安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 01 月 23 日

大智慧（601519.SH）

公司动态分析

证券研究报告

行业应用软件

收购湘财证券 打造互联网券商闭环

事件：大智慧公告其与子公司财汇科技将通过发行 13.56 亿股股票及支付现金 2.98 亿元购买湘财证券 100%的股权，湘财证券 100%股份的评估值约为 85 亿元。其中财汇拟以现金 2.98 亿元购买新湖控股持有的湘财证券 111,903,956 股股份，公司拟向新湖控股、国网英大等 16 家公司，以发行股份的方式购买剩余 3,085,351,922 股股份，发行价为 6.05 元/股。同时，公司拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金，规模不超过 27 亿元。

点评：

- **公司是业内领先的互联网金融信息服务平台。**公司上市以来通过内生+外延的形式不断加大在技术和服务领域的投入，向用户提供全面、稳定的金融信息服务，目前拥有上亿级别的注册用户数以及 2000 万的月活跃用户，无论是注册用户量还是活跃用户量在业内均处于领先地位，拥有庞大的互联网金融用户基础。
- **收购湘财证券，成为国内首家拥有券商牌照的互联网企业。**湘财证券系首家全国性综合类证券公司，截至 2014 年末，湘财证券在全国 41 个大中城市设有 53 家证券营业部，为全国约 70 万投资者提供证券经纪服务，经纪业务客户托管资产达到 1500 亿元，其业务规模和综合竞争实力逐年提升，在业内具有一定的影响力。公司收购湘财证券后，将成为国内首家拥有券商牌照的互联网企业。
- **股权绑定，深度打造互联网券商闭环。**收购完成后，公司与湘财证券将进行深度的战略合作。公司具有庞大的互联网端用户基础，并在金融信息服务能力和大数据技术上拥有充分的积累，将与湘财证券的传统券商业务进行结合，积极打造以用户需求为导向，以资产管理为中心，集信息、资讯、交易、销售、理财等金融服务为一体的一站式互联网金融服务平台。
- **投资建议：**公司作为作为业内领先的互联网金融信息服务平台，收购湘财证券后，将结合双方的资源禀赋，打造国内领先的互联网金融平台，前景广阔。考虑湘财证券全年备考，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.19、0.3、0.46 元，首次给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 15 元。
- **风险提示：**整合风险，互联网券商业务不达预期风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	470.1	894.3	1,028.4	4,034.1	8,068.2
净利润	-267.0	11.7	111.6	598.6	947.5
每股收益(元)	-0.13	0.01	0.06	0.19	0.30
每股净资产(元)	1.46	1.47	1.68	3.69	3.90

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	-44.5	1,019.3	96.8	31.6	20.0
市净率(倍)	4.1	4.1	3.6	1.6	1.5
净利润率	-56.8%	1.3%	10.9%	14.8%	11.7%
净资产收益率	-9.1%	0.8%	3.7%	5.3%	7.9%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.9%	1.5%
ROIC	-52.9%	-3.9%	4.7%	31.9%	13.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	15.00 元
股价（2015-01-22）	5.98 元

交易数据

总市值（百万元）	11,886.45
流通市值（百万元）	11,886.45
总股本（百万股）	1,987.70
流通股本（百万股）	1,987.70
12 个月价格区间	4.66/8.94 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-8.49	-72.66	-52.21
绝对收益	-3.39	-25.16	6.79

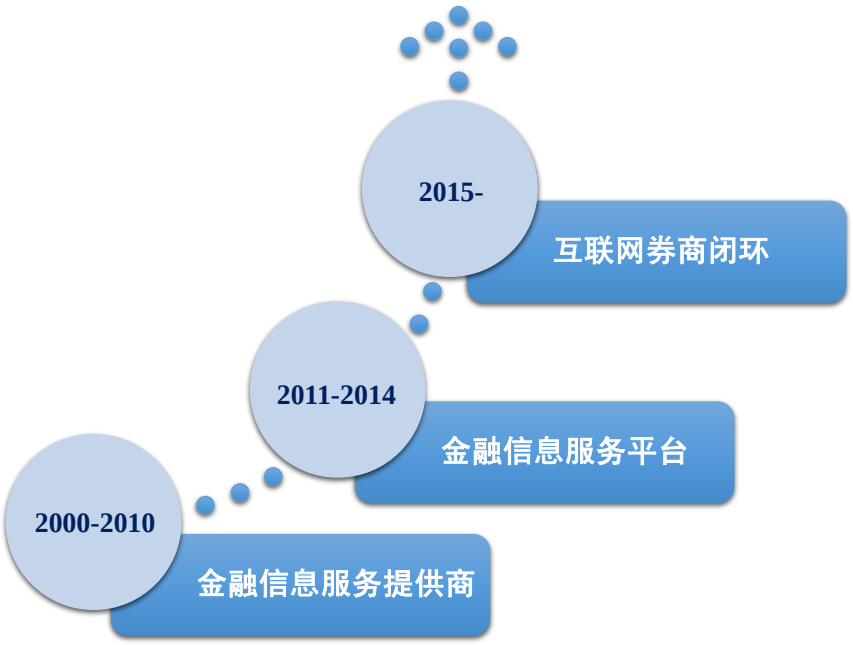
胡又文 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司是业内领先的互联网金融信息服务平台。公司成立于 2000 年，是国内领先的互联网金融信息服务提供商，拥有大智慧系列股票软件产品，满足投资者不同层次的需求，其互联网个人版是国内使用率最高的证券软件。上市以来，公司通过内生+外延的形式不断加大在技术和服务领域的投入，向用户提供全面、稳定的金融信息服务，目前拥有上亿级别的注册用户数以及 2000 万的月活跃用户，无论是注册用户量还是活跃用户量在业内均处于领先地位，拥有庞大的互联网金融用户基础。

图 1：大智慧三大发展阶段



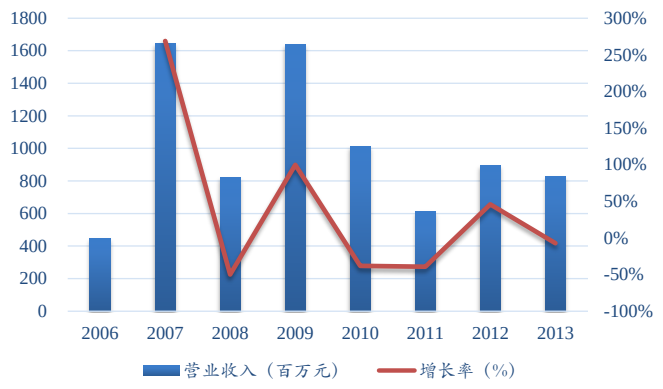
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

收购湘财证券，成为国内首家拥有券商牌照的互联网企业。大智慧公告其与子公司财汇科技将通过发行 13.56 亿股股票及支付现金 2.98 亿元购买湘财证券 100%的股权，湘财证券 100%股份的评估值约为 85 亿元。其中财汇科技拟以现金 2.98 亿元购买新湖控股持有的湘财证券 111,903,956 股股份(占总股本 3.5%)，公司拟向新湖控股、国网英大、新湖中宝、山西和信、华升股份等 16 家公司，以发行股份的方式购买其持有的湘财证券剩余 3,085,351,922 股股份(占总股本 96.5%)，发行价为 6.05 元/股。同时，公司拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金，规模不超过 27 亿元。

湘财证券系首家全国性综合类证券公司。湘财证券创立于 1993 年 2 月，1999 年第一家获批增资扩股并成为中国首家综合类证券公司、截至 2014 年末，湘财证券在全国 41 个大中城市设有 53 家证券营业部、4 家分公司、1 家直投子公司，为全国约 70 万投资者提供证券经纪服务，经纪业务客户托管资产达到 1500 亿元，其业务规模和综合竞争实力逐年提升，在业内具有一定的影响力。公司收购湘财证券后，将成为国内首家拥有券商牌照的互联网企业。

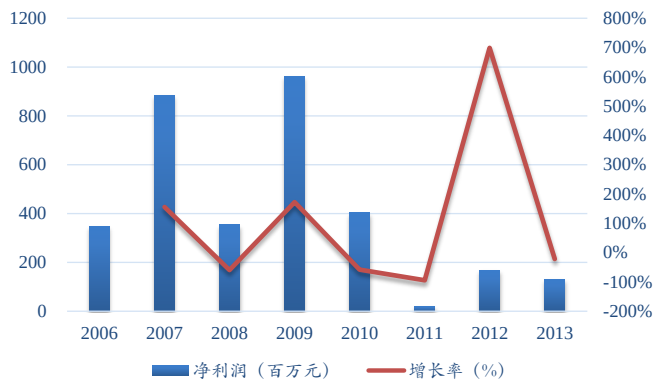
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：湘财证券营业收入情况



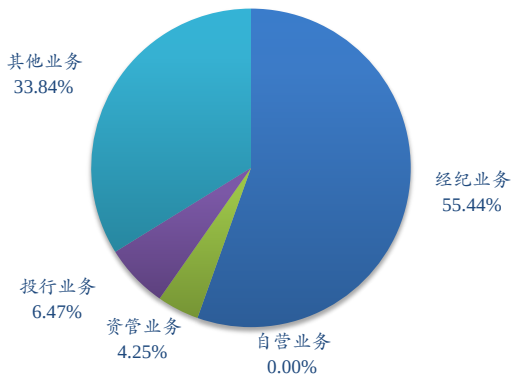
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 3：湘财证券净利润情况



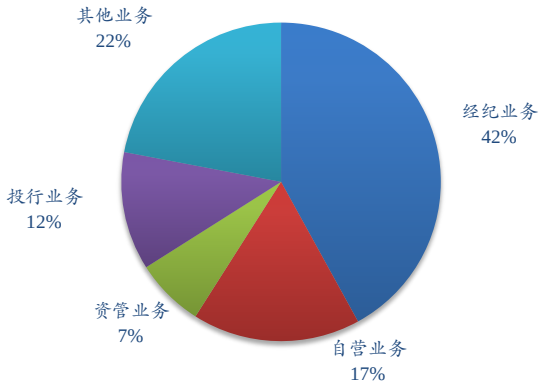
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2014 年中期湘财证券业务结构



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 5：2014 年中期证券整体业务结构



数据来源：wind，安信证券研究中心

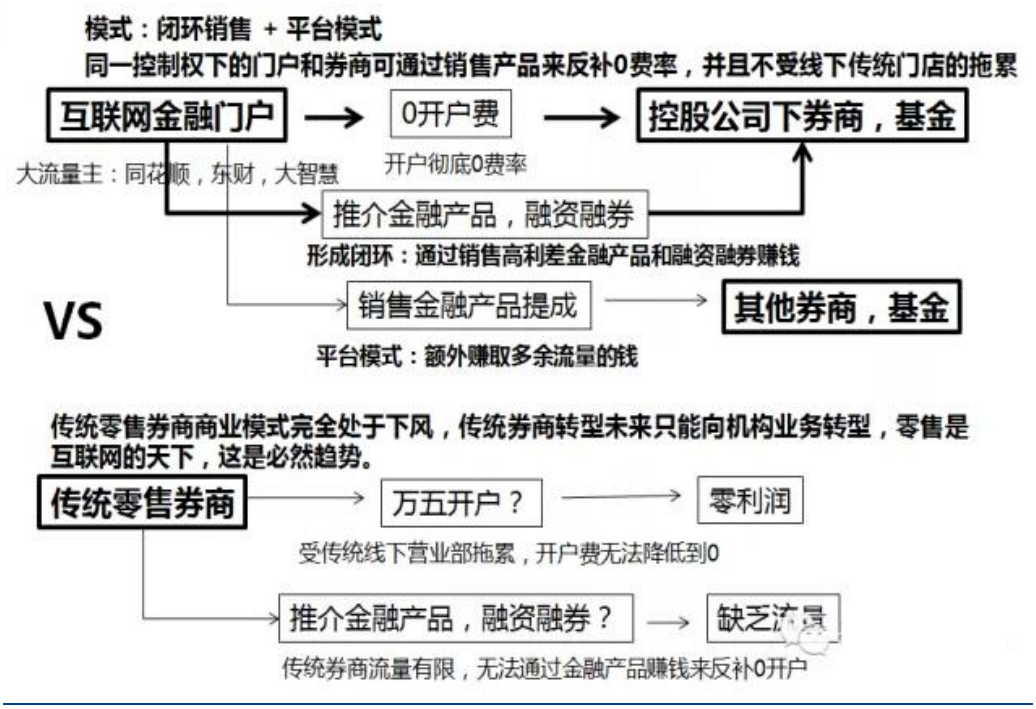
图 6：湘财证券营业网点分布

数据来源：湘财证券网站，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

股权绑定，深度打造互联网券商闭环。收购完成后，公司与湘财证券将进行深度的战略合作。公司具有庞大的互联网端用户基础，并在金融信息服务能力和大数据技术上拥有充分的积累，将与湘财证券的传统券商业务进行结合，积极打造以用户需求为导向，以资产管理为中心，集信息、资讯、交易、销售、理财等金融服务为一体的一站式互联网金融服务平台，打造互联网券商闭环。

图 7：互联网券商比传统零售券商的优势明显



数据来源：互联网，安信证券研究中心

投资建议：公司作为作为业内领先的互联网金融信息服务平台，收购湘财证券后，将结合双方的资源禀赋，打造一站式互联网券商服务闭环，前景值得期待。我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.19、0.3、0.46 元，首次给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 15 元。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 23 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**470.1**	**894.3**	**1,028.4**	**4,034.1**	**8,068.2**
减:营业成本	161.1	175.7	185.1	403.4	806.8
营业税费	9.5	28.0	41.1	80.7	161.4
销售费用	268.9	455.8	514.2	1,008.5	2,178.4
管理费用	407.4	525.6	596.5	2,017.0	4,034.1
财务费用	-90.5	-60.9	-44.2	-104.1	-134.8
资产减值损失	0.3	-0.9	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	5.6	233.0	365.0	30.0	30.0
营业利润	**-281.0**	**4.0**	**100.7**	**658.5**	**1,052.3**
加:营业外净收支	27.2	38.9	27.0	28.0	33.0
利润总额	**-253.9**	**42.9**	**127.7**	**686.5**	**1,085.3**
减:所得税	11.9	18.7	12.8	68.6	108.5
净利润	**-267.0**	**11.7**	**111.6**	**598.6**	**947.5**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,948.8	1,450.9	1,500.4	5,440.7	3,550.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	59.2	246.5	253.6	4,531.4	7,294.5
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	20.5	19.0	19.0	19.0	19.0
存货	0.4	0.5	1.0	2.2	4.4
其他流动资产	188.0	481.2	481.2	481.2	481.2
可供出售金融资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	475.9	502.0	490.9	991.5	939.4
在建工程	8.4	67.8	54.2	43.4	34.7
无形资产	29.5	152.9	142.7	151.8	141.7
其他非流动资产	318.8	473.4	475.0	522.3	521.3
资产总额	**3,082.5**	**3,434.9**	**3,448.4**	**12,234.1**	**13,037.2**
短期债务	-	97.4	-	-	-
应付帐款	40.9	65.9	58.4	198.9	309.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	121.1	286.3	283.1	284.1	285.1
长期借款	-	0.8	0.8	0.8	0.8
其他非流动负债	6.5	13.0	13.0	15.0	14.0
负债总额	**169.5**	**465.0**	**356.7**	**500.3**	**610.8**
少数股东权益	**4.2**	**52.6**	**55.9**	**75.2**	**104.5**
股本	1,390.0	1,807.0	1,807.0	3,163.0	3,163.0
留存收益	1,522.6	1,117.2	1,228.8	8,495.6	9,158.8
股东权益	**2,913.0**	**2,970.0**	**3,091.7**	**11,733.8**	**12,426.3**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	-17.6%	90.2%	15.0%	292.3%	100.0%
营业利润增长率	-364.3%	-101.4%	2,400.9	553.9%	59.8%
净利润增长率	-351.9%	-104.4%	857.0%	436.4%	58.3%
EBITDA 增长率	-779.3%	-105.0%	431.2%	584.5%	58.0%
EBIT 增长率	-1,196.8	-84.7%	-199.3%	881.6%	65.5%
NOPLAT 增长率	-1,162.1	-89.7%	-304.7%	597.7%	63.2%
投资资本增长率	40.3%	68.4%	3.5%	300.4%	44.1%
净资产增长率	-10.2%	2.0%	4.1%	279.5%	5.9%
利润率					
毛利率	65.7%	80.4%	82.0%	90.0%	90.0%
营业利润率	-59.8%	0.5%	9.8%	16.3%	13.0%
净利润率	-56.8%	1.3%	10.9%	14.8%	11.7%
EBITDA/营业收入	-72.7%	1.9%	8.9%	15.5%	12.3%
EBIT/营业收入	-79.0%	-6.4%	5.5%	13.7%	11.4%
运营效率					
固定资产周转天数	209	197	174	66	43
流动营业资本周转天数	43	101	156	240	284
流动资产周转天数	1,895	889	779	568	487
应收帐款周转天数	25	20	27	117	155
存货周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	2,484	1,312	1,205	700	564
投资资本周转天数	619	510	566	367	359
投资回报率					
ROE	-9.1%	0.8%	3.7%	5.3%	7.9%
ROA	-8.6%	0.7%	3.3%	5.1%	7.5%
ROIC	-52.9%	-3.9%	4.7%	31.9%	13.0%
费用率					
销售费用率	57.2%	51.0%	50.0%	25.0%	27.0%
管理费用率	86.7%	58.8%	58.0%	50.0%	50.0%
财务费用率	-19.3%	-6.8%	-4.3%	-2.6%	-1.7%
三费/营业收入	124.6%	102.9%	103.7%	72.4%	75.3%
偿债能力					
资产负债率	5.5%	13.5%	10.3%	4.1%	4.7%
负债权益比	5.8%	15.7%	11.5%	4.3%	4.9%
流动比率	13.60	4.87	6.58	21.62	19.04
速动比率	13.60	4.87	6.57	21.62	19.04
利息保障倍数	4.10	0.93	-1.28	-5.33	-6.81
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	-	0.06	0.09
分红比率	-26.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.9%	1.5%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-265.7	24.2	111.6	598.6	947.5
加:折旧和摊销	34.6	80.7	34.9	71.1	70.9
资产减值准备	0.3	-0.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.2	2.0	-44.2	-104.1	-134.8
投资损失	-5.6	-233.0	-365.0	-30.0	-30.0
少数股东损益	1.3	12.5	3.3	19.3	29.3
营运资金的变动	-132.8	-244.3	-19.9	-4,136.5	-2,653.8
经营活动产生现金流量	**-253.1**	**-77.1**	**-279.3**	**-3,581.6**	**-1,770.9**
投资活动产生现金流量	**-296.3**	**-526.8**	**365.0**	**-540.0**	**30.0**
融资活动产生现金流量	**-69.5**	**108.8**	**-53.2**	**8,128.3**	**-149.4**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	-0.13	0.01	0.06	0.19	0.30
BVPS(元)	1.46	1.47	1.68	3.69	3.90
PE(X)	-44.5	1,019.3	96.8	31.6	20.0
PB(X)	4.1	4.1	3.6	1.6	1.5
P/FCF	-22.1	-22.2	-258.8	-4.3	-9.6
P/S	25.3	13.3	10.5	4.7	2.3
EV/EBITDA	-12.3	624.5	103.0	22.1	16.3
CAGR(%)	-232.5%	243.1%	134.8%	55.2%	52.4%
PEG	0.2	4.2	0.7	0.6	0.4
ROIC/WACC	-5.3	-0.4	0.5	3.2	1.3
REP	-0.8	-17.4	12.1	0.7	1.3

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。