

CORPORATE MONITOR LIMITED

2024 年 11 月 22 日

吉宝的战略转型能否使吉宝重回巅峰？

这是明鉴企业研究公司（CML）发布的第三份关于吉宝“2030 愿景：向全球资产管理者转型”的报告。CML 此前发布了两份相关报告。

第一份报告探讨了吉宝在资产管理业务的信息披露。吉宝目前已经接近其 2000 亿新元管理资产（FUM）目标的一半水平，但相对全球其他类似规模的资产管理公司，吉宝的信息披露严重匮乏。

第二份报告研究了吉宝自称在资产管理的竞争优势。吉宝认为，其实业运营的能力是单纯资金管理人所不具备的。我们重点分析了 M1 公司。自 2019 年吉宝将 M1 私有化以来，M1 的利润持续下滑，离吉宝设下的 25% 股东回报率越来越远。尽管电讯是吉宝的核心业务之一，吉宝的运营能力似乎并没有发挥作用。

吉宝的资产管理业务的运营理念是，同一资产可以在不同的阶段被吉宝管理的私募基金和上市信托（“REIT”）所拥有。也就是说，吉宝的私募基金可以先投资开发某资产，然后等资产运营成熟后卖给 REIT。此外，吉宝的实业业务也可为其管理的基金/REITs 所拥有的资产提供服务而取得收入。我们对这种操作模式持保留意见，因为基金和 REITs 的投资者并不相同，投资者会对这种关联交易所产生的利益冲突极为敏感。这种交易在行内并不常见；全球同行也为这类关联交易制定了复杂的程序，以确保同一管理公司旗下基金之间的交易符合公平交易原则。在 2022 年和 2023 年，吉宝资产管理业务的利润约为 1 亿新元。相比之下，吉宝在 2022 年和 2023 年的实体业务净利润接近 9 亿新元。

CML 无法进一步分析吉宝资产管理业务的利润。如我们先前发布的报告，吉宝仅提供了总收费收入和净利，但没有披露收费收入及主要运营支出的明细。收费收入明细非常重要。基础管理费直接与 FUM 挂钩，因此较能预测。绩效费是在基金收益超过特定目标时而获得的，数额可能相当可观但波动性大。吉宝声称其绩效费占资产管理业务总收费收入的 12%，但未提供进一步细节。

绩效费也能间接验证吉宝是否曾为其基金赚取优异回报。这是要成为上规模的全球资产管理者的核心能力。全球资产管理行业龙头黑石（Blackstone）的成功就是基于持续多年的优异回报，这也为黑石带来巨额的绩效费。吉宝并没有披露其管理的私募基金（占 FUM 70% 以上）的回报记录，也不提供绩效费的明细，我们无法取证吉宝是否有为其管理的基金赚取良好回报的能力；毕竟，业绩也可以通过推出新基金或并购其他资产管理者，但这种收入增长和利润的增长率是无法持续的。

吉宝资产管理业务在 2022 至 2023 年的净利润率在 30%至 34%之间，高于全球同行。我们对全球 5 家上规模的资产管理公司的研究显示，2023 年同行的净利润率范围在-17%至 32%，2022 年为-3%至 35%。我们希望能进一步分析吉宝如何能取得优于全球同行的利润率。这是因为资产管理业务具有巨大的规模经济效益，而这 5 家同行的管理资产总额（FUM）都比吉宝大。然而，碍于吉宝披露的严重欠缺，我们无法进一步探讨这一点。

当吉宝在 2030 年达到 2000 亿新元的 FUM 目标时，其资产管理业务的利润可以达到什么水平？在 2024 年上半年业绩简报会回复一名分析师的提问时，吉宝仅提到管理费收入与 FUM 的比率为 55 个基点，而未提供更多信息。基于此比率和当前约 35%的利润率，我们估算到 2030 年，资产管理业务的利润可能达到 4.71 亿新元。然而，我们觉得这一预测可能过于乐观，因为这取决于吉宝的利润率能维持在高于同行的 35%。

我们对这一 4.71 亿新元的估算还有几个观点。首先，相较吉宝在 2021 年至 2023 年间其他实体业务实现的约 9 亿新元的净利润，4.71 亿新元并不算是一个重大突破。这一水平也远低于 2010 至 2015 年间海事业务每年超过 10 亿新元的利润。其次，资产管理业务的利润波动性与海事业务没有本质区别。吉宝宣称资产管理费是一种经常性的收入，而海事业务收入则取决于订单及其完成进度。如果吉宝的目标是减少利润波动性，那资产管理业务未必能够实现这一点。以管理近 8000 亿美元 FUM 的黑石为例，其在过去 5 年中的利润率在 30%至 55%之间浮动。吉宝股东需要更多的信息披露，才能判断吉宝能否实现 2000 亿新元的 FUM 目标。他们也应对这一业务的利润率及未来利润有更好的把握。FUM 只是达到目标的一种手段，而不是终极目标。但吉宝一直重复 FUM 目标，却对盈利能力避而不谈。股东可能以为只要实现 FUM 目标，转型就算成功了；但如果到那时候，吉宝的利润不仅无法重回海事业务高峰期间的水平，利润率波动性也没有降低，那这转型的意义究竟何在？

完整的吉宝报告可在 <https://corporate-monitor.org/research/> 查阅。