

银行 IT 解决方案业务稳步增长，泛金融业务布局未来

2016年7月22日

投资要点

- ❖ **公司概况：国内领先银行 IT 信息化服务提供商。**公司成立于 2009 年，主要面向国内银行机构提供 IT 解决方案及相关专业服务，业务内容包括互联网核心及电子支付 IT 解决方案、定制软件开发、IT 测试服务等。公司下游客户主要集中于内地发达城市以及港澳地区，以大中型银行机构为主。近年来公司积极开拓在线支付、消费金融等泛金融领域，目前公司相关产品已经在平安金科等实现项目上线。公司 2015 年实现收入 1.4 亿元，同比增长 41.32%，归属净利润 2869 万元，同比增长 38.15%。
- ❖ **行业分析：国内银行业 IT 解决方案市场快速增长，能提供一体化解决方案的国内企业有望成为市场主要受益者。**2015 年国内银行业 IT 解决方案市场规模为 225.2 亿元，近三年 CAGR 为 22.8%。当前银行自身业务市场化诉求、国家信息安全及自主可控政策推行、移动互联网及云计算普及等正对银行 IT 解决方案市场形成深远影响。我们判断银行 IT 解决方案市场未来将呈现如下发展趋势：交付形式将以专业服务为主，标准化软件产品为辅；产品形态方面，核心业务系统有望进入新一轮升级周期，管理类、渠道类系统占比快速提升；市场集中度料将呈现缓慢提升趋势，看好能提供一体化解决方案的国内一二线厂商。
- ❖ **公司银行 IT 信息化业务：定位高端市场，专业服务致胜。**公司坚持“决战高端，赢在服务”的经营策略，聚焦于一线大中型银行机构等高端市场。公司主要业务骨干均来自于高阳集团，在银行核心业务系统开发领域优势明显，公司以核心业务系统开发为起点，不断实现业务横向、纵向拓展，以开发带动专业服务业务，最终形成一体化 IT 解决方案和服务能力，2015 年公司技术服务、软件开发实现收入 0.88、0.45 亿元，占公司整体收入比重 63.01%、32.12%。客户结构方面，公司对单一客户依赖度逐年降低，TOP 5 客户营收占比从 2013 年的 86% 下降到 2015 年 62%。公司未来计划通过加强标准化产品输出、海外市场拓展等方式进一步扩大营收来源。
- ❖ **公司泛金融业务：产品布局初具雏形，并形成标杆性项目。**借助在传统银行信息化业务领域的积累，公司开始将自身业务向在线支付等泛金融领域进行拓展，并先后推出第三方支付平台、消费金融、电子账户等系列产品及解决方案。2016 年，公司为平安金科搭建的电子账户系统成功上线。商业模式方面，前期主要通过软件产品&解决方案售卖模式，后续计划采用更为灵活的合作方式，包括直接产品售卖、产品免费&业务分成等方式。同时公司先后投资迅销科技、北京江融信等相关公司，在泛金融领域不断拓展合作伙伴。2015 年泛金融业务对公司整体收入贡献占比不足 5%，预计从 2016 年起逐步形成规模收入。
- ❖ **风险因素。**行业竞争持续加剧风险；公司泛金融业务拓展不及预期风险。
- ❖ **盈利预测、估值分析。**公司具有一体化 IT 解决方案和服务提供能力，并符合创新层三条标准。预计公司 2016/17/18 年归属净利润为 0.41/0.59/0.84 亿元，CAGR 为 43.2%，对应 EPS 为 0.31/0.44/0.63 元。当前 A 股银行 IT 相关公司股价对应 2015/16/17 平均 PE 为 170/85/61 倍，新三板做市转让公司股价对应 2015 年平均 PE 为 34 倍，A 股公司收购一级市场标的估值对应 2015/16/17 平均 PE 为 29/24/14 倍。公司当前市值对应 2015/16/17 年 PE 分别为 26/18/12 倍。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	99.3	140.3	198.7	285.1	399.9
增长率 YoY(%)	61.7	41.3	41.6	43.5	40.3
归属净利润(百万元)	20.8	28.7	40.8	59.3	84.3
增长率 YoY(%)	105.2	38.1	42.1	45.5	42.1
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.16	0.22	0.31	0.44	0.63
市盈率 PE(x)	36	26	18	12	9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2016 年 7 月 21 日收盘价



当前价：5.56 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：陈俊云

电话：0755-23835437

邮件：chenjunyun@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

公司成立日期 2009-06-09

新三板挂牌日期 2014-08-21

新三板做市日期 2015-03-06

总股本/流通股本 1.33 亿/0.6 亿

做市商家数 6

做市商东北,光大,广发,广州,国信,上海

做市价格 6.3 元

财务指标

14/15 营业收入 99.26 /140.27 百万元

14/15 收入增速 61.66 /41.32%

14/15 净利润 20.77 /28.70 百万元

14/15 净利增速 105.23 /38.15%

14/15 EPS 0.16/0.22 元

14/15 PE 36/26 倍

目录

公司概况：银行 IT 解决方案及专业服务提供商	1
公司概况：银行 IT 信息化服务提供商	1
公司业务：银行 IT 解决方案及泛金融业务	1
股权结构：陈兵为公司实际控制人	2
财务分析：2015 年实现收入 1.4 亿元，归属净利润 0.29 亿元	3
行业分析：国内银行业 IT 解决方案市场快速增长，能提供一体化解决方案的国内企业有望成为市场主要受益者	4
公司分析：传统银行业务快速增长，泛金融业务初具雏形	10
传统银行业务：定位高端市场，专业服务致胜	10
泛金融业务：产品布局初具雏形，并形成标杆性项目	12
风险因素	14
盈利预测与关键假设	14
估值分析	15

插图目录

图 1: 公司主营业务.....	2
图 2: 公司主营业务收入结构.....	2
图 3: 维恩贝特营业收入和 YOY.....	3
图 4: 维恩贝特净利润和 YOY.....	3
图 5: 维恩贝特历年盈利能力.....	3
图 6: 维恩贝特历年现金流与 ROE.....	3
图 7: 维恩贝特三项费用率.....	4
图 8: 维恩贝特营运效率.....	4
图 9: 国内银行业 IT 解决方案主要涉及业务模块.....	4
图 10: 国内银行业 IT 投资规模.....	5
图 11: 国内银行业 IT 解决方案市场规模.....	5
图 12: 国内各类银行资产占比结构.....	5
图 13: 国内各类银行保有数量.....	5
图 14: 国内移动互联网用户规模.....	6
图 15: 阿里云&亚马逊 AWS 收入增速数据.....	6
图 16: 国内银行业 IT 投资市场份额分布.....	7
图 17: 国内银行业 IT 解决方案市场规模数据（按产品形态）.....	7
图 18: 国内银行业 IT 解决方案市场规模数据（按业务模块）.....	8
图 19: 国内银行业 IT 解决方案市场份额分布（2014）.....	9
图 20: 国内银行 IT 解决方案 TOP 10 厂商市场份额.....	9
图 21: 公司银行信息化业务产品&服务列表.....	10
图 22: 公司各项业务收入.....	11
图 23: 公司港澳地区主要客户列表.....	12
图 24: 公司 TOP 5 客户营收贡献占比.....	12
图 25: 公司泛金融产品描述.....	13

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 维恩贝特前十大股东最新情况.....	2
表 3: 国家加强银行 IT 自主可控的政策列表.....	6
表 4: 我国银行业机构 IT 建设情况.....	7
表 5: 国内主要银行最新一代核心业务系统立项及上线时间.....	8
表 6: 国内主要上市银行 IT 解决方案提供商营收表现.....	9
表 7: 公司核心业务骨干人员背景信息.....	10
表 8: 公司承担部分代表性银行信息化项目列表.....	11
表 9: 公司主要国内银行机构客户列表.....	11
表 10: 公司代表性泛金融项目列表.....	13



表 11: 公司投资并购列表.....	13
表 12: 公司收入、成本、费用预测	14
表 13: 公司核心财务指标预测	15
表 14: A 股银行 IT 相关公司估值	15
表 15: 新三板银行 IT 解决方案相关公司估值	15
表 16: A 股公司一级市场收购银行 IT 相关企业价格	15

公司概况：银行 IT 解决方案及专业服务提供商

公司概况：银行 IT 信息化服务提供商

公司成立于 2009 年，主要面向国内银行机构及泛金融业务平台提供 IT 解决方案及相关专业服务，业务内容包括互联网核心及电子支付 IT 解决方案、定制软件开发、IT 测试服务等。公司客户主要集中于国内发达城市以及港澳地区，以大中型银行机构为主，包括国有商业银行、股份制银行、城市商业银行在内的多家银行机构。近年来公司积极开拓在线支付、消费金融等泛金融领域，目前公司相关产品已经在互联网支付、直销银行、互联网核心业务系统等领域实现项目上线。

表 1：公司发展历程

时间	主要事项
2009	公司成立
2009	入围交通银行（香港）IT 外包服务商
2010	签约成为澳门大丰银行新核心业务系统总集成商
2012	自主研发的“移动电子支付平台”获得软博会金奖
2013	入围成为建设银行（亚洲）核心系统开发服务商
2014	新三板正式挂牌
2014	获得国家高新技术企业资格复审
2014	入围华夏银行 IT 测试服务商
2015	入围交通银行开发服务商
2015	入围成为中信银行（国际）核心系统服务商
2015	参与潍坊智慧城市支付平台建设和运营
2015	入围中国银行（香港）IT 外包服务商
2016	入围新三板创新层企业

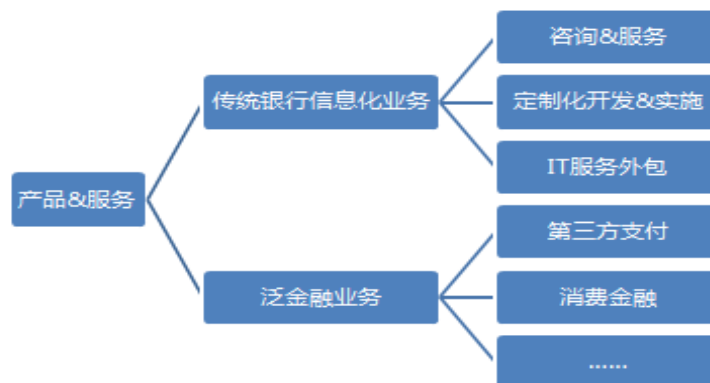
资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

公司业务：银行 IT 解决方案及泛金融业务

公司当前业务主要包括两部分，即面向传统银行机构的 IT 解决方案，以及近两年开始布局的泛金融业务：

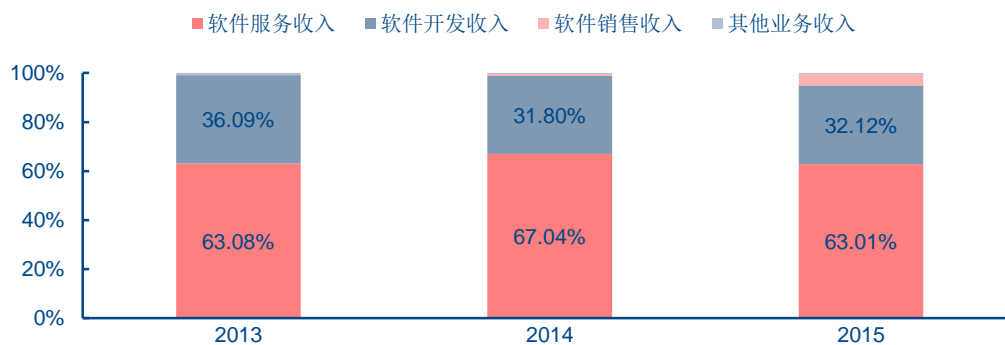
- **银行 IT 解决方案及服务外包。**内容包括银行 IT 系统的前期咨询&规划、定制化开发、测试&运维、人力外包、软件产品销售等，国有四大行、交通银行、平安银行等均为公司的客户。收入贡献方面，定制开发及专业技术服务业务为公司主要的营收来源，2015 年占公司整体收入比重超过 95%，软件产品销售目前占比仍较低，2015 年对公司整体收入贡献不足 5%。
- **泛金融业务。**公司先后研发了第三方支付平台、消费金融系统、电子账户、支付管家等产品，并先后在互联网机构实现商用。该部分业务前期主要通过软件产品&解决方案售卖模式获利，后续计划采用更为灵活的商业模式，通过软件产品售卖、软件产品免费&业务分成等多种模式和泛金融类企业展开合作。目前该部分业务仍处于前期阶段，对公司整体收入贡献忽略不计。

图 1：公司主营业务



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

图 2：公司主营业务收入结构



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

注：此处的软件销售收入包括面向传统银行软件产品及泛金融软件产品两部分

股权结构：陈兵为公司实际控制人

公司的控股股东是陈兵先生，负责公司重大事项决策和日常经营管理，持有公司股份数为 6482 万股，占总股本的 48.59%，为维恩贝特的实际控制人。

陈兵先生，1963 年 8 月出生，中国国籍，除澳门地区永久居留权外，无其它国家/地区永久居留权，本科学历，1983 年毕业于西安工业大学；1983 年至 1986 年，就职于兵器部第六二研究所；1986 年至 1998 年，就职于中国银行，历任计算机软件开发工程师和高级工程师、部门副主管；1998 年至 2009 年，就职于北京高阳金信信息技术有限公司，历任核心系统架构师、项目总监、分公司总经理、公司副总裁；2009 年创办本公司，历任有限公司董事长兼总经理、法定代表人；现任股份公司董事长兼总经理、法定代表人。

表 2：维恩贝特前十大股东最新情况

排名	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）	股本性质
1	陈兵	64,820,000	48.59%	个人股，三板流通 A 股
2	魏然	18,375,000	13.77%	三板流通 A 股
3	谢明	17,075,000	12.80%	个人股，三板流通 A 股
4	黄超民	9,750,000	7.31%	个人股，三板流通 A 股
5	东北证券有限公司做市专用证券账户	2,125,500	1.59%	三板流通 A 股
6	郭伟杰	1,950,000	1.46%	个人股，三板流通 A 股
7	上海景林资产管理有限公司-景林丰收 2 号基金	1,275,000	0.96%	境内法人股，三板流通 A 股
8	李自英	1,250,000	0.94%	个人股，三板流通 A 股

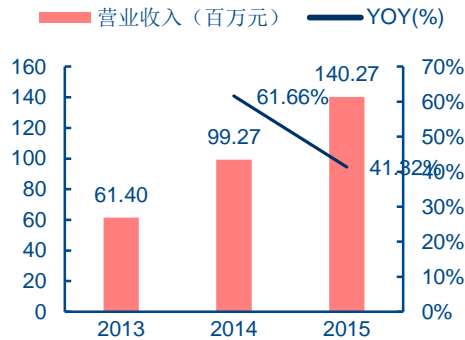
排名	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）	股本性质
9	红塔资产-国信证券-银桦智汇投新三板3号资产管理计划	1,250,000	0.94%	境内法人股，三板流通A股
10	深圳市保腾创业投资有限公司-深圳宝腾丰亨证券投资基金	1,000,000	0.75%	境内法人股，三板流通A股

资料来源：公司年报，中信证券研究部整理，注：信息统计截至2016年7月4日

财务分析：2015年实现收入1.4亿元，归属净利润0.29亿元

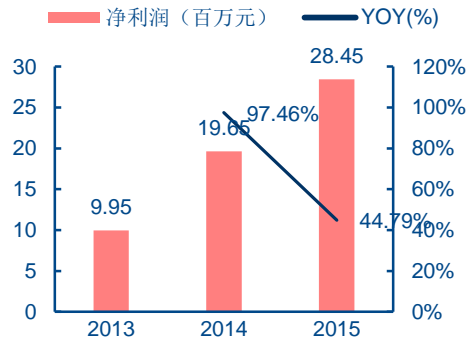
公司2015年实现营业收入1.4亿元，同比增长41.32%，归属净利润达2869万元，同比增长38.15%，收入和利润增速均高于行业平均水平，主要源于老客户的持续贡献，以及新用户的大力开拓，其中交通银行、平安银行项目收入较上年分别增长19.64%、59.39%，同时邮政储蓄银行、苏州银行、微众银行等机构在2015年成为公司客户。收入结构方面，面向传统银行机构的专业服务和软件定制开发收入仍为公司主要收入来源，分别占比63.01%、32.12%，银行软件产品销售、泛金融等业务收入占比合计不足5%。

图3：维恩贝特营业收入和YOY



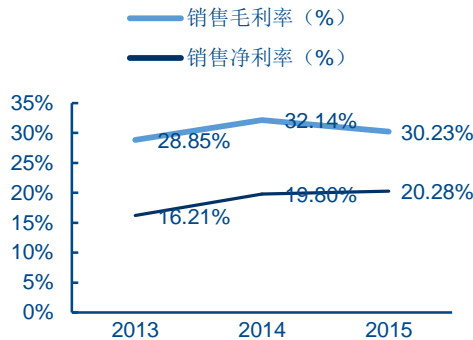
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图4：维恩贝特净利润和YOY



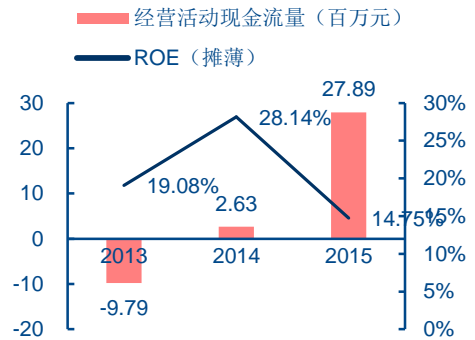
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图5：维恩贝特历年盈利能力



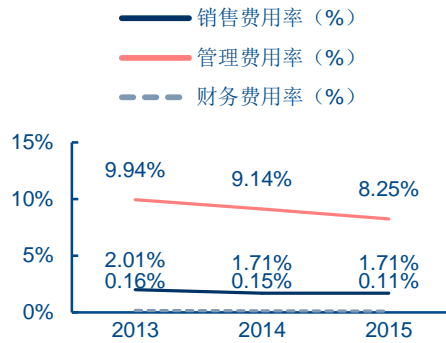
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图6：维恩贝特历年现金流与ROE



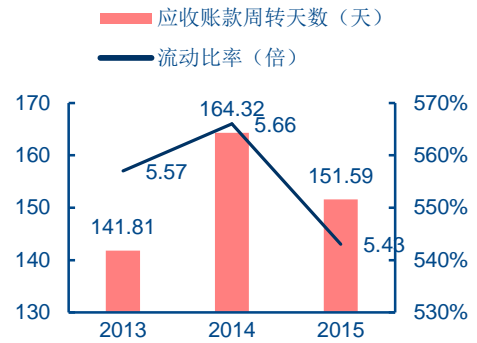
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：维恩贝特三项费用率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 8：维恩贝特营运效率



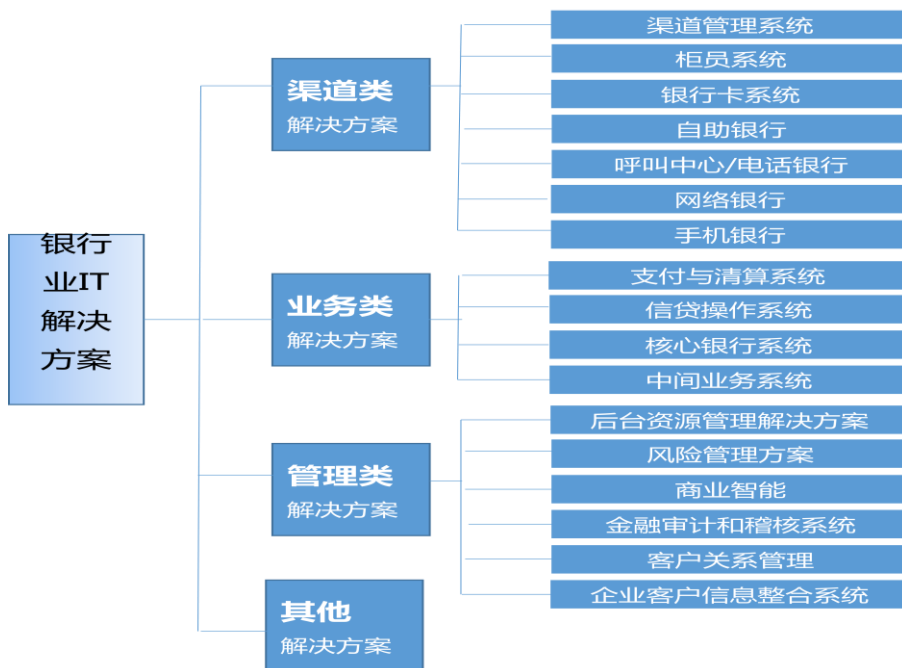
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

行业分析：国内银行业 IT 解决方案市场快速增长，能提供一体化解决方案的国内企业有望成为市场主要受益者

国内银行业 IT 解决方案市场快速增长

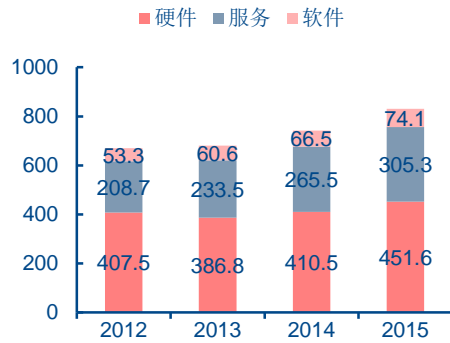
IDC 数据统计显示，2015 年国内银行业 IT 投资规模达到 831.1 亿元，较 2014 年增长 11.9%，投资结构方面，硬件投入达 451.6 亿元，仍维持较高投资占比。国内银行业 IT 解决方案 2015 年规模为 225.2 亿元，其中服务类为 182.4 亿元，软件业务为 42.79 亿元，解决方案整体规模较 2014 年增长 23.5%，近三年的 CAGR 为 22.8%。

图 9：国内银行业 IT 解决方案主要涉及业务模块



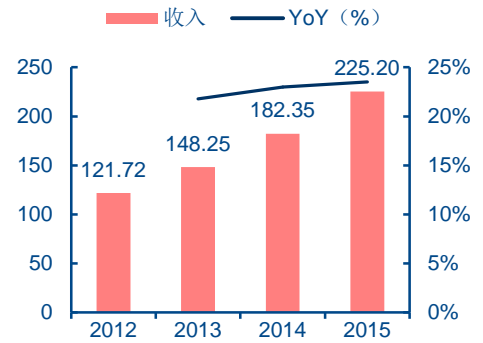
资料来源：公司转让说明书，中信证券研究部整理

图 10: 国内银行业 IT 投资规模 (亿元)



资料来源: IDC, 中信证券研究部整理

图 11: 国内银行业 IT 解决方案市场规模 (亿元)



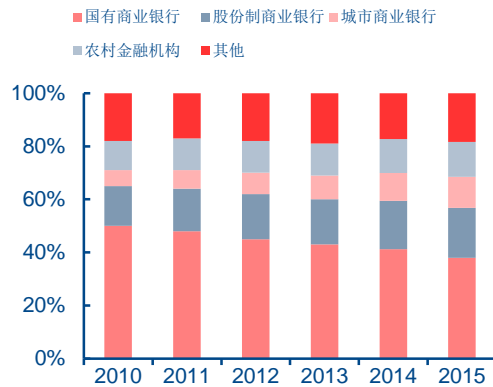
资料来源: IDC, 中信证券研究部整理, 注: 此处“解决方案”统计口径为和银行业务紧密相关 IT 软件及服务投入

多因素驱动银行 IT 解决方案市场发生显著改变

目前, 银行体系正大力推行利率市场化改革, 国家政策强调信息安全自主可控, 云计算开始在国内实现规模普及, 银行业务、国家政策、底层技术等因素的变化正对国内银行 IT 市场发生深远的影响。

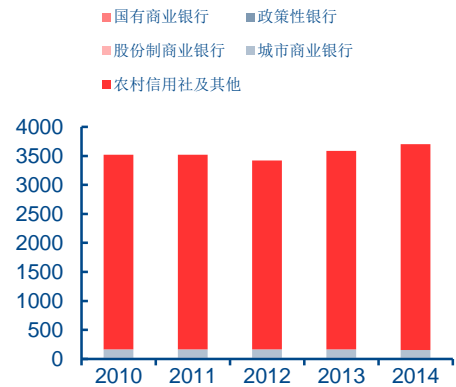
银行业务: 呈现市场化、创新化发展趋势。银行利率市场化推进, 银行业从业机构增多, 互联网企业的积极进入, 以及银行业自身业务创新的推动, 需要支撑银行业务的核心 IT 解决方案更为强大, 同时更具有灵活性和可扩展性。具体到业务逻辑层面, 核心系统、渠道系统、管理系统均需要进行相应的业务逻辑优化和功能丰富, 成本层面, 需要采用更为经济的方式进行实施和部署。

图 12: 国内各类银行资产占比结构



资料来源: 银监会, 中信证券研究部整理

图 13: 国内各类银行保有数量



资料来源: 银监会, 中信证券研究部整理

产业政策: 强调信息安全&自主可控。自 2013 年以来, 信息安全逐步上升至国家战略高度, 2014 年 9 月, 银监会、发改委等机构联合发布银行业 IT 自主安全可控的指导意见。意见明确提出要在 2019 年, 实现安全可控信息技术在银行业总体达到 75% 左右的使用率, 从政策上支持银行 IT 领域的国产化替代, 并明确了具体的时间表。

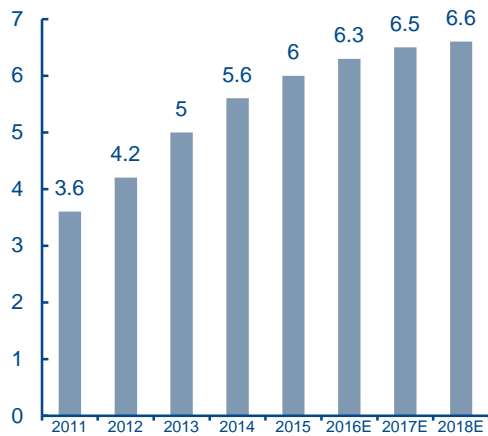
表 3：国家加强银行 IT 自主可控的政策列表

类别	内容描述
政策名称	《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》
颁布时间	2014 年 9 月
颁布机构	银监会、发改委、科技部、工信部等
主要内容	到 2019 年，掌握银行业信息化的核心知识和关键技术；实现银行业关键网络和信息基础设施的合理分布，关键设施和服务的集中度风险得到有效缓解；安全可控信息技术在银行业总体达到 75% 左右的使用率，银行业网络安全保障能力不断加强；信息化建设水平稳步提升，更好地保护消费者权益，维护经济社会安全稳定。

资料来源：银监会，中信证券研究部整理

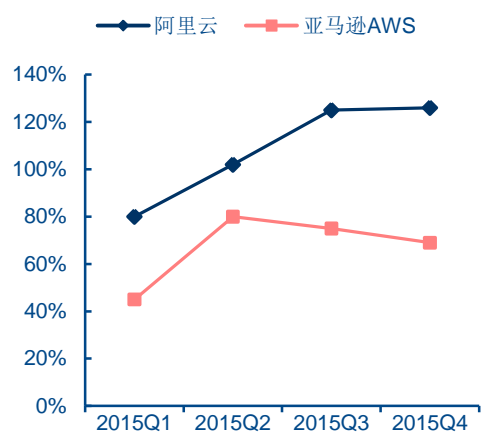
底层技术：移动互联网&云计算推动开放式、可扩展系统的部署。移动互联网的迅猛发展正在不断拉近银行和最终用户之间的距离，银行 IT 系统需要采用更为弹性的部署策略以适应业务的不断变化和规模扩展。在云计算环境下，昂贵的大型机、小型机不再是承载银行机构 IT 计算能力的唯一选项，廉价的 X86 服务器将成为可选项，基于 X86 的开放式、可扩展计算架构将率先在银行外围系统实现快速普及，并使得上层应用摆脱对下层底层架构的严重依赖，大幅降低国内 IT 解决方案提供者技术进入门槛以及银行既有业务系统的替代成本，利好国内厂商。

图 14：国内移动互联网用户规模（亿人）



资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

图 15：阿里云&亚马逊 AWS 收入增速数据



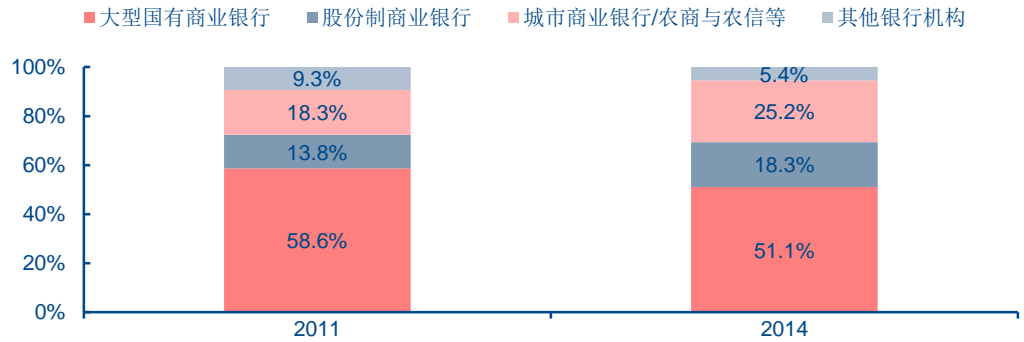
资料来源：阿里巴巴、亚马逊公开财报，中信证券研究部整理

能提供一体化解决方案的国内企业有望成为市场主要受益者

受银行自身市场化诉求、国家政策推动，以及互联网、云计算等技术发展的共同影响，我们判断国内银行 IT 解决方案市场未来将呈现如下发展趋势：

- 1) **交付形式：专业服务为主，标准化产品为辅。**从下游客户来看，截至目前，国有商业银行、全国性股份制商业银行仍是国内银行 IT 投资的主体，2014 年合计份额占比接近 70%，上述主体 IT 系统建设的方式仍主要以定制开发、二次开发等方式为主，专业化服务长期仍将占据主导地位，同时标准化软件产品有望伴随中小银行机构信息化程度提升而实现快速增长。

图 16：国内银行业 IT 投资市场份额分布



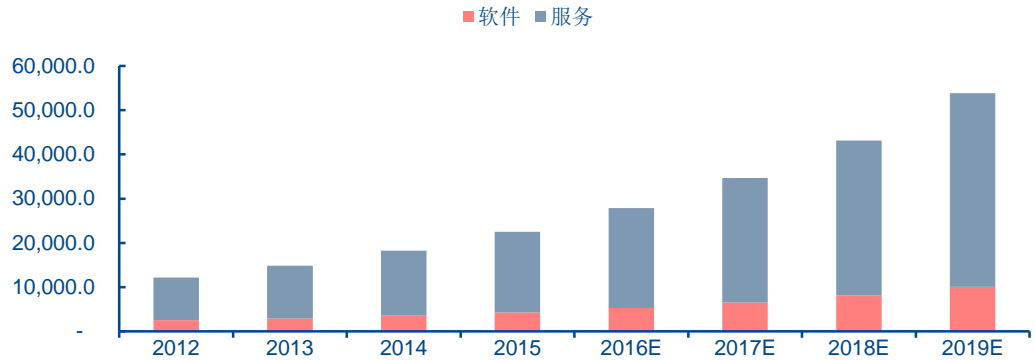
资料来源：IDC，中信证券研究部整理

表 4：我国银行业机构 IT 建设情况

银行规模	典型企业	IT 化现状
国有大型银行	中、农、工、建、交	以定制化开发专用系统为主，少部分外围系统采取外包方式购买。
中大型商业银行	招商银行等股份制银行	大多采用标准化的软件平台作为操作基础，同时根据具体的业务需要进行二次开发或个性化定做。
中小银行机构	各类型农信社、农商行等	IT 化程度较低，大多采用标准化软件平台，IT 化速度上也相对较慢

资料来源：公司转让说明书，中信证券研究部整理

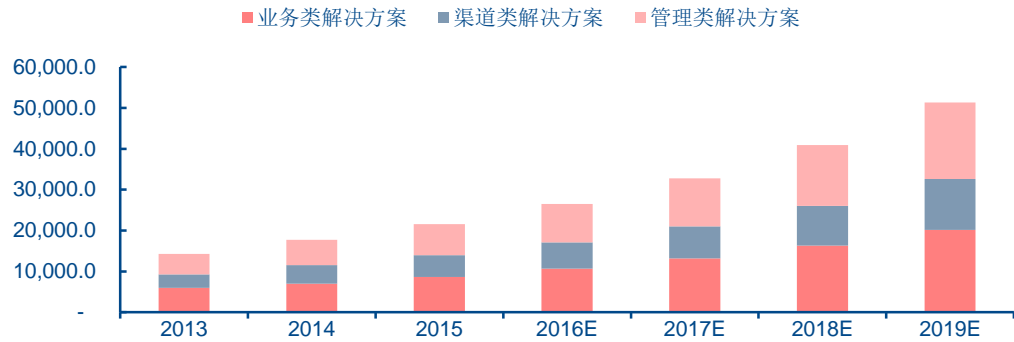
图 17：国内银行业 IT 解决方案市场规模数据（按产品形态）



资料来源：IDC，中信证券研究部整理

- 2) **产品形态：核心业务系统有望进入新一轮升级周期，管理类、渠道类系统占比快速提升。**过去几年，银行业务的改变反映到 IT 解决方案层面，直接体现为 BI、客户关系管理等管理类系统解决方案份额占比的明显提升。未来伴随着银行创新渠道体系搭建，以及以客户为中心的业务策略执行，我们预计银行管理类、渠道类 IT 解决方案将出现明显增长。在互联网冲击下，银行的业务逻辑也需要进行相应的改变，目前的第四代核心系统较少考虑互联网层面的影响，我们判断新一代核心系统的开发有望快速启动，从而带来新一轮的投资高潮。

图 18：国内银行业 IT 解决方案市场规模数据（按业务模块）



资料来源：IDC，中信证券研究部整理

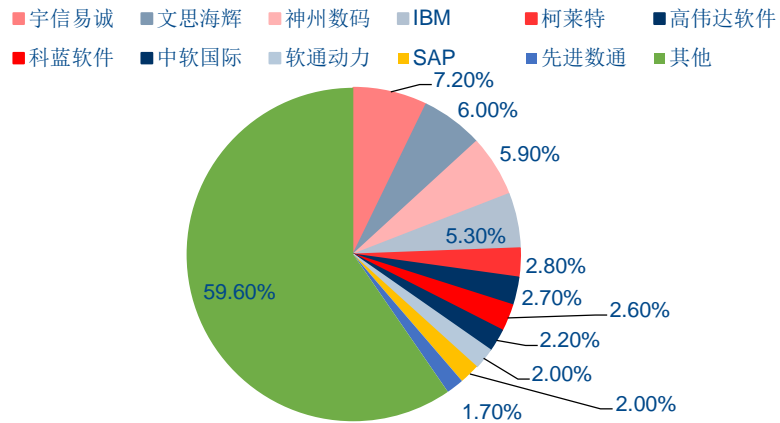
表 5：国内主要银行最新一代核心业务系统立项及上线时间

名称	立项时间	上线时间
中国工商银行	2008 年	2012 年
中国农业银行	2009 年	2015 年
中国银行	2004 年	2009 年
建设银行	2011 年	2013 年
交通银行	2010 年	2015 年
招商银行	2011 年	2013 年
中信银行	2013 年	2015 年
兴业银行	NA	2016 年
光大银行	NA	NA
华夏银行	2004 年	2009 年
民生银行	2005 年	2013 年
广东发展银行	2014 年	2016 年
平安银行	NA	NA
浦发银行	NA	2016 年

资料来源：各公司官网，中信证券研究部整理

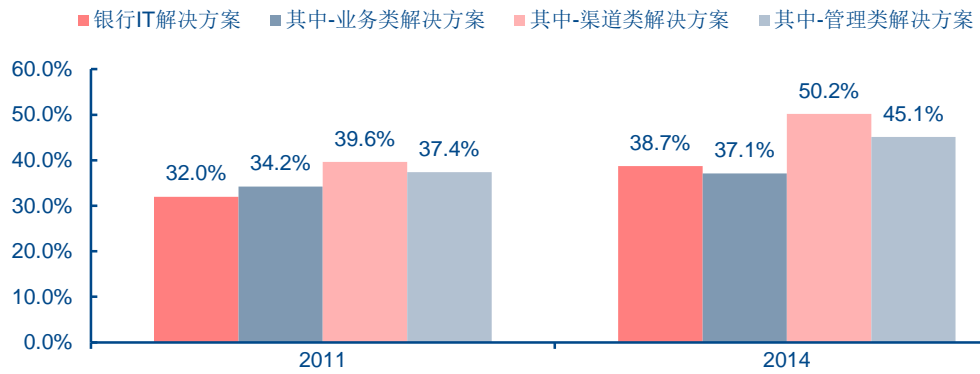
- 3) **市场集中度：料将缓慢提升，看好提供专业服务&产品的国内厂商。**自 2011 年以来，国内银行业 IT 解决方案市场整体及各细分模块市场集中度呈现明显上升的态势，2011 年整体市场 TOP 10 厂商的份额为 32%，到 2014 年该占比提升至 38.7%。受信息安全自主可控影响，我们预计未来 IBM、SAP 等海外厂商的份额将受到持续挤压。总结来说，未来市场集中度的提升将是缓慢而持续的过程，叠加对未来交付形式、产品形态的判断，我们预计宇信易诚、文思海辉等人力外包服务企业长期空间将被持续压缩，能提供一体化解决方案的国内厂商长期最具有发展机会，长亮科技、安硕信息、维恩贝特等相关企业近年来业绩持续高速增长进一步证实了上述判断。

图 19：国内银行业 IT 解决方案市场份额分布（2014）



资料来源：wind，中信证券研究部整理

图 20：国内银行 IT 解决方案 TOP 10 厂商市场份额



资料来源：IDC，中信证券研究部整理

表 6：国内主要上市银行 IT 解决方案提供商营收表现（百万元）

公司名称	2014	2015	YoY (%)	备注
长亮科技	235.3	393.63	67%	
恒生电子	300.47	341.05	14%	
安硕信息	216.64	289.91	34%	
天阳科技	140.09	173.23	24%	
维恩贝特	99.26	140.27	41%	
天玑科技	158.04	138.64	-12%	收入以 IT 人力外包服务为主

资料来源：各公司财报，中信证券研究部整理，注：统计未计入相关公司系统集成业务收入，未考虑银行 IT 收入无法单独确认的相关公司

公司分析：传统银行业务快速增长，泛金融业务初具雏形

传统银行业务：定位高端市场，专业服务致胜

业务布局：一体化的银行 IT 解决方案及专业服务。公司从业务逻辑、技术架构最为复杂的银行核心业务系统定制化开发起步，经过多年的扩展，目前公司业务内容已经覆盖 IT 实施咨询&规划、定制化开发、资源外包等，能面向银行机构提供一体化的 IT 解决方案及专业服务，实现业务流的完整闭环。

图 21：公司银行信息化业务产品&服务列表



资料来源：公司转让说明书，中信证券研究部整理

业务策略：定位高端市场，专业服务致胜。公司自成立以来，始终坚持“决战高端，赢在服务”的基本经营策略，聚焦于一线大中型银行机构等高端市场，以核心业务系统定制化开发为起点，实现业务链条上下游拓展。公司主要业务骨干均来自于高阳集团，在银行核心业务系统领域专业优势明显，公司以核心业务系统开发为突破口，不断实现业务的横向、纵向拓展，先后培育系统咨询规划、资源外包等业务能力，以开发带动专业服务业务，最终形成一体化的 IT 解决方案和服务能力。

表 7：公司核心业务骨干人员背景信息

姓名	职位	工作经历
陈兵	董事长	原中国银行软件工程师；北京高阳金信核心系统架构师、公司副总裁，公司创始人
谢明	公司董事、财务总监	原中国银行软件工程师；北京高阳金信系统分析师和业务专家，公司创始人
黄超民	公司董事、副总经理	原北京高阳金信区域销售总监
梁旭建	公司董事、副总经理	原北京高阳金信深圳技术中心总经理
刘金华	公司董事、业务创新中心总监	原中国银行软件工程师；北京高阳金信系统分析师
覃志民	公司副总经理	原神州数码高级架构师
陈文渊	上海维恩字特总经理	原 IBM GBS 咨询顾问
马越	公司副总经理	原 TCS 高级业务顾问

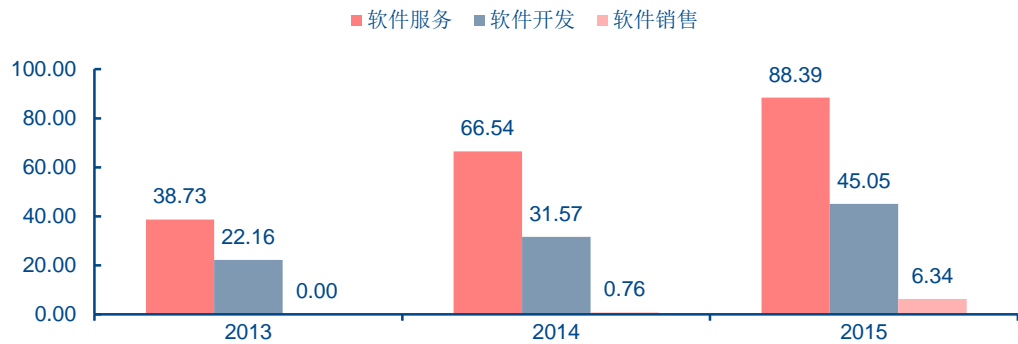
资料来源：公司年报，公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 8：公司承担部分代表性银行信息化项目列表

时间	客户名称	项目内容
2010	大丰银行	大丰银行核心系统总集成商
2010	交通银行	香港分行核心主机系统开发维护
2010	深圳发展银行	新核心业务咨询
2010	腾邦国际	第三方支付平台建设项目
2011	上海农商行	新核心选型及 PMO 项目
2011	华润银行	新核心系统业务咨询项目
2012	建银亚洲	建银亚洲核心系统
2012	平安银行	平安银行、深发展银行合并项目
2013	交通银行	深研 531 数据移植、封装打印及香港分行渠道后台系统
2013	交通银行	海外网银及境内分行特色业务系统
2014	平安银行	核心系统开发维护
2014	中信（国际）银行	中信（国际）核心系统开发维护
2014	华润银行	测试服务项目、IT 外包服务
2014	交通银行	ODS 数据服务
2014	TATA 银行	核心系统及卡系统新增需求开发及系统性能优化
2015	华夏银行	核心测试服务
2016	大丰银行	新总账系统，ATMP 系统建设

资料来源：公司年报，公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 22：公司各项业务收入（百万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

客户基础：覆盖内地、港澳地区主要大中型银行机构。目前公司的产品和服务覆盖了包括国有商业银行、股份制银行、城市商业银行在内的多家银行客户，公司客户主要集中在发达地区，以中大型金融客户群体为主，客户包括中国银行、建设银行、交通银行、平安银行、华夏银行和邮政储蓄银行等大中型客户和 TATA、IBM 等大型国际企业。同时，在客户营收贡献方面，公司对单一客户的依赖度逐年降低，TOP 5 客户的营收贡献占比已经从 2013 年的 86% 下降到 2015 年的 62%。

表 9：公司主要内地银行机构客户列表

客户类别	代表性客户
国有商业银行	中国银行、交通银行、工商银行等
股份制银行	平安银行、华夏银行、广发银行等
城市商业银行	宁波通商银行、华润银行等
准金融/非金融公司	腾邦国际、海科融通等

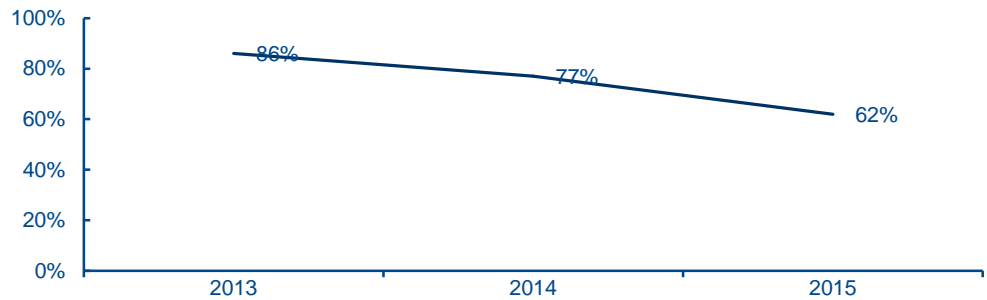
资料来源：公司转让说明书，中信证券研究部整理

图 23：公司港澳地区主要客户列表



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

图 24：公司 TOP 5 客户营收贡献占比



资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

未来规划：围绕核心业务持续丰富业务形态、拓展海外市场。面向大型银行机构的解决方案及专业服务为公司的核心业务，同时基于公司在上述领域的积累，公司计划在最终产品形态以及市场区域方面不断拓展，以丰富营收来源：

- **标准化软件产品输出。**借助公司在专业服务、定制化开发方面的积累，公司将不断通过标准化的软件产品进入快速发展的中小银行市场，以丰富自身的营收来源。
- **海外市场拓展。**借助在深圳地区的区位优势，公司计划进一步加大在中国香港和澳门地区的拓展力度，增加境外业务在公司业务中的比重。相较于内地市场，港澳地区银行信息化业务一般具有较高的毛利率，同时回款周期也较为可控。

泛金融业务：产品布局初具雏形，并形成标杆性项目

产品布局：初具雏形。公司从银行核心系统定制化开发起步，在传统银行信息化领域形成了一体化产品服务布局，并对银行相关的业务逻辑形成了深刻的认知和积累。借助这种业务上的优势和积累，公司开始将自身业务向快速发展的泛金融领域进行拓展，先后推出第三方支付平台、消费金融、电子账户等系列产品及平台。

图 25：公司泛金融产品描述

第三方支付平台	P2P	消费金融	电子账户平台	支付管家
<ul style="list-style-type: none"> • 技术架构成熟 • 多平台支持 • 扩展能力灵活 • 安全机制稳定 • 标准财务体系 • 模块统一管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 支持资金托管 • 银行级安全保障 • 标准的财务体系 • 银行级别独立账户体系 	<ul style="list-style-type: none"> • 管理全生命周期 • 极速处理 • 多资金源 	<ul style="list-style-type: none"> • 银行级标准账务体系 • 系统安全 • 有据可查 • 灵活的账户配置 • 以客户为中心 • 快速开发、二次开发 	<ul style="list-style-type: none"> • 智能路由 • 多支付通道 • 全自动对账 • 多平台支持 • 极速接入 • 7×24保障

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

产品运营：在平安金科建立标杆项目。目前公司的泛金融类相关产品已经在平安金科、香港中信银行、宁波通商银行等机构成功上线，2016 年，公司为平安金科搭建的电子账户系统成功上线，系统包括以客户为中心的客户管理、灵活配置的账户管理、银行级标准的账务体系和系统安全防护等功能。商业模式方面，前期已上线项目主要通过软件产品及解决方案售卖的模式，同时考虑到下游机构客户的多样性，公司后续计划采用更为灵活的合作方式，包括直接软件产品售卖、产品免费及业务分成等方式。同时，公司先后投资迅销科技、北京江融信等相关公司，在泛金融领域不断拓展合作伙伴。

表 10：公司代表性泛金融项目列表

项目投产时间	客户名称	项目名称
2012	腾邦国际	移动第三方支付平台
2013	海科融通	移动第三方支付平台
2014	宁波通商银行	互联网金融解决方案
2015	金工场	互联网金融服务平台
2015	迅销科技	电商平台，混合支付平台
2015	潍坊市	智慧城市云支付平台
2016	大丰银行	电商支付平台
2016	香港中信银行	香港 WeChat 派利是业务
2016	平安金科	电子账户系统

资料来源：公司官网，公司年报，中信证券研究部整理

表 11：公司投资并购列表

时间	投资公司	公司主营业务
2015 年	深圳迅销科技	信用卡积分管理等
2015 年	北京江融信	消费金融、互联网金融等
2015 年	北京中电达通	电信用户数据分析

资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

风险因素

行业风险。行业竞争持续加剧风险，国内 IT 人力成本持续大幅提升风险。

公司风险。公司泛金融业务拓展不及预期风险，公司核心人员流失风险。

盈利预测与关键假设

关键假设：

- 1) 收入方面。**公司为国内领先的银行 IT 解决方案及服务提供商，长期料将是去 IOE、银行市场化改革的主要受益者之一，中短期市场增速料将显著高于行业平均水平。同时公司新布局的泛金融业务有望逐步贡献规模收入。软件技术服务部分，我们预计公司 2016/17/18 年收入为 1.19/1.62/2.19 亿元，同比增速为 34.5%/36.0%/35.5%，软件技术开发部分，我们预计公司该部分收入在 2016/17/18 年为 0.64/0.93/1.31 亿元，同比增速为 43.0%/45.0%/40.0%。软件产品销售及其他方面，我们预计 2016/17/18 年的收入为 0.15/0.30/0.50 亿元。
- 2) 成本方面。**受制于人力成本的逐年提升，我们预计公司各业务模块的毛利率将会持续小幅下滑，我们预计公司软件技术服务业务在 2016/17/18 年的毛利率为 26.0%/25.0%/24.0%，软件技术开发业务毛利率为 29.0%/28.0%/27.0%，软件产品销售及其他业务为 90.0%/90.0%/90.0%。
- 3) 费用方面。**公司泛金融类产品开发已经初具雏形，相关费用投入有望保持相对稳定。我们预计公司 2016/17/18 年管理费用、营销费用占整体收入的比重分别为 9.0%/9.0%/9.0%、1.7%/1.7%/1.7%。

表 12：公司收入、成本、费用预测

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入（千元）					
软件技术服务	66,537	88,392	118,887	161,686	219,085
软件技术开发	31,568	45,053	64,426	93,418	130,785
软件产品销售及其他	1,157	6,827	15,361	29,954	50,023
合计	99,261	140,272	198,674	285,058	399,893
收入增速（%）					
软件技术服务	71.8%	32.8%	34.5%	36.0%	35.5%
软件技术开发	42.5%	42.7%	43.0%	45.0%	40.0%
软件产品销售及其他	126.5%	490.2%	125.0%	95.0%	67.0%
合计	61.7%	41.3%	41.6%	43.5%	40.3%
毛利率（%）					
软件技术服务	30.1%	26.1%	26.0%	25.0%	24.0%
软件技术开发	35.0%	29.3%	29.0%	28.0%	27.0%
软件产品销售及其他	69.1%	90.4%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	32.1%	30.2%	31.9%	32.8%	33.2%
费用率（%）					
营业税金及附加	7.3%	4.3%	9.9%	14.3%	20.0%
管理费用	9.1%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
营销费用	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
总费用率	11.0%	10.1%	11.0%	10.9%	10.8%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

盈利预测。基于以上假设，经模型测算得出公司 2016/17/18 年归属净利润分别为 0.41/0.59/0.84 亿元，CAGR 为 43.2%。按目前 1.33 亿股股本计算的 2016/17/18 年 EPS 为 0.31/0.44/0.63 元。

表 13：公司核心财务指标预测

项目/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	99.3	140.3	198.7	285.1	399.9
增长率 YoY(%)	61.7	41.3	41.6	43.5	40.3
归属净利润(百万元)	20.8	28.7	40.8	59.3	84.3
增长率 YoY(%)	105.2	38.1	105.2	105.2	105.2
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.16	0.22	0.31	0.44	0.63
毛利率(%)	32.1	30.2	31.9	32.8	33.2
净资产收益率(%)	31.3	21.0	19.7	24.0	26.4
每股净资产(元)	0.6	1.5	1.6	2.1	2.7

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

估值分析

估值分析。当前 A 股银行 IT 相关公司股价对应 2015/16/17 平均 PE 为 170/85/61 倍，新三板做市转让公司股价对应 2015 年平均 PE 为 34 倍，A 股公司收购一级市场标的估值对应 2015/16/17 平均 PE 为 29/24/14 倍。

表 14：A 股银行 IT 相关公司估值

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)			PE (倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
长亮科技	300348.SZ	93.63	32.04	36.74	79.86	112.65	255	117	83
安硕信息	300380.SZ	64.25	46.75	21.39	--	--	300		
高伟达	300465.SZ	92.96	68.89	41.23	74.83	107.21	225	124	87
恒生电子	600570.SH	383.66	62.1	453.73	618.12	813.78	85	62	47
中科金财	002657.SZ	183.74	54.43	160.33	224.92	308.17	115	82	60
信雅达	600571.SH	110.93	25.23	102.14	179.18	251.7	109	62	44
金证股份	600446.SH	259.6	34.54	255.52	401.7	564.74	102	65	46
平均		169.82					170	85	61

资料来源：wind 一致预期，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 7 月 21 日收盘价

表 15：新三板银行 IT 解决方案相关公司估值

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2015 收入	2015 净利润	2015 PE
				(百万元)	(百万元)	
棠棣信息	833777.OC			82.26	26.3	
艾融软件	830799.OC	3.76	18.10	72.25	11.11	34
天阳科技	835713.OC	22.38	16.27	293.22	49.87	45
维恩贝特	831117.OC	7.44	5.58	140.27	28.45	26
凌志软件	830866.OC	18.54	5.15	272.48	64.05	29
平均		13.03				34

资料来源：wind，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 7 月 21 日收盘价

表 16：A 股公司一级市场收购银行 IT 相关企业价格

收购方	被收购方	主营业务	收购估值 (亿元)	利润承诺 (亿元)			对应 PE		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
高伟达	上海睿民	IT 解决方案	3	NA	0.2	0.26	NA	15	12
高伟达	盈行金融	IT 解决方案	1.3	NA	0.04		NA	35	
金证股份	联龙博通	IT 解决方案	5.3	0.18	0.25	0.35	29	21	15
平均			3.2				29	24	14

资料来源：wind，中信证券研究部整理

利润表（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	99	140	199	285	400
营业成本	67	98	135	192	267
毛利率	32.1%	30.2%	31.9%	32.8%	33.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2	2	3	5	7
营业费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	9	12	18	26	36
管理费用率	9.1%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
财务费用	0	0	1	0	0
财务费用率	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
其他经营损益	0	-2	-2	-2	-2
营业利润	21	30	43	64	92
营业利润率	21.1%	21.3%	21.9%	22.5%	23.0%
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	22	31	44	65	93
所得税	3	3	4	6	8
所得税率	11.5%	8.1%	8.5%	9.0%	9.0%
归属于母公司股东的净利润	21	29	41	59	84
净利率	20.9%	20.5%	20.5%	20.8%	21.1%

资产负债表（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	28	145	149	185	243
存货	0	0	0	0	0
应收账款/票据	55	63	86	117	157
其他流动资产	1	1	1	1	2
流动资产	83	209	235	304	402
固定资产	1	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	8	26	26	26	26
非流动资产	8	26	26	26	26
资产总计	92	235	261	330	427
短期借款	5	20	20	20	20
应付账款/票据	3	6	8	11	16
预收账款	0	2	2	3	4
其他流动负债	7	11	14	19	26
流动负债	15	38	44	53	66
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	15	39	44	54	67
股本	47	133	133	133	133
资本公积	3	9	8	8	9
留存收益	26	54	75	135	219
少数股东权益	3	2	2	2	2
股东权益合计	76	196	217	277	361
负债股东权益总计	92	235	261	330	427

现金流量表（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	22	31	44	65	93
所得税支出	-3	-3	-4	-6	-8
折旧和摊销	1	1	0	0	0
营运资金变动	-23	-6	-17	-23	-28
其他	5	5	-1	-1	-2
经营现金流	3	28	22	35	55
资本支出	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	3	3
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	20	-18	0	0	0
投资现金流	20	-17	2	3	3
发行股票	0	95	0	0	0
负债变化	2	15	0	0	0
股息支出	0	-1	-20	0	0
其他	0	-4	-1	0	0
融资现金流	2	106	-21	0	0
现金及现金等价物	24	117	4	37	58

主要财务指标

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
增长率(%)					
营业收入	61.7	41.3	41.6	43.5	40.3
营业利润	115.0	42.3	45.7	48.0	42.8
净利润	105.2	38.1	42.1	45.5	42.1
利润率(%)					
毛利率	32.1	30.2	31.9	32.8	33.2
EBITMargin	21.1	21.3	21.9	22.5	23.0
EBITDAMargin	21.9	22.0	21.9	22.6	23.0
净利率	20.9	20.5	20.5	20.8	21.1
回报率(%)					
净资产收益率	31.3	21.0	19.7	24.0	26.4
总资产收益率	26.1	17.6	16.4	20.1	22.3
其他(%)					
资产负债率	16.5	16.4	16.9	16.2	15.6
所得税率	11.5	8.1	8.5	9.0	9.0
股利支付率	0.6	1.8	49.1	0.0	0.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。