

公司研究/点评报告

2010 年 1 月 18 日

中信证券 (600030)

股权出售后长期利益摊薄值得关注

评级：增持（维持）

投资要点：

■ **事件：**整合公司旗下证券资产、华夏基金股权处理将成为 2010 年公司的工作重点之一，而股权的出售转让将对公司业绩产生一定影响。

■ **出售股权影响分析：**公司转让中信建投 45% 的股权将对公司 2010 年每股收益的影响为 0.56 元；公司转让华夏基金 25% 的股权将对公司 2010 年每股收益的影响为 0.6 元。但是从中长期来看，股权出售后长期利益摊薄将大于短期的一次性投资收益，当然创新业务给公司带来的新的利润增长点也将适当弥补股权出售的影响。

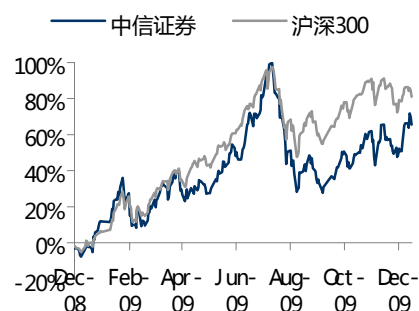
■ **盈利预测与估值：**预计公司 2010-2011 年每股收益分别 2.55 元、1.42 元，扣除非经常性损益后每股收益为 1.36 元、1.42 元。2010-2011 年每股净资产分别为 10.46 元、11.63 元。对应 2010-2011 年动态 PE 为 22.73 倍、21.77 倍，对应 2010-2011 年动态 PB 为 2.96 倍、2.66 倍。若按照证券行业目前 2010 年约 31.83 倍的整体估值水平看，公司估值具有一定优势，我们给予“增持”的投资评级。

金融地产组

0512-62938653

sarah-shi@hotmail.com

中信证券与沪深 300 指数走势比较图



市场数据

2010 年 1 月 18 日

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本（万股） | 663046.76 |
| 流通A股（万股） | 657046.76 |
| 收盘价（元） | 30.30 |
| 6个月换手率（%） | 242.86 |

财务数据

2009

| | |
|-----------|--------|
| 主营收入（亿元） | 219.68 |
| 净利润（亿元） | 89.59 |
| 摊薄每股收益（元） | 1.35 |
| 每股净资产（元） | 9.29 |

| | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|----------|-------------|-----------|---------|
| 营业收入（百万元） | 17708.26 | 21548.90275 | 33003.514 | 7811.43 |
| 同比增速（%） | -42.64% | 21.69% | 53.16% | 34.95% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 7305.00 | 8955.77 | 16890.55 | 4101.00 |
| 同比增速（%） | -41.00% | 22.60% | 88.60% | 14.30% |
| 每股收益（元） | 1.10 | 1.35 | 1.36 | 1.42 |
| 每股净资产（元） | 8.33 | 9.29 | 10.46 | 11.63 |
| P/E | 16.34 | 22.90 | 22.73 | 21.77 |
| P/B | 2.16 | 3.33 | 2.96 | 2.66 |

1. 事件

1月16日，公司发布公告称，证监会督促其在4月1日前完成规范华夏基金公司的股权事宜，若不能按时完成华夏基金的部分股权转让，证监会将采取相应监管措施。同时，证监会决定自2010年1月1日起，暂停华夏基金新产品的申请。

此次证监会所采取的监管措施，可谓是对公司持有华夏基金股权超过规定的“最后通牒”。此前市场传言，作为北京市国资委的一个平台，北京市政府已经批准北京国有资本经营管理中心购买中信建投45%的股份，作价在70亿元~80亿元，交易方案已经基本确定，其余55%的股份由中信证券和建银投资继续持有。

我们认为整合公司旗下证券资产、华夏基金股权处理将成为2010年公司的工作重点之一。

2. 背景

2.1. 证券公司“一参一控”政策

2008年3月，证监会发布了《关于证券公司控制关系的认定标准及相关指导意见》，明确证券公司“一参一控”政策。除汇金外，其他不符合要求的证券公司需要在2009年12月31日之前提交整改方案，并在2010年12月31日之前完成整改，因此中信证券“一参一控”整改方案将在2010年内完成。

根据《证券法》、《证券公司监督管理条例》的规定，“一参一控”是指为规避利益冲突、预防违规活动，同一股东或实际控制人只能同时控股一家证券公司、参股另一家证券公司。

目前中信证券控股中信金通、中信万通和中信建投三家证券公司，持股比例分别为100%、91.40%和60%。未来公司对中信金通证券、中信万通证券以区域性子公司的形式整改，同时出售部分中信建投证券股权。

2.2. 基金公司“一股独大”问题

证监会“关于《证券投资基金管理公司管理办法》若干问题的通知”中指出，基金公司主要股东最高出资比例不超过全部出资的49%，中外合资基金公司的中方股东出资比例则不受此限制。另外，《中外合资经营企业法》规定，外国合营者投资比例一般不低于25%。

2007年12月4日，中信证券完成了对华夏基金所有股权的收购，累计投资为9.4亿元。2009年7月7日，证监会批准华夏基金吸收合并中信基金，目前中信证券持有华夏基金100%的股权。根据规定，中信证券需转让华夏基金股权比例在25%-51%之间。

3. 出售股权影响分析

3.1. 出售中信建投股权测算

我们认为出售中信建投股权将对公司产生两方面的影响：

首先，若公司股权转让比例超过 40%，则转让后，中信建投将不再纳入合并报表范围核算，公司经纪业务市场份额将明显下降。截至 2009 年 6 月 30 日，中信证券合并报表范围内共有 200 家营业部，其中母公司 42 家，中信建投 100 家，中信万通 27 家，中信金通 22 家，公司转让中信建投股权以后，将损失至少一半的营业部资源。2009 年全年中信建投经纪业务市场份额约为 3.22%，占到中信证券合并市场份额的 41%。另外，公司投行业务也将因为出售股权而略受影响。

截至 2009 年 6 月 30 日，中信建投实现净利润 11.78 亿元，我们预计 2009 中信建投净利润约为 24 亿元，在公司出售 45% 股权的假设下，对公司每股收益影响约为 -0.31 元。

表格 1：出售中信建投股权对 EPS 影响敏感性分析

| | | 中信建投净利润（百万元） | | | | | | | | |
|----------|-----|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 对 EPS 影响 | | 1900 | 2000 | 2100 | 2200 | 2300 | 2400 | 2500 | 2600 | 2700 |
| 出售股权比例 | 20% | -0.17 | -0.18 | -0.19 | -0.20 | -0.21 | -0.22 | -0.23 | -0.24 | -0.24 |
| | 25% | -0.19 | -0.20 | -0.21 | -0.22 | -0.23 | -0.24 | -0.25 | -0.25 | -0.26 |
| | 30% | -0.20 | -0.21 | -0.22 | -0.23 | -0.24 | -0.25 | -0.26 | -0.27 | -0.29 |
| | 35% | -0.21 | -0.23 | -0.24 | -0.25 | -0.26 | -0.27 | -0.28 | -0.29 | -0.31 |
| | 40% | -0.23 | -0.24 | -0.25 | -0.27 | -0.28 | -0.29 | -0.30 | -0.31 | -0.33 |
| | 45% | -0.24 | -0.26 | -0.27 | -0.28 | -0.29 | -0.31 | -0.32 | -0.33 | -0.35 |
| | 50% | -0.26 | -0.27 | -0.29 | -0.30 | -0.31 | -0.33 | -0.34 | -0.35 | -0.37 |
| | 55% | -0.27 | -0.29 | -0.30 | -0.32 | -0.33 | -0.34 | -0.36 | -0.37 | -0.39 |
| | 60% | -0.29 | -0.30 | -0.32 | -0.33 | -0.35 | -0.36 | -0.38 | -0.39 | -0.41 |

资料来源：东吴证券研究所

其次，若 2010 年公司完成出售中信建投股权，那么公司将获得一次性投资收益。若按照 2009 年中期，中信建投净资产 57.94 亿元，转让市净率 2.5 倍，转让 45% 股权估算，公司将获得一次性投资收益约为 65 亿元，有望增厚公司每股收益约为 0.87 元。

综合来看，公司转让中信建投 45% 的股权将对公司 2010 年每股收益的影响为 0.56 元。

表格 2: 出售中信建投股权获取一次性投资收益敏感性分析

| | | 出售市净率 | | | | | | | | |
|----------|-----|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 对 EPS 影响 | | 1 | 1.5 | 2 | 2.5 | 3 | 3.5 | 4 | 4.5 | 5 |
| 出售股权比例 | 20% | 0.13 | 0.21 | 0.30 | 0.39 | 0.48 | 0.56 | 0.65 | 0.74 | 0.82 |
| | 25% | 0.16 | 0.27 | 0.38 | 0.49 | 0.59 | 0.70 | 0.81 | 0.92 | 1.03 |
| | 30% | 0.19 | 0.32 | 0.45 | 0.58 | 0.71 | 0.84 | 0.98 | 1.11 | 1.24 |
| | 35% | 0.22 | 0.37 | 0.53 | 0.68 | 0.83 | 0.98 | 1.14 | 1.29 | 1.44 |
| | 40% | 0.25 | 0.43 | 0.60 | 0.78 | 0.95 | 1.13 | 1.30 | 1.48 | 1.65 |
| | 45% | 0.28 | 0.48 | 0.68 | 0.87 | 1.07 | 1.27 | 1.46 | 1.66 | 1.86 |
| | 50% | 0.31 | 0.53 | 0.75 | 0.97 | 1.19 | 1.41 | 1.63 | 1.84 | 2.06 |
| | 55% | 0.35 | 0.59 | 0.83 | 1.07 | 1.31 | 1.55 | 1.79 | 2.03 | 2.27 |
| | 60% | 0.38 | 0.64 | 0.90 | 1.16 | 1.43 | 1.69 | 1.95 | 2.21 | 2.47 |

资料来源：东吴证券研究所

3.2. 出售华夏基金股权测算

作为国内最赚钱的基金公司，华夏基金是公司业务的主要来源之一，2009 年中报数据显示，华夏基金实现基金管理费收入 12.49 亿元，基金销售收入 6775.83 万元，在公司营业收入占比达 14.7%。

根据规定，公司需转让华夏基金股权比例在 25%-51%之间。我们认为无论选择何种转让方式和转让比例，出于利益的考虑，公司都不会放弃对华夏基金的控股权。因此，从目前来看公司选择引进境外战略投资者，转让 25%股权的可能性更大。

转让华夏基金股权对于公司的影响同样主要来自两方面：

首先，公司来自华夏基金的业绩贡献将减少，对公司每股收益产生一定影响。假设公司选择引入战略投资者，转让 25%的股权，同时假设 2009 年华夏基金的净利润约为 12 亿元，则对公司每股收益影响约为-0.04 元。另外，通过测算发现每 1%股权的转让，对公司每股收益的影响约为-0.002 元，影响相对有限。

表格 3: 出售华夏基金股权对 EPS 影响敏感性分析

| | | 华夏基金净利润（百万元） | | | | | | | | |
|----------|-----|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 对 EPS 影响 | | 700 | 800 | 900 | 1000 | 1100 | 1200 | 1300 | 1400 | 1500 |
| 出售股权比例 | 10% | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 |
| | 15% | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 |
| | 20% | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.04 | -0.04 | -0.04 | -0.05 |
| | 25% | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.04 | -0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.05 | -0.06 |

| | | | | | | | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 30% | -0.03 | -0.04 | -0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.05 | -0.06 | -0.06 | -0.07 |
| 35% | -0.04 | -0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.06 | -0.06 | -0.07 | -0.07 | -0.08 |
| 40% | -0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.07 | -0.08 | -0.08 | -0.09 |
| 45% | -0.05 | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.07 | -0.08 | -0.09 | -0.10 | -0.10 |
| 50% | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.08 | -0.08 | -0.09 | -0.10 | -0.11 | -0.11 |

资料来源：东吴证券研究所

其次，若 2010 年公司完成出售华夏基金股权，那么公司将获得一次性投资收益，按照 2009 年华夏基金净利润 12 亿元，转让市盈率为 15 倍，转让比例为 25%，扣除对华夏基金和中信基金 11 亿元的初始投资成本，则公司将获得一次性投资收益约为 42 亿元，将增厚公司每股收益为 0.64 元。

表格 4：出售华夏基金股权获取一次性投资收益敏感性分析

| | | 出售市盈率 | | | | | | | | |
|----------|-----|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 对 EPS 影响 | | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 |
| 出售股权比例 | 10% | 0.18 | 0.20 | 0.22 | 0.24 | 0.25 | 0.27 | 0.29 | 0.31 | 0.33 |
| | 15% | 0.27 | 0.30 | 0.33 | 0.36 | 0.38 | 0.41 | 0.44 | 0.46 | 0.49 |
| | 20% | 0.36 | 0.40 | 0.44 | 0.47 | 0.51 | 0.55 | 0.58 | 0.62 | 0.65 |
| | 25% | 0.46 | 0.50 | 0.55 | 0.59 | 0.64 | 0.68 | 0.73 | 0.77 | 0.82 |
| | 30% | 0.55 | 0.60 | 0.66 | 0.71 | 0.76 | 0.82 | 0.87 | 0.93 | 0.98 |
| | 35% | 0.64 | 0.70 | 0.77 | 0.83 | 0.89 | 0.96 | 1.02 | 1.08 | 1.15 |
| | 40% | 0.73 | 0.80 | 0.87 | 0.95 | 1.02 | 1.09 | 1.16 | 1.24 | 1.31 |
| | 45% | 0.82 | 0.90 | 0.98 | 1.07 | 1.15 | 1.23 | 1.31 | 1.39 | 1.47 |
| | 50% | 0.91 | 1.00 | 1.09 | 1.18 | 1.27 | 1.36 | 1.46 | 1.55 | 1.64 |

资料来源：东吴证券研究所

综合来看，公司转让华夏基金 25% 的股权将对公司 2010 年每股收益的影响为 0.6 元。

4. 盈利预测、估值与投资评级

我们认为迫于监管部门的压力公司对中信建投、华夏基金股权处理将在 2010 年内完成，我们认为公司股权出售后长期的利益摊薄影响将大于短期的一次性投资收益；当然，随着融资融券、股指期货等创新业务在 2010 年推出，公司也将从中充分受益。因此，对于公司的盈利预测，我们同时考虑了股权出售以及创新业务所带来的业绩影响，创新业务给公司带来的新的利润增长点将适当弥补股权出售或的利益摊薄影响。

我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别 2.55 元、1.42 元，扣除

非经常性损益后每股收益为 1.36 元、1.42 元。2010-2011 年每股净资产分别为 10.46 元、11.63 元。对应 2010-2011 年动态 PE 为 22.73 倍、21.77 倍，对应 2010-2011 年动态 PB 为 2.96 倍、2.66 倍。若按照证券行业目前 2010 年约 31.83 倍的整体估值水平看，公司估值具有一定优势，我们给予“增持”的投资评级。

表格 5：净利润预测表

| 单位：百万元 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| 一、营业收入 | 17316.65 | 21548.90 | 33003.51 | 24437.53 |
| 1.手续费及佣金净收入 | 12407.46 | 16058.95 | 14182.95 | 15749.22 |
| 其中：代理买卖证券业务手续费净收入 | 7457.11 | 11042.28 | 8432.40 | 9662.13 |
| 证券承销业务净收入 | 1783.00 | 1789.50 | 2032.44 | 2305.85 |
| 资产管理业务净收入 | 149.65 | 126.96 | 174.73 | 217.02 |
| 基金管理费收入 | 2828.13 | 2910.63 | 3334.85 | 3334.85 |
| 基金销售收入 | 189.57 | 189.57 | 208.53 | 229.38 |
| 2.利息净收入 | 1705.61 | 1364.49 | 3132.71 | 3445.98 |
| 3.投资收益 | 6450.84 | 3225.74 | 14893.46 | 4612.80 |
| 4.公允价值变动损益 | -3341.38 | 807.27 | 692.68 | 517.64 |
| 5.汇兑损益 | 22.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 6.其他业务收入 | 71.13 | 92.47 | 101.72 | 111.89 |
| 二、营业支出 | 8142.12 | 8366.08 | 10041.45 | 11330.88 |
| 1.营业税金及附加 | 761.93 | 969.70 | 1485.16 | 1099.69 |
| 2.业务及管理费 | 6658.16 | 7723.47 | 8881.99 | 10214.28 |
| 3.资产减值损失 | 709.33 | -341.06 | -341.06 | 0.00 |
| 4.其他业务成本 | 12.70 | 13.97 | 15.37 | 16.90 |
| 三、营业利润 | 9174.52 | 13182.83 | 22962.06 | 13106.66 |
| 加：营业外收支净额 | -18.07 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 四：利润总额 | 9561.37 | 13222.83 | 23002.06 | 13146.66 |
| 减：所得税费用 | 1529.82 | 3305.71 | 5750.52 | 3286.66 |
| 五、净利润 | 8031.55 | 9917.12 | 17251.55 | 9859.99 |
| 1.归属母公司净利润 | 7305.00 | 8955.77 | 16890.55 | 9426.79 |
| 2.少数股东损益 | 745.23 | 961.35 | 361.00 | 433.20 |
| 总股本（百万股） | 6630.47 | 6630.47 | 6630.47 | 6630.47 |
| 六、每股收益（元） | 1.10 | 1.35 | 2.55 | 1.42 |
| 七、非经常性损益每股收益（元） | | | 1.36 | 1.42 |

资料来源：东吴证券研究所

表格 6：上市券商盈利预测与估值

| 公司名称 | 股票 代码 | 最新 股价 | EPS (元) | | | 每股净资产 (元) | | | 市盈率 (倍) | | | 市净率 (倍) | | |
|------|----------|----------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | | | 2009E | 2010E | 2011E | 2009E | 2010E | 2011E | 2009E | 2010E | 2011E | 2009E | 2010E | 2011E |
| 中信证券 | 600030 | 30.910 | 1.32 | 1.36 | 1.42 | 9.37 | 10.46 | 11.63 | 23.42 | 22.73 | 21.77 | 3.30 | 2.96 | 2.66 |
| 宏源证券 | 000562 | 23.630 | 0.74 | 0.87 | 0.90 | 4.34 | 5.01 | 5.54 | 31.93 | 27.16 | 26.26 | 5.44 | 4.72 | 4.27 |
| 海通证券 | 600837 | 17.800 | 0.57 | 0.67 | 0.73 | 5.14 | 5.68 | 6.29 | 31.23 | 26.57 | 24.38 | 3.46 | 3.13 | 2.83 |
| 东北证券 | 000686 | 36.500 | 1.23 | 1.36 | 1.48 | 4.63 | 5.63 | 6.61 | 29.67 | 26.84 | 24.66 | 7.88 | 6.48 | 5.52 |
| 国元证券 | 000728 | 20.320 | 0.62 | 0.75 | 0.79 | 4.12 | 4.37 | 4.96 | 32.77 | 27.09 | 25.72 | 4.93 | 4.65 | 4.10 |
| 长江证券 | 000783 | 18.850 | 0.63 | 0.79 | 0.80 | 3.33 | 4.03 | 4.69 | 29.92 | 23.86 | 23.56 | 5.66 | 4.68 | 4.02 |
| 太平洋 | 601099 | 18.050 | 0.28 | 0.33 | 0.30 | 1.21 | 1.53 | 1.87 | 64.46 | 54.70 | 60.17 | 14.92 | 11.80 | 9.65 |
| 国金证券 | 600109 | 23.200 | 0.53 | 0.61 | 0.73 | 2.47 | 2.80 | 3.19 | 43.77 | 38.03 | 31.78 | 9.39 | 8.29 | 7.27 |
| 西南证券 | 600369 | 18.480 | 0.39 | 0.42 | 0.48 | 1.99 | 2.31 | 2.71 | 47.38 | 44.00 | 38.50 | 9.29 | 8.00 | 6.82 |
| 光大证券 | 601788 | 27.670 | 0.93 | 1.05 | 1.20 | 6.58 | 7.10 | 7.75 | 29.75 | 26.35 | 23.06 | 4.21 | 3.90 | 3.57 |
| 招商证券 | 600999 | 30.820 | 0.86 | 0.94 | 1.05 | 5.30 | 6.03 | 6.64 | 35.84 | 32.79 | 29.35 | 5.82 | 5.11 | 4.64 |
| 平均值 | | | | | | | | | 36.38 | 31.83 | 29.93 | 6.75 | 5.79 | 5.02 |

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>