



买入 **31% ↑**
目标价格:人民币 40.00
002670.CH
价格:人民币 30.63
目标价格基础:分部估值法
板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.0	18.3	13.7	87.3
相对深证成指	21.5	8.3	12.1	101.3
发行股数(百万)				936
流通股(%)				14
流通市值(人民币 百万)				3,946
3个月日均交易额(人民币 百万)				75
净负债比率(%) (2016E)				净现金
主要股东(%)				
深圳前海财智发展投资中心(有限合伙)				17

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年7月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 多元金融

魏涛, CPA*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

*刘嘉玮为本报告重要贡献者

华声股份

券商保险多领域布局, 金控格局逐步成型

公司原是是国内专业生产新型节能家用电器环保配线组件企业。经过重大资产重组后, 证券和保险板块进入公司版图, 公司总部升级为控股管理平台, 主营业务从制造业转型为金融业。我们给予其买入的首次评级, 目标价格 40.00 元。

支撑评级的要点

- 大股东为民营背景, 公司机制灵活。**凤凰财智作为一家民营资本企业, 公司体制机制较为灵活, 员工激励机制有较强的竞争力。入股华声股份后, 为华声带来一股“清流”, 有助于华声长期平稳健康发展。
- “互联网+金融”联动发展, 助推公司业绩快速提升。**公司以打造互联网金融控股平台为战略目标, 不断通过外延方式扩大金融业务模块。收购国盛证券、设立百安保险、君安人寿后, 将促进公司在互联网金融领域全面发展, 为公司打造为专业、创新、开放的互联网金控平台奠定坚实基础。互联网和金融密切融合为公司提供了新型的业绩增长方式, 有望助推公司业绩快速提升。
- 公司金控思路愈加明晰, 未来有望成为拥有多块金融牌照的综合金融业务平台。**战略投资者凤凰财智入股近一年来, 公司在向金融行业转型道路上大步前进, 不断有收购、设立金融企业的计划出台。收购国盛证券已完成、创设百安保险、君安人寿等方案正在紧锣密鼓进行中, 相关方案实施后, 公司的金融版图将会大幅扩张, 金融将成为公司主业和最重要的收入来源。同时, 实际控制人杜力、张巍具有丰富的互联网金融领域投资背景, 且有充足的资金支持, 后续以互联网金融为主线的兼并收购值得期待。

评级面临的主要风险

- 后续资产注入低于预期。

估值

- 根据分布估值法, 分别对金融和原主业电器配线制造业进行分布估值, 得出公司合理股价为 34.58 元。公司收购国盛证券完成后, 证券业将成为公司最主要的收入来源。君安人寿和百安保险加入后, 公司的金融版图将更加完整。公司将以“互联网+金融”模式作为未来发展方向, 且存在资产继续注入的可能性。综上, 我们给予公司一定的估值溢价, 给予其 40.00 元目标价, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币 百万)	1,497	1,049	2,040	2,129	2,238
变动(%)	1	(30)	94	4	5
净利润(人民币 百万)	93	26	449	508	575
变动(%)	3	(72)	1,624	13	13
全面摊薄每股收益(人民币)	0.467	0.131	0.475	0.537	0.609
全面摊薄市盈率(倍)	65.6	234.2	64.5	57.0	50.3
市净率(倍)	7.42	7.94	2.45	2.43	2.42

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目 录

受国内制造业低迷影响，原主业发展受挫	3
转型金融，公司积极寻求业务突破	5
证券+保险两大板块联动，公司转型金融大幕拉开	8
盈利预测	14
估值和投资建议	15
研究报告中所提及的有关上市公司	16

受国内制造业低迷影响，原主业发展受挫

广东华声电器股份有限公司（简称：华声股份）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。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。

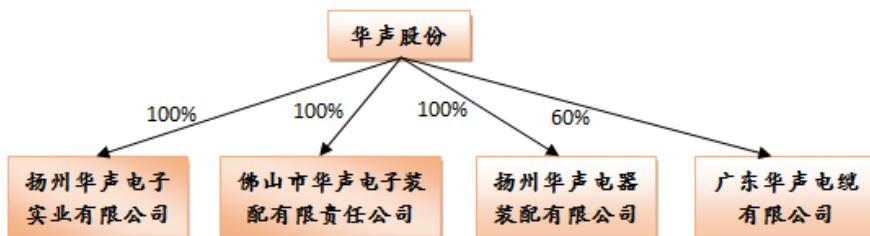
图表 1. 公司十大股东明细表（截至 2015 年 3 季度）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北京凤凰财智创新投资中心(有限合伙)	59,658,719	29.83
2	罗桥胜	19,600,000	9.80
3	张盛根	9,949,998	4.97
4	谭少伦	9,813,951	4.91
5	萧志刚	9,600,000	4.80
6	廖起雄	9,000,000	4.50
7	张怀斌	2,104,112	1.05
8	黄喜强	1,700,000	0.85
9	罗绮霞	1,631,000	0.82
10	周建新	1,512,000	0.76
合 计		124,569,780	62.29

资料来源：万得数据、中银证券

公司下设四家子公司，分布在广东省和江苏省，主营电源线生产加工装配等业务。

图表 2. 华声股份子公司构成情况



资料来源：公司公告、中银证券

从业务结构来看，公司长期从事家用电器配线组件的开发、生产和销售，受下游家电行业影响较大，如家电行业进入调整期，对公司业绩的负面影响相当大。且公司近三年空调连接组件销售收入占主营业务收入比重很大，每年都在 70% 左右，业务单一，集中度过高，对空调行业依赖性很强，使公司经营面临较大风险。

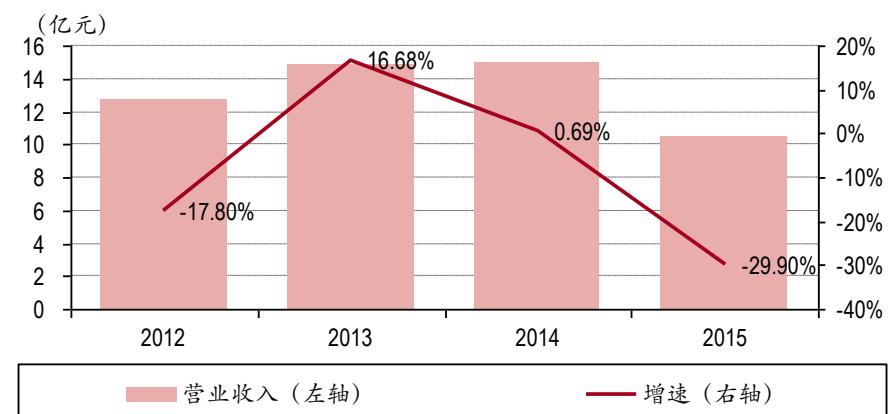
图表3. 公司主营业务构成

业务构成(%)	2012	2013	2014	2015.1-6
空调连接组件	72	67	67	70
空调电源输入组件	20	25	26	25
电热电器电源输入组件	5	4	3	2
冰洗电器电源输入组件	2	2	1	1
其他家电电源输入组件	1	2	2	2

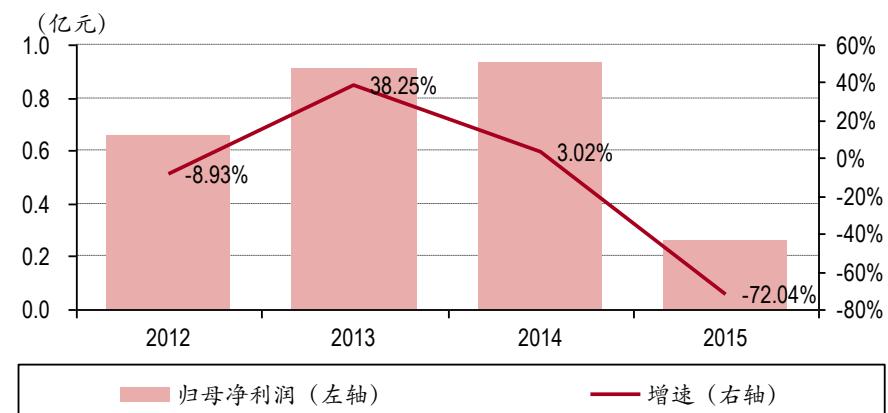
资料来源：公司公告、中银证券

公司上市之初，正值家电行业发展的稳定期，家用电器配线组件需求有所回暖。2012年至14年，公司的营业收入和净利润增速较为平稳，且利润增速超过营收增速，其中2013年净利润增速接近40%。

进入2015年后，形势急转直下，受家电市场需求不足、行业竞争加剧等因素影响，公司产品销售量价皆降，导致营收下滑；劳动力成本上升，各项费用在收入下降时调整空间有限等因素导致净利润大幅下降。在公司早些时间公告的2015年业绩预告中显示，15年营业收入同比下滑29.90%，归母净利润同比下滑71.56%。

图表4. 公司上市以来营业收入情况


资料来源：公司公告、中银证券

图表5. 公司上市以来净利润情况


资料来源：公司公告、中银证券

转型金融，公司积极寻求业务突破

公司就原主业发展的不利形势，针对自身特点及时进行调整。15 年在引入战略投资者北京凤凰财智创新投资中心（有限合伙）后，其取代佛山市远茂化工实业有限公司成为第一大股东，大股东从实业转变为金融投资企业后，公司战略也开始从家用电器配件制造行业向金融行业转型。

凤凰财智入股近一年来，公司在向金融行业转型道路上大步前进，不断有收购、设立金融企业的计划出台。收购国盛证券、创设百安保险、君安人寿等方案正在紧锣密鼓进行中，相关方案实施后，公司的金融版图将会逐渐丰富，金融将成为公司主业和最重要的收入来源。

收购国盛证券 100%股权，迈出进军金融第一步

公司于 2015 年 5 月 12 日发布公告，称正在筹划重大资产重组，并于 5 月 13 日起停牌；2015 年 11 月 5 日，公司首次披露了收购国盛证券 100% 股权计划，截至 2016 年 4 月，该计划经历了两次调整，调整后实施方案如下：

本次交易包括两部分：（一）发行股份及支付现金购买资产；（二）发行股份募集配套资金。本次发行股份及支付现金购买资产的实施与本次募集配套资金的实施互为前提，共同构成本次交易不可分割的组成部分。

第一部分，拟发行股份及支付现金购买中江信托等国盛证券全体股东持有的国盛证券 100% 股权，标的股权的交易价格为 693,000.00 万元，发行股份及支付现金的比例各为 50%。

按照标的资产交易价格 693,000.00 万元、股份支付比例 50%、发行价格 13.42 元/股计算，本次发行股份及支付现金购买资产拟发行股份数为 258,196,717 股，拟支付现金 3,465,000,057.86 元，具体情况如下：

图表 6. 发行股份支付现金购买国盛证券 100% 股权方案

序号	交易对方	交易对价（元）	发行股份数量（股）	支付现金金额（元）
1	中江信托	4,019,805,609.62	149,769,210	2,009,902,811.42
2	赣粤高速	1,386,792,589.46	51,668,874	693,396,300.38
3	江西财投	786,659,041.97	29,309,204	393,329,524.29
4	江西投资	221,628,172.18	8,257,383	110,814,092.32
5	江西能源	169,142,103.12	6,301,866	84,571,061.40
6	江西地矿	153,765,548.29	5,728,969	76,882,784.31
7	江西地勘	84,571,051.56	3,150,933	42,285,530.70
8	锦峰投资	69,194,496.73	2,578,036	34,597,253.61
9	江西医药	38,441,387.07	1,432,242	19,220,699.43
合计		6,930,000,000.00	258,196,717	3,465,000,057.86

资料来源：公司公告，中银证券

第二部分，发行股份募集配套资金，发行对象为前海发展、前海远大、凤凰财鑫、北京迅杰、北京岫晞。

本次发行股份募集配套资金的发行价格为 14.50 元/股，拟发行股票 477,931,033 股，募集资金总额不超过 6,930,000,000.00 元。配套融资方具体认购情况如下：

图表 7. 发行股份募集配套资金方案

序号	发行对象	认购股份数量(股)	认购金额(元)
1	前海发展	158,620,689	2,300,000,000.00
2	前海远大	124,137,931	1,800,000,000.00
3	凤凰财鑫	68,965,517	1,000,000,000.00
4	北京迅杰	101,206,896	1,467,500,000.00
5	北京岫晞	25,000,000	362,500,000.00
合计		477,931,033	6,930,000,000.00

资料来源：公司公告，中银证券

本次交易完成后，上市公司将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，公司收入将主要来自于证券行业。

公司 2016 年 5 月 17 日公告，本次重大资产重组已完成，增发的股份于 5 月 19 日上市交易。

出资参与设立百安保险，涉足互联网保险行业

公司于 2015 年 11 月 17 日发布公告称，拟与贵阳金融控股有限公司、重庆市博恩科技（集团）有限公司、北京惠为嘉业科技发展有限公司、深圳亿辉特科技发展有限公司、广州粤泰集团有限公司共同作为发起人，出资设立百安互联网保险（贵安新区）股份有限公司。

百安保险拟定注册资本 100,000 万元，其中公司出资 18,000 万元，占百安保险注册资本的 18%。

图表 8. 百安保险股东及持股比例

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

资料来源：公司公告、中银证券

目前互联网金融可谓金融行业的“风口”，保险公司涉足互联网已逐渐成为新常态，专业互联网保险公司有望借金融改革东风快速发展，公司也有望因此受益。

出资参与设立君安人寿，进军人寿保险

公司于 2016 年 3 月 9 日发布公告称，拟与西安国际医学投资股份有限公司、陕西东岭工贸集团股份有限公司等八家单位共同作为发起人，投资设立君安人寿保险股份有限公司。君安人寿拟定注册资本 100,000 万元，其中公司出资 10,000 万元，占君安人寿注册资本的 10%。

由于投资金额超过 8,000 万元，根据《公司章程》第一百一十二条的规定，本次投资尚需提交股东大会审议批准；根据保监会相关规定，君安人寿的筹建、设立等事项尚需获得保监会的审批批准。

图表 9. 君安人寿股东及持股比例

序号	股东名称	股份比例 (%)	认购股数 (万股)	认购金额 (万元)	出资方式
1	西安国际医学投资股份有限公司	20	20,000	20,000	货币
2	陕西东岭工贸集团股份有限公司	20	20,000	20,000	货币
3	深圳市高特佳投资集团有限公司	20	20,000	20,000	货币
4	广东华声电器股份有限公司	10	10,000	10,000	货币
5	陕西健和诚投资有限公司	9	9,000	9,000	货币
6	前海开源资产管理有限公司	6	6,000	6,000	货币
7	东华软件股份公司	5	5,000	5,000	货币
8	珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司	5	5,000	5,000	货币
9	新疆旅游出租汽车（集团）有限责任公司	5	5,000	5,000	货币
合计		100	100,000	100,000	

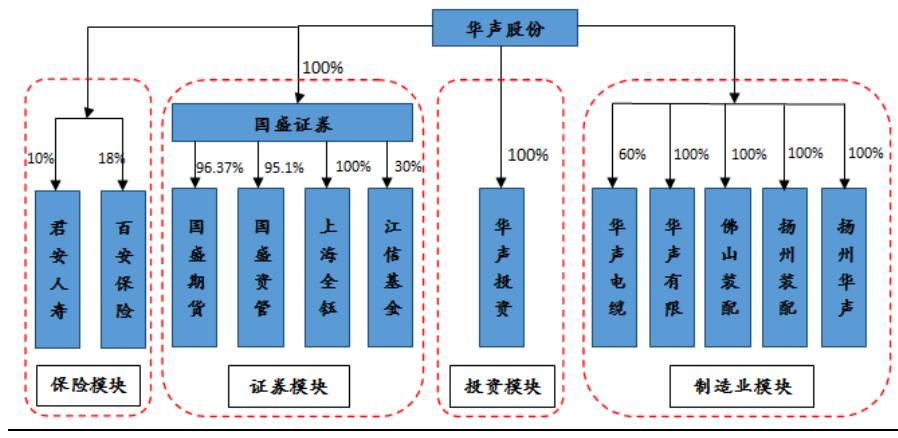
资料来源：公司公告、中银证券

君安人寿正式成立后，有望和百安保险形成有效联动，公司保险板块依托互联网媒介，形成“财险+寿险”全方位发展格局，保险业务将成为公司金融整体布局中的重要一环。

证券+保险两大板块联动，公司转型金融大幕拉开

凤凰财智投资成为大股东之后，公司向金融控股平台转型的步伐大幅加快，国盛证券收购、百安保险和君安人寿的设立正在紧锣密鼓的进行中。完成后公司将形成证券、保险两大板块联动的格局，金融版图也将初具规模。

图表 10. 华声股份金融版图



国盛证券：江西省金牌券商，十余载铸就金字招牌

国盛证券于 2002 年 8 月 22 日，由江西省信托、江西发展信托等 17 家企业共同出资成立，已有 14 年历史。经过七次股权变更，公司股东缩减至 9 家，其中大股东为中江信托，持股比例为 58.01%。股东持股情况如下表：

图表 11. 国盛证券股东持股情况

序号	股东	出资额	持股比例
1	中江信托	118,017.40	58.01
2	赣粤高速	40,714.82	20.01
3	江西财投	23,095.51	11.35
4	江西投资	6,506.78	3.20
5	江西能源	4,965.84	2.44
6	江西地矿	4,514.40	2.22
7	江西地勘	2,482.92	1.22
8	锦峰投资	2,031.48	1.00
9	江西医药	1,128.60	0.55
合计		203,457.75	100.00

资料来源：万得数据、中银证券

截至 2015 年 8 月 31 日，公司下设 3 家子公司，2 家分公司和 2 家参股公司，子公司基本情况如下：

图表 12. 国盛证券子公司

公司名称	设立时间	注册资本（万元）	公司持股比例(%)
国盛期货	1995.7.10	8,260.53	96.37
国盛资管	2015.5.20	20,000	95.10
上海金钰	2015.6.29	10,000	100

资料来源：万得数据、中银证券

分公司基本情况如下：

图表 13. 国盛证券分公司

公司名称	设立时间	营运资金 (万元)
国盛证券有限责任公司北京分公司	2010.1.11	800
国盛证券有限责任公司新疆分公司	2014.9.26	2,000

资料来源：万得数据、中银证券

参股公司基本情况如下：

图表 14. 国盛证券参股公司

公司名称	设立时间	注册资本 (万元)	持股比例(%)
江信基金	2013.1.28	18,000	30.00
中证机构间报价系统股份有限公司	2013.2.27	755,024.45	1.32

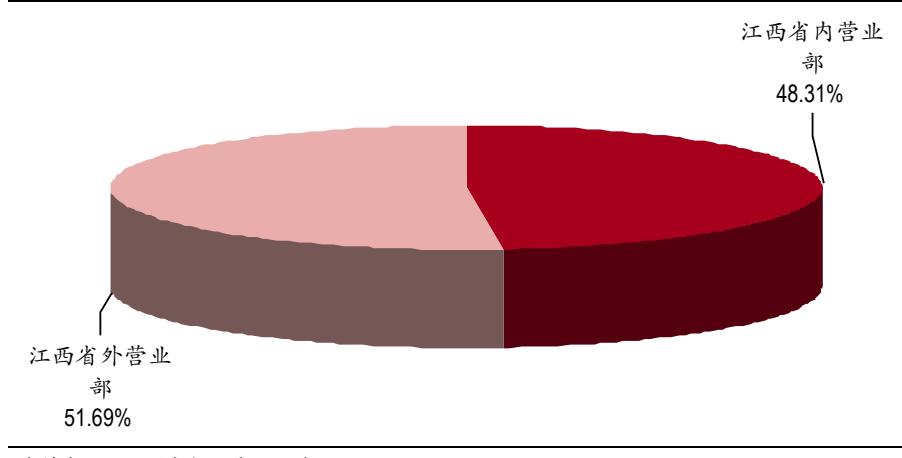
资料来源：万得数据、中银证券

公司业务立足江西，辐射全国

自 2012 年起，国盛证券立足江西，在充分发挥自身区位优势的基础上，向全国实施大规模的营业网点扩张。截至 2015 年 8 月，营业网点增至 207 家，实现了江西省县级网点的全覆盖，并遍及北上深等经济发达地区，在全国所有券商的营业网点数量排名中位居前列。在网点扩张的同时，国盛证券在控制成本方面下足功夫，营业部模式主要采用低成本的 C 型营业部模式，207 家营业部中 C 型营业部有 161 家。

公司在积极发展江西省内业务的同时，积极扩展省外业务。目前江西省内营业部有 100 家，占全部营业部的比例为 48.31%；省外营业部 107 家，占全部营业部比例为 51.69%。

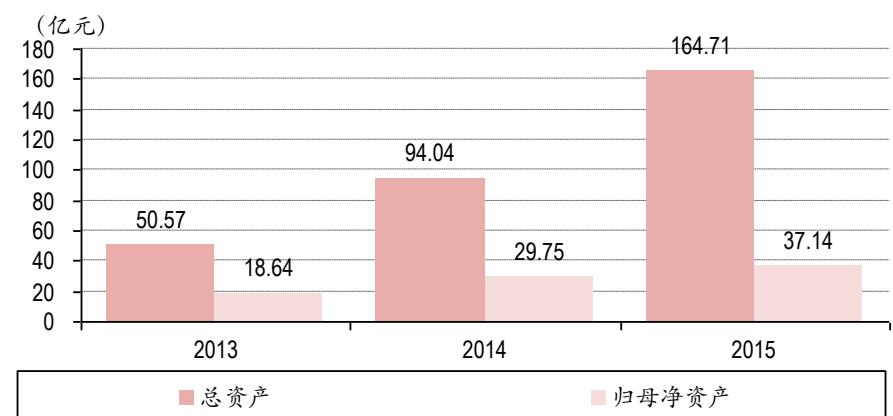
图表 15. 国盛证券营业部分布情况



规模利润双增长，国盛证券发展驶入快车道

截至 2015 年 12 月 31 日，国盛证券总资产 164.71 亿元，和 2013 年末相比增长超过 200%；归母净资产 37.14 亿元，和 2013 年末相比增长近 100%。

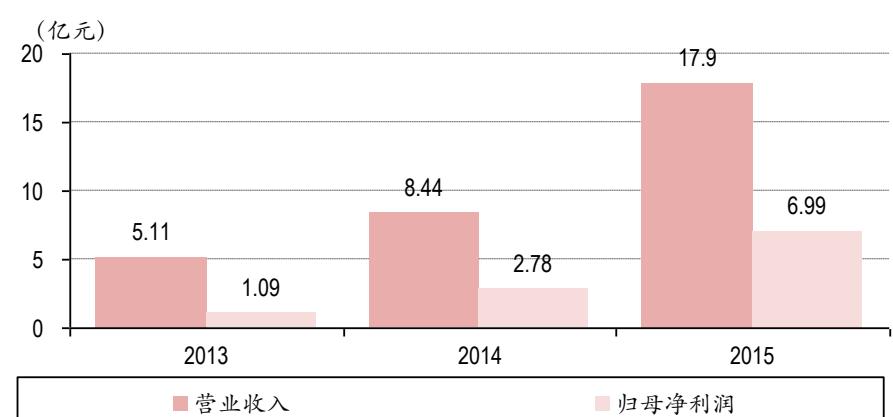
图表 16. 国盛证券资产情况



资料来源：万得数据、中银证券

2015 年，二级市场经历“过山车”行情，市场气氛被极大带动，交易量大幅增加，公司业绩表现优异。公司 15 年营业收入 17.90 亿元，同比增长 112.12%；归属于母公司净利润 6.99 亿元，同比增长 151.59%。

图表 17. 国盛证券营收和净利润情况



资料来源：万得数据、中银证券

从证券业协会公布的数据来看，国盛证券的主要业绩指标排名行业中游偏下，属于小型券商。

图 18. 国盛证券主要业绩指标行业排名

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
	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
业 务 指 标	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、中银证券

经纪业务占绝对主导，投行资管业务腾飞仍待时机

从各大类业务收入占比来看，和大多数券商类似，国盛证券的经纪业务占比最大，且持续保持在较高水平，2015年经纪业务收入占比达到 63.58%。

图表 19. 国盛证券各大类业务收入占比

业务板块	2015 年		2014 年		2013 年	
	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
经纪业务	113,956.72	63.58	46,836.32	55.49	34,075.52	66.63
自营业务	27,593.73	15.40	22,808.19	27.02	5,491.03	10.74
投行业务	6,182.92	3.45	4,099.09	4.86	3,688.93	7.21
两融业务	25,427.85	14.19	2,879.18	3.41	1,513.57	2.96
资管业务	3,358.18	1.87	4,651.22	5.51	3,876.89	7.58
期货业务	2,102.35	1.17	1,462.48	1.73	897.38	1.75
其他	600.80	0.34	1,663.04	1.97	1,600.59	3.13
合计	179,222.55	100.00	84,399.51	100.00	51,143.91	100.00

资料来源：万得数据、中银证券

经纪业务：

截至 2016 年 2 月，国盛证券股票交易市场份额为 0.448%，行业排名 52 位，市占率超过上市券商太平洋证券和一创证券，略低于山西证券，且市占率从 2013 年起呈现上升趋势。

从公司公布的最新数据可以看到，经纪业务客户数由 2013 年初的 41.91 万户增至 2015 年 8 月末的 62.11 万户，托管市值由 2013 年初的 341.58 亿元增至 2015 年 8 月末的 704.46 亿元，保证金余额由 2013 年初的 23.66 亿元增至 2015 年 8 月末的 121.79 亿元。各项指标均呈现大幅增长态势。

投行业务：

截至 2016 年 4 月 30 日，国盛证券完成 1 单债券发行。

投行业务收入占比近年呈上升趋势，特别是债券承销业务增长较快。从公司公布的 15 年年报数据可以看到，2015 年投行业务收入 0.62 亿元，和 2013 年相比大幅增加。

自营业务：

根据最新数据，2013年度、2014年度及2015年1-8月，国盛证券自营业务的投资规模分别为10.10亿元、16.04亿元和12.96亿元。利润从2013年的0.55亿增长至2015年的2.76亿元，增幅超过400%。

资管业务：

国盛证券资管业务规模较小，历年资管业务收入占营业收入比例均较低且呈现逐年下降趋势。根据最新数据，2013年度、2014年度及2015年1-8月，国盛证券资管业务的受托资金规模分别为262.20亿元、461.39亿元和397.30亿元。业务净收入分别为0.39亿元、0.47亿元和0.33亿元。

两融业务：

近年国盛证券的两融业务发展较快，两融余额从2013年末的5.76亿元大幅增长至2015年6月的25亿元，2015年下半年两融余额随市场回调而出现回落。截至2016年4月末，两融余额为19.80亿元。

利息收入也呈现大幅增长态势，从2013年的0.32亿元增长至2015年的2.54亿元，增幅近700%。

总的来说，经纪业务仍是国盛证券最重要的收入来源；自营业务、两融业务和二级市场密切相关，具有一定的周期性；对投行业务、资管业务影响大的因素相对较多且复杂，大发展仍在等待时机。

注册资本大幅增加，高速发展可期

2015年末国盛证券注册资本为20.34亿元，本次被华声股份收购后，假设收购方案中增发募集资金刨除收购国盛证券股权所需资金后，剩余部分都用于增加国盛证券资本金（不考虑各项费用），国盛证券资本金将增加34.65亿至55亿元。

国盛证券近年的监管评级稳定提升，从2011年的B级逐步提升至2015年的A级。增资完成后，评级存在进一步提升的可能性，为公司未来发展提供有利支持，各项业务规模和盈利能力有望大幅提升。

百安君安联动，实现财险寿险业务全覆盖

百安保险和君安人寿的注册资本均为10亿元，公司分别出资1.8亿元和1亿元入股，占比18%和10%。这两家保险公司成立后，华声将实现财险和寿险业务全覆盖，为公司的大金融版图增加一块重要的组成部分。

同时，公司坚定执行“金融+互联网”发展战略，不断提升公司的核心竞争力。新加入的保险板块也将发展互联网保险作为重要着力点。未来公司将有望形成“证券+互联网”和“保险+互联网”两大板块，并最终形成大型互联网金控平台。

公司金控思路愈加明晰，有望成为拥有多块金融牌照的综合金融业务平台

战略投资者凤凰财智入股近一年来，公司在向金融行业转型道路上大步前进，不断有收购、设立金融企业的计划出台。收购国盛证券已完成、创设百安保险、君安人寿等方案正在紧锣密鼓进行中，相关方案实施后，公司的金融版图将会大幅扩张，金融将成为公司主业和最重要的收入来源。同时，实际控制人杜力、张巍具有丰富的互联网金融领域投资背景，且有充足的资金支持，后续以互联网金融为主线的兼并收购值得期待。

盈利预测

预测假设：

- 1.国盛证券资产于 2016 年收购完成且并表；
- 2.本次增发募集资金除购买国盛证券股权外，全部用于对国盛证券增资，且在 2016 年完成增资；
- 3.公司未来两年“金融+电器配线”业务格局不会发生变化。

结论：

预测 16-18 年公司净利润为 4.49 亿元、5.08 亿元和 5.75 亿元，同比增速分别为 1624%，13% 和 13%。对应增发后股本的全面摊薄每股收益分别为 0.48 元、0.54 元和 0.61 元。全面摊薄市盈率分别为 57.2 倍、50.6 倍和 44.6 倍。

图表 20. 公司盈利预测

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币 百万)	1,497	1,049	2,040	2,129	2,238
变动(%)	1	(30)	94	4	5
净利润(人民币 百万)	93	26	449	508	575
变动(%)	3	(72)	1,624	13	13
全面摊薄每股收益(人民币)	0.467	0.131	0.475	0.537	0.609
全面摊薄市盈率(倍)	58.2	207.6	57.2	50.6	44.6
市净率(倍)	6.57	7.03	2.17	2.16	2.14

资料来源：万得数据、中银证券

估值和投资建议

估值

本文选择分布估值法，分别对金融和原主业电器配线制造业进行分布估值。

其中，公司原主业电器配线制造业采用市盈率法估值，给予其40倍市盈率，得出该部分市值约为7.6亿元。

金融板块中国盛证券采用可比市值法估值，百安保险和君安人寿采用市净率法估值，得出该部分市值约为316.03亿元。

两者相加后得出公司总市值约为323.63亿元，按增发后总股本9.36亿股计算，公司合理股价为34.58元。

图表 21. 估值方法

	持股比例 (%)	净利润 (亿元) (2016E)	净资产 (亿元) (2016E)	估值方法	市净率 (倍)	市盈率 (倍)	估值 (亿元)
原主业		0.19			40	7.6	
国盛证券	100		55	可比市值			310.43
百安保险	18		10	PB	2		3.6
君安人寿	10		10	PB	2		2
估值合计							323.63
总股本(亿股)							9.36
合理股价(元)							34.58

资料来源：万得数据、中银证券

投资建议

公司收购国盛证券完成后，证券业将成为公司最主要的收入来源。君安人寿和百安保险加入后，公司的金融版图将更加完整。公司将以“互联网+金融”模式作为未来发展方向，且存在资产继续注入的可能性。以上估值结果未包含后续资产注入产生的溢价，因此未来估值还有一定的提升空间。综上，我们给予公司一定的估值溢价，给予其40.00元目标价，首次评级为买入。

研究报告中所提及的有关上市公司

华声股份(002670.CH/人民币 30.63, 买入)

以 2016 年 7 月 13 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,497	1,049	2,040	2,129	2,238
营业收入	1,497	1,049	2,040	2,129	2,238
其他业务收入	0	0	1,148	1,282	1,433
营业总成本	1,386	1,023	1,441	1,452	1,470
营业成本	1,259	907	771	732	696
其他业务成本	0	0	574	628	688
营业税金及附加	6	6	5	5	5
营业费用	30	25	22	20	19
管理费用	54	61	52	49	47
财务费用	33	21	18	17	16
资产减值损失	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	111	26	599	677	767
营业外收入	2	7	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	110	32	599	677	767
所得税	17	6	150	169	192
净利润	93	26	449	508	575
少数股东损益	0	(0)	5	5	5
归属于母公司所有者的净	93	26	444	503	570

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产总计	1,358	1,045	26,065	27,930	29,522
货币资金	94	64	12,936	13,883	14,925
现金及存放中央银行款项	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0
交易性金融资产	0	0	3,798	4,558	5,014
衍生金融资产	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	183	183	183
可供出售金融资产	0	0	889	1,061	1,167
长期股权投资	0	0	6,930	6,930	6,930
固定资产	309	302	350	350	350
负债总计					
短期借款	123	30	98	83	70
交易性金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	0	1,018	1,018	1,018
代理买卖证券款	0	0	11,915	13,652	15,101
长期借款	25	0	0	0	0
所有者权益	826	778	11,722	11,789	11,862
股本	200	200	936	936	936
归属于母公司所有者权益	826	773	11,722	11,789	11,862
少数股东权益	0	6	0	0	0
负债及所有者权益合计	1,358	1,045	26,065	27,930	29,522

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%)					
营业收入	1	(30)	94	4	5
营业利润	5	(76)	2,176	13	13
归属于母公司净利润	3	(72)	1,598	13	13
偿债能力及营运能力 (%)					
资产负债率	0.39	0.25	0.55	0.58	0.60
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力 (%)					
净资产收益率	11	3	4	4	5
净利率	6	2	22	24	26
总资产净利率	0.07	0.03	0.02	0.02	0.02
每股指标及估值比率					
每股收益(元)	0.47	0.13	0.47	0.54	0.61
每股净资产(元)	4.13	3.86	12.52	12.59	12.67

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371