



2016-09-28

公司深度报告

买入/维持

国盛金控 (002670)

目标价: 35.36

昨收盘: 27.92

家用电器 白色家电

## 国盛金控 (002670): 互联网金控平台优质标的, 私募背景优势独特

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 936/129  
 总市值/流通(百万元) 26,137/3,597  
 12 个月最高/最低(元) 41.91/20.13

《华声股份 (002670): 收购国盛证券仅仅是个开始, 金融平台是关键》  
 ——2016/03/17

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

### 核心观点:

我们看好国盛金控的运行模式: 通过私募(即资本, 自有资金+产业资本)介入优质标的, 通过并购资产外延式扩张, 释放优质标的与金控平台之间的协同效应; 依托私募发现优质公司, 通过投资平台实现投资收益, 通过上市公司平台实现退出。

国盛金控具有“私募”资源优势, 这种优势能充分发挥资本对优质资源敏感性, 从市场上捕获对金控平台最有利的资源, 充分发挥金控平台的优势。国盛金控的“私募”资源优势体现在三个方面: 一个是实际控制人杜力、张巍是资深私募人士, 具有深刻的私募投资经验; 二是公司的股东有一批私募的力量, 这些私募与公司经营的有广阔的合作空间; 三是公司已经搭建了人民币、外币股权投资平台, 为业务对接或配合打下了良好的基础。同时, 金控平台也是一个重要的资本来源入口, 上市平台也是很好的资本补充入口, 与“私募”配合起来, 实质就是优质项目与资本的对接平台, 这个平台具有更多的信息优势, 因为大股东是项目的上游, 对项目的介入和调配能力要远大于“金融中介”某个环节上的市场功能。

国盛金控的基本发展思路是基于互联网生态圈, 打造专业、创新、开放的互联网金控平台。互联网作为一种工具, 最大的特色是包容性强, 从客户层面来讲, 具有包容客户数量无上限的优势。如果说互联网的精髓在于带来客户规模, 那么金控平台提供的综合金融服务则是一种非常理想的变现模式。

催化剂一: 名称变更。催化剂二: 互联网战略落地牛刀小试。

**投资建议:** 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。维持国盛控股“买入”评级, 六个月目标价 35.36 元。

风险提示: 证券业务业绩波动风险, 转型进度不及预期风险。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2013A	2014A	2015A	2016E
营业收入(百万元)	1486.88	1497.07	1049.49	270.6194443
(+/-%)	16.68	0.69	-29.90	15.87
净利润(百万元)	90.63	93.36	26.16	254.75
(+/-%)	38.25	3.02	-71.98	874.81
摊薄每股收益(元)	0.45	0.47	0.13	0.27
市盈率(PE)	61.22	59.43	212.08	101.92

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院; 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、投资逻辑——互联网金控平台优质股，独特优势模式难以复制.....	4
二、重大资产重组过程回顾 .....	5
三、布局：金融、投资、制造三大模块.....	5
（一）金融模块：以证券为起点，覆盖多种金融业态.....	6
1、证券牌照仍然具有稀缺性，国盛证券牌照全.....	6
2、战略性布局保险，分享行业盛宴.....	7
3、金融模块外延式扩张揭开序幕，布局新金融“独角兽” .....	10
（二）投资模块：设立深圳华声，建立股权投资平台.....	12
（三）制造业模块：成立全资子公司华声实业，接管原国盛控股业务.....	13
四、模式：私募资本整合产业资源，“金控平台+上市公司平台”变现.....	15
五、投资建议 .....	19
盈利预测： .....	20
六、风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 国盛金控三大业务模块 .....	5
图表 2: 国盛金控三大业务模块 .....	5
图表 3: 国盛金控金融模块布局现状 .....	6
图表 4: 2005-2015 保险行业保费收入及同比增长率 .....	8
图表 5: 君安人寿股权结构 .....	9
图表 6: 百安保险股权结构 .....	9
图表 7: 互联网保险优势 .....	10
图表 8: 北京快乐时代主要产品及服务模式 .....	11
图表 9: 趣店集团发展过程 .....	12
图表 10: 国盛金控营业收入构成-分行业 (亿元) .....	14
图表 11: 国盛金控净利润构成 (亿元) .....	14
图表 12: 国盛金控营业收入构成-分区域 (亿元) .....	14
图表 13: 国盛金控营业利润构成-分区域 (亿元) .....	14
图表 14: 国盛金控营业收入-传统业务 (百万元) .....	14
图表 15: 国盛金控净利润-传统业务 (百万元) .....	14
图表 16: 国盛证券营业收入 (百万元) .....	15
图表 17: 国盛证券净利润 (百万元) .....	15
图表 18: 国盛证券总资产 (百万元) .....	15
图表 19: 国盛证券净资产 (百万元) .....	15
图表 20: 国盛金控董事长杜力的基本情况 .....	16
图表 21: 国盛金控十大股东及持股比例 .....	16
图表 22: 深圳前海财智发展投资中心(有限合伙) .....	17
图表 23: 深圳前海财智远大投资中心(有限合伙) .....	17
图表 24: 北京凤凰财鑫股权投资中心(有限合伙) .....	17
图表 25: 北京凤凰财智创新投资中心(有限合伙) .....	17
图表 26: “凤凰系”一致行动人关系 .....	17
图表 27: 杜力实际控制的投资公司 .....	17
图表 28: 国盛金控布局展望 .....	19

## 一、投资逻辑——互联网金控平台优质标的，独特优势模式难以复制

我们看好国盛金控的运行模式：通过私募（即资本，自有资本+产业资本）介入优质标的，通过并购资产外延式扩张，释放优质标的与金控平台之间的协同效应；依托私募发现优质公司，通过投资平台实现投资收益，通过上市公司平台实现退出。

首先，国盛金控具有“私募”资源优势，这与别的金控平台不一样，这种优势能充分发挥资本对优质资源敏感性，从市场上捕获对金控平台最有利的资源，充分发挥金控平台的优势。国盛金控的“私募”资源优势体现在三个方面：一个是实际控制人杜力、张巍是资深私募人士，具有深刻的私募投资经验和先进的理念；二是公司的股东有一批私募的力量，这些私募与公司经营的有广阔的合作空间；三是公司已经搭建了人民币、外币股权投资平台，为业务对接或配合打下了良好的基础。同时，金控平台也是一个重要的资本来源入口，上市平台也是很好的资本补充入口，与“私募”配合起来，实质就是优质项目与资本的对接平台，这个平台具有更多的信息优势，因为大股东是项目的上游，对项目的介入和调配能力要远大于“金融中介”某个环节上的市场功能。

其次，国盛金控的基本发展思路是基于互联网生态圈，打造专业、创新、开放的互联网金控平台。互联网作为一种工具，最大的特色是包容性强，从客户层面来讲，具有包容客户数量无上限的优势；从服务内容的角度来讲，具有内容越丰富越好，服务的延展性特别好。互联网还有两个重要的特性就是：开放和共享。开放是包容性的进一步延展，而共享更多地意味着有益的外部性，比如基础服务的免费性，套餐服务的优惠性等等。如果说互联网的精髓在于带来客户规模，那么金控平台提供的综合金融服务则是一种非常理想的变现模式，这种协同性一般的金控平台做不到。

当下这个时点，我们推荐国盛金控源于两个催化剂：

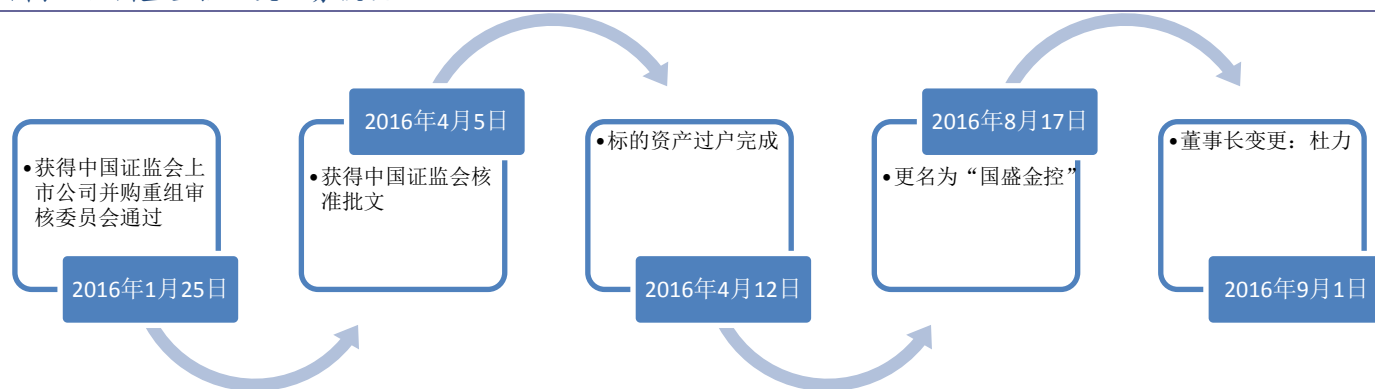
催化剂一：名称变更。自 2016 年 8 月 17 日起，公司证券简称由“国盛控股”（WASUNG）变更为“国盛金控”（Guosheng Finance），证券代码不变，仍为“002670”。

催化剂二：互联网战略落地牛刀小试。9 月 2 日，公司公告正在筹划购买北京凤凰祥瑞互联投资基金（有限合伙）持有的北京快乐时代科技发展有限公司不超过 6% 股权。公司筹划本次交易是打造互联网金控平台战略目标、通过外延方式扩大金融业务模块、参与消费金融领域并分享相关收益的一次努力。

## 二、重大资产重组过程回顾

本次交易方案为国盛控股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 69.3 万元，发行股份及支付现金的比例各为 50%；并向前海发展、前海远大、凤凰财鑫、北京迅杰、北京岫晞发行股份募集配套资金 69.3 万元。自 2016 年 5 月 6 日起国盛证券纳入合并报表范围。

图表 1：国盛金控三大业务模块



资料来源：WIND，太平洋证券整理

随着董事长的变革，本次重大资产重组交易落地，公司新的发展历程才刚刚开始。新的战略不论是在业务领域，还是在结构整合方面，以及现有业务的体量方面都有很大的空间。

## 三、布局：金融、投资、制造三大模块

公司长期发展战略为：通过内生式和外延式的发展，充分利用互联网创新手段，基于互联网生态圈，逐步建立涵盖证券、保险、投资、信托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。2015 年以来，公司实施重大资产重组，取得全牌照证券公司国盛证券有限责任公司 100%股权，下沉制造业务至子公司，逐步将母公司升级为控股管理平台。公司业务将包括金融、投资、制造三大模块。

图表 2：国盛金控三大业务模块

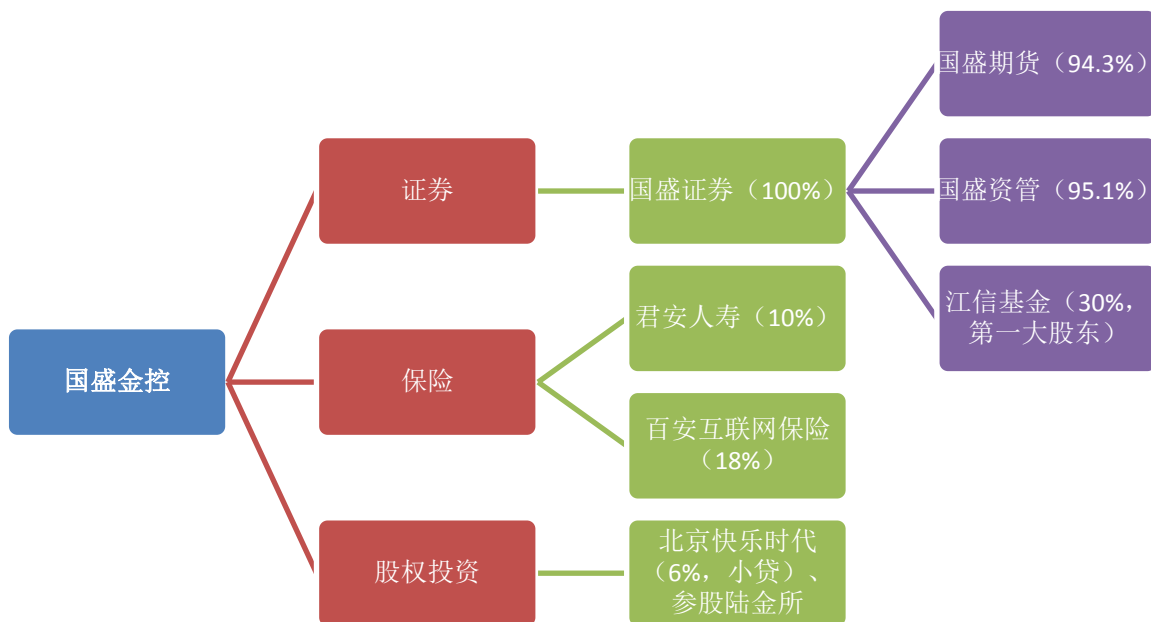
金融模块	投资模块	制造模块
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 证券：国盛证券（国盛期货、国盛资管、江信基金）</li> <li>• 保险：君安人寿（10%，第四大股东，前三均为 20%）；百安互联网保险（18%，五家并列第一）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 设立深圳华声，建立股权投资平台</li> <li>• 香港华声投资是公司外币股权投资管理业务平台</li> <li>• 捕捉股权投资机会，特别是互联网、金融领域的股权投资业务机会</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 成立全资子公司华声实业，接管原华声股份业务</li> <li>• 业务下沉，把历史打包处理</li> </ul>

资料来源：WIND，太平洋证券整理

## （一）金融模块：以证券为起点，覆盖多种金融业态

经过重大资产重组，国盛金控主业变更为证券业，以子公司国盛证券为主体覆盖了证券、期货、基金业务；通过新发起的方式，在寿险、财险方面进行了布局。此外，通过股权投资的方式，在小额信贷、细分金融业态方面展开了尝试。

图表 3：国盛金控金融模块布局现状



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 1、证券牌照仍然具有稀缺性，国盛证券牌照全

虽然金融牌照整体处于趋向宽松的环境，但券商牌照仍是十分稀缺，但行业性的机会已经越来越接近，国家“十三五”提出了“提升直接融资比例”的思路，国家融资体系格局将发生重大变化，证券行业也将迎来大发展机遇。国盛证券虽然在证券行业中整体实力一般，但历史比较悠久，且细分牌照齐全。

截至 2015 年底，国盛证券资产总额 164 亿，同行业排名第 70 位（125 家主体排名）；净资产 37 亿，同行业排名第 70 位；营业收入 18 亿，排名第 68 位；净利润 7 亿，排名第 69 位。

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。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，2016 年为 BBB。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。

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。2011 年 11 月, 国盛期货注册资本由 3000 万元, 变更为 5261 亿元。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。

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。

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。

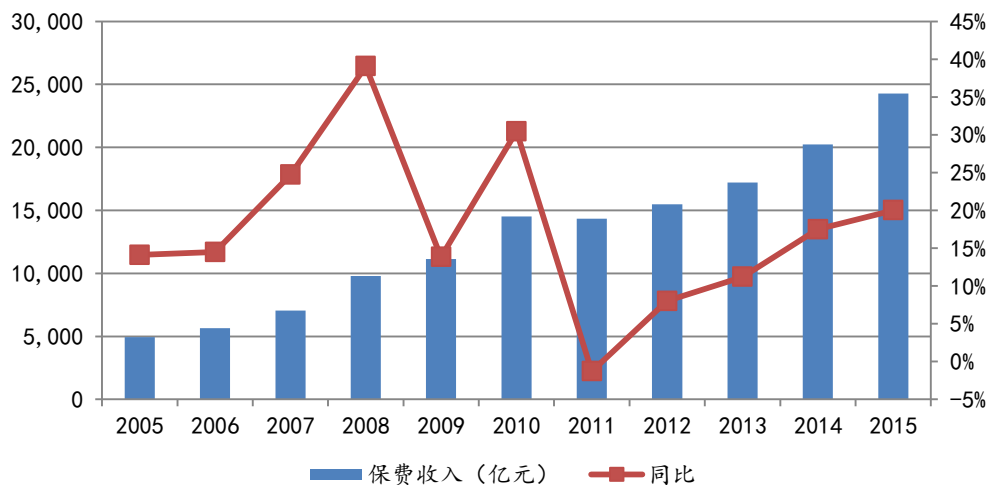
## 2、战略性布局保险, 分享行业盛宴

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。国盛控股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, 采用与市场

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。

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 4: 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 5: 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	广东华声电器股份有限公司	10%	10,000
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。

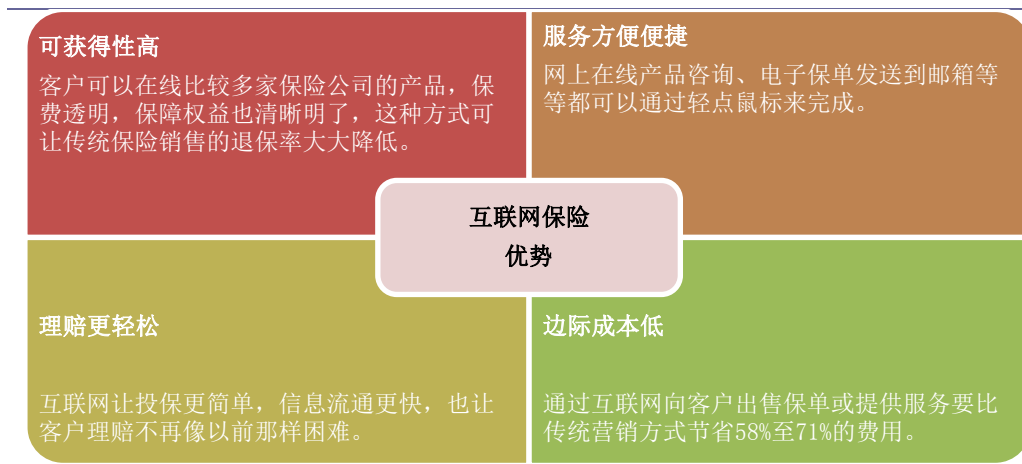
图表 6: 百安保险股权结构

	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	广东华声电器股份有限公司	18,000	18%
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, 国盛控股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 7: 互联网保险优势



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### 3、金融模块外延式扩张揭开序幕, 布局新金融“独角兽”

公司通过香港华声投资下属企业担任普通合伙人的开曼有限合伙以 1.1 亿美元认购陆金所控股有限公司增发的 B 类普通股并完成股份登记。近期, 公司拟通过关联交易, 购买北京快乐时代科技发展有限公司不超过 6% 股权。北京快乐时代的商业模式是通过消费金融电商平台和小额信用贷款平台, 提供包括趣店、来分期等产品在内的金融消费服务。

图表 8：北京快乐时代主要产品及服务模式



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2016年7月7日，“趣分期”在北京召开发布会，宣布完成首期约30亿元的PRE-IPO融资，并正式由“趣分期”升级为“趣店”集团。这是迄今为止，中国互联网消费金融领域创业公司获得的最大一笔投资。趣店集团这一轮融资之后，其估值已超100亿元，对于一家成立仅两年半的互联网企业而言，它是新金融服务形态的一个“独角兽”。升级之后趣店集团产品板块也将从初创时的校园消费金融行业增加到七个，形成完整的产品矩阵。未来趣店集团旗下将拥有针对校园消费金融趣分期、非校园消费金融来分期、大学生免息助学贷款趣助学、大学生成长基金趣成长、兼职平台趣兼职、实习平台趣实习、就业平台趣就业七大块产品。而在业务大范围扩容的同时，趣店集团的服务对象也将从校园群体为主升级为以青年群体为主。自2014年3月21日成立以来，趣店集团的累计用户已突破2000万，覆盖了大学生、蓝领、白领等各种青年人群。

图表 9：趣店集团发展过程



2014年03月趣店集团获得李想、吴世春、陈华、李树斌、鲍岳桥数百万人民币天使轮融资。



2014年04月趣店集团获蓝驰创投数百万美金A轮融资。



2014年08月趣店集团获千万美金B轮融资。由源码资本和蓝驰创投等知名风险投资机构的联合注资。



2014年12月趣店集团完成数千万美金C轮融资。



2015年04月趣店集团宣布完成约1亿美金D轮融资。由昆仑万维领投，蓝驰创投、源码资本等老股东跟投。



2015年08月趣店集团获得约2亿美金E轮融资，蚂蚁金服领投，老股东昆仑万维，蓝驰创投，源码资本等全部跟投。



2016年7月，趣店集团获得凤凰祥瑞，联络互动等联合领投，老股东跟投约30亿人民币首期PRE-IPO系列融资。

资料来源：WIND，太平洋证券整理

趣店的价值潜力在于：除了分期付款，已经拿到了全国性网络小贷牌照，取得了通过互联网向全国用户发放小额贷款的资质，随着业务快速发展，金融布局有扩展空间；品牌升级后将面向全国 5 亿非信用卡人群，取消地面签约，非常便捷，填补市场空白；校园业务从分期付款向校园生态服务完善，积累了丰富的经验，能得到源源不断的优质客户群。

本次交易对方为北京凤凰祥瑞互联投资基金（有限合伙）（以下简称凤凰祥瑞），该企业同为本公司实际控制人杜力、张巍控制，凤凰祥瑞持有北京快乐时代 19.24%股权，本次交易 6%股权，后续有进一步购买的空间，且趣店集团有望启动上市计划。

## （二）投资模块：设立深圳华声，建立股权投资平台

今年 4 月 22 日，公司公告根据经营发展需要，出资 2600 万元设立全资子公司深圳华声前海投资有限公司（以下简称深圳华声），公司持有 100%股权。经营范围：股权投资、投资咨询、财务顾问。截至 2016 年 3 月 24 日，已经完成缴纳出资。

本次投资是公司实施战略转型，打造投资业务模块的重要举措。在中国经济产业结构调整风起云涌、互联网金融迅猛发展、资本市场日益成熟环境下，中国股权投资业务正迎来时代性际遇。

未来一段时期，创业投资、并购重组交易将持续大规模增加，充分利用中国股权投资特别是互联网、金融领域的股权投资业务机会，不仅有利于公司培育新的利润增长点，也有利于公司以专业、创新、开放的互联网金融控股平台为目标，积极寻求协同效应，实现外延式扩张。

公司投资业务包括集团内各主体对外投资（如公司参与发起设立君安人寿保险股份有限公司（尚需中国保监会核准））和以下属子公司为运营实体开展的投资管理业务。其中，子公司深圳华声是公司人民币股权投资管理平台，子公司香港华声投资是公司外币股权投资管理平台。

### （三）制造业模块：成立全资子公司华声实业，接管原国盛控股业务

今年4月22日，公司公告，为优化组织和管理架构，拟将线缆业务相关资产、债务、业务资源及知识产权以划转方式、相关人员以变更劳动关系方式整体下沉至全资子公司广东华声电器实业有限公司（简称“华声实业”）。华声实业是专为实施本次划转而新设的全资子公司，截止2016年3月31日，华声实业尚未开始生产经营，其总资产、净资产分别为59.75万元、59.75万元。以2016年3月31日未经审计财务数据模拟测算，本次划转完成后，华声实业总资产、总负债、净资产分别达到7.04亿元、1.75亿元、5.30亿元。

划转前国盛控股主要从事线缆产品研发、生产和销售，划转后国盛控股将升级为以战略规划、投资管理、风险控制、资金管理、人力资源管理为主要职能的控股管理平台。

就目前的收入结构来看，营业收入中国盛证券贡献了67%，净利润国盛证券贡献了77%。国盛证券纳入合并报表的营业收入为18,918.11万元、营业利润为11,688.56万元、利润总额为11,404.74万元、净利润为7,570.11万元，期末国盛证券总资产为1,451,802.77万元、净资产为386,643.24万元。国盛证券拥有证券经纪、证券承销与保荐、证券投资咨询、财务顾问、融资融券、转融通、新三板做市等全方面业务资质并下辖期货、资管、直投子公司，可为客户提供一揽子综合金融服务，是公司证券业务的经营实体。本期线缆业务实现营业收入3.91亿元，较上年同期下降34.61%；营业利润2,929.87万元，下降17.28%。

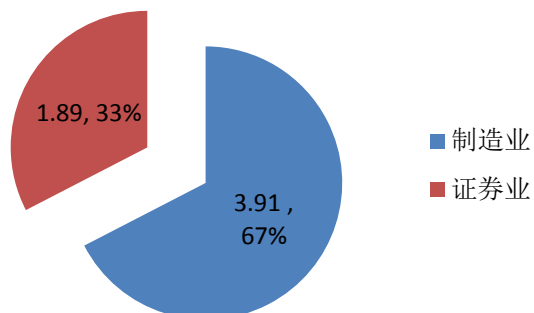
从国盛证券的历史业绩来看，今年上半年业绩大幅下滑，营业收入仅为1.89亿元，按时间进度来看落后于近三年，年化收入较去年全年大幅下降79%。净利润7570万元，年化数据较去年全年6.99亿元大幅下降78%。业绩下滑，主要受行业周期性影响，对公司长期经营能力不构成实质性影响，总资产145亿，较2014年底的94亿大幅提升50%，较去年底的165亿收缩12%，符合行业波动特点；净资产约39亿，较去年底的37亿略有上升。

从公司传统业务来看，2011年至2014年，营业收入基本保持在15亿元的水平附近，2015年行业形势不佳，业绩大幅下滑至10亿附近；2015年净利润滑落至2600万元，之前两年在9000



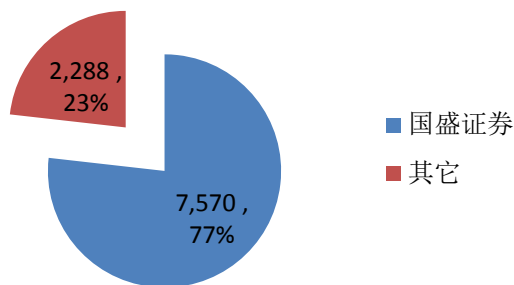
万元附近。今年上半年, 净利润约 2300 万元。总体来看, 对新业务的影响可控。

图表 10: 国盛金控营业收入构成-分行业 (亿元)



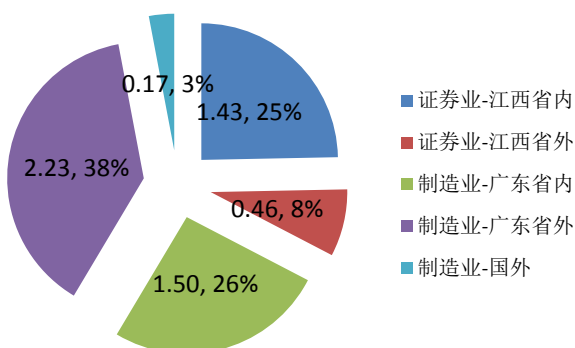
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11: 国盛金控净利润构成 (亿元)



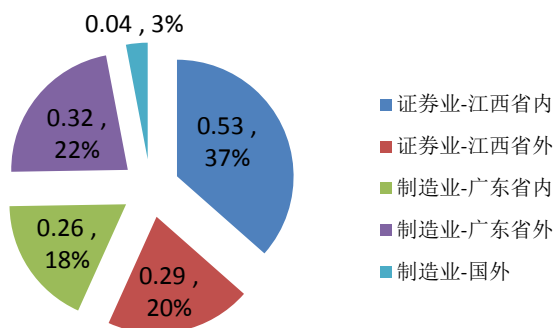
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12: 国盛金控营业收入构成-分区域 (亿元)



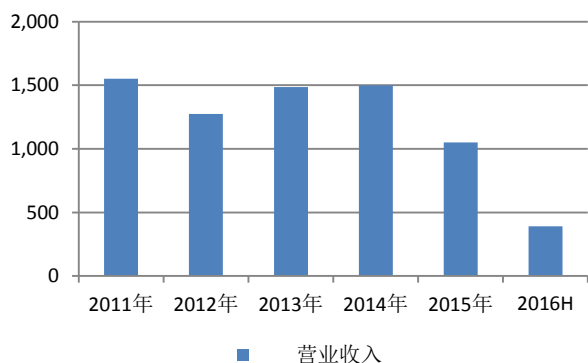
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 13: 国盛金控营业利润构成-分区域 (亿元)



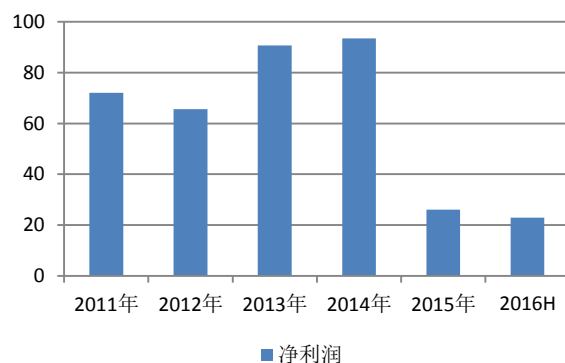
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 14: 国盛金控营业收入-传统业务 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

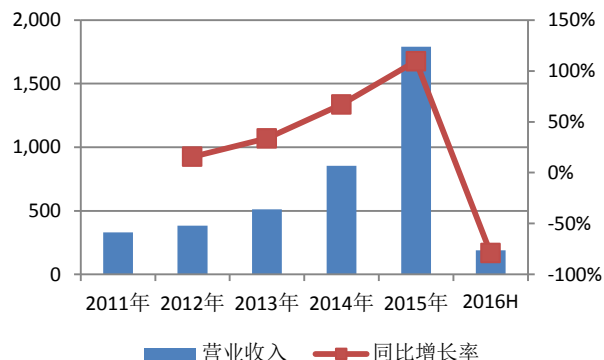
图表 15: 国盛金控净利润-传统业务 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

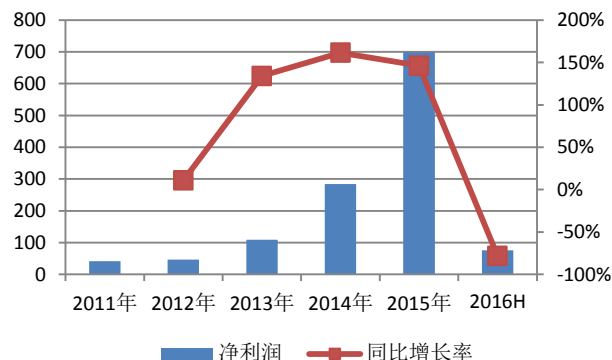
注: 传统业务-2015 年以前为国盛控股的数据, 2016 上半年为公司总体数据减去国盛证券数据。

图表 16: 国盛证券营业收入 (百万元)



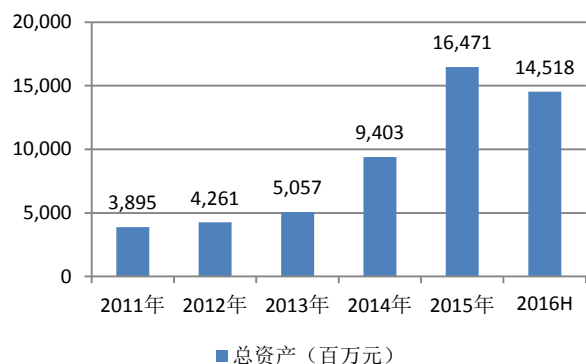
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 17: 国盛证券净利润 (百万元)



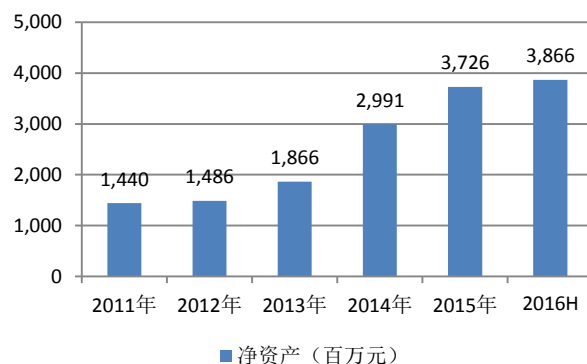
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 18: 国盛证券总资产 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 19: 国盛证券净资产 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

展望未来的收入结构, 制造业的利润贡献有可能进一步缩小, 历史负担变小; 金融业务方面, 证券业务受行业周期性波动影响较大, 但形势好于今年是大概率事件, 其它金融类业务随着布局的完善将会逐渐显露出来; 投资业务将会对总体收入产生较大影响, 贡献度不断提升。

#### 四、模式: 私募资本整合产业资源, “金控平台+上市公司平台” 变现

通过梳理各项业务的关系, 我们将国盛金控的运行模式理解为: 通过私募 (即资本, 自有资金+产业资本) 介入优质标的, 通过并购资产外延式扩张, 释放优质标的与金控平台之间的协同效应; 依托私募发现优质公司, 通过投资平台实现投资收益, 通过上市公司平台实现退出。

首先, 国盛金控具有“私募”资源优势, 这与别的金控平台不一样, 这种优势能充分发挥资

本对优质资源敏感性, 从市场上捕获对金控平台最有利的资源, 充分发挥金控平台的优势。国盛金控的“私募”资源优势体现在三个方面: 一个是实际控制人杜力、张巍是资深私募人士, 具有深刻的私募投资经验和先进的理念; 二是公司的股东有一批私募的力量, 这些私募与公司经营的有广阔的合作空间; 三是公司已经搭建了人民币、外币股权投资平台, 为业务对接或配合打下了良好的基础。同时, 金控平台也是一个重要的资本来源入口, 上市平台也是很好的资本补充入口, 与“私募”配合起来, 实质就是优质项目与资本的对接平台, 这个平台具有更多的信息优势, 因为大股东是项目的上游, 对项目的介入和调配能力要远大于“金融中介”某个环节上的市场功能。

图表 20: 国盛金控董事长杜力的基本情况

杜力: 36 岁, 经济学硕士, EMBA。现任: 凤凰财富集团、凤凰投资管理、凤凰财鑫投资执行董事、北京快乐时代科技发展有限公司董事等职。

2002/09—2005/09	北京思凯投资管理公司	投资经理
2008/09—2010/05	中能基业投资公司	董事长
####/##—至今	北京凤凰财富投资管理有限公司	法定代表人
2015/07—至今	广东国盛金控集团股份有限公司	董事长

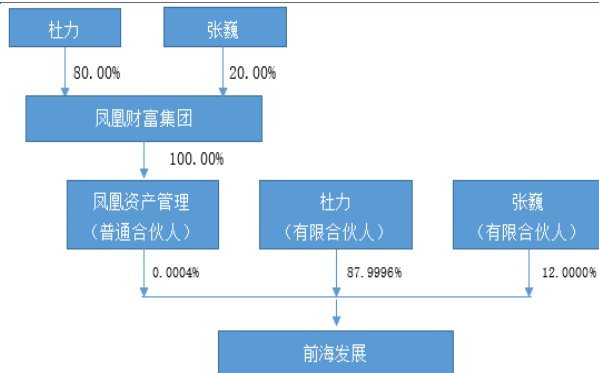
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 21: 国盛金控十大股东及持股比例

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	深圳前海财智发展投资中心(有限合伙)	16.94
2	中江国际信托股份有限公司	16.00
3	深圳前海财智远大投资中心(有限合伙)	13.26
4	北京迅杰新科科技有限公司	10.81
5	北京凤凰财鑫股权投资中心(有限合伙)	7.37
6	北京凤凰财智创新投资中心(有限合伙)	6.37
7	江西赣粤高速公路股份有限公司	5.52
8	江西省财政投资管理公司	3.13
9	北京岫晞股权投资中心(有限合伙)	2.67
10	罗桥胜	2.09
	合 计	84.16

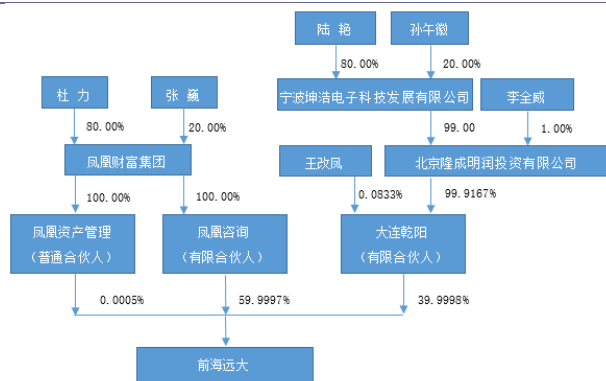
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 22: 深圳前海财智发展投资中心(有限合伙)



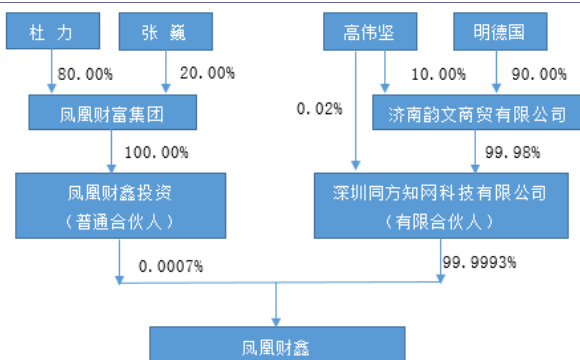
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 23: 深圳前海财智远大投资中心(有限合伙)



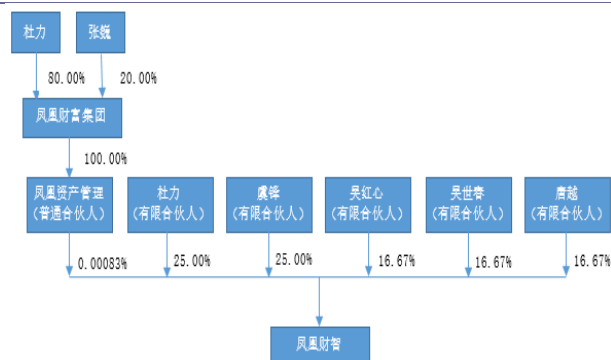
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 24: 北京凤凰财鑫股权投资中心(有限合伙)



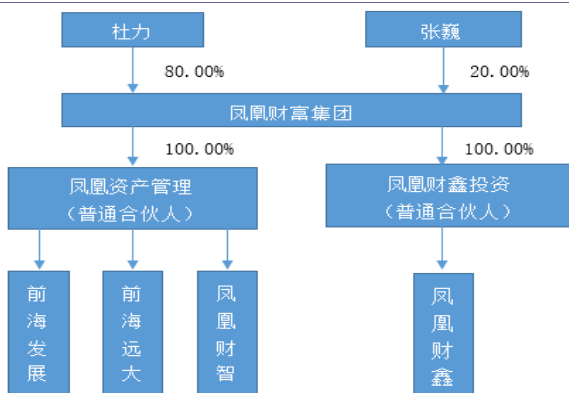
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 25: 北京凤凰财智创新投资中心(有限合伙)



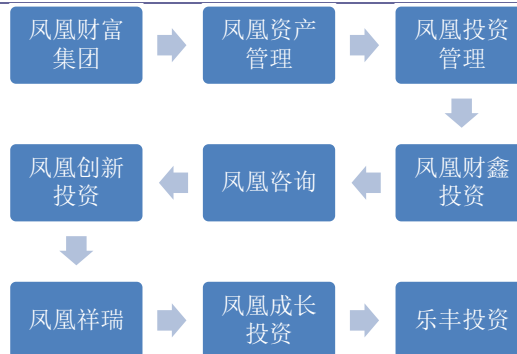
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 26: “凤凰系”一致行动人关系



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 27: 杜力实际控制的投资公司



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

注: 杜力投资的企业及实际控制的投资公司投资的企业

1、北京快乐时代科技发展有限公司;

2、赤子城移动科技(北京)股份有限公司

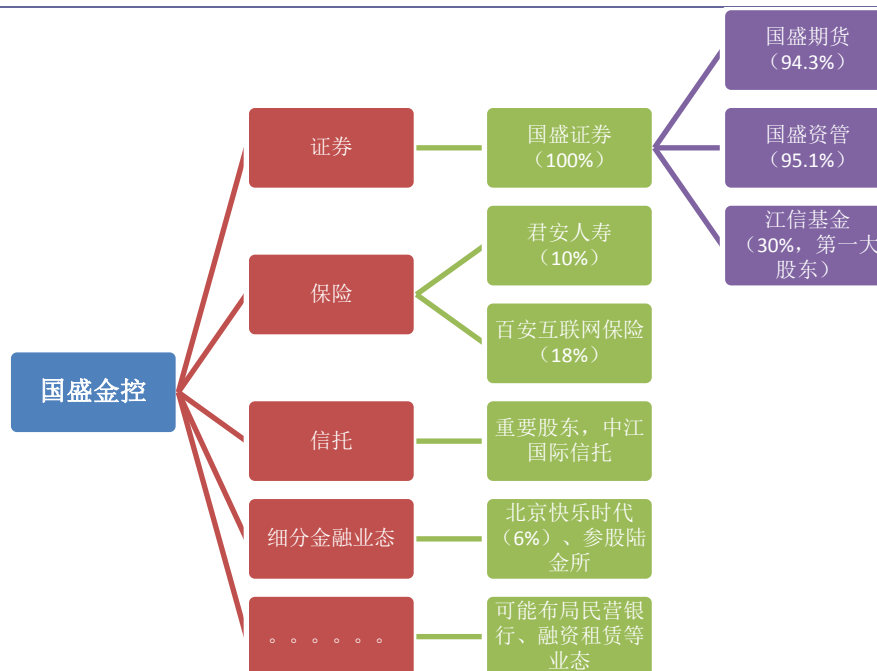
- |                        |                           |
|------------------------|---------------------------|
| 3、北京云江科技有限公司（互联网教育）    | 4、华赢科技（北京）有限公司            |
| 5、北京米可世界科技有限公司         | 6、广州达意隆包装机械股份有限公司（002209） |
| 7、深圳翰宇药业股份有限公司（300199） | 8、力博重工科技股份有限公司            |
| 9、合容电气股份有限公司           | 10、中科宇图科技股份有限公司           |
| 11、扬州新概念电气有限公司         | 12、北京易家信息科技股份有限公司         |
| 13、大连远东工具有限公司          | 14、《美食与美酒》杂志社有限公司         |
| 15、西藏梅岭花开投资合伙企业        | 16、宁波梅花明世投资合伙企业（有限合伙）     |
| 17、湖北中古生物投资有限公司        | 18、北京青山基业天使投资合伙企业         |
| 19、福建和茶网络科技有限公司        | 20、厦门仙侠网络股份有限公司           |
| 21、江苏尼科医疗器械有限公司        | 22、华建耐尔特（北京）低碳科技有限公司      |
| 23、上海极贝网络科技有限公司        |                           |

其次，国盛金控的基本发展思路是基于互联网生态圈，打造专业、创新、开放的互联网金控平台。互联网作为一种工具，最大的特色是包容性强，从客户层面来讲，具有包容客户数量无上限的优势；从服务内容的角度来讲，具有内容越丰富越好，服务的延展性特别好。互联网还有两个重要的特性就是：开放和共享。开放是包容性的进一步延展，而共享更多地意味着有益的外部性，比如基础服务的免费性，套餐服务的优惠性等等。如果说互联网的精髓在于带来客户规模，那么金控平台提供的综合金融服务则是一种非常理想的变现模式，这种协同性一般的金控平台做不到。国盛金控后续在互联网业务方面的运作空间较大，以收购北京快乐时代 6% 股权为例，以本次交易对方为北京凤凰祥瑞互联投资基金（有限合伙）（以下简称凤凰祥瑞），该企业同为本公司实际控制人杜力、张巍控制，凤凰祥瑞持有北京快乐时代 19.24% 股权，后续仍有进一步收购的空间。此外凤凰祥瑞还有更多的互联网资产资源。

北京凤凰祥瑞互联投资基金（有限合伙）成立于 2015 年 6 月 5 日，经营范围为非证券业务的投资、投资管理、咨询；投资管理；资产管理；投资咨询。2015 年 11 月，个人二手车交易平台好车无忧宣布获得源码资本、凤凰祥瑞领投，致富金融战略跟投的 5000 万美元 B 轮融资，A 轮投资者经纬中国、成为基金、明势资本全部跟投。2016 年 5 月，悟空保获已 1 亿元人民币 Pre-A 轮融资，由凤凰祥瑞领投、风云天使投资跟投。悟空保成立于 2015 年 8 月 1 日，是一家基于线上场景的互联网保险公司，创始人陈志华曾为京东金融副总裁。“悟空保”的名字来自于陈志华对保险模式的理解——保险应该更多地起到雪中送炭的作用，而非像线下代理销售时所强调的理财收益率。悟空保整合互联网和保险两端优势资源，根据互联网企业生态、场景、流程和痛点等定制产品和服务，快速对接产品服务提供方和消费者，增强“安全性”，提高“便捷性”，提升“针对性”，志在成为中国独立、专业、定制和领先的第三方互联网企业产品和服务提供商。2016 年 7 月，趣店集团获得凤凰祥瑞，联络互动等联合领投，老股东跟投约 30 亿人民币首期 PRE-IP0 系列融资。



图表 28：国盛金控布局展望



资料来源：WIND，太平洋证券整理

注：重组前，中江国际信托持有国盛证券 58% 的股份，重组后持有 16%。

## 五、投资建议

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。维持“买入”评级，六个月目标价 35.36 元。

估值方面，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。详见《华声股份（002670）：收购国盛证券仅仅是个开始，金融平台是关键》。

## 盈利预测:

	2013A	2014A	2015A	2016E
营业总收入	1,486.88	1,497.07	1,049.49	1,216.04
营业收入	1,486.88	1,497.07	1,049.49	781.66
其他业务收入(金融类)				434.38
营业总成本	1,380.82	1,386.12	1,023.18	911.87
营业成本	1,264.63	1,259.31	906.90	658.48
营业税金及附加	4.53	6.49	6.05	6.38
销售费用	30.37	30.14	25.36	21.20
管理费用	51.12	53.98	60.79	122.69
财务费用	30.09	32.75	21.29	2.39
资产减值损失	0.08	3.44	2.79	3.79
其他业务成本(金融类)				96.94
其他经营收益				70.92
公允价值变动净收益				9.38
投资净收益				58.18
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				2.50
汇兑净收益				0.86
营业利润	106.07	110.95	26.32	375.09
加: 营业外收入	1.29	2.02	6.90	3.36
减: 营业外支出	2.10	3.00	1.62	7.46
利润总额	105.26	109.97	31.60	370.99
减: 所得税	14.64	16.62	5.55	115.88
净利润	90.63	93.36	26.05	255.11
减: 少数股东损益			-0.12	0.36
归属于母公司所有者的净利润	90.63	93.36	26.16	254.75
稀释每股收益(元/股)	0.45	0.47	0.13	0.27

## 六、风险提示

证券行业的政策性风险, 周期性导致的业绩波动; 转型进度可能不及预期。

## 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。