



中信证券(600030): 转让子公司股权, 迎战融资融券

金融行业研究员: 李海燕 日期: 2010年3月16日

事件:

3月13日, 中信证券发布公告称, 为符合监管要求, 拟于近期转让中信建投和华夏基金等子公司的部分股权, 转让方式为挂牌。目前, 上述股权转让事项已取得重大进展。待上述股权转让的具体方案确定后, 分别提交董事会和股东大会审议。中信证券表示未来完成转让交易后将解决公司与中信建投证券之间的同业竞争, 同时规范持股比例使公司符合《证券投资基金管理公司管理办法》及相关监管要求。

评论:

1、股权转让事项目前已取得进展

在整改大限来临之前, 在融资融券即将放行之际, 中信证券子公司股权公文终于有了实质性的突破。中信证券近日发布公告称, 公司挂牌转让华夏基金和中信建投部分股权事宜已取得重大进展, 近期将公布方案。此外, 股权转让事项需获得财政部、证监会的批准, 并将根据相关规定, 通过审计、评估, 以挂牌方式转让。在股权转让的具体方案确定后, 分别提交董事会、股东大会审议。

公司拟转让部分中信建投证券有限责任公司的股权, 以解决与中信建投证券有限责任公司之间的同业竞争; 与此同时, 公司拟转让部分华夏基金管理有限公司的股权, 以规范持股比例。

2、获得首批试点资格几无悬念

在融资融券即将启动和“一参一控”可能成为试点资格参考指标的背景下, 股权处理的提速无疑将从实际上和市场预期上提高公司获批试点资格的可能性。出售股权本质上对中信证券不利, 目前的估值已经反映子公司股权转让的最坏预期, 因此公司公告子公司股权转让进展无疑是利好, 利于推动股价修复。

所谓“一参一控”, 即一家机构或者受同一实际控制人控制的多家公司参股证券公司的数量不得超过两家, 其中控股证券公司的数量不得超过一家。为避免同一股东旗下的证券公司间的关联交易与同业竞争, 2009年4月23日国务院正式颁布《证券公司监督管理条例》后, 证监会对证券行业提出了“一参一控”的政策要求。

而中信证券子公司股权转让问题早已提上议事日程, 1月16日证监会暂停华夏基金新产品审批、而后相关官员对融资融券试点资格的相关表态则加速了其股权转让问题的解决。在目前, 对华夏基金的监管限制即将升级、融资融券首批试点即将获批的背景下, “中信证券股权转让事项已取得重大进展”也正沿着预定轨道前行。

3、融资融券试点的最佳之选

中信证券在创新业务上绝对领先, 无论是从中信证券自身的综合竞争力和准备情况、还是从融资融券试点本身确保成功的角度来看, 中信证券是融资融券试点的最佳之选。融资融券试点及股指期货推出初期贡献5%-10%, 长期贡献有望超过30%。而作为沪深300第5大权重股, 公司将双重受益于股指期货与融资融券的推出。

作为我国规模最大的券商之一, 中信证券旗下拥有华夏基金(100%控股)、中信建投证券(控股60%)两大资本市场上知名的基金和券商, 并且成为中信证券的重要利润来源。其中, 中信建投2009年营业收入60亿元, 净利润达26亿元; 华夏基金作为国内最大的公募基金, 预计其2009年净利润在12亿元左右。

从经营的基本面来看, 中信建投在投行、资管和自营等业务方面对中信证券的贡献份额较小, 其贡献主要体现在经纪业务上。在中信证券目前8.19%的经纪业务市场份额中, 中信建投贡献了其中的3.28%。然而, 由于中信证券业务收入对经纪业务的依赖度只有40%-50%, 远低于竞争对手70%的水平, 这将有利于减少出售中信建投对公司业绩造成的负面影响。从业绩贡献度来看, 根据07年至09年的业绩情况, 中信建投和华夏基金对公司业绩的贡献份额平均分别为15%和12%。

即使在最为悲观的出售方案之下，公司目前的估值仍具有较大优势。虽然中信建投和华夏基金股权出售的比例暂未确定，但即使我们假设最为悲观的情形（即出售中信建投和华夏基金股权的比例分别为 60%和

51%），在不考虑当期出售收益和再投资收益的情况下，公司 10 年的 EPS 约为 1.16 元。目前公司股价对应 10 年的 PE 仅有 23.9 倍，在行业中的估值优势较为明显。

4、具体转让方案尚未公布，不确定因素依然存在

从公告内容来判断，目前转让事项虽已取得重大进展，仍处在转让的总体框架初定的阶段，还需要董事会、股东会和证监会的审批，这里还有一个多方利益博弈的过程、尚有较大程度的不确定性。我们尚仍难判断受让方、转让比例和转让价格，而这些则是判断中信证券估值的关键因素。

根据媒体最新报道（未经证实），中信建投股权转让已获有关部门的批准，受让方不是市场曾传言的北京市国资委，而是联想集团。如果出售给联想集团，作价预估为 80-90 亿元左右，向联想集团转让中信建投以市场价定位的可能性大，中信证券将获得短期投资收益。

如果实际确实是 80-90 亿的交易价格，当期可兑现投资收益 64-74 亿元，合每股税后收益增厚约 0.7-0.8 元。不考虑兑现投资收益情况下，出售中信建投 60%和华夏基金 51%的股权，对未来净利润影响为 25%左右，净资产可增厚 8%。即使完全不考虑投资收益和未来资金的再投资运用，我们预计 2010 年公司 EPS 为 1.14 元，PE 不到 24 倍。目前股价已充分反映了市场的悲观预期，具有较高的安全边际。

在此之前，中信证券为符合监管部门要求，以区域子公司的模式，已成功完成了对中信万通证券、中信金通证券的整合，中信金通证券主要负责浙江、江西、福建三省经纪业务，中信万通则负责河南、山东两省的经纪业务。资料显示，中信证券目前持有中信建投 60%股权，建银投资持有其余的 40%股权。

对于联想控股来说，跻身金融领域，在银行、证券业务上有所突破，是柳传志及其团队拓展发展空间的重要方向；对于中信证券来说，为了能符合“一参一控”这一政策规定从而参与筹备已久的融资融券和股指期货业务，必须将其旗下的华夏基金、中信建投证券转让出去。

5、估值分析

从历史上来看，中信 PB 的波动范围为 2-4 倍；在 2008 年的熊市中，最低的 PB 为处于 2 倍左右，考虑到转让中信建投及华夏基金股权对公司净资产的增厚作用，2009 年三季度每股净资产 8.75 元，公司 2010 年每股净资产 11-13 元，对应 2-2.5 倍 PB，估值水平已非常接近历史底线。

未来再出现进一步负面预期的可能性极低。在融资融券和股指期货推出已近在眼前的背景下，中信证券的投资价值将日益凸显出来。在估值优势和新业务的催化之下，公司股价有望迎来一次反弹行情。近期关注券商板块的交易性机会，有望进入首批融资融券试点的上市券商海通证券、中信证券和光大证券等。给予中信证券买入评级。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准

营业网点

英大证券营业部名称	咨询服务电话	委托电话
业务咨询与投诉电话	0755-26982993	
深圳振华路营业部	0755-83219982 0755-83264573	26981688 33095588
深圳华侨城营业部	0755-26918892 0755-26919661	26981688 33095588
深圳彩田南路营业部	0755-83460306	26981688 33095588
深圳园岭三街营业部	0755-82058500	26981688 33095588
深圳新城广场营业部	0755-27586783	26981688 33095588
深圳南山大道营业部	0755-26050196	26981688 33095588
深圳横岗营业部	0755-28682363 0755-28682411	26981688 33095588
北京东直门证券营业部	010-84001895	010-64011568
上海镇宁路营业部	021-62893311	62899188
南京汉中路营业部	025-86794500	86666688、86795800
长沙五一东路营业部	0731-4586503	4589000、4466008
武汉汉阳大道营业部	027-84778539	8411109、84770908
南昌阳明路营业部	0791-6804884	6807777 6806655
天津七纬路营业部	022-24217422	24214008
兰州中山路营业部	0931-8489184	4605000
沈阳营业部	024-23960518	23960528