

恒生电子 (600570.SH) 软件行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 55.01 元

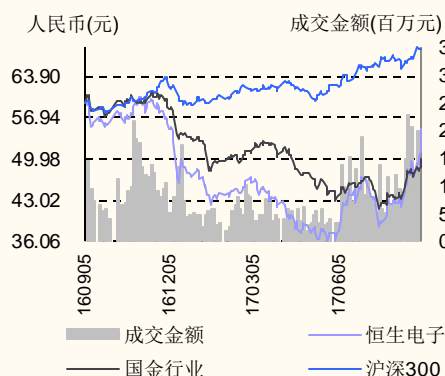
目标价格 (人民币): 62.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

创新从未缺席，龙头再筑辉煌

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	617.81
总市值(百万元)	33,985.46
年内股价最高最低(元)	60.45/36.06
沪深 300 指数	3830.54
上证指数	3367.12



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.734	0.030	0.640	0.834	1.130
每股净资产(元)	3.94	3.89	4.88	5.72	6.85
每股经营性现金流(元)	1.60	0.71	0.30	0.84	1.34
市盈率(倍)	83.02	1,592.19	85.93	65.93	48.67
行业优化市盈率(倍)	26.21	26.21	26.21	26.21	26.21
净利润增长率(%)	25.86%	-95.97%	2062.32%	30.33%	35.47%
净资产收益率(%)	18.66%	0.76%	13.11%	14.60%	16.51%
总股本(百万股)	617.81	617.81	617.81	617.81	617.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **金融信息化产品性能优异，市占率高，为公司筑就深厚护城河：**公司是国内领先的金融软件和网络服务供应商，是国内目前唯一具有全牌照的金融 IT 公司，客户涵盖证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构。公司核心产品线，具备极强的市场竞争力，部分产品占据领先市场份额。其中核心交易系统 UF2.0 性能出色，在新申请牌照券商的核心业务系统中中标率达 100%；投资管理系统 O4，在证券行业市场占有率超过 90%，保险资管中标率 100%，被认为是机构投资管理系统的标配；财富管理系统 TA4.0 在基金行业、证券行业等合计用户 200 多个，平均市场占有率达到 85% 以上。多年积累的技术壁垒以及金融客户的高用户粘性为公司筑就护城河。

■ **积极开展 SaaS 模式的 2.0 业务，拓宽市场空间：**金融信息化行业面临 SaaS 模式的升级，SaaS 模式将金融机构开展金融业务所需的软硬件系统全部云端化，使传统金融机构可以将更多精力集中在擅长的主营业务上。面对趋势，公司积极应对，相继成立了 8 家金融创新控股子公司，专注于将传统软件“上云”的 2.0 业务。目前经纪业务 2.0 产品已和恒泰、开源、申万宏源等券商合作，形成了一定的用户规模和交易量；资产管理 2.0 业务签约客户达 54 家，同比增长 54%；交易所业务 2.0 线上用户规模突破 47 万，机构签约超过 54 家。2.0 业务目前尚未形成较大的体量，但我们认为随着下游客户将业务迁移至云平台的趋势逐渐明朗，以服务收费的模式将为公司贡献更为稳健长久的利润。

■ **投入人工智能与区块链研究，3.0 业务抢先技术卡位：**金融科技发展日新月异，公司以创新为本，投入较大研发力量参与前沿技术。其中人工智能领域，公司已推出多款智能投顾和智能客服产品，以帮助金融机构实现投资顾问服务的全客户覆盖；在区块链领域，公司参与国内外多家区块链联盟，牵头研究区块链票据管理课题和以太坊轻钱包课题，参与区块链信用服务课题，并购参股海外区块链创业公司。前沿技术的布局充分彰显公司作为 FinTech 公司极强的技术储备和产品研发能力。

■ **私募与高净值客户形成资本市场新格局，公司分享多方位行业红利。**截至 2017 年 2 月底，私募基金实缴规模达 8.55 万亿元，已超越同期公募资管规模 8.36 万亿元。私募数量的增长，使得券商机构客户的差异化需求不断旺

潘宁河 联系人
panninghe@gjzq.com.cn

钱路丰 分析师 SAC 执业编号: S1130517060003
qianlufeng@gjzq.com.cn

盛，PB 业务成为券商争夺甚至是培育机构投资者的重要战场。恒生电子定位 PB 业务 IT 服务商，其 PB 系统客户占有率已实现了市场第一，将成券商 PB 业务投入的最大受益者；中小型经纪商 IT 建设负担沉重，严重制约了新兴业务的开展。恒生 2.0 业务提供 SaaS 模式的 IT 托管，成中小机构首选，将不断受益于其 IT 服务迁至云端的趋势；私人投资者增加，人工智能与大数据技术的成熟，催生了万亿级别的智能投顾市场。多家金融机构都积极开展相关业务，吸引客户。恒生电子提供相关技术模块嵌入到券商、银行的终端金融产品中，未来将分享智能投顾浪潮的红利。

估值

- 公司作为金融信息化领域的龙头，在创新领域多年保持高投入，在 PB 业务、SaaS 服务、智能投顾等新兴业务板块依然保持行业领先地位。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.64/0.83/1.13，考虑到公司综合实力，业绩持续快速增长，我们给予公司“增持”评级。

风险

- SaaS 模式 IT 服务客户接受程度未达预期；PB 业务券商投入低于预期；金融创新业务监管趋严；

内容目录

一、金融信息化龙头，创新从未止步	5
多年深耕铸就行业地位，锐意进取拓展新一代业务模式	5
坚持创新驱动，强化竞争壁垒	5
背靠蚂蚁金服生态圈，海量用户变现可期	6
二、金融信息化产品优势显著，1.0 业务奠定公司龙头地位	7
传统的金融信息化软件产品销售是公司的立足之本，公司在经纪业务、资产管理业务、财富管理业务、交易所业务、银行业务等多条产品线齐头并进。7	
经纪业务：核心交易系统技术领先	7
资产管理业务：市占率遥遥领先	8
财富管理业务：升级改造推动市占率提升	8
交易所业务：产品线齐全，多领域开花	9
银行业务：深耕细分产品线	10
三、拥抱 SaaS 浪潮，2.0 业务全面推进金融云平台	10
SaaS 模式深入影响金融信息化，恒生设立子公司积极布局	10
经纪业务 2.0：机构与个人业务齐头并进	11
资产管理业务 2.0：管理资产规模稳步增长	12
财富管理业务 2.0：提供一体化解决方案	12
交易所业务 2.0：形成场外交易所生态链	13
银行业务 2.0：静待政策风起	13
四、创新为本，深入前沿金融科技，布局 3.0 业务	14
智能投顾产品初现雏形	14
区块链研究已涉及票据管理应用	15
五、资本市场格局优化，公司分享多方位行业红利	16
私募与高净值客户成资本市场新生力量	16
私募数量增长带动 PB 业务 IT 需求	18
中小型经纪商增长带动 SaaS 模式 IT 服务	18
私人投资者增加带动智能投顾业务	19
六、盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：公司 20 余年来产品研发不断推陈出新	5
图表 2：公司营收保持稳健增长	6
图表 3：公司一直保持较高比例的研发投入	6
图表 4：公司在多个细分市场占有率先	6
图表 5：蚂蚁金服生态圈涵盖几乎所有互联网金融业务	7

图表 6: 恒生电子产品线概览 (财务数据根据 2016 年年报)	7
图表 7: 恒生 HF2.0 系统实现全业务支持	8
图表 8: 恒生最新 TA 系统覆盖基金业务全周期	9
图表 9: 公司 TA 系统实现对多家友商系统的更换	9
图表 10: SaaS 模式可以有效降低中小企业信息化门槛	11
图表 11: 经纪业务 2.0 同时面向机构和个人客户	12
图表 12: 资产管理业务 2.0 切入估值、策略交易等需求	12
图表 13: 财富管理 2.0 业务推进一体化解决方案	13
图表 14: 交易所 2.0 业务形成场外交易生态链	13
图表 15: 银行业务 2.0 服务理财和互联网金融业务	14
图表 16: 海外智能投顾公司已发展初步的盈利模式	15
图表 17: 区块链技术与票据业务的融合	16
图表 18: 恒生电子近年来多方位参与区块链研究	16
图表 19: 私募基金管理规模逐年增长	17
图表 20: 私募基金管理规模已超越公募基金	17
图表 21: 个人可投资资产超 1000 万人数 (万人) 逐年增长	17
图表 22: PB 业务为高端机构客户解决一揽子服务	18
图表 23: 多家金融机构开展智能投顾业务	19
图表 24: 恒生电子分产品线营收预测 (万元)	20

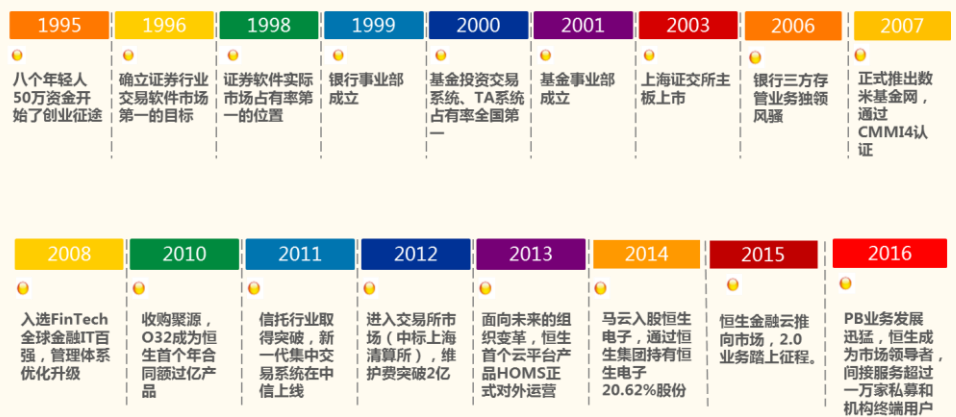
一、金融信息化龙头，创新从未止步

多年深耕铸就行业地位，锐意进取拓展新一代业务模式

- 产品覆盖全金融行业。**恒生电子股份有限公司创立于 1995 年，2003 年在上海证券交易所主板上市，是国内领先的金融软件和网络服务供应商。公司聚焦于金融资产管理信息化，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体的解决方案和服务，以及为个人投资者提供财富管理工具。公司是国内目前唯一具有全牌照的金融 IT 公司，业务覆盖资本市场的绝大多数领域。公司领先的产品技术不仅深获用户认可，同时连续九年进入《美国银行家》杂志评选的全球金融科技百强 (FinTech 100) 榜单，是中国公司取得的最佳排名。

图表 1：公司 20 余年来产品研发不断推陈出新

恒生电子发展历程



来源：公司资料，国金证券研究所

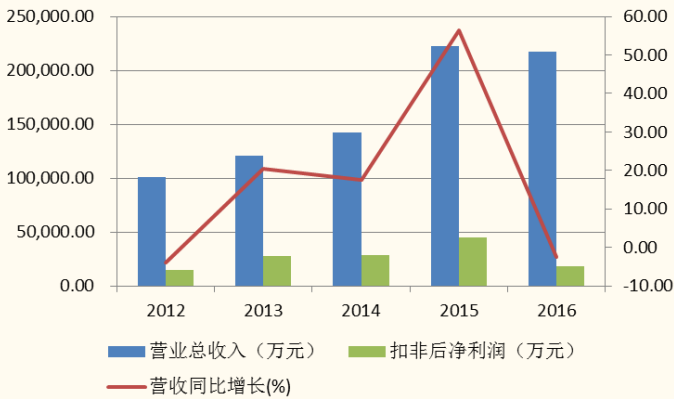
- 公司积极向新一代业务模式迈进。**金融科技进化日新月异，公司并未满足传统业务的既有成就，而是不断开拓新的业务模式。公司目前的业务模式包括 1.0 业务模式和 2.0 业务模式，正在逐步发展 3.0 业务模式：
 - 1.0 业务模式是指向金融客户销售传统的软件，收入的主要来源是软件产品的销售以及适当的服务费；
 - 2.0 业务模式是指利用云计算和互联网，向金融客户提供 IT 及托管服务等，收入的主要来源是 IT 管理服务费；
 - 3.0 业务模式是利用 IT 平台技术，提供技术互联互通，为金融客户的金融业务提供协同服务，收入的主要来源是业务合作费的分成。

目前 1.0 业务带来的收入占公司收入的绝大部分，2.0 业务处于起步发展的阶段，但总体规模还不大，3.0 业务模式则尚处于研发、投入与试点阶段。

坚持创新驱动，强化竞争壁垒

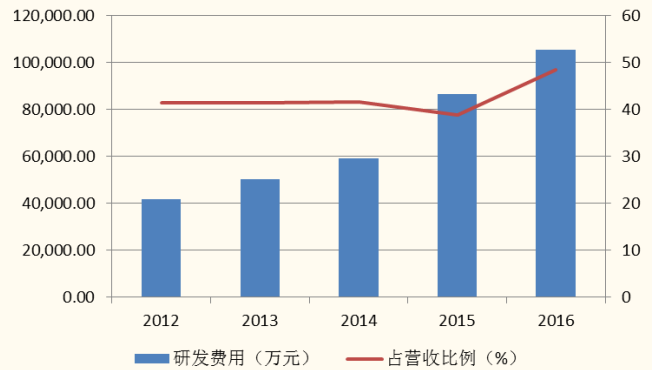
- 高研发投入成公司技术优势保证。**公司 2016 年的研发投入费用总计 10.51 亿元人民币，占营业收入 48.43%。2016 年公司研发人员数量为 4295 人，占公司总人数比为 63%。公司不管是研发人员数量还是研发费用投入均在业内处于领先水平，保证了恒生源源不断的创新能力。

图表 2：公司营收保持稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

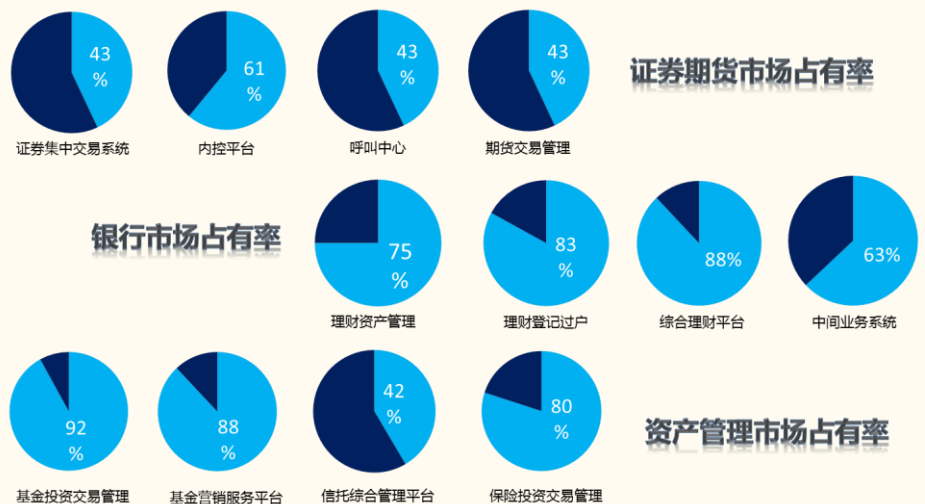
图表 3：公司一直保持较高比例的研发投入



来源：公司年报，国金证券研究所

- **市场占有率领先。**金融信息行业技术壁垒相对较高，对 IT 系统的稳定性、可靠性等要求苛刻。公司经过 20 多年的持续经营，积累了较强的品牌优势，具备了面对全面、复杂客户服务的能力，核心客户对于公司产品的用户黏度都很高。在传统业务上，公司在多个领域市占率都遥遥领先，已经构筑了很强的护城河。

图表 4：公司在多个细分市场占有率领先



来源：公司资料，国金证券研究所

背靠蚂蚁金服生态圈，海量用户变现可期

- **蚂蚁金服控股，马云成实际控制人。**2014 年 4 月，马云持股 99.1365% 的浙江融信以现金方式受让恒生集团 100% 的股份，间接持有恒生电子 20.62% 股权。2015 年 6 月，蚂蚁金服通过认购浙江融信新增股本并收购现有股东剩余股权的方式获得浙江融信 100% 的股权，马云仍为公司的实际控制人。
- **借力蚂蚁金服海量用户，未来 C 端业务想象空间巨大。**目前，蚂蚁金服几乎已经涵盖了所有的互联网金融业务，其业务板块包括：支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁聚宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用、蚂蚁金融云、蚂蚁达客等。通过支付宝等高渗透率产品，蚂蚁金服坐拥 4.5 亿支付和金融服务活跃用户，其海量的 C 端用户资源正是恒生电子所缺乏的短板。我们认为，蚂蚁金服对公司股权的收购只是双方合作的开始，未来公司业务有望深度融入蚂蚁金服的生态圈，从而使公司的金融科技技术直达终端消费者，带来广阔的市场空间。

图表 5：蚂蚁金服生态圈涵盖几乎所有互联网金融业务



来源：蚂蚁金服官网，国金证券研究所

二、金融信息化产品优势显著，1.0 业务奠定公司龙头地位

传统的金融信息化软件产品销售是公司的立足之本，公司在经纪业务、资产管理业务、财富管理业务、交易所业务、银行业务等多条产品线齐头并进。

图表 6：恒生电子产品线概览（财务数据根据 2016 年年报）

业务板块	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	主打产品	市占率	竞争对手	增长驱动因子
经纪业务	35333.0	93.72	UF2.0	★★☆	金证股份等	券商交易量增长
资产管理业务	64414.9	99.74	04, 03.2	★★★	金证股份、奥尊等	资产管理规模增长
财富管理业务	41870.1	94.79	TA4.0	★★☆	金证股份、高阳、奥尊等	基金新产品发行
交易所业务	11443.6	98.65		★☆☆	金网安泰、郑大软件、时力科技等	场外交易品种增加
银行业务	34055.9	98.86		★☆☆	东南融通、神州数码、金仕达等	理财业务增长
互联网业务	16205.4	100.00				
非金融业务	13130.2	64.26				

来源：公司年报，国金证券研究所

经纪业务：核心交易系统技术领先

- **交易系统性能出色。**恒生电子经纪业务主打产品是核心交易系统 UF 系列。公司研发的 UF2.0 产品结合了前两代极速交易系统的开发经验，并充分吸收新一代经纪业务运营平台的架构特性。其自主研发的内存专利技术，不仅拥有极高的交易处理能力（每秒 50,000 笔/秒以上委托处理能力、小于 1 毫秒的单笔响应能力），而且在数据可靠性上突破了传统内存数据库/内存

交易数据易丢失、事务处理难保证的问题。总体而言，UF2.0 不管在系统容量、处理响应时间、系统并发处理能力，还是在可靠性、易扩展性上都远远超越了业内其它供应商的极速交易系统解决方案。

- **功能支持完备。**除了支持证券、期货、期权、融资融券等业务外，UF2.0 系统还支持内存风险试算业务，实现策略交易、分拆组合算法支持，为证券公司量化交易平台提供更有利的支持。另一方面，从业务覆盖上，UF2.0 实现全业务支持，包括三板、开放式基金申赎、ETF 申赎等现有集中交易支持的全部业务品种，以及未来国际板、转融通等全业务线的扩展。
- **市场占有率稳步提升。**2016 年公司 UF2.0 业务进展顺利，上半年更换瑞达、晟鑫两家异构柜台系统，并签署汇鑫、时代、华安、中粮等多家 UF2.0 升级合同，市场影响力稳步提升。另外，在新申请牌照券商的核心业务系统中标率达 100%。截止 2017 年 2 月，共有 40 家券商使用 UF2.0 交易系统。整体上，恒生电子交易系统在券商核心交易系统的市场占有率为 44%，其成为了行业公认的，在技术架构、业务架构、系统性能、稳定性、灵活性、扩展性等方面均领先的证券交易系统。

图表 7：恒生 HF2.0 系统实现全业务支持



来源：公司官方产品介绍，国金证券研究所

资产管理业务：市占率遥遥领先

- **投资管理系统 O4 历经十余年研发积累。**恒生电子最新一代的投资管理系统 O4，是公司核心产品 O32 的技术升级产品。投资管理系统是公司最早涉及的产品之一，自 1998 年推出基金投资管理系统 S1.0，十七年来，涉及基金、证券、信托、保险、期货、银行等众多领域，管理资产超过 30 万亿，超过 350 家上线客户，被认为是机构投资管理系统的标配。O4 是目前国内包含实时风控的速度最快、容量最高、支持多活、无单点故障的投资交易系统。它具备松耦合架构，子系统通过接口交互，可独立部署、单独升级。同时，它具备更灵活高效的风控合规，可独立部署合规系统，提高了系统整体性能，减少子系统间业务的相互依赖，保证业务高并发情况下的合规控制准确性。另外，O4 可以通过统一接入系统接入 FIX 指令、UFX 交易、策略交易、算法交易，通过对接行情系统、资讯系统，研报系统，OA 审批系统，中后台系统等达到统一管理的目的。
- **市占率超过 90%。**2016 年公司资管核心产品投资系统在证券行业市场占有率超过 90%，新基金行业新增多个替换案例，保险资管中标率 100%，新一代投资系统 O4 签约多家资产管理类机构。机构经纪投资系统新增客户案例不乏中信、广发、招商等核心券商，资管 IT 产品服务的总资产管理规模处于行业领先地位。估值系统在托管、外包领域中标率超过 95%，基金行业新增客户十几家。风险管理产品打破行业瓶颈，新客户拓展至信托、保险行业，在证券行业新增十几家升级客户。

财富管理业务：升级改造推动市占率提升

- **公司财富管理业务的核心产品 TA。**TA (注册登记系统 Transfer Agent), 为基金公司的核心系统, 主要管理投资者的理财产品账户, 记录持有人份额, 进行发行管理、份额过户、权益分配、各种金额份额费用的计算的系统; 对开放式基金整个过程控制。负责和会计系统、代销系统、直销机构、托管行、客服中心、电子商务系统等进行数据交换。

图表 8: 恒生最新 TA 系统覆盖基金业务全周期



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **财富管理业务遍及资本市场和银行业。**目前, 恒生 TA 在基金行业、证券行业、期货行业、保险行业、信托行业、银行、财富管理公司等合计用户 200 多个, 平均市场占有率达到 85% 以上。
- **升级改造需求推动市占率提升。**2016 年, 财富管理 IT 业务借助基金公司 TA4.0 升级、理财销售系统改造升级、三方理财销售系统建设、营销服务系统建设、信托和类信托业务系统建设以及证券公司私募托管系统建设等相关项目的机会, 业务增幅明显, 业务合同同比增长约 40%。

图表 9: 公司 TA 系统实现对多家友商系统的更换

原系统	客户
更换明华证系统	南方基金、广发基金
更换脉山龙系统	嘉实基金、国投瑞银
更换高阳系统	汇添富基金、海富通基金、中银国际基金。
更换奥尊系统	国海富兰克林、国泰基金、工银瑞信、光大保德信、诺安基金、景顺长城
更换金证系统	融通基金(分 TA)、天弘基金、长盛基金
更换其他公司系统	鹏华基金

来源: 产业调研, 国金证券研究所

- **基金规模扩张将直接拉动相关需求。**近年来, 无论私募还是公募, 基金产品发行的数量, 参与基金投资的人数, 还是基金公司的数据以及资产管理规模都有大幅度增长, 开放式基金业务及特定客户理财业务也不断推陈出新。基金市场火热的背后是对注册登记系统要求的提升, 公司的 TA 系统将成为最直接的受益者。

交易所业务: 产品线齐全, 多领域开花

- **在场外交易领域, 恒生电子是交易所领域产品线最全的软件供应商。**目前恒生电子已服务了超过 200 家各类交易所, 包含 10 多家国家级交易和登记场所, 如上海证券交易所、新三板系统、上海清算所、上海保险交易所

等；在大宗商品领域，恒生电子承建了上海石油天然气交易中心、河北钢铁交易中心、浙江新华大宗商品交易中心等几十家大宗商品交易场所；在金融资产领域，为网金社、陆金所、北京金融资产交易、武汉金融资产交易所、天津金融资产交易所等 30 家交易场所提供 IT 解决方案；在文化产权领域，公司已为 60 余家交易所提供整体解决方案，如上海文交所、深圳文交所、上海邮币卡交易中心等。

- **新增订单稳步推进。**经过前几年的业务积累和发展，公司交易所业务在 2016 年合同同比增长 55%。大宗交易和物权领域取得快速增长，港交所前海大宗商品交易及清算项目中标，使得现货交易产品线合同同比去年有了较大幅度的增长；物权交易系统受到市场热捧，签订了 22 家文化产权交易所。另外，公司在大型金融基础设施市场建设和省市金融资产交易中心 IT 领域，业务发展平稳，提升了产品化程度，提高了项目实施效率。

银行业务：深耕细分产品线

- 银行 IT 业务涉及范围较广，产品品类繁杂，竞争对手众多。公司以理财产品等细分产品线为突破口，在一些领域获得了较高的市场占有率：
 - **综合理财产品线。**综合理财保持行业龙头地位，核心产品市场占有率已超 70%。
 - **票据业务产品线。**票据新版本和 SAAS 版本取得进展，与网商银行、金城银行等民营银行合作，同时银行票交所对接项目在民生银行落地，并和票据交易所同步上线。
 - **存管监管产品线。**公司推出符合监管要求的司法查控类产品，率先在 15 家银行得到应用。
 - **财资管理产品线。**基于银行财资管理的对公综合服务平台进一步深挖行业解决方案，小微金融、交易银行等在多家银行得到应用，在银行对公财资领域继续保持 60% 以上的市场占有率。

三、拥抱 SaaS 浪潮，2.0 业务全面推进金融云平台

SaaS 模式深入影响金融信息化，恒生设立子公司积极布局

- **SaaS 浪潮带来软件业生态变革。**SaaS 是 Software-as-a-Service（软件即服务）的简称，是随着互联网技术的发展和应用程序的成熟，在 21 世纪开始兴起的一种完全创新的软件应用模式。SaaS 创新地采用了通过 Internet 提供软件的模式，厂商将应用软件统一部署在自己的服务器上，客户可以根据自己实际需求，通过互联网向厂商定购所需的应用软件服务，按定购的服务多少和时间长短向厂商支付费用，并通过互联网获得厂商提供的服务。根据 IDC 数据统计，截止到 2015 年，中国 SaaS 市场规模为 558.4 百万美元，同比增长 35%。预计到 2020 年，中国 SaaS 市场规模将达到 1824.9 百万美元，2015-2020 年的年复合增长率将达到 26.7%。中国 SaaS 市场正处于高速发展时期。
- **金融信息化行业面临 SaaS 模式的升级。**金融机构开展金融业务，需要购置上千万元的资产管理软件和金融级硬件平台，花费部署、管理和维护开销，同时还要引进新的技术人才，处处面临高昂的成本和复杂的技术挑战。SaaS 模式将金融机构开展金融业务所需的软硬件系统全部云端化，极大地降低了金融机构 IT 系统建设的成本，传统金融行业特别是券商、基金、银行理财、私募等机构只需要关注前端用户流入量、以及后端业务产品创新，而无需关注中间 IT 系统建设、第三方合作接口对接等情形，可以将更多精力集中在擅长的主营业务上。

图表 10: SaaS 模式可以有效降低中小企业信息化门槛



来源：产业调研，国金证券研究所

- **金融云平台为恒生电子带来新的机遇。**金融信息化向云平台迁移的过程，不仅为金融机构带来了新的价值，也为恒生电子带来了新的机遇：
 - **扩大用户群。**相对的低廉的初始购买价格有望吸引小型的金融机构成为公司客户。
 - **改善收入模式。**从“卖产品”到“卖服务”，公司的收入模式从一次性软件授权费变为持续地收取服务费，可持续性更强。
 - **受益规模优势。**云平台模式下，公司只需要对 SaaS 平台进行统一的运维管理，相较于传统软件模式，节省了开发和运维的工作量
- **设立创新子公司积极布局 2.0 业务。**公司近年相继成立了 8 家金融创新控股子公司，分别为证投、云毅、云英、云永、云纪、云赢、善商、云连，专注于将传统软件“上云”的 2.0 业务。这 8 家控股子公司均采用上市公司占股 60%，员工持股平台占股 40%的模式，作为对创新业务的激励机制。

经纪业务 2.0：机构与个人业务齐头并进

- 经纪业务 2.0 主要由子公司云纪网络和云赢网络运营。
 - 云纪基于 iFS 创新服务平台打造的 PBOX、领投宝、工作室等产品陆续发布，帮助金融机构一起为投资者打造社交理财、个性投资的新经纪业务场景，目前已经和恒泰、开源、申万宏源形成了一定的用户规模和交易量。
 - 云赢的移动端一站式投资交易终端“投资赢家”的市场覆盖率进一步提升，尤其在期货行业，一站式投资理财移动终端 APP 已经在永安、美尔雅等多家期货公司上线，得到了较好的市场反响。

图表 11：经纪业务 2.0 同时面向机构和个人客户



来源：公司官网，国金证券研究所

资产管理业务 2.0：管理资产规模稳步增长

- 资产管理 2.0 业务主要由子公司云毅网络运营。2016 年，云毅 2.0 业务服务的线上资产规模比年初增长较大，其中签约客户达 54 家，比年初增长 54%。资产管理 2.0 的产品主要有：
 - **资管云平台服务。**与深证通战略合作，面向各个金融机构推出了新的金融云托管模式：即租用深证通的金融云资源，采购云毅的业务系统软件，并由云毅承担 IT 运维管理的责任。
 - **估值云服务。**给公募基金、基金子公司、证券资管、私募、信托、保险资产管理业务提供估值服务。
 - **策略交易服务。**结合当前股票及期货交易市场上的主要程序化交易场景，为证券、基金、私募等各类用户量身打造的交易服务产品。

图表 12：资产管理业务 2.0 切入估值、策略交易等需求



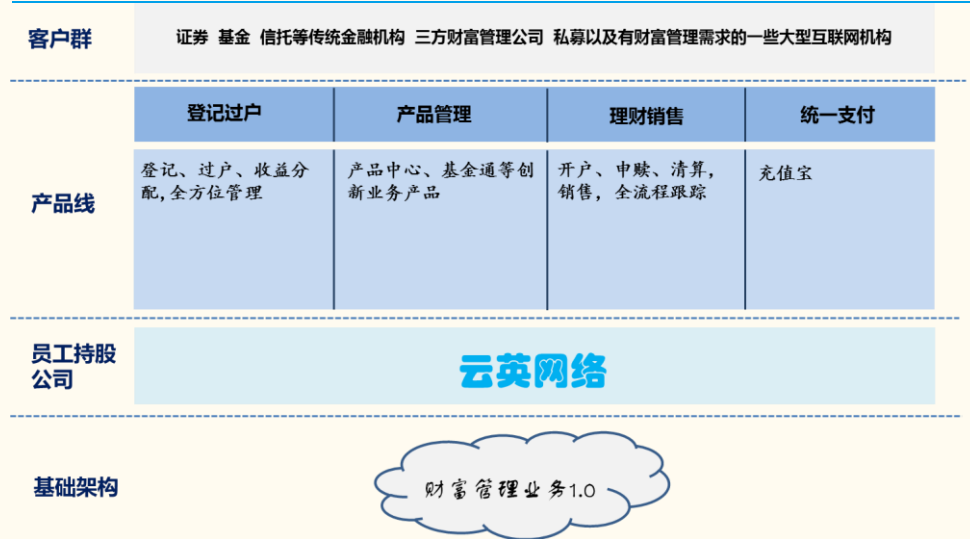
来源：公司官网，国金证券研究所

财富管理业务 2.0：提供一体化解决方案

- 财富管理 2.0 业务主要由子公司云英网络运营。云英网络以“登记过户、产品管理、理财销售、统一支付”为核心，向各财富管理机构、销售机构提供理财销售、登记过户等理财产品资金募集类业务 SaaS 平台服务。另

有充值宝、产品中心、基金通等创新业务产品，完善支付以及金融产品供应链解决方案。同时，云英网络还提供快速与高效的创新业务支持和相关增值服务，支持渠道拓展、支付接入、产品引入，为财富管理机构争取更经济的投入、更少的时间成本、更大的竞争优势。

图表 13：财富管理 2.0 业务推进一体化解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

交易所业务 2.0：形成场外交易所生态链

- 交易所业务 2.0 主要由子公司云永网络运营。2016 年，云永形成初步的场外交易所生态链，以技术服务作为切入点，以渠道服务、联合运营为合作点，以产业链服务全流程大数据风控为增值点。机构通、米宝等 3.0 业务线上用户规模突破 47 万，机构签约超过 54 家，并参与监管机构关于场外交易所行业的行业管理办法的制定。

图表 14：交易所 2.0 业务形成场外交易生态链

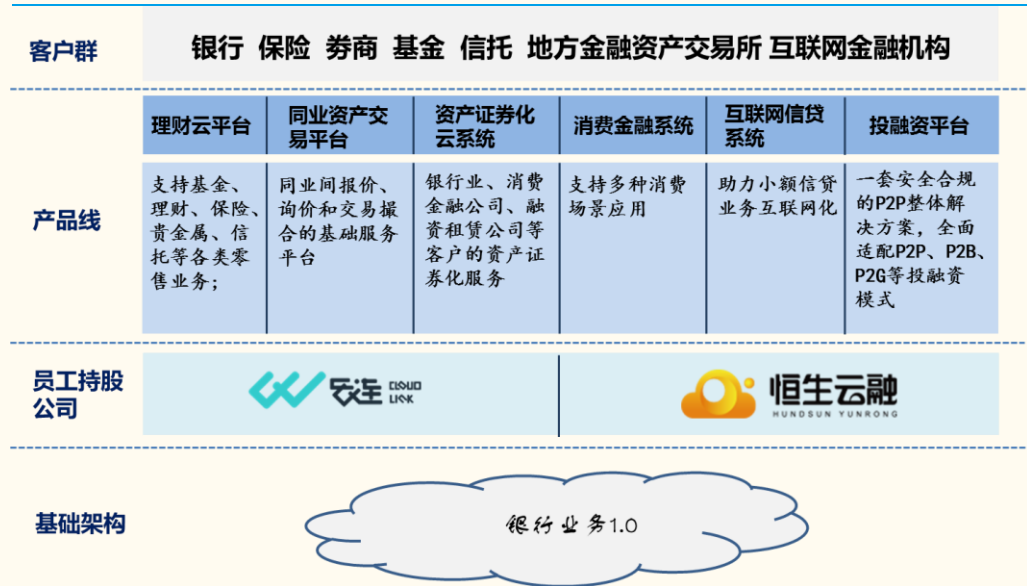


来源：公司官网，国金证券研究所

银行业务 2.0：静待政策风起

- 银行业务 2.0 主要由子公司云融网络和云连网络运营。由于消费金融、银行同业等业务尚处于政策监管较严的周期中，银行业务 2.0 的规模和收入总体较小，市场前景尚需等待政策进一步明朗。

图表 15：银行业务 2.0 服务理财和互联网金融业务



来源：公司官网，国金证券研究所

四、创新为本，深入前沿金融科技，布局 3.0 业务

智能投顾产品初现雏形

- **发布四款重量级智能产品，布局人工智能。**恒生电子与 6 月 6 日发布了多款涉及智能数据、智能投顾、智能投资、智能客服四大领域的产品。
 - **智能投顾 isee 机器人。**由恒生电子旗下云纪网络研发，其通过机器学习和推荐引擎等技术，帮助金融机构为个人用户提供精准、个性化的服务。isee 内置的 Ga 机器人策略能为客户提供各类量化择时策略的技术指标测试，并兼具舆情监测、资金流跟踪、盘后分析等功能。通过这种千人千面的定制类服务，isee 能帮助证券公司在新一轮智能金融布局中占据一席之地。
 - **FAIS（梵思）系列智能产品。**由恒生电子旗下子公司恒生聚源开发，其通过对无序信息进行加工整合，结合机器学习等技术为投资者提供自然语言搜索个股资讯信息服务。该产品的优势在于采用了金融领域优化的 nlp 和语义理解引擎，以深度学习模型为算法基础，以音视频合成技术为辅助，实现文本，语音，视频的交互，让金融数据呈现出有价值的信息。
 - **智能投顾 BiRobot3.0。**由恒生电子旗下子公司商智神州开发，其通过收集客户需求与属性，投资风格偏好等数据为其提供个性化资产配置服务、持续持仓监控、智能择市等服务。
 - **智能客服。**该智能客服产品，除了能为客户提供 24 小时不间断快速服务，也能进一步降低金融机构的人工服务成本，优化客户的咨询体验。其语音识别能精准识别用户口语化表达，并结合上下文语境，对用户模糊语句或无主语的短句进行联想。经测算，智能客服能够有效地为金融机构节省超过八成的人力服务时间。
- **人工智能产品有望覆盖更大群体客户。**在传统的投资场景中，因受限服务成本，金融机构提供的传统人工投资顾问服务无法实现全客户覆盖，只能面向部分高净值客户。人工智能技术却恰好弥补了这一缺陷。智能投顾可以为普通客户提供专业金融服务，为专业人士提供投资建议。恒生电子的智能投顾服务使金融机构在降低人工服务成本的同时，满足更多客户需求，为其提供更精准的定制服务。

图表 16：海外智能投顾公司已发展初步的盈利模式



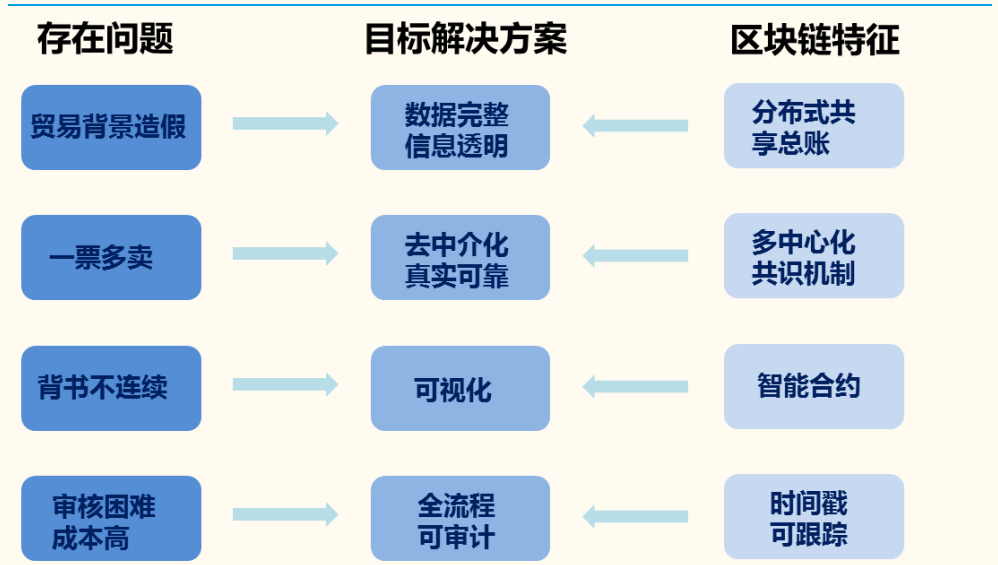
来源：Beta 智库，国金证券研究所

- **机构客户购买相关服务意愿强烈。** 恒生电子多年积累的金融机构客户对人工智能产品均有较强烈的需求，以迎接新的财富管理新模式。例如对证券公司而言，智能投顾能够改善其原有高度依赖传统经纪业务及仅靠佣金盈利的模式，促进证券公司财富管理业务转型。C 端用户直接变现并非恒生电子所擅长，但公司有望通过将技术服务提供给拥有大量终端投资者的机构客户，从而最终实现产品触达普通投资者，获得增值收入的商业模式。

区块链研究已涉及票据管理应用

- 区块链是一种以通用的密码学技术为基础，适合用作电子交易或数字资产的账本。区块链上的数据全部都附有相关人的数字签名，不可伪造。区块链源于比特币这种彻底开放、开源、去中心化的点对点支付的数字货币应用，自 2009 年上线运行以来经历了时间、应用、黑客、监管的种种考验。随着技术的不断演进，也出现了像比特股这样的在区块链上构建的去中心化交易所，将现实世界的资产和权益进行数字化，通过 P2P 网络进行登记发行、转让交易、清算交割等金融业务；出现了以太坊这样的高度抽象的一种区块链平台和编程语言，使开发人员能够建立和发布下一代分布式应用，Ethereum 可以用来编程、分割、担保和交易任何事物，包括投票、域名、金融交易所、众筹、公司管理、合同、协议、知识产权，甚至物联网上的设备。这些区块链技术都以开源的方式获得了应用者的信任、传播和不断的创新。

图表 17：区块链技术与票据业务的融合



来源：国金证券研究所

- 恒生电子积极布局区块链前沿技术。作为国内金融科技的创新者，公司较早涉足区块链前沿技术的开发。目前公司参与国内外多家区块链联盟，牵头研究区块链票据管理课题和以太坊轻钱包课题，参与区块链信用服务课题，并购参股海外区块链创业公司。区块链技术作为新生事物，从兴起到成熟以至被市场接纳尚需要若干年时间。我们认为短期内该领域不会对上市公司的营收产生较大影响，但公司领先的技术卡位优势有望在未来行业爆发时赢得先机。

图表 18：恒生电子近年来多方位参与区块链研究

时间	事件
2016. 05	金融区块链合作联盟成立，恒生公司为发起单位之一。该联盟目标是在 3 至 5 年内研发一条或多条金融区块链，推出多种广受欢迎的区块链终端应用，制定一批高水平联盟标准，申请一批区块链专利技术。
2016. 09	恒生推出区块链等开发服务平台，可为区块链开发者和技术爱好者提供一站式技术服务，包括及时发布恒生电子在金融行业区块链的整体解决方案和最新研究成果、精选全球热门区块链应用及资讯、发布区块链项目的开发需求整合开发资源、区块链开发快速入门培训等。
2016. 11	恒生等四家中国公司加入由 Linux 基金会领导的区块链超级账本项目（Hyper ledger），该项目目的是建立一种透明、共享、去中心化的分布式账簿技术。其项目成员包括 IBM、埃森哲、Intel、思科、JP 摩根、富国银行、芝商所等。
2017. 4	恒生电子全资子公司恒生洲际控股（香港）有限公司以现金方式认购 Symbiont 公司新发行股份，洲际控股的投资金额为 400 万美元，投资完成后将占 Symbiont 公司 4.65% 的股份。Symbiont 公司是一家致力于区块链账本技术和智能证券平台的华尔街创新 Fintech 公司。

来源：公司官网，国金证券研究所

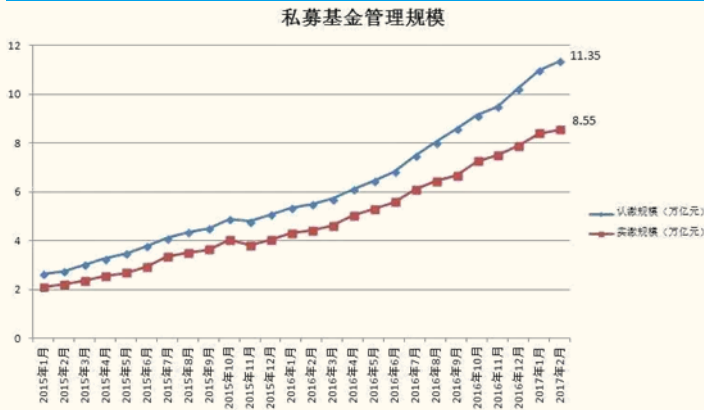
五、资本市场格局优化，公司分享多方位行业红利

私募与高净值客户成资本市场新生力量

- 私募基金已在管理规模上超越公募基金。截至 2017 年 2 月底，基金业协会已登记私募基金管理人 18306 家。已备案私募基金 48626 只，认缴规模

11.35 万亿元，实缴规模 8.55 万亿元，私募基金从业人员 28.23 万人。而同时，根据基金业协会公布的数据显示，1 月份公募资管规模仅为 8.36 万亿元，私募基金已经在总规模上超越了公募基金；

图表 19：私募基金管理规模逐年增长



来源：中国基金报，国金证券研究所

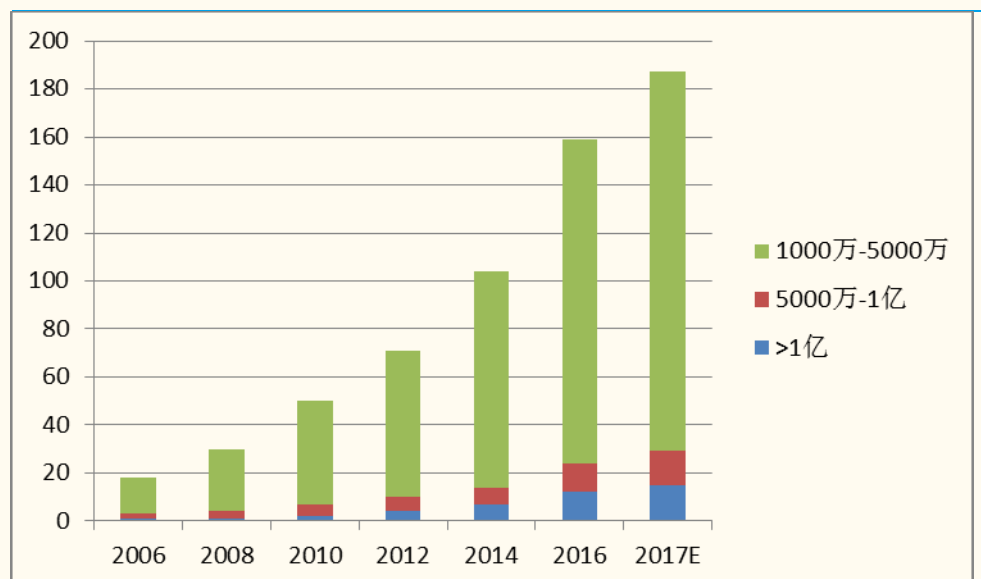
图表 20：私募基金管理规模已超越公募基金



来源：中国基金报，国金证券研究所

- **中小型私募在数量上占据绝大多数。**根据证监会公布的私募数据显示，截至 2017 年 2 月底，私募基金管理人按基金总规模划分，管理规模在 1 亿元-10 亿元的 4161 家，10 亿元-20 亿元的 587 家，20 亿元-50 亿元的 473 家，50 亿元-100 亿元的 173 家，100 亿元以上的 145 家。另外，根据基金业协会官网信息显示，100 亿以上的私募大部分都是股权私募，截至 3 月 12 日，100 亿以上的股权私募共有 130 家。
- **高净值私人客户将成资本市场“生力军”。**根据 2017 中国私人财富报告，2016 年中国个人可投资资产(包括金融资产和投资性房产)1000 万人民币以上的高净值人群规模已达到 158 万人，全国个人持有的可投资资产总体规模达到 165 万亿人民币。中国私人财富市场规模十年增长五倍，持续释放可观的增长潜力和巨大的市场价值。2016 年，中国的高净值人群数量达到 158 万人，与 2014 年相比增加了约 50 万人，年均复合增长率达到 23%，相比 2012 年人群数量实现翻倍。综合各项宏观因素，报告预计 2017 年中国私人财富市场将继续稳步增长，全国个人可投资资产总体规模将达到 188 万亿元，同比增长 14%。中国高净值人群将达到 187 万人左右，同比增长 18%；高净值人群持有财富总量将达 58 万亿元，同比增长 19%。

图表 21：个人可投资资产超 1000 万人数 (万人) 逐年增长



来源：2017 中国私人财富报告，国金证券研究所

私募数量增长带动 PB 业务 IT 需求

- 券商发力 PB 业务，满足中小私募托管需求。PB 业务（Prime Broker，主经纪商业务，简称 PB），是指向对冲基金等高端机构客户提供集中托管清算、风险管理、算法交易、后台运营、研究支持、杠杆融资、资金募集等一站式综合金融服务的统称。近年来，随着私募基金管理人登记和备案制度的实施，私募基金产品发行不断增加，券商机构客户的差异化需求不断旺盛，PB 业务成为券商争夺甚至是培育机构投资者的重要战场。
- 招商证券 2016 年年报中表示，公司领先的主券商业务差异化竞争优势进一步凸显，公司托管与服务外包业务产品数量破万只，规模行业内首破万亿。
- 长江证券 2016 年年报披露，公司 PB 业务规模超过 700 亿元，而 2015 年规模为 200 亿元，增长迅速。
- 国泰君安 2016 年年报披露，公司全年 PB 客户数量新增近 400 户；截至 2016 年末，机构客户数量超过 20,000 户。

图表 22：PB 业务为高端机构客户解决一揽子服务



来源：公司官网，国金证券研究所

- 恒生电子定位 PB 业务 IT 服务商。恒生电子自 2013 年开展 PB 投资管理系统业务以来，已做到了多个行业第一：第一套做到全内存风控和交易的 PB 系统，第一套支持算法交易的 PB 系统，第一套实现直连模式的 PB 系统。目前恒生的 PB 系统客户占有率已实现了市场第一，已有长江证券、兴业证券、中信证券、华泰证券等 20 多家券商使用恒生开发的 PB 投资系统。
- PB 业务对 IT 系统要求高，将成公司一大增长点。PB 业务对证券行业将产生深远影响。从国内外情况看，PB 业务门槛较高，对券商的各方面实力要求比较高。由于私募基金对交易速度的需求越来越高，因此对系统速度也就提出了高要求，仅仅 PB 业务中 IT 系统就需要投资上千万元。PB 服务商的影响力和地位对机构吸引长期资金有很大的帮助。未来 PB 业务将是券商保持机构客户市场份额的基础，而是否拥有完整的 PB 平台是区别一流券商和二线券商的主要标志之一。在此过程中，恒生电子作为市场上最强力的 PB 业务 IT 服务商，将持续受益。

中小型经纪商增长带动 SaaS 模式 IT 服务

- 中小机构 IT 投入负担沉重。与国外市场相比，我国证券行业资源比较分散，拥有超过 120 家证券公司。证券公司规模分化加剧，中小型证券公司通常规模偏小，企业总部 IT 员工数量通常不足百人。另外，由于行业长期以来的传统业务模式和同质化发展，规模较小的券商常常难以建立独立的 IT 开

发团队。对许多仅有十多个营业部的中小型证券公司而言，每年在后台建设方面，需投入 1000—2000 万用于采购总部信息系统硬件和软件、200 万左右系统维护费、300 万左右的通讯费用，以及大量的人力和公司资源投入，才能勉强保证监管和业务需要，但仍难以满足更多的业务创新和业务拓展需求，而且持续不断的巨额的维护费用和运营成本亦是证券公司沉重的负担，并导致后台产能过剩。

- **新业务资格的获取考验 IT 建设能力。**由于金融监管的需要，各类新业务资格（三板市场、融资融券、股指期货、集合理财等）的获取需提前新建各类业务系统和业务团队，对中小证券公司而言，由于参与客户较少，系统建设成本过高，导致边际成本比大型证券公司高很多倍。
- **恒生 2.0 业务提供 SaaS 模式，成中小机构首选。**当前，越来越多的中小经纪机构考虑将 IT 服务转向云端，以 SaaS 模式进行托管，避免了沉重的 IT 开支，从而将主要精力专注到客户的获取和服务商。恒生电子自开展 2.0 业务以来，云纪、云毅等子公司积极研发 SaaS 模式的解决方案，已将多家证券、期货公司的 IT 服务搬迁至“云端”。我们认为，未来中小经纪商的 IT 需求将会持续为公司 2.0 业务带来增长。

私人投资者增加带动智能投顾业务

- **人工投顾无法满足巨大市场需求。**传统人工投资顾问模式即一对一为高净值客户提供最全面、优质的投资建议服务，这种服务费用率高，但是覆盖面比较狭窄，以中国为例，投资顾问注册人数与整体的投资者数量存在巨大差异，如果满足人人都有投资顾问对其资产配置、投资方向进行服务的话那每名投资顾问需要服务 3000 名投资者，缺口巨大。
- **人工智能与大数据技术发展为金融科技带来变革。**人工智能在近两年内发展迅猛，其在金融领域的应用已经拉开序幕，部分对冲基金已经开始将人工智能作为程序化交易组成的一部分，例如 Virtu Financial LLC、Rebellion 以及 Cerebellum 等，这些公司因为人工智能技术对市场的判断而获利颇丰。同时，多维度、高频度的大数据时代已然来临，根据 EMC 以及 IDC 联合发表的数字研究宇宙报告，2013 到 2020 几年间全球数据量将增长 10 倍左右，从 4.4 万亿 GB 增长到 44 万亿 GB，预计到 2017 年全球大数据市场规模将达到 501 亿美元。如此庞大的数据流量以及市场将推动相关产业的迅速发展，智能投顾等前沿项目也将从中受益。
- **金融机构争相布局智能投顾，恒生提供技术解决方案。**根据 KPMG 公司预测，2016-2020 年间，美国的智能投顾市场年均复合增长率将达到 68%。到 2020 年，智能投顾所管理的资产总额有望达到 2.2 万亿美元，占届时全球的资产管理比例将超过 2.2%。面对市场刚刚起步的国内智能投顾市场，多家金融机构都积极开展相关业务，吸引客户。恒生电子 3.0 业务发布的多款智能投顾产品，将以技术模块的形式嵌入到券商、银行的终端金融产品中，从而直达海量个人投资者。尽管 C 端用户沉淀并非恒生电子的传统优势，但借助技术服务商的角色，公司无疑将享受智能投顾浪潮的红利。

图表 23：多家金融机构开展智能投顾业务

金融机构	产品	特点
招商银行	摩羯智投	摩羯智投采用“人与机器”、“线上线下”相融合的服务模式，本质上就是标准化与个性化的结合，兼顾普通投资者与高净值投资者，实现业务范围最大化。起投金额是 2 万。
平安证券	智能财富顾问	平安证券的智能财富顾问属于混合推荐型，智能投顾覆盖的产品达到 4000 种以上，覆盖股票基金、货币基金、债券基金、混合基金、票据理财、P2P 网贷产品、固定收益、黄金等大类资产。
广发证券	贝塔牛	广发证券自研的贝塔牛针对普通投资者，结合金融工程理论与生命周期理论，提供两类配置组合：A 股股票和权益、固定收益产品配置。股票投资策略的生成通过以下几个组件来完成：选股模型、择时模型、组合构建模型和组合再平衡模型。其中，选股模型和择时模型是量化模型的核心。

华泰证券	AssetMark	2016年10月，华泰证券支付7.68亿美元并购美国AssetMark，从而介入智能投顾领域。AssetMark为普通投资者、投资经理和券商提供全套式资产管理软件服务，主要从事B2B业务。
浦发银行	财智机器人	“财智机器人”主打面向优质及以上客户提供线上资产配置服务，投资标的有银行理财、基金、贵金属等产品。同时，“财智机器人”可以与线下配置平台“财智速配”联动，通过理财经理线下配置方案的线上推送，实现客户远程全产品类别的配置服务。

来源：公司官方产品介绍，国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

盈利预测

- 经纪业务在2016年有所下滑，主要是证券市场交易量同比降低导致。2017年，受益于PB软件的渗透率提升，及2.0业务的产品兑现，将恢复25%左右的增长。
- 资产管理业务处于O4产品的替换期，更新需求较大。2.0业务云毅网络签约客户增长迅速。2017年整体收入将继续保持25%左右增速。
- 财富管理业务依赖TA4.0产品的更新换代，2017年将保持15%左右增速。
- 交易所业务基数较小，市场空间增速较快。2.0业务带来监管机构等新领域客户。预计2017年将保持40%左右的快速增速。
- 银行业务受制于金融去杠杆、监管趋严等行业因素，预计将维持10%左右的增速。
- 互联网业务2016年大幅下滑是由于数米基金网在蚂蚁金服增资后，2016年末合并入恒生电子报表。预计2017年将保持20%左右增速。
- 公司作为金融信息化领域的龙头，在创新领域多年保持高投入，在PB业务、SaaS服务、智能投顾等新兴业务板块依然保持行业领先地位。预计公司2017-2019年EPS为0.64/0.83/1.13，考虑到公司综合实力，业绩持续快速增长，我们给予公司“增持”评级。

图表 24：恒生电子分产品线营收预测（万元）

业务板块	项目	2017E	2018E	2019E
经纪业务	营业收入	44166.25	55207.81	69009.77
	增速	25%	25%	25%
	毛利率	93%	93%	93%
资产管理业务	营业收入	77297.88	92757.46	111308.95
	增速	20%	20%	20%
	毛利率	99%	99%	99%
财富管理业务	营业收入	48150.62	55373.21	63679.19
	增速	15%	15%	15%
	毛利率	94%	94%	94%
交易所业务	营业收入	16021.04	22429.46	31401.24
	增速	40%	40%	40%
	毛利率	98%	98%	98%
银行业务	营业收入	37461.49	41207.64	45328.40
	增速	10%	10%	10%
	毛利率	98%	98%	98%
互联网业务	营业收入	19446.48	23335.78	28002.93
	增速	20%	20%	20%
	毛利率	100%	100%	100%

非金融业务	营业收入	14443.22	15887.54	17476.30
	增速	10%	10%	10%
	毛利率	64%	64%	64%

来源：公司年报，国金证券研究所

风险提示

- SaaS 模式 IT 服务客户接受程度未达预期；
- PB 业务券商投入低于预期；
- 金融创新业务监管趋严；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,422	2,226	2,170	2,570	3,062	3,662	货币资金	522	303	343	510	808	1,382
增长率		56.5%	-2.5%	18.4%	19.1%	19.6%	应收账款	210	241	300	323	383	448
主营业务成本	-90	-163	-99	-130	-151	-176	存货	57	59	52	58	67	77
%销售收入	6.3%	7.3%	4.6%	5.1%	4.9%	4.8%	其他流动资产	1,072	1,333	1,667	1,399	1,405	1,432
毛利	1,332	2,063	2,071	2,440	2,911	3,486	流动资产	1,861	1,935	2,361	2,290	2,663	3,339
%销售收入	93.7%	92.7%	95.4%	94.9%	95.1%	95.2%	%总资产	61.4%	48.7%	51.9%	47.4%	47.4%	49.4%
营业税金及附加	-20	-37	-41	-49	-58	-70	长期投资	763	1,510	1,688	2,025	2,422	2,869
%销售收入	1.4%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	固定资产	245	315	340	341	344	351
营业费用	-357	-582	-663	-720	-827	-952	%总资产	8.1%	7.9%	7.5%	7.1%	6.1%	5.2%
%销售收入	25.1%	26.1%	30.6%	28.0%	27.0%	26.0%	无形资产	48	29	31	37	42	47
管理费用	-801	-1,058	-1,335	-1,439	-1,684	-1,941	非流动资产	1,170	2,040	2,187	2,539	2,950	3,419
%销售收入	56.3%	47.5%	61.5%	56.0%	55.0%	53.0%	%总资产	38.6%	51.3%	48.1%	52.6%	52.6%	50.6%
息税前利润 (EBIT)	153	387	32	232	342	524	资产总计	3,031	3,975	4,548	4,829	5,613	6,758
%销售收入	10.8%	17.4%	1.5%	9.0%	11.2%	14.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	9	4	1	9	14	23	应付款项	748	931	1,655	1,430	1,692	2,015
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	其他流动负债	173	354	302	281	297	423
资产减值损失	-5	-124	-4	-3	-1	-1	流动负债	920	1,284	1,956	1,711	1,989	2,438
公允价值变动收益	12	-2	-7	0	0	0	长期贷款	30	0	0	0	0	1
投资收益	123	164	119	168	197	220	其他长期负债	44	139	75	5	6	7
%税前利润	31.7%	31.8%	-198.4%	39.4%	34.3%	27.9%	负债	995	1,423	2,031	1,716	1,995	2,446
营业利润	292	428	141	406	552	766	普通股股东权益	1,916	2,432	2,401	3,016	3,532	4,230
营业利润率	20.6%	19.2%	6.5%	15.8%	18.0%	20.9%	少数股东权益	120	120	117	96	86	82
营业外收支	94	87	-201	20	22	23	负债股东权益合计	3,031	3,975	4,548	4,829	5,613	6,758
税前利润	386	515	-60	426	574	789	比率分析						
利润率	27.2%	23.1%	n.a	16.6%	18.7%	21.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-31	-66	8	-51	-69	-95	每股指标						
所得税率	8.1%	12.9%	n.a	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.584	0.734	0.030	0.640	0.834	1.130
净利润	355	449	-52	375	505	695	每股净资产	3.101	3.937	3.886	4.883	5.717	6.847
少数股东损益	-5	-5	-71	-21	-10	-4	每股经营现金净流	0.988	1.604	0.711	0.300	0.838	1.342
归属于母公司的净利润	361	454	18	396	515	698	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	25.4%	20.4%	0.8%	15.4%	16.8%	19.1%	回报率						
							净资产收益率	18.82%	18.66%	0.76%	13.11%	14.60%	16.51%
							总资产收益率	11.90%	11.41%	0.40%	8.19%	9.18%	10.33%
							投入资本收益率	6.81%	13.06%	1.09%	6.56%	8.32%	10.68%
							增长率						
							主营业务收入增长率	17.45%	56.52%	-2.49%	18.42%	19.15%	19.60%
							EBIT增长率	-11.64%	151.94%	-91.83%	635.32%	47.30%	53.12%
							净利润增长率	11.51%	25.86%	-95.97%	2062.32%	30.33%	35.47%
							总资产增长率	29.59%	31.16%	14.42%	6.16%	16.24%	20.40%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	40.7	31.7	40.6	39.0	38.7	37.5
							存货周转天数	254.2	130.1	202.6	163.6	162.4	160.3
							应付账款周转天数	156.7	112.6	208.2	132.0	133.0	145.0
							固定资产周转天数	23.0	51.7	56.8	48.0	40.7	34.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-31.37%	-14.73%	-14.30%	-16.91%	-22.78%	-32.41%
							EBIT利息保障倍数	-17.0	-108.0	-33.0	-26.3	-25.1	-23.1
							资产负债率	32.83%	35.80%	44.65%	35.54%	35.55%	36.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	4	4	4	6
增持	8	8	8	9	9
中性	2	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.86	1.86	1.86	1.87	1.76

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD