



股权转让敲定 长期对业绩影响不大

——中信证券（600030）出售华夏基金股权点评

2011年11月9日

强烈推荐/维持

中信证券 事件点评

刘家伟 执业证书编号: S1480510120001
 联系人: 黄琳 联系电话: 66554013

MSN: huanglin329@msn.cn

事件:

11月8日晚间,中信证券发布公告,截至2011年11月7日公司持有的华夏基金100%股权中的51%已在北京金融资产交易所完成挂牌,其中31%股权已于8月完成挂牌,20%股权于10月11日至11月7日期间挂牌。51%的股权转让总价为83.44亿元,高于75.63亿元的交易底价。此次股权转让还需得到证监会的批准,在股权转让完成后,困扰华夏基金的股权问题得到彻底解决。

观点:

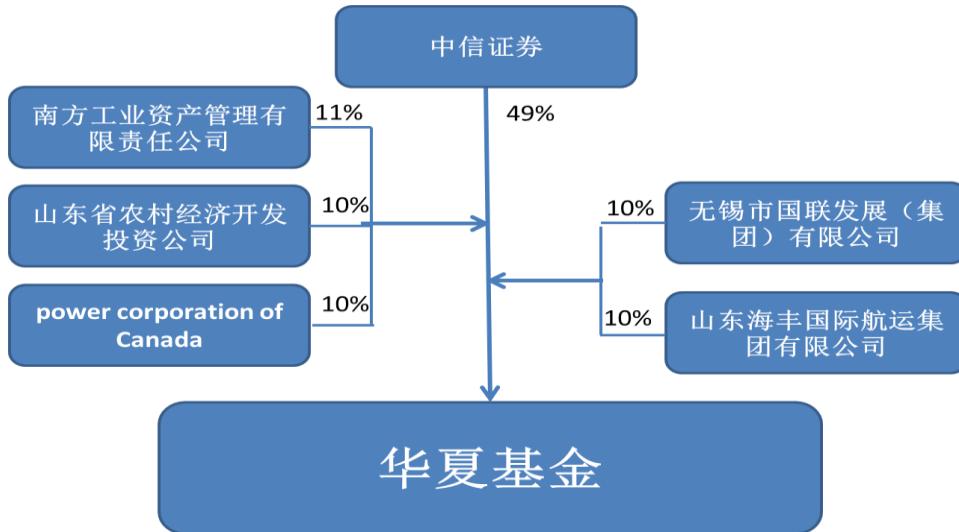
1. 股权转让降低公司利润,短期削弱业绩。

华夏基金一直以来是公司的现金牛业务,2010年华夏基金实现营业收入为33.64亿元,净利润约为10亿元,占中信证券营业收入及净利润的比重分别为12.1%和8.24%。股权转让后,由于持股比例的减少,短期内归属于母公司股东的净利润会有所下降,一定程度上削弱公司业绩。预计股权交割在年底之前完成,则对公司业绩的影响将在明年体现。

2. 股权转让有利华夏基金规模的扩张,长期对公司业绩影响不大。

股权结构一直是困扰着华夏基金的重要问题。由于监管层持续关注华夏基金的股权结构问题,对华夏基金的产品发行采取冷淡处理的态度,新产品的发行业一度停滞一年多时间。此次股权转让完成后,华夏基金形成六方持股的股权结构,困扰多年的股权问题得到解决。

图 1: 股权转让完成后华夏基金股权结构



资料来源:东兴证券研究所

从股权结构上看，华夏基金的股权结构更为分散，同时股东背景多样化。从资产规模上看，新产品的发行步伐将重启，有利于华夏基金资产管理规模的不断扩大。从长期来看，华夏基金资产管理规模的不断扩大，将为公司带来持续稳健的收入，同时随着创新业务的不断发展，公司盈利来源不断拓宽，此次股权转让事件对公司业绩影响不大。

3. 转让价格基本合理。

此次全部 51%的股权的挂牌总价为 83.44 亿元，高于 75.63 亿元的交易底价，隐含的华夏基金的估值为 163.6 亿元，对应的 PE 为 16 倍。以 2010 年华夏基金年末受托管理资产规模为 2235 亿元计算，则本次交易的 Price/AUM 为 7.32%。总体而言，本次的转让价格与近年来基金股权转让相比，估值相对较高，符合华夏基金在行业内的龙头地位。

结论：

公司转让 51%华夏基金的股权，使得华夏基金的股权结构符合监管层的要求，为华夏基金受托资产规模的扩大扫清障碍，短期来看在一定程度上削弱公司业绩，但从长期来看有利于公司获得持续稳健的基金管理收入。并且此次股权转让事件并不改变公司在行业中的龙头地位，公司合理的买卖方业务以及国际化布局仍将引领公司的持续增长。

股权转让完成后，公司仍持有华夏基金 49%的股权，仍为实际控制人，我们预计公司仍将合并计算报表。若此次股权转让能在年底之前完成股权交割，且转让收益能一次性计提到投资收益中，则我们调整公司 2011 年和 2012 年的 EPS 到 1.13 元和 0.72 元，对应的 EPS 为 11 倍和 17 倍，继续维持“强烈推荐”的评级。

表 1：中信证券未来两年盈利预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,200,652	2,779,490	2,237,882	1,914,680
(+/-)%	25.27%	26.30%	-19.49%	-14.44%
营业利润(EBIT)	1,326,038	1,626,918	1,247,882	925,680
(+/-)%	38.95%	22.69%	-23.30%	-25.82%
净利润	1,008,820	1,213,605	1,208,456	842,459
(+/-)%	25.32%	20.30%	-0.42%	-30.29%
每股净收益(元)	1.35	1.14	1.13	0.72

风险提示：

此次并购事件仍需获得监管部门的批准，因此仍存在一定的不确定性。如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。