

中信证券(600030)

——中信建投和华夏基金的股权还是卖了好

推荐

调升评级

金融/证券

2010年2月10日

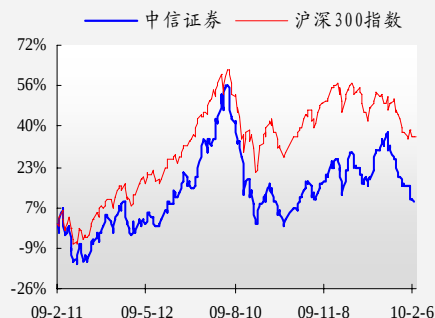
投资要点:

- 2009年以来,中信证券的股价走势一直低于证券行业的整体表现,中信证券的估值水平与证券行业的差距也在扩大。股权转让是压制中信证券股价的一个利空因素。另外,由于股权问题没有及时解决,中信证券将面临着不能开展创新试点的监管限制。一方面是卖的担忧,一方面是不卖的监管限制,本来价值就低估的中信证券在双重利空的夹击下,股价一路下行。
- 若想解决对中信建投一参一控的问题,中信证券应该出售中信建投的股权比例为应该在20%-60%之间,将减少4.98%-14.89%的净利润。出售华夏基金公司股权大约比例在25%-51%之间,将减少2.9%-5.9%的净利润。总体来说对公司的业绩影响不大。
- 短期来看,中信证券出售中信建投的股权,尽管会减少经纪业务收入,但从长远角度上来说,随着创新业务的发展,经纪业务收入在公司的业绩贡献中占比越来越低,经纪业务已不是公司业务收入的主流,创新业务将成为提升公司业绩的主要动力。卖出盈利能力较低的业务,并将所获取的资金开拓盈利能力较高的创新业务,对公司的发展来说是好事。
- 虽然中信建投和华夏基金的股权出售以后,传统业务贡献的业务利润将减少,随着创新业务的开展和壮大,创新业务贡献的利润能足以弥补这一损失。2010年,预计创新业务能为中信证券的EPS增厚0.5元左右。因此,中信建投和华夏基金的股权还是卖了好,早卖好。目前中信证券估值水平较低,股价没有反应出创新业务的成长空间,给予推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	1,770,762	(42.64)	730,500	(41.04)	1.10		24.8	
2009E	2,084,852	17.7	1,006,004	25.0	1.35		20.2	
2010E	2,263,309	8.6	963,361	-4.2	1.32		20.6	
2011E	2,158,759	-4.6	735,679	-23.6	1.01		27.0	

走势图



市场数据

2010-2-10

收盘价:	27.25 元
52周最高价:	38.80 元
52周最低价:	20.01 元
平均持仓成本:	29.48 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	663,047
流通A股(万股):	663,047
每股收益(元):	0.95
每股净资产(元):	8.75
每股经营现金流(元):	6.71
市净率:	3.11

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

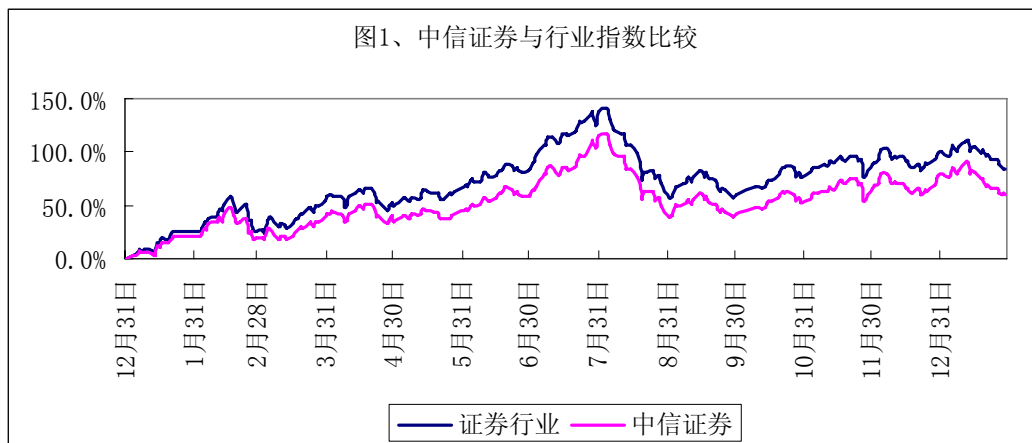
邮编: 200002

2009年以来，在中信建投和华夏基金股权转让的担忧下，中信证券的股价走势一直低于证券行业的整体表现，中信证券的估值水平与证券行业的差距也在扩大。股权转让是压制中信证券股价的一个利空因素。

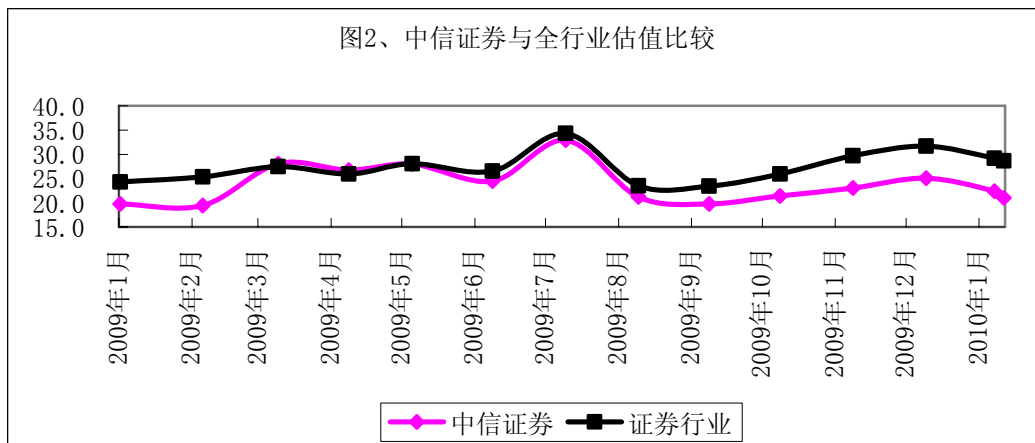
另外，由于股权问题没有及时解决，中信证券将面临着监管部门的惩罚。2010年1月15日晚间，证监会下了“通牒”，要求中信证券解决对华夏基金的股权超比例持有问题，并处以对华夏基金停止新产品申请的处罚。同样由于对控股子公司中信建投违反券商“一参一控”的监管要求，中信证券也将面临着不能开展融资融券和股指期货试点的监管限制。

一方面是卖的担忧，一方面是不卖的监管限制，本来价值就低估的中信证券在双重利空的夹击下，股价一路下行。

我们认为，中信证券转让中信建投和华夏基金的股权以后，对中信证券的盈利能力影响较小，另外，作为净资本规模排在行业前列的券商，中信证券创新业务资格受限制的可能性也较小，创新业务给中信证券带来的业绩贡献足以弥补股权转让以后传统业务缩减的损失。因此，我们认为目前中信证券的价值是低估的。



资料来源：东北证券研究所



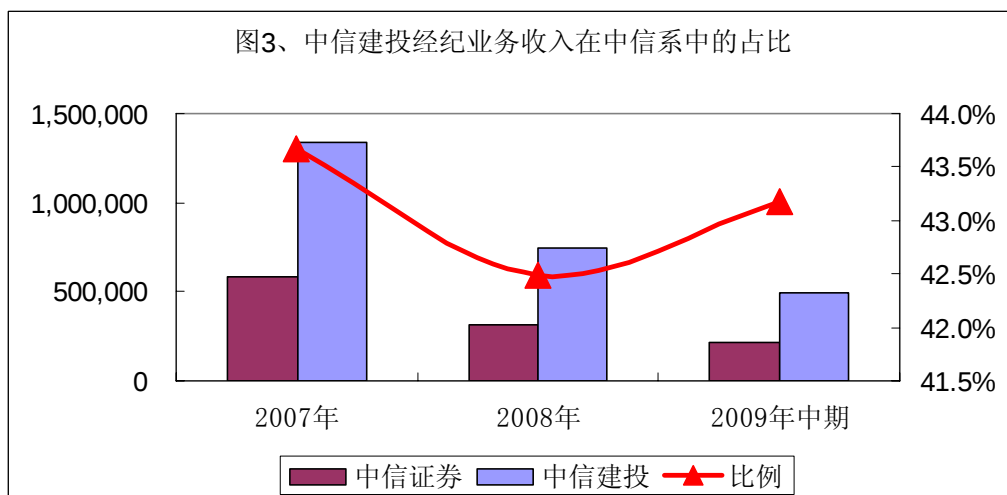
资料来源：东北证券研究所

二、股权转让的影响

1、中信建投股权转让

(1) 中信建投股权转让对中信证券经纪业务收入影响大

中信证券此次股权转让，将丧失对中信建投的控股权，此项转让，对中信证券的经纪业务收入影响较大。目前，中信建投拥有 105 家营业部，在整个中信系中占比为 51.7%，中信建投的经纪业务市场份额，历年稳定在 3% 以上，一直处于行业前 10 名，中信建投的经纪业务收入是整个上市公司经纪业务收入的主要支柱，因此转让中信建投股权对中信证券的经纪业务收入影响较大。



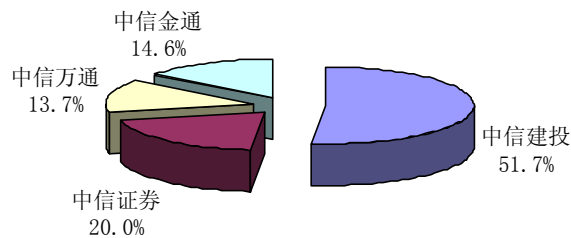
资料来源：东北证券研究所

表 1、中信系各券商经纪业务市场份额

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
中信建投	3.1%	3.19%	3.1%	3.3%
中信证券	2.6%	2.49%	2.5%	2.4%
中信金通	1.2%	1.42%	1.4%	1.6%
中信万通	0.6%	0.66%	0.7%	0.7%

资料来源：东北证券研究所

图4、中信系各家券商营业部占比

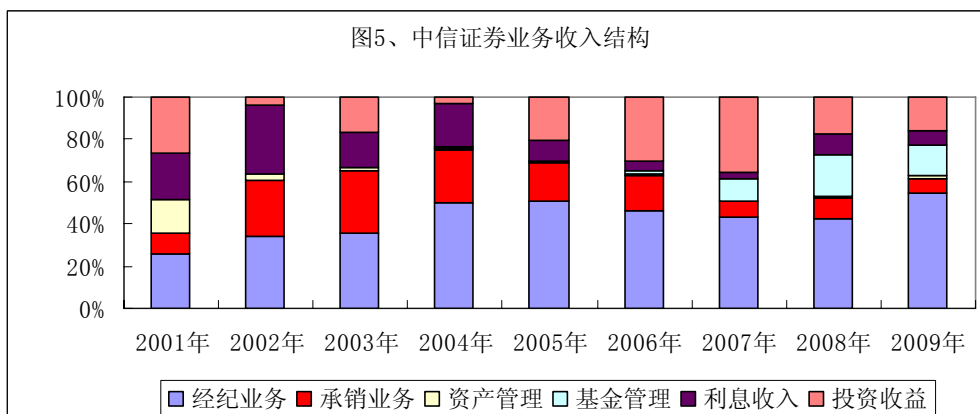


资料来源：东北证券研究所

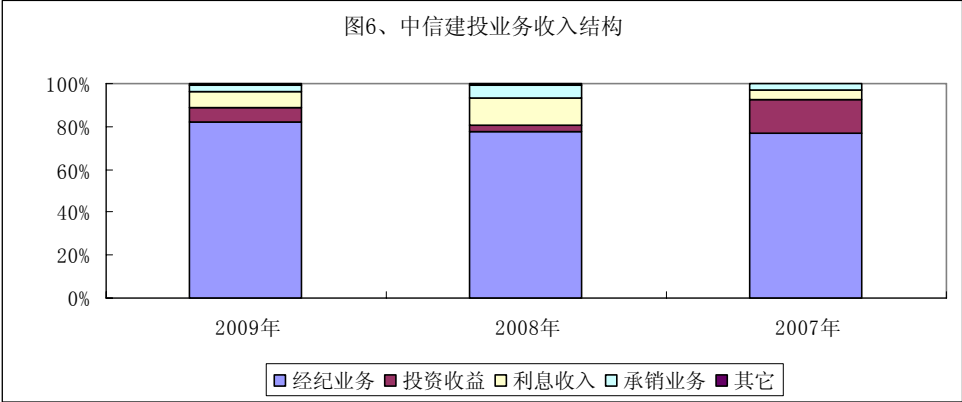
（2）中信建投股权转让对中信证券整体业务收入影响小

中信建投的股权转让对中信证券经纪业务收入影响明显，但对中信证券的总体业务收入和税后利润影响较小。中信证券业务收入来源丰富，在业务收入结构中，经纪业务收入占比虽高，但没有处于绝对垄断地位，而中信建投的业务收入却主要以经纪业务收入为主，因此，转让中信建投股权主要是对经纪业务的影响，对中信证券整体业务收入影响较小。

图5、中信证券业务收入结构



资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

表 2、中信建投为中信证券的业绩贡献 单位：万元

	公司名称	营业收入	营业利润	利润总额	净利润	归属母公司所有者净利润
2007 年	中信证券	3087111.4	1986293.5	1990417.3	1354578.6	1238852.1
	中信建投	774066.1	451535.6	453004.5	244991.0	244991.0
	占比	15.04%	13.64%	13.66%	10.85%	11.87%
2008 年	中信证券	1770825.7	954330.0	956137.7	805022.9	730500.1
	中信建投	413028.5	218977.7	221354.6	173874.2	173874.2
	占比	14.0%	13.8%	13.9%	13.0%	14.3%
2009 年 1H	中信证券	899177.0	575278.3	575538.6	433487.1	382666.5
	中信建投	260307.3	156224.5	156160.3	117788.1	117788.1
	占比	17.4%	16.3%	16.3%	16.3%	18.5%

资料来源：东北证券研究所

2007 年以来，中信建投为母公司贡献的净利润分别为 11.87%、14.3%和 18.5%，平均值为 14.89%。若想解决对中信建投一参一控的问题，中信证券应该出售的股权比例为应该在 20%-60%之间，那么中信证券归属于母公司所有者净利润将减少 4.98%-14.89%。

2、华夏基金股权转让

目前中信证券持有华夏基金公司 100 % 的股权，而根据中国证监会的有关规定，对中资公司来说，基金公司主要股东的最高出资比例不超过全部出资的 49 %，对中外合资基金管理公司来说，外国合营者的投资比例一般不低于 25 %。这意味着，中信证券必须卖出华夏基金公司 25%—51%的股权。按 2009 年上半年的业绩，在这个转让范围内，华夏基金股权转让对中信证券的业绩影响是将减少 2.9%—5.9%的净利润。总体来说对公司的业绩影响不大。

表 3、华夏基金为中信证券的业绩贡献

单位：元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年中期
基金资产净值规模	58,852,652,366	221,984,268,925	198,022,994,533	224,372,229,186
基金管理费收入	551,390,000	2,029,116,747	2,828,134,810	1,154,000,000
基金净利润	119,840,000	1,002,940,000	1,224,000,000	499,444,367
中信证券净利润	2,586,268,779	13,545,785,865	8,050,229,272	4,334,871,439
基金净利润占母公司比重	2.78%	7.4%	15.2%	11.5%

资料来源：东北证券研究所

二、净资本实力进一步提升

2008 年，华夏基金实现的净利润为 12.2 亿元，每股收益 5.12 元，参照博时基金 10 倍市盈率的转让价格，在 25%—51% 的股权受让范围内，中信证券转让华夏基金可获得 30.5 亿元至 62.2 亿元的现金收益。

2009 年，中信建投共实现 26.06 亿元的净利润，每股收益 0.97 元，在 10 倍市盈率的定价下，如果中信证券将转让中信建投 20%—60% 的股权，中信证券将获得 52.3 至 152.1 亿元的现金收益。

尽管建投及华夏基金股权转让将削弱公司盈利水平，但公司资本实力也将由此进一步提升。两项股权转让，中信证券将获得 82.9 亿元至 219.3 亿元的现金收入，增厚每股净资产 1.25 元至 3.3 亿元。直投业务、产业投资基金、融资融券和股指期货等创新业务，对净资本的要求比较高，资本金的扩大，将有利于中信证券创新业务的发展。

三、股权转让价款不会变成沉冗资本

在没有创新业务开展的情况下，如果出售中信建投和华夏基金的股权，鉴于目前中信证券净资本规模庞大，股权转让所得将会变成闲余资金沉淀下来。但随着融资融券业务的开展，股权出售后的收入却不会变成沉冗资本，将能为公司创造更高的业务收入。虽然中信建投和华夏基金的股权出售以后，传统业务给中信证券贡献的业务收入将减少，但创新业务贡献的利润能足以弥补这一块损失。股权转让以后，中信证券净资本规模将会大幅度扩张，这样公司将有更多的资金开展融资融券业务，还可能对下属的直投公司、产业基金以及期货公司注资，促进这些业务的发展。

根据媒体透露的消息，融资融券业务的利息水平将参照半年期贷款利率（目前为 4.86%）的水平，手续费大约为 3%，按照融资融券期限不能超过半年的规定，一年期融资融券的收费标准应该是 11.9%。

表 3、融资融券业务收入测算

单位：亿元

			20%	30%	40%	50%
原有资本金	358	11.90%	8.5	12.8	17.1	21.3
最低股权转让所得	82.9	11.90%	1.97	2.96	3.95	4.93
最高股权转让所得	219.3	11.90%	5.22	7.83	10.44	13.05
合计			10.50 或 13.7	15.75 或 20.6	21.01 或 27.5	26.26 或 34.4

资料来源：东北证券研究所

按照中信证券的调查测算，公司目前客户实际上的融资需求在 100 亿元左右，但随着融资融券业务的开展，很多没有试点业务资格券商的客户可能会流向资本规模比较大且具有试点资格的券商，因此，当融资融券业务正式开展时，中信证券用来开展创新业务的资金规模要远远大于 100 亿元，因此，融资融券业务给中信证券带来的业务收入接近 15 亿元。另外，新涌入的客户还会带来大量的交易佣金收入。

四、创新业务是业务发展总趋势

从美国高盛等投资银行的业务发展趋势上来看，国外的投资银行的业务收入来源丰富，业务收入结构越来越复杂，经纪业务收入对公司的业绩贡献相对较小，其他如资产管理、兼并收购等创新型的业务逐渐成为公司的主流。

对国内券商来说，经纪业务竞争激烈，竞争手段主要是价格竞争，因此整个行业的佣金率水平一直呈下降趋势，经纪业务的利润率也越来越低。在上海、深圳、广州等地区，经纪业务的佣金率已降到万分之五。随着融资融券和股指期货的开展，试点券商为吸引客户，扩大优质客户的占有率，甚至可能会推出免佣金的策略。届时，经纪业务将会出现新一轮的价格战。

短期来看，中信证券出售中信建投的股权，尽管会减少经纪业务收入，但从长远角度上来说，随着创新业务的发展，经纪业务收入在公司的业绩贡献中占比越来越低，经纪业务已不是公司业务收入的主流，创新业务将成为提升公司业绩的主要动力。卖出盈利能力较低的业务，并将所获取的资金开拓盈利能力较高的创新业务，对公司的发展来说是好事。

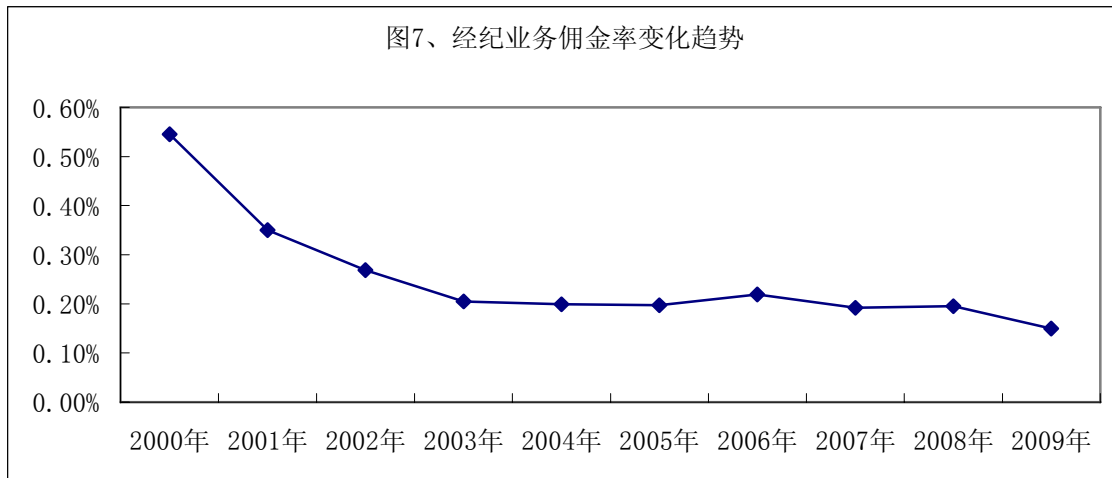
表 4、美国证券行业主要收入占比

单位：%

	1976	1980	1990	2000	2002
经纪业务	45.84	35.45	16.43	13.74	18.54
承销业务	12.27	8.28	6.03	6.9	8.86
自营业务	17.55	19.58	24.38	18.23	9.18
资产管理	0	1.75	7.2	9.63	8.4

利差收入	7.89	13.03	5.69	9.11	4.03
其它	7.84	10.78	32.18	40.63	37.22

资料来源：彭博



资料来源：东北证券研究所

四、创新业务发展空间巨大

中信证券净资本规模领先、盈利能力较强，是最适合开展创新业务的公司。目前，直投业务已有 9 亿元左右的浮盈，占 09 年净利润的 10%。保守估计，融资融券和股指期货也将能为公司带来 15 亿元以上的业绩贡献。中信产业基金在不久的将来也能为公司贡献丰厚的利润。

1、直投业务

创业板推出以后，目前，中信证券已完成 4 个直投项目的 IPO，潜在收入贡献达 9 亿元，投资收益率达到 10 倍。

表5、直投业务浮盈

单位：万股/万元

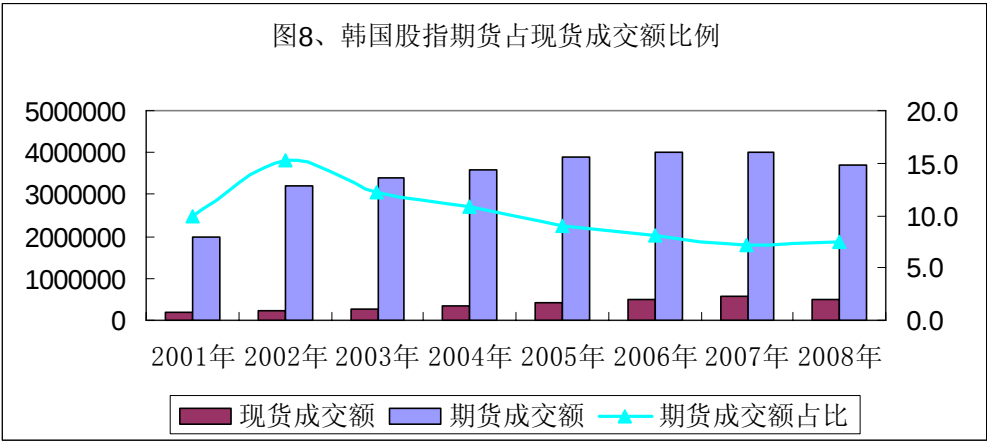
投资对象	持股数	投资成本	目前市值	浮盈	投入时间	上市时间	限售期
神州泰岳	210	2,772	25,683	22,911	2009.5.18	2009.10.30	36 个月
机器人	320	2,560	23,488	20,928	2008.6.3	2009.10.30	12 个月
威创股份	802	2,941	28,792	25,851	2007.8.28	2009.11.27	12 个月
理工监测	250	625	21,275	20,650	2007.6.26	2009.12.18	12 个月
总计	1582	8898	99,238	90,340			

资料来源：东北证券研究所

2、股指期货

从已经推出股指期货的新兴资本市场的情况来看，股指期货的交易额要远远高于

现货市场的交易额，可能会达到股票现货市场交易额的 5 倍以上甚至是更高。从目前我国开展股指期货仿真交易的情况看，交易活跃程度已经相当高。



资料来源：东北证券研究所

我国开展股指期货，在试点期间，由于准入门槛较高、期货品种较少，股指期货交易规模可能不会太大，试点阶段股指期货将带来的佣金收入较少。但是，随着试点结束，投资监管经验成熟，交易品种将更加丰富，准入门槛将要降低，国内投资者的交易偏好也将在期货市场完全显现出来，这时，期货交易额将远超股票交易额。根据敏感性分析，股指期货一旦全面展开，将带来 300 亿元以上的佣金收入。另外，股指期货的保证金将为券商带来利息收入。

表6、股指期货带来的佣金收入 单位：亿元

		现货交易额										
		1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000	2100	2200	2300	2500
期货占现货交易额比重	90%	46	50	53	56	60	63	66	69	73	76	83
	100%	51	55	59	62	66	70	74	77	81	85	92
	200%	103	110	118	125	132	140	147	154	162	169	184
	300%	154	165	176	187	198	209	221	232	243	254	276
	400%	206	221	235	250	265	279	294	309	323	338	368
	500%	257	276	294	312	331	349	368	386	404	423	459
	600%	309	331	353	375	397	419	441	463	485	507	551
	700%	360	386	412	437	463	489	515	540	566	592	643
	800%	412	441	470	500	529	559	588	617	647	676	735
	900%	463	496	529	562	595	628	662	695	728	761	827

资料来源：东北证券研究所

鉴于券商在营业网点、研究实力、资金规模以及客户资源等方面的传统优势，我

们认为券商系期货公司在股指期货业务上的市场份额将远超传统期货公司。特别是获取 IB 业务资格的券商将成为股指期货的最大受益者。获得 IB 业务资格券商可通过该项业务接受期货公司委托，为期货公司介绍客户参与期货交易并提供其他相关服务。另外，获取全面结算会员资格的期货公司比结算会员资格的期货公司将有更大的自由空间。目前中信证券全资控股的中证期货公司具有全面结算会员资格，并且可以分享中信证券的客户资源，预计中证期货的期货交易佣金收入能占到 5% 的市场份额。

表7、部分上市券商旗下期货公司业务资格对比

券商	期货公司	资本金（亿元）	持股比例	金融期货牌照
中信证券	中证期货	1	100%	经纪、全面结算、IB
光大证券	光大期货	1.5	100%	经纪、全面结算、IB
广发证券	广发期货	1.2	100%	经纪、全面结算、IB
海通证券	海通期货	1	66.67%	经纪、交易结算、IB
长江证券	长江期货	1	100%	经纪、交易结算、IB
宏源证券	宏源期货	1	100%	经纪、交易结算、IB
国金证券	国金期货	0.8	95.50%	经纪、交易结算

资料来源：东北证券研究所

3、产业基金

目前中信产业基金已募集 90 亿人民币。作为中信产业基金宏伟蓝图里第一笔的绵阳基金已经投资了包括会稽山绍兴酒、万得资讯等在内的十家企业，投资额达 20 多亿元，剩下的近 70 亿预计在两、三年左右投完，每年投入 20-30 亿元左右。绵阳基金所投企业中，有的已经申报了 IPO，今年会有更多企业上报 IPO。目前绵阳基金手头筹备的项目还有几十个。

中信产业基金在进行项目投资时，能够提供专业的增值服务，帮助企业做战略规划和咨询，完善治理机制和结构，强化激励机制，完善管理层队伍的构建，帮助企业开拓市场以及进入国际市场，建立市场营销队伍，提升企业的运营管理和供应链管理，降低运营成本，帮助其树立一个好的品牌，帮助企业进行资本运作（包括 IPO、发债，重新规划其资本结构），帮助其对外收购，实现行业横向与纵向整合等。为了实现对企业的后续支持，中信产业基金的投资管理团队还包括来自麦肯锡的战略管理和兼并收购专家、GE 的供应链专家、宝洁的品牌营销专家等。因此绵阳基金积累了很多优质项目，并且拿到了很多难拿的项目。

中信证券投资绵阳基金 11 亿元，持有中信产业基金 71%的股权。中信产业基金是绵阳基金的普通合伙人和执行事务合伙人。绵阳基金最低预期收益率为 10%/年，在基金达到最低预期收益率的前提下，普通合伙人提取基金总收益的 20%，若基金收益未达到最低预期收益率，普通合伙人无权取得收益分成。其管理费为 2%/年。目前，中信产业基金很多项目正处于孵化期，一旦时机成熟，各个项目便可以通过 IPO 上市，将为中信证券贡献 10 倍的利润。

五、价值低估，股价没有反应出创新业务的成长空间

虽然中信建投和华夏基金的股权出售以后，传统业务贡献的业务利润将减少，随着创新业务的开展和壮大，创新业务贡献的利润能足以弥补这一损失。目前直投业务已经有 9 亿多元的浮盈，融资融券也能带来接近 15 亿元左右的收益，中证期货的期货交易佣金收入预计能占到 5%的市场份额。不含产业基金的业务贡献，2010 年，预计其他 3 项创新业务能为中信证券的 EPS 增厚 0.50 元左右。因此，中信建投和华夏基金的股权还是卖了好，早卖好。

目前中信证券估值水平较低，股价没有反应出创新业务的成长空间，给予推荐的评级。

表8、券商股股指及投资评级

	09 年 EPS	股价	P/E	P/B	投资评级
中信证券	1.35	26.82	19.9	3.06	推荐
海通证券	0.55	16.87	30.7	3.3	谨慎推荐
招商证券	0.63	30.08	47.7	5.3	谨慎推荐
光大证券	0.93	26.71	28.7	4.25	谨慎推荐
长江证券	0.8	17.11	21.4	4.71	谨慎推荐
国元证券	0.63	17.81	28.3	2.81	中性

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。