

2015-1-22

公司报告(点评报告)

评级

首次
大智慧 (601519)

携手湘财打造首家纯正的互联网券商

分析师: 刘俊

 (8627)65799532

 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120002

联系人: 刘安坤

 (8627)65799537

 liuak@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

报告要点

■ 事件描述

大智慧公布收购新三板公司湘财证券的草案,并于 23 日复牌。大智慧以现金与股权支付相结合的方式向湘财证券 16 家股东新湖控股等收购湘财证券 100% 股权,同时拟募集资金 27 亿元,用于湘财证券补充资本金与日常运营。

■ 事件评论

➢ **交易后公司的主要控制人仍为张氏姐妹,不构成借壳上市。**公司先通过子公司以现金购买新湖控股持有的湘财证券 3.5% 股份,然后发行 13.56 亿股购买剩余 96.5% 股份,避免了新湖控股和新湖中宝所持股份超过主要控制人,新发股份(包括增发)限售期均为一年。(详见表 1)

➢ **公司与湘财证券将开展深度合作,共同打造国内首家纯正互联网券商。**湘财证券成立时间较早,目前各项业务规模发展较快,经纪业务市场份额达到 0.7%,两融市场占比 0.6%,略高于东北、西部、国海等上市券商,大智慧是国内领先的互联网金融信息厂商,目前公司具备亿级别的注册用户和 2000 万月度活跃用户,流量巨大,为双方在互联网金融的创新业务开展奠定了海量的客户基础。

➢ **双方合作的重点领域将是综合资产管理,力图打造中国版嘉信。**从国外的券商模式转型之路看,专注于网络服务的券商最终将成为财富管理平台,而非综合性型或投行化的券商,而该类券商将致力于满足客户一切的投资需求,构建融咨询、交易、融资融券、产品为一体的一站式互联网金融平台,较为成功的为嘉信理财,目前管理近 2 万亿美元的资产。

➢ **湘财证券单独估值预计为 350 亿元,合并后的公司市值预计达到 600 亿元,对应目标股价为 15.9 元。**结合湘财证券的业务规模和盈利能力,我们认为湘财证券的 PE 和 PB 接近上市券商的小型券商,因此市值可达到 350 亿元,而且考虑到大智慧的活跃用户数量及盈利,给予估值近 200 亿元,由于两者合作深度有待观察,短期给予合并增值率为 10%,因此,合并后公司市值近 600 亿元,目标股价 15.9 元,较前收盘价有 165% 空间,首次覆盖,给予推荐!

测算过程:

表 1: 交易前后股权结构的变化

股份类别	本次交易前		本次交易后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
一、有限售条件股份	0		18.51	48.22%
交易对方	—		13.56	35.32%
其中: 新湖控股	—		9.50	24.76%
国网英大	—		2.52	6.58%
新湖中宝	—		0.48	1.26%
其他特定投资者	—		4.95	12.90%
二、无限售条件股份	19.88	100.00%	19.88	51.78%
其中: 张长虹	11.05	55.58%	11.05	28.78%
张婷	1.15	5.79%	1.15	3.00%
张志宏	0.51	2.58%	0.51	1.33%
三、股份总数	19.88	100.00%	38.39	100.00%

资料来源: 长江证券研究部

表 2: 湘财证券单独估值将达到 350 亿元

经纪	两融		2014年净利润 (预测值)		市值	PE	PB	净资产	
	2014年前3季度	2013年	2014年前3季度	2013年					
国海	0.61%	0.69%	0.69%	0.60%	8.94	357	39.93	5.46	65.34
西部	0.52%	0.53%	0.43%	0.31%	7.58	369	48.68	7.29	50.6
东吴	0.90%	0.89%	0.77%	0.70%	9.89	490	49.54	3.59	136.4
东北	0.68%	0.68%	0.74%	0.67%	10.69	347	32.46	4.24	81.84
国金	0.98%	0.66%	0.52%	0.43%	7.85	486	61.91	6.33	76.78
山西	0.47%	0.47%	0.51%	0.44%	6.67	357	53.52	5.04	70.8
平均值	0.69%	0.65%	0.61%	0.53%	8.6	401.0	47.7	4.99	80.3
预测市值									
湘财证券	0.70%	0.69%	0.49%	0.57%	7.86	353.7	45.00	5.10	69.3

资料来源: 长江证券研究部

表 3: 三家互联网信息服务商的估值

业绩	净利润		营业收入		PE		
	2014年前3季度	2013年	2014年前3季度	2013年	市值	2014 (E)	2013
东方财富	0.6265	0.0500	3.3156	2.48	539.48	645.8	10789.6

大智慧	0.8710	0.1166	6.1453	8.94	118.86	102.4	1019.4
同花顺	0.2146	0.2192	1.6037	1.84	163.89	572.8	747.7

表 4: 大智慧市值接近 200 亿元

	日均覆盖数 (万户)	阅读有效浏览时间	市值
东方财富	865	3547	539
同花顺	137	370	164
大智慧	167(2000万的月活跃用户)		199.5

资料来源: 长江证券研究部

表 5: 预计合并后公司市值将达到 600 亿元

分项估值	金额
湘财证券市值	353.7
大智慧市值	199.5
两者合作产生的增值 (短期转化10%)	55.3
合并后市值合计 (亿元)	608.5
发行总股本预计 (亿股)	38.4
目标股价	15.9
前收盘价	6.0
空间	165.07%

资料来源: 长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。