



中信证券：出售华夏基金估价合理 买入（维持）

投资要点：

- 中信证券获国有资产管理部门核准出售华夏基金 51% 股权不低于 75.6 亿
- 华夏基金本次估价对应 15 倍 PE 符合预期估值合理
- 短期对盈利能力产生负面影响，但长期利于创新业务发展

报告摘要：

- 5月24日，中信证券发布公告已获国有资产管理部门核准出售华夏基金51%股权，转让方式为产权交易机构挂牌交易，首次挂牌交易价格将不低于75.6亿元。转让后，公司仍持有华夏基金49%股权，
- 目前，华夏基金管理资产规模2235亿元，其中公募基金管理规模超过2,183亿元，25只基金份额共达1749亿份，市场占有率稳定在9%左右，是境内管理基金资产规模最大的基金管理公司。
- 2010年，华夏基金实现净利润10亿，截至2010年12月31日，公司净资产25亿。按公告给出华夏100%股权148亿元估值，51%股权价格不低于75.6亿元计算，其对应PE估值为15倍，符合2010年6月我们对中信证券拟出售华夏股权点评《资产出售利空出尽》给出的估值水平，定价合理。
- 参考 2010 年 6 月 2 日我们对中信证券出售中信建投的点评《中信证券：股权出售在行业拐点上》，出售华夏基金同样短期内将对中信证券的财务报表和盈利能力产生负面影响。不考虑出售获得一次性收益及未来投资收益率，出售华夏基金 51% 股权将使 2010 年中信证券 EPS 减少 0.068 元。考虑一次性收益，由于当前股票市场震荡难以获得超额收益，融资融券、直投等创新业务尚需时间培育，其出售收入将难以获得可观收益率。
- 从中长期来讲，我们认为未来券商的竞争优势将逐步转移到资本、综合实力的比拼上。获得出售收入后，中信证券的资本金将大大充实，一方面有利于公司开展创新业务，如融资融券、直投和产业基金，另一方面，从理论上讲，开展融资融券净收入将有效的冲减出售资产的收入损失。短期来看，中信证券为符合监管规定，公布出售华夏基金股权的方案，资产出售利空逐步出尽，一直以来导致其低于其他券商的低估值的因素将随之消除，或将面临一定交易性机会。
- 估值：假设 2011 年，市场日均股票成交额 2500 亿元，下调综合佣金率 10% 至 0.08%，自营收益率为 6.5%。公司 11 年 EPS 为 0.8 元，对应市盈率 18 倍。根据我们之前的行业报告，考虑到中信证券经纪业务佣金率即将见底，未来行业创新业务资本消耗性特征对公司发挥咱有利，维持买入评级。

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

孙羽薇

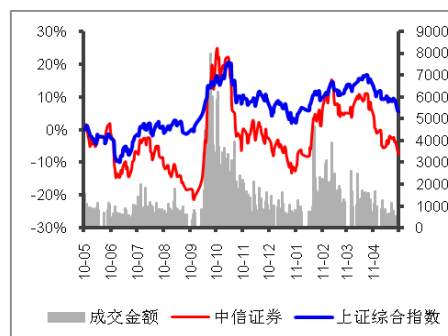
电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

邢波

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

- 安信信托：中信信托注入后目标市值 500 亿 5.23
- 人寿保险：低估值的行业龙头 4.29
- 长江证券：经纪业务市场份额持续增长 4.26
- 海通证券：一季度佣金率见底 2.24
- 光大证券：一季度自营业务较好 4.24
- 东北证券：一季度佣金收入占比仍然较高 4.24
- 招商证券：佣金率远低于行业平均水平 4.18
- 华泰证券：公司收入结构持续优化 4.16

百万元	2008	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	17,708	22,007	27,795	22,887	32,079
Growth(%)	-42.64%	24.28%	26.30%	-17.66%	40.16%
净利润	8,050	10,088	12,136	8,583	12,030
Growth(%)	-40.57%	25.32%	20.30%	-29.28%	40.16%
每股收益(元)	1.1	1.4	1.1	0.8	1.1
每股净资产(元)	8.3	9.3	7.1	7.5	7.9
市盈率	13	11	13	18	13
市净率	1.8	1.6	2.1	2.0	1.9
净资产收益率(%)	6.84%	7.69%	8.57%	5.51%	7.31%

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	17,708	22,007	27,795	22,887	32,079	货币资金	80,412	129,205	64,719	71,191	78,310
手续费净收入	12,798	16,919	14,858	11,343	15,978	结算备付与保证金	5,530	11,258	16,643	18,207	19,927
代理买卖证券业务净收入	7,457	10,922	7,809	5,907	9,734	交易性金融资产	6,005	11,887	14,256	17,107	20,529
证券承销业务净收入	1,783	2,401	2,903	3,278	3,685	买入返售金融资产	3,327	1,903	1,866	9,669	12,569
资产管理业务净收入	2,978	3,133	3,545	2,043	2,398	可供出售金融资产	34,099	42,923	37,188	48,344	62,847
利息净收入	1,706	1,401	1,303	817	1,124	其他资产	7,516	9,631	18,505	24,152	84,184
投资收益及公允价值变动	3,109	3,530	11,525	10,727	14,977	资产总计	136,888	206,807	153,178	188,670	278,366
其他业务收入	0	156	108	0	0	短期借款	0	88	128	1,000	1,000
营业支出	-5,873	9,050	11,497	-11,443	-16,039	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	785	1,034	962	-1,144	-1,604	衍生金融负债	3	6	435	0	0
业务及管理费	-6,658	8,016	10,535	-10,299	-14,435	卖出回购金融资产款	8,593	17,923	6,902	6,902	6,902
营业利润	9,543	13,260	11	11,443	16,039	代理买卖证券款	61,070	112,478	62,081	68,103	74,913
营业外收支	18	42	51	0	0	其他负债	9,696	11,498	-68,099	34,523	113,138
利润总额	8,050	10,088	12,136	8,583	12,030	负债合计	79,362	141,993	1,446	110,527	195,952
所得税	-1,511	3,214	4,184	-2,861	-4,010	股本	6,630	6,630	9,946	9,946	9,946
净利润	8,050	10,088	12,136	8,583	12,030	归属母公司所有者权益	55,222	61,599	70,435	74,637	78,717
归属母公司所有者净利润	7,305	8,984	11,311	7,999	11,212	少数股东权益	2,305	3,215	413	3,506	3,698
少数股东损益	745	1,104	825	0	0	所有者权益合计	57,526	64,814	70,848	78,143	82,414
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	4.47%	5.23%	6.28%	4.68%	4.80%	净资本	38,779	34,904	68,428	72,125	75,497
平均净资产收益率	6.84%	7.69%	8.57%	5.51%	7.31%	扣除代买卖证券款负债率	24.13%	31.29%	-66.56%	35.19%	59.49%
管理费用率	37.60%	-36.43%	-37.90%	45.00%	45.00%	自营规模/净资本	103.42%	157.03%	75.18%	90.75%	110.44%
营业收入/总资产	10.85%	12.81%	15.44%	13.39%	13.74%	权益自营规模/净资本	9.23%	49.91%	22.55%	36.30%	41.61%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.1	1.4	1.1	0.80	1.13	市盈率	13	11	13	18	13
每股净资产	8.3	9.3	7.1	7.5	7.9	市净率	1.8	1.6	2.1	2.0	1.9

黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。