

海德股份 (000567.SZ)

转型不良资产管理打开公司长期发展空间，关注落地进程

推荐（首次）

现价：28.03 元

主要数据

行业	地产
公司网址	haide@hainan.net
大股东/持股	海南祥源投资有限公司
实际控制人/持股	22.35%
总股本(百万股)	151.20
流通 A 股(百万股)	150.36
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	42.38
流通 A 股市值(亿元)	42.15
每股净资产(元)	1.39
资产负债率(%)	18.86

行情走势图



证券分析师

励雅敏	投资咨询资格编号 S1060513010002 021-38635563 LIYAMIN860@pingan.com.cn
黄耀锋	投资咨询资格编号 S1060513070007 021-38639002 HUANGYIAOFENG558@pingan.com.cn

研究助理

袁喆奇	一般从业资格编号 S1060115060010 021-20661426 YUANZHEQI052@pingan.com.cn
-----	--

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

■ 剥离传统房地产业务，转型不良资产管理

2015 年 10 月海德股份发布公告出售平湖耀江 24%股权给耀江房产，公司传统房地产业务即基本完全洁清。目前，公司积极实施战略转型，计划进入不良资产管理行业，并于近期更换了管理层。公司 2015 年 10 月底公告向大股东定增股票发行预案，并增资设立海德资产管理公司，拟通过设立海德资管来开展不良资产管理业务。未来海德资产将经营：1) 收购、受托经营不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；2) 资产置换、转让与销售；债务重组及企业重组；资产管理范围内的非融资性担保；3) 投资、财务及法律咨询与顾问；4) 项目评估。

■ 不良资产管理行业未来面临较大发展机遇

银行业资产质量压力未有缓解，不良处置规模持续攀升。我们按照上市银行处置比例（15 年全年的不良贷款净处置比例达到 0.8%以上）以及相对应接近 100 万亿的人民币贷款（15 年 9 月末人民币贷款余额达 92 万亿）估算出每年的不良净处置规模大约为 8000 亿左右。而这一比例在经济增速下滑、三期叠加、产业转型的过程之中仍有可能继续提升。非银行金融机构不良资产存在极大潜力。近年来，非银行金融机构资产管理快速增长，资产规模已接近银行理财规模。以信托业为例，截止 2015 年 6 月末，信托总资产已超过 18 万亿，资产管理规模的快速增长将一定程度上推动金融系统内不良资产规模的上升。另外，由于中国经济结构的调整，部分企业应收账款规模持续上升，截止 2014 年末，非金融企业应收账款达 10.5 万亿，非金融企业对于资产及债务重组的需求显著提升。

■ 15 家地方资产管理公司获监管牌照，海德获地方 AMC 牌照值得期待

我国四大资产管理公司（信达、东方、长城、华融）先后完成股份制改革，从政策性转为全面商业化。近年来，政府逐渐放松地方资产管理公司，规定“各

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	13	15	17	93	196
YoY(%)	12.7	15.7	15.0	450.0	110.0
净利润(百万元)	3	6	11	72	121
YoY(%)	-119.9	127.0	81.0	540.5	69.2
毛利率(%)	53.2	8.7	20.0	82.0	85.0
净利率(%)	21.4	42.1	66.2	77.1	62.1
ROE(%)	1.0	2.1	4.5	1.4	2.3
EPS(摊薄/元)	0.02	0.04	0.07	0.47	0.80
P/E(倍)	1553.6	684.4	378.1	59.0	34.9
P/B(倍)	22.43	21.72	20.02	2.9	2.8

省、自治区可设立或授权一家资产管理或经营公司参与本省、自治区范围内不良资产的批量转让工作”。2014 年 7 月，银监会首批批复了 5 家地方资产管理公司，标志着地方 AMC 正式合法化进入不良资产管理行业的舞台与 4 大 AMC 同台竞争。随着 2015 年 7 月银监会第三批批复的地方 AMC，目前已总计有 15 家地方 AMC 正式获得监管牌照，同时民营资本进入已有先例。海德资管正在积极申请海南省不良资产经营牌照，虽有不确定性但值得期待。

■ 民营地方 AMC 机制灵活、盈利模式更具多元化

目前不良资产管理公司的主要盈利模式包括：传统类不良资产经营（TDAM）、附重组条件类不良资产经营（RDAM）、不良资产的受托经营（债转股资产经营，DES）、提供托管和清算业务。根据海德股份的可行性报告披露，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。海德资管作为民营上市公司，机制灵活。未来的利润主要来源三个方面：（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。

■ 投资建议：关注牌照申请及落地进展

我们对不良资产管理行业的长期发展持乐观态度，但海德是否能够获得地方 AMC 牌照仍存在不确定性。由于海德股份已基本剥离了其原有地产业务，因此我们预估若不考虑定增后业务转型的影响，则公司的公允价值大约在 15-20 亿左右。若海德顺利完成定增并获得地方 AMC 牌照，则我们估算公司合理市值大约在 190-230 亿左右（对应公司目标利润 25-30 倍 PE）。目前公司考虑定增后的市值已接近 140 亿，因此市场已蕴含 65%左右的概率预期公司获得牌照。我们认为目前公司股价部分反映合理预期。若最终公司能够获得牌照，则股价仍存在 35-57%左右的上升空间。暂时给予公司推荐评级。密切关注公司申请地方 AMC 牌照的进展情况。

■ 风险提示：牌照资质存不确定性、定增落地的不确定性、新设 AMC 持股比例的不确定性。

正文目录

- 一、公司背景变迁：转型不良资产管理，期待牌照落地 5
 - 1.1 公司发展的历史背景5
- 二、国内 AMC 的市场格局 8
 - 2.1 不良资产管理行业未来面临较大发展机遇8
 - 2.2 AMC 市场的竞争格局：国有四强 vs 地方群雄10
 - 2.3 理性看待海德资管进入不良资产管理业务13
- 三、不良资产管理公司的主要盈利模式 13
 - 3.1 传统类不良资产经营（TDAM）13
 - 3.2 附重组条件类不良资产经营模式（RDAM）14
 - 3.3 不良资产的受托经营（债转股资产经营，DES）:15
 - 3.4 海德股份未来的业务模式15
- 四、盈利预测及估值分析 16

图表目录

图表 1	发展阶段的流程图	5
图表 2	控股股东、实际控制人及股权结构图	6
图表 3	海德股份前十大股东及持股情况	6
图表 4	公司逐步退出房地产业务	6
图表 5	海德股份高管履历一览	7
图表 6	不良及关注类贷款余额持续上升	8
图表 7	上市银行不良净生成率仍处于上行通道	8
图表 8	上市银行不良及处置比例逐季度攀升	9
图表 9	银行拨备覆盖率持续下降，核销转让压力较大	9
图表 10	信托规模快速增长	9
图表 11	非银金融资产管理行业蓬勃发展	9
图表 12	非金融企业应收账款持续增长	10
图表 13	中国信达账面不良资产结构	11
图表 14	中国信达不良资产规模维持较高增长	11
图表 15	15 家地方 AMC 基本资料一览	12
图表 16	信达传统类不良资产经营模式	14
图表 17	信达 TDAM 业务收益率	14
图表 18	信达附重组条件类不良资产经营模式	14
图表 19	信达 RDAM 业务收益率	15
图表 20	信达 RDAM 业务不良率和逾期率	15
图表 21	债转股资产经营模式	15
图表 22	海德股份未来业务模式	16
图表 23	不良资产管理公司的杠杆率水平	17

一、 公司背景变迁：转型不良资产管理，期待牌照落地

1.1 公司发展的历史背景

海德股份前身是成立于 1984 年 8 月的海德涤纶厂，注册资本人民币 4,240 万元，企业性质为中外合作经营企业，经营范围为各种涤纶制品及其他化学纤维、合成纤维。其发展主要经历了以下几个阶段：

- **1992 年的股份制改革：**1992 年 7 月 15 日，海口市财政局出具了《关于同意海南省海德涤纶厂进行股份制规范化改组资产评估立项的批复》（市财国资[1992]24 号），同意海南省海德涤纶厂为股份制规范化改组对全部资产进行评估并准予立项。1992 年 12 月 30 日，经海南省工商行政管理局核准，海南省海德涤纶厂变更为海南海德纺织实业股份有限公司，企业性质由全民所有制企业变更为股份制企业。
- **1993 年发行股票公开上市：**1993 年 6 月股本完成调整后，在年底获得证监会发行同意意见，并在交易所申请上市。
- **1994-2006 年多次股权变更，完成股权分置改革：**在 1997 年-2004 年的几年中，海德股份经历了 4 次控股权的变更。公司名称由“海南海德纺织实业股份有限公司”变更为“海南海德实业股份有限公司”，最终实际控制人变更为耀江集团（背后为浙江省财政厅）。公司的主营业务也逐渐从原来的涤纶制品等转变成为房地产业务。2006 年 1 月，股东大会审议通过完成股权分置改革。
- **2013 年 5 月：**永泰控股通过受让海德股份第一大股东祥源投资 100% 的股权，以及受让海德股份第二大股东海基投资 100% 的股权，而间接持有海德股份 27.72% 的股权。股权转让完成后，海德股份的第一大股东变更为永泰控股（实际控制人为自然人王广西、郭天舒）。

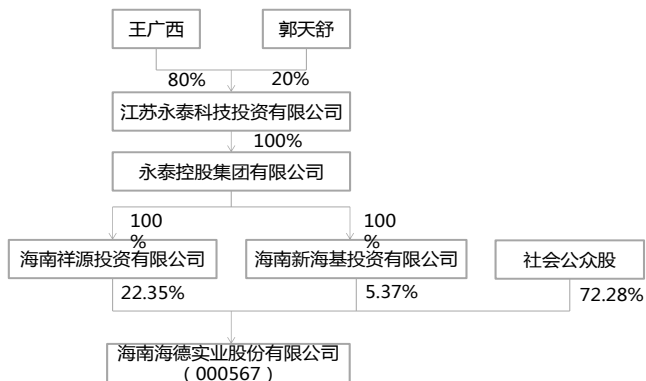
图表1 发展阶段的流程图



资料来源：公司财报，平安证券研究所

- **2015 年 10 月：大股东定增定调转型进军不良资产管理：**海德股份公告非公开发行 A 股 3.7 亿股，募集不超过 48 亿金额，以增资全资子公司海德资产及偿还贷款。本次非公开发行完成后，公司控股股东永泰控股直接和间接持有公司股份比例为 78.93%。公司计划实施战略转型，进入不良资产管理行业。未来海德资产将经营：1）收购、受托经营不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；2）资产置换、转让与销售；债务重组及企业重组；资产管理范围内的非融资性担保；3）投资、财务及法律咨询与顾问；4）项目评估

图表2 控股股东、实际控制人及股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 海德股份前十大股东及持股情况

股东	持股数量 (股)	持股比例 (%)	股份性质
海南祥源投资有限公司	33,793,137	22.35	A股流通股
海南新海基投资有限公司	8,115,000	5.37	A股流通股
陈旭东	7,800,312	5.16	A股流通股
关闭海南发展银行清算组	3,168,390	2.1	A股流通股
王樑	2,393,900	1.58	A股流通股
张亚利	1,478,182	0.98	A股流通股
陈超	1,440,900	0.95	A股流通股
北京世纪网神网络	1,176,637	0.78	A股流通股
李济杉	1,016,910	0.67	A股流通股
海南富南国际信托投资有限	839,160	0.56	首发前机构类限售股

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 公司主营业务发展情况及变迁：转型不良资产管理，牌照资质存不确定性

近年来，海德股份的主营业务为房地产经营和房地产销售代理服务等。随着房地产市场由热转冷，上市公司逐步放缓、收缩房地产投资，积极寻求新的利润增长点。上市公司在化工品贸易和钢材贸易领域内有一定的市场资源和市场渠道，在转型期通过贸易实现了一定营业收入和利润，稳定了上市公司正常经营的局面。

2014年度，上市公司实现营业收入1500万元，其中贸易收入1300万元，占全部营业收入的87%，上市公司与大连华泰石化有限公司、上海美能石油化工有限公司签订购销合同，成功进入混合芳烃贸易市场。随着耀江房产剩余股权的剥离出售（2015年10月海德股份发布公告出售平湖耀江24%股权给耀江房产，耀江房产以现金支付股权转让款8750万元），公司的地产业务即基本完全清清。2015年上半年，上市公司所有存续同山西煤机晋龙机电有限公司签订了钢材购销合同，确认贸易收入902万元，成为公司唯一的收入来源。

图表4 公司逐步退出房地产业务

单位：万元	2015年1-6月		2014年		2013年		2012年	
	房地产	贸易	房地产	贸易	房地产	贸易	房地产	贸易
营业收入	-	902	151	1,281	1,202	-	1,128	-
营业成本	-	898	61	1,277	577	-	557	-
主营业务毛利	-	3	90	3	625	-	571	-
毛利率	-	0.4%	59.5%	0.3%	52.0%	-	50.6%	-
收入增长率	-	-	-87.5%	-	6.5%	-	-15.2%	-
成本增长率	-	-	-89.4%	-	3.4%	-	-0.2%	-

资料来源：公司财报，平安证券研究所

注：2015年1-6月财务数据未经审计。2014年1-6月，上市公司无贸易收入和成本，因此，2015年1-6月贸易收入增长率和成本增长率不可比

在总体上放缓、收缩了在房地产相关行业的投资节奏，并在尝试开展贸易业务的同时，公司开始积极研究其他有发展前景的行业。经过全面地研究分析之后，公司认为在我国经济增速放缓、产能过剩、调结构、去杠杆、促转型的背景下，不良资产管理行业的未来发展前景良好。进入不良资产管理行业，既能提升公司的可持续盈利能力，回报股东，又能支持实体经济的稳定与发展。因此，公

司经反复研究、论证，2015年10月底公告向大股东定增股票发行预案，并增资设立海德资产管理公司。拟通过设立海德资管来开展不良资产管理业务，实现公司的战略转型。

需要说明的是，虽然我们认为该业务牌照存在极强的稀缺性及较好的发展前景，但是目前为止海德资管仍在积极向有关监管递交申请阶段，而尚未获得海南省政府有关开展金融企业不良资产批量收购处置业务的批文。因此海德资管是否能够在短期内获得该项批文，仍然存在一定的不确定性，为海德资管未来的发展和运营带来一定的风险。

1.3 公司管理层已作相应变更，新任团队具备专业性

伴随着公司公告总经理及副总经理离任的消息，目前海德股份的董事会及高管人选基本已经落地。为满足监管设立不良资产管理公司对高管“有具备任职专业知识和业务工作经验的董事、高级管理人员及适宜于从事金融资产不良资产批量收购、处置业务的专业团队”，海德新任总经理、副总经理、独立董事等均有较强的政府、金融、法律、财务等工作经历及履历。未来一旦获得不良资产管理业务的监管许可牌照，则业务发展前景值得期待。

图表5 海德股份高管履历一览

姓名	职务	任职日期	出生年份	个人简历
郭怀保	董事长,董事	2015/10/29	1964	2010年6月-2015年5月:中国华电集团资本控股有限公司,历任党组成员,执行董事,总经理职务 2009年3月-2015年7月兼任华商基金管理有限公司董事,副董事长 2010年7月至2014年9月兼任永诚财产保险股份有限公司副董事长 2011年3月至2013年3月兼任中国华电集团财务有限公司董事 2014年10月至2015年7月兼任永诚财产保险股份有限公司董事 2012年11月至2015年8月兼任川财证券有限责任公司董事长
王彬	副董事长,董事, 总经理	2015/10/29	1964	1988年8月-2000年11月:四川省财政厅预算处工作,处长 2000年11月-2002年10月担任四川省委企业工委委员,监事会工作部长 2002年10月至2004年2月担任四川省委监事会工作部长,国有企业监事会工作办公室主任 2004年2月至2009年1月担任四川省国资委副主任 2009年1月至2015年8月担任四川发展(控股)有限责任公司党委书记,董事长.
朱新民	董事	2014/7/29	1966	曾任职于宝钢集团南京轧钢总厂,江苏省审计事务所,江苏天华大彭会计师事务所,江苏富华会计师事务所 曾任泰安鲁润股份有限公司董事,副总经理,董事会秘书,财务负责人,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 现任公司董事,副总经理,总会计师.
王光	副总经理	2015/10/29	1976	1995年7月-2004年11月工商银行成都高新支行科长 2004年11月-2013年8月浦发银行成都分行历任支行副行长,部门总经理 2013年8月至2013年11月,浦发银行总行公司业务管理部营销二处副处长(主持工作); 2013年11月2015年8月,任上海浦东发展银行重庆分行党委委员,副行长
钟勇	副总经理	2015/10/29	1971	1993年7月至1996年8月,任职于四川省粮油食品进出口公司,任主办会计职务; 1996年8月至2005年12月,任职于四川省国际信托投资公司,(历)任主办会计,投资银行部经理,信托重登筹备组成员等职务; 2009年5月至2014年5月,任职于四川蜀祥创业投资有限公司,任董事长职务; 2014年5月至2015年10月,任职于四川发展(控股)有限公司,任信托工作组组长职务.

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、国内 AMC 的市场格局

2.1 不良资产管理行业未来面临较大发展机遇

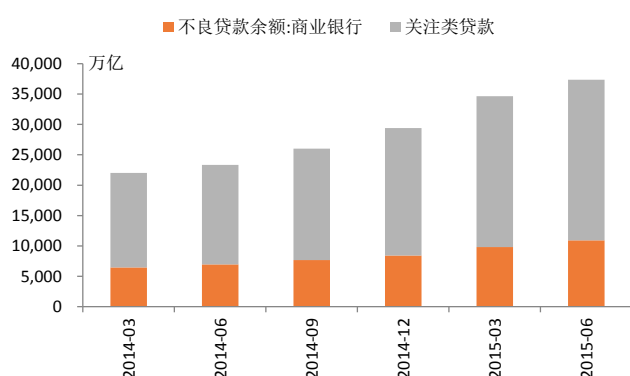
■ 银行业资产质量压力未有缓解，不良处置规模逐季攀升

2015年前三季度上市银行不良率环比增加了21个BP到1.45%，仍处在明显上升的通道之中。若加回核销及处置不良，我们估算前三季度不良净生成率年化达到140BP，比14年同期增长75%。虽然今年半年银行加大了拨备力度，年化信贷成本同比增加了34个BP，但是由于不良上行趋势更加明显，拨备覆盖率整体行业环比仍然大幅下降下降了35个百分点。截止到2季度末，整体银行业的不良贷款余额超过1万亿，关注类贷款余额达到了2.6万亿。

我们按照上市银行处置比例估算整个银行业的不良贷款管理市场容量：

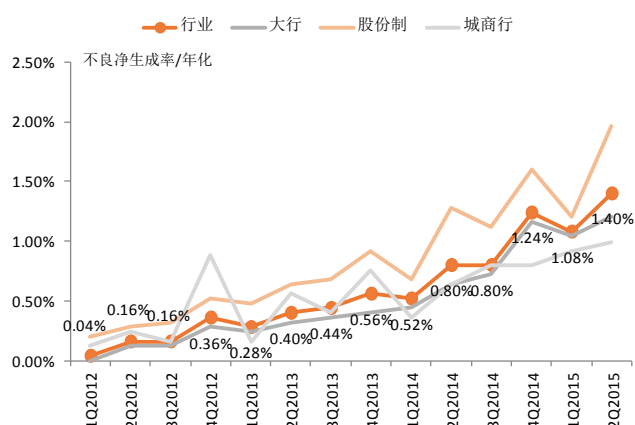
- 银行业2015年全年的不良贷款净处置比例达到0.8%以上，这意味着平均每年大约有57%银行新生成的不良需要通过核销、处置、转让等手段进行化解。
- 相对应接近100万亿的人民币贷款（9月末人民币贷款余额已达到92万亿），每年的不良净处置规模大约为8000亿左右。而这一比例在经济增速下滑、三期叠加、产业转型的过程之中仍有可能继续提升。而这些均是不良资产管理公司重要的资产来源。

图表6 不良及关注类贷款余额持续上升



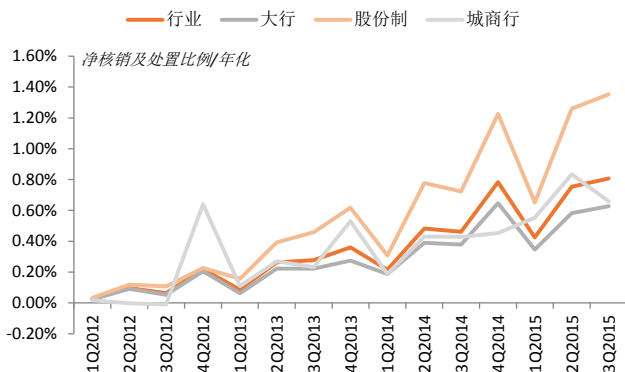
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 上市银行不良净生成率仍处于上行通道



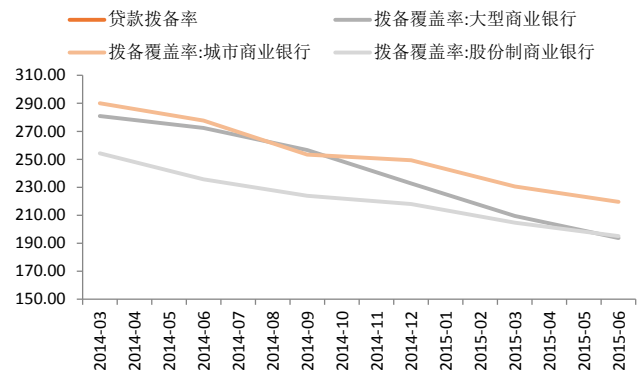
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 上市银行不良及处置比例逐季度攀升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 银行拨备覆盖率持续下降，核销转让压力较大



资料来源：公司公告、平安证券研究所

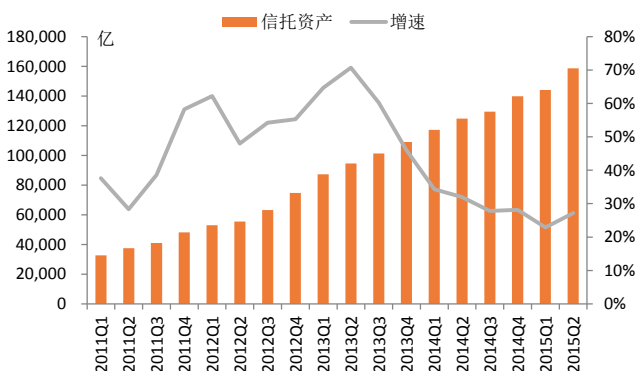
■ 非银行金融机构不良资产管理存在极大潜力

除了传统的银行不良贷款以外，随着非银行金融机构在社会融资活动中扮演越来越重要的角色，金融资产管理公司的不良资产来源也日趋多元化。我们观察到：

- 1) **资产管理业务蓬勃发展：**在利率下行大背景下，银行存款及理财收益率已无法满足人们对高收益资产的需求。信托、证券、基金子公司、P2P、交易所等资产管理业务逐渐发展壮大，管理资产规模已接近银行理财的规模。
- 2) **企业及个人融资形式多元化：**受经济下行拖累，银行惜贷情绪浓厚，导致中小企业融资仍较难。应运而生的租赁、保理、小额贷款、众筹、P2P等多种融资形式逐渐获得企业和个人的青睐。

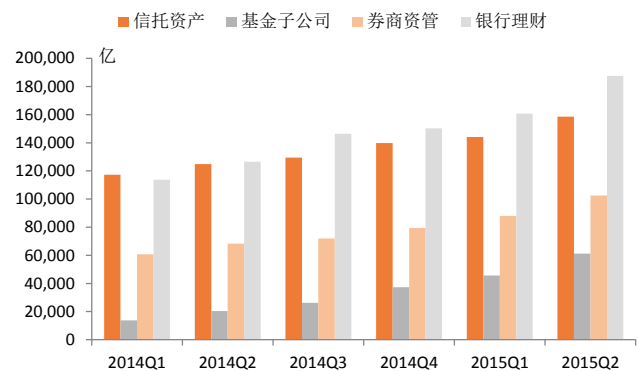
以信托为例，根据中国信托业协会统计的数据，截至2010年12月31日，中国信托行业总资产不足人民币3.1万亿元。但截至2014年6月末，中国信托行业总资产已超过18万亿元。与此同时，证券和金融租赁等行业也获得了快速扩张。虽然其中仍有不少为银行的通道类业务，但借鉴信托行业的发展趋势来看，主动管理的占比在未来将日益增长。信托、券商及基金资管已与银行理财成三足鼎立之势。

图表10 信托规模快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 非银金融资产管理行业蓬勃发展



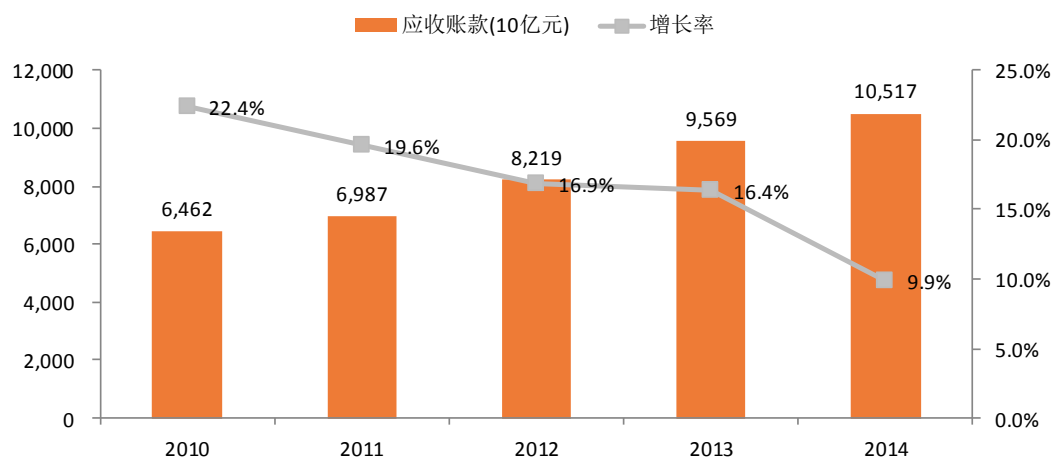
资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们认为，由于高风险偏好高收益的属性所致，虽然在刚兑未有打破的情况下以上资管产品的账面不良很难暴露，但潜在问题资产的比例的绝对额和上行趋势应不低于、甚至应该高于银行。作为服务实体经济的重要投融资工具，非银行金融机构与实体经济的兴衰同样关系紧密。在目前中国宏观经济增速趋于平缓、经济结构转型不断深入的大背景下，部分行业可能面对更多财务和经营问题，从而推动非银行金融机构的不良资产上升。非银行金融机构资产管理总规模的快速增长将一定程度上推动金融系统内不良资产规模的上升，进而促进不良资产处置公司业务的发展。

■ 非金融企业问题资产攀升

除金融机构不良资产外，非金融机构的不良资产正成为金融资产管理公司重要的业务来源。由于中国经济结构的调整，部分企业应收账款规模持续上升，回收周期不断延长，非金融企业对于资产及债务重组的需求将显著提升。我们预计这部分应收账款中沉淀的不良资产将为未来非金融类不良资产业务的开展提供广阔的前景。

图表12 非金融企业应收账款持续增长



资料来源：公司财报，平安证券研究所

2.2 AMC 市场的竞争格局：国有四强 vs 地方群雄

■ 4大资产管理公司：从政策性转为全面商业化

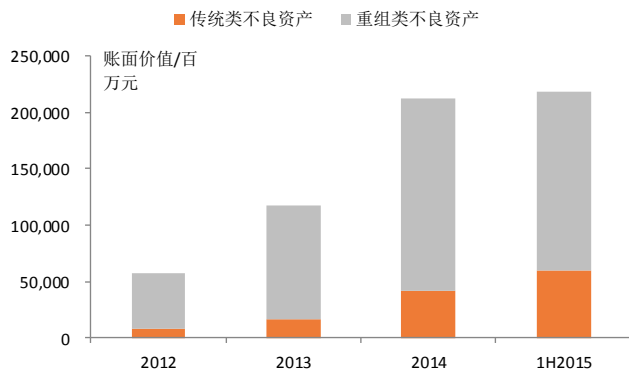
在上世纪 90 年代末期，适逢我国从国有计划经济向市场经济转型的大变革时期，大量问题资产出现，堆积在金融体系中对长期的经济发展造成极大隐患。截止 1999 年，以 4 大国有银行（工农中建）为代表的银行业不良率高达 25%，已基本技术性破产。在借鉴美国、韩国等国际经验的基础上，国务院于 1999 年先后特批设立四大资产管理公司（中国信达资产管理公司、中国东方资产管理公司、中国长城资产管理公司和中国华融资产管理公司），由财政部为四家金融资产管理公司分别注资 100 亿，按照账面价格对口收购、管理和处理四大行剥离的 1.4 万亿元不良资产。四大资产管理公司在成立后成为国内不良资产管理的主要角色扮演着。经历了以下几个发展阶段：

- 政策性阶段（1999 年-2004 年）：主要是在财政部等中央领导之下处置和化解四大国有银行存量问题资产为目的。财政部以现金回收率和费用率为考核标准，对四大资产管理公司不良资产处置实施目标考核责任制；
- 商业化初步探索阶段（2004-2010 年）：2004 年，财政部发布了《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进行抵债资产追加投资、商业化不良资产收购以及开展

委托代理等业务。此后，四大资产管理公司逐步开展了商业化业务的探索，从银行逐步扩展到非银及非金融企业的不良资产管理业务。

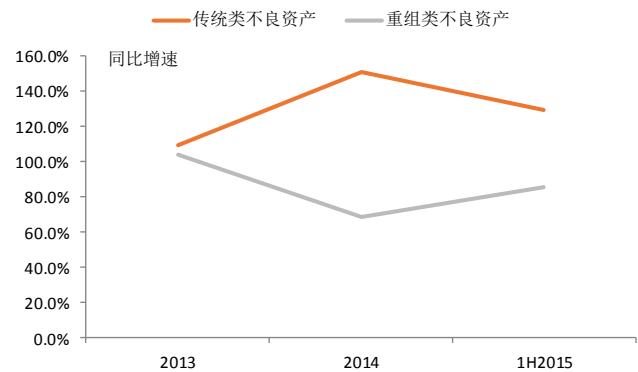
- 全面商业化（2010 年—以后）：伴随着存量不良资产清理接近尾声，四大资产管理公司是否需要继续维系存在的讨论也开始了。2010 年，中国信达终于获得批复成为首家完成股份制改革的金融资产管理公司，同时获得银监会批准开展非金融类不良资产收购业务。随后另外三家也完成改制，标志着不良资产管理行业市场化、商业化趋势的到来。

图表13 中国信达账面不良资产结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 中国信达不良资产规模维持较高增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 放松地方资产管理公司，“单省独一性”“仍有强进入壁垒

近年来在国际、国内经济复苏乏力的大背景下，金融企业不良资产率不断升高，金融风险呈现积聚上升态势。同时，四大资产管理公司由于受资源和区域限制，以及自身的业务转型，对地方金融不良资产处置的覆盖面不足，难以有效满足地方金融企业不良资产的处置需求。2012 年 1 月 28 日，财政部和银监会联合印发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金[2012]6 号）（以下简称“6 号文”）规定“各省、自治区可设立或授权一家资产管理或经营公司参与本省、自治区范围内不良资产的批量转让工作”，全国多个省市逐步开始设立或授权省级金融企业不良资产处置管理公司，设立省级资产管理公司已成趋势。

从上述规定可以看出地方性金融资产管理公司具有以下特征：

- （1）设立条件：不同于四大资产管理公司，设立地方性金融资产管理公司是由省、自治区、直辖市政府依法设立或授权的公司，无需银监会核发金融许可证。（因此海德资管的不不良资产管理牌照仅需海南省政府授权，而无需银监会、财政部直接批准，仅抄送银监局、财政部即可）。
- （2）数量限制：各省、自治区、直辖市人民政府原则上只可设立或授权一家资产管理公司；
- （3）业务范围限制：地方性金融资产管理公司目前只能参与本区范围内不良资产的批量转让工作；
- （4）不良金融资产处置方式限制：只能采取债务重组方式进行处置，不得对外转让。

图表15 15家地方AMC基本资料一览

公司名称	成立时间	性质	注册资本	大股东	其他股东	股权性质	业绩情况
第一批							
安徽国厚资产管理公司	2014年4月	新设	10	上海东兴投资控股发展有限公司	当地民营企业安徽博雅投资等参股	发起方为东方资管子公司；控股股东为民营	在安徽收购不良资产总计6亿多元，债券笔数达数百笔，分布在省内六七家商业银行
江苏资产管理公司	2013年5月	原有	50	无锡市国联发展集团全资控股	无	国有全资	2013年5月成立的全国首家地方版AMC江苏资产管理有限公司，一年来累计化解不良资产高达127.47亿元，运用资金89.4亿元，涉及债务企业719家。
浙商资产管理公司	2013年8月	原有	15	浙江省国贸集团全资控股	无	国有全资	
上海国有资产经营有限公司	1999年10月	原有	55	上海国际集团	无	国有全资	
广东粤财资产管理有限公司	2006年9月	原有	30	粤财控股集团	无	国有全资	截至2014年年末，该资产管理公司的累计业务规模达人民币842亿元，累计创造利润人民币
第二批							
北京市国通资产管理有限公	2005年2月	原有	10	北京市国有资产经营有限责任公司	无	国有全资	
天津津融投资服务集团有限	2013年	重组		天津投资集团、天津国际投资公司	无	国有全资	
重庆渝富集团	2004年3月	原有	19亿，2012年增至100亿	重庆市国资委	无	国有全资	渝富已发展成为资产规模近千亿元、拥有52户控股参股企业的集团公司，集团累计融资超过1400亿元
福建省闽投资产管理有限公司	2014年6月	新设	10	福建投资集团	无	国有全资	
辽宁省国有资产经营有限公	2007年7月	原有	10	辽宁省国资委	无	国有全资	
第三批							
山东金融资产资产管理公司	2015年3月	新设	10	鲁信集团	信达、济南财金投资等	国有控股	
湖北资产管理公司	2015年	新设	10	湖北省宏泰国有资产经营有限公司		国有控股	
宁夏顺亿资产管理公司	2015年9月	新设	10	睿银金控集团	宁夏当地民营企业	民营控股	顺亿资产管理公司成立时，就已经接收了建设银行宁夏分行一个账面价值5.6亿元的不良资产包
吉林金融资产资产管理公司	2015年2月	新设	10	宏运集团	无	民营控股	
广西金控资产管理公司	2015年7月	新设	50	广西金融投资集团	无	国有全资	

资料来源：公司网站，银监会，平安证券研究所

2013年12月，银监会发布《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》（即45号文），对开展金融企业不良资产批量收购处置业务的地方资产管理机构资质提出了明确要求。2014年7月，银监会首批批复了5家地方资产管理公司，标志着地方AMC正式合法化进入不良资产管理行业的舞台与4大AMC同台竞争。随着2015年7月银监会第三批批复的地方AMC，目前已总计有15家地方AMC正式获得监管牌照。

分析15家地方AMC的性质，我们发现：

- **控股股东多元化，民营资本逐步进入：**逐步由国有独资向国有控股及民营转变。相对而言，发达地区的地方AMC主要由国有股权性质为主（如浙江、江苏、广东等经济大省，上海、北京、

天津、重庆等直辖市)。相对欠发达地区民营化比例较高(如安徽、宁夏、吉林等)。自第三批开始,民营资本已逐渐进入这一市场。

- **注册资本逐步提升:** 相比金融资产资产管理公司(4大国有AMC)要求12.5%的最低资本金要求,虽然监管并未有对地方资产管理公司资本充足率提出具体规定(仅要求最低注册资本10亿),但伴随业务的快速发展,我们看到不少新设地方AMC一步到位直接就有50亿注册资本。而原有不少10-20亿左右的AMC也纷纷补充注册资本到50-100亿以上。
- **业务发展速度较快:** 部分非新设的地方AMC的资产规模已达相当体量,拥有较强的盈利能力。

2.3 理性看待海德资管进入不良资产管理业务

我们认为,相比4大资产管理公司,地方性AMC在经营上有利有弊:

优势:

- 1) 管理决策灵活,监管机构涉足较少,也没有政策性任务。
- 2) 可以承接银行出表业务;
- 3) 拥有一些地方资源。

劣势:

- 1) 地域和处置手段受到局限:传统包只能由自身催收,不能对外出售
- 2) 资金来源的成本较高:负债端相比劣势较大
- 3) 对于大行、股份制等全国性商业银行的溢价能力明显不足。短期内仅限于自身区域内的中小地方性银行和金融机构、企业为主。

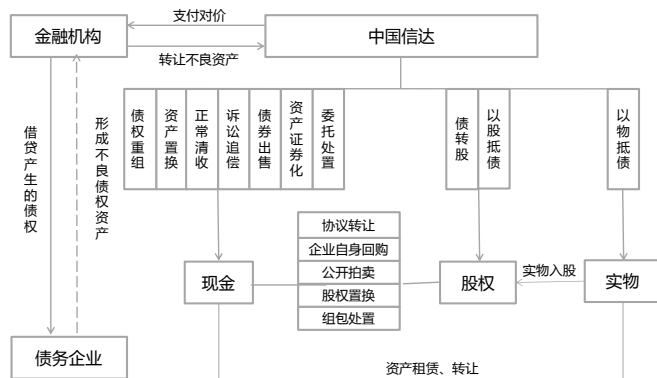
海德股份作为民营上市公司,而其实际控制人永泰控股旗下也拥有上市平台(永泰能源),因此在资金端可以通过负债等获得相对较低成本的资金支持,机制也可以相对灵活。但参考以往地方性AMC的股权设置来看,虽然民营资本进入AMC已有先例,但其获得AMC的牌照仍有不确定性。而我们认为即使获得改牌照,民营全资的可能性也相对较低。因此海德资管作为民营地方AMC的进程仍需要密切观察。

三、不良资产管理公司的主要盈利模式

3.1 传统类不良资产经营(TDAM)

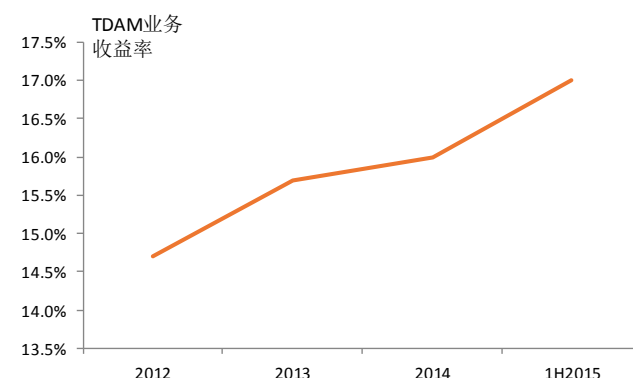
传统类不良资产经营模式主要适用于银行打包出售的不良资产包。此类资产包中通常包括(i)不良债权资产及(ii)抵债股权和抵债实物等。对于传统类不良资产,我们通常以一定折扣进行收购,通过多种处置手段进行处置并最终回收现金。下图显示了信达传统类不良资产的经营模式。

图表16 信达传统类不良资产经营模式



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17 信达 TDAM 业务收益率



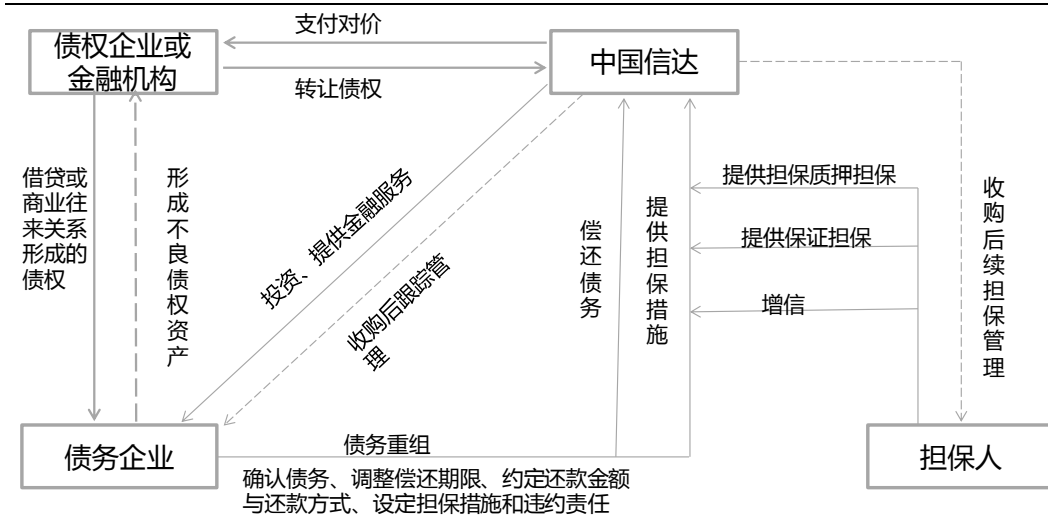
资料来源：公司公告、平安证券研究所

就我们所估算，信达 TRAM 该部分不良贷款的内含收益率大约为 15%–20%左右，处置的久期大约为 3 年左右。

3.2 附重组条件类不良资产经营模式 (RDAM)

附重组条件类不良资产主要包括我们从非金融机构收购的应收账款与其他应收款以及从银行、信托公司等金融机构收购的不良债权资产。在确认债权债务关系的基础上，资产管理公司与债权企业及债务企业三方达成协议，向债权企业收购债权，同时与债务企业及其关联方达成重组协议，我们通过还款时间、还款金额、还款方式以及担保抵押等一系列的重组安排，实现债权回收。

图表18 信达附重组条件类不良资产经营模式

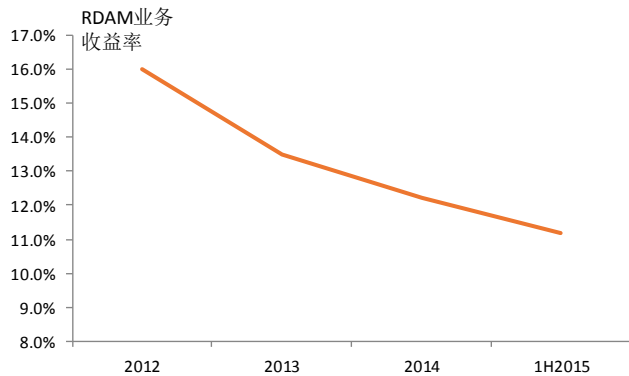


资料来源：公司财报、平安证券研究所

这部分的收益率过去几年大约维持在 11%–20%之间，但由于降息等影响出现了明显下滑的趋势。目前的收益率大约在 10%左右。

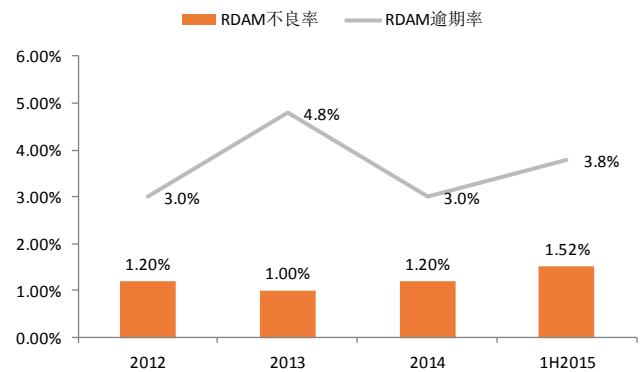
信达不良率大约比例在 1–2%左右，逾期率水平维持在 3–4%之间。

图表19 信达 RDM 业务收益率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 信达 RDM 业务不良率和逾期率

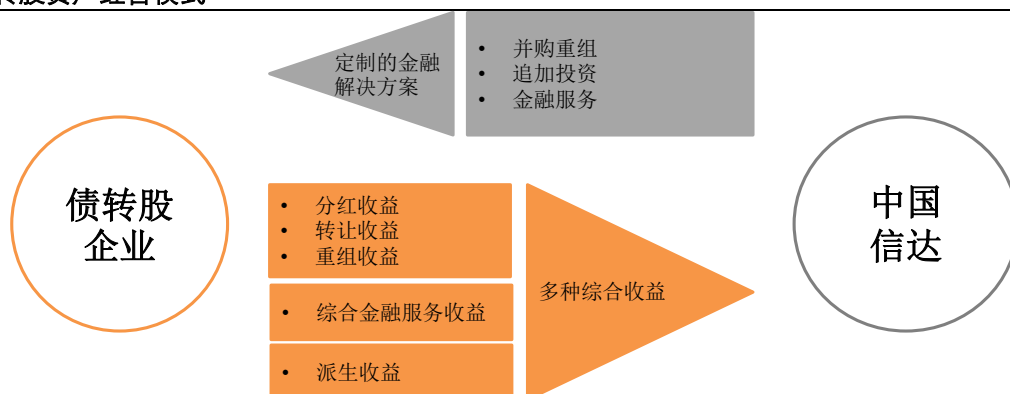


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 不良资产的受托经营（债转股资产经营，DES）：

主要通过债转股、以股抵债和其他不良资产经营相关的交易获得了大量的债转股资产，主要是改之前国有大中型企业的不良资产、追加投资、不良债权资产经营过程中获得的抵债股权和债转股资产。

图表21 债转股资产经营模式



资料来源：公司财报、平安证券研究所

除以上业务外，不良资产管理机构可通过接受政府部门和企业的委托，为风险金融机构或非金融机构提供托管清算和重组服务。托管和清算业务，既有助于不良资产管理机构获得稀有的金融牌照，也有助于不良资产管理公司在为客户提供全方位的产品和服务的同时，为自身的投资、并购重组等业务奠定坚实的专业基础，以及开拓与维系与政府部门及其他委托客户的良好关系。

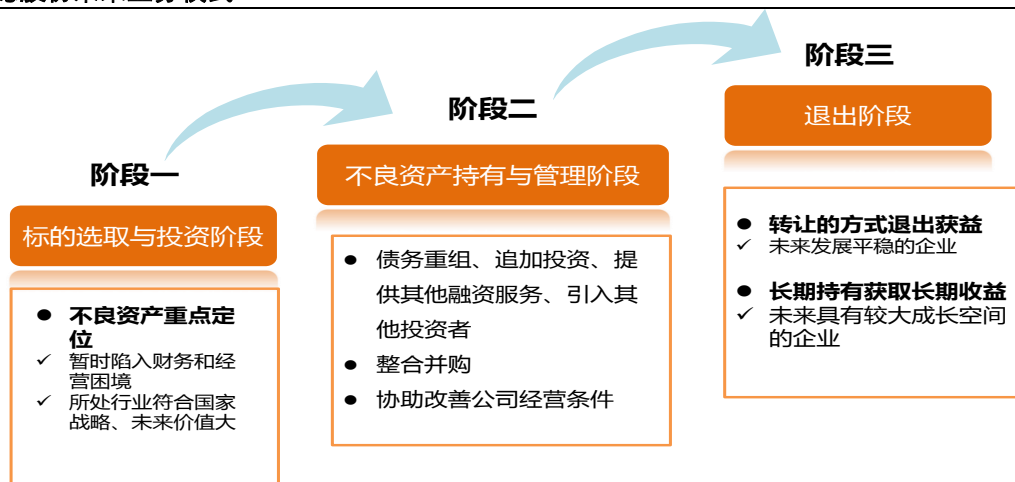
3.4 海德股份未来的业务模式

根据海德股份的可行性报告披露，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。海德资管利润主要来源个方面：

- （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。

图表22 海德股份未来业务模式



资料来源：公司财报、平安证券研究所

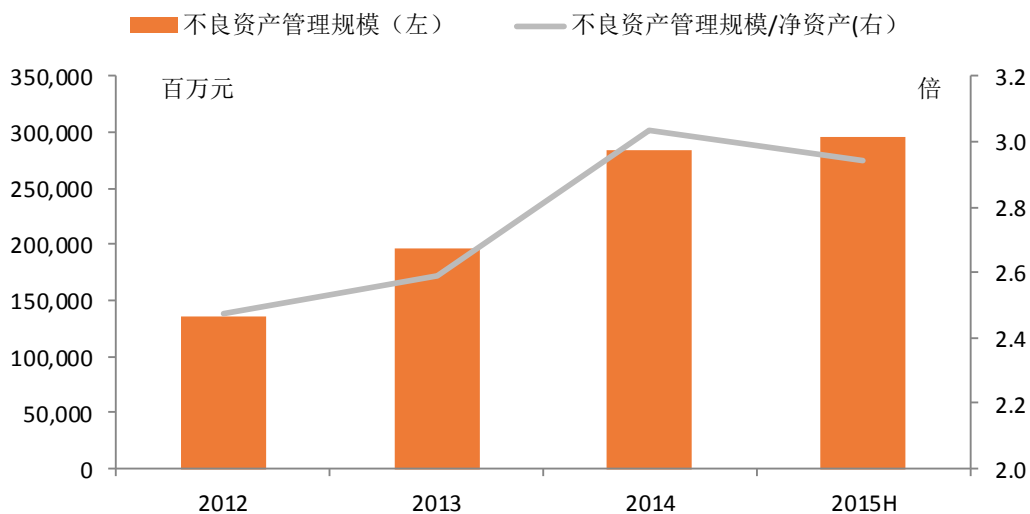
四、盈利预测及估值分析

我们对不良资产管理行业的长期发展持乐观态度,但海德是否能够获得地方 AMC 牌照仍存在不确定性。由于海德股份已基本剥离了其原有地产业务,因此我们预估若不考虑定增后业务转型的影响,则公司的公允价值大约在 15-20 亿左右。我们关心的是若获得牌照之后公司的估值水平。

在此,我们假设海德股份:在 2016 年完成 48 亿定增,并获得海南省不良资产管理牌照。按照四大资产管理公司的业务发展情况来看:

- 金融资产管理规模理论上可以达到 8 倍(对应 12.5%的资本充足率),但实际来看,四大资产管理公司的杠杆并没有达到这一上限,这一比例大约在 3-4 倍左右。海德股份在定增完成之后净资产将提升到 50 亿左右,我们认为作为地方 AMC 其杠杆率理论上没有上限。我们保守估计,其不良资产的管理规模可以在获得牌照之后 2-3 年内提升到四大 AMC 的平均杠杆率的上限水平,即 200 亿左右。
- 不良资产管理资产端收益能够维持在 10-15%之间。四大管理公司的资金成本大约为 4-5%左右。考虑到海德作为民营企业的融资成本可能会相对较高。我们认为其资金成本可能较四大 AMC 上浮 20-30%,约 5-6%左右。
- 资产减值损失准备大约在 2%左右。(管理费用+营业税金成本)/营业利润率约 20%。有效税率为 25%。
- 考虑到该业务的强进入壁垒、高业务增长以及标的在 A 股的稀缺性,我们保守估计给予大约 25-30 倍左右 PE 估值。

图表23 不良资产管理公司的杠杆率水平



资料来源：公司财报，平安证券研究所

按照以上假设，我们估算公司的公允价值大约为 190-230 亿之间，对应融资完成后大约 3.8-4.6 倍左右 PB 水平，计算对应的目标股价大约在 38-44 元左右。

当然，以上市值假设基于获得稀缺牌照这一存在较大的不确定性基础之上。目前公司考虑定增后的市值已接近 140 亿，因此市场已蕴含 65%左右的概率预期公司获得牌照。我们认为目前公司股价已反映部分预期。若最终公司能够获得牌照，则股价仍存在 35-57%左右的上升空间。暂时给予公司“推荐”评级，密切关注公司申请地方 AMC 牌照的进展情况。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	196	233	5176	5262
现金	4	102	3220	1330
应收账款	0	6	1547	3343
其他应收款	27	6	176	206
预付账款	0	0	0	0
存货	165	119	233	383
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	120	60	44	85
长期投资	102	0	0	0
固定资产	5	6	41	82
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	12	54	3	3
资产总计	316	292	5220	5348
流动负债	78	44	100	106
短期借款	0	22	0	0
应付账款	1	1	2	3
其他流动负债	77	21	98	102
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	78	44	100	106
少数股东权益	42	42	42	42
股本	151	151	519	519
资本公积	117	117	4549	4549
留存收益	-73	-62	10	132
归属母公司股东权益	195	206	5078	5200
负债和股东权益	316	292	5220	5348

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-35	-8	-1735	-1926
净利润	5	11	72	121
折旧摊销	0	0	2	5
财务费用	0	-11	-49	-68
投资损失	-20	-13	-13	-13
营运资金变动	-22	5	-1747	-1971
其他经营现金流	1	0	0	-0
投资活动现金流	0	72	27	-33
资本支出	0	1	36	41
长期投资	0	102	-5	0
其他投资现金流	0	175	57	8
筹资活动现金流	0	11	4849	68
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	368	0
资本公积增加	0	0	4432	0
其他筹资现金流	0	11	49	68
现金净增加额	-35	76	3140	-1890

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	15	17	93	196
营业成本	13	14	17	29
营业税金及附加	0	1	5	11
营业费用	0	0	1	2
管理费用	14	15	47	78
财务费用	0	-11	-49	-68
资产减值损失	2	0	1	5
公允价值变动收益	0	-0	-0	0
投资净收益	20	13	13	13
营业利润	5	11	85	152
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	5	11	84	152
所得税	-0	0	13	30
净利润	5	11	72	121
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	6	11	72	121
EBITDA	5	5	37	88
EPS (元)	0.04	0.07	0.47	0.80

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	15.7	15.0	450.0	110.0
营业利润(%)	182.5	129.3	644.4	79.6
归属于母公司净利润(%)	127.0	81.0	540.5	69.2
获利能力				
毛利率(%)	8.7	20.0	82.0	85.0
净利率(%)	42.1	66.2	77.1	62.1
ROE(%)	2.1	4.5	1.4	2.3
ROIC(%)	2.3	2.2	0.6	1.3
偿债能力				
资产负债率(%)	24.7	14.9	1.9	2.0
净负债比率(%)	-1.5	-32.0	-62.9	-25.4
流动比率	2.5	5.3	52.0	49.8
速动比率	0.4	2.6	49.7	46.2
营运能力				
总资产周转率	0.0	0.1	0.0	0.0
应收账款周转率	7.7	6.0	0.1	0.1
应付账款周转率	12.2	12.2	12.2	12.2
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.07	0.47	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	-0.01	-3.35	-3.71
每股净资产(最新摊薄)	1.29	1.40	9.79	10.02
估值比率				
P/E	684.4	378.1	59.0	34.9
P/B	21.72	20.02	2.86	2.80
EV/EBITDA	897.8	788.0	28.7	33.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033