

财富管理刚上路, 2.0 恒生更精彩

民生精品---深度研究报告/计算机及信息服务业

2011 年 09 月 07 日

报告摘要:

● 公司基因优良, 有望走出国内软件企业难以做大的困境

公司基因优良, 具备长大的基础: 1) 处于行业领先地位, 定价能力较强; 2) 依托 1.0 优势切入 2.0 业务, 从 B2B 到 B2 “C”, 市场空间广阔; 3) 产品化经营, 逐渐走出国内大部分软件企业必须依靠加人才能增长的困境。

● 中国迎来财富管理时代, 金融信息化企业将显著受益

国内财富规模快速提升, 积累速度超过了经济的增长速度, 财富管理迎来中国时代。国内投资渠道较窄, 在地产调控和通胀高企的背景下, 私人财富可能会更多地流入资本市场。国内金融改革进入密集期, 未来资本市场容量将不断放大。另外, 随着人力成本的上升和企业竞争压力的增加, 金融业信息化投资比重将逐步提升。

● 资本市场不断扩容, 1.0 仍大有可为

- 1) 证券业务是最大亮点, 预计未来几年增速在 40% 以上。依托核心交易系统, 公司将承接大量外围系统, 同时有望打破竞争僵局, 盈利能力大幅提升。
- 2) 受益东南融通危机, 银行业务值得期待。国内综合理财业务高速增长, 东南融通被勒令退市将一定程度改善公司竞争环境, 公司市场份额有望提升。
- 3) 基财主要看客户领域的拓展, 仍将较快增长。受益于行业领先地位和基金公司新一轮大扩容, 公司来自公募基金的收入仍将稳定增长。财富管理蓬勃发展, 保险、信托和私募等新客户的开拓将有助于公司基财业务重回快速增长轨道。

● 聚源承上启下, 打开市值上升通道, B2 “C” 成就王者之路

从交易系统切入金融信息服务领域, 公司的市场天地更加广阔。依托交易领域的超强竞争力, 聚源取得突破是大概率事件, 有望再造一个恒生。高投入换来高产出, 预计聚源今年收入将达到 5000 万, 明年有望实现盈亏平衡。

2.0 业务有望提升人均产出。2.0 进取中带有稳健, 预计明年亏损额将大幅缩小。从机构客户到机构中的个人客户, 再到个人客户, B2 “C” 有望成就公司王者之路。

● 重申“强烈推荐”评级, 6 个月目标价 18.2 元

我们看好公司行业领先地位的不断加固和财富管理爆发给公司带来的巨大机遇。维持前期盈利预测, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45、0.63 和 0.87 元, 对应 PE 为 32、23 和 17 倍。我们把 1.0 和 2.0 业务分开估值, 两者的合理价值分别 109 和 5 亿, 合理总市值为 114 亿元, 合理股价为 18.2 元, 对应 2011 年 PE 为 40x。

● 催化剂

新产品发布、第三方基金销售牌照发放

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	867	1,129	1,489	1,935
增长率(%)	18.85%	30.17%	31.86%	30.01%
归属母公司股东净利润(百万元)	219	280	393	543
增长率(%)	6.35%	27.85%	40.71%	37.94%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.63	0.87
PE	41.19	32.22	22.90	16.60

资料来源: 民生证券研究所

本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

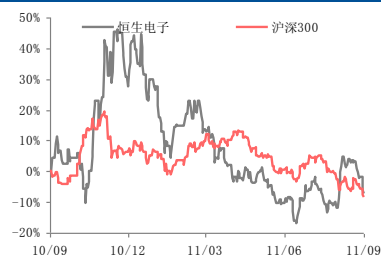
维持

合理估值: 18.2 元

交易数据 (2011-09-06)

收盘价	14.44
近 12 个月最高/最低	23.69/12.8
总股本(百万股)	623.75
流通股本(百万股)	623.75
流通股比例%	100.00
总市值(亿元)	90.07
流通市值(亿元)	90.07

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 尹沿技

执业证书编号: S0100511050001

电话: (8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

联系人: 沈海兵

电话: (8621)68885169

Email: shenhaibing@mszq.com

相关研究

《转融通征求意见稿出台点评: 资本市场进入改革密集期, 投资机会凸现》2011/8/22

《恒生电子 2011 年半年报点评: 1.0 仍大有可为, 聚源打开市值上升空间》2011/8/29

目录

引言——不走寻常路，本土软件企业的破茧之旅.....	3
一、中国迎来财富管理时代，金融信息化企业将显著受益.....	4
（一）财富规模快速提升，财富管理迎来中国时代.....	4
（二）金融改革进入密集期，资本市场充分受益财富管理.....	5
（三）金融信息化投资比重将逐步提高.....	6
二、核心系统的领先优势是看好公司的核心基础.....	6
（一）依托行业领先地位转移成本，甚至价值回归.....	7
（二）平台价值初显，向金融 IT 综合服务提供商转型.....	7
三、资本市场不断扩容，1.0 仍大有可为.....	8
（一）证券业务是最大亮点，预计未来几年增速在 40%以上.....	8
（二）受益东南融通危机，银行业务值得期待.....	10
（三）基财主要看客户领域的拓展，仍将较快增长.....	12
四、聚源承上启下，打开市值上升通道.....	12
（一）从交易系统到金融信息服务，市场天地更加广阔.....	12
（二）从交易向资讯相对容易，看好 2.0 第一站取得突破.....	13
（三）高投入换来高产出，明年有望实现盈亏平衡.....	13
（四）以互联网的视角看待聚源的市场价值.....	14
五、2.0 思路清晰，B2“C”成就王者之路.....	14
六、盈利预测与估值.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

引言——不走寻常路，本土软件企业的破茧之旅

2011年8月10日，一个值得纪念的日子，这一天苹果超越埃克森美孚，成为全球市值最高的上市公司；美国前十大市值公司中，科技股占据5席。而国内市值最大的软件公司用友市值只有188亿，不到苹果的1%。我们不禁感慨，中国软件企业为什么难以做大，到底缺少什么样的基因？

表 1: 苹果市值全球最高，美国前十大市值公司中 5 个是科技股

排名	公司	总市值(亿美元)	总市值(亿人民币)	所属行业
1	APPLE INC.	3370	21538.34	信息技术
2	EXXON MOBIL	3310	21154.87	采掘
3	MICROSOFT	2030	12974.14	信息技术
4	IBM	1940	12398.93	信息技术
5	CHEVRON	1810	11568.07	采掘
6	GOOGLE	1780	11376.34	信息技术
7	P&G	1710	10928.95	消费品
8	BERKSHIRE HATHAWAY	1680	10737.22	金融
9	WAL-MART STORES	1680	10737.22	零售
10	AT&T	1650	10545.48	信息技术

资料来源: bloomberg, 民生证券研究所 (注: 公司市值以 8 月 10 日收盘价为基准)

回想一下本土软件企业都给我们哪些印象，我们也许能获得一些答案：

- 1) 客户集中度较高，相当一部分企业服务客户的政府色彩比较浓厚，行业竞争格局比较分散，软件公司在谈判中议价能力较弱；
- 2) 大部分企业都是做行业应用，也就是做 B2B 业务。一方面市场空间比较有限，另一方面技术难度较低，壁垒主要是行业经验；
- 3) 经营模式以承接项目为主，卖标准化软件产品的企业很少。技术复用率低，呈现劳动密集型企业特征，发展到一定规模又会遭遇管理瓶颈。

表 2: 国内软件公司以行业应用为主，难以做大

公司名称	市值(亿人民币)	所处行业
用友软件	188	ERP、财务软件
软控股份	151	轮胎、化工
四维图新	130	GIS
东软集团	115	电信、政务、金融、医疗等
神州泰岳	119	电信
石基信息	93	餐饮酒店
东华软件	114	金融、电力水利、政务、电信等
大智慧	99	金融
科大讯飞	87	语音、电信
广联达	97	建筑
97 年苹果	173	大众消费

资料来源: wind, 民生证券研究所 (注: 国内公司市值以 9 月 6 日收盘价为基准)

这些不良基因使得中国软件公司难以做大，我们在“哀其不幸”的同时更多的是“怒其不争”。那中国还有没有能“争一争”，或者说基因比较“另类”的软件企业？茫茫黑夜中，恒生让我们看到了点点亮光：

- 1) 处于行业领先地位，定价能力较强；
- 2) 依托 1.0 优势切入 2.0 业务，从 B2B 到 B2 “C”，市场空间广阔；
- 3) 产品化经营，逐渐走出国内大部分软件企业必须依靠加人才能增长的困境。

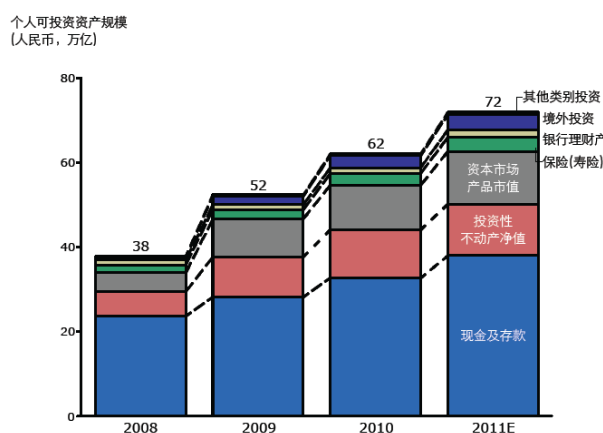
优良基因使恒生具备了发展壮大的基础，而国内财富管理市场的爆发则为其提供了良好的外部环境，我们看好公司走出与国内大部分软件企业不同的道路，成为有国际竞争力的企业。恒生破茧而出，投资价值显著：1)；。

一、中国迎来财富管理时代，金融信息化企业将显著受益

(一) 财富规模快速提升，财富管理迎来中国时代

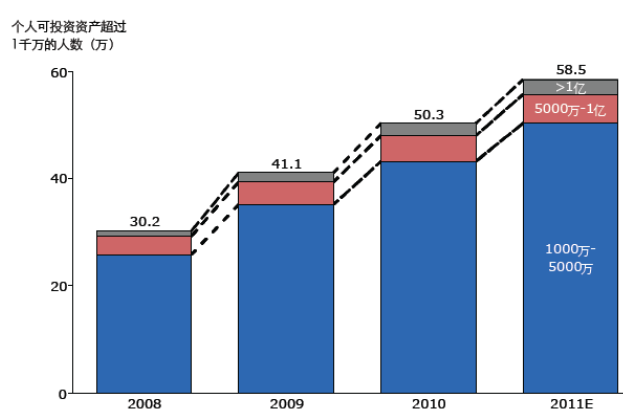
在国民消费需求被一定程度压制的背景下，国民财富的积累速度超过了经济的增长速度。根据招商银行和贝恩公司今年联合发布的报告，2010 年中国个人总体持有的可投资资产规模达到 62 万亿元人民币，较 2009 年末同比增长约 19%，最近 3 年的复合增长率超过 25%。预计 2011 年中国的个人可投资资产总体规模将达到约 72 万亿元。2010 年，国内高净值人群（个人资产超过 1000 万）有 50.3 万人，预计 2011 年将达到 59 万人左右。高净值人群持有的个人可投资资产规模增速超过国内整体，高净值人群拥有的财富占全国的比重略有上升，从 2008 年的 23% 上升到 2010 年的 24%，预计 2011 年有望增加到 25%。

图 1：国内个人可投资资产规模快速增长



资料来源：2011 中国私人财富报告，民生证券研究所

图 2：国内高净值人群数量大幅增长



资料来源：2011 中国私人财富报告，民生证券研究所

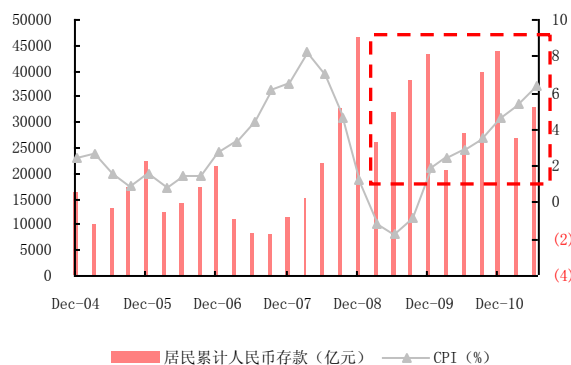
财富规模不断扩大，高净值人群数量和财富总量增速更快，中国迎来财富管理时代。从世界经验来看，当人均 GDP 超过 3000 美元，就开始有财富管理概念。中国目前人均 GDP 已

经超过 4000 美元，财富管理意识越来越强。受益于房地产市场火爆以及创业板开通，中国高净值人群数量和财富总量快速增长，而这类人正是最需要专业机构帮助理财投资的。中国高净值人群持有财富已经超过 15 万亿人民币，专业投资机构管理资产规模快速增长也从侧面说明中国迎来了财富管理时代。截止到 2011 年 6 月底，基金公司资产净值超过 2.3 万亿元，信托业管理资产规模超过 3.7 万亿，保险业投资资产规模超过 3.5 万亿，而 2010 年银行理财产品发行规模更是超过了 7 万亿元。

(二) 金融改革进入密集期，资本市场充分受益财富管理

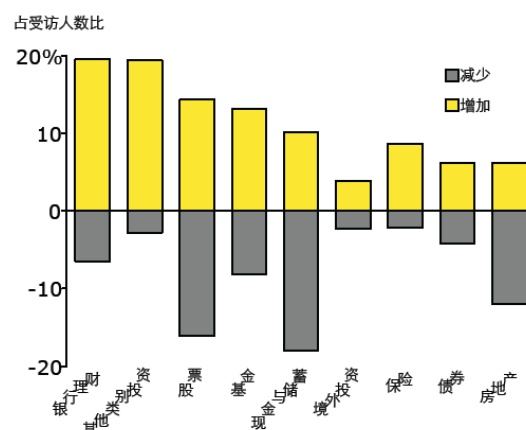
国内投资渠道较窄，在地产调控和通胀高企的背景下，私人财富可能会更多地流入资本市场。在国内，财富的投资渠道主要有银行存款、债券、股票、外汇、房地产和艺术品等，而艺术品投资门槛较高，最大众的渠道其实也就是银行、房地产和资本市场三类。最近两年通胀高企，实际利率长期为负，存款余额基本没有增长，未来随着通货膨胀中枢的上移，银行储蓄的投资比重还会继续下降。另外，房地产调控长期化，投资房地产的风险加大，选择投资房地产的比重也会显著下降。在投资渠道较窄的大背景下，财富很可能更多地选择流入资本市场。权威机构的研究结果显示，2008-2010 年资本市场产品市值的年均复合增长率约为 55%，以阳光私募、私募股权为代表的其他类别投资 2008-2010 年年均复合增长率更是达到 100%。

图 3: 通胀上升背景下，银行存款基本不增长



资料来源: wind, 民生证券研究所

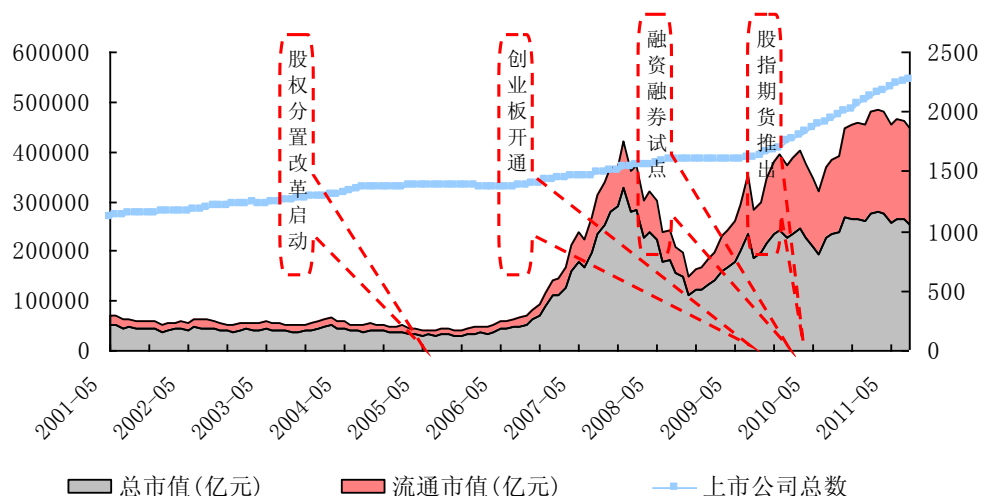
图 4: 财富趋向流入资本市场



资料来源: 2011 中国私人财富报告, 民生证券研究所

金融改革进入密集期，资本市场容量将不断放大。2005 年股权分置改革之后，中国资本市场改革的进程加速，创业板开通，股指期货推出，融资融券开始试点，国际板也渐行渐近。“十一五”是我国资本市场改革力度大、克服困难多的五年，但也是资本市场发展最快的五年。虽然近几年改革比较密集，但国内资本市场无论是深度还是广度跟发达国家相比差距仍然很大，总体上仍处于探索阶段。未来几年金融市场改革仍会密集推进，包括完善市场融资结构，大力发展公司债券市场，建立多层次的资本市场以及培育金融衍生品的自主创新机制等。**金融市场改革的不断深化将丰富投资品种，逐步实现风险偏好的全覆盖，资本市场的吸引力和容量将大幅提升。**

图 5：金融改革不断扩大资本市场容量

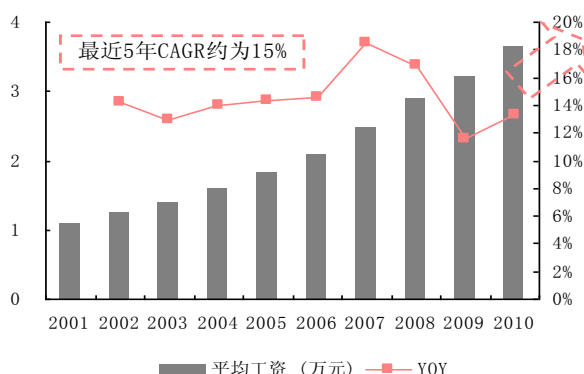


资料来源：wind，民生证券研究所

（三）金融信息化投资比重将逐步提高

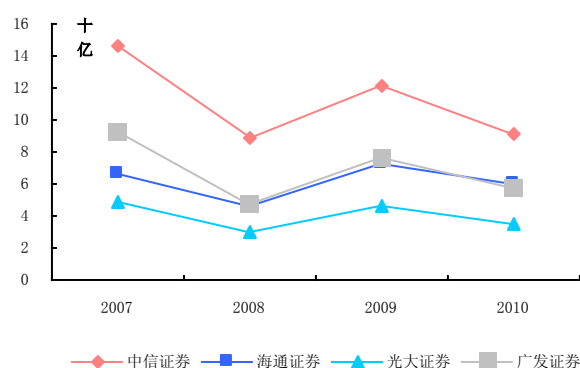
随着人力成本的上升和企业竞争压力的增加，金融业信息化投资比重将逐步提升。我国正逐步迈入老年社会，伴随刘易斯拐点的出现，人口红利将逐渐消失，劳动力成本在未来一个时期延续上升趋势是大概率事件，而信息化投资是缓解人力成本压力的重要手段。证券业竞争加剧，交易佣金率的下滑就是一个重要体现，竞争压力下企业也会增加信息化投入。国内金融业信息化投资比重还是比较低的，以证券业务为例，目前恒生证券业务收入在券商收入中占比尚不足 2%，而美国的水平估计在 6%左右。此外，目前国内软件售价明显偏低，软件的价值回归也将提升信息化投资比重。

图 6：人力成本快速上升加快企业信息化建设步伐



资料来源：IDC，民生证券研究所

图 7：证券行业竞争加剧，经纪业务下滑明显



资料来源：2011 中国私人财富报告，民生证券研究所

二、核心系统的领先优势是看好公司的核心基础

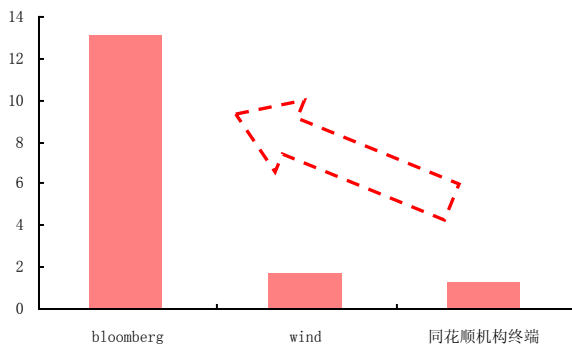
经过多年的积累，公司 1.0 业务的竞争力不断增强，核心系统的领先优势非常明显。目前，

公司基金投资交易系统的市场份额达到 94%，证券集中交易系统市场份额也接近 50%，预计，随着经纪业务 2.0 的推广使用，证券集中交易系统的市场份额将继续提升。我们认为，**核心系统的领先优势是公司发展壮大之根本**：

（一）依托行业领先地位转移成本，甚至价值回归

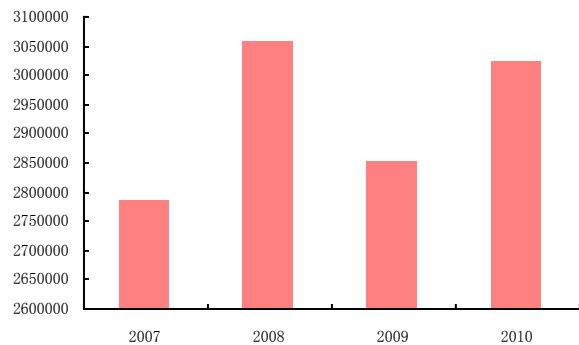
优异的产品品质和领先的行业地位是公司定价能力的基础。软件等智力产品在中国的市场价格还相对偏低，随着国际化进程以及客户对智力产品价值认识的提升，软件产品价格有望提升。对恒生而言，公司客户更重视金融 IT 产品的性能和稳定性，对产品价格的敏感性相对要低。公司给金融客户创造了很多剩余，仅证券和基金就超过千亿，这使公司产品提价成为可能。我们判断，在人力成本不断上升的背景下，依托行业领先地位，公司有望逐步从成本定价向价值定价转变，不仅能够“成本转移”，甚至有可能分享客户剩余，走“价值创造”之路。

图 8：国内软件价格非常便宜



资料来源：公开资料，民生证券研究所

图 9：基金每年管理费约 300 亿



资料来源：wind，民生证券研究所

（二）平台价值初显，向金融 IT 综合服务提供商转型

公司在核心系统的领先地位，保证了公司在券商和基金行业作为信息化平台的价值。基于核心系统，公司可以自行开发一些外围系统、可以通过收购切入其他业务领域，还可以与其他企业合作发挥渠道价值。我们认为，**长远来看，公司的产品线将不断丰富，向金融 IT 综合服务提供商转型。**

公司产品线的丰富主要包括以下三种途径：

1) **自行开发外围系统，与核心系统对接。**这是公司成立以来最常用的业务拓展路径。包括基于集中交易系统的多银行第三方存管业务、融资融券业务以及统一清算业务，包括基于投资管理系统的风控控制与绩效评估系统、投资数据中心以及资金清算系统等。

2) **对不熟悉且有吸引力的领域，通过收购切入。**收购聚源切入金融信息服务领域就是最好的例证。公司之所以敢于收购聚源，就是看到了聚源与交易系统的协同效应，聚源获得成功

的可能性较大。2010 年 1 月，公司花费 5903 万元，以 147 倍的市盈率收购聚源 99.975% 的股权。公司之所以愿意花大价钱收购聚源，就是看好金融信息服务广阔的市场空间。收购是最快的扩张路径，但需要发挥业务之间的协同性，更考验公司的管理能力。

3) 与其他企业合作，发挥渠道价值。2010 年推出的算法交易其实就是与 UBS 合作的产物，公司的渠道价值得到体现。公司联合 UBS 开发了恒生统一部署式算法交易系统，在恒生 O32 系统中，可以直接选择使用 UBS 的各类算法交易模型，设置算法交易的参数，由算法交易服务器自动完成交易的过程。未来，随着国外金融企业大举进入国内市场，公司的渠道价值能够得到更大程度发挥，有望成为他们在证券和基金行业的首选合作伙伴。

上文提到三种途径都能丰富公司产品线，但对公司的重要性还是有所区别。出于管理和控制力的需要，自行开发仍然是公司丰富产品线的主要手段。但是公司自身的研发能力毕竟有限，在金融创新的大潮中，只有通过收购与合作等途径才能够最大程度利用金融创新成果。我们认为，从长远来看，收购与合作在公司经营中扮演的角色将越来越重要。公司核心系统竞争优势明显，平台价值初显，有望成为金融 IT 综合服务提供商。

三、资本市场不断扩容，1.0 仍大有可为

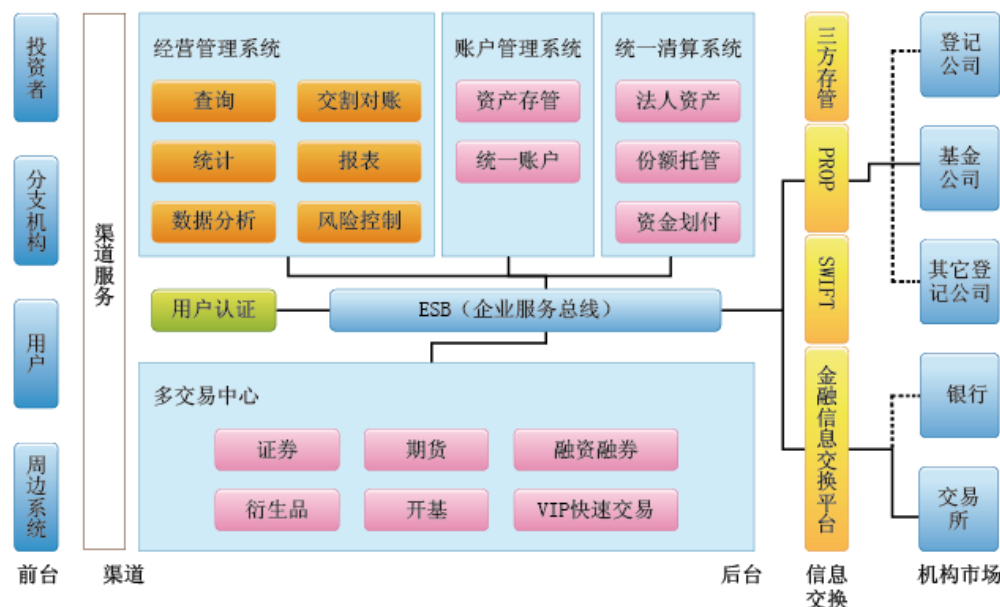
(一) 证券业务是最大亮点，预计未来几年增速在 40% 以上

正如前文所述，最近几年中国资本市场进入改革密集期，国内证券公司的业务范围和经营环境都出现了重大变化。经纪业务不再一家独大，直投业务、投资顾问业务、融资融券业务以及转融通业务都在有序的开展与推进。金融创新正逐步改变原来券商靠天吃饭的格局，券商行业的竞争逐渐加剧。无论是满足业务创新需要还是应对竞争压力，证券行业信息化需求都将显著增加。进一步考虑行业竞争格局，我们认为资本市场的变革对公司有两大意义：

1) 依托核心交易系统承接大量外围系统；

未来 2-5 年券商将迎来更替核心交易系统的机会，我们看好“恒生经纪业务运营平台 2.0”在竞争中胜出，更关注交易系统带来的其它业务机会。经纪业务 2.0 率先采用了松耦合的系统结构，彻底实现了账户管理、交易管理、清算系统和经营管理的松耦合，系统性能大幅提高 10 倍以上，产品至少领先竞争对手两年时间。交易系统的领先优势有助于公司获得外围系统订单。

图 10：松耦合的系统结构，至少领先对手 2 年



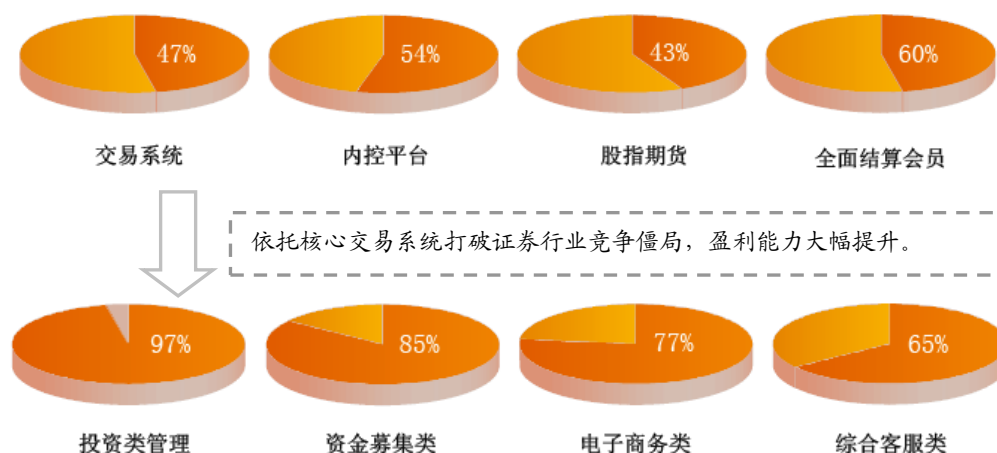
资料来源：公司网站，民生证券研究所

就具体业务而言，预计基于集中交易系统的多银行第三方存管业务和融资融券业务将会获得更多机会。转融通的出台可能会加快券商融资融券系统建设进程，公司也有望获得更多的市场份额。另外，在中国进入财富管理时代的大背景下，一方面证券公司资产管理业务将遍地开花，另一方面证券公司经纪业务也有望迎来黄金发展期。去年已经有 7 家证券公司采购了 O32 投资管理系统，未来还会不断有其他券商采购。公司也已经推出投资顾问产品，目前正在一些券商试用，预计明年会贡献收入。

2) 打破竞争僵局，盈利能力大幅提升

虽然最近几年公司在证券行业交易系统的市场份额逐步提升，但公司与金证的均势竞争格局并没有质的改变。恒生经纪业务运营平台 2.0 的问世对公司具有战略意义，竞争僵局有望被打破。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，尤其是后者的突破充分说明产品性能的优越性。借助未来 2-5 年券商更替核心交易系统的机遇，公司的市场份额有望突破 50%，并进一步提高，行业话语权得到大幅提高。我们看到，虽然证券业务的收入规模已经超过基财业务，但盈利能力差距还是很大。在产品和服务较为相似的情况下，恒生证券业务的毛利率显著低于基财业务。就服务费比例而言，目前证券业务约在 7%-8%，而基财业务接近 20%，未来还有很大的提升空间。我们看好公司依托经纪业务 2.0 打破证券行业竞争僵局，由此带来话语权和盈利能力的大幅提升。

图 11: 依托核心交易系统打破证券行业竞争僵局

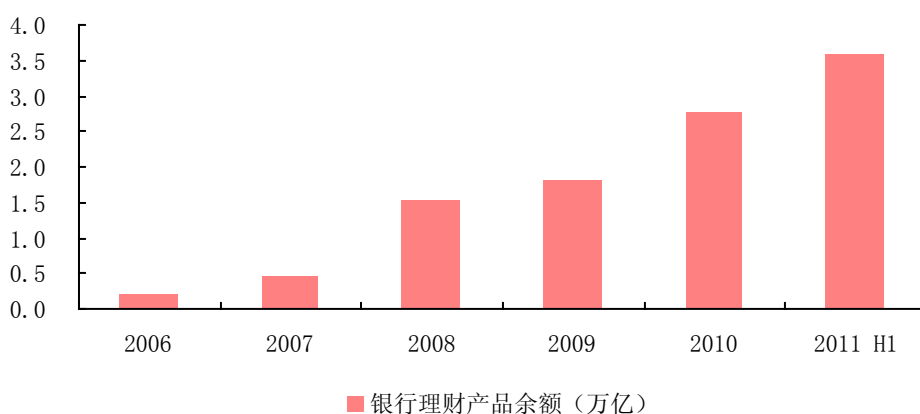


资料来源：公司网站，民生证券研究所

(二) 受益东南融通危机，银行业务值得期待

银行信息化需求稳步增加，综合理财业务高速增长。在财富管理的大背景下，作为财富管理的一个重要组成部分，银行理财产品最近几年增速较快。近年来，随着银根收紧，银行业的综合理财业务更是高速增长。此外，中间业务平台、银银平台、人行二代支付、票据业务升级等需求也非常旺盛。公司银行业务收入主要来源于理财业务，将显著受益于需求的急剧膨胀。银行业的需求还是比较旺盛的。

图 12：银行理财产品规模高速扩张



资料来源：wind，民生证券研究所

东南融通被勒令退市，公司竞争环境得到一定程度改善，市场份额有望提升。东南融通曾经是国内领先的金融 IT 综合服务提供商，在银行信息化领域市场排名第一。由于东南融通的未来存在较大不确定性，而有些银行非常关注后续服务问题，业内其他企业可能会获得更多的业务机会。我们预计，公司将受益于东南融通危机，在现金管理、支付等相关领域将获得更多的业务机会。

表 3: 东南融通危机将给公司部分业务带来更多机会

东南融通	恒生电子
渠道及渠道整合	财富管理产品线
信贷业务	财资管理产品线
商业智能.数据服务	同业合作产品线
商业智能.应用服务	服务渠道产品线
支付清算	前置/支付产品线
内控管理	测试服务产品线
核心业务	
商业智能.数据治理	
客户关系管理	
国际业务	
风险管理	
支持管理	

资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

银行事业部产品线将不断丰富, 产品性能将不断提高, 收入也将较快增长。现阶段, 银行事业部的任务是不断丰富银行的产品线, 提升产品质量。公司银行业务主要覆盖财富管理、财资管理、同业合作、服务渠道、前置/支付以及测试服务六条产品线, 可以拓展的业务还很多。公司并购上海力铭, 也是希望能弥补银行部产品线比较窄的一些劣势。虽然银行事业部与证券和基财的发展还有一些差距, 但是在行业景气度较高, 竞争环境得到一定程度改善的背景下, 我们预计, 银行事业部整体合同额将高速增长, 即使考虑银行的合同审批和项目竣工流程因素, 收入也将较快增长。

图 13: 公司银行产品结构

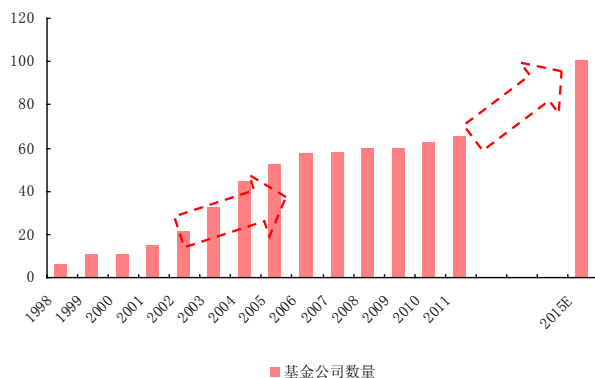


资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

(三) 基财主要看客户领域的拓展, 仍将较快增长

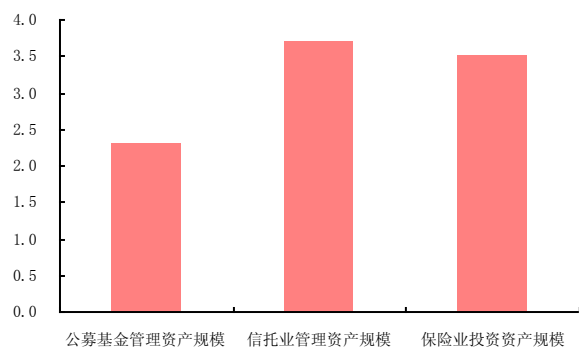
受益于行业领先地位和基金公司新一轮大扩容, 公司来自公募基金的收入仍将稳定增长。基财是公司盈利能力最强的领域, 收入也大部分来自老客户, 即使新 IT 系统建设较少, 公司仍然可以依靠老产品维护升级, 以及固定的维护费用获得稳定收入。截至 2010 年底, 只有少数几家基金完成了股指期货业务模块升级, 预计今明两年将有约 50 家基金公司要进行升级。经历几年蛰伏之后, 基金公司数量未来几年有望大幅增加, 预计 2015 年总数有望达到 100 家。假定新设基金公司每家整体解决方案投资规模为 2000 万, 则新增市场容量超过 6 亿元。总体来说, 虽然公募基金行业有些调整, 但公司话语权较强, 再加上基金公司开始新一轮大扩容, 预计来自公募基金的收入仍将稳定增长。

图 14: 基金的发行时间



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 15: 信托和保险公司管理资产规模均超过公募



资料来源: 信托业协会, 保监会, 民生证券研究所

财富管理蓬勃发展, 保险、信托和私募等新客户的开拓将有助于公司基财业务重回快速增长轨道。由于牌照门槛降低, 证券公司的资产管理业务遍地开花, 保险公司的资产管理业务近年也保持快速增长。受益于阳光私募和房地产信托的原因, 信托公司的资产管理规模和利润都大幅上扬, 信托公司对于 IT 系统建设的重视程度比以往任何时候都高。虽然现在信托行业的 IT 系统建设还处在初期阶段, 但未来市场容量不会比公募基金行业小。私募基金、独立的资产管理公司、财务公司等金融机构的 IT 建设目前还处于萌芽和起步阶段, 未来也会有市场机会。公司产品覆盖全部保险资产管理公司和部分中小保险公司, 已经成为国内信托行业最有影响力的供应商, 产品也已经部分私募客户试用。公司在买方机构的全面布局, 为基财业务的快速增长打下坚实的基础。

四、聚源承上启下, 打开市值上升通道

(一) 从交易系统到金融信息服务, 市场天地更加广阔

交易重在稳定, 金融信息则不断有新的应用需求, 市场天地更加广阔。交易系统是一种业务支持系统, 贵在稳定, 需求一定程度上会随着市场扩容和金融创新而增加, 但相关度不是很高。随着财富管理竞争的加剧, 金融信息会不断产生新的应用需求, 可以说金融数据的挖掘

永无止境，金融信息服务市场空间更为广阔，海内外企业的经营情况也说明了这一点。全球机构金融数据服务市场规模达到 1500 亿元，其中全球主要领导者路透和彭博占了 60% 以上的市场份额。国内致力于金融信息服务的企业包括万得、大智慧、同花顺、金融界和东方财富等企业，2009 年市场规模达到 21.8 元，预计 2012 年超过 60 亿。交易领域的主要就是公司和金证股份，前者 2010 年收入为 8.67 亿，后者交易领域收入已严重萎缩。

(二) 从交易向资讯相对容易，看好 2.0 第一站取得突破

依托公司在交易领域超强的竞争力，我们判断 2.0 布局第一站取得突破是大概率事件，聚源有望再造一个恒生。回顾彭博对路透的追赶之路，资讯与交易的连接发挥了重要作用。我们认为，交易领域的护城河相对更宽，客户转换成本很高，系统技术难度大，资讯到交易的渗透可能会比较困难。而资讯可能最主要的是靠时间和信息的累积，最大的壁垒是客户粘性，护城河相对并不宽。在国内机构客户市场，wind 是金融信息服务领域的霸主，但是对金融信息的挖掘加工程度还很低，同时客户体验也有提高的空间。

表 4: 从交易切入资讯相对容易

	金融信息服务	交易系统
主要作用	解决 what to buy 的问题	解决 how to buy 的问题
市场空间	09 年国内市场规模 22 亿元，预计 2012 年超过 60 亿。	估计国内主要交易相关系统 10 亿元左右。
市场增长	主要是付费金融资讯产品渗透率提高	服务费提高；新产品推出；客户范围的扩大
核心竞争力	客户体验；营销能力	系统稳定性；大客户关系管理能力
进入难度	不是很高，数据挖掘程度较低，客户满意度还有提高空间。	较高，转换成本高，系统技术难度大。
与资本市场相关性	相对较大	相对较小

资料来源：Bloomberg, wind, 民生证券研究所

随着大智慧、同花顺以及恒生电子等多家有实力的公司切入机构市场，市场格局可能会发生变化，我们认为公司是最有希望获得突破的。正如前文所述，资讯护城河相对并不宽，随着多家有实力的公司进入这一领域，创新性产品会增加，整个行业毛利率可能会有一定程度的下降，wind 的统治地位可能会有所动摇。与大智慧和同花顺相比，公司一直服务机构客户，对客户需求的理解比它们深刻；与巨灵相比，公司与交易系统结合的优势非常明显，即使是 wind 也很难涉足这一领域。另外，公司与 wind 竞争采用差异化竞争策略，更多发挥公司在投资交易领域的优势。公司执行力非常强，进军机构市场是经过深思熟虑的，也有一整套完整的规划。

(三) 高投入换来高产出，明年有望实现盈亏平衡

预计聚源今年收入将达到 5000 万，明年有望实现盈亏平衡。聚源 2009 年营业收入为 1427 万元，2010 年已突破 2000 万。2010 年产品合同毛利同比增长 70% 以上，2011 年上半年合同毛利同比增幅更是超过 150%。今年以来，聚源持续扩大员工规模，预计员工人数将从 2010 年的 140 人增长至 300 人左右。目前公司非常关注产品的质量和市场占有率，也主要考核销售收入和客户数量，而不是利润。聚源投资终端目前已经在几家基金公司正式上线使用，设计理念 and 思路获得了客户的广泛认可，也已经获得多家订单，发展态势良好；数据库产品则充分发

挥与 1.0 业务整合和对接的优势，也开始被业界越来越多的客户所接受和使用。我们以 2012 年人数比 2010 年增长 200%，人均支出比 2010 年增长 10% 为中枢，测算出聚源的盈亏平衡点约为 1 亿元收入。我们估计，聚源 2011 年仍会亏损 1000 多万，2012 年亏损将大幅收窄，甚至有可能实现盈亏平衡。

表 5：聚源盈亏平衡点敏感性分析

人数变动			
人均支出变动	160%	200%	240%
0%	8043.548	9281.017	10518.49
10%	8847.902	10209.12	11570.33
20%	9652.257	11137.22	12622.18

资料来源：民生证券研究所

（四）以互联网的视角看待聚源的市场价值

聚源虽然现在亏损，但背靠恒生取得突破是大概率事件，非常有必要以互联网的视角重新审视聚源的市场价值。聚源的经营模式在一定程度上类似于互联网企业，在发展早期，我们应更多地关注收入，而不是利润，我们采用 PS 估值法估算公司价值目前，国内相关 A 股互联网上市公司 2011 年、2012 年的 PS 分别为 11.9 和 8.1 倍。我们预计聚源 2011 和 2012 年收入分别为 5000 和 8000 万，即使给予一定估值折价，聚源市场价值也有几亿人民币。

表 6：A 股互联网上市公司参考估值

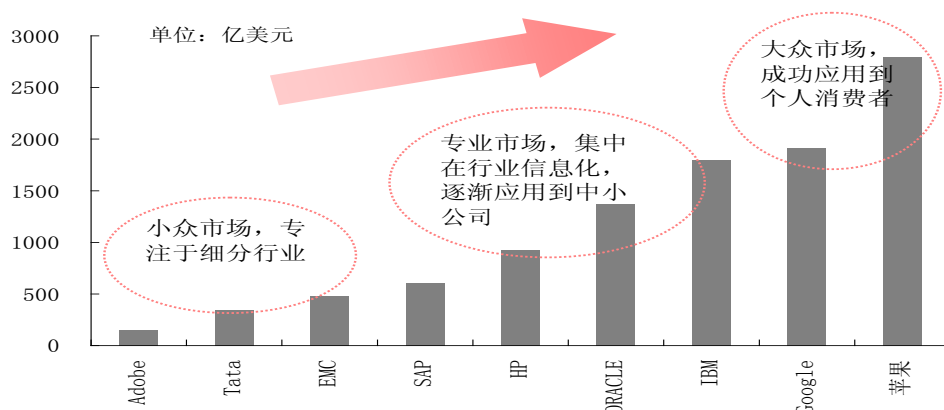
股票名称	股票代码	总市值	2011 收入	2012 收入	2011PS	2012PS
东方财富	300059	4872	267	398	18.2	12.2
乐视网	300104	5146	464	734	11.1	7.0
顺网科技	300113	2990	223	371	13.4	8.1
上海钢联	300226	1348	220	301	6.1	4.5
焦点科技	002315	5346	485	692	11.0	7.7
生意宝	002095	2628	229	282	11.5	9.3
平均					11.9	8.1

资料来源：wind，民生证券研究所

五、2.0 思路清晰，B2 “C” 成就王者之路

2.0 业务具有战略意义，公司有望摆脱国内大部分软件企业“劳动密集型”特征，人均产出有望持续上升。2.0 业务包括上海聚源、算法交易、投资赢家、数米网和推哦财经微博等，它们的一个共同特征是按业务流量收取服务费或者是基于客户业务收益进行利润分成，公司的人均产出有望持续上升。2.0 业务看似分散，但最终目标是打造一个以有着庞大用户群的理财社区为基础门户，覆盖股票、期货、基金、黄金、外汇、信托等各种投资品种，提供行情、资讯、交易、金融游戏、投顾等服务，以移动终端、PC 客户端、普通互联网浏览等方式展现的个人理财平台。公司 2.0 业务的发展思路非常类似互联网企业，只要有足够大的用户基数，未来就可以在平台上加载各种增值应用。因此，在投入期，我们应从用户基数和收入规模角度来考量 2.0 业务的市场价值。

图 16: 从 B2B 到 B2 “C” 是市值提升的有效途径



资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

从机构客户到机构中的个人客户, 再到个人客户, B2 “C” 有望成就公司王者之路。过去 10 多年, 公司业务主要围绕后台交易系统展开, 客户主要包括基金公司、证券公司等机构客户; 2009 年, 公司收购聚源, 切入金融资讯领域, 业务主要针对基金公司、证券公司等机构的投研人员, 也就是机构中的个人客户; 布局数米网和推哦财经微博, 公司针对的则是广大个人客户。正如我们在中期策略中所述, 纵观全球市场, 市值最大的 IT 公司均专注于大众消费市场。产品通用性是 B2 “C” 商业模式的前提, 而客户粘性是 B2 “C” 公司能否发展壮大壮大的关键。在财富管理时代, 金融资讯需求广泛, 而理财社区则有利于形成客户粘性, B2 “C” 有望成就公司王者之路。

图 17: 数米基金网



资料来源: 民生证券研究所

图 18: 推哦财经微博



资料来源: 民生证券研究所

2.0 业务进取中带有稳健, 预计明年亏损额将大幅缩小。在 1.0 业务仍然较快增长的背景下, 公司果断开拓 2.0 业务, 充分说明公司管理层富有进取心。同时, 公司开展 2.0 业务也是经过深思熟虑的, 发展路径非常清晰, 业务重点从机构客户逐步过渡到机构中的个人客户, 最后再到个人客户, 风险得到了严格控制。聚源明年有望实现盈亏平衡, 算法交易后续投入少, 盈利能力将随交易规模增加而提高。另外, 第三方基金销售相关政策的推进也可能给公司带来

一些机会。截至 2011 年 9 月，国内基金净值为 2.36 万亿。我们假定，基金网上销售比例未来几年逐步提升到 30%，费率为 0.5%，未来 5 年基金扩容 30%，保守估计有 10 亿的市场空间。

六、盈利预测与估值

基于以上分析，我们对于公司未来几年的发展作出如下判断：

- 1) 1.0 业务仍大有可为，证券行业是最大亮点、银行和基财也将较快发展；
- 2) 2.0 业务高速发展，明年整体亏损幅度将大幅收窄，其中聚源有望实现盈亏平衡；
- 3) 毛利率仍然会继续小幅提升；
- 4) 期间费用率会稳中趋降。

从目前情况来看，聚源虽然亏损，但公司背靠恒生取得突破是大概率事件，非常有必要以互联网的视角重新审视聚源的市场价值。为了更清晰地认识公司价值，我们把 1.0 和 2.0 业务分开估值，1.0 业务采用 PE 估值法，给予 2011 年 35x，2.0 业务由于目前仍处于亏损状态，我们采用 PS 估值法，给予 2011 年 5x。根据测算，1.0 和 2.0 业务的合理价值分别 109 和 5 亿，公司的合理市值为 114 元。

我们看好公司行业领先地位的不断加固和财富管理爆发给公司带来的巨大机遇。维持前期盈利预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45、0.63 和 0.87 元，对应 PE 为 32、23 和 17 倍。根据公司 114 亿元的合理总市值，我们给予公司 6 个月目标价 18.2 元，对应 2011 年 PE 为 40x。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	867	1,129	1,489	1,935
减：营业成本	214	253	307	372
营业税金及附加	31	34	45	58
销售费用	144	181	238	310
管理费用	326	418	536	677
财务费用	(1)	2	(3)	(7)
资产减值损失	4	2	2	2
加：投资收益	16	21	20	20
二、营业利润	156	261	384	543
加：营业外收支净额	88	50	53	60
三、利润总额	244	311	437	603
减：所得税费用	22	31	44	60
四、净利润	222	280	393	543
归属于母公司的利润	219	280	393	543
五、基本每股收益 (元)	0.35	0.45	0.63	0.87

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	56.11	32.22	21.25	14.03
成长能力：				
营业收入同比	18.8%	30.2%	31.9%	30.0%
营业利润同比	-15.9%	67.4%	47.1%	41.3%
净利润同比	6.3%	27.9%	40.7%	37.9%
营运能力：				
应收账款周转率	11.18	9.43	8.30	8.25
存货周转率	3.52	8.58	19.41	20.79
总资产周转率	0.59	0.60	0.61	0.63
盈利能力与收益质量：				
毛利率	75.3%	77.6%	79.4%	80.8%
净利率	25.2%	24.8%	26.4%	28.0%
总资产净利率 ROA	13.9%	12.9%	14.5%	15.8%
净资产收益率 ROE	20.5%	16.5%	18.8%	20.6%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.38	6.33	5.46	4.98
资产负债率	32.3%	21.6%	22.8%	23.6%
利息保障倍数	-241.8	139.4	-111.2	-80.3
每股指标：				
每股收益	0.35	0.45	0.63	0.87
每股经营现金流量	0.28	0.46	0.71	0.98
每股净资产	1.74	2.72	3.35	4.22

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	411	1,725	2,181	2,810
应收票据	0	15	20	27
应收账款	85	155	204	265
预付账款	2	6	11	16
其他应收款	12	46	61	80
存货	194	69	84	102
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	890	2,017	2,562	3,299
长期股权投资	390	0	0	0
固定资产	88	86	88	89
在建工程	0	1	1	1
无形资产	57	50	47	44
其他非流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	709	144	142	141
资产总计	1,599	2,160	2,704	3,441
短期借款	34	0	0	0
应付票据	6	0	0	0
应付账款	42	69	84	102
预收账款	139	241	375	549
其他应付款	60	7	8	10
应交税费	41	13	15	15
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	373	319	469	663
长期借款	138	138	138	138
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	141	141	141	141
负债合计	516	466	617	811
股本	624	624	624	624
资本公积	43	397	397	397
盈余公积	94	94	94	94
未分配利润	230	487	881	1,423
少数股东权益	92	92	92	92
所有者权益合计	1,083	1,694	2,087	2,630
负债和股东权益合计	1,599	2,160	2,704	3,441

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	173	284	443	613
投资活动现金流量	(367)	731	18	18
筹资活动现金流量	95	296	3	7

插图目录

图 1: 国内个人可投资资产规模快速增长	4
图 2: 国内高净值人群数量大幅增长	4
图 3: 通胀上升背景下, 银行存款基本不增长	5
图 4: 财富趋向流入资本市场	5
图 5: 金融改革不断扩大资本市场容量	6
图 6: 人力成本快速上升加快企业信息化建设步伐	6
图 7: 证券行业竞争加剧, 经纪业务下滑明显	6
图 8: 国内软件价格非常便宜	7
图 9: 基金每年管理费约 300 亿	7
图 10: 松耦合的系统结构, 至少领先对手 2 年	8
图 11: 依托核心交易系统打破证券行业竞争僵局	9
图 12: 银行理财产品规模高速扩张	10
图 13: 公司银行产品结构	11
图 14: 基金的发行时间	12
图 15: 信托和保险公司管理资产规模均超过公募	12
图 16: 从 B2B 到 B2“C”是市值提升的有效途径	15
图 17: 数米基金网	15
图 18: 推哦财经微博	15

表格目录

表 1: 苹果市值全球最高, 美国前十大市值公司中 5 个是科技股	3
表 2: 国内软件公司以行业应用为主, 难以做大	3
表 3: 东南融通危机将给公司部分业务带来更多机会	11
表 4: 从交易切入资讯相对容易	13
表 5: 聚源盈亏平衡点敏感性分析	14
表 6: A 股互联网上市公司参考估值	14

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。