

中信证券(600030)华夏基金股权转让点评

—— 51%股权转让，最不经济的选择

推荐

维持评级

金融/证券

发布时间：2010年6月28日

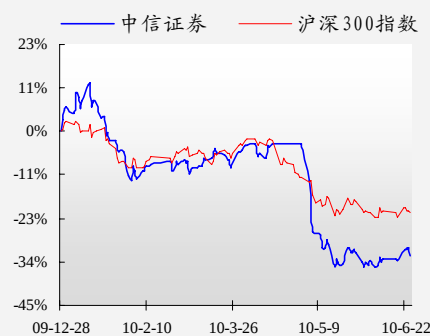
投资要点:

- 此前业界预测中信证券将会与外资金金融机构合作，转让华夏基金的股权不会超过 25%。现在公布转让华夏基金 51%的股权，远超市场预期。
- 股权转让完成后，根据公司的会计政策，公司将不再把华夏基金纳入合并范围。华夏基金在公司 2009 年度合并营业收入中占 14.20%，在合并净利润中占 10.99%，因此，转让华夏基金 51%股权将对公司的每股收益产生负面。预计中信证券合并净利润将减少 6%左右。
- 华夏基金是国内管理基金资产规模最大、盈利能力最强的基金公司，对中信证券来说，华夏基金是最优质的资产，此次中信证券转让了 51%的股权，将损伤其盈利能力。中信证券出售 51%的华夏基金的股权，相对于历时 3 年多的基金股权兼并收购活动，做出的是一种最不经济的选择。
- 两项股权转让，中信证券将获得接近 150 亿元的现金收入，增厚每股净资产 1.5 元左右。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。
- 华夏基金、中信建投股权都是中信证券所持有的优质资产，这些股权出售以后，传统业务贡献的利润将减少，特别是华夏基金股权的转让超出市场预期，将减少 2010 年中信证券的合并利润。但考虑到其创新业务的较大发展空间，我们依旧给予中信证券推荐的投资评级。

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	2,200,652	24.28	898,403	22.98	1.35		14.3	
2010E	2,008,257	-8.70	849,111	-5.50	0.85		15.0	
2011E	2,249,273	12.00	940,881	10.80	0.95		13.7	
2012E	2,486,953	10.60	1,021,344	8.60%	1.03		12.6	

走势图



市场数据

2010-6-28

收盘价:	12.83 元
52 周最高价:	25.53 元
52 周最低价:	12.23 元
平均持仓成本:	18.53 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	994,570
流通 A 股 (万股):	994,570
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	9.55
每股经营现金流 (元):	0.57
市净率:	2.02

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6336700-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

为规范华夏基金管理有限公司股权问题，中信证券拟转让所持华夏基金管理有限公司51%的股权，转让方式为通过产权交易机构挂牌交易。转让完成后，公司所持华夏基金管理有限公司股权比例从100%下降为49%。

点评：

一、转让比例超预期

目前中信证券持有华夏基金公司100%的股权，根据中国证监会的有关规定，由于华夏基金以内资有限责任公司形式注册成立并有效存续，不属于中外合资基金公司范畴，中信证券作为第一大股东的持股比上限应为49%，因此，公司必须将另外51%的股权转让。此前业界预测中信证券将会与外资金融机构合作，转让华夏基金的股权不会超过25%。现在公布转让华夏基金51%的股权，远超市场预期。

二、股权转让将减少公司合并净利润

股权转让完成后，公司持有华夏基金股权比例低于50%，根据公司的会计政策，公司将不再把华夏基金纳入合并范围。华夏基金在公司2009年度合并营业收入中占14.20%，在合并净利润中占10.99%，因此，转让华夏基金51%股权将对公司的每股收益产生负面。预计中信证券合并净利润将减少6%左右。

表 1、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
基金资产净值规模	58,852,652,366	221,984,268,925	198,022,994,533	265,700,000,000
基金管理费收入	551,390,000	2,029,116,747	2,828,134,810	2,804,000,000
基金净利润	119,840,000	1,002,940,000	1,224,000,000	1,108,337,900
中信证券净利润	2,586,268,779	13,545,785,865	8,050,229,272	10,088,196,120
基金净利润占母公司比重	2.78%	7.4%	15.2%	10.99%

资料来源：东北证券研究所

三、优质资产转让将损伤中信证券的盈利能力

成立十二年来，华夏基金的业务持续快速发展，获得了基金行业全部业务牌照。华夏基金是首批全国社保基金投资管理人、首批企业年金基金投资管理人、QDII 基金管理人、境内首只ETF 基金管理人、境内唯一的亚债中国基金投资管理人以及特定客户资产管理人，是业务领域最广泛的基金管理公司之一。

截止2009年12月31日，华夏基金管理资产规模超过3,000亿元，其中公募基金管理规模超过2,650亿元，基金份额持有人户数突破1,300万，市场占有率稳定在10%左右，是境内管理基金资产规模最大的基金管理公司。

公司旗下共有23只开放式基金，2只封闭式基金，从低风险、低收益的货币市场基金到高风险、高收益的股票基金，可以满足各类风险偏好投资者的需求。华夏基金还管理着亚洲债券基金二期中国子基金及多只全国社保基金投资组合，已经被超过130家大中型企业确定为年金投资管理人，并被多家客户确定为特定客户资产管理人。

华夏基金是国内管理基金资产规模最大、盈利能力最强的基金公司，对中信证券来说，华夏基金是最优质的资产，此次中信证券转让了51%的股权，将损伤其盈利能力。

自2006年3月27日中信证券开始收购华夏基金股权开始起，到华夏基金和中信基金完全合并，历时近3年多的时间，耗资10多亿元。2006年至2007年，在基金公司股权收购和公司合并期间，正是股票市场最活跃，基金发行速度最快的时候，为保证股权收购和公司合并的顺利完成，中信基金没有发行一只新基金，错失了最好的发展时机，做出了重大的牺牲。

中信证券出售51%的华夏基金的股权，相对于历时3年多的基金股权兼并收购活动，做出的是 m^2 一种最不经济的选择。

表 2、2010 年总资产净值(亿元)

公司名称	全部	市场份 额	开放式	封 闭 式	股票型	混 合 型	债 券 型	货币市场 型
华夏基金	2,533.6	10.3%	2,478.7	54.9	1,114.0	896.9	132.6	139.2
易方达	1,662.9	6.7%	1,632.8	30.1	1,023.3	539.9	17.5	46.2
嘉实基金	1,434.9	5.8%	1,384.5	50.4	542.3	560.7	50.4	69.0
博时基金	1,301.8	5.3%	1,245.4	56.4	660.5	485.9	23.9	75.2
南方基金	1,190.8	4.8%	1,141.9	48.9	561.4	185.4	8.7	79.8
广发基金	1,023.3	4.1%	1,023.3		534.7	454.7	15.5	18.3
大成基金	868.9	3.5%	767.9	101.1	204.4	526.9	13.6	22.9
华安基金	791.3	3.2%	733.6	57.7	497.9	147.1	17.0	71.7
银华基金	760.0	3.1%	755.4	4.6	613.5	59.6	19.8	14.8
交银施罗德	667.7	2.7%	667.7		461.0	80.6	32.2	57.2
富国基金	605.5	2.5%	522.7	82.7	186.7	263.3	46.6	26.1
上投摩根	571.6	2.3%	571.6		249.2	110.7	5.7	46.4
汇添富	561.4	2.3%	561.4		448.1	50.9	20.5	36.7
鹏华基金	560.2	2.3%	506.6	53.5	270.9	171.7	36.0	28.1
融通基金	547.0	2.2%	519.7	27.3	285.2	228.2	4.1	2.2
工银瑞信	534.0	2.2%	534.0		284.3	78.6	72.2	74.3
华宝兴业	517.9	2.1%	517.9		271.0	214.0	11.8	19.8
景顺长城	517.0	2.1%	517.0		448.0	64.3		4.7
中邮创业	471.9	1.9%	471.9		437.0	34.9		
诺安基金	470.1	1.9%	470.1		353.3	100.7	6.4	9.6

资料来源：东北证券研究所

表 3、华夏基金股权收购过程

基金公司名称	公告日期	股东名称	股权比例(%)
华夏基金	2007-12-29	中信证券股份有限公司	100
华夏基金	2007-12-26	中信证券股份有限公司	华夏金管理与中 信基金合并
华夏基金	2007-8-25	西南证券有限责任公司	35.73
		中国科技证券有限责任公司	3.55
		中信证券股份有限公司	60.73
华夏基金	2006-7-4	北京证券有限责任公司	20

		西南证券有限责任公司	35.73
		中国科技证券有限责任公司	3.55
		中信证券股份有限公司	40.73
华夏基金	1998-4-9	北京市国有资产经营有限责任公司	35.73
		北京证券有限责任公司	25
		西南证券有限责任公司	35.73
		中国科技证券有限责任公司	3.55
中信基金	2007-7-4	中信证券股份有限公司	100
中信基金	2004-2-5	国家开发投资公司	31
		上海久事公司	10
		中海信托投资有限责任公司	10
		中信证券股份有限公司	49

资料来源：东北证券研究所

四、净资本实力进一步提升

2009年，华夏基金实现的净利润为11.08亿元，每股收益4.66元，参照博时基金10倍市盈率的转让价格，转让华夏基金51%的股权，中信证券将获得56亿元的现金收益。中信证券转让53%的中信建投证券股权，挂牌价格85.86亿元。

两项股权转让，中信证券将获得接近150亿元的现金收入，增厚每股净资产1.5元左右。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。

五、中信证券创新业务具有较大发展空间

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。目前，直投业务已有10多亿元左右的浮盈。保守估计，融资融券和股指期货将能为公司贡献8亿元左右的利润。不含产业基金的业务贡献，2010年，预计3项创新业务能为中信证券的EPS增厚0.35元左右。

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，投资收益率达到7倍。

表 6、其它已投资项目未上市项目

公司	行业
中信房地产股份有限公司	房地产开发企业
中油金鸿天然气输送有限公司	天然气管网公司
广西丰林木业集团股份有限公司	林板一体化的人造板企业
贵州开磷（集团）有限责任公司	大型矿肥一体化企业
内蒙古北方重工业集团有限公司	装备制造企业
恒泰艾普石油天然气技术服务公司	石油勘探开发行业的技术服务商
富奥汽车零部件股份有限公司	汽车零部件生产企业

兰州兰石重型装备股份有限公司	能源行业重型装备制造制造商
江苏润合软件股份有限公司	国际软件外包企业
浙江开山压缩机股份有限公司	专业空气压缩机生产厂商
青岛东软电脑技术有限公司	智能电表载波芯片及集中器生产企业
天顺风能（苏州）股份有限公司	国内专业的风电塔筒制造商
成都娱音科技股份有限公司	无线音乐集成服务提供商
西安天和投资控股集团有限公司	区域防空作战指挥系统提供商

资料来源：东北证券研究所

2、股指期货

股指期货推出2个多月以来，日均成交额1900亿元，占现货交易的102.8%。随着其他合约的推出，股指期货的交易额将会扩大。

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。从上海金融期货交易所公布的数据来看，交易额排名前20家期货公司中，券商背景的期货公司有18家。目前中信证券控股的中证期货市场份额为2.1%。由于中信证券的IB业务还没有大规模展开，从券商来的客户还不是很多，另外，中证期货的商品交易额占比不大，因此，期货业务对公司的利润贡献暂时还不会很大，预计2010年，中证期货将为中信证券贡献1亿元左右。

表 7、部分期货公司代理交易额及市场份额

会员	券商	份额
国泰君安	国泰君安	10.67%
长城伟业	华泰证券	8.54%
海通期货	海通证券	5.94%
银河期货	银河证券	5.24%
广发期货	广发证券	5.45%
信达期货	信达证券	2.83%
天琪期货	中投证券	3.23%
浙江永安	财通证券	2.92%
上海东证	东方证券	2.38%
浙商期货	浙商证券	2.48%
中证期货	中信证券	2.11%

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。

七、投资评级

华夏基金、中信建投股权都是中信证券所持有的优质资产，这些股权出售以后，传统业务贡献的利润将减少，特别是华夏基金股权的转让超出市场预期，将减少2010年中信证券的合并利润。但考虑到其创新业务的较大发展空间，我们依旧给予中信证券推荐的投资评级。

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。