

中信证券：出售华夏基金部分股权点评

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

15.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 18.00 元

现价（2011 年 05 月 24 日）： 12.37 元

报告日期： 2011-05-25

报告关键点：

- 不低于75.6亿元挂牌转让华夏基金51%的股权
- 定价较高，对股价影响中性偏正面
- 不考虑一次性收益，股权出售将减少公司利润8%

报告摘要：

- 董事会通过了关于进一步审议华夏基金股权转让相关事项的议案。与2010年6月公司发布的议案相比，本次议案维持“通过产权交易所出售华夏基金51%股权”，同时明确规定标的股权的首次挂牌价格应不低于75.6亿元。另外，标的股权可被适当拆分，但拆份数应不超过5份。
- 定价较高对股价影响中性偏正面。此次股权出售方案中，华夏基金股权的全部评估价值为148亿元，估值接近15倍市盈率，与中信证券二级市场的估值差异并不显著，而2010年11月公司出售中信建投股权的市盈率不到8倍。本次股权的定价较高，再加上市场对华夏基金该部分股权的转让有明确预期，因此我们判断此次股权出售对公司股价影响中性偏正面。
- 不考虑一次性收益的股权出售将减少公司利润8%。2010年华夏基金实现的营业收入和净利润分别为34亿元和10亿元，分别占中信证券2010年合并营业收入和合并净利润的12%及8%。出售华夏基金51%的股权后，中信证券将不再将华夏基金合并报表，而是改使用权益法核算。我们预计若不考虑一次性投资收益，华夏基金股权的出售将使中信证券2011年的每股收益从0.62元下降至0.57元，降幅为8%。公司收购华夏基金的成本为11亿元（含中信基金的投资成本），出售51%股权的成本为5.6亿元，若按底价75.6亿元出售，则公司可获得70亿元的一次性投资收益。
- 维持公司增持-A的投资评级，下调目标价至15元。华夏基金股权出售方案的进一步明晰消除了公司一个重要的不确定性，且出售定价较高，我们维持公司增持-A的评级，但考虑到市场成交量的下滑及整体估值水平的下降，我们下调公司的目标价至15元。

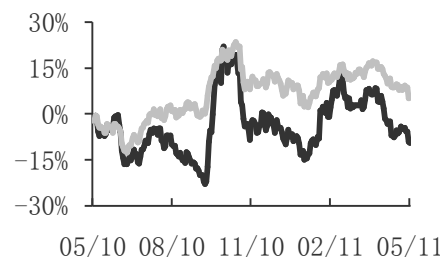
- 风险提示：H股发行摊薄公司的EPS和ROE；市场环境发生大的改变。

财务和估值数据摘要

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,007	27,795	14,688	15,264	16,292
Growth(%)		26.30%	-47.15%	3.92%	6.73%
净利润	8,984	11,311	6,175	5,883	6,279
Growth(%)		25.91%	-45.41%	-4.74%	6.73%
每股收益(元)	1.35	1.14	0.62	0.59	0.63
每股净资产(元)	9.3	7.1	8.0	8.4	8.8
市盈率	9	11	20	21	20
市净率	1.3	1.7	1.5	1.5	1.4
净资产收益率(%)	15.38%	17.13%	8.22%	7.21%	7.35%

总市值(百万元)	123,028.33
流通市值(百万元)	121,915.03
总股本(百万股)	9,945.70
流通股本(百万股)	9,855.70
12 个月最低/最高	10.42/21.20 元
十大流通股东(%)	36.56%
股东户数	823,944

12 个月股价表现



— 中信证券 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.71)	(6.29)	(14.73)
绝对收益	(13.00)	(11.45)	(9.41)

杨建海

 021-68765375
 执业证书编号

首席行业分析师

 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

贺立

 021-68767803
 heli@essence.com.cn

前期研究成果

中信证券：同口径利润实现增长	2011-05-03
中信证券：买方业务转型初见成效	2011-04-11
中信证券：尚不确定的国际化	2011-03-29

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-05-24

利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,007	27,795	14,688	15,264	16,292	货币资金	129,205	64,719	71,191	78,310	86,141
手续费净收入	16,919	14,858	9,684	10,130	10,569	结算备付与保证金	11,258	16,643	19,712	21,432	23,324
代理买卖证券业务净收入	10,922	7,809	4,580	4,786	4,786	交易性金融资产	11,887	14,256	17,107	20,529	24,635
证券承销业务净收入	2,401	2,903	1,114	955	955	买入返售金融资产	1,903	1,866	25,661	30,793	36,952
资产管理业务净收入	3,133	3,545	3,900	4,290	4,719	可供出售金融资产	42,923	37,188	48,344	62,847	81,701
利息净收入	1,401	1,303	1,694	1,864	2,050	其他资产	9,631	18,505	11,948	11,948	11,954
投资收益及公允价值变动	3,530	11,525	3,310	3,271	3,673	资产总计	206,807	153,178	193,964	225,860	264,707
其他业务收入	156	108	0	0	0	短期借款	88	128	1,000	1,000	1,001
营业支出	-9,050	-11,497	-5,875	-6,869	-7,331	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-1,034	-962	-661	-687	-733	衍生金融负债	6	435	0	0	0
业务及管理费	-8,016	-10,535	-5,214	-6,182	-6,598	卖出回购金融资产款	17,923	6,902	0	0	0
营业利润	13,260	16,269	8,813	8,395	8,960	代理买卖证券款	112,478	62,081	61,292	67,422	74,164
营业外收支	42	51	0	0	0	其他负债	11,498	12,785	48,152	70,040	98,005
利润总额	13,302	16,320	8,813	8,395	8,960	负债合计	141,993	82,330	110,444	138,462	173,170
所得税	-3,21	-4,18	-2,027	-1,93	-2,06	股本	6,630	9,946	9,946	9,946	9,947
净利润	10,088	12,136	6,786	6,464	6,899	归属母公司所有者权益	61,599	70,435	79,772	83,476	87,430
归属母公司所有者净利润	8,984	11,311	6,175	5,883	6,279	少数股东权益	3,215	413	3,747	3,921	4,107
少数股东损益	1,104	825	611	582	621	所有者权益合计	64,814	70,848	83,519	87,398	91,538
经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	风险指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	5.23%	6.28%	3.56%	2.80%	2.56%	净资本	34,904				
平均净资产收益率	15.38%	17.13%	8.22%	7.21%	7.35%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	36.43%	37.90%	35.50%	40.50%	40.50%	自营规模/净资本	40.39%				
营业收入/总资产	12.81%	15.44%	8.46%	7.27%	6.64%	权益自营规模/净资本	91.56%				
每股数据 (元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	估值	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.35	1.14	0.62	0.59	0.63	市盈率	9	11	20	21	20
每股净资产	9.3	7.1	8.0	8.4	8.8	市净率	1.3	1.7	1.5	1.5	1.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034