

强烈推荐-A (维持)

中信证券 600030.SH

目标估值: 18.00 元

当前股价: 12.37 元

2011年5月25日

掸落尘土，全新启程

基础数据

上证综指	2767
总股本(万股)	994570
已上市流通股(万股)	985570
总市值(亿元)	1230
流通市值(亿元)	1219
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	15.5
资产负债率	48.7%
主要股东	中国中信集团公司
主要股东持股比例	23.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	-5	-3
相对表现	-6	-2	-12



相关报告

- 1、《业绩符合预期，经纪业务费率企稳》2010/8/30
- 2、《业绩符合预期，转型具先发优势》2010/11/1
- 3、《海外扩张，资本先行》2011/3/28
- 4、《收入结构优化，买方风范彰显》2011/4/8
- 5、《自营收益释放，母公司费率企稳》2011/5/3

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

中信证券决议以不低于 75.63 亿元的价格挂牌出售华夏基金 51% 的股权，符合我们的预期，转让价格合理，会计处理将大幅增厚利润水平，维持强烈推荐评级。

- 公司将所持华夏基金 51% 的股权在产权交易所挂牌转让，首次挂牌价格不低于 75.63 亿元，与去年形成的决议相比只是确定了股权转让底价 75.63 亿元，符合市场的预期。
- 转让价格合理，符合市场预期。华夏基金管理资产净值 2235 亿元，51% 的股权对应 P/AUM 为 6.6%，在近两年基金业发展规模较迟缓的环境下估值不算低，体现华夏基金较强品牌和盈利能力，符合我们的预期。
- 不考虑投资收益，对 2011 年影响-5%。华夏基金 2010 年净资产 25 亿元，实现净利润 10 亿元，占中信证券 2010 年净利润的 8.8%，如果剔除中信去年出售建投的非经常性损益，占总利润比例为 13% 左右。公司从挂牌到完成出售还需要一定时间，我们假设在 2 季度末股权登记完成，下半年开始按 49% 的比例计算持有权益，不考虑投资收益，2011 年的 EPS 为 0.67 元，较我们之前的预测下降 5.4%，对 2012 年和 2013 年的影响分别为 -10.4% 和 -9.6%。
- 会计处理将大幅增厚出售当期的利润水平。中信出售股权后将持有 49% 的股权，应该仍为第一大股东（51% 的股权将分拆出售），但不再并表，我们认为在会计上处理为“丧失控制权”更为合理，因而公司当期将体现 51% 出售的投资收益和持有的 49% 股权的重估收益 123.3 亿元（税前），按 25% 的税率计算，增厚 EPS0.93 元，全年 EPS 将达到 1.6 元。如果不考虑重估，仅出售 51% 股权将提升公司税后 EPS0.47 元。
- 我们认为市场对华夏基金的问题预期充分，当前估值不考虑任何出售损益也不到 20 倍，考虑 H 股摊薄也仅 22 倍，估值优势无可比拟，且华夏基金未来发展不再受到限制，也有望提升中信 49% 的权益未来的盈利水平。近期板块调整是买入良机，我们坚定看好下半年券商板块在创新业务推动下将启动的金融蓝筹行情，掸落尘土，中信证券将迈入国际化扩张的新征程，我们维持强烈推荐评级。

- 风险因素：交易量持续地量，创新业务开展不如预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	22007	27426	16795	18303	21581
同比增长	24%	25%	-39%	9%	18%
营业利润(百万元)	13260	15905	9374	10735	11853
同比增长	46%	20%	-41%	15%	10%
净利润(百万元)	10088	10944	7060	8051	8889
同比增长	-3%	8%	-35%	14%	10%
每股收益(元)	0.90	1.14	0.70	0.80	0.89
PE	13.7	10.9	17.6	15.4	13.9
PB	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：招商证券

事件:

中信证券董事会决议公告《关于进一步审议华夏基金管理有限公司股权转让相关事项的预案》，主要内容为：

- 公司将所持华夏基金 51%的股权在产权交易所挂牌转让，首次挂牌价格不低于 75.63 亿元。
- 标的股权挂牌转让时，视情况进行适当拆分，数量不超过 5 份。

点评:

与去年形成的决议相比只是确定了股权转让底价 75.63 亿元，符合市场预期。

转让价格合理，符合市场预期。华夏基金管理资产净值 2235 亿元，51%的股权对应 P/AUM 为 6.6%，在近两年基金业发展规模较迟缓的环境下估值不算低，体现华夏基金较强品牌和盈利能力，符合我们的预期。

表 1: 近两年基金公司股权转让价格

时间	基金公司	转让公司	受让公司	转让比例	资产合计(亿)	价格(亿)	PRICE/AUM
2007 年 10 月	银华基金	南方证券	山西海鑫集团	21%	598	11.8	9.40%
2007 年 12 月	博时基金	金信信托	招商证券	48%	1411	63.2	9.33%
2008 年 5 月	中海基金	云南烟草兴云投资	法国爱德蒙得洛希尔银行	15%	200	1.5	4.87%
2008 年 5 月	天宏基金	漳泽电力	君正能源化工	26%	40	0.3	2.98%
2008 年 7 月	东方基金	ST 宝硕	河北国有资产运营控股	18%	99	0.21	1.18%
2008 年 8 月	东吴基金	兰生集团	海澜集团	30%	82	1.1	4.36%
2008 年 10 月	融通基金	河北证券	新时代证券	40%	572	12.5	5.46%

资料来源：招商证券研发中心

不考虑投资收益，对 2011 年影响-5%。华夏基金 2010 年净资产 25 亿元，实现净利润 10 亿元，占中信证券 2010 年净利润的 8.8%，如果剔除中信去年出售建投的非经常性损益，占总利润比例为 13%左右。公司从挂牌到完成出售还需要一定时间，我们假设在 2 季度末股权登记完成，下半年开始按 49%的比例计算持有权益，不考虑投资收益，2011 年的 EPS 为 0.67 元，较我们之前的预测下降 5.4%，对 2012 年和 2013 年的影响分别为-10.4%和-9.6%。

根据财政部的会计准则，企业因处置部分股权投资或其他原因丧失了对原有子公司控制权的，剩余股权按出售股权的公允价值要进行重估，其与对应的净资产份额之间的差额同样计入投资收益。而如果处置子公司部分股权后不丧失控制权，则前述的投资收益将计入净资产，对利润表不产生影响。

会计处理将大幅增厚出售当期的利润水平。中信出售股权后将持有 49%的股权，应该仍为第一大股东（51%的股权将分拆出售），但不再并表，我们认为在会计上处理为“丧失控制权”更为合理，因而公司当期将体现 51%出售的投资收益和持有的 49%股权的重估收益 123.3 亿元（税前），按 25%的税率计算，增厚 EPS0.93 元，全年 EPS 将达到 1.6 元。如果不考虑重估，仅出售 51%股权将提升公司税后 EPS0.47 元。

若处理为“不丧失控制权”，则利润表不体现投资收益，对当期净利润影响为-5.4%，但每股净资产将增厚 0.63 元，幅度约为 8.8%。但我们预计这种情况概率较小。

我们认为市场对华夏基金的问题预期充分,当前估值不考虑任何出售损益也不到 20 倍,考虑 H 股摊薄也仅 22 倍,估值优势无可比拟,且华夏基金未来发展不再受到限制,也有望提升中信 49%的权益未来的盈利水平。近期板块调整是买入良机,我们坚定看好下半年券商板块在创新业务推动下将启动的金融蓝筹行情,维持强烈推荐评级。

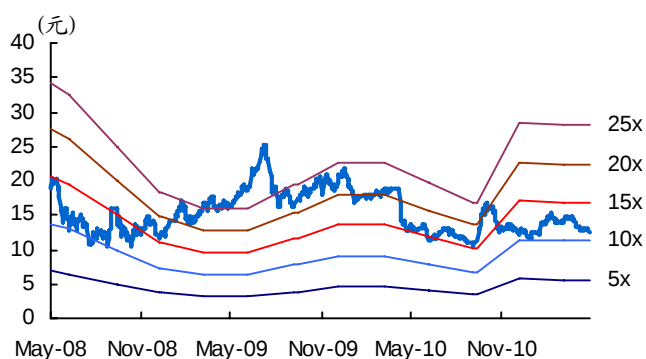
我们将在公司股权正式转让后调整盈利预测。

表 2: 盈利预测简表

单位: 亿元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	177.08	220.07	277.95	167.95	183.03	215.81
手续费及佣金净收入	127.98	169.19	148.58	107.90	127.08	132.99
其中: 代理买卖证券业务净收入	74.57	109.22	78.09	50.36	55.33	58.68
证券承销业务净收入	17.83	24.01	29.03	19.14	29.78	28.25
受托客户资产管理业务净收入	1.50	1.46	1.81	3.92	4.74	5.76
基金管理费收入	28.28	29.87	33.64	34.47	37.23	40.30
利息净收入	17.06	14.01	13.03	17.95	17.95	25.95
投资净收益	64.51	34.79	109.60	36.02	34.63	48.31
公允价值变动净收益	(33.41)	0.52	5.65	6.08	3.37	8.57
二、营业支出	81.65	87.46	115.26	74.20	75.68	97.28
营业税金及附加	7.85	10.34	9.62	8.24	9.15	10.79
管理费用	66.58	80.16	105.35	65.97	66.53	86.49
资产减值损失	7.09	(3.15)	0.18	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	0.13	0.12	0.11	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	95.61	133.02	163.20	93.74	107.35	118.53
减: 所得税	15.11	32.14	41.84	23.14	26.84	29.63
五、净利润	80.50	100.88	121.36	70.60	80.51	88.89
减: 少数股东损益	7.45	11.04	8.25	0.58	0.65	0.69
归属于母公司所有者的净利润	73.05	89.84	113.11	70.02	79.86	88.21
六、每股收益:	0.73	0.90	1.14	0.70	0.80	0.89

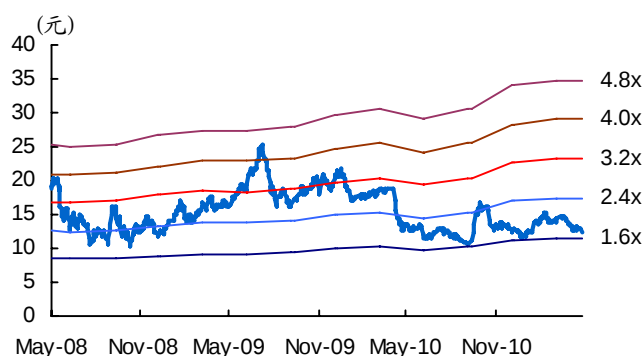
资料来源: 招商证券

图 1: 中信证券历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 中信证券历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年度第二名, 2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年第三名, 2007年度第二名。金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究, 2010年获得新财富非银行金融第二(团队)

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。