



中信证券研究部

核心观点



邵子钦
首席非银分析师
S1010513110004



童成墩
非银分析师
S1010513110006



田良
非银分析师
S1010513110005



薛姣
非银分析师
S1010518110002

公司聚焦黑卡客户，锁定头部 GP，打造全球产品体系和高净值客户综合服务体系，实现资金和资产的匹配。若提高派息比例，维持 ROE，可以静待 PE 周期复苏。

■ **管理费是公司核心收入来源，PE 基金的长久期带来稳定且可累积的管理费收入。**2018 年公司财富管理板块 23.1 亿净收入中，管理费为 11.3 亿元，管理费占比 48.9%。资产管理板块 7.5 亿净收入中，管理费为 6.4 亿元，管理费占比 85.3%。由于管理费的计算基础是 AUM，而长久期的 PE 基金的 AUM 具有累积效应，因此财富管理板块，尽管募集费增速-6.7%，但管理费同比增长 29.6%。同理，资产管理板块，管理费同比增速 20.9%。

■ **锁定头部基金，静待 PE 周期复苏。**2019 年在 PE 泡沫尚未消除和客户风险偏好尚未上升的大背景下，公司坚持精品策略，锁定头部 GP，等待分享 PE 市场份额集中的成果。预计 2019 年科创板有利于 PE 基金退出并实现超额收益提成，但募集量和资产管理规模的增长还需要耐心等待 PE 周期复苏。

■ **公司现金充足，若提高派息比例，可以稳定 ROE 水平。**我们看好公司轻资产长久期的商业模式，但由于现金资产持续累积，2018 年末至 27.1 亿元，在总资产中占比 33.8%，在净资产中占比 43.9%，导致 ROE 逐年下降至 2018 年的 13.1%。如果提升分红派息比例，将有助于稳定 ROE 水平。

■ **风险因素：**经济周期下行，PE 周期复苏低于预期。

■ **投资建议：**公司聚焦黑卡客户，黑卡客户占比超过 30%，而且 40%黑卡客户使用过一种或多种诺亚增值服务。同时在产品端坚持精品策略，与 PE 头部基金深度绑定。加上打造全球产品体系和高净值客户的综合服务体系，实现客户与资产的匹配。因为 PE 产品募集量步入下行周期，调低 2019 和 2020 年盈利预测 10.4%和 14.3%；对应公司 2018 年 PE22.5 倍，预计 2019 年 19.6 倍，估值合理。长期公司受益于金融对外开放，短期受益于科创板提速项目退出，维持“增持”评级。

诺亚财富	NOAH.N
评级	增持 (维持)
当前价	46.39 元
总股本	58 百万股
流通股本	58 百万股
52 周最高/最低价	69.6/34.2 元
近 1 月绝对涨幅	-4.43%
近 6 月绝对涨幅	+17.5%
近 12 月绝对涨幅	-5.44%

单位：百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
归母净利润	770	811	930	1,037	1,155
同比	19.6%	5.3%	14.6%	11.5%	11.4%
归母净资产	4,509	6,175	7,208	8,360	9,643
同比	33.0%	37.0%	16.7%	16.0%	15.3%
ROE	17.1%	13.1%	12.9%	12.4%	12.0%
EPADS (人民币)	13.62	13.85	15.87	17.70	19.72
EPADS (美元)	2.08	2.02	2.31	2.58	2.87
BVPADS (人民币)	79.73	105.43	123.06	142.72	164.63
PE	22.88	22.50	19.64	17.61	15.80
PB	3.91	2.96	2.53	2.18	1.89

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

表 1: 诺亚财富主要财务数据预测

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
关键假设及财务预测								
汇率假设 (人民币/美元)	6.12	6.49	6.94	6.53	6.86	6.86	6.86	6.86
财富板块募集量 (百万人民币)	63,371	99,000	101,385	117,371	110,030	121,033	133,136	146,450
同比		56.2%	2.4%	15.8%	-6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
歌斐资产规模 (百万人民币)	49,700	86,700	120,900	148,300	169,200	192,190	217,479	245,297
同比		74.4%	39.4%	22.7%	14.1%	13.6%	13.2%	12.8%
互联网金融募集量 (百万人民币)	1,400	12,000	20,100	21,500				
同比		757.1%	67.5%	7.0%				
利润表 (百万人民币)								
净收入								
财富管理	1,146	1,598	1,932	2,126	2,306	2,437	2,681	2,949
资产管理	366	465	532	588	749	851	964	1,089
互联网金融	17	57	50	113	235	261	274	288
净收入小计	1,528	2,120	2,514	2,827	3,290	3,550	3,919	4,326
人力成本	-737	-1,164	-1,300	-1,407	-1,564	-1,670	-1,835	-2,016
销售费用	-147	-264	-323	-320	-413	-437	-480	-526
管理费用	-152	-171	-234	-249	-279	-300	-330	-362
经营成本及费用合计	-975	-1,561	-1,846	-2,050	-2,363	-2,517	-2,757	-3,021
营业利润								
财富管理	445	466	526	581	607	639	702	773
资产管理	171	248	321	303	353	402	455	514
互联网金融	-63	-155	-180	-107	-34	-8	5	19
营业利润小计	553	559	667	777	927	1,032	1,162	1,305
归母净利润	447	536	644	770	811	930	1,037	1,155
归母净资产		2,534	3,391	4,509	6,175	7,208	8,360	9,643
ADS(百万份)	55.7	56.2	56.3	56.6	58.6	58.6	58.6	58.6

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。