

定增稳步推进，民营 AMC 龙头起航

■事件：2016年12月28日晚，海德股份发布《非公开发行A股股票预案(第二次修订稿)》等一系列公告，宣布将原定48亿元的定增规模修改为38亿元，发行股数调整为2.91亿股，定增价格维持不变。永泰控股及其全资子公司祥源投资及海基投资承诺，现合计持有的41,908,137股海德股份A股股票自本次非公开发行完成之日起三十六个月内不进行转让。

■定增公告符合预期，AMC业务稳步推进。

(1) 募集资金金额减少对业务开展影响较少。原定48亿元的定增规模中，10亿元用于偿还设立海德资管的相关借款，38亿元用于增资海德资管，以便于保障公司未来业务顺利开展，达到提升盈利能力和市场竞争力的目的。此次修改后，定增募集的38亿元将全部用于增资海德资管，增资额度没有改变，因此对业务开展影响较少。

(2) AMC业务稳步推进。2016年9月，海德资管已与上海瑞威资产管理股份有限公司签订《合作协议》，就不动产领域的不良资产管理项目开展深度合作，并共同组建一支有限合伙制的私募投资基金，作为后续对外投资的种子基金。根据公司披露，截至2016年12月28日，海德资管已实施9.62亿元投资，包含总额8亿元的不良资产包（预计持有1-3年，预计收益1.4亿元，年化收益率12%），以及总额1.62亿元的银行不良资产证券化产品（预计持有2.5-5年，预计收益0.94亿元，年化收益率10%-15.5%）；公司还与多个交易对方达成多个不良资产管理项目的意向，总额达到67.23亿元。根据公司披露，海德资管计划于未来三年累计支出约400亿元作为交易对价收购不良资产，资产总额将达到340亿元。

■AMC牌照仍具稀缺性，发展空间庞大。

(1) 国内首家民营AMC金控平台，牌照具稀缺性。2016年10月11日，海德资管地方AMC牌照正式获银监会批复，海德股份成为国内首家民营AMC上市金控平台。我们认为民营AMC机制较为灵活，在资本及项目资源等方面具有独特优势，且牌照具有稀缺性价值。

(2) 不良总量继续上行，AMC行业面临万亿规模的发展空间。金融机构不良贷款加速出表带来AMC行业空间。我们预计2017-2019年不良贷款余额将达到1.66万亿元、1.72万亿元和1.76万亿元，并测算2016年底不良核销清收约为6822亿元，我们预计未来三年AMC公司将拥有2万亿-2.28万亿元的发展空间。此外，债转股方案利好AMC行业发展，预计首批债转股，全行业AMC公司将吸收价值3000亿元的银行不良资产。

■公司控股股东金融资源丰富，未来或将实现资源协同。公司控股股东永泰控股以能源为主业，旗下金融资产丰富，拥有北京海融宏信投资管理有限公司、北京润泰创业投资管理有限公司、华昇资产管理有限公司三家投资公司的控制权。截至2014年底，永泰控股总资产为580.6亿元，具有雄厚的经济实力，股东丰富的金融资源未来或将与公司业务形成协同。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价56.38元。我们预计公司2016年-2018年EPS分别为0.01元、0.07元、0.13元。

■风险提示：市场风险/信用风险/政策风险/运营风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	14.7	15.6	25.0	31.7	41.2
净利润	6.2	23.2	3.3	31.5	56.4
每股收益(元)	0.04	0.15	0.01	0.07	0.13
每股净资产(元)	1.29	1.44	11.31	11.33	11.33

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	919.3	244.9	4,996.6	528.1	295.3
市净率(倍)	29.2	26.1	3.3	3.3	3.3
净利润率	42.1%	149.0%	13.4%	99.5%	136.9%
净资产收益率	3.2%	10.6%	0.1%	0.6%	1.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.9%	4.9%	4.8%	0.6%	1.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

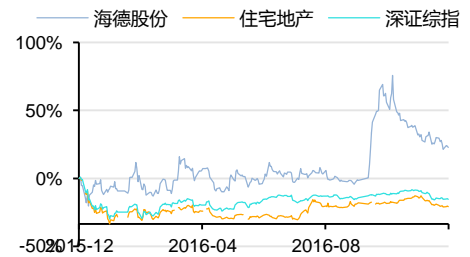
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**56.38元**
股价(2016-12-28) **37.65元**

交易数据

总市值(百万元)	5,692.68
流通市值(百万元)	5,661.09
总股本(百万股)	151.20
流通股本(百万股)	150.36
12个月价格区间	24.39/53.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.34	25.51	19.84
绝对收益	-6.92	25.21	5.28

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaohx3@essence.com.cn

021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn

021-35082968

相关报告

海德股份:AMC牌照落地,定增永泰启动	2016-10-31
海德股份:国内首家民营AMC金控平台	2016-10-12
海德股份:首家地方AMC牌照的民营上市平台	2016-08-31
海德股份:AMC牌照落地,定增后发展可期	2016-07-03
海德股份:供给侧改革促发展,AMC业务迎机遇	2016-03-01

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	14.7	15.6	25.0	31.7	41.2	成长性					
减:营业成本	13.4	15.0	11.0	14.0	14.0	营业收入增长率	15.7%	5.9%	60.0%	27.0%	30.0%
营业税费	0.5	1.7	2.9	0.6	0.8	营业利润增长率	182.5%	391.3%	-93.7%	1692.9%	90.0%
销售费用	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	净利润增长率	127.0%	275.3%	-85.7%	846.1%	78.9%
管理费用	13.6	15.2	10.0	13.0	13.0	EBITDA 增长率	1313.7%	103.9%	-60.0%	513.7%	85.7%
财务费用	0.4	-13.0	2.8	1.0	1.0	EBIT 增长率	-3591.0	112.1%	-61.9%	558.0%	86.8%
资产减值损失	1.8	1.8	-3.0	0.2	-0.3	NOPLAT 增长率	-2821.8	96.9%	-61.6%	558.0%	86.8%
加:公允价值变动收益	0.0	-	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	17.2%	-61.1%	5660.6%	4.7%	1.2%
投资和汇兑收益	20.1	29.5	0.5	25.0	40.0	净资产增长率	2.1%	-8.1%	2184.8%	4.7%	1.3%
营业利润	5.0	24.4	1.5	27.5	52.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	0.0	1.5	1.5	1.5	毛利率	8.7%	3.8%	55.9%	55.8%	66.0%
利润总额	4.8	24.4	3.0	29.0	53.8	营业利润率	33.7%	156.2%	6.2%	86.9%	126.9%
减:所得税	-0.1	1.1	0.1	1.2	2.2	净利润率	42.1%	149.0%	13.4%	99.5%	136.9%
净利润	6.2	23.2	3.3	31.5	56.4	EBITDA/营业收入	39.3%	75.6%	18.9%	91.2%	130.3%
						EBIT/营业收入	36.4%	73.0%	17.4%	90.0%	129.4%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	131	129	84	62	44
货币资金	3.7	99.2	2.0	2.0	2.0	流动营业资本周转天数	2,901	2,265	1,844	3,266	3,787
交易性金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	4,645	4,457	3,058	3,938	4,177
应收账款	27.2	30.6	23.7	61.7	56.0	应收账款周转天数	398	667	392	486	515
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	3,452	2,157	1,508	3,201	3,443
预付账款	-	0.0	0.5	0.1	0.2	总资产周转天数	7,220	6,286	38,121	58,737	46,358
存货	165.3	21.6	187.5	376.0	412.0	投资资本周转天数	5,029	3,558	36,489	57,800	45,748
其他流动资产	-	38.7	20.0	19.6	26.1	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	3.2%	10.6%	0.1%	0.6%	1.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	10.1%	0.1%	0.5%	1.0%
长期股权投资	102.4	-	4,800.0	4,800.0	4,800.0	ROIC	2.9%	4.9%	4.8%	0.6%	1.0%
投资性房地产	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	费用率					
固定资产	5.2	6.0	5.6	5.2	4.9	销售费用率	1.0%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	92.2%	97.3%	40.1%	41.0%	31.6%
无形资产	-	-	-	-	-	财务费用率	2.8%	-83.2%	11.2%	3.2%	2.4%
其他非流动资产	10.2	31.2	14.1	18.5	21.2	三费/营业收入	95.9%	14.6%	52.3%	45.2%	35.0%
资产总额	315.6	229.0	5,055.2	5,284.9	5,324.2	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	24.7%	4.6%	1.3%	1.1%	0.6%
应付账款	73.3	3.5	51.5	51.1	22.2	负债权益比	32.9%	4.9%	1.3%	1.1%	0.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.51	21.05	4.03	8.18	17.12
其他流动负债	4.7	5.5	6.5	5.1	6.8	速动比率	0.40	18.66	0.80	1.49	2.91
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	13.19	-0.88	1.55	28.53	53.29
其他非流动负债	-	1.6	7.7	3.1	4.1	分红指标					
负债总额	78.0	10.6	65.7	59.3	33.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	42.4	-	-12.7	218.0	282.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	151.2	151.2	442.2	442.2	442.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	43.9	67.2	4,560.0	4,565.5	4,566.7						
股东权益	237.6	218.4	4,989.5	5,225.7	5,291.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.04	0.15	0.01	0.07	0.13
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	BVPS(元)	1.29	1.44	11.31	11.33	11.33
净利润	5.0	23.2	3.3	31.5	56.4	PE(X)	919.3	244.9	4,996.6	528.1	295.3
加:折旧和摊销	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	PB(X)	29.2	26.1	3.3	3.3	3.3
资产减值准备	1.8	1.8	-	-	-	P/FCF	-216.0	35.8	-3.4	-83.1	-2,640.5
公允价值变动损失	-0.0	-	0.0	-0.0	0.0	P/S	386.6	365.1	667.2	525.4	404.1
财务费用	0.5	-0.2	2.8	1.0	1.0	EV/EBITDA	297.6	360.9	3,528.5	582.8	315.0
投资损失	-20.1	-29.5	-0.5	-25.0	-40.0	CAGR(%)	77.8%	30.5%	8.0%	77.8%	30.5%
少数股东损益	-1.2	-0.0	-0.4	-3.7	-4.7	PEG	11.8	8.0	622.7	6.8	9.7
营运资金的变动	-31.2	-48.3	-68.6	-236.5	-65.8	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	-34.8	5.9	-63.0	-232.3	-52.8	REP					
投资活动产生现金流量	0.1	128.7	-4,799.5	25.0	40.0						
融资活动产生现金流量	-	-	4,720.6	-1.0	-1.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034