



2016-03-17

公司深度报告

买入/首次

华声股份 (002670)

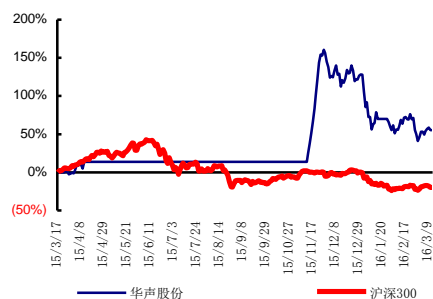
目标价: 35.36

昨收盘: 24.99

家用电器 白色家电

## 华声股份 (002670): 收购国盛证券仅仅是个开始, 金融平台是关键

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	200/138
总市值/流通(百万元)	4,998/3,453
12 个月最高/最低(元)	41.91/15.98

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

研究助理: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

### 核心内容:

华声股份收购国盛证券, 公司主业将从家电配件生产转向证券行业, 预计 2016 年完成收购工作。这个事件可以视为国盛证券的曲线上市, 我们推荐这家公司主要基于两个层面:

**第一层面, 证券业务潜力将得以释放。**国盛证券上市, 资本补充 35 亿, 证券业务将迎来快速发展, 因为国盛证券长期受资本补充制约, 这 35 亿是雪中送炭, 久旱逢甘霖; 此外, “十三五”期间, 我国资本市场将加速完善, 证券行业整体面临机会, 打破资本桎梏的国盛证券可能有再融资的需求。

**第二层面, 公司将加速成长为一家金控平台。**公司明确了“逐步建立涵盖证券、保险、投资、信托、银行等业务的金融服务体系, 最终将公司打造为一个专业、创新、开放的互联网金控平台”的战略目标。我们认为, 这个战略是可信度以及可执行度都比较高, 且进度可能是超预期的, 主要原因有以下五个方面:

一是混业经营的大趋势明确。

二是公司具有外延式扩张的基因。

三是有迹象表明公司在加速金融控股平台建设。

四是公司“大资管”基础已经初具规模, 有完善资管平台的必要。

五是公司向信托、银行等领域扩张具有潜在的便利性。

**投资建议:**基于公司目前业务的估值, 我们给予华声股份“买入”评级, 六个月目标价 35.36 元。

我们认为公司目前仅处于金控平台的初级阶段, 未来两年公司将加快资本运作步伐, 内延式增长与外延式扩张并举, 金控平台的协同性反哺证券、保险业务, 公司估值还享受额外溢价, 我们看好公司未来发展。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1497	1049	3382	4082
(+/-%)	0.69%	-29.90%	222.30%	20.69%
净利润(百万元)	93	27	722	1160
(+/-%)	3.02%	-71.56%	2617.70%	60.70%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.13	0.77	1.24
市盈率(PE)	54.63	192.09	33.08	20.58

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、投资逻辑 .....	4
二、公司简介：起家于空调行业上游的配线组件生产商 .....	5
三、股权结构及股东背景 .....	6
四、金融控股平台第一步——吸收国盛证券 .....	8
（一）国盛证券简介——江西省龙头，布局全国 .....	8
（二）国盛证券业务简介——一家牌照齐全、经营稳健的中小券商 .....	9
（三）国盛证券——资管平台牌照齐全 .....	11
（四）并购交易得以完成的关键——国盛证券实际控制人变更 .....	15
五、金融控股平台第二步——战略合作设立两家保险公司 .....	16
六、金融控股平台的第三步——外延式扩张 .....	19
七、估值及投资建议 .....	21
（一）盈利预测与估值 .....	21
（二）投资建议 .....	25
八、风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 华声股份发展史“三个阶段” .....	6
图表 2: 华声股份公司十大股东 .....	7
图表 3: 凤凰财智股权结构 .....	8
图表 4: 2013-2014 国盛证券行业排名 .....	9
图表 5: 2013-2014 国盛证券行业排名 .....	10
图表 6: 2006-2014 国盛证券财务状况-资产规模 (万元) .....	10
图表 7: 2007-2014 国盛证券财务状况-所有者权益 (万元) .....	10
图表 8: 2006-2014 国盛证券财务状况-营业收入 (万元) .....	11
图表 9: 2006-2014 国盛证券财务状况-归母净利润 (万元) .....	11
图表 10: 国盛期货股权结构 .....	12
图表 11: 国盛期货净资本 2010-2014 年 .....	13
图表 12: 国盛期货收入与净利润 2010-2014 年 .....	13
图表 13: 2015 年 6 月底证券公司资产管理业务总规模排名 .....	14
图表 14: 江信基金股权结构 .....	14
图表 15: 江信基金产品情况一览表 .....	15
图表 16: 收购前国盛证券的股权结构 .....	15
图表 17: 收购完成后国盛股份的股权结构 .....	16
图表 18: 2005-2015 保险行业保费收入及同比增长率 .....	17
图表 19: 君安人寿股权结构 .....	18
图表 20: 百安保险股权结构 .....	18
图表 21: 互联网保险优势 .....	19
图表 22: 华声股份传统业务财务预测 .....	21
图表 23: 申万家电零部件行业估值-市净率 (中位数) .....	22
图表 24: 国盛证券财务预测 .....	23
图表 25: 上市券商净资产与市值 (亿元) .....	24

## 一、投资逻辑

华声股份收购国盛证券, 公司主业将从家电配件生产转向证券行业, 预计 2016 年完成收购工作。这个事件可以视为国盛证券的曲线上市, 我们推荐这家公司主要基于两个层面:

**第一层面, 证券业务潜力将得以释放。**国盛证券上市, 资本补充 35 亿, 证券业务将迎来快速发展, 因为国盛证券长期受资本补充制约, 这 35 亿是雪中送炭, 久旱逢甘霖; 此外, “十三五”期间, 我国资本市场将加速完善, 证券行业整体面临机会, 打破资本桎梏的国盛证券可能有再融资的需求。

**第二层面, 公司将加速成长为一家金控平台。**公司明确了“逐步建立涵盖证券、保险、投资、信托、银行等业务的金融服务体系, 最终将公司打造为一个专业、创新、开放的互联网金控平台”的战略目标。我们认为, 这个战略是可信度以及可执行度都比较高, 且进度可能是超预期的, 主要原因有以下五个方面:

**一是混业经营的大趋势明确。**我国实行分业经营的金融监管政策, 但混业经营的大趋势正在逐步走向实践。例如平安集团、国元集团等已经变相实现了混业经营。混业经营的试点证明符合市场大趋势、风险可控。国际经验来看, 混业经营模式比较成熟。

**二是公司具有外延式扩张的基因。**从华声股份的股权结构可以看出, 当前公司是在 PE 的指挥下运作, 且不乏大有来头的 PE 力量 (云锋基金, 以阿里巴巴董事局主席马云和聚众传媒创始人虞锋的名字命名而成, 成立于 2010 年 1 月, 是中国唯一由成功创业者、企业家和行业领袖共同发起创立的私募基金。), 这只 PE 力量善于运作资本, 资本、资源整合能力非常强, 具有内在的资本运作动力, 同时推动外延式扩张的资金资源、业务资源也比较丰富, 为打造全面的金融控股平台提供了较大的可能性。

**三是有迹象表明公司在加速金融控股平台建设。**在收购国盛证券的过程中, 公司向保险业迈出了一步。这个进度是超预期的, 新成立的保险公司不是一家, 而是两家, 一家业务全面, 另一家完全基于互联网思维, 同时兼顾传统险企和新兴互联网险企的优势。公司在保险领域的布局基本一步到位。

**四是公司“大资管”基础已经初具规模, 有完善资管平台的必要性。**公司通过收购国盛证券, 券商资管、基金管理、基金专户、证券、期货交易等主流资管平台已经初具范围经济效应, 后续险资资管平台也将进一步丰富“大资管”体系。“大资管”是一种趋势, 有助于提升综合金融服务能力, 能有效增加客户粘性, 从业务端来讲, 公司也有必要进一步丰富大资管工具。下一步就是信托、银行理财等。

**五是公司向信托、银行等领域扩张具有潜在的便利性。**首先是信托, 华声股份收购国盛证券的交易中, 将引入国盛证券以前的大股东中江信托 (江西省龙头信托, 成立于 1981 年, 截至 2014

年净资产 44.86 亿元, 交易前持有国盛证券 58% 的股权)。国盛证券与信托有天然的联系, 不排除后续华声股份介入信托业务。根据华声股份资本运作的特点, 并购是首选, 不排除收购一家信托或吸收合并中江信托。其次, 进军银行的可能性也在加大。在当前的经济背景下, 国家鼓励民营银行的发展, 自去年试点以来, 五家民营银行运转良好, 监管层对其盈利模式也颇为看好, 预计今年民营银行的审批逐步转入常态化。这对金融控股平台的搭建而言, 是一个历史黄金期。

估值方面, 由于华声股份并购国盛证券前后业务体量以及业务性质发生较大变化, 财务数据将发生较大变化, 为提高公司估值的准确性, 我们采用分业务分别估值法。我们将公司业务分为三个部分: 第一部分是收购国盛证券事件之前公司的业务, 简称为传统业务; 第二部分是收购的国盛证券业务; 第三部分是保险业务。基于各项业务特点, 公司当前传统业务、证券业务、保险业务估值分别为 47.91 亿元、272 亿元、11.2 亿元, 总计 331 亿元。公司总股份将为 9.36 亿股 (原来 2 亿股, 加上增发 7.36 亿股), 股价为 35.36 元, 当前股价为 25.50 元。

## 二、公司简介: 起家于空调行业上游的配线组件生产商

广东华声电器股份有限公司始创于 1995 年, 注册资本 2 亿元, 是我国较早从事空调室内机连接线及电源插头线开发、生产的企业之一。公司总部位于家电之乡广东顺德, 在江苏扬州设立子公司。公司是国家高新技术企业, 连续九年被评为“广东省守合同重信用企业”。2012 年, 公司在深圳证券交易所上市 (股票代码: 002670), 正式登陆资本市场。

作为家电配线组件行业的领跑者, 公司专业从事家用电器配线组件的研发、生产和销售, 年产能超过 1 亿套, 主要产品有空调连接组件、电热电器电源输入组件、空调电源输入组件、冰洗电器电源输入组件及其他家电电源输入组件, 产品广泛应用于空调、冰箱、洗衣机、电热水器、电磁炉等大小家电和电动工具。公司产品通过了中国 CCC、德国 VDE、美国 UL、日本 JET 等 20 多个国家和地区的安全认证, 是国际认证最齐全的家电配线组件供应商之一。

在宏观经济下行、家电行业结构调整、空调市场遇冷、配线组件行业竞争加剧的背景下, 公司发展面临瓶颈。2015 年, 公司调整发展方向, 从资本端、管理层以及业务端全面换血, 转型证券行业, 拟将公司总部升级为控股管理平台, 以控股方式管理以证券为主的各业务模块。

注: 2015 年 4 月 30 日, 公司公告: 华声股份的创始人罗桥胜宣布辞任华声股份总经理、董事、董事长及董事会专门委员会相应职务, 不再担任公司任何职务。



同日, 卢锡球申请辞去公司董事、副董事长及董事会专门委员会相应职务, 辞职后不再担任公司任何职务; 冯倩红申请辞去所担任的公司副总经理、董事及董事会专门委员会相应职务, 辞职后仍担任公司全资子公司扬州华声电子实业有限公司董事长职务。

华声股份的创立者, 也就是原实际控制人的离开, 意味着公司出售给新的老板, 新的老板是自然人杜力、张巍, 主要从事股权投资及相关管理工作。2015 年 7 月 2 日, 杜力上任公司董事长, 张巍上任公司总经理、副董事长、懂事。

图表 1: 华声股份发展史 “三个阶段”



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### 三、股权结构及股东背景

公司控股股东是北京凤凰财智创新投资中心, 是一家有限合伙公司, 实际控制人是杜力、张巍。

杜力有 PE 背景, 所投企业包括极贝网络科技、华建耐尔特、新概念电气等非上市公司, 但他在标的公司中持股比例并不高。此前也未出现在 A 股上市公司股东名单中, 华声股份是杜力拿下的第一家上市公司控制权。

张巍则是上市公司管理岗位出身。此前, 他曾担任过深市公司通达动力的董事会秘书。

图表 2: 华声股份公司十大股东

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	北京凤凰财智创新投资中心(有限合伙)	-	59,658,719	29.8300	限售流通 A 月
2	罗桥胜	新进	19,600,000	9.8000	限售流通 A 月
3	张盛根	新进	9,949,998	4.9700	A 股流通股
4	谭少伦	新进	9,813,951	4.9100	A 股流通股
5	萧志刚	新进	9,600,000	4.8000	A 股流通股
6	廖起雄	新进	9,000,000	4.5000	A 股流通股
7	张怀斌	-	2,104,112	1.0500	A 股流通股
8	黄喜强	-	1,700,000	0.8500	限售流通 A 月
9	罗绮霞	-	1,631,000	0.8200	A 股流通股
10	周建新	-	1,512,000	0.7600	A 股流通股
	合 计	-	124,569,780	62.29	

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

控股股东——凤凰财智成立于 2014 年 10 月的凤凰财智, 在今年 4 月入主华声股份的同时, 进行过一次工商变更。4 月 30 日前, 该有限合伙企业的投资人是凤凰资管和深圳同方知网科技有限公司两个企业法人。4 月 30 日, 深圳同方知网科技有限公司撤出, 其位置被五个自然人替代, 变成了今天的股权结构。

目前, 凤凰财智拥有普通合伙人一名, 为凤凰资产管理, 出资额为 1 万; 杜力、虞锋、吴红心、唐越和吴世春均为其有限合伙人, 出资额分别为 3 亿、3 亿、2 亿、2 亿和 2 亿。

**虞锋、吴红心、唐越和吴世春是投资界鼎鼎有名的大佬。**

虞锋是云锋基金发起人兼基金主席, 该基金由虞锋与阿里巴巴董事局主席马云联合发起。

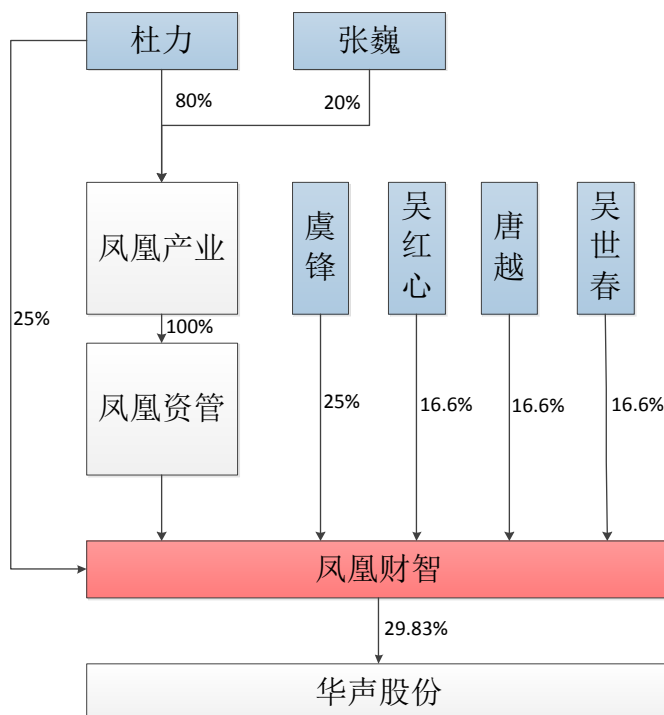
唐越是蓝山中国资本创始合伙人。

吴世春于去年创立了梅花天使创投基金。

吴红心是 A 股上市公司智度投资的实际控制人。

可见, 凤凰财智实际上代表的 PE 力量。

图表 3：凤凰财智股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

#### 四、金融控股平台第一步——吸收国盛证券

2015年11月5日，华声股份宣布，以发行股份及支付现金的方式，购买国盛证券100%股权。国盛证券的交易价格为69.3亿。方案显示，本次交易完成后，国盛证券将作为上市公司子公司独立运营。

##### （一）国盛证券简介——江西省龙头，布局全国

国盛证券成立于2002年12月，是国内最早成立的综合类证券公司之一。是目前江西省唯一的省属国资系统的证券公司。它的股东包括中江信托、赣粤高速、江西财投等国资企业。公司注册地为江西省南昌市，注册资本20.35亿元。2007年2月2日，经中国证券业协会评审通过，公司成为规范发展类证券公司，2015年证券评级为A级。

是全国银行间和交易所间同业拆借及债券市场成员单位，中国证券业协会监事单位。公司目前拥有证券经纪、证券自营、证券主承销与保荐、证券资产管理、证券投资咨询、财务顾问、融资融券、转融通、代办系统主办券商、中小企业私募债、约定购回式证券交易、证券投资基金销



售、新三板做市商、港股通、股票期权、消费支付等多牌照业务资格。

近年来在实现江西县级网点全覆盖的基础上, 国盛证券已初步完成经营网点的全国布局。截至 2015 年 8 月末, 国盛证券下设证券营业部 207 家, 其中省外 107 家, 占全部营业部的比例为 51.69%。目前, 国盛证券的营销网络覆盖面远超同规模中小券商, 在证券行业的扩张速度也是位列前茅。依托全国性的网点布局及江西省内各网点的深耕细作, 国盛证券不断构建强大的服务及营销体系, 在本地区域市场形成竞争优势。

## (二) 国盛证券业务简介——一家牌照齐全、经营稳健的中小券商

国盛证券是一家中小券商, 营业收入在 120 余家券商中排名 70 多位。经纪业务和自营业务是公司主要收入来源。

近年来国盛证券监管评级稳定提升, 2011 年 B 级, 2012 年 BB 级, 2013 年、2014 年均为 BBB 级, 2015 年上升为 A 级。

图表 4: 2013-2014 国盛证券行业排名

项目	指标	2013 年度行业排名	2014 年度行业排名
规模指标	总资产	74	75
	净资产	75	67
	净资本	78	62
	营业收入	71	74
	股权投资收入	当年未公布	41
	净利润	57	72
	成本管理能力	14	34
业务指标	代理买卖证券业务净收入	58	51
	客户交易结算资金余额	65	61
	受托资产管理业务净收入	41	48
	并购重组财务顾问业务净收入	36	42
	代理销售金融产品净收入	当年未公布	58
	投资银行业务净收入	当年未公布	72
	融资融券业务利息收入	当年未公布	64
	股票质押利息收入	当年未公布	53

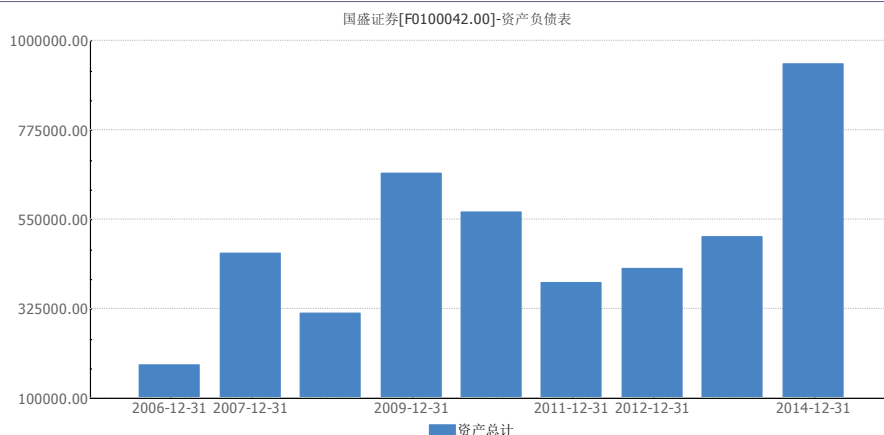
资料来源: 证券业协会, 太平洋证券整理

图表 5: 2013-2014 国盛证券行业排名

	2013 年		2014 年		2015 年 1-8 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪	34,076	66.63	46,836	55.49	96,110	78.7
证券自营	5,491	10.74	22,808	27.02	12,646	10.36
投资银行	3,689	7.21	4,099	4.86	2,132	1.75
融资融券	1,514	2.96	2,879	3.41	4,403	3.61
资产管理	3,877	7.58	4,651	5.51	3,257	2.67
期货业务	897	1.75	1,462	1.73	1,172	0.95
其他	1,601	3.13	1,663	1.97	2,400	1.96
合计	51,144	100	84,400	100	122,122	100

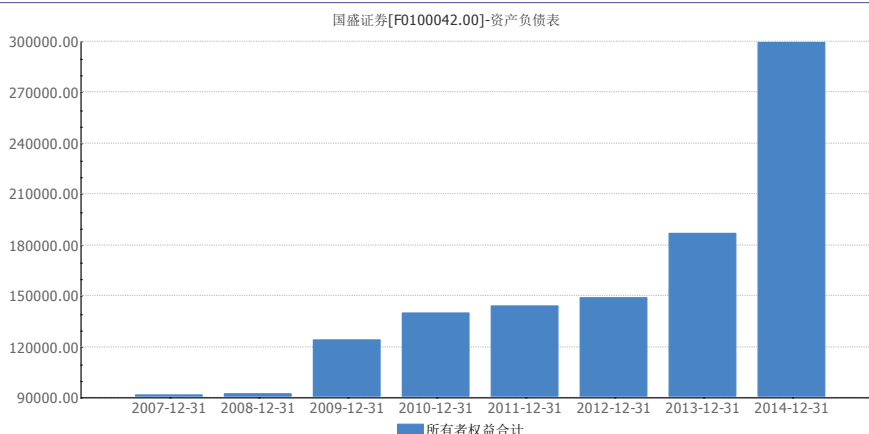
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 6: 2006-2014 国盛证券财务状况-资产规模 (万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

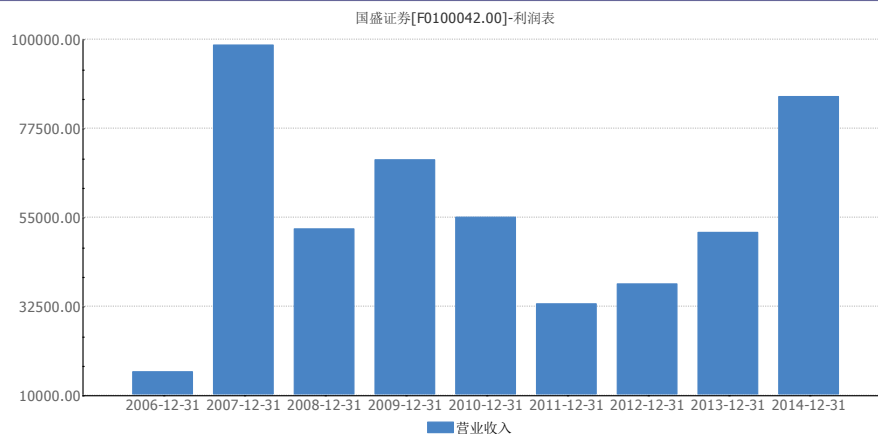
图表 7: 2007-2014 国盛证券财务状况-所有者权益 (万元)



数据来源: Wind资讯

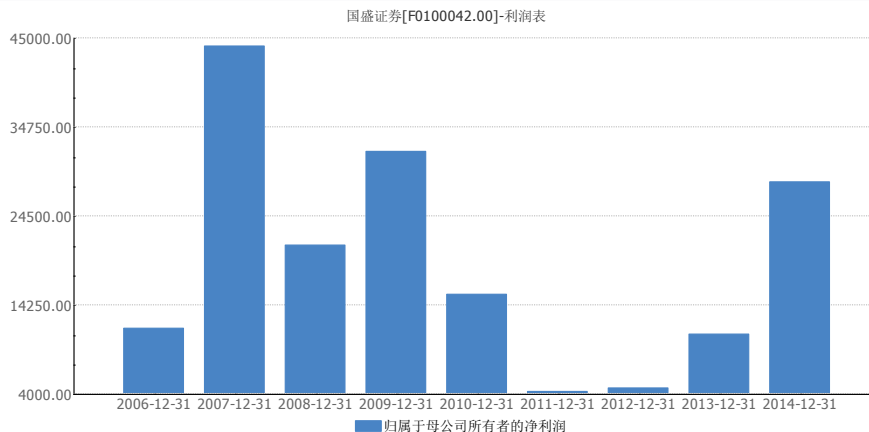
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：2006-2014 国盛证券财务状况-营业收入（万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：2006-2014 国盛证券财务状况-归母净利润（万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### （三）国盛证券——资管平台牌照齐全

通过并购国盛证券，华声股份还将国盛证券旗下国盛期货、国盛资管、江信基金等资产一并收入囊中。由此，华声股份将获得多种证券业务牌照，能够为客户提供一揽子综合金融服务。

#### 1、国盛期货

国盛期货，全称“江信国盛期货有限责任公司”，成立于 1999 年 1 月 29 日，是经中国证监会

批准, 辽宁省工商行政管理局核准登记注册的国有券商控股专业性期货经纪公司。公司是辽宁省期货业协会的副会长单位, 中国期货业协会及中国证券业协会会员单位, 是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所及中国金融期货交易所的会员单位。公司控股股东为国盛证券有限责任公司。

公司目前可以经营商品期货经纪业务和金融期货经纪业务, 有四大营业部:

- ◆ 佛山营业部 (2015 年设立)、
- ◆ 南昌营业部 (2014 年设立)
- ◆ 大连营业部
- ◆ 沈阳营业部

2011 年 11 月, 国盛期货注册资本由 3000 万元, 变更为 5261 亿元。变更后股权结构如下:

图表 10: 国盛期货股权结构

序号	股 东 名 称	变更后	
		出资额	出资比例
1	国盛证券有限责任公司	49,605,255.74	94.3%
2	鞍山五环实业股份有限公司	3,000,000	5.7%
	合计	52,605,255.74	100%

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

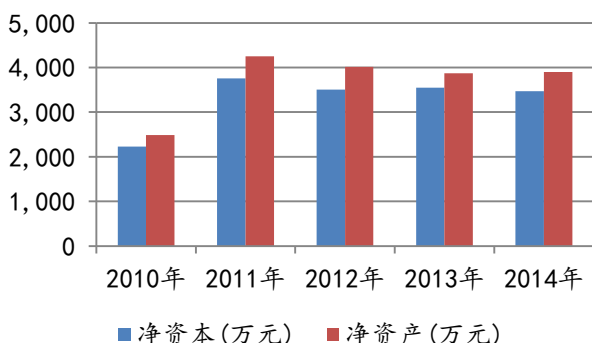
中国期货市场经过 20 多年发展, 已进入由量的扩张向质转变的关键时期, 自 2010 年开始, 期货公司所面临的监管调控趋于严格, 内外双重作用的结果促使期货公司积极寻求突破。相对于国外成熟期货市场, 20 多年来中国期货公司只能做经纪业务, 导致期货经纪业务收入占行业整体收入比重过高, 较证券公司更甚。目前期货行业整体佣金率的下降已是趋势, 行业必将面临业务结构调整以及经纪业务升级。此外, 近两年陆续推出的资产管理、风险管理业务也将加快行业整体的前进, 期货行业在金融混业经营趋势下, 不但会引发行业第三次并购潮, 还会吸引更多有实力的金融机构背景的集团进入。

2014 年, 是中国期货行业创新发展的元年, 国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》正式出台, 证监会《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》、《期货公司监督管理办法》相继发布实施, 期货风险管理公司和资产管理等创新业务试点进一步扩大, 期货及衍生品行业迎来前所未有的发展机遇, 改革创新引领行业迈入了新的发展阶段。

国盛期货补充资本后, 在行业加速发展的背景下, 手续费收入保持高速增长, 从亏损走向盈

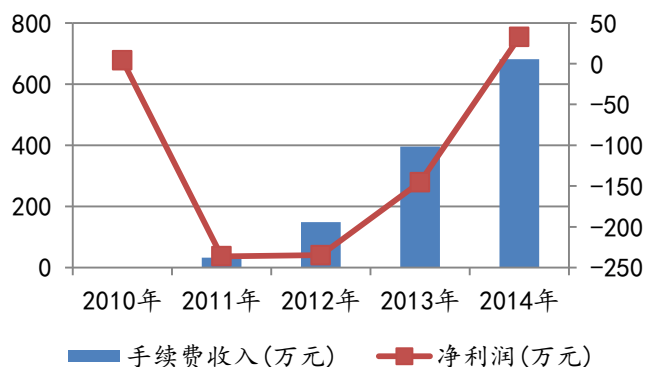
利。

图表 11: 国盛期货净资本 2010-2014 年



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12: 国盛期货收入与净利润 2010-2014 年



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 2、国盛资管

国盛资管是 2015 年新成立的,注册地是深圳前海,按照批复要求,国盛证券资产管理有限公司的注册资本为 2 亿元 (其中国盛证券为第一大股东,持股比例为 95.1%,江信基金为第二大股东,持股比例为 4.9%)。为顺应资产管理行业发展趋势,迎接泛资管时代的激烈挑战,加强专业化运营,国盛证券自 2014 年底开始筹划设立资产管理子公司事宜。2015 年 4 月 27 日,国盛证券获得中国证监会《关于核准国盛证券有限责任公司设立资产管理子公司的批复 (证监许可 [2015]754 号)》,正式取得设立资产管理子公司的资格。

2015 年 6 月底证券公司资产管理业务总规模排名,国盛证券以 407 亿元排名第 52 位,排名位于东北证券、太平洋证券、民生证券之前。

图表 13: 2015 年 6 月底证券公司资产管理业务总规模排名

排名	机构名称	资产管理业务规模 (亿元)
1	中信证券股份有限公司	11298
2	申万宏源证券有限公司	6470
3	华泰证券(上海)资产管理有限公司	5279
4	上海国泰君安证券资产管理有限公司	4911
5	中信建投证券股份有限公司	4796
...	.....	.....
50	西部证券股份有限公司	423
51	华鑫证券有限责任公司	419
52	国盛证券有限责任公司	407
53	东北证券股份有限公司	373
54	太平洋证券股份有限公司	334
55	民生证券股份有限公司	332

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### 3、江信基金

江信基金管理有限公司是 2012 年 12 月经中国证监会批准, 于 2013 年 1 月 28 日注册成立的基金管理公司, 公司注册地在北京市, 注册资本 1.8 亿元人民币。公司主要股东为: 国盛证券有限责任公司, 持股比例为: 30%。公司经营范围为基金募集、基金销售、特定客户资产管理、资产管理和中国证监会许可的其他业务。

图表 14: 江信基金股权结构

序号	股东名称	持股比例
1	国盛证券有限责任公司	30%
2	恒生阳光集团有限公司	17.5%
3	金麒麟投资有限公司	17.5%
4	鹰潭聚福投资管理有限合伙企业	17.5%
5	鹰潭红石投资管理有限合伙企业	17.5%
	合计	100%

资料来源: WIND, 太平洋证券整理



图表 15：江信基金产品情况一览表

	产品类型	成立日期	规模
江信同福	公募-混合型	2015 年 8 月 28 日	14.38 亿元
江信聚福	公募-债券型	2014 年 5 月 29 日	16.98 亿元
专户系列产品	专户		59 亿元

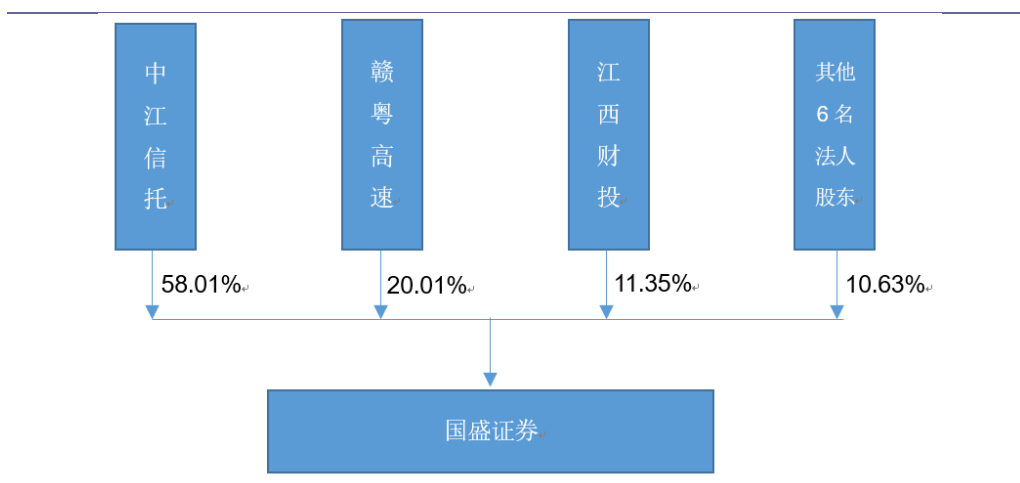
资料来源：WIND，太平洋证券整理

#### （四）并购交易得以完成的关键——国盛证券实际控制人变更

我国券商进入“资本中介”时代，资本是否充足是业绩发展的最大制约因素，因此，券商上市意愿特别强烈。但是 IPO 数量受限，2008 年以后证监会“叫停”券商借壳上市（其中一根导火索是，2008 年下半年 IPO “闸门”后，急盼融资的券商掀起借壳上市潮，随后爆出广发证券等内幕交易案。当时有过内幕交易的中介人员太多了，监管层处罚不过来，监管成本太高，最后只能喊停。），券商提升资本的途径无形之中就被堵死了。国盛证券的上市日程一再拖延。而本次收购国盛证券的交易之所以能完成，主要是因为不构成借壳上市，实际控制人发生变动，华声股份的实际控制人不变。

本次收购前，国盛证券的控股股东为中江信托，持股比例为 58.01%。股权结构如下：

图表 16：收购前国盛证券的股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

本次重组完成后，杜力、张巍通过前海发展、前海远大、凤凰财鑫、凤凰财智合计持有华声股份 41,138.28 万股股份，占总股本的 43.95%，为国盛证券实际控制人。中江信托持股 16%、赣粤高速持股 5.52%、江西财投持股 3.13%、交易对方累计持股 27.58%。收购完成后，华声股份的股权结构如下：

图表 17：收购完成后国盛股份的股权结构

	本次交易前		本次交易后	
	持股数量	比例	持股数量	比例
凤凰财智	5,966	29.83	5,966	6.37
罗桥胜	1,960	9.8	1,960	2.09
<b>交易对方</b>	-	-	25,820	27.58
其中：中江信托	-	-	14,977	16
赣粤高速	-	-	5,167	5.52
江西财投	-	-	2,931	3.13
江西投资	-	-	826	0.88
江西能源	-	-	630	0.67
江西地矿	-	-	573	0.61
江西地勘	-	-	315	0.34
锦峰投资	-	-	258	0.28
江西医药	-	-	143	0.15
<b>配套融资方</b>	-	-	47,793	51.05
其中：前海发展	-	-	15,862	16.94
前海远大	-	-	12,414	13.26
凤凰财鑫	-	-	6,897	7.37
北京迅杰	-	-	10,121	10.81
北京岫晞	-	-	2,500	2.67
其他股东	12,074	60.37	12,074	12.9
<b>股份合计</b>	20,000	100	93,613	100

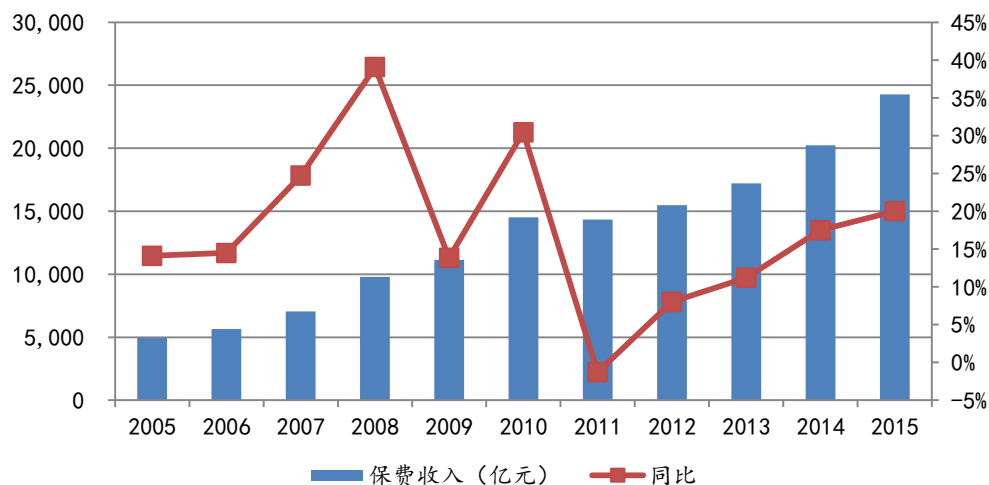
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、金融控股平台第二步——战略合作设立两家保险公司

2014 年 8 月，《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发[2014]29 号）发布并明确提出，在我国经济社会转型升级的关键时期，加快发展现代保险服务业，有利于完善现代金融体系、促进经济提质增效升级、创新社会治理方式、保障社会稳定运行、提高人民生活质量；到 2020 年，我国要基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变，保险深度（保费收入/国内生产总值）达到 5%，保险密度（保费收入/总人口）达到 3500 元/人。根据保监会网站信息，2014 年全国保险深度为 3.18%，保险密度为 1479 元/人。

保险服务业的社会、经济地位进入最为重要的历史时期, 市场前景乐观。

图表 18: 2005-2015 保险行业保费收入及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

2016 年 3 月 10 日, 公司发布公告, 参与发起设立君安人寿保险股份有限公司 (以下简称: 君安人寿)。

- ◆ 注册地址: 陕西省延安市
- ◆ 注册资本: 人民币 100,000 万元
- ◆ 经营范围: 人寿保险、健康保险、意外伤害保险、补充养老保险等各类人身保险业务; 上述业务的再保险业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 经保监会批准的其他业务。公司根据自身发展能力和业务需要, 经公司登记机关核准可调整经营范围, 并在境内外设立分支机构 (公司的经营范围以中国保监会批准并经工商登记部门最终核准的为准)。

图表 19：君安人寿股权结构

序号	股东名称	股份比例	认购金额 (万元)
1	西安国际医学投资股份有限公司	20%	20,000
2	陕西东岭工贸集团股份有限公司	20%	20,000
3	深圳市高特佳投资集团有限公司	20%	20,000
4	<b>广东华声电器股份有限公司</b>	<b>10%</b>	<b>10,000</b>
5	陕西健和诚投资有限公司	9%	9,000
6	前海开源资产管理有限公司	6%	6,000
7	东华软件股份公司	5%	5,000
8	珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司	5%	5,000
9	新疆旅游出租汽车（集团）有限责任公司	5%	5,000
合计		100%	

资料来源：WIND，太平洋证券整理

在筹备“君安人寿”之前，2015 年 11 月 18 日，公司公告，参与发起设立**百安互联网保险（贵安新区）股份有限公司**（暂定名，以工商行政管理部门核定为准，以下简称**百安保险**）。

- ◆ 注册资本：人民币 100,000 万元
- ◆ 注册地址：贵州省贵阳市贵安新区（具体以工商机关登记为准）
- ◆ 经营范围：与互联网交易直接相关的企业和家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险、短期健康和意外伤害保险；上述业务的再保险分出业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经保监会批准的其他业务等。

图表 20：百安保险股权结构

	股东名称	认缴金额（万元）	股权比例
1	贵阳金融控股有限公司	18,000	18%
2	<b>广东华声电器股份有限公司</b>	<b>18,000</b>	<b>18%</b>
3	重庆市博恩科技（集团）有限公司	18,000	18%
4	北京惠为嘉业科技发展有限公司	18,000	18%
5	深圳亿辉特科技发展有限公司	18,000	18%
6	广州粤泰集团有限公司	10,000	10%
	合计	100,000	

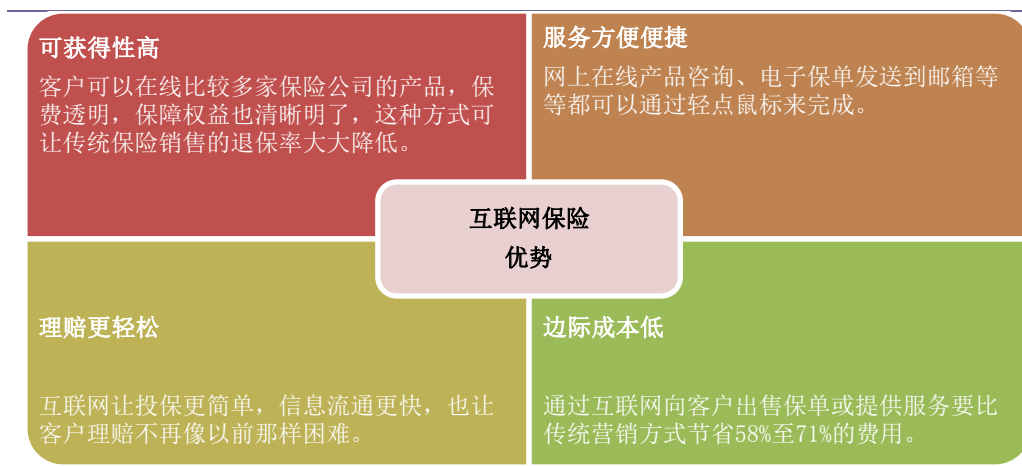
资料来源：WIND，太平洋证券整理

互联网与保险业的不断融合催生的互联网保险，华声股份将借助以互联网为基础的新技术和新商业模式，充分发挥规模经济效益、经营成本低、信息交流便利、经营模式灵活等优点，彻底改变传统保险业设计产品和服务的方式。

2011 年以来进入飞速发展期，网上保费规模取得爆发性增长，市场逐渐成熟，参与主体范围

不断扩大, 互联网保险成为保险业新的增长点。2015 年上半年, 互联网保险累计实现保费收入 816 亿元, 是 2014 年同期的 2.6 倍, 与 2014 年互联网保险全年总保费水平接近, 占行业总保费的比例上升至 4.7%, 对全行业保费增长的贡献率达到 14%。截止 2015 年 6 月, 全行业经营互联网保险业务的产寿险公司达到 96 家, 比 2011 年底增加 68 家。互联网保险已成为保险市场发展必然趋势, 将彻底改变我国保险业的经营模式和市场格局。据艾瑞咨询预计, 2016 年中国保险电子商务市场在线保费收入规模将达到 590.5 亿, 渗透率将达到 2.6%, 互联网保险销售正在迎来爆发期。

图表 21: 互联网保险优势



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

保险业是金融平台不可获取的重要组成部分, 一方面分享保险行业快速发展的红利, 另一方面对于发挥金融平台的范围经济效应具有重要的意义: 首先, 保险是“大资管”的组成部分, 是投资者资产配置的一个重要类别, 可以与金融平台其它细分业态共享客户资源, 丰富服务内容, 提升整体金融服务能力; 其次, 保险负债端是长周期, 资产端期限较为灵活, 可以为金融平台提供长期资金来源, 提升金融平台的资本实力, 增强了其它业态的发展潜力。华声股份在保险领域的布局预示着公司坚定走金融平台的模式, 同时采用互联网保险的模式, 轻装上阵, 采用与发展趋势吻合的新模式, 有助于快速占领市场地位, 表明公司有较强的资源整合能力, 有利于公司迅速发展壮大, 比传统保险公司具有更强的竞争优势。

## 六、金融控股平台的第三步——外延式扩张

什么是金融控股平台? 根据 1999 年 2 月国际上三大金融监管部门——巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监管协会联合发布的《对金融控股公司的监管原则》, 金融控股公司指

"在同一控制权下, 所属的受监管实体至少明显地在从事两种以上的银行、证券和保险业务, 同时每类业务的资本要求不同"。

华声股份明确了“逐步建立涵盖证券、保险、投资、信托、银行等业务的金融服务体系, 最终将公司打造为一个专业、创新、开放的互联网金控平台”的战略目标。我们认为, 这个战略是可信度以及可执行度都比较高, 且进度可能是超预期的, 主要原因有以下五个方面:

**一是混业经营的大趋势明确。**中国正在实行的行政性分业经营始于 1993 年, 2005 年党的十六届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》中, 对加快金融体制改革做出了全面战略部署, 其中就提出要稳步推进金融业综合经营试点。同年 10 月, 新修订的《中华人民共和国证券法》中第 6 条写明“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理, 证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。国家另有规定的除外。”从而, 为中国实行综合经营的金融控股公司预留了法律空间。我国实行分业经营的金融监管政策, 但混业经营的大趋势正在逐步走向实践。例如平安集团、国元集团等已经变相实现了混业经营。混业经营的试点证明符合市场大趋势、风险可控。国际经验来看, 混业经营模式比较成熟。1999 年 11 月 12 日, 美国的《金融服务现代化法》(Financial Service Act of 1999) 生效。自此, 美国银行、证券和保险业之间的法律限制被完全清除, 在强调金融业与工商业的分离基础上, 构建金融控股公司得到法律上的认可, 同时在原有的金融监管体制下允许扩展监管机构、实行功能监管。

**二是公司具有外延式扩张的基因。**从华声股份的股权结构可以看出, 当前公司是在 PE 的指挥下运作, 且不乏大有来头的 PE 力量 (云锋基金, 以阿里巴巴董事局主席马云和聚众传媒创始人虞锋的名字命名而成, 成立于 2010 年 1 月, 是中国唯一由成功创业者、企业家和行业领袖共同发起创立的私募基金。其宗旨是除了投入资金外, 把各自的创业经验与企业分享, 在发展战略、组织管理、品牌建设等方面帮助企业更好发展, 关注年轻的企业家, 创造下一代的领导者, 培育未来世界级的企业。除此两人外, 巨人网络董事长史玉柱、新希望集团董事长刘永好、银泰投资董事长沈国军、新奥集团董事长王玉锁、分众传媒董事局主席江南春、深圳迈瑞医疗董事长徐航、易居中国董事局主席周忻、中国动向董事长陈义红、五星电器创始人汪建国、七匹狼创始人周少雄、九阳股份董事长王旭宁、优孚控股总裁张幼才等 10 多位成功企业家都是基金的发起人。), 这只 PE 力量善于运作资本, 资本、资源整合能力非常强, 具有内在的资本运作动力, 同时推动外延式扩张的资金资源、业务资源也比较丰富, 为打造全面的金融控股平台提供了较大的可能性。

**三是有迹象表明公司在加速金融控股平台建设。**在收购国盛证券的过程中, 公司向保险业迈出了一步。这个进度是超预期的, 新成立的保险公司不是一家, 而是两家, 一家业务全面, 另一家完全基于互联网思维, 同时兼顾传统险企和新兴互联网险企的优势。公司在保险领域的布局基本一步到位。

**四是公司“大资管”基础已经初具规模, 有完善资管平台的必要性。**公司通过收购国盛证券,



券商资管、基金管理、基金专户、证券、期货交易等主流资管平台已经初具范围经济效应, 后续险资资管平台也将进一步丰富“大资管”体系。“大资管”是一种趋势, 有助于提升综合金融服务能力, 能有效增加客户粘性, 从业务端来讲, 公司也有必要进一步丰富大资管工具。下一步就是信托、银行理财等。

**五是公司向信托、银行等领域扩张具有潜在的便利性。**首先是信托, 华声股份收购国盛证券的交易中, 将引入国盛证券以前的大股东中江信托 (江西省龙头信托, 成立于 1981 年, 截至 2014 年净资产 44.86 亿元, 交易前持有国盛证券 58% 的股权)。国盛证券与信托有天然的联系, 不排除后续华声股份介入信托业务。根据华声股份资本运作的特点, 并购是首选, 不排除收购一家信托或吸收合并中江信托。其次, 进军银行的可能性也在加大。在当前的经济背景下, 国家鼓励民营银行的发展, 自去年试点以来, 五家民营银行运转良好, 监管层对其盈利模式也颇为看好, 预计今年民营银行的审批逐步转入常态化。这对金融控股平台的搭建而言, 是一个历史黄金期。

## 七、估值及投资建议

### (一) 盈利预测与估值

由于华声股份并购国盛证券前后业务体量以及业务性质发生较大变化, 财务数据将发生较大变化, 为提高公司估值的准确性, 我们采用分业务分别估值法。

我们将公司业务分为三个部分: 第一部分是收购国盛证券事件之前公司的业务, 简称为传统业务; 第二部分是收购的国盛证券业务; 第三部分是保险业务。

#### ● 传统业务板块

核心假设: 预计家电行业整体正增长, 作为家电零部件提供商, 传统业务保守估计维持 2015 年的水平。假设传统业务业绩维持不变, 传统业务经营数据如下:

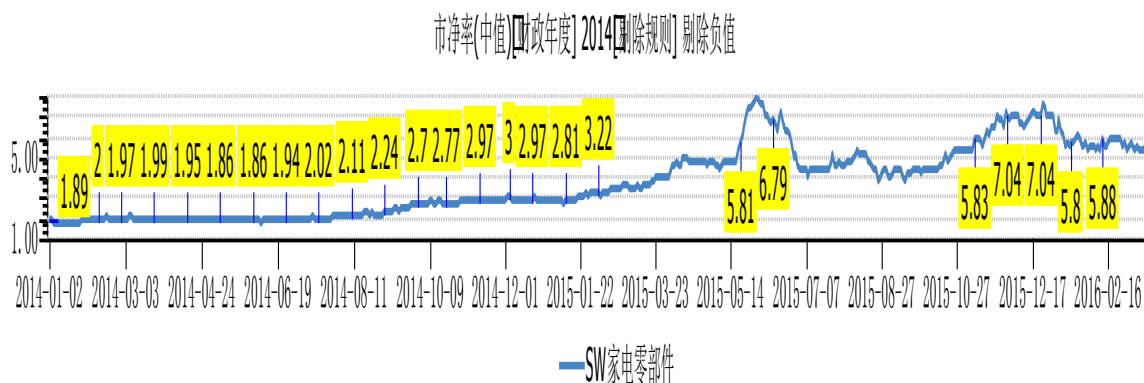
图表 22: 华声股份传统业务财务预测

单位: 百万元/百万股	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1274	1487	1497	1049	1049	1049
增长率 (%)	-17.80%	16.68%	0.69%	-29.90%	0.00%	0.00%
归属母公司股东净利润	66	91	93	27	27	27
增长率 (%)	-8.93%	38.25%	3.02%	-71.56%	0.00%	0.00%
总资产	1097	1367	1358	1045	1045	1045
归属于上市公司股东的所有者权益	752	793	826	773	773	773

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

申万家电零部件行业有 17 家上市公司, 取中值, 目前 PB 约为 5.8 倍。则传统业务估值约为 47.91 亿元。

图表 23: 申万家电零部件行业估值-市净率 (中位数)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### ● 证券业务板块

本次交易, 累计增发 7.36 亿股, 其中向国盛证券原股东增发 2.58 亿股, 向实际控制人杜力等增发 4.78 亿元。补充国盛证券资本金约 34.65 亿元。

核心假设:

2015 年财务数据根据行业平均增长水平, 营收增长 110%; 受业务发展管理费用上升影响, 假设成本收入比比 2014 年略有提高, 为 60%。

2016 年公司补充资本 34.65 亿元, 业务规模近乎翻倍, 考虑到行业整体营业收入收缩约 20%-30%, 假设公司营收增长 30%。

2017 年公司步入正常发展, 行业增速预计在 30%以上, 假设公司营收增长约 30%。

图表 24: 国盛证券财务预测

单位: 百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	382	511	855	1,795	2,333	3,033
手续费及佣金净收入	316	379	519	1,105	1,450	1,913
代理买卖证券业务净收入	203	303	420	966	1,256	1,633
证券承销业务净收入	67	37	41	47	57	74
受托客户资产管理业务净收入	17	41	57	92	137	206
<b>收入</b>						
利息净收入	64	78	99	207	290	405
投资净收益	0	52	208	417	333	383
公允价值变动净收益	-1	-2	23	50	40	60
<b>营业支出</b>	314	348	475	1,077	1,283	1,517
营业支出/营业收入	82%	68%	56%	60%	55%	50%
<b>营业利润</b>	68	164	380	718	1,050	1,517
<b>净利润</b>	46	109	284	487	695	1,134
归属于母公司所有者的净利润	46	109	284	487	695	1,133
<b>资产总计</b>	4,261	5,057	9,403	9,832	21,535	24,174
归属于母公司所有者权益合计	1,484	1,864	2,989	3,378	7,400	8,306

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

基于国盛证券 2016 年净资产预计约为 74 亿元, 目前已公布 2015 年年报的券商中, 太平洋证券净资产与该数值接近; 以 2014 年年报为准, 山西证券、东北证券与该数值接近。取太平洋、山西证券、东北证券三者的平均值作为国盛证券的估值, 即 272 亿元。

图表 25: 上市券商净资产与市值 (亿元)

	2014 年	2015 年	总市值 2016-3-15
招商证券	415	484	943
光大证券	258	405	637
东方证券	184	350	1,015
西南证券	168	190	446
东兴证券	74	136	525
太平洋	64	74	289
山西证券	73		288
广发证券	396		1,071
国元证券	175		320
长江证券	139		432
申万宏源	215		1,192
西部证券	54		561
中信证券	991		1,882
国泰君安	420		1,348
华泰证券	413		1,064
国金证券	99		373
海通证券	684		1,432
国信证券	328		1,190
锦龙股份	26		164
东北证券	87		239
国海证券	68		254
方正证券	303		583
兴业证券	147		526
东吴证券	141		350

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### ● 保险业务板块

公司连续参与两家保险公司的发起设立, 注册资本均为 10 亿元, 我们非常看好两家保险公司的发展潜力, 一方面因为保险行业将迎来重大发展机遇, 寿险增速在 20%以上, 财险在 50%以上; 另一方面是公司具有互联网基因, 发展模式有利于公司赢得市场机遇, 快速抢占市场。当前市场上险资市净率最高的是新华保险, 为 2.14 倍, 我们保守给予华升股份保险业务 4 倍市净率, 总估值为 80 亿元, 华声股份持有股份份额为 14%, 因此, 给予保险业务板块估值为 11.2 亿元。

综合而言, 传统业务、证券业务、保险业务估值分别为 47.91 亿元、272 亿元、11.2 亿元, 总计 331 亿元。公司总股份将为 9.36 亿股 (原来 2 亿股, 加上增发 7.36 亿股), 股价为 35.36 元, 当前股价为 25.50 元。

## (二) 投资建议

基于公司目前业务的估值, 我们给予华声股份“买入”评级, 六个月目标价 35.36 元。

我们认为公司目前仅处于金控平台的初级阶段, 未来两年公司将加快资本运作步伐, 内延式增长与外延式扩张并举, 金控平台的协同性反哺证券、保险业务, 公司估值还应享受额外溢价, 我们看好公司未来发展。

## 八、风险提示

- 1、考虑到目前保险公司申报排队现象, 公司保险业务的进度可能受影响。
- 2、公司金控平台扩张速度可能达不到预期。
- 3、证券业务对公司整体业绩的影响将较大, 业绩受股市影响加大。

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。





## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。