

投资评级

当前股价 28.47 元
投资评级 **买入**

基础数据

上证指数
总股本 (百万) 6630
流通 A 股 (百万股) 6570
流通 B 股 (百万股) 0
流通 A 股市值 (百万) 193662
总市值 (百万) 191909
每股净资产 (元) 9.29

近一年股价表现



研究员: 郭懿

电话: 010-84802074

Email: yguo@scstocks.com

报告日期: 2010.1.28

相关报告:

- 继续关注业绩相对稳定的大券商
09.07.29
- 经纪业务收入占总收入比重 73%
09.03.25

投资要点:

- 中信建投股权处理问题一直是中信证券“一参一控”问题的焦点。由于之前监管层因华夏基金股权问题已经下发批文限制新基金产品的申报, 因此我们认为中信建投股权问题也将会在近期浮出水面。
- 本报告中, 我们通过三种假设方案, 估算了中信证券转让中信建投股份后给中信证券带来的影响。假设股权转让问题在 2010 年内完成, 短期内将给公司带来一笔非常可观的投资收益。但是, 却对未来中信证券业绩影响程度达到 6%-13%。
- 根据《证券投资基金管理公司管理办法》及其若干问题的通知规定, 我们认为中信证券对华夏基金股权转让比例在 25%-51% 之间。和中信建投股权转让一样, 短期内也给中信证券带来较大的一次性投资收益, 对业绩有较大增厚。但是对未来中信证券业绩的影响将达到 3.8%-7.7%。
- 综合上述分析, 在出售华夏基金和中信建投股权后, 乐观的估算 (出售华夏基金 23% 的股权, 出售中信建投 21% 的股权) 对中信证券业绩的影响仅为 10% 左右, 悲观的估算 (出售华夏基金 51% 的股权, 出售中信建投 45% 的股权) 为 20% 左右。
- 虽然出售股权后会给中信证券带来非常可观的一次性收益, 但是这些资金的投向将成为中信证券未来的重要问题。而且多数大型证券公司均面临富裕资金使用效率低、拖累净资产收益率的问题。从中信证券的发展战略来看, 买方业务是其发展的重点, 但是经纪业务收入仍是券商最大最重要的收入来源这一现实不会改变, 因此我们认为不排除中信证券在股权转让后再次大规模收购营业部的可能, 具体实施方案有待进一步跟踪。

一、出售中信建投股权影响 6%-13%的业绩

证监会发布了《关于证券公司控制关系的认定标准及相关指导意见》，明确证券公司“一参一控”政策，即同一单位、个人，或者受同一单位、个人实际控制的多家单位、个人，参股证券公司的数目不得超过两家，其中控股证券的数量不超过一家。除汇金外，其他不符合要求的证券公司需要在 2009 年 12 月 31 日之前提交整改方案，并在 2010 年 12 月 31 日之前完成整改。

目前来看，中信证券旗下的中信金通证券、中信万通证券将以区域性子公司的形式进行整改。持有的中信建投 60%的股权，我们预计中信建投股权转让应该在 21%-45%之间，包括三种方案：

一是转让 21%的股权，这一方案是中信证券从控股股东变为参股股东转让的最小股权比例；

二是转让 41%的股权，这一方案是在买方直接成为控股股东的前提下，中信证券能保留最多股权的比例；

三是坊间传播的转让 45%的股权比例。

中信建投 2009 年实现归属母公司股东净利润 26.1 亿元，按中信证券持有其 60%的股权计算，为中信证券贡献了 15.6 亿元的净利润，约占 17.4%的比例。按照上述三种方案通过计算，我们得出以下结果：

在第一种方案下，将给中信证券带来 5.47 亿元的利润损失，对 EPS 的影响达到 -6.11%，但是可以获得出售股权后的一次性投资收益约为 36 亿元，将放到 2010 年的业绩 35.42 个百分点，增厚每股净资产 0.46 元。

在第二种方案下，将给中信证券带来 10.74 亿元的利润损失，对 EPS 的影响达到 -12%，但是可以获得出售股权后的一次性投资收益约为 70 亿元，将放到 2010 年的业绩 68.76 个百分点，增厚每股净资产 0.89 元。

在第三种方案下，中信证券带来 11.73 亿元的利润损失，对 EPS 的影响达到 -13.11%，但是可以获得出售股权后的一次性投资收益约为 77 亿元，将放到 2010 年的业绩 75.73 个百分点，增厚每股净资产 0.98 元。

图表 1: 中信建投股权转让对中信证券业绩的影响比例

股权转让比例	21%	41%	45%
损失的利润 (亿元)	5.47	10.74	11.73
对 EPS 的影响	-6.11%	-12%	-13.11%
一次性税后投资收益 (亿元)	36	70	77
对 2010 年业绩放大比例	35.42%	68.76%	75.73%
增厚每股净资产	0.46	0.89	0.98

数据来源: 江南金融研究所

如果按照上述方案出让股权后, 中信证券在 2010 年将获得巨大的一次性投资收益。在 2011 年, 中信证券的业绩将重新转向正常, 那么按照上述三种方案, 我们预测每股收益从股权出让前预期的 1.68 元下滑至 1.46-1.58 元, 下滑幅度在 6%-13% 之间。

二、出售华夏基金股权将影响 3.8%-7.7% 的业绩

根据《证券投资基金管理公司管理办法》及其若干问题的通知规定, 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%。按此规定, 中信证券转让华夏基金股权比例在 25%-51% 之间。

我们估算 2009 年华夏基金的净利润在 13.5 亿元, 在 25% 和 51% 的股权转让比例假设下, 推算出对业绩的影响最低在 3.8%-7.7% 之间。

在出售华夏基金股权后, 将给中信证券带来较大的一次性投资收益, 短期内对业绩有较大增厚。我们假设以 15 倍的市盈率出售, 预计华夏基金的价值为 202.5 亿元。如果出售比例为 25%, 则中信证券获得的一次性税后投资收益为 38 亿元 (税后); 如果出售比例为 51%, 则获得的收益为 77 亿元; 分别增厚 2010 年业绩 0.57-1.16 元, 增厚业绩的比例为 28.4%-45.5%。由于较大的投资收益产生 2010 年较高的同比基数, 因此 2011 年中信证券的业绩将出现较大幅度的下滑。

虽然短期内获得的一次性投资收益, 但是对中信证券的市值会产生一定负面的影响。我们以 2010 年 1 月 21 日中信证券 22 倍的市盈率计算, 出售 25%-51% 的华夏基金股权给中信证

券市值带来的损失为 23.6 亿元和 48.2 亿元，相当于目前总市值的 1.2% 和 2.5%。

图表 2：华夏基金股权转让对中信证券业绩的影响比例

股权转让比例	25%	51%
损失的净利润（亿元）	-3.5	-7.1
对 EPS 的影响	-3.8%	-7.7%
一次性税后投资收益（亿元）	38	77
业绩放大比例	28.4%	45.5%
出售华夏基金带来的市值损失（亿元）	23.6	48.2
总市值损失比例	1.2%	2.5%

数据来源：江南金融研究所

三、综合出售两项股权的影响分析

综合上述分析，在出售华夏基金和中信建投股权后，乐观的估算（出售华夏基金 23% 的股权，出售中信建投 21% 的股权）对中信证券业绩的影响仅为 10% 左右，悲观的估算（出售华夏基金 51% 的股权，出售中信建投 45% 的股权）为 20% 左右。

从目前来看，多数大型证券公司在融资后均拥有较多的富裕资金，但这些富裕资金的使用效率不高，拖累了净资产收益率。虽然出售股权后会给中信证券带来非常可观的一次性收益，但是这些资金的投向将成为中信证券未来的重要问题。从中信证券的发展战略来看，买方业务是其发展的重点，但是经纪业务收入仍是券商最大最重要的收入来源这一现实不会改变，因此我们认为不排除中信证券在股权转让后再次大规模收购营业部的可能，具体实施方案有待进一步跟踪。

我们认为未来出售子公司股权对中信证券的整体影响偏负面，但是从公司的估值来看，在不考虑子公司股权转让的前提下，中信证券 2010 年 EPS 为 1.49 元，对应的动态 PE 为 20 倍。我们仍维持买入的投资评级。

图表 3: 利润表 (单位: 百万元)

	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
一、营业收入	21784.22	23850.87	26395.42
手续费及佣金净收入	16817.84	18094.45	20130.76
其中: 代理买卖证券业务净收入	10812.82	10272.18	10683.07
证券承销业务净收入	2,674.26	4011.39	5214.81
受托客户资产管理业务净收入	194.83	204.57	265.94
基金管理公司收入	3,135.92	3,606.31	3,966.94
利息净收入	1279.21	1343.17	1410.33
投资净收益	3575.88	4291.05	4720.16
汇兑净收益	4.60	4.83	5.07
其他业务收入	106.70	117.36	129.10
二、营业支出	9169.79	9354.86	9890.87
营业税金及附加	1089.21	1192.54	1319.77
业务及管理费	7989.79	8069.69	8473.17
资产减值损失	-283.74	28.37	28.37
其他业务成本	13.97	12.57	13.83
三、营业利润	12614.42	14496.01	16504.54
营业外收入	43.14	45.30	47.57
营业外支出	24.17	25.38	26.65
四、利润总额	12633.40	14515.94	16525.46
减: 所得税	3032.02	3483.82	3966.11
五、净利润	9601.38	11032.11	12559.35
归属于母公司所有者的净利润	8632.58	9869.55	11164.28
少数股东权益	968.80	1162.56	1395.07

数据来源: 江南金融研究所

图表 4: 公司估值及财务数据

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润 (百万元)	8050.23	9601.38	11032.11	12559.35
增长率 (%)	-73.92%	19.27%	14.90%	13.84%
每股收益	1.10	1.30	1.49	1.68
增长率 (%)	-70.52%	2.42%	10.93%	5.65%
每股净资产	8.33	8.99	9.44	10.01
净资产收益率 (%)	13.23%	14.47%	15.76%	16.82%
市盈率 (倍)	26.5	22.4	19.6	17.3
市净率 (倍)	3.5	3.2	3.1	2.9

数据来源: 江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003