

中信证券：出售华夏基金股权测算

华夏基金新产品暂停审批点评

报告关键点：

- 出售华夏基金股权对2010年预期净利润的增厚幅度为34%
- 出售华夏基金股权对中信证券市值的负面影响为1.53%
- 总体影响略偏负面

报告摘要：

- 中信证券从2006年开始，分次从北京国资公司、北京证券、中国科技证券、西南证券处收购了华夏基金100%股权。截至2007年12月4日，中信证券完成了对华夏基金所有股权的收购，累计投资为9.4亿元。
- 2009年7月7日，证监会批准华夏基金吸收合并中信基金，华夏基金注册资本从1.38亿元提高至2.38亿元，同时明确要求中信证券应于批复之日起6个月内，将所持吸收合并中信基金后的新华夏基金的股权比例调整到符合相关法律法规和监管要求。
- 由于在规定期限内并未完成股权出售，因此中信证券于1月15日晚间发布公告称公司全资子公司华夏基金管理有限公司收到证监会基金部《关于督促规范华夏基金管理公司的函》，如果华夏基金公司的股权在2010年4月1日前不能得到规范，证监会基金部将视情况采取相应监管措施。该文件同时决定自2010年1月1日起，暂停华夏基金新产品的申请。
- 如果以15倍市盈率出售的话，我们预计华夏基金的价值为195亿元，扣除其成本11亿元，预计差额将达到184亿元。关于出售的股权比例存在两种可能性，一是华夏基金成为合资基金则需要出售的股权比例最低为25%，二是华夏基金成为内资基金则需要出售的股权比例最低为51%，我们认为前一种可能性偏大。如果出售比例为25%，那么中信证券通过出售华夏基金股权带来的一次性的税后投资收益则为34亿元，折合中信证券每股净利润为0.52元，相当于2010年预期每股净利润的34%。
- 虽然出售华夏基金股权对于中信证券会有一次的投资收益，但对中信证券的市值会有一定程度的负面影响。如果以15倍市盈率出售的话，我们预计华夏基金的价值为195亿元。而市场给予中信证券的市盈率为25倍，假设市场给予的华夏基金的市值与中信证券一样（事实上有可能给予华夏基金的估值可能会更高，暂不考虑这一差别），那么市场给予华夏基金的市值为325亿元，同华夏基金出售的市值之间差额为195亿元。如果出售比例为25%，那么中信证券出售华夏基金股权带来的市值损失为33亿元，相当于其目前总市值的1.53%。
- 由于对净利润的影响只是一次性的，更重要的是对中信证券市值的影响，因此我们认为出售股权总体影响略偏负面，维持中信证券增持-A的投资评级和35元的目标价。此次监管层对华夏基金采取的措施也暗示中信证券处理中信建投的股权也迫在眉睫，那对中信证券的影响则要更大，我们将持续关注。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **35.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 35.00 元

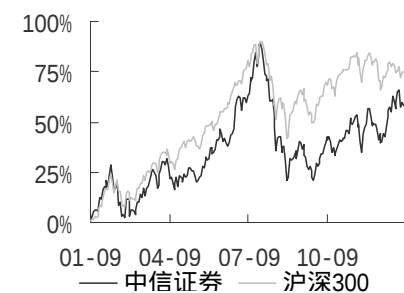
现价： 31.98 元

报告日期： **2010-01-17**

市场数据

总市值(百万元)	212,042.35
流通市值(百万元)	210,123.55
总股本(百万股)	6,630.47
流通股本(百万股)	6,570.47
12 个月最高/最低	20.41/38.80 元
十大流通股东(%)	40.56%
股东户数	719,989

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.69	10.66	(16.72)
绝对收益	8.88	18.10	58.27

研究员

杨建海 ,CFA

首席行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	30,871	17,708	20,064	22,095	24,383
Growth(%)		-42.64%	13.31%	10.12%	10.35%
净利润	13,546	8,050	10,042	11,059	12,203
Growth(%)		-40.57%	24.74%	10.12%	10.35%
每股收益(元)	1.9	1.1	1.3	1.5	1.7
每股净资产(元)	15.6	8.3	9.3	10.3	11.3
市盈率	17	29	24	21	19
市净率	2.1	3.8	3.4	3.1	2.8
净资产收益率(%)	38.66%	13.68%	15.29%	15.52%	15.53%

前期研究成果

中信证券：自营收入好于预期	2009-10-31
中信证券：业绩略逊预期	2009-08-17
中信证券：蓄势待发	2009-06-17

1. 收购华夏基金股权过程

1.1. 收购华夏基金

中信证券从 2006 年开始，分次从北京国资公司、北京证券、中国科技证券、西南证券处收购了华夏基金 100% 股权。截至 2007 年 12 月 4 日，中信证券完成了对华夏基金所有股权的收购，累计投资为 9.4 亿元。

表一 中信证券收购华夏基金过程

转让日期	转让方	转让股份	转让价款
2006 年 7 月 3 日	北京国资公司	35.73%	不超过 3.3 亿元
	北京证券	5%	
2007 年 6 月 22 日	北京证券	20%	不超过 1.6 亿元
2007 年 9 月 12 日	中国科技证券	3.55%	不超过 3000 万元
2007 年 9 月 12 日	西南证券	35.73%	不超过 4 亿元

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2. 收购中信基金剩余股权

为了对华夏基金和中信基金进行整合，中信证券收购了中信基金其他股东的 51% 的股权。2007 年 6 月 27 日，公司获得证监会批准收购国家开发投资公司、上海久事和中海信托持有的中信基金 51% 的股权，转让价款 1.11 亿元。

表二 中信证券收购中信基金过程

转让日期	转让方	转让股份	转让价款
2007 年 6 月 27 日	国家开发投资公司 上海久事 中海信托	51%	1.11 亿元

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.3. 华夏基金吸收合并中信基金

2009 年 7 月 7 日，证监会批准华夏基金吸收合并中信基金。华夏基金注册资本从 1.38 亿元提高至 2.38 亿元。同时明确要求中信证券应于批复之日起 6 个月内，将所持吸收合并中信基金后的新华夏基金的股权比例调整到符合相关法律法规和监管要求。

根据证监会“关于《证券投资基金管理公司管理办法》若干问题的通知”，基金公司主要股东最高出资比例不超过全部出资的 49%，中外合资基金公司的中方股东出资比例则不受此限制。而《中外合资经营企业法》规定，外国合营者投资比例一般不低于 25%。

由于在规定期限内并未完成股权出售，因此中信证券于 1 月 15 日晚间发布公告称公司全资子公司华夏基金管理有限公司收到证监会基金部《关于督促规范华夏基金管理公司的函》(基金部函[2010]17 号)，如果华夏基金公司的股权在 2010 年 4 月 1 日前不能得到规范，证监会基金部将视情况采取相应监管措施。该文件同时决定自 2010 年 1 月 1 日起，暂停华夏基金新产品的申请。

2. 出售华夏基金股权测算

2.1. 对净利润的影响

按照 2009 年中报披露的数据，中信证券对华夏基金和中信基金的投资成本分别为 8.7 亿元和 1.43 亿元，合计 11.13 亿元。

2008 年，华夏基金和中信基金的净利润分别为 12.24 亿元和 0.48 亿元，合计为 12.72 亿元。由于 2009 年华夏基金管理的公募资产规模平均来看和 2008 年基本相当，因此我们预计 2009 年华夏基金的净利润大致与 2008 年相当，即接近 13 亿元。如果

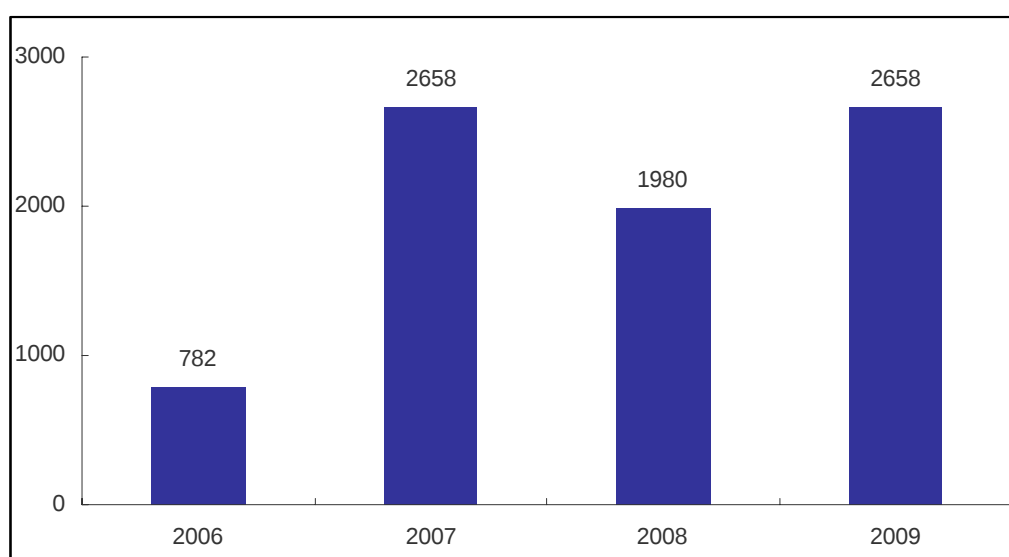
以 15 倍市盈率出售的话,我们预计华夏基金的价值为 195 亿元,扣除其成本 11 亿元,预计差额将达到 184 亿元。关于出售的股权比例存在两种可能性,一是华夏基金成为合资基金则需要出售的股权比例最低为 25%,二是华夏基金成为内资基金则需要出售的股权比例最低为 51%,我们认为前一种可能性偏大。如果出售比例为 25%,那么中信证券通过出售华夏基金股权带来的一次性的税后投资收益则为 34 亿元,折合中信证券每股净利润为 0.52 元,相当于 2010 年预期每股净利润的 34%。

表三 华夏基金及中信基金历年净利润(亿元)

	2006	2007	2008
华夏基金	0.80	9.02	12.24
中信基金	0.39	1.01	0.48

数据来源:Wind 资讯,安信证券研究中心

图 1 华夏基金历年公募资产管理规模(亿元)



数据来源:Wind 资讯,安信证券研究中心

表四 出售华夏基金股权影响测算(亿元,每股净利润为元)

出售给予的市盈率	10 倍	15 倍	20 倍
出售给予华夏基金的市值	130	195	260
出售股权带来的税后一次性投资收益			
出售 25%股权	22.29	34.48	46.67
出售 51%股权	45.48	70.34	95.20
出售股权带来的税后一次性每股净利润			
出售 25%股权	0.34	0.52	0.70
出售 51%股权	0.69	1.06	1.44
出售股权带来的税后一次性净利润影响幅度			
出售 25%股权	22.12%	34.22%	46.31%
出售 51%股权	45.13%	69.80%	94.47%

数据来源:公司资料,安信证券研究中心

2.2. 对市值的影响

虽然出售华夏基金股权对于中信证券会有一次性的投资收益,但对中信证券的市值会有一定程度的负面影响。如果以 15 倍市盈率出售的话,我们预计华夏基金的价值为 195 亿元。而市场给予中信证券的市盈率为 25 倍,假设市场给予的华夏基金的市值与中信证券一样(事实上有可能给予华夏基金的估值可能会更高,暂不考虑这一

差别), 那么市场给予华夏基金的市值为 325 亿元, 同华夏基金出售的市值之间差额为 195 亿元。如果出售比例为 25%, 那么中信证券出售华夏基金股权带来的市值损失为 33 亿元, 相当于其目前总市值的 1.53%。

表五 出售华夏基金市值影响测算 (亿元)

出售给予的市盈率	10 倍	15 倍	20 倍
出售给予华夏基金的市值	130	195	260
市场给予华夏基金的市值	325	325	325
出售股权带来的市值损失			
出售 25%股权	-48.75	-32.50	-16.25
出售 51%股权	-99.45	-66.30	-33.15
出售股权带来的市值损失相当于中信证券总市值的损失幅度			
出售 25%股权	-2.30%	-1.53%	-0.77%
出售 51%股权	-4.69%	-3.13%	-1.56%

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2010-1-17

利润表(百万元)						2007				
2007	2008	2009E	2010E	2011E	保费收入(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	30,871	17,708	20,064	22,095	24,383	货币资金	122,589	80,412	88,453	97,298
手续费净收入	18,956	12,798	15,878	17,015	18,581	结算备付与保证金	25,664	5,530	7,396	8,575
代理买卖证券业务净收入	13,378	7,457	11,628	11,511	11,785	交易性金融资产	2,772	6,005	7,206	8,647
证券承销业务净收入	2,194	1,783	1,400	2,100	2,730	买入返售金融资产	15,232	3,327	10,809	12,970
资产管理业务净收入	2,191	2,978	2,680	3,216	3,859	可供出售金融资产	12,906	34,099	40,919	53,195
利息净收入	991	1,706	1,535	1,689	1,857	其他资产	10,491	7,516	10,748	11,948
投资收益及公允价值变动	10,927	3,109	2,651	3,391	3,944	资产总计	189,654	136,888	165,531	192,634
其他业务收入	-3	94	0	0	0	短期借款	150	0	1,000	1,000
营业支出	-11,008	-7,443	-7,022	-7,733	-8,534	交易性金融负债	1,867	0	0	0
营业税金及附加	-1,322	-785	-903	-994	-1,097	衍生金融负债	0	3	0	0
业务及管理费	-9,531	-6,658	-6,120	-6,739	-7,437	卖出回购金融资产款	420	8,593	0	0
营业利润	19,863	9,543	13,042	14,362	15,849	代理买卖证券款	117,806	61,070	60,038	66,042
营业外收支	41	18	0	0	0	其他负债	15,388	9,696	39,937	54,401
利润总额	13,546	8,050	10,042	11,059	12,203	负债合计	135,630	79,362	100,975	121,443
所得税	-6,358	-1,511	-3,000	-3,303	-3,645	股本	3,315	6,630	6,630	6,630
净利润	13,546	8,050	10,042	11,059	12,203	归属母公司所有者权益	51,599	55,222	61,659	67,997
归属母公司所有者净利润	12,389	7,305	8,937	10,063	11,105	少数股东权益	2,424	2,305	2,897	3,194
少数股东损益	1,157	745	1,105	995	1,098	所有者权益合计	54,023	57,526	64,556	71,191
经营指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E	风险指标	2007	2008	2009E	2010E
平均总资产收益率	9.77%	4.47%	5.91%	5.62%	5.34%	净资本				
平均净资产收益率	38.66%	13.68%	15.29%	15.52%	15.53%	扣除代买卖证券款负债率				
管理费用率	30.87%	37.60%	30.50%	30.50%	30.50%	自营规模/净资本				
营业收入/总资产	24.35%	10.85%	13.27%	12.34%	11.73%	权益自营规模/净资本				
每股数据(元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	估值	2007	2008	2009E	2010E
每股收益	1.9	1.1	1.3	1.5	1.7	市盈率	17	29	24	21
每股净资产	15.6	8.3	9.3	10.3	11.3	市净率	2.1	3.8	3.4	3.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn

凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
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
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034