

买入 首次

大智慧 (601519)

2015年01月26日

## 互联网+券商, 打造一体化互联网金融平台

2015年1月23日收盘价: 6.58元

6个月目标价: 11.3元

非银行金融行业首席分析师: 丁文韬  
SAC 执业证书编号: S0850512060001  
021-23219944  
dwt8223@htsec.com非银行金融行业助理分析师: 王维逸  
SAC 执业证书编号: S0850514120001  
021-23212209  
wvy9630@htsec.com

**【事件】**2015年1月22日, 大智慧及其全资子公司财汇科技与新湖控股、国网英大、新湖中宝、山西和信、华升股份等16家湘财证券的法人股东签署《发行股份及支付现金购买资产协议》, 拟通过向湘财证券全体股东非公开发行大智慧股份及支付现金的方式购买湘财证券100%的股权。

**【点评】**

**发行完成后大智慧实际控制人不变:** 此次收购中, 财汇科技以现金方式购买新湖控股持有的3.5%湘财证券的股份, 大智慧以发行股份的方式购买其他股东持有的剩余96.5%股份。此外大智慧拟向其他不超过10名特定投资者发行不超4.95亿股, 募集配套资金不超过27亿元。收购湘财证券完成后, 张长虹将持有大智慧33.04%的股份, 张长虹、张婷、张志宏将合计持有大智慧38.02%的股份, 新湖控股及新湖中宝合计持有29.87%的股份, 且新湖控股、新湖中宝、黄伟及其控制的其他企业将不参与本次募集配套资金的股份认购, 实际控制人仍为张长虹。

**大智慧金融终端用户数领先, 奠定良好客户基础:** 大智慧以软件终端为载体向投资者提供金融资讯和数据分析的互联网金融平台。公司互联网金融业务起步较早, 目前已拥有较完整的产品系列。目前公司已拥有亿级注册用户及2000万月活跃用户, 具有领先的的互联网金融用户基础。但之前因贵金属交易业务现货白银等导致用户巨亏, 在收购8个月之后已转售民泰贵金属公司, 且公司未参加投资咨询资格年审, 失去咨询业务资格后收入将大幅减少, 通过收购湘财证券将带来新的收入来源和流量变现渠道。

**湘财证券——综合性券商, 配资支持业务发展:** 湘财证券1999年获得证监会批准, 截至2014年末有53家证券营业部, 客户数约70万。公司目前经纪业务仍为最主要收入来源, 14年前三季度占总收入的58%, 投行、资管等其他业务占比均较小, 自营业务收入受市场影响波动较大。公司总资产212亿元, 净资产40亿元, 与上市券商中的西部证券、太平洋证券、国海证券相近。此次配资募集不超过27亿资金, 主要用于增加湘财证券资本金, 将大幅提高湘财证券资本实力, 有利于公司发展融资融券、股权质押等创新业务。

**互联网+券商深度合作, 资源整合发挥协同效应:** 大智慧的庞大客户群和互联网金融信息服务平台, 将与湘财证券的传统券商业务进行结合, 形成以资产管理为中心, 集信息、资讯、理财等金融服务为一体的一站式互联网金融服务平台。大智慧大量的活跃用户带来的流量, 将通过湘财证券实现变现。截至2014年末, 经纪业务市场份额近三年稳定在0.7%左右, 未来通过与大智慧的整合, 有望取得突破。双方通过资源整合, 优势互补, 发挥协同效应, 打造一体化的互联网券商。

**投资建议:** 通过收购湘财证券, 大智慧在失去贵金属交易和咨询业务收入后获得新的收入来源, 且大量的活跃用户优势将获得流量变现渠道, 打造多位一体的互联网金融服务平台。但是否能实现有效整合还有看双方管理层的磨合程度。因大智慧未通过咨询业务资格年审, 我们预计15年公司主要利润来自于并表湘财证券, 预计14、15年EPS(对应增发后总股本)分别为0.03、0.12元。对比可比公司, 我们认为湘财证券的合理市值为360亿, 对应增发后湘财PB5倍, 与同规模券商等相当; 加上互联网溢价总市值应为432亿元, 对应每股估计11.3元/股, 对应15PE94倍, 给予“买入”评级。

**主要不确定因素:** 双方整合效率低于预期; 市场低迷带来估值和业绩的负面影响。

## 1. 此次收购和发行基本情况

**发行完成后大智慧实际控制人不变：**大智慧目前控股股东及实际控制人为张长虹先生，持有股份 55.58%，张长虹及其妹妹张婷、弟弟张志宏合计持有大智慧 63.95% 的股份。此次收购中，财汇科技以现金方式购买新湖控股持有的 3.5% 湘财证券的股份，大智慧以发行股份的方式购买其他股东持有的剩余 96.5% 股份。此外大智慧拟向其他不超过 10 名特定投资者发行不超过 4.95 亿股，募集配套资金不超过 27 亿元。

本次发行股份购买资产完成后，张长虹先生将持有大智慧 33.04% 的股份，张长虹先生、张婷女士、张志宏先生将合计持有大智慧 38.02% 的股份，新湖控股及新湖中宝合计持有大智慧 29.87% 的股份，且新湖控股、新湖中宝、黄伟先生及其控制的其他企业将不参与本次募集配套资金的股份认购。公司本次交易完成后，大智慧的控股股东及实际控制人未发生变化，仍为张长虹先生。

表 1 增发前后主要股东持股情况

发行前		收购湘财证券后		配资发行后	
股东	持有股份	股东	持有股份	股东	持有股份
张长虹	55.58%	张长虹	33.04%	张长虹	28.78%
张长虹、张婷、张志宏合计	63.95%	张长虹、张婷、张志宏合计	38.02	张长虹、张婷、张志宏合计	33.11%
		新湖控股及新股中宝	29.87%	新湖控股及新股中宝	26.02%

资料来源：公司拟发行股份及支付现金收购湘财证券的公告，海通证券研究所

## 2. 大智慧原有业务和用户数

**大智慧金融终端用户数领先，奠定良好客户基础：**大智慧以软件终端为载体向投资者提供金融资讯和数据分析的互联网金融平台。公司互联网金融业务起步较早，目前已拥有较完整的产品系列。目前公司已拥有亿级注册用户及 2000 万月活跃用户，具有领先的的互联网金融用户基础。但之前因贵金属交易业务现货白银等导致用户巨亏，在收购 8 个月之后已转售民泰贵金属公司，且公司未参加投资咨询资格年审，失去咨询业务资格后收入将大幅减少，通过收购湘财证券将带来新的收入来源和流量变现渠道。

同花顺拥有 1.6 亿注册用户；客户端同时在线最高超过 230 万；手机服务注册超过 3100 万，同时在线约 165 万；网站日独立 IP 访问 285 万。通过和东吴证券的合作，与东吴证券在网络经纪、在线理财等券商业务上进行合作，并获得了东吴提供的产品资源，为客户提供增值服务，将公司的客户资源转化为收入。

表 2 大智慧与同花顺对比

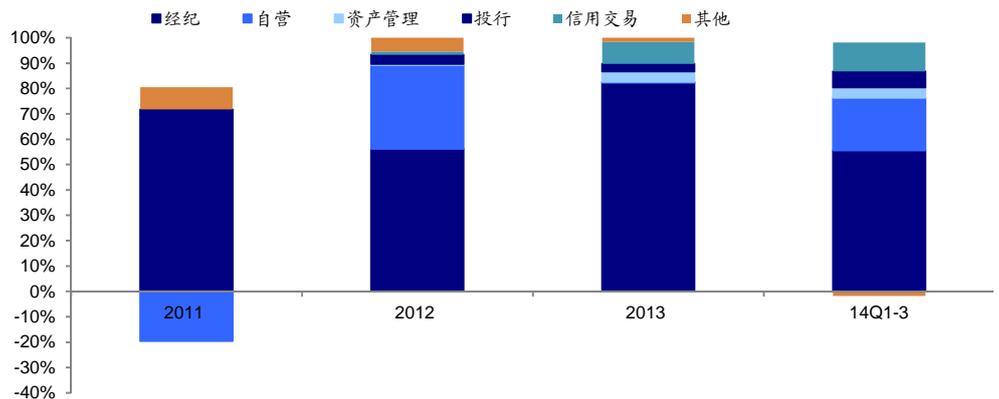
	大智慧	同花顺
注册用户	超过 1 亿	1.6 亿
EPS (14Q1-3,元)	0.04	0.08

资料来源：上市公司 2014 年三季报，同花顺拟发行股份及支付现金收购湘财证券的公告，Wind，海通证券研究所

### 3. 湘财证券及可比公司情况

**湘财证券——综合性券商，配资支持业务发展：**湘财证券 1999 年获得证监会批准，截至 2014 年末有 53 家证券营业部，客户数约 70 万。公司目前经纪业务仍为最主要收入来源，14 年前三季度占总收入的 58%，投行、资管等其他业务占比均较小，自营业务收入受市场影响波动较大。**公司总资产 212 亿元，净资产 40 亿元，与上市券商中的西部证券、太平洋证券、国海证券相近。**此次配资募集不超过 27 亿资金，主要用于增加湘财证券资本金，将大幅提高湘财证券资本实力，有利于公司发展融资融券、股权质押等创新业务。

图 1 湘财证券收入结构



资料来源：公司拟发行股份及支付现金收购湘财证券的公告，海通证券研究所

表 3 湘财证券可比公司 (截止 14Q3 数据, 单位: 亿元)

	总资产	净资产	净利润	ROE(%)	总市值
东北证券	291	83	6.02	7.71	348
国金证券	208	77	5.49	7.62	493
山西证券	216	75	3.71	5.31	363
国海证券	244	69	4.65	7.32	384
太平洋	108	68	3.50	8.33	434
西部证券	205	51	4.21	8.67	380
湘财证券	239	67	2.97	7.43	

注：湘财证券总资产和净资产加入拟配资的 27 亿元  
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4. 投资建议和估值

**互联网+券商深度合作，资源整合发挥协同效应：大智慧的庞大客户群和互联网金融信息服务平台，将与湘财证券的传统券商业务进行结合，形成以资产管理为中心，集信息、资讯、理财等金融服务为一体的一站式互联网金融服务平台。**大智慧大量的活跃用户带来的流量，将通过湘财证券实现变现。截至 2014 年末，经纪业务市场份额近三年稳定在 0.7% 左右，未来通过与大智慧的整合，有望取得突破。双方通过资源整合，优势互补，发挥协同效应，打造一体化的互联网券商。

**投资建议：**通过收购湘财证券，大智慧在失去贵金属交易和咨询业务收入后获得新的收入来源，且大量的活跃用户优势将获得流量变现渠道，打造多位一体的互联网金融服务平台。但是否能实现有效整合还有看双方管理层的磨合程度。因大智慧未通过咨询业务资格年审，我们预计 15 年公司主要利润来自于并表湘财证券，预计 14、15 年 EPS (对应增发后

总股本)分别为 0.03、0.12 元。对比可比公司,我们认为湘财证券的合理市值为 360 亿,对应增发后湘财 PB5 倍,与同规模券商等相当;加上互联网溢价总市值应为 432 亿元,对应每股估计 11.3 元/股,对应 15PE94 倍,给予“买入”评级。

表 4 估值(单位:亿元)

湘财证券价值	360
互联网溢价(20%)	72
<b>总价值</b>	<b>432</b>
总股本(预计,亿股)	38.4
<b>每股股价(元)</b>	<b>11.3</b>

资料来源:公司拟发行股份及支付现金收购湘财证券的公告, Wind, 海通证券研究所

**主要不确定因素:** 双方整合效率低于预期; 市场低迷带来估值和业绩的负面影响。

## 信息披露

### 分析师声明

丁文韬、王维逸：非银金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中信证券 广发证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 国元证券 宏源证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份 方正证券

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。