

买入

2014年8月14日

上半年核心盈利稳步提升，看好基金下半年表现，维持买入评级

- **核心盈利提升至 1.59 亿，同比提升 26.2%：**惠理集团 2014 年上半年录得核心盈利（未计其他收益及亏损的经营性盈利）1.59 亿，较去年的 1.26 亿提升 26.2%；录得归属股东净利润 1.4 亿，较去年的 330 万提升 41.6 倍。净利润大幅提升的原因主要来自于：1) 上半年管理费及表现费收入的稳定增长以及 2) 旗下初投资本和投资基金的公平值损失大幅收窄。
- **管理资产总额达到创历史的 107 亿美元：**上半年惠理旗下基金录得申购 18.2 亿美元，赎回 21.4 亿美元，净赎回 3.07 亿，管理资产余额 100 亿美元，半年平均额度 102.2 亿美元，带动管理费用收入提升 17%至 3.41 亿港元。而 7 月底在基金良好表现带动下 AUM 创造了 107 亿美元的新高，我们预计下半年将大概率突破 110 亿美元的规模。
- **料基金下半年表现良好：**两大主要基金在 7 月份表现强劲，7 月底惠理价值基金 NAV 达到 243.2 美元，超过高水位线 4%，高息股票基金 NAV 达到 74.96 美元，超过高水位线 12%，并于 8 月上旬录得持续增长。由于惠理旗下基金大部分表现费于下半年提取，因此我们认为在沪港通带动下，凭借公司领先投资经验，预计下半年基金净值将录得优异表现，贡献稳健的表现费收入。
- **大中华业务加速拓展：**集团分别获得第二批 QFII/RQFII 额度 1 亿美元/5 亿人民币，总额度达到 2 亿美元/13 亿人民币，将会积极拓展 A 股产品以获得更多资金青睐。此外上半年成都武侯惠信小贷贡献利润和收入分别占到了 8%和 6%，利息收入同比提升 5.2 倍，料贷款组合规模将持续扩大。
- **目标价 7.09 港元，买入评级：**我们仍然按照 P/AUM 的办法进行估值，给予公司 0.15 倍的 P/AUM 预计，对应目标价 7.09 港元及 2015 年 24.7 倍市盈率，较现价有 21.6%的上升空间，维持买入评级。

郑嘉梁

852-25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

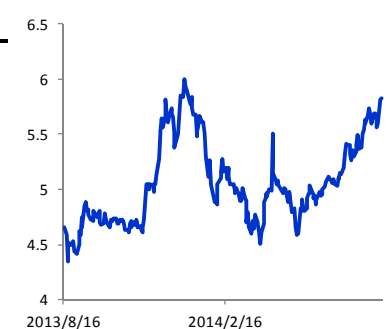
行业	资产管理
股价	5.83 港元
目标价	7.09 港元 (+21.6%)
股票代码	806
已发行股本	17.55 亿股
市值	102 亿港元
52 周高/低	6.1 港元/4.3 港元
每股净现值	1.57 港元
主要股东	谢清海 (28.47%) 叶维义 (17.01%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2012年实际	2013年实际	2014年预测	2015年预测	2016年预测
总营业收入(千港元)	705,695	1,072,786	1,249,862	1,354,653	1,380,017
变动(%)	-1.1%	52.0%	16.5%	8.4%	1.9%
净利润(千港元)	376,361	384,324	464,298	502,728	465,204
变动(%)	128.4%	2.1%	20.8%	8.3%	-7.5%
每股盈利(港仙)	21.4	21.9	26.5	28.6	26.5
变动(%)	128.4%	2.1%	20.8%	8.3%	-7.5%
基于5.83港元的市盈率(倍)	27.2	26.6	22.0	20.4	22.0
每股派息(港元)	0.16	0.06	0.08	0.08	0.08
股息率(%)	2.7%	1.1%	1.3%	1.4%	1.3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

附录 1: 主要财务报表

損益表						財務分析					
財務年度截至<12月31日>千港元						財務年度截至<12月31日>千港元					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	705,695	1,072,786	1,249,862	1,354,653	1,380,017	盈利能力					
開支	-451,342	-604,624	-705,101	-767,750	-831,951	EBITDA利率(%)	61.9%	43.4%	44.7%	44.5%	#DIV/0!
其他收益/(虧損)	176,934	-9,667	5,570	6,391	345	淨利率(%)	53.3%	35.8%	37.1%	37.1%	#DIV/0!
營業利潤	431,287	458,495	550,330	593,294	548,411	營運表現					
聯營公司等	-16,152	1,181	5,000	8,000	8,002	管理費率(%)	0.77%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%
稅前盈利	415,135	459,676	555,330	601,294	556,413	表現費率(%)	0.19%	0.44%	0.00%	0.00%	0.00%
所得稅	-45,657	-78,430	-94,751	-102,593	-94,935	實際稅率(%)	15.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
淨利潤	376,361	384,324	464,298	502,728	465,204	股息支付率(%)	29.38%	29.38%	29.38%	29.38%	29.38%
折舊及攤銷	5,871	7,045	8,454	10,145	12,174	回報率					
EBITDA	437,158	465,540	558,784	603,439	560,586	RoAUM(%)	0.63%	0.53%	0.55%	0.54%	0.00%
AUM(百萬元)	8,509	10,500	11,400	12,500	14,200	ROAA(%)	13.61%	12.68%	14.42%	14.19%	0.00%
增長						ROAE(%)	15.17%	14.29%	16.09%	15.68%	0.00%
總收入(%)	-1.1%	52.0%	16.5%	8.4%	1.9%	PAUM	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA(%)	105.8%	6.3%	20.0%	7.8%	-7.6%						
每股收益(%)	128.4%	2.1%	20.8%	8.3%	-7.5%						
資產負債表						現金流量表					
財務年度截至<12月31日>千港元						財務年度截至<12月31日>千港元					
	2012年 实际	2013年 预测	2014年 预测	2015年 预测	2017年 预测		2012年 实际	2013年 预测	2014年 预测	2015年 预测	2017年 预测
現金	888,090	692,116	490,233	369,255	482,539	经营业务产生現金淨額	73,560	-229,799	184,062	430,981	257,563
應收費用	179,067	386,398	386,398	386,398	386,398	已付稅項	-39,160	-40,788	-94,751	-102,593	-94,935
預付款項及其他應收款項	33,473	28,730	28,730	28,730	28,730	其他	6,997	6,997	6,997	6,997	6,999
投資	240,862	441,558	485,714	437,142	393,428	營運活動現金流	41,657	-263,330	96,569	335,645	169,887
總流動資產	1,751,952	1,921,903	1,963,499	1,860,391	2,009,690	資本開支	-114,710	-7,436	-8,845	-10,536	-12,565
固定資產	7,747	4,332	4,332	4,332	4,332	其他投資活動	-271,963	-41,156	-176,689	-309,673	103,666
無形資產	54,404	55,614	55,614	55,614	55,614	其他	0	0	0	0	0
合營公司權益	0	0	0	0	2	投資活動現金流	-374,939	-48,592	-185,534	-320,209	91,101
投資	953,135	898,026	987,829	1,086,611	760,628	发行股份所得款項	0	0	0	0	0
其他	8,423	99,391	247,647	618,285	1,112,470	已付股息	-101,802	-280,832	-112,917	-136,414	-147,705
總資產	2,982,592	3,080,435	3,360,089	3,726,402	4,043,905	融資活動現金流	-101,802	-280,832	-112,917	-136,414	-147,705
應計花紅	68,243	125,060	125,060	125,060	125,060	現金變化	-435,084	-592,754	-201,883	-120,978	113,282
應付分銷費用	28,915	54,802	54,802	54,802	54,802	期初持有現金	1,315,348	888,090	692,116	490,233	369,255
其他應付款項及應計費用	17,870	18,913	18,913	18,913	18,913	期末持現金	888,090	692,116	490,233	369,255	482,539
稅項負債	15,353	52,995	52,995	52,995	52,995						
總負債	265,414	251,770	251,770	251,770	251,772						
股東權益	2,632,425	2,747,075	3,023,566	3,389,879	3,707,378						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。