产包；截至 1H17 收到累计处置款项 7964.71 万元；采取逐个清收策略，预计 2017 年度内实现整体收益。
	2017/3/22	国内某大型金融机构全资投资子公司	以自有资金出资 5975 万元收购本息合计 7.5 亿的资产包；截至 1H17 收到清收款 1277.67 万元；采取自行清收和债权择机出售等方式处置，预计 15 个月内实现收益。
	2017/5/25	国内某大型金融机构全资投资子公司	以自有资金出资 3631.78 万元收购本息合计 6.36 亿的资产包；截至 1H17 转让款已支付完毕，未收到清收款项，预计 15 个月内实现收益。
债务重整并购基金	2017/6/15	盛瑞资产 广州骏腾	以自有资金 8000 万元作为劣后级出资规模 8 亿的专项并购基金上海睿率投资中心（有限合伙），协助清远盈泉置业完成债务重组及目标地块的改造，与合作方共享债务重整的增值收益。
债务重整服务及重整转让类	2016/12/21	上海高湘投资	签订重整服务协议、受益权转让协议和回购协议，合同金额分别为 1500 万、4 亿和 4.24 亿，即出资 4 亿收购对方本息合计 4.8 亿的金融类债权，服务费 1500 万，约定对方 6 个月后以 4.24 亿回购；截至 6 月 27 日，债务重整完毕，公司收到 1500 万服务费 7 月 7 日收到 2.32 亿元回购款。
	2017/1/22	国内某大型商业银行上海分行	出资 12.869 亿收购本息合计 16.98 亿的单笔债权资产（其余债权资产本息合计约 1.5 亿），约定 2023 年前分期支付转让款，截至 1H17 公司已支付 4000 万元，目前资产包正洽谈债务重整方案且进展顺利，预计在年内采取债转股方式实现整体债务重整。
	2017/6/7	肖佛炎	债务本息合计 27.53 亿；已向对方提供前期服务并收取 0.2 亿前期服务费，后续将提供全面债务重整服务；预计 12 个月内通过重组方式实现全部债务的偿还，12 个月后实现按约定收取后期服务费，后期超额业绩分成不超过 2 亿。
	2016/6/30	国内某大型国有金融机构的合伙企业	支付 1.5 亿受让款成为 6.1 亿信贷资产债权的唯一重整方及买售方，处置回款优先满足原债权人 3.3 亿本金和年化 12% 收益权，超额部分归公司所有；抵押资产当前评估价值不低于 10 亿元。

资料来源：公司数据、招商证券

注：17 年 7 月 10 日公司与国内某大型国有金融机构签订收购处置类合同，将采取分期支付方式以自筹资金 12.82 亿收购本息合计 16.4 亿的资产包；7 月 31 日前支付 2.5 亿元，3 月 20 日前分期支付完毕。上述合同未归入中报统计范围内。

表 5: 预测利润表

单位:百万	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	290	239	1,277	1,653	2,379
AMC 业务收入			1,077	1,253	1,779
石油业务收入	290	239	200	400	600
营业总成本	200	773	950	967	1,224
AMC 业务成本			673	647	864
石油业务成本	200	773	277	320	360
其他经营收益	0	10	0	0	0
营业利润	90	-524	327	686	1,155
加: 营业外收入	10	139	51	67	86
减: 营业外支出	1	13	5	6	8
利润总额	99	-398	374	747	1,233
减: 所得税费用	13	45	93	187	308
净利润	85	-443	280	560	925
减: 少数股东损益	11	-4	28	56	92
归母净利润	74	-439	252	504	832

资料来源: wind, 招商证券

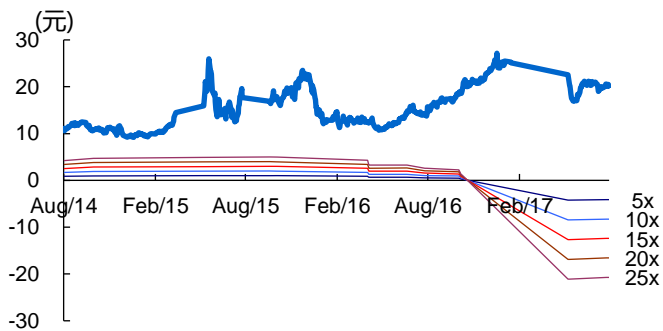
表 6: 预测资产负债表

单位:百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产:					
货币资金	207	543	272	299	329
应收票据	5	31	34	38	41
应收账款	509	542	596	656	721
预付款项	52	24	72	79	87
应收利息	0	0	0	0	0
其他应收款	56	159	175	192	212
存货	127	129	142	156	172
其他流动资产	147	773	928	1,252	1,628
可供出售金融资产	7				
长期应收款	59	15	16	17	17
长期股权投资	5	22	26	28	29
固定资产	271	238	214	225	236
在建工程	202	423	444	466	490
无形资产	32	25	26	28	29
开发支出	35	35	37	39	41
商誉	770	372	391	410	431
长期待摊费用	10	8	8	9	9
递延所得税资产	18	2	4	4	4
其他非流动资产			155	163	171
资产总计	2,510	3,342	3,540	4,081	5,066
负债:					
短期借款	76	153	77	92	101
应付票据	36	0	0	0	0
应付账款	98	143	129	154	170
预收款项	3	0	15	17	19
应付职工薪酬	5	7	7	8	9
应交税费	29	38	28	32	33
应付利息	0	2	2	2	2
其他应付款	904	1,075	1,129	1,036	1,080
一年内到期的非流动负		37	37	37	37
长期借款		240	192	216	204

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
递延所得税负债	9	2	2	2	3
其他负债	1	0		0	0
负债合计	1,160	1,699	1,617	1,597	1,657
所有者权益：					
实收资本(或股本)	435	484	484	484	484
资本公积金	486	958	1,054	1,159	1,275
其它综合收益	-55	-36	-46	-41	-43
专项储备	2	2	2	2	2
盈余公积金	41	41	41	41	41
未分配利润	393	-59	107	501	1,220
归属于母公司所有者权	1,301	1,390	1,642	2,146	2,979
少数股东权益	50	253	281	337	430
所有者权益合计	1,350	1,643	1,923	2,483	3,408
负债和所有者权益总计	2,510	3,342	3,540	4,081	5,066

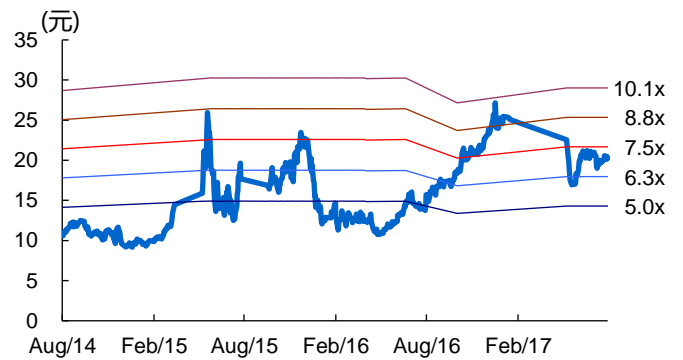
资料来源：wind, 招商证券

图 2：吉艾科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：吉艾科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。