

中信证券(600030)

——子公司股权转让公告点评

推荐

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2010 年 3 月 15 日

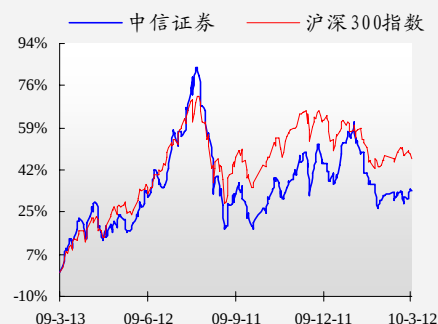
投资要点:

- 在融资融券资格评审进入到关键时期,中信证券公告其下属子公司股权转让进展情况,在其子公司股权转让已取得重大突破的情况下,说明中信证券受“一参一控”的约束已很小,可以预测,公司基本能进入第一批融资融券试点名单。
- 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,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%。若卖出华夏基金公司 25%-51%的股权对中信证券的业绩影响是将减少 2.9%-5.9%的净利润。
- 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。
- 中信证券是最适合开展创新业务的公司之一。目前,直投业务已有 16.5 多亿元左右的浮盈,占 09 年净利润的 18.5%。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。
- 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 0.5 元左右。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,因此,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(%)
2009	1,770,762	(42.64)	730,500	(41.04)	1.10		25.2	
2008E	2,084,852	17.7	1,006,004	25.0	1.35		20.5	
2009E	2,263,309	8.6	963,361	-4.2	1.32		21.0	
2010E	2,158,759	-4.6	735,679	-23.6	1.01		27.4	

走势图



市场数据

2010-3-12

收盘价:	27.71 元
52 周最高价:	38.80 元
52 周最低价:	20.51 元
平均持仓成本:	28.92 元

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	663,047
流通 A 股(万股):	663,047
每股收益(元):	1.35
每股净资产(元):	9.29
每股经营现金流(元):	
市净率:	2.98

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)63367000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

2010年3月13日，中信证券发布公告，宣布中信建投与华夏基金股权转让已取得重大进展。

一、股权转让能保证公司进入第一批融资融券试点名单

在融资融券资格评审进入到关键时期，中信证券公告其下属子公司股权转让进展情况，在其子公司股权转让已取得重大突破的情况下，说明中信证券受“一参一控”的约束已很小，可以预测，公司基本能进入第一批融资融券试点名单。

二、股权转让对中信证券的盈利能力影响较小

1、中信建投股权转让的影响

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。

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%。

表1、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

2、华夏基金股权转让的影响

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%，对外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 2、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 10.9%。

表 3、融资融券业务收入测算

单位：亿元

参与融资融券资金比例			20%	30%	40%	50%
原有资本金	358	10.90%	7.80	11.71	15.61	19.51
最低股权转让所得	82.9	10.90%	1.81	2.71	3.61	4.52
最高股权转让所得	219.3	10.90%	4.78	7.17	9.56	11.95
融资融券收入合计			9.61 或 12.59	14.42 或 18.88	19.22 或 25.17	24.03 或 31.46
融资融券收入/营业收入			4.6%或 6.0%	6.9%或 9.0%	9.2%或 12.0%	11.5%或 15.0%

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，保守估算，刚开始阶段，融资融券业务给中信证券带来的业务收入大约为 9.6—12.6 亿元，占营业收入的比重大约为 4.6%—6.0%。另外，新涌入的客户还会带来大量的交易佣金收入。

四、目前股价没有反应出创新业务的发展空间

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之一。目前，直投业务已有 16.5 多亿元左右的浮盈，占 09 年净利润的 18.5%。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 5 个直投项目的 IPO，潜在收入贡献达

16.5 亿元，投资收益率达到 6.9 倍。

表 4、直投业务浮盈

单位：万股/万元

持股公司	投资对象	投入时间	持股数(万股)	持股比例(发行前)	投资成本(万元)	浮盈(万元)	限售期(月)
金石公司	神州泰岳	2009.5	210	2.22%	2772.0	22636.0	36
金石公司	机器人	2008.6	320	6.96%	2560.0	20890.0	12
中信创投	威创股份	2007.8	802	5%	2941.0	25065.0	12
中信创投	理工监测	2007.6	250	5%	625.0	21075.0	12
金石公司	昊华能源	2007.12	2400	7%	15120.0	76080.0	12

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。

目前上市券商，绝大多数都控股了相应的期货公司，未来股指期货的交易者主要来自券商的客户资源，因此，各家期货公司的股指期货业务市场占有率主要取决于控股股东券商的市场占有率，其次取决于期货公司本身的市场占有率。从业绩贡献总量来说，经纪业务市占率高的券商，特别是具备全面结算会员资格的券商受益较高。

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 5、部分上市券商旗下期货公司业务资格对比

	交易所会员类型	控股期货名称	持股比例	经纪业务份额
中信证券	全面结算会员	中证期货	100%	4.70%
广发证券	全面结算会员	广发期货	100%	3.90%
光大证券	全面结算会员	光大期货	100%	3.10%
华泰证券	全面结算会员	长城伟业	60%	6.20%
招商证券	普通结算会员	招商期货	100%	4.10%
海通证券	普通结算会员	海通期货	64%	4.10%
长江证券	普通结算会员	长江期货	100%	1.40%
东北证券	普通结算会员	渤海期货	96%	0.70%
宏源证券	普通结算会员	宏源期货	100%	1.30%
国金证券	普通结算会员	国金期货	96%	0.70%

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，将为中信证券贡献数倍的利润。

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 16.5 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。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，因此，给予推荐的评级。

表6、券商股估值及投资评级

名称	市盈率	流通市值[亿元]	总市值[亿元]	投资评级
中信证券	21.7	1806.2	1822.7	推荐
广发证券	28.6	48.7	1326.5	谨慎推荐
海通证券	29.7	685.6	1409.4	谨慎推荐
华泰证券	33.1	123.1	1255.5	谨慎推荐
招商证券	37.9	103.2	1032.3	谨慎推荐
光大证券	38.1	143.6	943.7	谨慎推荐
长江证券	31.6	198.0	388.4	谨慎推荐
国元证券	35.1	145.6	364.3	谨慎推荐

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。