

其它计算机应用

署名人:王鹏(研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 23.60 元

当前股价: 16.91 元

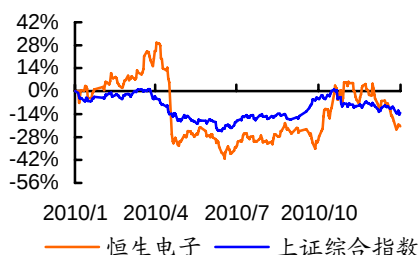
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	624
流通股本(百万)	624
流通市值(亿)	105
EPS (TTM)	0.33
每股净资产(元)	1.48
资产负债率	30.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒生电子	-24.98	12.06	19.42
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



相关报告

恒生电子

600570

强烈推荐

传统业务长期看好, 新兴业务值得期待

投资要点:

- **聚焦财富管理领域的金融软件及服务提供商:** 公司聚焦财富管理, 为证券、基金和银行等客户提供 IT 解决方案。公司的传统业务定位于交易与流程, 偏重于后端系统, 主要以 B2B 业务为主; 随着公司 2.0 业务的推出, 公司将为客户提供从后端金融交易、流程到前端资讯服务的整体解决方案, 同时业务也将从 B2B 向 B2C 拓展。
- **财富管理软件及服务空间巨大:** 近年来我国财富市场增长显著, 家庭金融资产总额复合增长率超过 20%; 但我国家庭金融资产全球占比低于 GDP 占比, 百万美元资产家庭户数占比远远低于其他国家, 我们认为, 我国财富市场的增长空间仍然巨大, 且其高速增长必将催生软件及服务需求。
- **传统业务长期看好:** 从成熟市场的经验来看, 专业投资机构是财富管理市场的主力军。公司正致力于提高其交易系统在专业机构的市场份额, 以构筑强大的护城河, 并以交易系统为平台, 整合各种产品及服务, 我们认为公司有成为中国 SunGard 的潜质。
- **新兴业务值得期待:** 金融信息服务业空间广阔, 预计 2012 年行业规模将达 79 亿元。在建立后端业务支持系统领域优势的同时, 公司正在积极布局前端金融信息服务领域, 我们关注聚源终端的发展, 认为其机遇大于挑战。
- **天时、地利、人和:** 国内财富管理市场才刚刚起步, 金融机构混业经营将给公司带来新的机遇; 公司将继续收购在财富管理细分市场领先的 IT 公司, 从而为客户提供全面的财富管理软件和服务; 我们认为能否进一步推出股权激励计划, 对于公司未来发展至关重要。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.43、0.59 和 0.85 元。公司未来 3 年净利润复合增长率超过 40%, 按照 2011 年 40 倍 PE, 未来 6-12 个月目标价 23.6 元, 给予公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:** 计算机板块整体估值溢价下行风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	730	954	1308	1756
同比(%)	9%	31%	37%	34%
归属母公司净利润(百万元)	206	271	371	533
同比(%)	53%	32%	37%	44%
毛利率(%)	70.7%	72.9%	76.4%	78.4%
ROE(%)	25.4%	25.8%	26.1%	27.2%
每股收益(元)	0.33	0.43	0.59	0.85
P/E	51.30	38.89	28.43	19.80
P/B	13.05	10.03	7.41	5.39
EV/EBITDA	50	39	27	18

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、聚焦财富管理领域的金融软件及服务提供商	4
二、财富管理软件及服务空间巨大	5
2.1 我国财富市场增长显著	5
2.2 财富市场的增长空间仍然巨大	5
2.3 财富管理领域软件及服务介绍	6
三、传统业务长期看好	7
3.1 专业投资机构将主导财富管理市场	7
3.2 构筑强大的护城河	8
3.3 以交易系统为平台，有望成为中国的 SunGard	9
三、新兴业务值得期待	11
3.1 金融信息服务业空间广阔	11
3.2 积极布局金融信息服务领域	11
3.3 聚源终端机遇大于挑战	13
四、天时、地利、人和	14
4.1 天时：财富管理市场才刚刚起步，混业经营带来机遇	14
4.2 地利：以交易系统为基，收购在财富管理细分市场领先的公司	15
4.3 人和：更加完善的激励机制或是下一个周期的成功关键	16
五、盈利预测与投资建议	17
六、风险提示	17

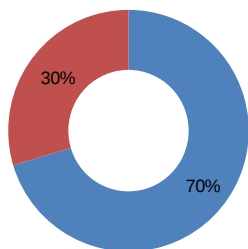
图表目录

图 1: 2010H1 分业务收入	4
图 2: 2010H1 金融领域细分收入	4
图 3: 公司未来金融视图	4
图 4: 家庭金融资产总额 (单位: 万亿美元)	5
图 5: 2009 年百万美元资产家庭数量 (单位: 千)	5
图 6: 2011 年全球经济增速预测	5
图 7: 2009 年百万美元资产家庭数量占比	5
图 8: 财富管理领域软件及服务情况一览	6
图 9: 美国专业机构投资者持股比例变化	7
图 10: 中美专业机构投资者持股比例	7
图 11: 国内机构管理资产规模 (单位: 万亿美元)	7
图 12: 国内机构资产管理费 (单位: 亿美元)	7
图 13: 券商交易系统市场份额	8
图 14: 国内金融信息业市场规模 (单位: 亿元)	11
图 15: 2009 年金融信息服务分布	11
图 16: 聚源终端登陆界面	12
图 17: 推哦网截图	12
图 18: 数米基金网截图	12
图 19: 平安一账通截图	14
表 1: 财富管理领域前后端软件及服务	6
表 2: 公司 2004-2009 分产品收入 (单位: 百万元)	9
表 3: 近年来 SunGard 金融领域收购一览	15
表 4: 分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	17

一、聚焦财富管理领域的金融软件及服务提供商

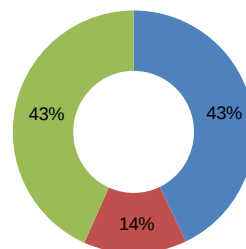
公司**聚焦财富管理**，为证券、基金和银行等客户提供 IT 解决方案。分业务看，收入主要来源于金融领域；进一步细分，金融领域收入主要来源于证券¹和基财²领域。

图 1：2010H1 分业务收入



■ 金融 ■ 其他

图 2：2010H1 金融领域细分收入



■ 证券 ■ 银行 ■ 基财

资料来源：公司资料，中投证券研究所

公司的传统业务定位于交易与流程，偏重于后端系统（例如集中交易系统，基金 TA 系统等），主要以 B2B 业务为主；随着公司 2.0 业务（聚源终端、推碳网、数米网和投资赢家等）的推出，在未来的金融视图中，公司将为**客户提供从后端金融交易、流程到前端资讯服务的整体解决方案，同时业务也将从 B2B 向 B2C 拓展，让公司的金融产品服务真正延伸到个人。

图 3：公司未来金融视图



资料来源：公司资料，中投证券研究所

¹ 指证券和期货

² 指基金、保险、信托等

二、财富管理软件及服务空间巨大

2.1 我国财富市场增长显著

近年来我国财富市场增长显著，家庭金融资产总额由 2004 年末的 2.0 万亿美元提高到 2009 年末的 5.4 万亿美元，复合增长率超过 20%；金融资产达到 100 万美元以上的家庭数量在 2009 年达到 67 万户，位列全球第三，是 2002 年的 5 倍多。

图 4：家庭金融资产总额（单位：万亿美元）

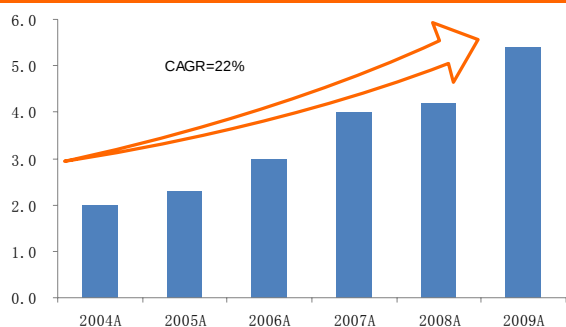
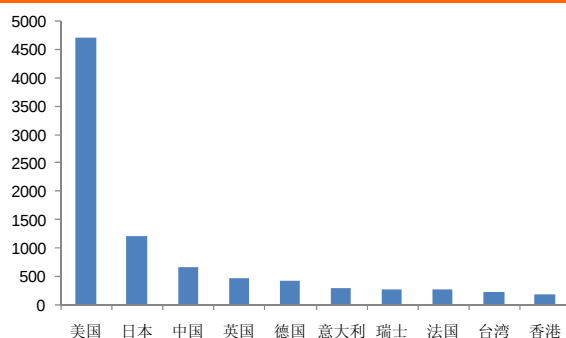


图 5：2009 年百万美元资产家庭数量（单位：千）



资料来源：BCG《全球财富报告》，BCG 全球财富管理数据库，中投证券研究所

2.2 财富市场的增长空间仍然巨大

截止到 2009 年末，我国家庭金融资产全球占比仅 5%，低于 GDP 全球占比（7%），百万美元资产家庭户数仅占所有中国家庭户数的 0.2% 左右，远远低于其它国家和地区。考虑到未来几年我国 GDP 增速仍将远高于全球平均水平，同时私营企业的进一步崛起将助推新兴中产阶级的财富积累，我们认为，我国财富市场的增长空间仍然巨大。

图 6：2011 年全球经济增速预测

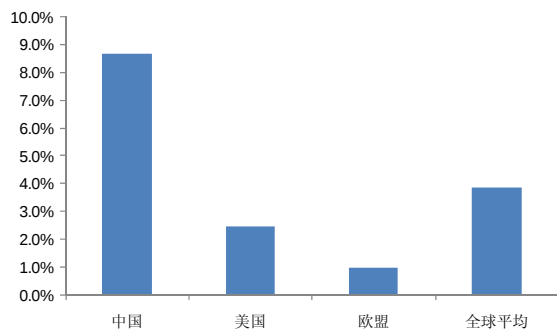
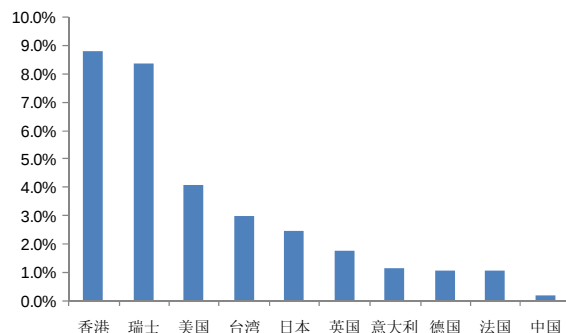


图 7：2009 年百万美元资产家庭数量占比

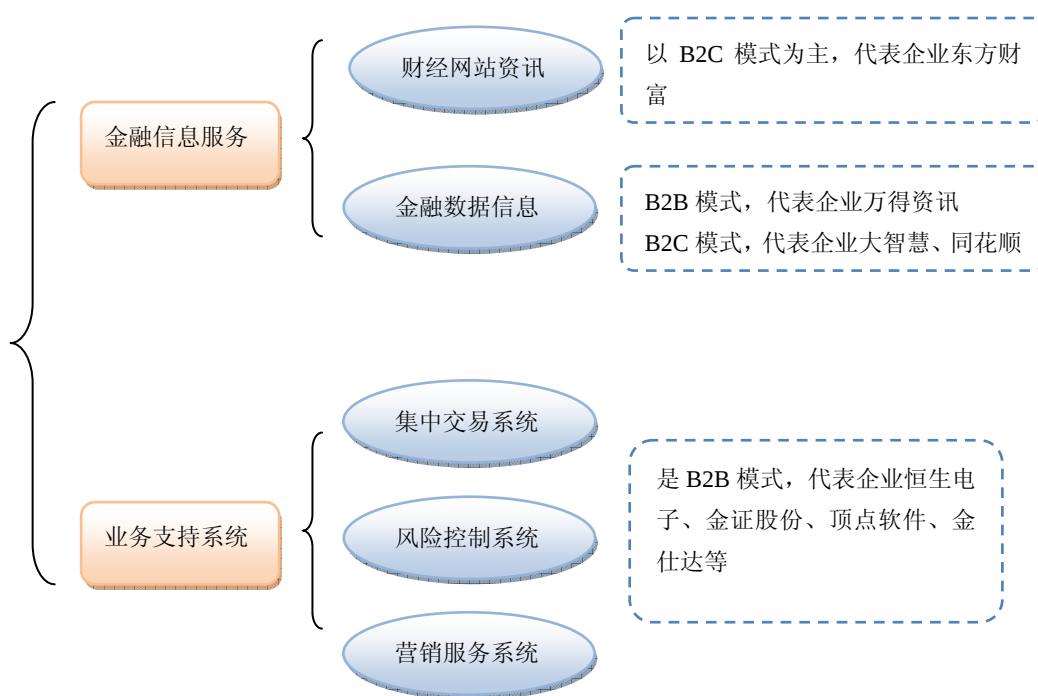


资料来源：德意志银行《2011 年全球经济展望》，BCG《全球财富报告》，中投证券研究所

2.3 财富管理领域软件及服务介绍

财富市场高速增长必将催生软件及服务需求，目前财富管理领域软件及服务可以分为前端和后端两类，前端主要是金融信息服务，包括财经网站资讯服务、金融数据信息服务等；后端主要是业务支持系统，包括集中交易系统、风控系统和营销系统等。

图 8：财富管理领域软件及服务情况一览



资料来源：中投证券研究所

表 1：财富管理领域前后端软件及服务对比

	金融信息服务	业务支持系统
主要作用	解决 what to buy	解决 how to buy
市场空间	09 年国内金融信息市场规模 22 亿元，而全球市场空间高达 1500 亿元，空间广阔。	估计证券、基金的交易系统，风控系统和营销服务系统规模在 5-10 亿元
市场增长	主要是付费金融资讯产品渗透率提高；	系统维护服务费提高；新产品推出；服务专业机构范围的扩大；
用户黏性	产品相对同质化，黏性主要来源于用户习惯；	黏性主要来源于转换成本；
核心竞争力	产品的客户体验；营销能力	系统稳定性；大客户关系管理能力
与资本市场相关性	相对较大	相对较小

资料来源：中投证券研究所

三、传统业务长期看好

3.1 专业投资机构将主导财富管理市场

近年来，我国各类专业投资机构管理资产规模快速增长。截止到 2010 年年 10 月底，基金管理资产总规模超过 3 万亿元，信托业管理资产规模超过 2 万亿，保险业投资资产规模超过 3 万亿，而 2010 年银行理财产品发行规模更是超过了 7 万亿元。

从成熟市场的经验来看，专业投资机构是财富管理市场的主力军。以美国股票市场为例，60 多年来专业投资机构³持股比例不断提高，2008 年末达到 66%，而截止到 2010 年 10 月末，我国各类专业投资机构⁴持股仅占 A 股流通市值的 20%。我们认为，专业投资机构仍有很大的成长空间，随着市场逐步成熟，其将主导财富管理市场。

图 9：美国专业机构投资者持股比例变化

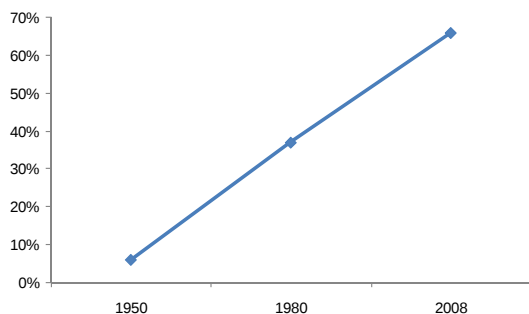
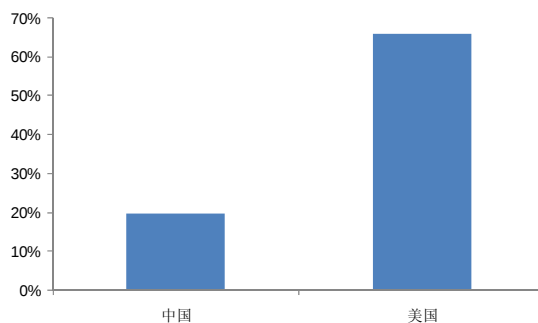


图 10：中美专业机构投资者持股比例



资料来源：Conference Board，上海证券报，中投证券研究所

全球著名市场咨询机构 Burton-Taylor 预测，2010 年国内专业投资机构管理资产约 1.28 万亿美元，资产管理费约 160 亿美元，未来几年随着金融市场的持续发展，到 2020 年专业机构管理资产将达 5 万亿美元，资产管理费约 625 亿美元。

图 11：国内机构管理资产规模(单位：万亿美元)

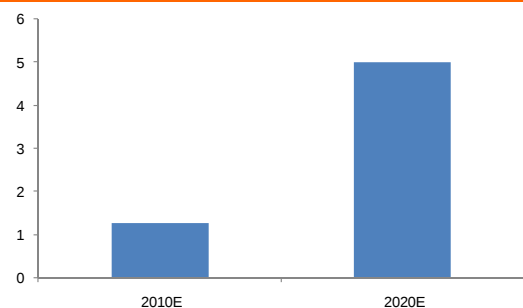
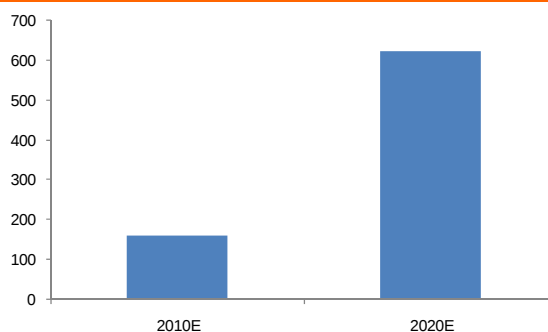


图 12：国内机构资产管理费（单位：亿美元）



资料来源：Burton-Taylor，中投证券研究所

³ 定义为养老保险基金、投资公司、保险公司、银行和基金会

⁴ 定义为基金公司、保险公司、证券公司、合格境外投资者，社保、信托、企业年金

3.2 构筑强大的护城河

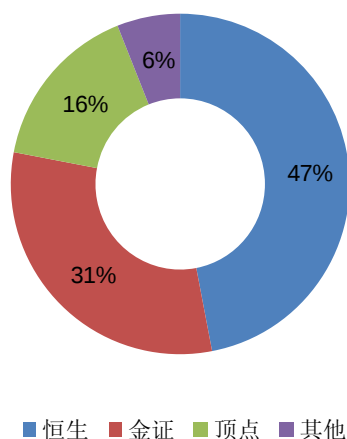
公司以交易系统起家，目前在券商交易系统市场份额约为 47%，基金交易系统市场份额约为 92%，均排名第一。值得注意的是，现任总裁方汉林为公司开发出第一套基金交易软件系统，其后在他领导下的恒生基金事业部成绩出色，使公司长期占据了基金交易系统的垄断地位。

公司致力于提高交易系统的市场份额，以构筑强大的护城河：

基金领域，公司获得了 2010 年所有新设基金公司的整体解决方案订单。

券商集中交易系统领域，公司的产品性能领先于主要竞争对手，10 年以来公司先后从竞争对手处获得了华泰联合证券和中信证券的集中交易系统订单。

图 13: 券商交易系统市场份额



资料来源：中投证券研究所

期货交易系统领域，公司现有客户约 50 家，随着上海期货信息技术有限公司的退出以及主要竞争对手的动荡，公司的市场份额正高速扩张。

保险行业，公司的投资管理系统已覆盖全部保险资产管理公司和部分中小保险公司。

从长期看，阳光私募纳入监管是大概率事件，目前公司相关产品正在私募试用，占据先机。

交易系统是券商、基金等客户的核心系统，对于稳定性要求极高，公司类似流水线的研发流程确保每个研发工程师只负责某一个部分的操作，从而使得系统不会因为个体的水平差异而出现性能的上下起伏，最大限度确保了交易系统的稳定性。客户更换交易系统的潜在人力成本、经济成本和运营风险极高，同时公司人才不断流动到客户方，客观上也有利于公司市场份额的维持。

3.3 以交易系统为平台，有望成为中国的 SunGard

从表 2 可以看出，公司分产品收入包括通用软件销售、定制软件销售、软件服务、系统集成、外购商品销售和房地产销售。

通用软件主要是公司开发的产品化软件，定制软件主要是为券商、基金等客户进行的二次开发，软件服务主要是维护服务收入（券商按照存量合同⁵金额的 10% 左右，基金按照存量合同金额的 15% 左右收取）。

系统集成主要是科技业务和金融领域公司的整体解决方案，外购商品销售主要是硬件代销，房地产销售主要是科技园项目。系统集成和外购商品销售业务由于毛利率偏低，正处于收缩状态；科技园业务非公司战略重点，正逐步让出第一大股东地位。

表 2：公司 2004-2009 分产品收入（单位：百万元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
通用软件销售	50	52	60	167	204	255
定制软件销售	42	36	68	95	141	142
软件服务	22	32	37	47	74	87
系统集成	37	31	37	20	59	59
外购商品销售	116	92	142	238	154	110
房地产销售					32	56

资料来源：公司资料，中投证券研究所

公司在交易系统领域取得垄断地位之后，每年都可以获得相当金额二次开发的合同，同时以此为平台不断推出新产品，一方面增加收入，一方面拉开和竞争对手的差距。软件服务收入因为按照存量合同比例收取，因此随着合同累积而稳步提高。

从产品价格角度，目前我国金融软件仍处于严重低估的状态，价格仅为国外同类产品的 1/5-1/10，我们认为其存在价值回归的过程；

从产品数量角度，目前我国财富管理市场正处于成长阶段，产品广度和深度远不及国外。以国际金融软件巨头 SunGard 为例，其为对冲基金、养老金、资产管理机构、保险公司，银行、资产经纪人、发行商、交易商及一般企业等提供各种解决方案，产品线覆盖面广，产品超过 350 种。

SunGard 是全球最大的交易系统提供商之一，全球超过 20 万亿美元的资金是通过 SunGard 来处理的，仅通过 SunGard 的 GMI 和 Phase3 处理的日交易就超过 700 万笔，纳斯达克买卖盘流量的 70% 是通过 SunGard 系统处理的。SunGard 将其股票、金融衍生品和固定收入订单全球网络解决方案连接起来，构建起全球交易网络 SGN⁶，并以 SGN 为平台整合各种产品，目前多数产品已经

⁵ 存量合同指正在执行的通用软件和定制软件合同

⁶ 目前超过 1900 个资产经理人、650 个发行商和 270 个交易商组成 500 个全球交易终点连接到 SGN

纳入 SGN。

公司正在以交易系统为平台，整合各种产品及服务，前段时间公司与 UBS 合作，将算法交易系统加载于恒生交易系统之上，同时公司 2.0 业务之一的上海聚源产品也将加载于恒生交易系统之上，我们认为这些都只是开始，公司有成为中国 SunGard 的潜质。

2009 年 SunGard 来源于金融领域的收入达 30.68 亿美元，而公司 09 年来源于金融领域仅仅 4.37 亿元人民币，虽然 SunGard 是一家全球性公司，但是考虑到我国财富管理市场广阔的发展前景以及专业机构投资者巨大的成长空间，我们长期看好公司传统业务的发展。

三、新兴业务值得期待

3.1 金融信息服务业空间广阔

近年来，随着国内资本市场高速发展，金融产品逐渐丰富，金融信息服务业市场规模也迅速扩大，行业的盈利模式基本成型，出现了一批代表性的企业。

2009 年金融信息服务业收入 22 亿元，其中来源于财经网站资讯服务和金融数据信息服务的收入分别为 8 亿元和 14 亿元。预计未来几年金融信息服务业将高速增长，2012 年行业规模将达 79 亿元。

图 14：金融信息服务业市场规模（单位：亿元）

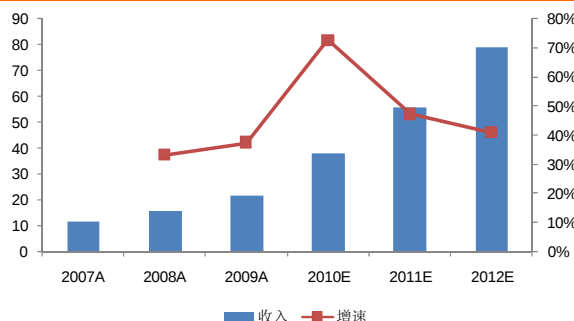
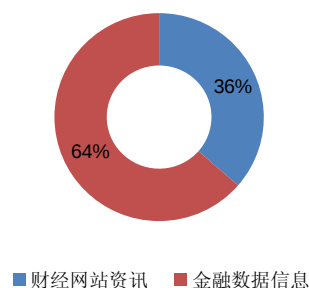


图 15：2009 年金融信息服务分类



资料来源：大智慧招股书，艾瑞咨询，中投证券研究所

3.2 积极布局金融信息服务领域

在建立后端业务支持系统领域优势的同时，公司正在积极布局前端金融信息服务领域，公司将致力于成为财富管理的挖掘机，帮助投资者解决 what to buy，实现财富管理价值的最大化。

在财经网站资讯服务领域，公司推出了数米基金网和推哦网，数米基金网是面向个人基金投资理财的门户网站，拥有 230 多万注册用户，推哦网是一个专业的投资理财微博社区，拥有注册用户超过 50 万。目前这些业务在公司的互联网事业部，尚处于投入阶段，预计 11 年将开始产生收入。

公司 10 年通过收购上海聚源进入金融数据信息服务领域。公司对于上海聚源实行一种松散式⁷的管理，目前聚源终端已经开始销售，获得订单超过千万，虽然聚源终端被加载进恒生交易系统，但是两者的技术架构不同，我们预计未来将会有更加成熟的产品推出。

⁷ 上海聚源由原有的人员在进行经营管理，人数在 100 左右

图 16: 聚源终端登陆界面



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 17: 推哦网截图



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 18: 数米基金网截图



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

3.3 聚源终端机遇大于挑战

在 B2B 终端金融数据信息服务领域，国际市场领先者是彭博，2009 年彭博在全球拥有 29.5 万个终端用户，以每个终端用户年费 2 万美元计算，终端收入约 59 亿美元；国内市场的领先者是 Wind 资讯，Wind 目前在国内专业投资机构终端占有率最高，据《创业家》杂志报道，Wind 资讯 2009 年拥有约 5 万终端用户，收入近 3.5 亿元，净利率在 70%⁸以上。

我们认为，收购上海聚源是公司在资讯系统领域的布局，目前聚源与 Wind 无论在人员数量⁹、产品的质量和销售服务团队的建设上都差距明显，终端资讯产品的成功需要精益求精改善产品，努力不懈服务客户，这些正是彭博和 Wind 成功的秘诀，聚源在完善产品性能，提高产品用户界面友好性，建立一只对于客户需求和自身产品都有深刻理解的销售服务团队上都需提高。

我们判断 Wind 的领先地位短期内难以撼动，例如同花顺也已经推出类似产品，但是只能先向外围投资者¹⁰进行推广，而公司在财富管理后端交易系统领域拥有很高的市场占有率，这给了聚源终端天然的推广平台。

彭博只用了 20 年左右的时间，就超越了汤森、路透¹¹等企业，正是由于其推出的终端系统能够使用户更加方便的查阅和分析实时金融市场数据以及进行金融交易，这证明后发者同样存在机遇。

2009 年汤森路透的终端系统销售也超过了 30 亿美元，这说明终端系统并非完全的替代关系：据了解，彭博在债券市场资讯及股票分析等领域优势明显，而路透则在外汇市场上一直占据绝对优势，且受益于强大的新闻采编力量，其资讯也更为丰富，在经济繁荣时，不少欧美客户都在同时购买路透和彭博的终端系统。

综上所述，我们认为聚源终端机遇大于挑战。

8 未经 Wind 证实，存在一定的争议

9 据了解 Wind 目人数在约 1000 人

10 学校、政府等外围机构

11 2008 年汤森与路透合并为汤森路透

四、天时、地利、人和

4.1 天时：财富管理市场才刚刚起步，混业经营带来机遇

如前所述，我国财富管理市场才刚刚起步，金融交易品种、资产管理规模、专业投资机构等仍然有很大的发展空间。

同时随着银行业改革的推进，金融机构混业经营是趋势。其优势包括形成规模效应以降低成本和分散风险，以及有利于金融创新，平安集团的成功是很好的印证。

混业经营涉及银行、证券、保险、基金、信托等业务，要以财富管理为核心，为客户提供从储蓄、消费信贷、抵押贷款到证券、保险、信托、基金、财务咨询、资产管理等一站式金融服务，以实现交叉销售带来的经营协同效应，建立统一的 IT 系统是基础。公司在以财富管理为核心的大金融领域 IT 系统建设方面优势明显，参与了平安集团各块业务的 IT 系统建设。我们认为，混业下金融企业的 IT 投资能力、IT 建设及后续服务的需求都大大增强，这对于公司而言是个机遇。

图 19：平安一账通截图



资料来源：中国平安网站，中投证券研究所

4.2 地利：以交易系统为基，收购在财富管理细分市场领先的公司

如前所述，公司正在以交易系统为基础构筑强大的护城河。财富管理市场正面临着历史性的发展机遇，我们认为财富管理软件及服务行业将迎来产业整合的浪潮，在这一浪潮中，只有并购者和被并购者两个阵营，SunGard 的发展或许可以给公司带来启示。

SunGard 是一个金融 IT 联邦，在业内以并购而闻名，其成立以来先后收购了 100 多家企业，并且通过技术专业公司 MINT 对于这些企业旗下的产品进行了整合。SunGard 通过并购成为全球最强大的金融 IT 企业之一，在 2010 年 finTech 全球百强排名中高居第二。

表 3：近年来 SunGard 金融领域收购一览

时间	公司名称	主要业务
2006	System Access Limited	针对银行的后台交易处理、前端多渠道传递、银行卡管理和支付解决方案。
2006	Trax	为银行和跨国公司提供现金管理解决方案
2006	Integrated Business Systems, Inc.	为对冲基金提供投资组合管理、交易支持，会计核算及投资者报告等整体解决方案
2006	复旦金仕达	证券、银行和期货领域的软件开发、网络集成以及技术服务等综合性服务
2006	Automated Financial Systems Corporation	为零售经纪行业提供定制化前端解决方案，基于浏览器提供账户管理、交易、工作流程、市场数据和投资组合管理等服务。
2007	Maxim Insurance Software Corporation	为保险行业提供保单计费及收款系统
2007	Aceva Technologies	应收款管理软件解决方案
2007	Energy Softworx	为能源领域提供能源交易和风险管理组合、燃料管理等解决方案
2007	Finetix LLC	为全球金融机构及定制交易、风险管理及电子商务解决方案。
2007	GTI Consultants	为法国企业提供金融 IT 咨询
2007	ASTEC Group	提供证券融资，抵押贷款和转型经济体等领域的资讯和分析
2007	DSPA Software Inc	为寿险行业提供销售管理、薪酬管理等解决方案。
2008	Advanced Portfolio Technologies, Inc	为组合资产管理者，对冲基金，养老基金，经纪商/交易商、自营商等提供风险管理和组合优化软件
2008	GL TRADE	为全球客户提供交易解决方案
2009	Genix Systems AG	瑞士私人银行解决方案提供商
2009	ICE Risk Solution	商品交易风险的解决方案提供商
2010	Inmatrix	为全球银行提供信贷风险分析和商业预测解决方案
2010	Fox River Execution	提供基于股票和 ETF 的算法交易解决方案
2010	Mindwell	为瑞典公司提供金融技术咨询服务

资料来源：SunGard，中投证券研究所

之前公司通过收购上海力铭进入银行票据 IT 应用领域，通过收购上海聚源进入金融数据信息服务领域，都是在并购方面的尝试。通过和公司高管交流，我们认为公司非常看好国内财富管理市场的发展前景，将继续收购在财富管理细分市场领先的 IT 公司，以获取新技术、新产品和新渠道，从而为客户提供全面的财富管理软件和服务。

4.3 人和：更加完善的激励机制或是下一个周期的成功关键

回顾恒生的历史，我们发现公司最初由新利软件的 8 位中层创立¹²，恒生的多数创始人已退居二线成为公司股东，目前核心团队（一线高管、核心技术人员和销售人员）不少都没有股权，我们认为能否进一步推出股权激励计划，对于公司未来发展至关重要。

¹² 新利是老牌金融软件提供商，8 位中层选择离开新利与股权激励有关，资料来源：21 世纪经济报道

五、盈利预测与投资建议

表 4：分业务收入及毛利率预测（单位：百万元）

		2009A	2010E	2011E	2012E
证券业务	营业收入	172	326	538	780
	同比增长率		90.0%	65.0%	45.0%
	毛利率	87.6%	85.0%	85.3%	85.5%
基财业务	营业收入	146	212	307	430
	同比增长率		45.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	93.5%	95.0%	95.5%	95.8%
银行业务	营业收入	120	108	124	136
	同比增长率		-10.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	94.1%	93.0%	93.2%	93.6%
科技	营业收入	138	152	160	168
	同比增长率		10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	营业收入	148	156	179	242
	同比增长率		5.0%	15.0%	35.0%
	毛利率	60.4%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	营业收入	724	954	1308	1756
	同比增长率		31.7%	37.2%	34.3%
	毛利率	70.5%	72.9%	76.4%	78.4%

资料来源：中投证券研究所

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.43、0.59 和 0.85 元。公司未来 3 年净利润复合增长率超过 40%，按照 2011 年 40 倍 PE，未来 6-12 个月目标价 23.6 元，给予公司强烈推荐的投资评级。

六、风险提示

计算机板块整体估值溢价下行风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	939	990	1383	1973	营业收入	730	954	1308	1756
现金	491	398	694	1163	营业成本	214	259	309	379
应收账款	70	107	137	171	营业税金及附加	21	25	35	49
其它应收款	10	23	29	33	营业费用	131	162	235	316
预付账款	2	3	3	4	管理费用	215	281	392	500
存货	297	386	446	528	财务费用	-2	-1	-2	-8
其他	67	73	73	73	资产减值损失	3	3	0	0
非流动资产	399	553	621	689	公允价值变动收益	12	-6	0	0
长期投资	197	247	292	342	投资净收益	25	25	15	10
固定资产	97	107	121	129	营业利润	185	244	353	529
无形资产	18	47	53	61	营业外收入	48	63	67	76
其他	86	152	155	156	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1337	1543	2004	2662	利润总额	233	306	419	604
流动负债	356	313	394	507	所得税	23	29	41	60
短期借款	0	0	0	0	净利润	210	277	378	544
应付账款	95	78	93	133	少数股东损益	4	6	8	11
其他	261	235	302	374	归属母公司净利润	206	271	371	533
非流动负债	57	57	58	60	EBITDA	198	255	366	538
长期借款	52	52	52	52	EPS (元)	0.46	0.43	0.59	0.85
其他	5	5	6	8					
负债合计	413	370	452	567	主要财务比率				
少数股东权益	116	122	129	140	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	446	624	624	624	成长能力				
资本公积	57	57	57	57	营业收入	9.1%	30.7%	37.2%	34.3%
留存收益	306	376	747	1280	营业利润	82.4%	31.4%	45.0%	49.8%
归属母公司股东权益	808	1052	1423	1955	归属于母公司净利润	53.3%	31.9%	36.8%	43.6%
负债和股东权益	1337	1543	2004	2662	获利能力				
					毛利率	70.7%	72.9%	76.4%	78.4%
					净利率	28.2%	28.4%	28.4%	30.3%
					ROE	25.4%	25.8%	26.1%	27.2%
					ROIC	104.1	61.4%	80.6%	112.3%
					偿债能力				
					资产负债率	30.9%	23.9%	22.6%	21.3%
					净负债比率	18.66	14.61%	11.50	9.18%
					流动比率	2.64	3.17	3.51	3.89
					速动比率	1.80	1.93	2.37	2.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.66	0.74	0.75
					应收账款周转率	9.15	8.08	8.02	8.54
					应付账款周转率	3.45	3.00	3.63	3.37
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.33	0.43	0.59	0.85
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.16	0.59	0.86
					每股净资产(最新摊薄)	1.30	1.69	2.28	3.13
					估值比率				
					P/E	51.30	38.89	28.43	19.80
					P/B	13.05	10.03	7.41	5.39
					EV/EBITDA	50	39	27	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长。

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434