

传统业务平稳增长， 未来新产品市场潜力巨大

投资要点：

1. 事件

银之杰主营业务是为银行提供与影像应用相关的软件产品、软件开发、技术服务及相应的系统集成。我们对银之杰公司进行了持续的跟踪和研究。

2. 我们的分析与判断

公司主要软件产品分为以下几类：（1）电脑验印系统，是公司的核心产品，也是目前软件产品的主要收入来源。公司在该细分领域占据先发优势，目前市场占有率约 40%，并保持平稳增长；（2）票据影像交换业务处理系统，针对票据影像统一管理，完成票据的自动验印、审核、记账、退票等业务处理，在 2007 年中国人民银行统一建立 CIS 系统改革要求的背景下，公司产品有了快速发展；（3）远程授权管理系统，2009 年推出，经过一段时间的市场培育，今年开始进入快速增长期，2011 年 5 月，中标中国银行 900 万元~1100 万元的集中核准配套设备采购项；（4）其他新产品，公司着手落实多功能影像采集平台、印章智能管理系统、自助回单打印系统等一批新产品的开发，预计明年将产生收入，未来市场潜力巨大。

公司营业收入增长稳定，2010 年度软件产品产生 5224.25 万销售收入，较上年度增长 59.10%，技术服务收入增长 115.90%，但定制软件开发及系统集成收入均下降分别 21.56%、14.42%。未来公司增长点仍将来自新产品市场开拓。

公司员工中有 85% 为研发人员或技术人员。销售模式为直销。在客户资源上，多年来积累了庞大的客户基础，目前公司服务的客户覆盖银行 30% 的网点，约 6 万家，包括工商银行、农业银行、建设银行及部分股份制银行、城市商业银行、农信社。

公司的经营持续性强，从过往销售情况看，一家银行一旦成为客户，基本会在之后每年持续带来销售收入。银行业客户稳定性强，后来者进入门槛高。公司产品空间可扩展性强，目前大多数客户只使用了银之杰的 1-2 项产品，公司可以利用先发优势扩展其他产品的销售。

从行业角度看，我国银行业正在进行信息化的第二阶段，公司生产的几类主要产品在银行业普及度有限，未来几年将是推广普及时期。因此银之杰在未来 2-3 年将可获得较快速增长。

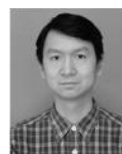
3. 投资建议

预计 2011-2013 年 EPS 是 0.34、0.49、0.76 元，对应 PE 是 33.8、23.2、15.1 倍。公司成长性良好。暂不予以评级。

银之杰（300085.SZ）

未评级

分析师



王家伟

☎：(8610) 6656 8272
✉wangjiawei@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020001



王莉

☎：(8610) 8357 4039
✉wangli_zb@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020008

联系人



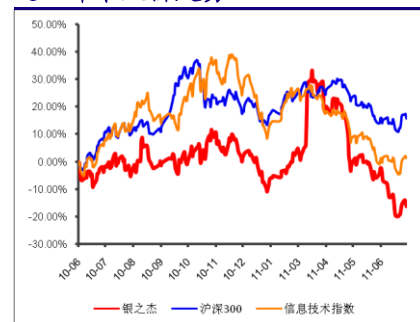
吴砚靖

☎：(8610) 6656 8330
✉wuyanjing@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2011.06.29

A 股收盘价(元)	11.45
总股本(亿股)	1.20
实际流通 A 股(万股)	3787
总市值(亿元)	13.74
流通 A 股市值(亿元)	4.39

近一年来股价走势



资料来源：wind，中国银河证券研究部

表 1: 银之杰财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	49.6	455.4	1033.6	1080.5	1147.2	营业收入	75.1	92.1	113.9	165.2	256.1
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	26.2	32.6	40.8	59.5	94.3
应收账款	31.8	39.0	48.3	70.0	108.5	营业税金及附加	0.6	1.4	0.9	1.3	2.0
预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用	10.3	12.7	13.7	21.5	33.3
其他应收款	1.6	2.8	3.4	5.0	7.7	管理费用	11.9	18.5	19.4	28.1	43.5
存货	1.0	1.2	1.5	2.2	3.5	财务费用	1.0	-3.2	5.0	3.9	3.7
其他流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	资产减值损失	1.3	2.3	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2.7	-0.6	-0.8	-1.0	-1.2	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	23.9	27.8	34.2	51.0	79.4
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	6.7	7.2	7.8	10.1	14.5
长期待摊费用	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	税前利润	30.6	35.1	42.0	61.1	93.9
资产总计	133.3	541.0	1132.3	1203.0	1312.1	减: 所得税	1.3	1.1	1.3	2.0	3.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	29.3	34.0	40.6	59.2	90.9
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	29.3	34.0	40.6	59.2	90.9
应付账款	2.2	2.7	3.4	4.9	7.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	0.0	5.5	12.4	22.3	37.6	基本每股收益	0.65	0.57	0.34	0.49	0.76
应付职工薪酬	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	稀释每股收益	0.65	0.57	0.34	0.49	0.76
应交税费	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	15.9%	22.6%	23.6%	45.0%	55.1%
长期借款	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	EBIT 增长率	20.1%	3.0%	45.4%	39.9%	51.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	31.0%	16.1%	19.6%	45.6%	53.6%
负债合计	25.4	31.4	38.9	50.4	68.6	盈利性					
股东权益合计	107.9	530.9	1096.5	1155.7	1246.5	销售毛利率	65.2%	64.6%	64.2%	64.0%	63.2%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	39.0%	36.9%	35.7%	35.8%	35.5%
净利润	29.3	34.0	40.6	59.2	90.9	ROE	27.1%	6.4%	3.7%	5.1%	7.3%
折旧与摊销	1.9	0.2	0.2	0.2	0.2	ROIC	19.68%	4.74%	3.40%	4.52%	6.35%
经营活动现金流	19.9	28.6	43.2	50.7	70.4	估值倍数					
投资活动现金流	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	17.6	20.2	33.8	23.2	15.1
融资活动现金流	-2.7	377.2	535.0	-3.9	-3.7	P/S	6.9	5.6	5.9	4.1	2.6
现金净变动	16.7	405.8	578.2	46.9	66.7	P/B	4.8	1.0	0.6	0.6	0.5
期初现金余额	32.9	49.6	455.4	1033.6	1080.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	49.6	455.4	1033.6	1080.5	1147.2	EV/EBITDA	17.3	2.9	-8.7	-7.1	-5.5

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机/电子元器件行业证券分析师，总监。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

王莉，计算机/电子元器件行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908