



东兴证券
DONGXING SECURITIES

立足金融IT，完善综合金融生态圈

——银之杰（300085）调研简报

2016年11月07日

强烈推荐/维持

银之杰

调研简报

报告摘要：

银之杰依托长期积累的客户基础、技术及服务能力、核心产品市占率在同业中均处于领先地位。通过外延并购，其主营业务拓展为金融信息化、移动商务服务和电子商务三个领域。同时公司积极参股优质金融机构，构建出较完整的互金生态圈。

公司2016年前三季度营业收入6.48亿元，同比增61.32%，归母净利润5036.79万元，同比增22.96%。业绩较快增长的主要原因是智能印控机销售业绩的大幅增长，以及移动商务服务和电子商务领域贡献的可观利润。

亿美软通牵手FICO加强数据端实力，助力各业务协同发展。2015年启动“大数据+”服务，为金融机构提供数据分析和大数据风控；打造微智通O2O微营销平台，依托其7亿客户的消费画像，助力企业客户实现精准营销等相关业务；曾是美国三大征信公司之一益博睿控股的企业，有着丰富、独特的征信数据处理经验，为华道征信提供强有力的技术支持和数据端优势。

公司在互联网保险、征信等业务牌照端都具有领先优势。易安保险牌照落地，是仅有的四家互联网保险经营牌照之一；华道征信被央行列入了首批开展个人征信业务准备工作的8家征信公司之一。

公司持续完善构建互联网金融生态圈。继华道征信和易安财险后，又参股设立票联金融、东亚前海证券、上海保险交易所和安科人寿，目标获得全牌照构建银、保、证生态闭环。

投资策略：看好公司基于数据端优势实现各业务板块之间协同发展带动业绩增长的良好态势，以及公司积极布局互联网金融新业务领域，构建综合金融生态服务体系战略的稳步推进。预计公司16-18年的营业收入分别为10.29、15.17和20.99亿元；净利润分别为1.26、1.84和2.46亿元；EPS分别为0.18、0.27和0.36元；PE分别为132.66、90.92和67.82倍。考虑到同行业可比公司估值水平和互金新业务的高成长性，我们认为公司合理的市值在210-230亿元，6个月目标价32.4元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：政策环境不及预期；牌照落地不及预期；新业务发展不及预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	192.12	619.66	1,028.82	1,516.56	2,098.87
增长率(%)	74.54%	222.53%	66.03%	47.41%	38.40%
净利润(百万元)	28.21	78.23	125.97	183.80	246.38
增长率(%)	95.25%	177.35%	61.01%	45.91%	34.05%
净资产收益率(%)	3.33%	8.11%	6.17%	8.35%	10.22%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36
PE	216.19	175.38	132.66	90.92	67.82
PB	7.71	14.28	8.18	7.59	6.93

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

夏清莹

010-66554033

xiaqy@dxzq.net.cn

喻言

010-66554012

yuyan_yjs@dxzq.net.cn

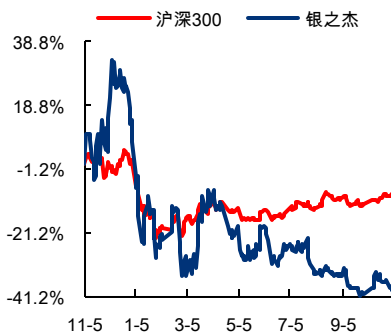
执业证书编号:

S1480516070001

交易数据

52周股价区间(元)	24.22-57.3
总市值(亿元)	165.67
流通市值(亿元)	79.68
总股本/流通A股(万股)	68401/32896
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.86

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《银之杰（300085）2016年三季报点评：业绩大幅增长，积极投入构建互金生态圈》2016-10-25
- 2、《银之杰（300085）2016年中报点评：业务协同带动业绩增长，互金布局发展可期》2016-08-24

目 录

1. 传统业务同业中长期领先，携手新业务业绩持续向好	3
1.1 客户+技术+产品维护公司行业领先地位	3
1.2 外延并购拓展主营业务，广泛布局互金生态圈	3
1.3 智能印控机带动营收大增，业绩有望保持良好增长态势	4
2. 数据端积累+牌照端优势，进一步完善互金生态圈	5
2.1 短彩信通讯积累海量数据，助力大数据、征信、精准营销协同发展	5
2.2 保险牌照率先落地，征信、证券等牌照申请进展顺利	6
3. 投资评级	7
4. 风险提示	7

插图目录

图 1: 近五年营业收入变化情况	4
图 2: 近五年归母净利润变化情况	4
图 3: 公司营业收入产品分类占比	5
图 4: 公司毛利产品分类占比	5
图 5: 亿美软通拥有庞大的移动商务数据积累	5
图 6: 亿美软通打造 O2O 平台实现精准营销	5
图 7: 亿美软通牵手美国征信巨头 FICO 实现技术合作	6

表格目录

表 1: 公司子公司及相关业务领域	3
表 2: 可比公司估值水平	7
表 3: 公司盈利预测表	8

1. 传统业务同业中长期领先，携手新业务业绩持续向好

1.1 客户+技术+产品维护公司行业领先地位

银之杰长期专注金融 IT 产品与服务，多年以来积累的客户基础、技术及服务能力、核心产品市占率在同业中均处于领先地位。

- ◆ **公司覆盖银行网点超过 8 万个，占总数的约 40%**。客户遍及国内 31 个省、市、自治区的 360 余家银行，包括三大政策性银行、五大国有商业银行、主要全国性股份制银行等。
- ◆ **公司及控股子公司已获得软件著作权 113 项、专利授权 53 项。**
- ◆ **核心金融 IT 产品智能印章控制机中标中国银行总行项目。**公司 2015 年就凭借该产品在市场推广取得了突破性成绩，并在中国农业银行、中国光大银行、中信银行、交通银行、中国民生银行等银行均取得了招标入围或市场应用的佳绩。

1.2 外延并购拓展主营业务，广泛布局互金生态圈

通过控股亿美软通和科安数字，公司的主营业务拓展金融信息化、移动商务服务和电子商务三个领域。自 2015 年并表后，新主营业务带动公司的业绩成倍增长，并持续保持良好增长态势。

同时，伴随着互联网金融行业的迅猛发展，公司通过合资设立华道征信，开启了互金领域的布局。随后，公司积极参股优质金融机构，继续布局了移动支付、互联网保险、互联网证券等领域，逐步构建出完整的互金产业生态圈。

表 1: 公司子公司及相关业务领域

公司名称	子公司类型	所属行业	主要业务布局
深圳市银之杰金融设备有限公司	全资子公司	金融信息化	金融专用设备的组装加工生产和部分核心技术的开发
深圳市银之杰技术开发有限公司	全资子公司	金融信息化	金融专业设备产品的底层控制软件及终端应用软件技术
深圳票联金融服务有限公司	参股子公司	金融信息化	银行支票金融服务业务等
北京华道征信有限公司	参股子公司	征信服务	征信服务业务及其相关业务
北京亿美软通科技有限公司	全资子公司	移动商务服务	为国内外企业提供移动通讯服务和移动互联网应用服务
深圳市科安数字有限公司	控股子公司	电子商务	家居安防等电子商务业务
易安财产保险股份有限公司	参股子公司	互联网保险	与互联网交易直接相关的企业/家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险；上述业务的再保险业务
东亚前海证券有限责任公司	参股子公司	互联网证券	拟开展全牌照证券业务

公司名称	子公司类型	所属行业	主要业务布局
上海保险交易所股份有限公司	参股子公司	互联网保险	为保险、再保险、保险资产管理等交易提供相关服务
安科人寿保险股份有限公司	参股子公司	互联网保险	传统人寿保险、人寿保险新型成品、传统年金保险、年金保险新型产品、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务、人身保险的再保险业务等

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

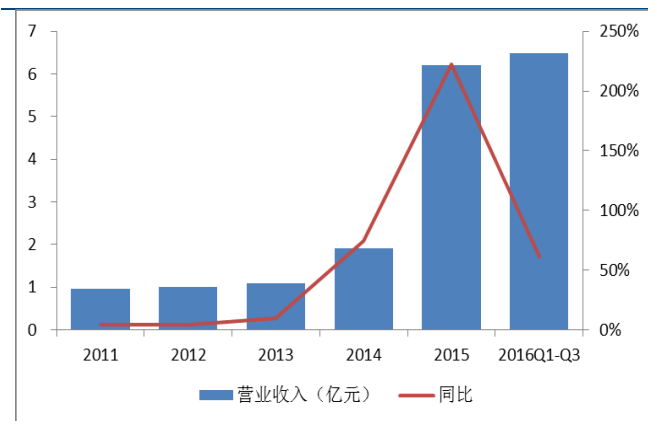
1.3 智能印控机带动营收大增, 业绩有望保持良好增长态势

公司近期公布三季报业绩, 2016 年前三季度实现营业收入 6.48 亿元, 同比增长 61.32%, 归母净利润为 5036.79 万元, 同比增长 22.96%。业绩较快增长的主要原因是公司金融信息化创新产品智能印控机成功中标入围中国银行总行项目, 带动了销售业绩的大幅增长。同时, 子公司亿美软通和科安数码分别在移动商务服务和电子商务领域持续贡献可观利润, 较去年均有较大增长。

- ◆ 其中, 亿美软通 2014 和 2015 年均超额完成业绩承诺, 分别实现净利润 4433.7 和 8432.45 万元, 完成率为 115.46% 和 175.68%;
- ◆ 科安数字的电商产品服务区域已覆盖美国、英国、德国、法国、澳大利亚、西班牙和俄罗斯等多个国家, 业绩增速较快, 推动了公司整体业绩的增长。

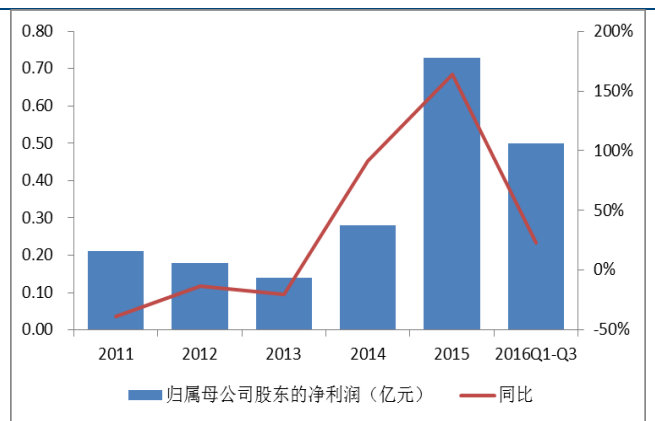
考虑到今年亿美软通上半年的营业收入依然保持良好的增长态势, 预计其今年的业绩承诺也有望超额完成。加之智能印控机订单业绩的持续释放, 以及电子商务业务的加速发展, 将共同助力公司业绩良好增长。

图 1: 近五年营业收入变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

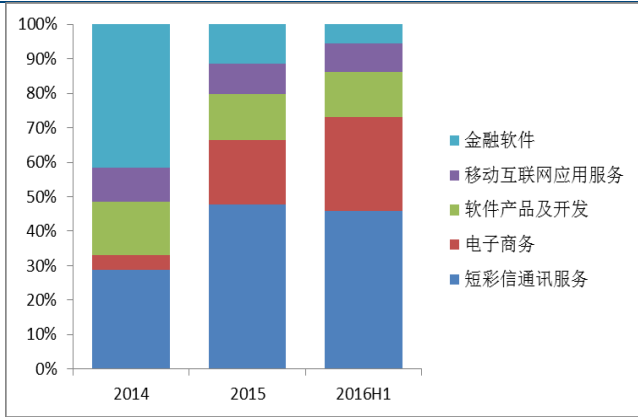
图 2: 近五年归母净利润变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

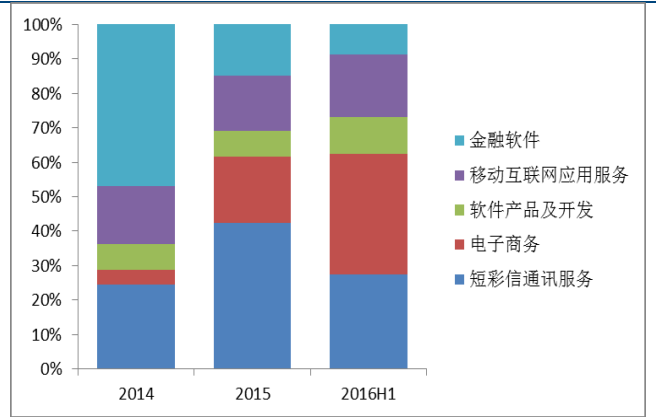
从产品分类角度看, 2016 年上半年短彩信通讯服务产品贡献了主要营业收入, 占比超过 45%; 贡献了 27.53% 的毛利, 占比较去年有较大幅度的减少; 而电子商务业务的增速则相对较快, 营收占比和毛利占比较去年均有较大增长, 分别为 27.37% 和 34.78%。

图 3: 公司营业收入产品分类占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 公司毛利产品分类占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 数据端积累+牌照端优势, 进一步完善互金生态圈

2.1 短彩信通讯积累海量数据, 助力大数据、征信、精准营销协同发展

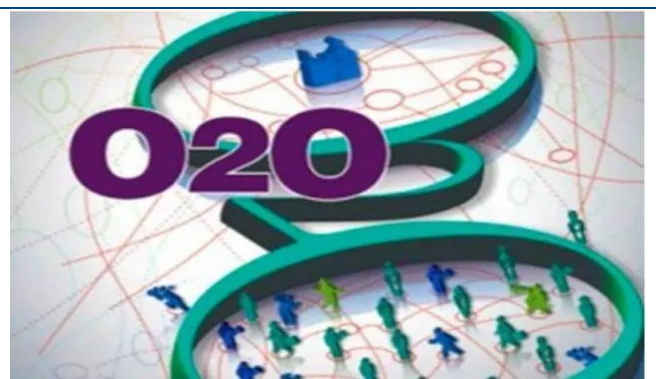
亿美软通客户覆盖率超 50%, 通过短彩信通讯业务积累了庞大的移动商务数据。根据工信部数据披露, 截止 2016 年 7 月我国的手机用户数量突破了 13 亿, 而亿美软通为 45 万家企业、超过 7 亿的手机用户服务, 覆盖率超过 50%。同时, 公司每年可以实现超过 100 亿条的短信发送量, 数据端实力强劲。2015 年公司启动“大数据+”服务, 为金融机构提供数据分析和大数据风控。同时还依托其 7 亿客户的消费画像, 通过打造微智通 O2O 微营销平台助力企业客户实现精准营销等相关服务。

图 5: 亿美软通拥有庞大的移动商务数据积累



资料来源: 官微, 东兴证券研究所

图 6: 亿美软通打造 O2O 平台实现精准营销



资料来源: 官微, 东兴证券研究所

亿美软通牵手美国征信巨头 FICO，加强数据端实力，助力个人征信业务协同发展。FICO 信用分在经过三十年的发展，在美国已经成为三大信用局以及各大银行对个人信用评判的重要依据，随着亿美软通 2016 年 9 月与 FICO 达成技术合作协议，其数据分析等技术得到了进一步提升。同时，亿美软通还曾经与美国三大征信公司之一益博睿达成战略合作，在征信行业有着丰富、独特的数据处理经验，为华道征信提供了强有力的技术支持和数据端优势，使其在我国未来征信行业的发展中有望占据领先地位。

图 7：亿美软通牵手美国征信巨头 FICO 实现技术合作



资料来源：公司新闻，东兴证券研究所

2.2 保险牌照率先落地，征信、证券等牌照申请进展顺利

公司通过参股优质子公司，积极布局移动支付等互联网金融业务，持续完善构建互联网金融生态圈。继华道征信和易安财险后，公司于 2014 年和联合金融合资成立了票联金融服务公司，成功布局移动支付业务；2016 年 4 月，又通过携手东亚银行等，共同发起设立了中外合资经营的外资参股证券公司——东亚前海证券有限责任公司；同年 6 月，公司参与设立了上海保险交易股份有限公司和安科人寿保险有限公司，加强了公司在互联网保险领域的布局。

公司在互联网金融牌照端具有较强实力，是少数获得牌照的上市公司。

- ◆ 易安保险牌照正式落地，是仅有的四家互联网保险经营牌照之一。公司 2014 年参与发起设立易安财产保险，占注册资本的 15%。2016 年 2 月 16 日，易安保险正式取得经营牌照。易安保险从生活角度出发，设计了家财险“放心易租”、资金账户安全险“理财保”、挂号险、观影险、上下班降雨险等一系列场景化、碎片化、小额化的保险产品，获得了市场的认可。同时，易安保险还与其他业务板块合作，打造出专属的特色保险产品，例如与科安数字一同推出的科安数字专属保险，能够为在科安数字电子商务平台购买产品的客户提供相关保险服务。
- ◆ 华道征信被央行列入了首批开展个人征信业务准备工作的 8 家征信公司之一，有望率先实现牌照落地。银之杰发起 2013 年设立华道征信，占有 40%的股权是公司第一大股东。基于目前公司的股东方并未从事征信业相关业务，为华道征信的第三方

独立客观的立场提供了保障。同时, 公司秉持坚决保护客户个人信息安全的原则, 充分利用数据端的优势, 为不同客户提供个性化、场景化的征信服务, 致力于把华道征信打造成国际一流的第三方征信机构。

票联金融背靠人民银行深圳中支, 具有很强的股东背景。其创建的“票联通”系统是支票领域的又一突破创新, 实现了对公业务的自助服务以及票据业务的跨行联网通用, 是银行对公业务处理的“银联”模式, 提升了金融机构对公服务的自主水平。在运营初期, 该业务便快速受理了超过 1000 多笔银行支票托收业务, 获得了客户的好评, 后续业务量一直保持稳定的增长。

加之公司在保险、征信等领域积累的牌照获取经验和优势, 我们认为公司后续证券等其他牌照的获得也将具有较强的竞争优势。互联网证券的布局是公司构建互联网金融生态圈战略的重要一环, 有利于公司实现银、保、证业务的生态闭环, 推动各业务板块之间协同发展。

3. 投资评级

我们看好公司基于数据端优势实现各业务板块之间协同发展带动业绩增长的良好态势, 以及公司积极布局互联网金融新业务领域, 构建综合金融生态服务体系战略的稳步推进。

预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 10.29、15.17 和 20.99 亿元; 净利润分别为 1.26、1.84 和 2.46 亿元; EPS 分别为 0.18、0.27 和 0.36 元; PE 分别为 132.66、90.92 和 67.82 倍。对比同行业可比公司的估值水平, 同时考虑到公司互金新业务的高成长性, 我们认为公司合理的市值区间是 210-230 亿元, 对应给予公司 2017 年 120 倍 PE, 6 个月目标价 32.4 元, 维持“强烈推荐”评级。

表 2: 可比公司估值水平

证券代码	公司名称	总市值	市盈率 PE		
			TTM	16E	17E
002657	中科金财	169.16	97.51	79.44	58.47
600570	恒生电子	366.54	73.49	66.90	51.12
600446	金证股份	255.43	117.25	70.84	52.67
300348	长亮科技	87.96	95.15	105.95	78.18
	平均	219.78	95.85	80.78	60.11
300085	银之杰	167.31	203.13	132.66	90.92

资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

政策环境不及预期; 牌照落地不及预期; 新业务发展不及预期。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	632	678	1922	2107	2481	营业收入	192	620	1029	1517	2099
货币资金	345	126	1084	939	922	营业成本	95	348	598	895	1248
应收账款	175	280	451	675	927	营业税金及附加	1	2	5	7	10
其他应收款	24	12	20	30	42	营业费用	24	73	113	167	231
预付款项	46	71	113	176	264	管理费用	48	106	175	258	357
存货	34	41	66	98	137	财务费用	-7	-7	-5	-10	-9
其他流动资产	7	148	189	189	189	资产减值损失	2.00	7.95	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	331	501	491	483	478	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	26	183	183	183	183	投资净收益	-1.25	-6.21	-7.00	-2.00	3.00
固定资产	8.36	10.57	9.62	8.67	7.72	营业利润	26	84	131	193	261
无形资产	79	81	73	65	59	营业外收入	4.40	2.79	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业外支出	0.01	2.25	0.00	0.00	0.00
资产总计	963	1179	2413	2591	2958	利润总额	31	84	137	199	267
流动负债合计	121	262	358	378	536	所得税	3	6	11	15	21
短期借款	0	25	0	0	0	净利润	28	78	126	184	246
应付账款	37	68	115	25	34	少数股东损益	1	5	0	0	0
预收款项	63	108	180	287	435	归属母公司净利润	28	73	126	184	246
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	102	162	134	191	259
非流动负债合计	6	7	1	1	1	BPS (元)	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	127	269	360	379	538	成长能力					
少数股东权益	3	10	10	10	10	营业收入增长	74.54%	222.53%	66.03%	47.41%	38.40%
实收资本(或股	263	526	684	684	684	营业利润增长	211.53%	217.28%	55.93%	47.53%	35.33%
资本公积	467	207	1085	1085	1085	归属于母公司净利润	72.65%	45.91%	72.65%	45.91%	34.05%
未分配利润	86	148	215	320	394	获利能力					
归属母公司股东	833	900	2043	2201	2410	毛利率(%)	50.39%	43.84%	41.85%	40.96%	40.56%
负债和所有者权	963	1179	2413	2591	2958	净利率(%)	14.68%	12.63%	12.24%	12.12%	11.74%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.87%	6.19%	5.22%	7.09%	8.33%
						ROE(%)	3.33%	8.11%	6.17%	8.35%	10.22%
经营活动现金流	32	33	-28	-121	15	偿债能力					
净利润	28	78	126	184	246	资产负债率(%)	13%	23%	15%	15%	
折旧摊销	82.03	85.22	0.00	0.95	0.95	流动比率	5.21	2.59	5.36	5.58	4.63
财务费用	-7	-7	-5	-10	-9	速动比率	4.94	2.43	5.18	5.32	4.37
应收账款减少	0	0	-171	-224	-252	营运能力					
预收帐款增加	0	0	72	108	148	总资产周转率	0.26	0.58	0.57	0.61	0.76
投资活动现金流	58	-269	-12	-9	-4	应收账款周转率	1	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.71	11.76	11.24	21.78	71.50
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	-6	-7	-2	3	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36
筹资活动现金流	-9	16	997	-15	-28	每股净现金流(最新	0.31	-0.42	1.40	-0.21	-0.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.17	1.71	2.99	3.22	3.52
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	141	263	158	0	0	P/E	216.19	175.38	132.66	90.92	67.82
资本公积增加	148	-260	878	0	0	P/B	7.71	14.28	8.18	7.59	6.93
现金净增加额	81	-219	958	-145	-17	EV/EBITDA	59.59	78.83	116.28	82.63	60.95

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

喻言

中国科学院大学、中科院计算所计算机系统结构博士，北京航空航天大学电子信息工程本硕。计算机行业高级研究员。曾任职华创证券研究所计算机助理研究员，华泰证券研究所计算机研究员。

联系人简介

夏清莹

计算机行业研究员，英国拉夫堡大学、银行与金融学硕士，专注互联网金融以及相关产业链等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。