

资产出售利空出尽

增持(维持)

- 6月26日，中信证券发布公告拟转让华夏基金51%股权，排除了引入外资以保留75%股权的可能性。转让方式为产权交易机构挂牌交易。
- 截止2009年12月31日，华夏基金管理资产规模超过3,000亿元，其中公募基金管理规模超过2,650亿元，基金份额持有人户数突破1,300万，市场占有率稳定在10%左右，是境内管理基金资产规模最大的基金管理公司。
- 2009年，华夏基金实现净利润11.1亿，净资产27亿。参考2009年招商证券出售博时基金的定价，PE为13倍；而2007年年底招商证券花费63.2亿收购博时基金48%股权，对应的PE为10.3倍，考虑到华夏基金作为中国基金市场的第一品牌和较高的盈利能力，以及转移控制权应给与的溢价，其出售的PE应高于招商证券出售博时的定价。**假设2010年华夏基金净利润与2009年持平，给予15倍PE，那么51%股权的价格应为84亿元。**
- 参考6月2日我们对中信证券出售中信建投的点评《中信证券：股权转让在行业拐点上》，出售华夏基金同样短期内将对中信证券的财务报表和盈利能力产生负面影响。不考虑出售获得一次性收益及未来投资收益率，出售华夏基金51%股权将使2010年中信证券EPS减少0.085元。考虑一次性收益，由于当前股票市场震荡下行难以获得超额收益，融资融券尚需时间培育，额度尚未充分使用，其出售收入也难以获得可观收益率。
- 从中长期来讲，我们认为未来券商的竞争优势将逐步转移到资本、综合实力的比拼上。获得出售收入后，中信证券的资本金将大大充实，**一方面有利于公司开展买方业务，如直投和产业基金，另一方面，从理论上来讲，开展融资融券净收入将有效的冲减出售资产的收入损失。**短期来看，中信证券为符合监管规定，公布出售中信建投股权和华夏基金股权的方案，资产出售利空逐步出尽，一直以来导致其低于其他券商的低估值的因素将消除，**或将面临一定交易性机会。**
- 采用分部估值对中信证券进行评估，对自有资金业务采用PB估值，对非自有资金业务进行PE估值。考虑资产出售后，为保守计算仅给予出售收益2.25%的再投资收益率，中信证券的合理价位为13.86元，高于目前股价，维持增持评级。

分析师

黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

相关研究

中期策略报告：行业整合前期众生相

2010.6.19

中信证券：资产出售在行业拐点上

2010.6.2

证券信托4月报：两类券商佣金率风险大

2010.5.20

广发证券：业绩中庸，估值稍高 2010.4.28

分析师简介：

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。