

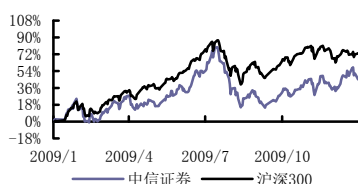
金融服务业 - 证券业

Financial Service - Security

2010 年 1 月 29 日

市场数据	2010 年 1 月 28 日
当前价格 (元)	28.47
52 周价格区间 (元)	21.08-38.18
总市值 (百万)	188769.41
流通市值 (百万)	187061.21
总股本 (百万股)	6630.47
流通股 (百万股)	6570.47
日均成交额 (百万)	3574.72
近一月换手 (%)	46.73%
第一大股东	中国中信集团公司
公司网址	http://www.cs.ecitic.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中信证券	8.66%	11.55%	49.40%
沪深 300	3.41%	5.36%	74.29%

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

短期增厚当期业绩, 长期影响偏负面

— 中信证券 (600030.SH) 控股公司股权规范问题分析

评级: 增持

- 中信证券目前对子公司中证券公司“多参多控”的持股状况显然与“一参一控”的相关规定相悖, 对华夏基金的持股数量也超过了规定比例, 因此, 公司整合旗下控股券商和基金势在必行。
- 华夏基金的股权结构问题及其解决对中信证券的影响有三条途径: 一是持股比例降低会摊薄未来收入, 从而影响估值; 二是股权转让会带来当期投资收益的大幅增加; 三是华夏基金新产品的申请被暂停, 会带来一定负面影响。
- 推测出售 25%-51% 华夏基金股权对公司 2010 年业绩的摊薄在 3.52%-7.19% 之间。但该股权转让能够创造一次性投资收益, 由此大幅增厚当年净利润。
- 中信建投证券经纪业务实力强劲, 如果中信证券转让中信建投股权, 一方面会失去过半网点, 同时, 公司经纪业务战略布局与业务密度势必受到消极影响, 其经纪业务领头羊的位置可能会不保。
- 如果中信证券采用出让中信建投股权的方式解决问题, 我们推测对经纪业务收入和净利润的负面影响分别在 4.71% 到 25.70% 之间和 3% 到 16.37% 之间; 但如果能够获得剩下的 40% 股权, 最终实现 100% 控股, 经纪业务收入和净利润则能分别得到 17.13% 和 10.92% 的提升。
- 中信证券在 2005 年重组中信建投证券时, 出资仅为 16.2 亿元, 但中信建投 2008 年净利润就达 17.39 亿元, 因此其股权转让将给当期带来丰厚的一次性投资收益。但考虑到其特殊性, 直接按照中信证券 A 股股价进行转让的可能性较小, 而予以一定折扣的可能性更大, 且由于目前我们尚不能确定中信证券整合旗下各家券商的思路, 因此也难以确定中信建投股权转让比例, 暂不进行相关的敏感性分析。
- 中信证券股权结构的解决, 会对公司估值产生一定消极影响, 但由于两项投资的初始成本都极低, 因此通过此项投资收益将带来巨额资金, 即使按照保守的资金收益率予以估测, 也能抵消一部分损失的估值, 加之近期公司股价出现了较大幅度的调整, 根据我们的盈利预测, 暂不考虑股权转让因素的前提下, 公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 1.35 元和 1.50 元, 以 2010 年 1 月 28 日收盘价为基准, 折合 21.09 倍和 18.98 倍 PE, 处于安全区间, 维持“增持”投资评级。

基金与券商“一参一控”的相关规定

按照证监会《证券投资基金管理公司管理办法》规定，主要股东最高出资比例不得超过全部出资的 49%，中外合资基金管理公司的中方股东出资比例则不受此限制。中外合资企业外资股东持股比例不得低于 25%。

按照《证券公司监督管理条例》及《关于证券公司控制关系的认定标准及相关指导意见》的规定，2 个以上的证券公司受同一单位、个人控制或者相互之间存在控制关系的，不得经营相同的证券业务，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。

中信证券控股子公司中的基金公司和证券公司

根据中信证券 2009 年中报公布的数据，中信证券总共拥有 33 家控股子公司，其中在内地注册的控股基金公司和证券公司有华夏基金、中信基金（已被华夏基金吸收合并，并于 2009 年 12 月 29 日注销）中信金通证券、中信万通证券、中信建投证券，除中信建投控股 60% 股权，中信万通控股 91.40% 股权外，另外的证券公司和基金公司都实现了 100% 控股。此外，其中报还显示中信证券持有国泰君安证券 152.08 万股股权。

中信证券目前对子公司中证券公司“多参多控”的持股状况显然与前述的相关规定相悖，对华夏基金的持股数量也超过了规定比例，因此，公司整合旗下控股券商和基金势在必行。

Figure 1 中信证券控股内地金融类公司统计

	注册资本（万元）	中信证券持股比例
中信金通证券	88,500	100.00%
中信万通证券	80,000	91.40%
中信建投证券	270,000	60.00%
华夏基金	13,800	100.00%
中信基金	10,000	100.00%
中证期货	15,000	100.00%
中信建投期货经纪有限责任公司	15,000	100.00%
金石投资	300,000	100.00%
深圳市中信联合创业投资有限公司	7,000	91.35%
中信产业基金	10,000	69.00%

资料来源：公司报告

华夏基金股权结构问题的事件分析

中信证券收购华夏基金的历史渊源

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。

但中信证券在规定期限内并未完成股权出售，因此在 6 个月到期后的 1 月 15 日，公司公告称其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。

出售华夏基金股权比例的推测

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%。华夏基金要达到股权结构的合规要求，中信证券须直接转让 51% 华夏基金股权，或引入外资，将华夏基金公司转型成中外合资。因此，预计中信证券转让华夏基金的股权比例为 25%-51%。

该事件可能带来的影响

华夏基金的股权结构问题对中信证券的影响有三条途径：一是持股比例降低会摊薄未来收入，从而影响估值；二是股权转让会带来当期投资收益的大幅增加；三是华夏基金新产品的申请被暂停，会带来一定负面影响。

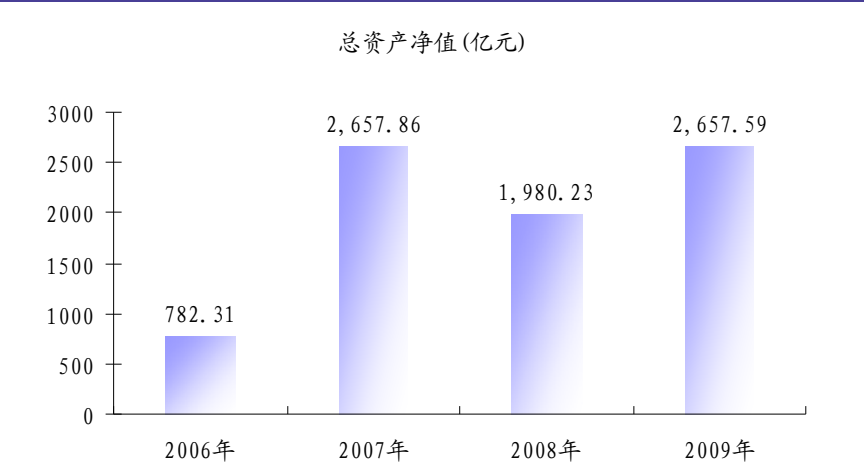
业绩摊薄方面，公司 2008 年总共实现基金管理费收入 28.28 亿元，2009 年上半年实现基金管理费收入 12.49 亿元。考虑到 2008 年华夏基金总资产净值的平均规模基本与 2009 年相当，因此我们假定 2009 年华夏基金实现收入规模与 2008 年基本相当，而考虑到 2009 年新发行的华夏沪深 300 和华夏盛世精选带来的约 450 亿元的资产净值增量，我们假定 2010 年平均资产规模比今年高出约 8%，管理费率不发生大范围变动的前提下，推测出 2010 年华夏基金能够实现约 8% 的收入增长。分别按照股权转让不同比例的假设，推测对公司收入及业绩的影响。可见出售 25%-51% 股权对公司 2010 年业绩的摊薄在 3.52%-7.19% 之间。

Figure 2 华夏基金股权转让对中信证券收入和业绩的影响测算

华夏基金股权转让 比例	对营业收入影响 (亿元)	对净利润影响 (亿元)	对 EPS 影响 (元)	影响业绩比率 %
25%	7.82	3.52	0.053	3.52%
30%	9.38	4.22	0.064	4.23%
35%	10.95	4.92	0.074	4.93%
40%	12.51	5.63	0.085	5.64%
45%	14.08	6.33	0.095	6.34%
51%	15.95	7.18	0.108	7.19%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 3 2006 年-2009 年华夏基金总资产净值统计



资料来源：Wind 资讯

华夏基金股权转让能够创造一次性的投资收益，由此能够增厚当年净利润，目前市场对中信证券近 3 年来合理的估值范围基本处于 15-25 倍 PE，假定华夏基金股权转让价格同样处于该区间，扣除原投资成本，我们推算能够带来的一次性投资收益及对当年 EPS 的影响如下：

Figure 4 华夏基金股权转让投资收益对净利润的敏感性分析

转让比例/转让 PE	5	10	15	20	25
25%	3.97	18.94	33.92	48.89	63.86
30%	6.97	24.93	42.90	60.87	78.83
35%	9.96	30.92	51.88	72.84	93.81
40%	12.96	36.91	60.87	84.82	108.78
45%	15.95	42.90	69.85	96.80	123.75
50%	18.94	48.89	78.83	108.78	138.72
51%	19.54	50.09	80.63	111.17	141.72

资料来源：世纪证券研究所

Figure 5 华夏基金股权转让投资收益对 EPS 的敏感性分析

转让比例/转让 PE	5	10	15	20	25
25%	0.06	0.29	0.51	0.74	0.96
30%	0.11	0.38	0.65	0.92	1.19
35%	0.15	0.47	0.78	1.10	1.41
40%	0.20	0.56	0.92	1.28	1.64
45%	0.24	0.65	1.05	1.46	1.87
50%	0.29	0.74	1.19	1.64	2.09
51%	0.29	0.76	1.22	1.68	2.14

资料来源：世纪证券研究所

中信建投股权规范问题的分析

持有中信建投股权的起源及持股现状

中信建投前身为华夏证券，后破产重组时，由中信证券以 16.2 亿元的代价受让华夏证券全部证券业务及相关资产，并以此作为出资，出资比例为 60%，另外 40% 股权由建银投资出资。因此加上中信金通和中信万通，目前中信证券控股中信建投、中信金通和中信万通三家券商，持股比例分别为 60%、100% 和 91.40%，这三家公司均被纳入中信证券合并会计报表范围，并不符合券商“一参一控”的要求。因此要达到监管要求，中信证券最少需要转让中信建投 11% 的股权，将持股比例降至 50% 以下，并对旗下另外两家券商进行整合，或出资收购建银投资所持有的中信建投 40% 股权，实现全资控股，再进行整合。但到目前为止尚未有明确的方案公告。

股权转让对经纪业务的影响尤为突出

中信建投证券经纪业务实力强劲，根据伟海信息网的统计数据，从市场占有率看，中信建投证券在“中信系”的 4 家券商中实力最强，2009 年其股票基金权证交易额的市场份额为 3.26%，在行业内排名第 9，超过中信证券母公司（排名第 13/ 市场份额 2.38%）、中信金通（排名第 17/ 市场份额 1.71%）和中信万通（排名第 37/ 市场份额 0.74%）。如果中信证券转让中信建投股权，其经纪业务领头羊的位置可能会不保。从网点数量上看，中信建投证券在全国拥有 106 家营业部，超过中信证券母公司，占合并报表后中信证券控股的 205 家营业部的一半以上，更重要的是，从营业网点的分布看，中信建投的网点遍及全国 20 个省市，涵盖了全国大部分范围，相比之下，中信证券母公司的网点分布仅有 12 个省市，而中信金通与中信万通的网点则主要集中在浙江和山东省内，如果中信建投的控股权丧失，中信证券经纪业务的战略布局与业务密度势必受到消极影响。固然，中信证券作为一家“AA”类券商，可以通过新设、搬

迁营业部的方式，弥补中信建投退出后留下的空白地域，但这种方式无疑会大幅增加支出，且以市场新进入者的身份进入上述地域，在经纪业务领域竞争日趋激烈的今天，市场的重新开拓，客户资源的再次获得，要达到可与原中信建投相匹配的水平，都并非易事。

Figure 6 中信建投营业部分布

上海市 (13)	江西省 (11)	广东省 (11)	北京市 (10)
湖北省 (7)	重庆市 (7)	湖南省 (7)	江苏省 (6)
山东省 (5)	辽宁省 (5)	四川省 (5)	福建省 (5)
黑龙江 (3)	浙江省 (2)	甘肃省 (2)	吉林省 (2)
天津市 (2)	海南省 (1)	河北省 (1)	陕西省 (1)

资料来源：伟海证券网

Figure 7 中信证券母公司营业部分布

上海市 (13)	北京市 (7)	广东省 (7)	江苏省 (5)
天津市 (2)	辽宁省 (1)	湖北省 (1)	河北省 (1)
陕西省 (1)	湖南省 (1)	四川省 (1)	山西省 (1)

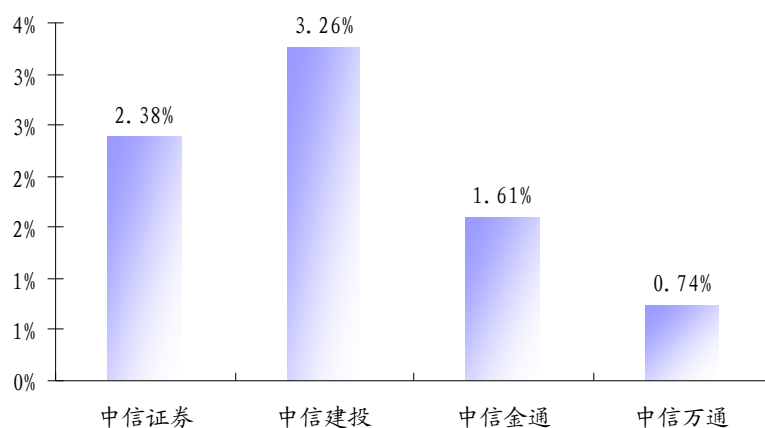
资料来源：伟海证券网

Figure 8 中信建投股权转让对中信证券经纪业务市场地位的影响

转让股权比例	0.00%	11%	20%	40%	60%
市场份额	6.68%	6.32%	6.03%	5.38%	4.72%
市场排名	1	1	1	3	4

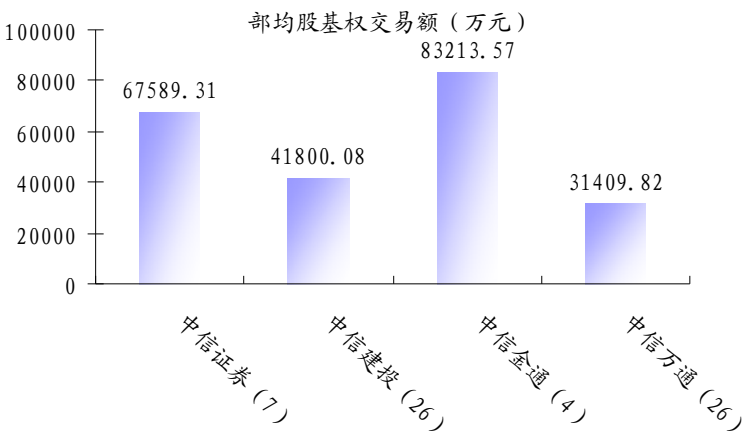
资料来源：世纪证券研究所

Figure 9 “中信系”证券公司 2009 年股基权交易额市场占有率对比



资料来源：伟海证券网、世纪证券研究所

Figure 10 “中信系”证券公司 2009 年部均股基权交易额及市场排名



资料来源：伟海证券网、世纪证券研究所

目前中信证券尚未公布 2009 年年报，根据 2009 年中信证券和中信建投证券中报数据，中信建投 60%的部分，分别占据了中信证券合并报表后，营业收入的 17.37%、净利润的 16.29、代理买卖证券业务净收入的 25.90%、证券承销业务净收入的 9.22%；而在 2008 年中信证券合并报表后营业收入的 13.99%、净利润的 12.96%、代理买卖证券业务净收入的 25.49%、证券承销业务净收入的 8.13%来自于中信建投。如果中信证券采用出让中信建投股权的方式解决问题，我们推测对经纪业务收入和净利润的负面影响分别在 4.71%到 25.70%之间和 3%到 16.37%之间；但如果能够获得剩下的 40%股权，最终实现 100%控股，经纪业务收入和净利润则能分别得到 17.13%和 10.92%的提升。

Figure 11 中信建投股权转让对中信证券收入和业绩的影响测算

转让比例	代理证券买卖净收入	承销收入	营业收入	净利润
-11%	-4.71%	-1.59%	-2.88%	-3.00%
-20%	-8.57%	-2.89%	-5.23%	-5.46%
-30%	-12.85%	-4.34%	-7.84%	-8.19%
-40%	-17.13%	-5.78%	-10.45%	-10.92%
-45%	-19.27%	-6.50%	-11.76%	-12.28%
-50%	-21.41%	-7.23%	-13.07%	-13.65%
-60%	-25.70%	-8.67%	-15.68%	-16.37%
40%	17.13%	5.78%	10.45%	10.92%

资料来源：世纪证券研究所

股权转让价格与比例仍存在较高的不确定性

中信证券在 2005 年重组中信建投证券时，出资仅为 16.2 亿元，但中信建投 2008 年净利润就达 17.39 亿元，因此其股权转让将给当期带来丰厚的一次性投资收益。但考虑到其特殊性，直接按照中信证券 A 股

股价进行转让的可能性较小，而予以一定折扣的可能性更大，且由于目前我们尚不能确定中信证券整合旗下各家券商的思路，因此也难以确定中信建投股权转让比例，暂不进行相关的敏感性分析。

投资评级

综上所述，中信证券股权结构的解决，会对公司估值产生一定消极影响，但由于两项投资的初始成本都极低，因此通过此项投资收益将带来巨额资金，即使按照保守的资金收益率予以估测，也能抵消一部分损失的估值，加之近期公司股价出现了较大幅度的调整，根据我们的盈利预测，暂不考虑股权转让因素的前提下，公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 1.35 元和 1.50 元，以 2010 年 1 月 28 日收盘价为基准，折合 21.09 倍和 18.98 倍 PE，处于安全区间，维持“增持”投资评级。

风险提示

- 1、“一参一控”问题未能如期解决，以至于影响公司参与融资融券与股指期货等创新业务；
- 2、两子公司股权转让的比例超出预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.