

计算机

署名人: 崔莹

执业证书编号: S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

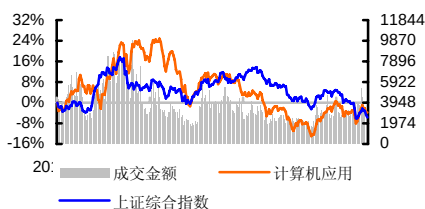
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	47
总市值(亿元)	2983
占A股比例(%)	0.53%
平均市盈率(倍)	62.98

行业表现

(%)	1M	3M	6M
计算机应用	-2.77	-1.15	-12.20
上证综合指数	-9.13	-10.91	-11.74



相关报告

《远光软件-主业大超预期, 价值明显低估》

2011-7-28

《计算机应用-重点公司中期业绩前瞻》

2011-7-18

《计算机应用-看好 ERP 实施服务领域和电力行业 ERP 领域》2011-7-14

计算机应用行业

看好

财富管理软件及服务行业深度研究

投资要点:

- **财富管理软件及服务介绍:** 财富管理软件及服务主要是帮助机构和个人投资者进行财富管理, 属于金融 IT 的范畴。我们将财富管理领域软件及服务分为财富管理软件系统和财富管理信息服务两类。前者解决“怎么买”的问题, 与资本市场关联度较小; 后者解决“买什么”的问题, 市场空间广阔, 与资本市场关联度较大。国内财富管理市场成长空间巨大, 刺激软件及服务需求不断增长。
- **财富管理软件系统:** 目前证券和基金是财富管理软件系统投资的主力, 保险、信托、期货和银行理财等对于财富管理软件系统的需求正处于发展阶段。盈利模式主要包括软件产品的销售与系统维护服务收入两块, 软件产品数量的增加是拉动产品收入增长的主要动力; 而国内厂商服务收入还有很大的成长空间, 虽然短期内通过提供算法交易系统进行佣金分成的模式难以取得突破, 但从中长期来看, 随着国内财富市场交易方式、交易制度与交易品种的完善, 优秀的交易系统提供商存在改变商业模式的可能。
- **财富管理信息服务:** 财富管理信息服务提供商业务模式同质化较为严重, 多数企业都采用了“数据终端(B2B+B2C)+ 网站平台+X”的业务模式。互联网行业用户为王, 平台为大, 数据终端就是财富管理信息服务提供商的“平台”, 彭博、汤森路透虽然在传媒形式上已经覆盖了杂志、网站和电视等, 但最赚钱的仍是数据终端业务, 我们认为数据终端领域将成为国内财富管理信息服务提供商的主战场, B2C 领域的数据终端业务竞争将趋于激烈, 行业存在一定的整合空间; 而 B2B 领域万得处于领先地位, 但从国外经验来看, 其通常由 2-3 家垄断, 国内其他厂商还有机会。
- **投资建议:** 我们相信随着中国财富管理市场的发展, 财富管理软件及服务业也会不断壮大, 而**客户结构、竞争优势与业务范围**将决定软件及服务厂商的成长空间, 从长期看, 我们最看好恒生电子和万得资讯。同时从资产价值重估的角度, 我们谨慎推荐金证股份。
- **风险提示:** 行业内主要厂商特别是 B2C 模式的厂商业务与证券市场联系较大, 业绩受证券市场波动影响较大。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
600570	恒生电子	0.35	0.47	0.64	0.87	45.27	34.65	25.11	18.56	推荐
600446	金证股份	0.28	0.37	0.48	0.60	50.92	39.30	30.29	24.23	推荐
300033	同花顺	0.68	0.65	0.8	0.93	31.15	31.86	25.89	22.27	无评级
601519	大智慧	0.23	0.31	0.45	0.60	62.23	45.55	31.38	23.53	无评级
300059	东方财富	0.32	0.49	0.67	0.88	73.94	47.29	34.58	26.33	无评级

正文目录

一、财富管理软件及服务介绍	4
二、财富市场高速增长，空间广阔	5
2.1 财富市场正处于快速增长期	5
2.2 财富市场的增长空间仍然巨大	6
三、财富管理软件系统	7
3.1 客户及盈利模式	7
3.2 专业机构将主导财富管理市场	8
3.3 证券、基金业直接推动了软件系统厂商的发展	9
3.4 对于其他专业机构市场的开拓是关键	9
3.5 服务收入还有很大的成长空间	12
四、财富管理信息服务	13
4.1 客户及盈利模式	13
4.2 业务模式趋同，收费数据终端是主要收入来源	14
4.3 数据终端：B2C 领域群雄混战，B2B 领域万得领先	15
4.4 X 元素：基金代销+网络视频+?	16
4.4.1 基金代销	16
4.4.2 网络视频	17
五、投资建议	18
六、主要风险提示	19

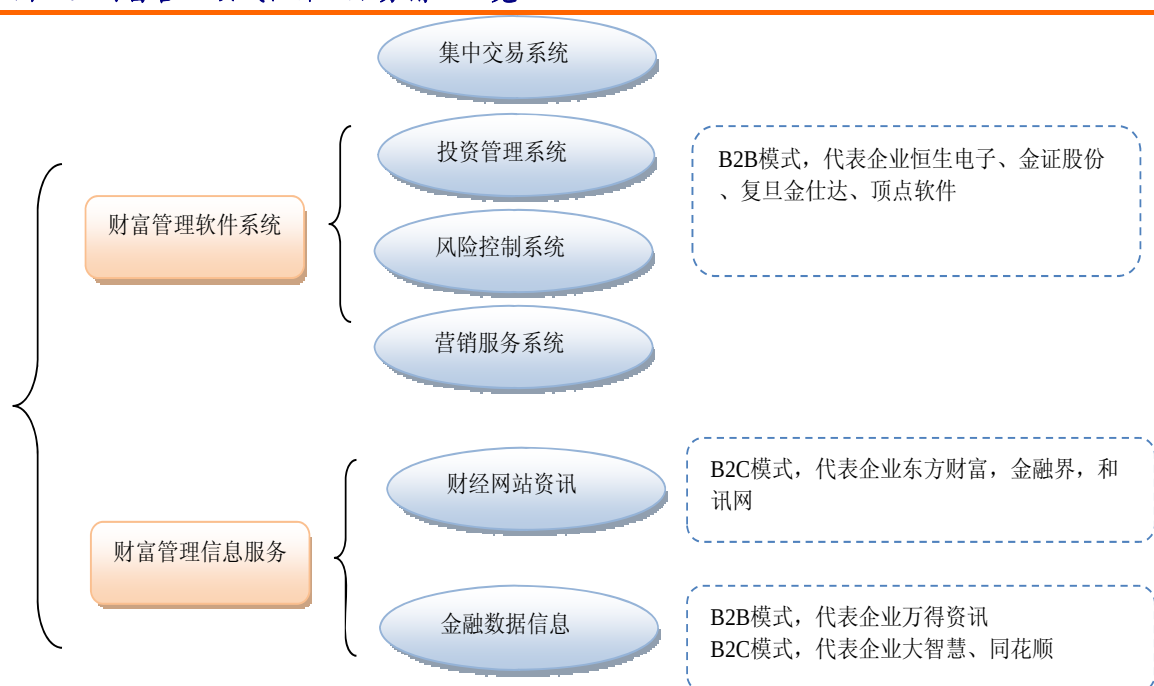
图表目录

图 1: 财富管理领域软件及服务情况一览	4
图 2: 各国 04-09 年家庭金融资产总额	5
图 3: 2009 年百万美元资产家庭数量 (单位: 千)	5
图 4: 2009 年百万美元资产家庭数量占比	6
图 5: 2011 年全球经济增速预测	6
图 6: 美国专业机构持股比例变化	8
图 7: 中美专业机构持股比例	8
图 8: 国内机构管理资产规模 (单位: 万亿美元)	8
图 9: 国内机构资产管理费 (单位: 亿美元)	8
图 10: 证券业收入与利润 (单位: 亿元)	9
图 11: 基金业资产管理规模与管理费 (单位: 亿元)	9
图 12: 恒生金融行业收入 (单位: 百万元)	9
图 13: 金证金融行业收入 (单位: 亿元)	9
图 14: 保险业投资资产规模 (单位: 亿元)	10
图 15: 信托业管理资产规模与收益 (单位: 亿元)	10
图 16: 银行理财产品历年余额 (单位: 亿元)	10
图 17: 三大交易所历年期货交易额 (单位: 亿元)	10
图 18: 财富管理信息服务的提供流程	13
图 19: 基民了解基金信息渠道	16
图 20: 基民选择财经网站进行交易的意愿	16
图 21: 2009 年数据终端市场份额	18
表 1: 财富管理信息服务和财富管理软件系统比较	4
表 2: 各类专业机构比较	7
表 3: 保险公司投资 A 股比例逐步放宽	10
表 4: 主要公司来源于金融领域收入构成	12
表 5: 主要公司各项业务开展情况	14
表 6: 近年来主要上市公司数据终端收入占比	14
表 7: 近年来 B2C 领域主要上市公司数据终端收入 (单位: 万元)	15
表 8: 主要上市公司近年来 B2B 领域数据终端布局 (单位: 万元)	15
表 9: 主要公司基金第三方销售牌照的布局	16

一、财富管理软件及服务介绍

财富管理软件及服务主要是帮助机构和个人投资者进行财富管理，属于金融 IT 的范畴。我们将财富管理领域软件及服务分为财富管理软件系统和财富管理信息服务两类，软件系统包括集中交易系统（卖方系统）、投资管理系统（买方系统）、风险控制系统和营销服务系统等；信息服务包括财经网站资讯服务、终端数据资讯服务等。

图 1：财富管理领域软件及服务情况一览¹



资料来源：中投证券研究所

表 1 是我们对于财富管理软件系统和财富管理信息服务的一些比较。

表 1：财富管理信息服务和财富管理软件系统比较

	财富管理软件系统	财富管理信息服务
主要作用	解决“怎么买”	解决“买什么”
市场空间	我们估算的每年证券和基金业的集中交易、投资管理等系统规模在 10 亿元左右。其他专业机构暂时难以估算	09 年国内市场规模 22 亿元，而全球市场空间高达 1500 亿元 ²
收入来源	软件产品销售；系统维护服务；	付费终端数据产品；收费广告服务
用户黏性	黏性主要来源于转换成本；	黏性主要来源于用户习惯；
核心竞争力	系统稳定性；大客户关系管理能力	产品的客户体验；营销能力
与资本市场相关性	相对较小	相对较大

资料来源：中投证券研究所

¹ 商业模式（B2B 或 B2C）以最终付费的用户为准

² 资料来源于大智慧招股说明书

二、财富市场高速增长，空间广阔

2.1 财富市场正处于快速增长期

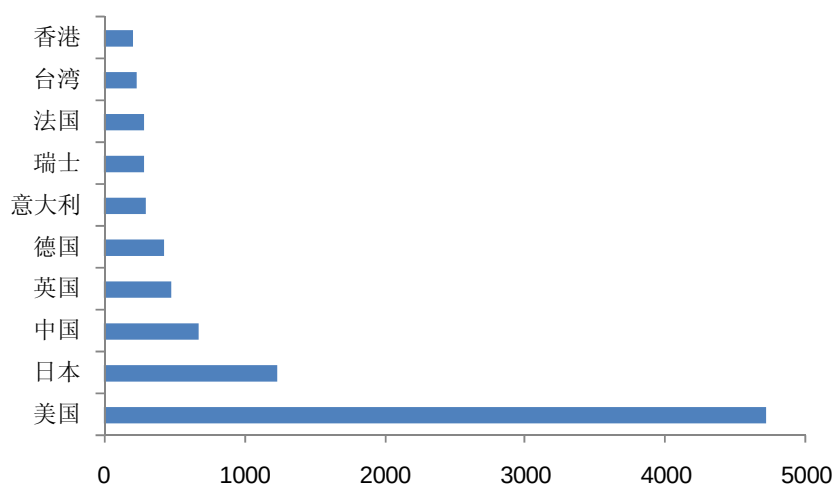
中国财富市场是世界上增长最快速的市场之一，家庭金融资产总额由 2004 年末的 2.0 万亿美元提高到 2009 年末的 5.4 万亿美元，复合增长率超过 20%；金融资产达到 100 万美元以上的家庭数量在 2009 年达到 67 万户，位列全球第三，是 2002 年的 5 倍多。

图 2：各国 04-09 年家庭金融资产³总额



资料来源：BCG《全球财富报告》，中投证券研究所

图 3：2009 年百万美元资产家庭数量（单位：千）



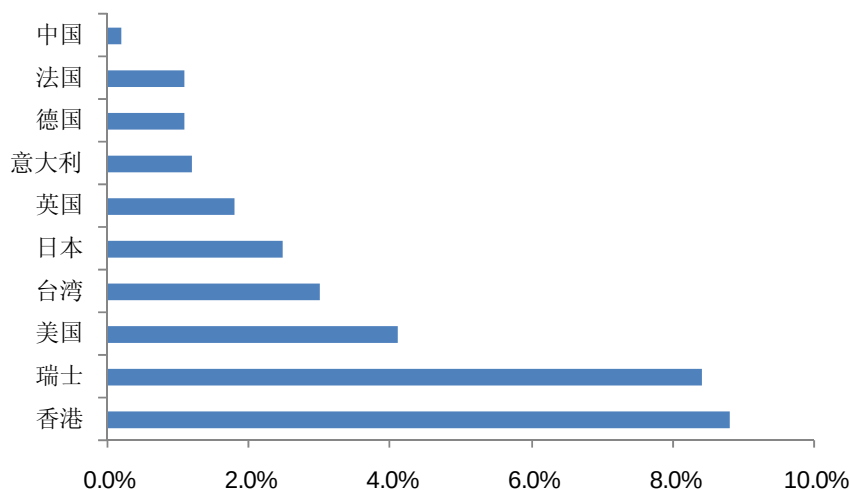
资料来源：BCG 全球财富管理数据库，中投证券研究所

³ 是指现金和存款、股票、债券、共同基金、寿险、养老金等。

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%），金融资产超过 100 万美元的家庭户数仅占有中国家庭户数的 0.2% 左右，远远低于其它国家和地区。

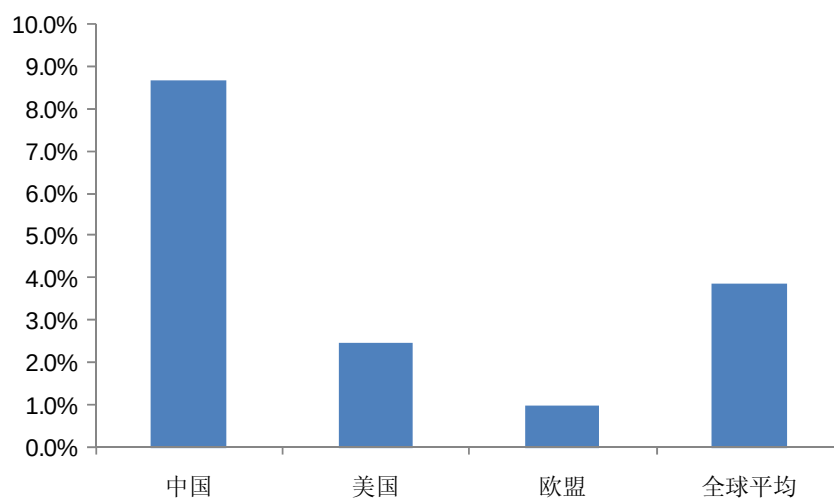
图 4：2009 年百万美元资产家庭数量占比



资料来源：BCG 全球财富管理数据库，中投证券研究所

我们认为未来国内财富市场的增长来源于以下几个方面：首先，未来几年中国经济增速仍将远高于全球平均水平，**驱动储蓄、股票市值上涨以及货币升值**。其次，10 年政府出台新政策进一步鼓励私营企业的发展（为私营企业降低原先受限行业的准入门槛），私营企业的崛起将直接助推国内新兴中产阶级的财富积累。再次，国家对于房地产市场的调控特别是对于投资性需求的打压，将使大量资金从房地产市场流入其他投资渠道，财富市场受益明显。

图 5：2011 年全球经济增速预测



资料来源：德意志银行《2011 年全球经济展望》，中投证券研究所

三、财富管理软件系统

3.1 客户及盈利模式

如前所述，财富管理软件系统包括集中交易、投资管理等核心系统，也包括营销服务、风险控制等非核心系统。客户主要是各类专业机构，包括证券、期货、基金、保险、信托和银行理财等。

我们认为各类专业机构对于财富管理软件系统的需求与其盈利能力和竞争压力密切相关。目前**证券和基金是财富管理软件系统投资的主力**，保险、信托、期货和银行理财等对于财富管理软件系统的需求正处于发展阶段。

表 2：各类专业机构比较

机构类型	盈利能力	竞争压力	财富管理软件系统的投资
证券	较好	较强	较大
期货	较差	较强	较小
基金	较好	较强	较大
保险	较好	一般	一般
信托	较好	较弱	较小
银行	较好	较弱	一般
阳光私募 ⁴	较差	较强	较小

资料来源：中投证券研究所

国内财富管理软件系统厂商的盈利模式主要包括软件产品的销售与系统维护服务收入两块，目前软件系统厂商软件产品的销售仍需要一定程度的定制化，而系统维护服务通过派遣人员驻点客户处实施，因此其整体收入增长在一定程度上仍然依赖于人员数量的扩张，毛利率并不能真实反应财富管理软件系统厂商的盈利状况，我们认为**营业利润率⁵是衡量盈利水平更好的指标**。

软件产品的价格和数量仍有发展空间：从产品价格角度，国内财富管理软件产品主要采用了**成本定价模式**，价格仅为国外同类产品的 1/5-1/10，但“软件产品本身在国内市场卖不出好价钱”是通病，我们认为其**价格回归之路仍然曲折**；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财富管理解决方案，产品线覆盖面广，产品数量超过 350 种，我们认为随着国内财富管理市场的发展，**软件产品数量的增加是拉动其收入增长的主要动力**。

系统维护服务通常按照软件产品累计销售收入的一定比例按年收取，在比例不变的情况下，由于基数的扩大⁶，其收入稳定增长。系统维护服务收费比例是软件系统厂商定价权的体现，以恒生电子为例，其基金业的服务费平均按照

⁴ 目前系统主要由产品受托的信托公司购买

⁵ (收入-营业成本-管理费用-销售费用)/收入

⁶ 软件产品累计销售收入

软件产品累计销售收入的 15%左右收取, 券商业的服务费平均按照软件产品累计销售收入的 10%左右收取, 这与其在券商和基金业核心系统的市场占有率直接相关。

3.2 专业机构将主导财富管理市场

从成熟市场的经验来看, 专业机构是财富管理市场的主力军。以美国股票市场为例, 60 多年来专业机构⁷持股比例不断提高, 2008 年末达到 66%, 而截止到 10 年 10 月末, 我国各类专业机构⁸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 6: 美国专业机构持股比例变化

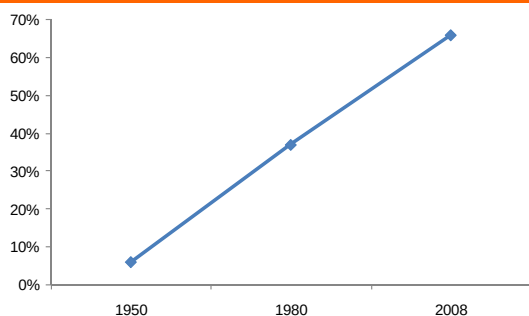
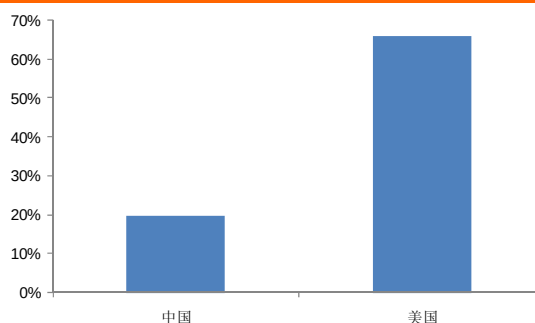


图 7: 中美专业机构持股比例



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 8: 国内机构管理资产规模(单位: 万亿美元)

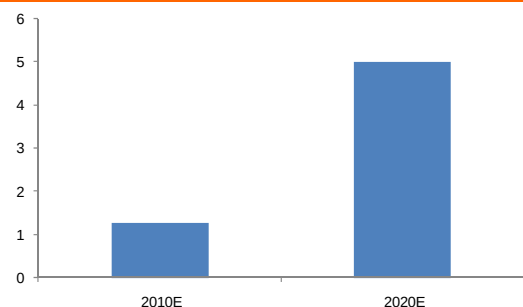
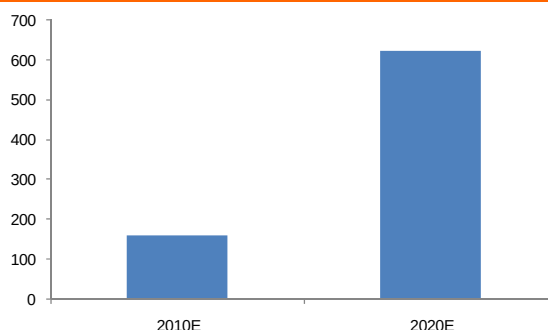


图 9: 国内机构资产管理费 (单位: 亿美元)



资料来源: Burton-Taylor, 中投证券研究所

⁷ 定义为养老保险基金、投资公司、保险公司、银行和基金会

⁸ 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

3.3 证券、基金业直接推动了软件系统厂商的发展

财富管理软件系统厂商而言，目前主要收入来源于证券和基金业。06 年、07 年国内股票市场出现大牛市，交易量与股票、基金开户数大增，如图 10 与图 11 所示，国内证券和基金业都在 2007 年出现爆发性增长，此后趋于平稳，但是盈利能力已经与 06 年以前出现了显著变化。

图 10：证券业收入与利润(单位：亿元)

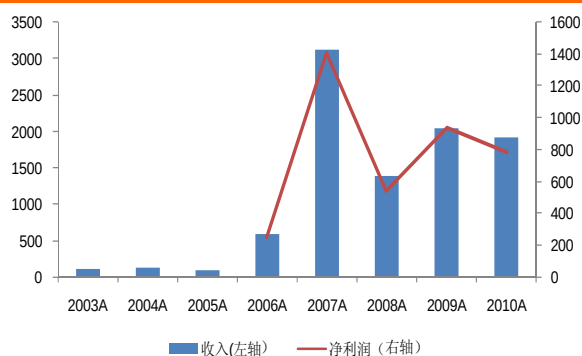
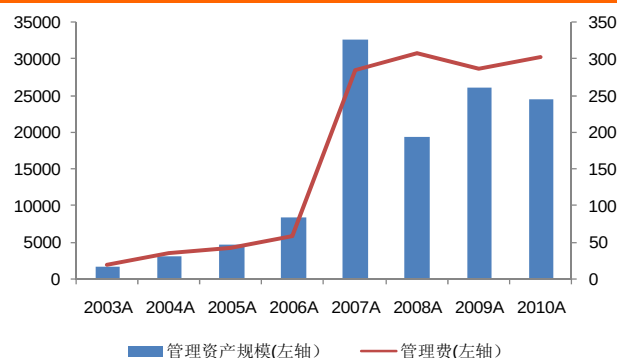


图 11：基金业资产管理规模与管理费(单位：亿元)



资料来源：wind，证券业协会，中投证券研究所

图 12 和图 13 显示恒生电子和金证股份来源于金融行业的收入在 06 年以前没有明显增长，07 年/08 年出现爆发性增长⁹，可见证券、基金业直接推动了财富管理软件系统厂商第一次脉冲式的发展。

图 12：恒生金融行业收入(单位：百万元)

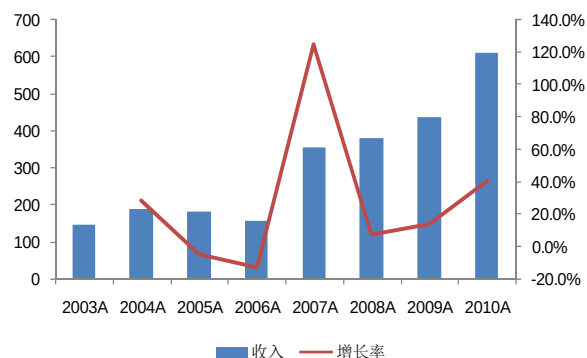
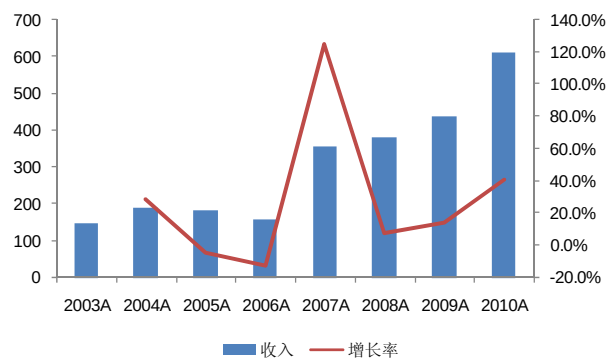


图 13：金证金融行业收入¹⁰(单位：亿元)



资料来源：wind，中投证券研究所

3.4 对于其他专业机构市场的开拓是关键

同时从图 12 和图 13 我们还可以看到，恒生电子和金证股份收入在 08 年以后仍然实现了一定程度的增长，10 年恒生电子金融行业收入增速高达 40%，这主要得益于其对于其他专业机构市场的开拓。

⁹ 金证收入爆发性增长落后恒生电子 1 年，可能与收入确认有关

¹⁰ 金证未披露分行业收入，由于其大部分软件及服务收入来源于证券业，用软件许可+定制软件+系统维护与技术服务收入替代

如下图所示，保险业和信托业管理资产规模近年来持续增长，由于其投资以固定收益类产品为主，即使在 08 年金融危机之后，保险业与信托业的资产规模与资产收益仍然实现了较快的增长。而银行理财产品余额与三大期货交易所交易额在近年来也一直强势增长。

图 14: 保险业投资资产规模(单位: 亿元)

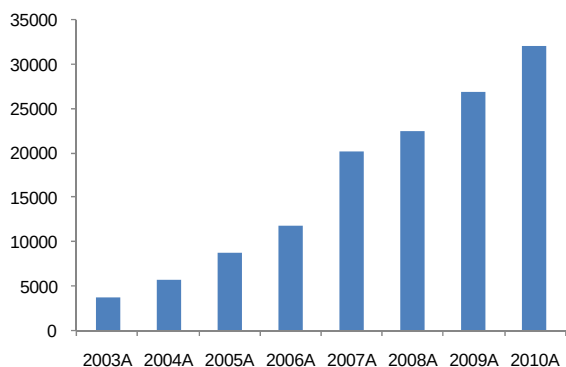
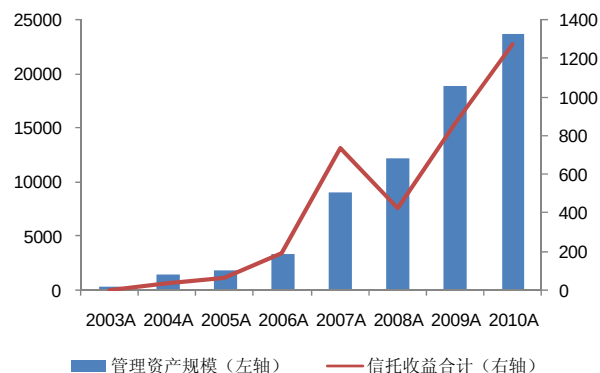


图 15: 信托业管理资产规模与收益 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 保监会, 信托业协会, 中投证券研究所

图 16: 银行理财产品历年余额(单位: 亿元)

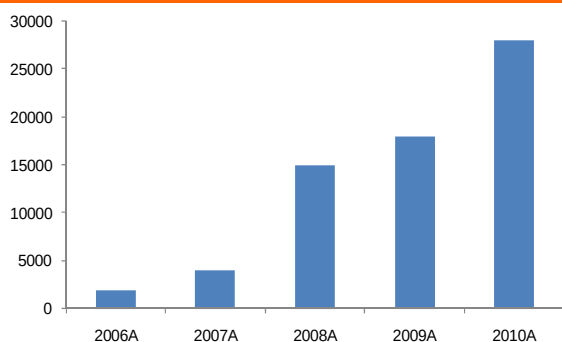
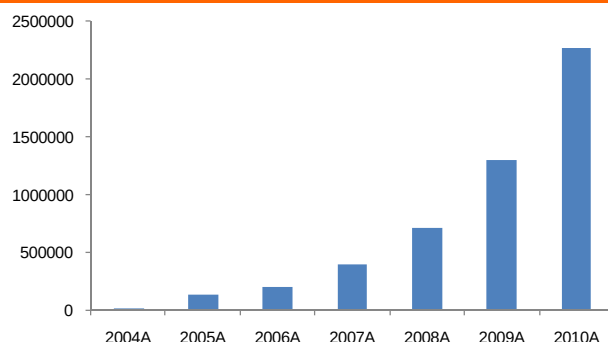


图 17: 三大交易所历年期货交易额 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 信托业协会, 证监会, 中投证券研究所

保险业投资追求绝对收益，以资产负债匹配管理为目标，以固定收益类产品为主要投资资产，市场化竞争压力相对较小，因此保险公司目前主要购买了投资管理系统，多数公司并没有购买风险控制系统、营销服务系统等。随着市场化竞争的加剧，以及股票投资比例的不断放宽，我们认为保险公司对于财富管理软件系统的需求正处于快速增长阶段。

表 3: 保险公司投资 A 股比例逐步放宽

时间	具体内容
2005	保险资金获准入市，直接投资 A 股比例上限为 1%；
2006	直接投资 A 股比例上限上调到 3%；
2006	直接投资 A 股比例上限上调到 5%；
2007	直接投资 A 股比例上限上调到 10%；
2009	直接投资 A 股比例上限上调到 15%；
2010	直接投资 A 股比例上限上调到 20%；

资料来源: 中投证券研究所

信托业信息化起步比较晚，最初主要是由一些较小的供应商提供独立的财务、产品估值、资产管理和信托业务等软件系统，软件系统的价格在百万元以下。近年来信托业管理资产实现了跨越式发展，从 04 年至今管理资产规模增加了 15 倍，10 年信托业利润总额 159 亿元，人均利润 134 万元，在整个金融业中处于较高水平，我们认为决定信托业对于财富管理软件系统投资的是**供应而非需求**，信托与其他专业机构相比**跨领域产品线更加丰富**，特别是 07 年新“两规”的颁布，明确了信托公司作为专业理财机构的功能定位，使得信托业初步形成了证券投资、股权投资、信托贷款、准资产证券化、信托资金租赁、企业年金信托等各条产品线，**由于不同产品线拥有不同风险、收益偏好以及流动性需求**，随着优秀软件系统供应商的进入，信托公司对于财富管理整体解决方案的投资将逐步提升。

银行理财属于银行中间业务的范畴，由于银行大多有自己的 IT 开发部门，因此**银行理财软件系统供应商业务多数以项目制开展，产品化程度较低，相应的利润率也处于较低水平**。做银行软件系统不挣钱已经成为行业内普遍存在的问题，日前国内最大的银行软件系统提供商东南融通被纽交所启动退市程序，足以说明银行软件系统提供商处境之艰难。近年来银行理财业务高速发展，已经成为银行竞争客户的重要手段与中间业务收入的重要来源，我们认为**银行理财等中间业务软件系统供应商的收入增长几无悬念，它们发展的关键是如何在面对强势的下游客户时，提高产品化程度以提高利润率水平**。

国内期货公司超过 150 家，随着上海期货信息技术有限公司的退出，软件系统的竞争趋于市场化，**对于排名前 50 的期货公司的争夺是重点**。期货业与证券业类似，行业发展高度依赖于交易系统等软件系统的升级与改进，不同之处是期货公司盈利能力远不如证券公司，使其软件系统的购买能力远不及证券公司。期货市场由于历史遗留问题导致目前多交易系统并存，亟需将繁杂的系统简单化，同时近年来国内期货交易量不断增加，交易品种尤其是金融期货发展迅速，也对期货公司的业务支撑系统提出了更高的要求。我们认为随着期货公司尤其是大型期货公司盈利状况出现改善，其有能力也有需求加大对交易系统等软件系统的投资。

在财富管理领域，我们认为专业机构整体增长确定性较高，但是相互之间可能存在此消彼长的竞争关系，对于财富管理软件系统提供商而言，开拓证券、基金以外专业机构市场是其发展的关键。

3.5 服务收入还有很大的成长空间

国内外企业在收入分类上有所不同，SunGard¹¹将定制软件开发作为一种专业服务归入了服务收入，即使如此，从表 4 我们可以看到，SunGard 近年来服务收入超过 20 亿美元，而恒生和金证目前定制软件+服务的整体收入在 2-3 亿人民币，远远低于国外厂商，显示出美国客户更愿意为服务付费。

从表 4 我们还可以看到，SunGard 近年来券商佣金（根据交易量分成）的收入达到数亿美元，10 年下半年恒生一度大幅上涨，其投资逻辑之一就是提供提供算法交易系统进行佣金分成，据了解，目前恒生这块收入在百万级别，对业绩贡献较小。

表 4：主要公司来源于金融领域收入构成

SunGard（单位：百万美元）	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
软件许可	166	203	196	232	229	197	256
服务	1630	1616	1792	2155	2737	2737	2448
其中 券商佣金（根据交易量分成）						570	217
合计	1796	1819	1988	2387	2966	2934	2704
恒生电子（单位：百万元）	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
软件许可	50	52	60	167	204	255	351
定制软件+服务	64	68	105	142	215	229	274
其中 定制软件	42	36	68	95	141	142	134
服务	22	32	37	47	74	87	140
合计	114	120	165	309	419	484	625
金证股份（单位：百万元）	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
软件许可	4	2	1	4	3	15	1
定制软件+服务	75	72	87	81	142	161	202
其中 定制软件	39	39	39	60	81	78	108
服务	36	33	48	21	61	83	94
合计	79	74	88	85	145	176	203

资料来源：wind，sungard 年报，中投证券研究所

我们认为，国内财富管理软件系统厂商的服务收入还有很大的成长空间：虽然短期内通过提供算法交易系统进行佣金分成的模式难以取得突破，但从中长期来看，随着国内财富市场交易方式、交易制度与交易品种的完善，优秀的交易系统提供商存在改变商业模式的可能。

同时，SunGard 在 10 年年报中提到，其超过 70% 的收入（主要是服务收入）是通过长期合同明确的，我们认为国内企业服务收入同样具有持续性，服务收入占比提高有利于估值的提升。

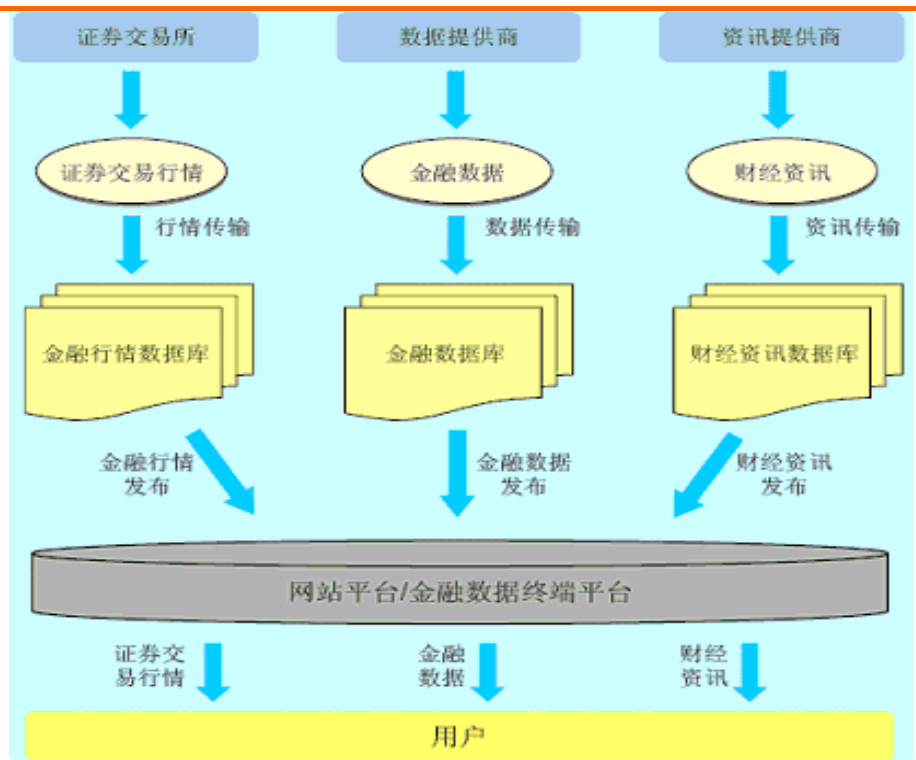
¹¹ SunGard 作为一家国际化的企业，实际上其收入中约 70% 来源于美国

四、财富管理信息服务

4.1 客户及盈利模式

图 18 较为形象的说明了财富管理信息服务的提供流程：服务商通过将上游数据供应商（证券交易所、资讯提供商、数据提供商等）提供的原始信息进行信息采编、资源整合、数据分析，通过互联网/移动互联网以网站平台或者数据终端平台的形式为用户提供证券金融行情、财经资讯、金融信息和数据分析服务。

图 18：财富管理信息服务的提供流程



资料来源：东方财富招股书，中投证券研究所

因此财富管理信息服务主要包括财经网站资讯服务、终端数据资讯服务两类，财经网站资讯服务基本免费，而终端数据资讯服务包括收费和免费两种。主要厂商的盈利模式包括付费终端数据产品的销售与收费广告服务两类，其中付费终端数据产品的客户来源于免费用户的转化，包括专业机构与个人投资者，而收费广告服务的对象以企业客户为主，包括但不限于各类财富管理机构。

4.2 业务模式趋同，收费数据终端是主要收入来源

从财富管理信息服务行业主要公司情况来看，业务模式同质化较为严重，多数企业都采用了“数据终端(B2B+B2C)+ 网站平台+X”的业务模式。金融界和东方财富以网站平台起家，但是逐步向数据终端渗透；而同花顺、万得则分别建立了“同花顺金融服务网”和“万点网”，以提高平台用户粘性；就数据终端而言，B2C 领域的同花顺、大智慧和东方财富先后开发或者即将开发面向机构的数据终端产品，而万得也推出了面向个人投资者的“万点理财终端”。

表 5：主要公司各项业务开展情况

公司	财经网站	B2B 数据终端	B2C 数据终端
金融界	较强	一般	较强
东方财富	较强	较弱	一般
同花顺	一般	较弱	一般
大智慧	较弱	较弱	较强
万得	较弱	较强	较弱

资料来源：中投证券研究所

业务模式趋同的背后是行业的互联网属性，财富市场高速发展带来信息服务的需求，而互联网和 IT 技术的进步为满足投资者的上述需求提供了可能。互联网具有赢家通吃的特点，这使得信息服务提供商在各个业务领域展开直接的竞争，激烈竞争也从侧面说明了尚无厂商在某一细分业务领域建立绝对的优势。

就收入构成而言，对于行业内主要的上市公司而言，如表 6 所示，收费数据终端是主要收入来源，只有东方财富的广告收入占比在 30%以上。由于广告影响终端数据产品的用户体验，因此目前广告收入主要通过网站平台实现，且多数厂商会优先将广告资源服务于自己的数据终端业务。

表 6：近年来主要上市公司数据终端收入占比

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
金融界	91%	78%	71%	88%	90%	88%	83%
东方财富			47%	47%	63%	63%	48%
同花顺			49%	46%	60%	71%	66%
大智慧				77%	90%	93%	85%

资料来源：金融界年报，wind，中投证券研究所

X 代表新的业务模式，目前来看包括基金代销、网络视频等业务。**基金代销**：新一轮基金第三方销售牌照的发放预计将在年内完成，目前来看垂直性财经网站有望成为基金电子化销售的一种全新渠道；**网络视频**：海外市场，汤森路透与彭博资讯的财经网络视频服务已成为一项非常重要和成熟的服务方式，随着国内用户需求的不断提高，财经视频服务将在财富管理信息的传递过程中作用将不断凸显。

4.3 数据终端：B2C 领域群雄混战，B2B 领域万得领先

如前所述，数据终端业务包括 B2C（面向个人）和 B2B（面向机构）两种。B2C 领域的数据终端业务通过线上、线下媒体广告吸引个人投资者免费使用，然后再将其中极少的用户转化为付费用户；而 B2B 领域的数据终端通常先供专业机构试用，在专业机构试用满意之后再进行收费。

由于目前行业内主要厂商普遍都缺乏采集原始信息的能力，因此原始信息通常来源于第三方，例如证券交易所、数据提供商和资讯提供商等，财富管理信息服务的差异主要体现在数据加工处理环节。我们认为对于行业内主要厂商而言，建立自己的信息采集队伍或者控制上游信息资源，同时尽可能通过各种手段将信息二次加工与提炼，以提高数据和资讯信息的广度和深度，是其在未来竞争中取得成功的关键。

就竞争而言，B2C 领域处于群雄混战阶段，我们认为主要原因是 B2C 领域的产品高度同质化，尚无厂商占据领先地位。

表 7：近年来 B2C 领域主要上市公司数据终端收入（单位：万元）

公司	2008A	2009A	2010A
金融界 ¹²	34964	32238	33508
东方财富	7496	10384	8799
同花顺	7061	13617	14092
大智慧	23380	41251	48274
乾隆科技	3477	3501	4414

资料来源：wind，各公司年报，中投证券研究所

B2B 领域万得居于领先地位，根据《创业家》的了解，万得资讯 2007 年~2009 年三年的营收数字约为 1.2 亿元、2.5 亿元、3.5 亿元，而其他国内厂商收入尚未形成较大的规模。

表 8：主要上市公司近年来 B2B 领域数据终端布局（单位：万元）

公司	B2B 领域数据终端布局
金融界	收购深圳巨灵，目前该业务收入占比约 5%
东方财富	使用超募资金成立东方财富金融数据服务有限公司
同花顺	IPO 募投项目之一是“机构版金融数据库项目”，目前已经推出同花顺 iFind 金融数据终端
恒生电子	收购上海聚源，立足于交易与资讯的结合，目前已推出聚源数据终端
新华都	并购港澳资讯，之后港澳资讯又全面收购千寻网络、联游网络、弘扬科技、胜龙团队等四家 IT 公司

资料来源：wind，中投证券研究所

我们认为 B2C 领域的数据终端业务竞争将趋于激烈，行业存在一定的整合空间；而 B2B 领域万得处于领先地位，但是从国外经验来看，其通常由 2-3

¹² 金融界有少量面向机构的数据终端业务，占比很小。

家垄断¹³，国内其他厂商还有机会。

4.4 X元素：基金代销+网络视频+？

4.4.1 基金代销

国内基金销售市场中银行渠道一家独大，证券业协会公布的《2010 年开放式基金投资者情况分析》显示：10 年开放式基金总销售金额为 16437 亿元，其中银行渠道占比为 58.1%，直销渠道占比为 34.6%，券商渠道占比为 7.4%，第三方销售的份额微乎其微；而在国外，基金销售除了传统的银行和券商渠道之外，更多的份额被独立的投资顾问公司占有，例如美国第三方基金销售的比重高达 70%，对比美国，国内第三方基金销售有着广阔的前景，如果按照 10 年基金总销售金额 16437 亿元、第三方渠道占比 10%、费率 0.6% 计算，市场空间在 10 亿元左右。

随着今年 6 月证监会《证券投资基金销售管理办法（修订稿）》的出台，新一轮基金第三方销售牌照的发放预计将在年内完成，由于证监会规定基金代销机构必须是商业银行、证券公司、证券投资咨询机构或其他，因此东方财富、同花顺、大智慧等公司都收购或设立了投资咨询公司，积极准备新一批牌照申请。

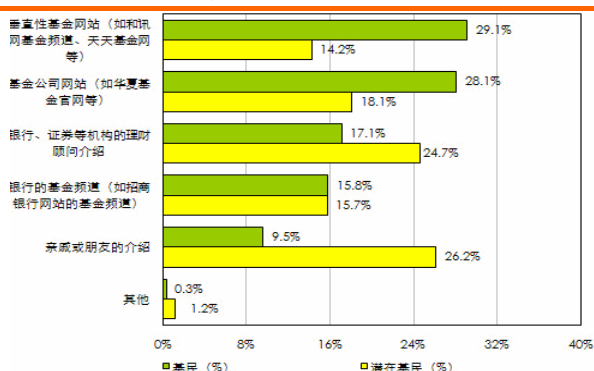
表 9：主要公司基金第三方销售牌照的布局

公司	控股或者收购的投资咨询公司
东方财富	控股上海东方财富投资顾问有限公司
同花顺	收购浙江国金投资咨询有限公司
大智慧	控股上海大智慧投资咨询有限公司

资料来源：中投证券研究所

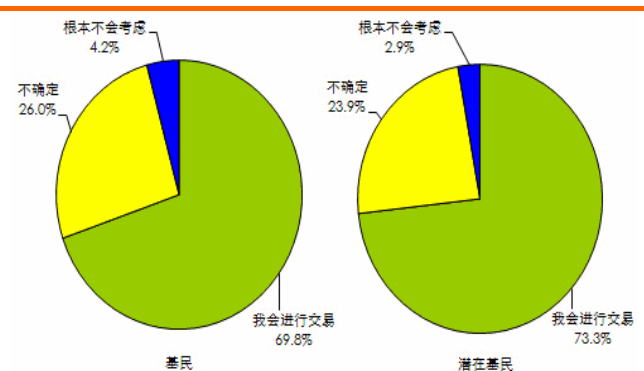
垂直性财经网站有望成为基金电子化销售的一种全新渠道：艾瑞咨询发布的《2011 年中国第三方支付购买基金用户调研报告》的显示，有 29% 的基民主要通过垂直性财经网站了解基金信息，其中 70% 的用户愿意通过垂直性财经网站进行基金交易。

图 19：基民了解基金信息渠道



资料来源：艾瑞咨询，中投证券研究所

图 20：基民选择财经网站进行交易的意愿



¹³ 彭博在股票和固定收益领域占据优势，汤森路透则在外汇和大宗商品方面更胜一筹

盈利尚需时日：实际上早在 04 年天相投顾就获得了国内唯一的基金第三方销售牌照，但目前天相该业务处于亏损状态，主要原因在于支付结算系统掌握在银行手中，天相需要为银行搭建支付结算系统买单，**我们认为基金代销有望成为财富管理信息服务提供商新的业务增长点，但盈利需要较长的时间。**

4.4.2 网络视频

一直以来，传统电视类财经类节目受其条件所限，时效性相对较差，收看群体规模偏小，而文字报道则凭借互联网的优势更容易被人们所关注。近年来，随着网络电视等互联网新媒体的出现，财经网络视频由于其直观性、互动性更强，在财富管理信息信息传递中吸引力逐渐显现。

海外市场，汤森路透与彭博的财经网络视频服务已成为一项非常重要和成熟的服务方式，例如汤森路透针对其金融服务用户推出视频点播服务，该服务将包含数千段视频和文本记录，内容涉及多个主题，并且均可通过搜索功能查询，汤森路透计划通过这一计划为商业用户打造一站式的资源平台，这意味着 55 万名终端用户将通过**数据终端**看到汤森路透的内容。而彭博的财经频道除了利用卫星技术和有线电视传输覆盖全球之外，**还在网络上提供视频观看**，利用播客技术把深度采访和深度分析的音频片段放在网上供下载，同时终端用户也可以通过终端收看其财经频道。

随着国内用户需求的不断提高，财经视频服务将在财富管理信息的传递过程中作用将不断凸显，从长远来看，未来越来越多的财经内容将会视频化。我们认为财经网络视频将成为重要的信息服务方式，从国外厂商的经验来看，**财经网络视频更多是为了提升品牌而采取的广告策略，而非直接盈利产品。**以彭博为例，彭博每年支出的 50% 左右都投入了电视部门，但是电视的广告收入只占彭博集团总收入的 2%。事实上，彭博看重的是彭博财经频道对公司影响力的提升，而这最终将有利于卖出更多的终端机。

互联网行业用户为王，平台为大，数据终端就是财富管理信息服务提供商的“平台”，彭博、汤森路透虽然在传媒形式上已经覆盖了杂志、网站和电视等，但最赚钱的仍是数据终端业务，我们认为数据终端领域将成为国内财富管理信息服务提供商的主战场。

五、投资建议

我们相信随着中国财富管理市场的发展，财富管理软件及服务也会不断壮大，而客户结构、竞争优势与业务范围将决定软件及服务厂商的成长空间，从长期看，我们最看好恒生电子和万得资讯，主要逻辑是：

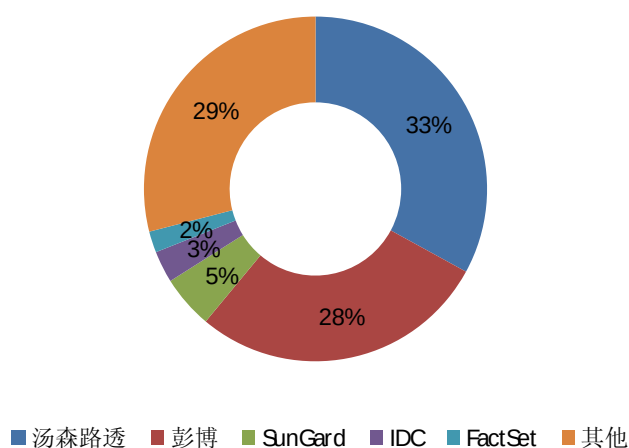
- 1、客户结构：专业机构有望主导财富管理市场的，B2B 业务更具吸引力；
- 2、竞争优势：恒生电子与万得资讯分别在各自业务领域建立了一定的领先优势；
- 3、业务范围：恒生电子与万得资讯都具有横跨多个细分行业（证券、基金、银行、保险、信托、期货、财务公司）开展业务的能力；

同时我们认为恒生电子未来可以进军大智慧、同花顺、东方财富和万得资讯这些公司的业务领域，但是这些公司没有可能进入恒生的业务领域，这就是恒生的护城河，也是我们更加看好恒生电子的原因。

恒生电子的其他催化剂：

1、上海聚源值得期待：我们对于上海聚源的发展相对乐观，从全球看，交易和资讯的结合是主流。Sungard 是金融软件提供商，但是也有相当的数据资讯服务；而彭博和汤森路透是数据终端资讯提供商，实际上也提供交易系统。从汤森路透路透的年报可以看到，实际上三者在每个领域都有激烈的竞争。

图 21：2009 年数据终端市场份额



资料来源：Burton-Taylor，中投证券研究所

上海聚源目前明显落后于万得资讯，但是与交易系统结合是上海聚源独有的优势：与交易结合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；同时终端系统并非完全的替代关系，在经济繁荣时，不少欧美客户都在同时购买汤森路透和彭博资讯的终端系统。

2、积极布局其他专业机构市场：如前所述，在财富管理领域，我们认为专业机构整体增长确定性较高，但是相互之间可能在此消彼长的竞争关系，对于恒生而言，开拓证券、基金以外专业机构市场是其发展的关键，目前恒生正致力于提高核心系统的市场份额，我们认为一旦占据了客户的核心系统，在客户原有需求升级或者新需求出现时，恒生灵活便捷的低成本接入软件产品就有望成为客户的首选。

券商领域，恒生在集中交易系统的份额接近 50%；

基金领域，恒生在投资管理系统的份额在 90%以上；

保险领域：恒生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；

银行业：恒生在财富管理核心平台的占有率约 60%；

期货领域：恒生在集中交易系统的份额约 40%；

信托业与阳光私募：恒生正在推广信托业资产管理整体解决方案，同时也积极开拓阳光私募所需的软件系统。

3、东南融通退市：公司在银行中间业务与保险业最大的竞争对手是东南融通，日前东南融通因涉嫌财务造假退至粉单市场交易，东南融通已经很难再获得大部分客户特别是银行、保险等金融行业大型国企的信赖，业务已迅速萎缩，预计对恒生在银行、保险等市场的开拓将是利好。

4、算法交易等：我们认为，在国外算法交易系统实现佣金分成本质上是定价权的体现，其作用在交易实时性要求较高时更加突出，虽然短期内通过提供算法交易系统进行佣金分成的模式难以取得突破，但从中长期来看，随着国内财富市场交易方式、交易制度与交易品种的完善，诸如算法交易等 2.0 业务的突破希望仍存，而恒生无疑将受益于此。

同时从资产价值重估的角度，我们谨慎推荐金证股份，主要逻辑是：

1、券商业务理想市值远大于现有的盈利贡献：金证在券商核心交易系统领域与恒生旗鼓相当（虽然份额落后恒生约 10 个百分点，但其大型券商客户数量比恒生更多），目前该领域双寡头垄断的局面初步形成。截止到 8 月 19 日收盘恒生市值 100 亿元，我们假设券商业务提供了恒生 1/4 左右的市值，即 25 亿元，那么金证¹⁴这块业务理想市值在 20 亿元左右，这种市值的达成或者基于金证本身的治理结构改善，或者基于其被恒生所收购。

2、金证大厦、成都高新区的土地资产重估：公司拥有深圳科技园的金证大厦与成都高新区南区的金证信息软件、服务外包及金融后台服务基地，目前这两块资产在报表上的价值不到 1 亿元，远低于其公允价值。

金证科技大厦是一幢 9 层高综合大楼，下设一层地下停车场，总建筑面积约 30000 平方米，总占地面积约 8100 平方米。目前该地区写字楼价格在 30000

¹⁴ 目前金证证券业务的盈利能力是显著低于恒生的

元/平方米左右，按此计算金证大厦重估价值约 9 亿元；

金证信息软件、服务外包及金融后台服务基地总建筑面积约 330053 平方米，总占地面积 78497 平方米，该项目投资预算 5 亿元，前期由金证以自有资金投资 1 亿元启动项目，目前项目仍在执行阶段。据了解，高新区南区是成都市城市向南发展的重点建设区域，用地规模约 41.6 平方公里；定性为以行政、商务办公、商贸金融、生活居住、会议展览、功能为主、信息化、生态化的综合型新城区，城市南部 CBD，建设总投资 90 亿元，区域开发建设以天府大道为轴线。目前该地区写字楼价格在 6000-10000 元/平米，我们认为这块资产市值与其账面价值相比被明显低估。

3、非金融业务有一定的价值：

金证股份和图元科技强强联合共同组建了数字城市事业部。已经在数字城管系统、数字执法系统、地理信息系统、城市用地系统、数字园林系统、数字交通、数字监控系统、呼叫中心系统、智能移动终端系统等数字城市应用系统上，形成了成熟产品和整体解决方案。

子公司齐普生信息科技有限公司主要从事 IT 设备分销，与华为、华为 3Com、微软、INTEL、IBM 等国 内外 著名 IT 企业建立了战略合作伙伴关系，连续多年业绩稳步增长。

子公司金证卡尔是国内最早专业从事汽车电子控制产品和数字化网络系统研发的高新技术企业，尔是最早实现量产的汽车电子产品的供应商之一，近年来开始盈利，为公司贡献了一定的投资收益。

子公司金慧盈通数据服务有限公司 IT 运营服务，包括 IT 系统外包运营服务、移动电子商务运营服务、接入渠道运营服务等。为证券行业、基金行业、政府领域的客户推出了业务连续性计划（BCP）咨询服务、灾备系统外包运营服务、移动电子商务运营等服务，自主建设了高品质的数据中心和数据交换平台，按照 ITIL 的运营规范构建运维保障体系，拥有健全的运营保障机制和专业的运维人员，成为国内最专业的行业性 IT 运营服务商之一。

目前金证股份市值不足 20 亿元，我们认为若从资产重估的角度，其具备了一定的投资价值。

六、主要风险提示

行业内主要厂商特别是 B2C 模式的厂商业务与证券市场联系较大，业绩受证券市场波动影响较大。

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

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