



中金金财（002657）

新股分析 研究报告

“无投资评级”

2012-2-15

分析师： 马先文 (8627) 65799815 maxw@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511060001
联系人： 黄焜 (8627) 65799815 huangkun@cjsc.com.cn

中金金财：快速发展的 IT 综合服务商

事件描述

北京中金金财科技股份有限公司将于 2012 年 2 月 20 日在深圳交易所首次公开上市。基本情况如下：

中金金财本次拟公开发行人民币普通股（A 股）股票数量不超过 17,450,000 股，发行后总股本不超过 69,797,534 股，采用网下向询价对象配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合的发行方式。本次募集资金将用于：（1）IT 服务综合业务管理系统、（2）影像集中作业平台 V2.0、（3）基础组件支撑平台 V2.0 和（4）营销服务网络建设等四个项目。

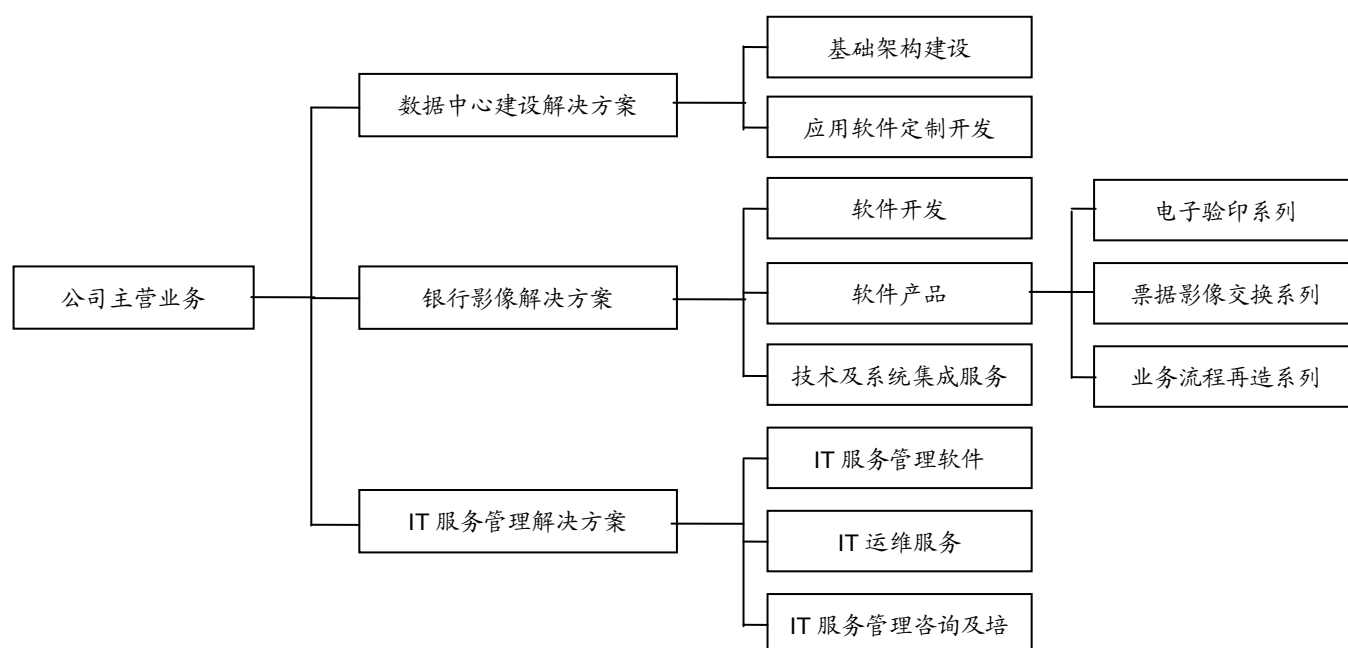
事件评论

快速发展的 IT 综合服务商

中金金财主营业务为应用软件开发、技术服务及相关的计算机信息系统集成服务，主要为企业、政府和银行提供数据中心建设、银行影像和 IT 服务管理解决方案。

其中，数据中心建设解决方案是为客户提供数据中心基础架构建设与应用软件定制开发服务；银行影像解决方案为银行提供软件产品，具体包括电子验印系列、票据影像交换系列和业务流程再造系列产品，以及软件定制开发和系统集成；IT 服务管理则包括 IT 服务管理软件、IT 运维服务、IT 服务管理咨询、IT 服务管理培训及相关的集成服务。

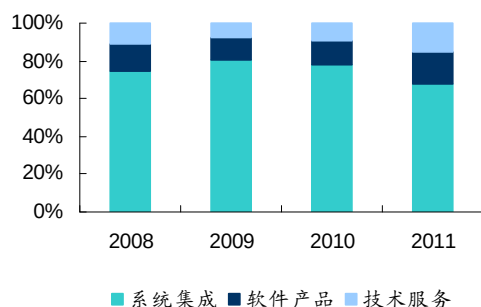
图 1：公司主营业务详细图解



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

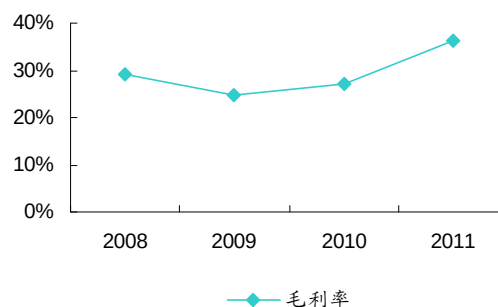
目前，数据中心业务是公司收入来源最大的部分，2011 年达 2.87 亿元，在总收入中占比接近 65%，而银行影像和 IT 综合服务管理业务增长较快，且 IT 服务管理业务中的软件比重则不断提高，带动公司综合毛利率上升较快。2010 年、2011 年，公司收入增速分别为 29.70%和 17.43%，而同期净利润增速分别达到 46.86%和 31.6%。

图 2：公司系统集成业务占比逐渐降低



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

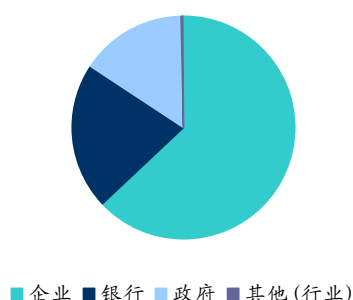
图 3：公司综合毛利率变化趋势



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

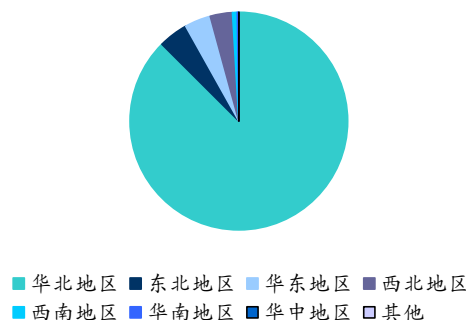
从公司收入的行业分布来看，来自于企业用户的营收占比接近 65%，银行用户的营收占比在 20%左右，政府用户占比为 15%左右。再从公司收入的地域分布来看，主要集中在华北地区，其占比达到 90%左右，故目前公司业务的地域性特征仍十分明显。

图 4：分地区营收占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 5：分行业营收占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

事实上，公司目前主业仍以系统集成为主，且地域性特征明显，但基于以下几点，我们认为公司未来发展仍具有潜力：第一，从公司主营三大业务的市场空间来看，尽管数据中心建设和 IT 服务管理领域发展较为成熟，但市场增速依然较快。而银行影像市场目前正值高速增长期，公司可充分受益于旺盛的市场需求。第二，尽管公司三大主营业务市场竞争激烈，但公司仍具备一定竞争优势，未来市场份额有望逐步扩大。第三，公司业务重点逐渐由硬件系统集成向附加值较高的软件和 IT 服务转移，同时开拓了移动电子商务业务领域，未来盈利能力有望加强。

三大业务市场空间广阔

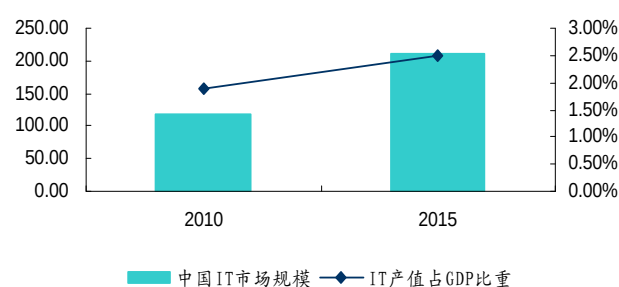
过去十年，软件和 IT 服务行业实现了高速增长，根据《电子信息产业统计年鉴》的数据，2000—2010 年，我国软件及 IT 服务行业年复合增长率高达 38%。而随着信息化和工业化“两化融合”不断推进，以及信息技术在各行业不断渗透，我们预计未来行业仍将持续较快发展。据 IDC 预测，十二五期间 IT 产业复合增长率将达 16%。

图 6：2000-2010 年我国软件产业收入不断增长（单位：亿元）



资料来源：wind，长江证券研究部

图 7：十二五期间 IT 产业 CAGR 将达 16%

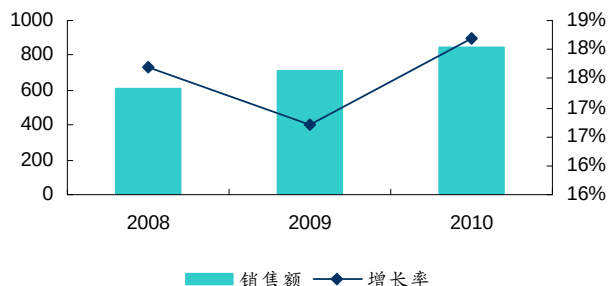


资料来源：IDC，长江证券研究部

从公司三大业务所属的细分市场来看，工业化和信息化融合、云计算技术在国内的应用将为数据中心建设市场提供广阔的空间；人民银行大力推进清算机构由实物票据交换向影像交换模式转变和“流程银行”趋势对银行影像业务产生了强劲的需求；行业信息系统成熟度提高及其对信息系统依赖度增强，使得 IT 服务管理市场发展较快。

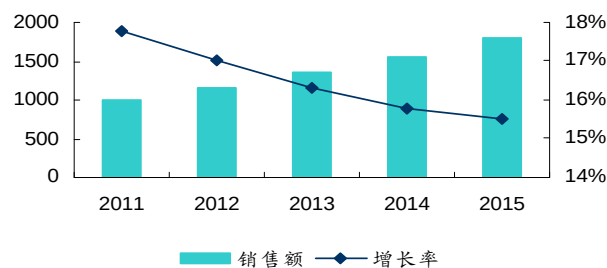
数据中心方面，两化融合和云计算的发展，都需要大规模的数据中心作为支撑。据 CAITEC 统计，2010 年数据中心销售额达 841.4 亿元，比 2009 年增长 18.2%。而两化融合的深入推进和云计算在“十二五”期间将“落地”，将给数据中心带来大规模的投资。据 CAITEC 预测，数据中心市场未来 5 年内复合增长率预计可保持在 15% 左右水平，对应规模约为 1800 亿元。

图 8: 2008-2010 年数据中心市场较快增长(单位: 亿元)



资料来源: CAITEC, 长江证券研究所

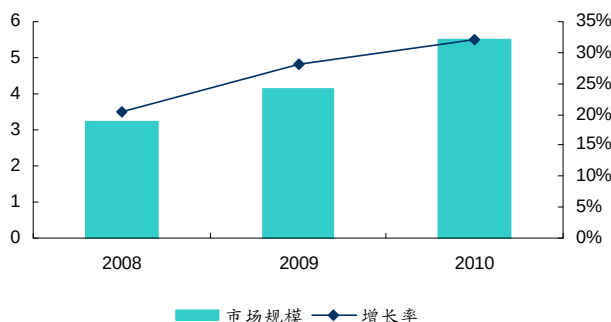
图 9: 数据中心市场将继续稳步增长(单位: 亿元)



资料来源: CAITEC, 长江证券研究所

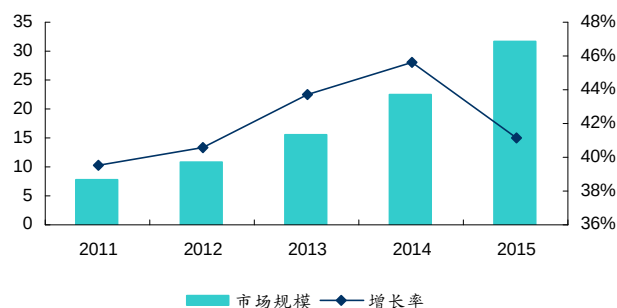
银行影像方面, 随着近几年银行票据业务量持续上升和人民银行大力推进清算机构采用影像交换模式取代实务票据交换模式, 银行影像市场在过去三年内实现了快速成长。据 CAITEC 数据, 2010 年, 银行影像市场相对 2009 年增长 32.1%, 对应规模达到 5.48 亿元。而随着银行流程再造兴起, 银行将加速对影像系统的投资需求。未来 5 年内, 银行影像市场复合增长率将达 42.1%, 对应规模大幅扩张达到 31.73 亿元。

图 10: 2008-2010 年银行影像市场(单位: 亿元)



资料来源: CAITEC, 长江证券研究所

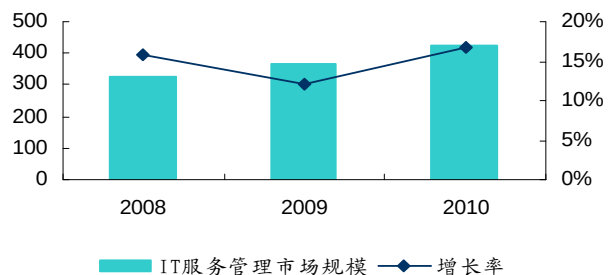
图 11: 未来五年银行影像市场高速增长(单位: 亿元)



资料来源: CAITEC, 长江证券研究所

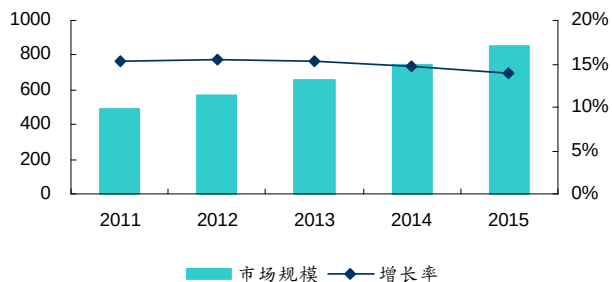
IT 服务管理方面, 电信、银行和政府等 IT 建设成熟度和对 IT 系统的依赖度不断提升, 促进了 IT 服务管理市场平稳快速发展。而目前 IT 服务管理 95% 以上集中在运维服务上, IT 服务管理软件和 IT 服务咨询细分市场规模较小, 未来仍有较大的提升空间。据 CAITEC 数据, IT 服务管理市场继 2010 年同比 2009 年增长 16.7%, 达到 425.6 亿元规模。在前述两大趋势下, 未来 IT 服务管理市场仍将快速扩张, 到 2015 年末达到 853 亿元。

图 12: 2008-2010IT 服务管理市场销售额(单位: 亿元)



资料来源: CAITEC, 长江证券研究所

图 13: IT 服务管理市场将快速稳步增长(单位: 亿元)



资料来源: CAITEC, 长江证券研究所

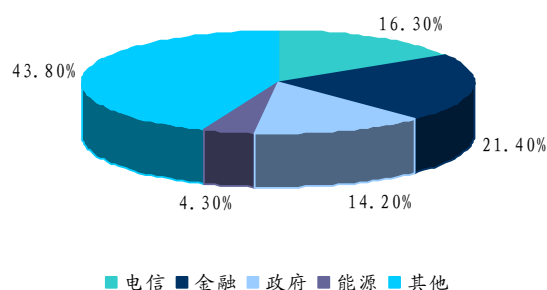
由此可见，数据中心、银行影像和 IT 服务管理市场均具备持续增长动力，需求规模将持续较快增长，为公司未来发展提供了广阔的市场空间。

业内厂商众多，公司具备一定竞争优势

尽管公司在数据中心和 IT 服务业务领域竞争者众多，且对手实力均不容小觑，但公司可充分利用三大业务渠道复用优势，采用交叉营销策略，从而获得一定竞争优势。

在数据中心细分市场中，电信、金融、政府和制造业是主要需求者。2010 年，上述行业数据中心项目合计占数据中心市场份额的 74.4%，因而电信行业集中改造和新建项目、金融行业灾备中心建设、政府数据中心建设和传统数据中心更新改造，将是未来拉动数据中心市场增长的主要力量。公司 35% 的营收来自政府与金融领域，销售渠道广泛、项目经验丰富，故在此两大行业的数据中心市场仍具有一定竞争力。

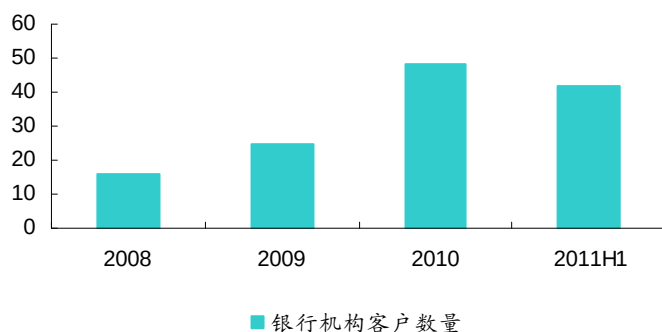
图 14：数据中心市场主要分布于金融、电信、政府和制造行业



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

银行影像市场则具备一定的专业门槛，竞争对手相对较少。相比银之杰等专业服务商，公司作为整体解决方案提供商，综合服务能力更强，因而具备一定竞争优势。公司近三年内服务的银行机构数量迅猛增长，并且整体客户质量都相对较高，由此可见公司在银行市场的占有率正在逐步提升。

图 15：公司银行机构客户数量迅速增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在 IT 服务管理市场，尽管市场竞争较为激烈，但公司仍具备一定竞争优势，主要体现在可以借助数据中心业务和银行影像业务的渠道资源对 IT 服务管理业务实施有效的交叉营销，较其他竞争厂商拥有渠道复用优势。

综上所述，尽管公司未来在各业务领域或面临一定的竞争压力，但我们认为，公司可利用三大业务充分融合带来的综



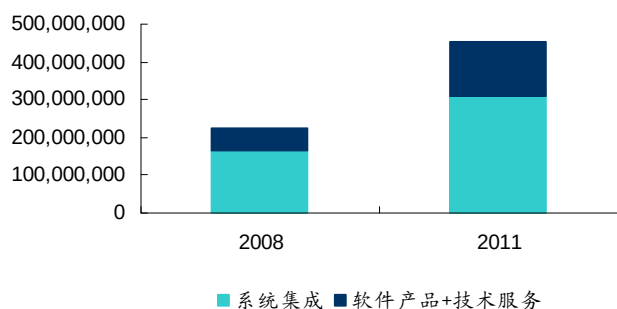
合服务能力优势、渠道优势等，未来逐步扩大其市场份额。

向软件与 IT 服务延伸，移动电商或成新亮点

公司业务正在由低毛利率的硬件系统集成向附加值更高的软件与 IT 服务延伸，由此将逐步提升其盈利能力。此外，公司 2011 年拓展了移动电子商务业务，未来有望成为新的业绩增长点。

首先，从业务占比数据中我们可以看出公司业务正在向软件与 IT 服务延伸。2008~2011 年，公司系统集成业务的年均复合增长率为 22%，而同期软件与 IT 技术服务业务的年均符合增长率达到 35%，增速明显高于系统集成。

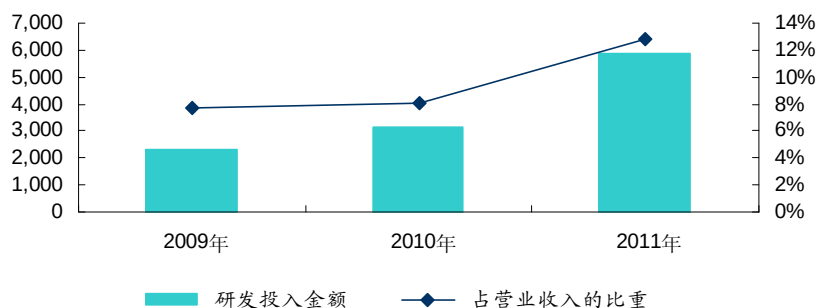
图 16：软件与技术服务业务占比逐渐提高



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

其次，公司近年来在软件及 IT 技术服务领域研发投入逐年增加，未来必将成为重要的业务发展方向。具体而言，主要包括基础组件平台技术、银行影像平台技术、IT 服务管理技术等。

图 17：近年来公司研发费用及占营业收入比重



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 1：公司主要研发项目储备

技术类别	技术名称	技术功能
基础组件平台技术	应用集成技术	平台增加了 WebService 接口模块，共用业务层的处理逻辑，使得开发 WebService 接口的工作量非常小，方便整合其它应用和进行二次开发。
	分布式开发管理	基于 J2EE 的应用开发，往往会涉及大量的开发人员，平台采用协同开发模块，支持应用的分布式开发。
	应用的动态热部署	基础组件支撑平台采用动态加载的方式，实时监控各种业务组件和应用参数的修改时间，当应

	用程序或配置参数发生变化时，能够自动加载更新程序。采用动态部署也可以大大减少开发调试工作量，亦可避免反复启动服务器。
应用透明运行	可以确保系统是在正常运行，并且每一个业务都是正常的。
构件化的开发部署	将应用中有关公用功能，如配置文件管理、数据缓存管理、认证与授权、日志管理、业务流程等功能以插件或公共服务的形式集成到平台中，并提供相关调用接口，以简化系统开发强度，并减少系统间的耦合度。
集中作业智能调度技术研发	该项目是提升集中作业中心的业务处理效率，该项目研发后将会应用于业务流程再造解决方案。
工作流引擎及定制工具优化	该项目是为了适应更多样复杂的业务流程情况，对工作流引擎和流程定制工具进行优化，从而适应业务流程再造解决方案中多种业务的复杂流程。
应用接口平台优化	该项目是通过优化目前的统一接口平台的配置方法，减轻未来系统实施过程中，与客户已有系统的接口对接开发工作，从而降低实施成本。
票据速拍仪	该设备是我公司自主研发的，用于电子验印和流程银行解决方案的专用影像设备，该设备具备精度高、耐用性好等优点。
IT 运维统一告警平台	满足各行业 IT 运维管理部门的运维管理告警业务需求，将各系统的告警信息、故障信息、日常工作信息、其它工作流信息等信息进行整合，以短信、邮件、电话或工作单的方式及时告知用户，满足用户实时掌控重点工作、重点信息的需求。
基于 RFID 的运维资产管理	通过 RFID 技术实现对客户运维管理的 IT 资产进行定位及跟踪，帮助其实现实物与台账相一致，提高资产盘查效益及投资回报率。
规则引擎技术	主要研发目标是规则推理机制的改进，其次是提供规则条件匹配的效率。最终完成规则引擎的改进，实现复杂条件的推理和高效的条件匹配，并在 IT 服务综合业务管理系统中应用。
运维业务平台化技术	将 IT 运维管理的各业务数据接口标准化、规范化，满足日常运维工作中的系统监控、资产管理、绩效考核、流程管理、规范管理、文档管理、开发接口管理等各运维业务数据的整合，便于形成统一的、覆盖运维生命周期的 IT 服务综合业务管理系统。
自动巡检技术	满足 IT 运维管理部门的常规系统巡检需要，能够实现对主机、网络设备、数据库、存储、应用系统等系统的状态进行自动巡检，代替重复繁重的人工巡检。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

此外，2011 年子公司中科商务开始经营移动电子商务业务，银联手机支付等软件相继上线，同时中科商务获得了多个基于移动电子商务技术的软件定制开发和技术服务项目，实现收入 1,325.82 万元。事实上，银行、银联、政府、企业、机场、保险公司、第三方支付公司对移动电子商务业务需求十分旺盛，我们预计，未来随着移动支付逐渐普及，公司电子商务业务有望实现高速增长，从而成为新的利润增长点。

募集资金投向分析

中科金财本次拟公开公司人民币普通股（A 股）数量不超过 1,745 万股，计划用于四个项目，募集资金投向如下表所示：

表 2：募集资金投资项目

项目名称	项目总投资	募集资金使用金额（万元）	
		第一年	第二年



IT 服务综合业务管理系统	4522.96	2422.68	2100.28
影像集中作业平台 V2.0	6526.00	3961.55	2564.45
基础组件支撑平台 V2.0	2650.60	2650.60	-
营销与服务网络建设	3228.20	1825.40	1402.80
合计	16927.76	10860.23	6067.53

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

其中 IT 服务综合业务管理系统项目为研发 IT 服务综合业务管理软件，该项目有利于公司在 IT 服务管理市场加强竞争优势，并促进公司 IT 运维服务质量和咨询服务水平的进一步提升，最终促进公司 IT 服务综合业务持续成长。

影像集中作业平台 V2.0 采用 SOA 架构，在原有影像集中作业平台基础上对部分模块进行升级改造，以满足银行多条业务线流程再造的需求。银行影像集中作业平台 V2.0 功能包含影像前台、集中业务处理、业务配置环境、业务监控系统、电子验印、作业中心绩效考核、影像归档查询和业务统计报表等 8 个子系统，进一步提升公司在业务流程再造领域的市场优势。

基础组件支撑平台 V2.0 是对公司原有的基础组件支撑平台 V1.0 的升级改造，整合公司原有的基础公共组件、行业应用组件，提供面向用户的开发工具平台，提供统一的基础开发、运行、维护、测试和管理环境，为公司其他产品提供技术保证和通用组件。

营销与服务网络建设项目内容是在西安、武汉、广州、成都、南京、天津和沈阳七个城市建立分公司，负责西北、华中、华南、信安、华东、华北和东北七大区域业务，以顺应软件行业从为客户提供单一服务转向提供全业务链的 IT 综合服务的发展趋势。该项目将满足客户日益增加的一体化服务的要求，并进一步提升公司服务水平和服务交付能力。

风险因素分析

公司所面临的风险主要有两点：一是市场竞争加剧的风险，二是公司不能有效维护大客户续签的风险。

盈利预测与询价建议

我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 分别为 1.08 元、1.41 元、1.85 元，目前同类公司二级市场 2012 年 PE 为 20 倍左右，考虑到二级市场对一级市场有一定溢价，我们认为一级市场给予公司 2012 年 15 倍~20 倍 PE 较为合适，对应询价区间为 16.20 元~21.60 元。

表 3：分产品预测（单位：万元）

		2011A	2012E	2013E	2014E
系统集成	收入	30,779.90	33,857.89	38,936.57	44,777.06
	增长率	3.61%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	10.57%	11.00%	10.00%	9.00%
软件产品	收入	7,711.71	10,410.81	13,534.05	17,594.27
	增长率	51.21%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	99.95%	99.00%	99.00%	99.00%
技术服务	收入	6,797.84	9,516.98	12,372.07	16,083.69
	增长率	99.72%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	81.43%	80.00%	75.00%	75.00%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	459	545	657	795	货币资金	158	405	414	463
营业成本	293	326	388	455	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	166	219	269	340	应收账款	74	92	110	134
% 营业收入	36.2%	40.2%	41.0%	42.7%	存货	78	88	99	116
营业税金及附加	5	6	8	9	预付账款	7	8	9	11
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	14	22	23	28	流动资产合计	324	600	643	735
% 营业收入	3.0%	4.0%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	92	120	145	175	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	0	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	55	145	204	243
资产减值损失	3	1	1	1	无形资产	21	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	49	70	95	128	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	10.8%	12.9%	14.4%	16.1%	资产总计	414	776	877	1007
营业外收支	15	16	18	20	短期贷款	62	0	0	0
利润总额	64	86	112	148	应付款项	52	58	68	79
% 营业收入	14.0%	15.8%	17.1%	18.6%	预收账款	10	11	13	16
所得税费用	7	10	13	18	应付职工薪酬	1	1	2	2
净利润	57	76	99	130	应交税费	9	12	16	20
归属于母公司所有者的净	56.3	75.5	98.2	129.0	其他流动负债	3	2	3	3
利润					流动负债合计	137	84	101	121
少数股东损益	0	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.81	1.08	1.41	1.85	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	其他非流动负债 <td>13</td> <td>13</td> <td>13</td> <td>13</td>	13	13	13	13
经营活动现金流净额	64	78	109	144	负债合计	150	97	114	134
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	262	675	758	868
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	3	4	5	5
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	265	679	763	873
固定资产投资	-72	-105	-87	-78	负债及股东权益	414	776	877	1007
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-72	-105	-87	-78	EPS	0.807	1.082	1.407	1.848
债券融资	0	0	0	0	BVPS	5.00	12.89	14.48	16.58
股权融资	0	349	0	0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加（减少）	12	-62	0	0	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	5	-12	-13	-18	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-16	0	0	0	EV/EBITDA	-1.36	-4.66	-3.42	-2.78
筹资活动现金流净额	2	275	-13	-18	ROE	21.5%	11.2%	13.0%	14.9%
现金净流量	-6	247	9	48					

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

黄焜，华中科技大学管理科学与工程专业博士，南京航空航天大学信息工程学士，从事计算机行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江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：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。