

【广发海外】惠理集团 (00806.HK)

管理规模增长有望推动估值修复

核心观点:

● 2018 年业绩大幅下滑主要归于表现费的影响

2018 年惠理集团的业绩出现较大幅度的下滑: 公司总收入 16.4 亿港元, 同比下降 60%, 主要归于低迷的市场环境下表现费收入同比下降 98%。公司 2018 年的归母净利润为 2.3 亿港元, 同比下降 89%。在低迷的市场环境下, 公司管理资产规模(AUM)从 2017 年末的 165.94 亿美元下降至 2018 年末的 150.25 亿美元, 下降幅度约 9%。

● 固收占比持续增长, 产品种类进一步丰富

公司绝对回报偏持仓基金(普通股票基金)依然占据主导地位, 但占下降至 62%, 固定收益基金占比上升至 36%。惠理目前计划重点拓展另类投资, 包括三个方向的项目: 私募股权、私人债务和房地产私募股权。

● 中国内地市场稳步拓展

公司 2018 年中国业务管理资产同比增长超过 28% 达到 11 亿美元。根据公司年报, 惠理已在内地先后发行四只私募证券投资基金, 首支 QFLP 基金已处于募集阶段, 旗舰价值基金取得 MRF 资格, 建立了公司与内地零售客户的连接通道。预期 2019 年中国内地市场渠道进一步推动 AUM 增长。

● 活跃的市场成交预期下, 资产规模有望进一步增长

从历史估值来看, 惠理集团的 P/AUM 估值区间基本处在 10%-14% 的区间内。目前股价 6.33 港币(2019 年 3 月 12 日收盘价), 对应 P/AUM 估值约为 9.3% (基于 1 月末 AUM161 亿美元), 处于历史合理估值区间的下限。在目前市场活跃的成交环境下, 公司积极的香港外市场渠道拓展可能推动管理资产规模的进一步增长。我们预计公司 2019 年管理资产规模同比增长 20%, 按照 10% 的 2019 年 P/AUM 进行估值, 合理价值约 7.5 港元/股, 给予增持评级。

● 风险提示

由于市场行情的大幅波动导致基金产品大额赎回和表现费不及预期; 新渠道拓展不及预期; 投研团队动荡。

盈利预测:

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	4106	1641	2429	2688	3447
增长率(%)	187%	-60%	48%	11%	28%
净利润(百万港元)	2048	229	786	805	1174
增长率(%)	1445%	-89%	243%	2%	46%
EPS (港元/股)	1.11	0.12	0.42	0.43	0.63
市盈率(P/E)	5.7	51.2	14.9	14.6	10.0
市净率(P/B)	2.1	3.0	2.5	2.3	1.9

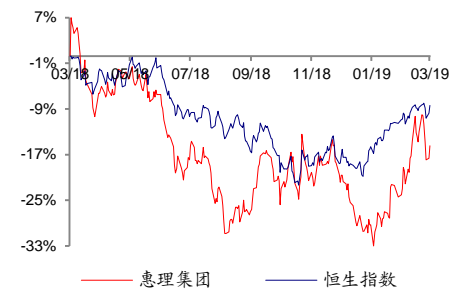
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	6.33 港元
合理价值	7.50 港元
前次评级	增持
报告日期	2019-03-13

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

王雯



SAC 执证号: S0260518020002

SFC CE No. BGL298



0755-88261286



wangwen@gf.com.cn

相关研究:

惠理集团 2018 半年报点评 2018-08-16

惠理集团 2017 年报点评: 静待内地市场的突破 2018-03-15

2018 年业绩大幅下滑主要归于表现费的影响

2018年惠理集团的业绩出现较大幅度的下滑：公司总收入16.4亿港元，同比下降60%；其中管理费收入维持稳健增长，同比提升13%，至13.5亿港元；但由于受市场环境的影响，表现费收入出现大幅下滑，同比下降98%。公司2018年的归母净利润为2.3亿港元，同比下降89%。每股股息6港仙每股，同比下降94%，股息分派率下降至34%。

表1： 2018年财务关键指标

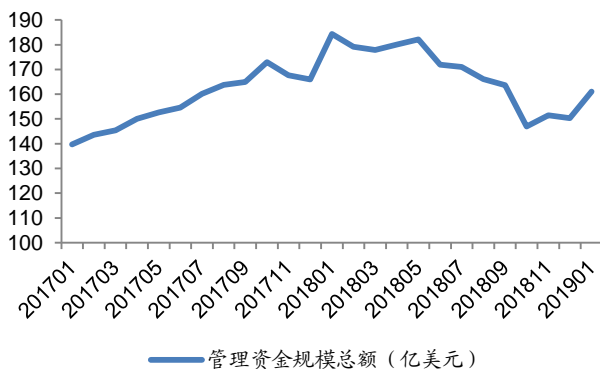
亿港元	2018	2017	YoY
总收入	16.4	41.1	-60%
-管理费收入	13.5	12.0	13%
-表现费收入	0.6	25.7	-98%
经营利润	4.0	22.1	-82%
归母净利润	2.3	20.5	-89%
EPS (港仙)	12.4	110.6	-89%
每股股息总额 (港仙)	6.0	104	-94%

数据来源：公司年报数据，广发证券发展研究中心

月度平均 AUM 增长成为管理费增长的基石

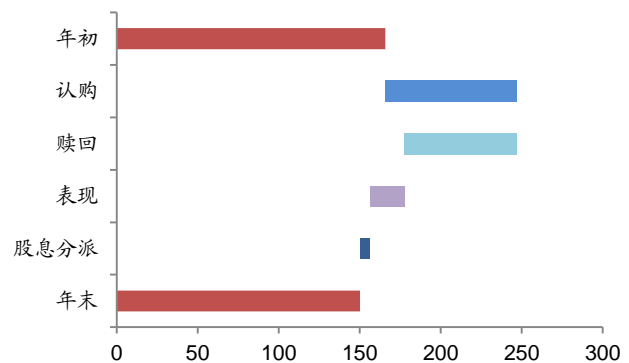
在低迷的市场环境下，公司管理资产规模（AUM）从2017年末的165.94亿美元下降至2018年末的150.25亿美元，下降幅度约9%。但2018年月度平均AUM168.77亿美元，相对2017年月度平均AUM156.78亿美元增长了8%，平均AUM的增长是公司管理费收入实现稳健增长的基础。尽管资本市场表现乏力，公司2018年全年获得资金净流入11.72亿美元，其中认购总额81.08亿美元，赎回总额69.36亿美元。在经历了低迷的2018年以后，2019年资本市场开年表现出重新活跃的状态。公司1月末管理资产规模161亿美元，环比增长7%。

图1：管理资产规模（AUM）2018年遭遇下滑



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：2018年AUM拆解（亿美元）



数据来源：公司年报数据，广发证券发展研究中心

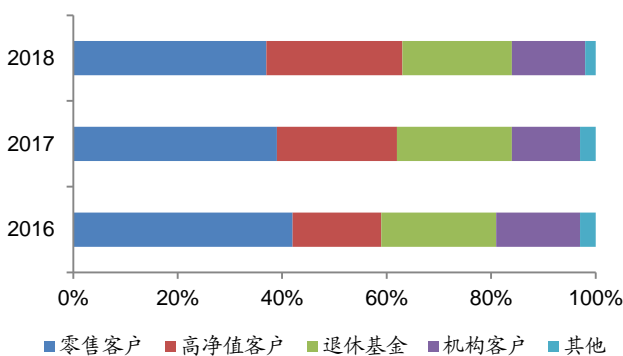
固收占比持续增长，产品种类进一步丰富

客户类别来看，机构客户依然是公司的主要基金投资者，包括机构，退休基金，高净值个人、捐赠基金及慈善基金，FOF以及家族资产管理及信托客户，占比约63%。而零售客户占比从2017年的39%小幅下降至2018年的37%。

惠理集团旗下基金按照投资策略划分有四类：绝对回报偏持仓基金（普通股股票基金）、固定收益基金、量化基金及ETF，和另类投资基金。其中，绝对回报偏持仓基金依然占据主导地位，但基金占比从2017年的68%持续下降至2018年的62%，与之相对应的固定收益基金占比继续上升，从2017年末的30%至2018年末的36%。固定收益基金的主要贡献来自于惠理大中华高收益债券基金，其良好的业绩表现带来持续的资金流入。

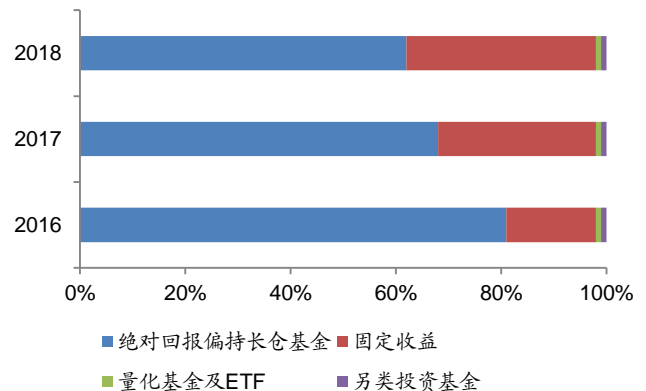
未来发展中，另类投资是公司发展的重点。惠理目前计划拓展的另类投资项目包括：私募股权、私人债务和房地产私募股权三个方向。根据公司年报披露，私募股权（PE）方面，惠理预计2019年在中国内地推出首支基金，以QFLP的形式成立，投资于内地的私立高等教育和职业教育板块，将由惠理和香港上市的中国教育集团控股（中教控股，00839.HK）联合管理。基金投资期限五年，可选择延期两年。惠理首支私人债务基金于2019年1月成立，计划为中型亚洲企业提供额外的融资来源，可投资于所有私人贷款资产类别，由固定收益投资团队及房地产私募股权部门共同管理。房地产私募股权投资方面，公司将面向外部投资者推出一只新基金，按照亚太核心增值策略管理。公司成立于2017年6月的房地产私募股权基金在2018年新收购三个项目，目前在日本、澳洲和新西兰共持有6个商用物业。我们认为，短期另类投资团队和另类资产扩张的速度相对较慢，但从长期来看，另类资产投资能够平滑公司绝对回报偏股基金带来的表现费的剧烈波动，有效降低公司管理资产收益率以及公司自身的财务波动性的，同时实现较高收益。

图3：按照客户类别划分(AUM占比)



数据来源：公司年报数据，广发证券发展研究中心

图4：按照产品策略划分(AUM占比)



数据来源：公司年报数据，广发证券发展研究中心

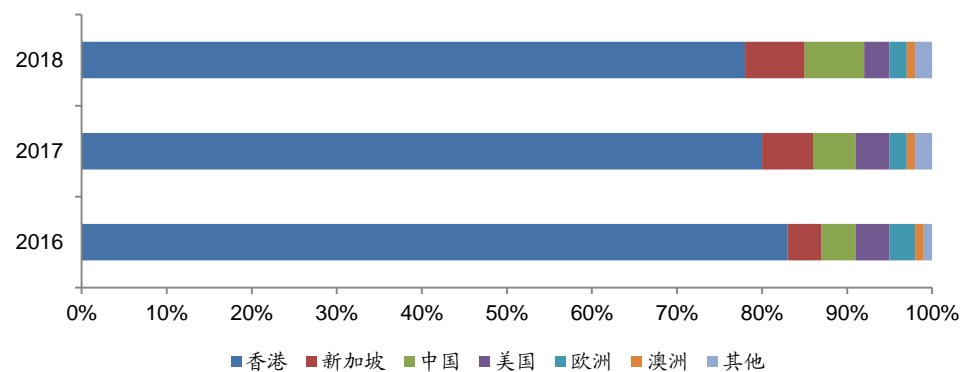
中国内地市场稳步拓展

区域来看，香港客户依然在公司AUM中占据最大份额，但占比从2017年的80%小幅下降至78%。中国内地市场成为公司的稳健增长板块，AUM占比从2017年的5%上升至2018年的7%。新加坡客户资产同样出现小幅上升至7%。随着全球分销网络的拓展，公司除香港外市场贡献的AUM占比预期出现进一步上升。

公司2018年中国内的业务保持较好的增长势头，中国业务的管理资产同比增长超过28%达到11亿美元。根据公司年报披露，在取得中国内地证券私募投资基金管理人牌照后，惠理2018年1月在内地成立了第一只私募基金，并先后完成了四只私募基金的成立。公司预期2019年以QFLP形式成立首支私募股权基金，投资内地的私立高等教育和职业教育板块。更重要的是，公司旗舰价值基金在2018年12月获得内地与香港基金互认MRF资格，最终打通了面向中国内地零售投资者的渠道。公司选择与天弘基金合作，在包括银行、保险公司、券商及网络平台进行惠理价值基金的分销。惠理另一只旗舰基金高息股票基金也在申请MRF的流程中。

我们认为惠理集团香港这个较为成熟市场上，已经积累了良好的业绩历史和营销渠道，但同时也面临市场容量的天花板。纵观惠理集团除香港外的地域市场，中国内地市场是最重要的战略目标。集团能否实现管理资产规模突破的关键，主要取决于公司能否以合适的渠道进入中国内地市场，分享内地市场资产管理业务快速发展所带来的巨大机遇。

图5：按照区域客户划分（AUM占比）



数据来源：公司年报数据，广发证券发展研究中心

投资建议

惠理集团的盈利模式相对简单：管理资产规模增长贡献相对稳健的管理费收入；当年基金净值的变动决定表现费收入。而在成本端，公司长期坚持谨慎的成本管理策略，使用相对稳定的净管理费收入覆盖固定经营开支。因此惠理集团的业绩受市场行情波动的影响尤其是表现费提取的不确定性，显示出较强的不确定性。对于公司的盈利预测，最关键的两个驱动因素在于公司管理资产规模AUM和市场环境的假

设。2017年是公司基金产品表现最好的年份之一，叠加2018年市场的大幅回撤，导致公司2018年经营业绩出现大幅下滑。2019年初至今，内地市场和香港市场都呈现出触底回升的势头，我们认为全年投资收益率好于2018年。而随着惠理集团基金产品种类的拓展和分销网络的覆盖，可以在非香港市场尤其是中国内地市场取得稳健的AUM增长，尤其是在中国内地市场拓展方面，公司已经先后发行四只私募证券投资基金，首支QFLP基金预期于2019年落地，而旗舰价值基金取得MRF资格，建立了公司与内地零售客户的连接渠道。我们预期公司2019年AUM规模同比增长20%。

由于市场行情剧烈变化带来的收入和利润的大幅波动，资产管理公司的主要估值参考是基于管理资产规模的P/AUM指标。P/AUM即市值/总管理资产规模，对应着资产管理公司通过管理资产获取盈利的能力。在获取盈利的能力短期不变的情况下，公司管理资产规模越大，意味着盈利越好，其股价越贵。和同类海外上市公司相比，惠理集团享受较高的P/AUM估值，主要归于（1）公司专注于大中华地区股票投资（新兴市场），管理费率1.5%，表现费分成比例15%，综合费率远高于发达市场偏股型共同基金。（2）强劲的历史AUM增速以及未来中国内地市场拓展带来的持续增长预期。（3）公司为独家香港上市公募基金管理公司，惠理集团的产品结构和产品设置使其享有较高的管理费率。

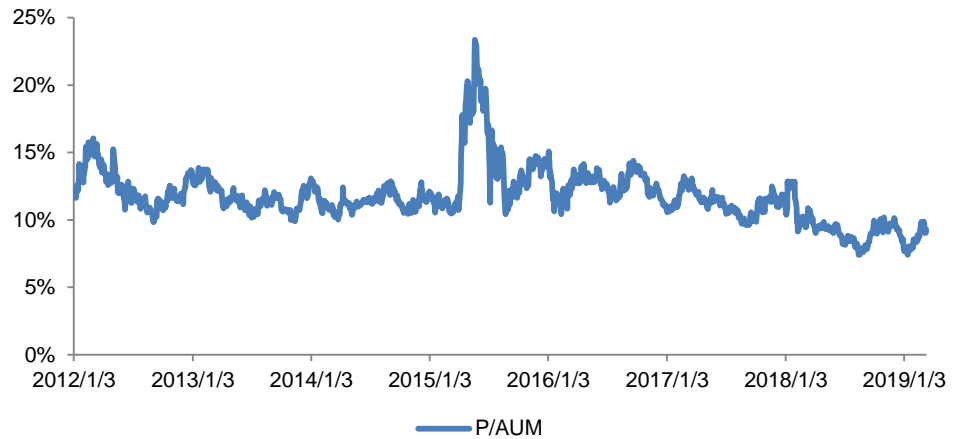
从历史估值来看，惠理集团的P/AUM估值区间基本处在10%-14%的区间内。目前股价6.33港币(2019年3月12日收盘价)，对应P/AUM估值约为9.3%（基于1月末AUM161亿美元），处于历史合理估值区间的下限。我们认为，随着积极拓展香港外市场渠道和目前市场活跃的成交预期下，公司管理资产规模有望迎来进一步增长。我们预计公司2019年管理资产规模同比增长20%，按照10%的2019年P/AUM进行估值，合理价值约7.5港元/股，给予增持评级。

表2: 惠理集团盈利预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
AUM (百万美元)	15576	13249	16549	15025	18030	21636	24881
YoY	21%	-15%	25%	-9%	20%	20%	15%
收入 (百万港元)	1768	1433	4106	1641	2429	2688	3447
YoY	11%	-19%	187%	-60%	48%	11%	28%
YoY:							
管理费收入	53%	-8%	14%	13%	5%	20%	17%
表现费收入	-53%	-97%	23700%	-98%	1142%	-21%	73%
认购费	91%	35%	0%	-30%	35%	39%	15%
税前利润 (百万港元)	375	160	2435	300	969	992	1447
有效税率	-28%	-17%	-14%	-23%	-19%	-19%	-19%
净利润 (百万港元)	271	133	2048	229	786	805	1174
YoY	-66%	-51%	1445%	-89%	243%	2%	46%

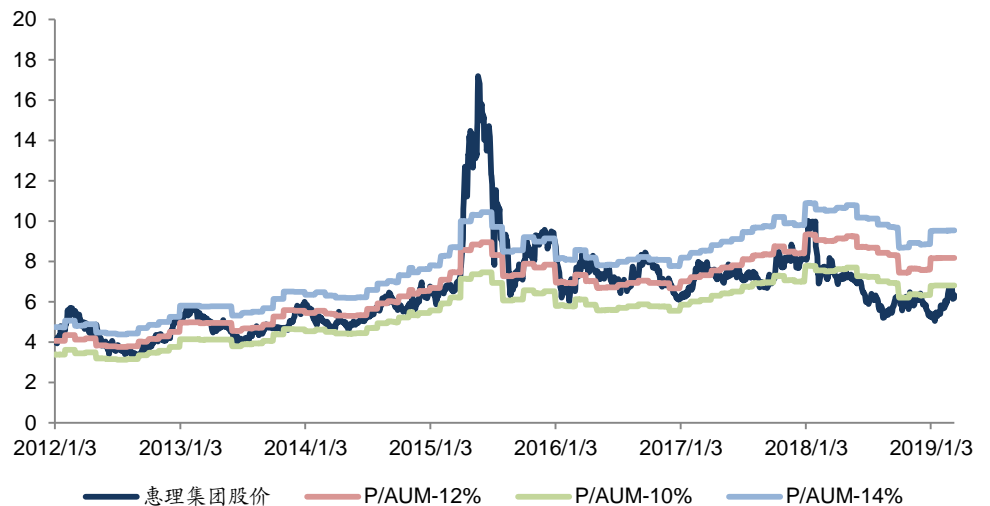
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6: 历史P/AUM估值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 历史P/AUM区间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 同类上市公司估值一览

	代码	市值 (亿美元)	管理资产规模 (亿美元)	P/AUM	PE	PB	上市地点
惠理集团	00806.HK	14.9	160	9.3%	51.2	3.0	香港
贝莱德有限公司	BLK.N	680.7	59758	1.1%	15.7	2.0	美国
景顺有限公司	IVZ.N	75.3	8882	0.8%	8.5	0.7	美国
道富集团	STT.N	260.1	25110	1.0%	10.8	1.2	美国
富兰克林资源	BEN.N	163.8	7171	2.3%	10.3	1.6	美国
施罗德	SDR.L	93.0	5190	1.8%	14.3	1.9	英国
英仕曼集团	EMG.L	27.4	1085	2.5%	10.2	1.6	英国
木星基金管理	JUP.L	21.7	544	4.0%	11.3	2.5	英国
Partners 集团	PGHN.SIX	188.8	636	29.7%	24.1	8.7	瑞士

Blackstone 集团	BX.N	411.4	4722	8.7%	14.4	4.1	美国
Azimut 控股	AZM.BSI	22.3	582	3.8%	15.4	3.1	意大利

数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

注: 数据更新至 2019 年 3 月 12 日

风险提示

由于市场行情的大幅波动导致基金产品大额赎回和表现费不及预期; 由于新产品或新市场的拓展进度滞后导致公司管理资产规模AUM增长弱于预期; 旗舰产品市场表现不及可比产品导致基金净赎回; 管理团队大规模离职可能导致公司核心投研能力受损等。

资产负债表						利润表					
(百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	(百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
资产总计	6878	4,396	5,400	5,944	7,086	营业收入	4106	1641	2429	2688	3447
非流动资产合计	1,772	1,868	2,043	2,277	2,650	分销及顾问费开支	(846)	(811)	(865)	(1070)	(1249)
固定资产-物业, 厂房及设备	8	27	4	3	3	费用收入净额	3260	830	1563	1619	2198
无形资产	18	16	23	24	25	其他收入-经营	39	105	73	81	103
投资性房地产	0	168	201	231	255	净收入总额	3299	935	1636	1699	2302
于联营公司之权益	0	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0	0
于合营公司之权益	191	302	363	417	459	薪酬及福利费用	(954)	(379)	(549)	(564)	(701)
递延税项资产-非流动资产	0	0	0	0	0	经营性租赁	(28)	(44)	(44)	(45)	(45)
流动资产	1,511	1,311	1,399	1,540	1,835	咨询费用	0	0	0	0	0
贷款组合, 净额-非流动资产	0	0	0	0	0	其他支出-经营	(110)	(112)	(123)	(152)	(177)
其他非流动资产	44	44	54	60	71	营业支出	(1092)	(535)	(716)	(761)	(923)
受限制银行存款-非流动资产	0	0	0	1	2	经营利润	2207	400	920	939	1378
流动资产合计	5,106	2,528	3,357	3,668	4,435	联营公司投资减值亏损	0	0	0	0	0
投资	127	517	432	594	567	投资物业之公允价值变动	0	17	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0	投资净收益	199	(190)	0	0	0
持有出售投资	0	0	0	0	0	持有出售投资收益/(亏损)	0	0	0	0	0
可供出售投资-流动资产	0	0	0	0	0	商誉及商标减值	0	0	0	0	0
应收费用	2,611	129	1,490	1,071	1,633	其他收益-其它	18	4	0	0	0
现金-投资账户	36	0	0	0	0	其他经营性支出	0	0	0	0	0
贷款组合, 净额	0	0	0	0	0	其他经营净收益	228	(169)	49	54	69
出售投资应收款	42	198	0	0	0	营业利润	2435	231	969	992	1447
定期存款	76	0	0	0	0	应占联营公司损益	0	68	0	0	0
其他应收及预付款项-流动资产	85	55	65	71	85	应占共同控制实体损益	0	0	0	0	0
货币资金	2,205	1,629	1,370	1,931	2,151	除税前溢利	2435	300	969	992	1447
负债合计	1,238	417	720	745	999	所得税	(348)	(70)	(183)	(187)	(273)
流动负债合计	1,219	316	617	628	869	净利润(含少数股东权益)	2048	229	786	805	1174
应计花红	663	130	283	286	416	净利润(不含少数股东权益)	2048	229	786	805	1174
应付分销费开支	155	130	159	175	209	少数股东损益	0	0	0	0	0
投资	27	0	0	0	0						
应计费用及其他应付款项	49	48	59	65	78						
其他金融负债	4	0	5	6	0						
短期贷款	0	0	0	1	2						
应交税费	321	8	110	94	164						
应付股利	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	19	102	102	117	130						
递延税项负债-非流动	0	0	0	0	0						
应计花红	19	18	2	2	4						
借贷	0	83	100	115	126						
股东权益合计(含少数股东权益)	0	0	0	0	0						
股东权益合计(不含少数股东权益)	5,640	3,978	4,680	5,199	6,086						
已发行权益	1,391	1,410	1,410	1,410	1,410						
其他储备	255	232	259	288	323						
留存收益	3,993	2,336	3,011	3,502	4,354						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
权益总额	5,640	3,978	4,680	5,199	6,086						

财务比率					
百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年初管理资产	13257	16557	117496	140995	169194
认购	65258	63405	109858	131830	145506
赎回	67432	54240	90472	108566	127318
表现	31562	16836	10575	12690	16285
股息分派	3230	4598	6462	7755	9094
年终管理资产	129413	117496	140995	169194	194573
盈利能力					
ROE	43.9%	4.8%	18.2%	16.3%	20.8%
ROA	37.8%	4.1%	16.0%	14.2%	18.0%
财务杠杆(A/E)	1.22	1.10	1.15	1.14	1.16
价值评估					
P/E	5.7	51.2	14.9	14.6	10.0
P/B	2.1	3.0	2.5	2.3	1.9
股息收益率(%)	16.5	0.9	2.7	2.7	4.0
P/AUM	9%	10%	8%	7%	6%

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
王 雯：分析师，美国乔治华盛顿大学金融硕士，2014年进入广发证券，从事港股金融板块研究。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。