

中信证券(600030)股权转让点评

—— 华夏基金股权转让影响业绩较小

谨慎推荐

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2011 年 5 月 25 日

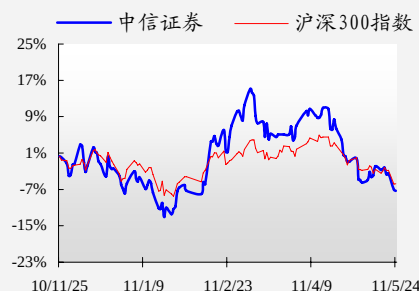
投资要点:

- 中信证券发布公告, 拟转让所持华夏基金 51% 的股权, 最低转让价格不低于 75.6 亿元。本次股权转让完成后, 公司仍将持有华夏基金 49% 的股权。
- 按 2010 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 5.0% 的净利润。总体来说对公司的业绩影响不大。
- 尽管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。本次股权转让, 中信证券将至少获得 75.6 亿元的现金收入, 增厚每股净资产 0.76 元。资本金的扩大, 将有利于中信证券创新业务的发展。
- 但随着直投业务、融资融券以及未来转融通业务的开展, 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, 将能为公司创造更高的业务收入。
- 我们预测 2011 年和 2012 年, 中信证券的 EPS 分别为 1.02 元和 1.18 元, 对应 PE 分别为 12.1 倍和 10.5 倍, 给予谨慎推荐的评级。

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(%)
2010	2,779,490		1,131,134		1.14		10.9	
2011E	2,752,287	-1.0%	1,016,840	-10.1%	1.02		12.1	
2012E	3,138,826	14.0%	1,177,858	15.8%	1.18		10.5	
2013E	3,580,190	14.1%	1,364,048	15.8%	1.37		9.0	

走势图



市场数据

2011/5/24

收盘价:	12.37 元
52 周最高价:	17.25 元
52 周最低价:	10.42 元
平均持仓成本:	13.96 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	994,570
流通 A 股 (万股):	994,570
每股收益 (元):	0.14
每股净资产 (元):	7.08
每股经营现金流 (元):	-5.93
市净率:	1.75

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550511020009

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

事件:

中信证券发布公告,拟转让所持华夏基金 51%的股权,最低转让价格不低于 75.6 亿元。本次股权转让完成后,公司仍将持有华夏基金 49%的股权。

点评:

一、对净利润影响不大

按 2010 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 5.0%的净利润。总体来说对公司的业绩影响不大。

表 1、华夏基金为中信证券贡献的业绩

单位:元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
基金资产规模	58,852,652,366	221,984,268,925	198,022,994,533	224,712,982,966	246,758,846,302
基金管理费收入	551,390,000	2,029,116,747	2,828,134,810	3,126,007,505	3,407,740,851
基金净利润	119,840,000	1,002,940,000	1,224,000,000	1,006,365,825	1,108,337,865
中信证券净利润	2,586,268,779	13,545,785,865	8,050,229,272	8,984,029,174	11,311,343,211
基金净利润占比	2.78%	7.40%	15.20%	11.20%	9.80%

资料来源:东北证券

二、净资本实力进一步提升

2010 年,华夏基金实现的净利润为 11.08 亿元,每股收益 4.65 元,51%的股权,转让价格不低于 75.6 亿元,相当于 13.6 倍的市盈率,略高于 2008 年博时基金 10 倍市盈率的转让价格。但对于目前私募股权投资动辄十几倍、几十倍的市盈率来说,这个转让价格相对合理。

尽管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。本次股权转让,中信证券将至少获得 75.6 亿元的现金收入,增厚每股净资产 0.76 元。直投业务、产业投资基金、融资融券以及未来的转融通等创新业务,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。但随着直投业务、融资融券以及未来转融通业务的开展,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,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。

四、创新业务发展空间巨大

2010 年，中信证券融资融券余额为 15.6 亿元，占市场融资融券总余额的 12.3%，在融资融券业务试点券商中排名第二。实现融资融券利息收入 0.77 亿元，占利息收入的比重为 5.9%

2010 年，中证期货营业收入 15,014.10 万元，利润总额 6,196.25 万元，净利润 4,252.02 万元。营业收入占中信证券经纪业务收入的比重为 1.9%。

创业板推出以后，中信证券已完成 8 个直投项目的 IPO。2010 年，金石投资营业收入 58,202.37 万元，利润总额 51,742.97 万元，净利润 41,396.99 万元。直投业务的营业收入占公司总营业收入的比重为 2.1%。

表 2、直投业务项目

投资对象	投入时间	持股数(万股)	投资成本(万元)	限售期	直投子公司持股比例
神州泰岳	2009.5.18	525	2,772	上市后 36 个月	100%
机器人	2008.6.3	704	2,560	上市后 12 个月	100%
威创股份	2007.8.28	1604	2,941	上市后 12 个月	91.35%
理工监测	2007.6.26	250	625	上市后 12 个月	91.35%
昊华能源	2007.12.17	2400	15,120	上市后 12 个月	100%
恒泰艾普	2009.10	186	2,400	完成工商登记之日起三十六个月内	100%
天顺风能	2009.12.18	300	2,001	上市后 12 个月	100%
东软载波	2009.12.11	300	2,000	上市后 36 个月	100%

资料来源：东北证券

2010 年，中信产业投资基金的营业收入为 23,723.80 万元，利润总额 5,809.25 万元，净利润 4,452.81 万元，中信产业投资基金的营业收入占公司总营业收入的比重为 0.85%。利润贡献虽小，但创新业务呈快速发展趋势。

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。

五、盈利预测和投资评级

我们预测 2011 年和 2012 年，中信证券的 EPS 分别为 1.02 元和 1.18 元，对应 PE 分别为 12.1 倍和 10.1 倍，给予谨慎推荐的评级。

表3、赢利预测

单位：元

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业收入	27,794,902,051	27,522,868,176	31,388,263,427	35,801,903,768
其中：经纪业务	7,808,647,115	8,979,944,182	10,326,935,810	11,875,976,181
承销业务	2,903,052,887	3,338,510,820	3,839,287,442	4,415,180,559
资产管理业务	180,891,705	208,025,461	239,229,280	275,113,672
基金管理费收入	3,364,351,227	3,869,003,911	4,449,354,498	5,116,757,672
基金销售收入	82,267,051	94,607,108	108,798,175	125,117,901
利息净收入	1,303,241,904	1,498,728,189	1,723,537,417	1,982,068,030
投资收益	10,959,790,651	8,767,832,521	9,819,972,423	10,998,369,114
公允价值变动收益	565,099,652	649,864,600	747,344,290	859,445,934
其他业务收入	101,175,116	116,351,384	133,804,091	153,874,705
二、营业支出	11,525,721,637	12,908,808,233	14,457,865,221	16,192,809,048
营业税金及附加	961,660,149	1,077,059,366	1,206,306,490	1,351,063,269
业务及管理费	10,535,353,737	11,799,596,185	13,215,547,727	14,801,413,455
资产减值损失	17,524,764	19,627,735	21,983,063	24,621,031
其他业务成本	11,182,988	12,524,946	14,027,940	15,711,293
三、营业利润	16,269,180,414	14,614,059,943	16,930,398,206	19,609,094,720
加：营业外收入	85,506,126	95,766,861	107,258,885	120,129,951
减：营业外支出	34,745,812	38,915,309	43,585,146	48,815,364
四、利润总额	16,319,940,729	14,670,911,495	16,994,071,944	19,680,409,308
减：所得税费用	4,183,889,585	3,761,133,379	4,356,714,390	5,045,401,874
五、净利润	12,136,051,144	10,909,778,117	12,637,357,554	14,635,007,434
归属母公司股东净利润	11,311,343,211	10,168,401,828	11,778,583,238	13,640,482,396
六、每股收益	1.14	1.02	1.18	1.37

资料来源：WIND

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。