

进可攻，退可守

增持 维持

投资要点：

- 战略定位清晰，外延式扩张做大产业链；
- 把握市场机遇布局高成长业务；

报告摘要：

➤ 传统业务稳定增长。

- **设立中科信息覆盖其他行业用户：**公司出资700万元设立中科信息，明确产业链扩张决心，未来公司可能考虑对中科信息管理团队采取股权激励措施，考虑到后续发展，不排除进一步增资的可能。
- **发债补充营运资金：**公司发行公司债募集资金的申请已经通过证监会发审委审核通过，可能会在春节之后进行市场询价，预计债券发行要到2013年年中。本次发行公司债主要是用于补充营运资金，5年期的债券对公司的长期竞争布局有帮助。

➤ 爆发性增长看票据ATM和银联商务。

- **票据ATM未来5年将高速发展：**公司在票据ATM方面占据领先地位。自主研发了票据印章识别、票据二维码防伪识别和票据荧光底纹防伪识别等核心技术。公司票据ATM已经在多家银行进行试用。交行总行2012年的招标中，公司与河北汇金机电入围中标。苏州中行前期的票据ATM应用创新成功，预期后续有望在全国进行推广。
- **移动支付概念有望落地，产业空间巨大：**公司移动支付业务未来的主要看点是：（1）银联特殊的商业地位带来的不同于其他支付平台的相关功能，比如火车票购票；（2）“全民乐享”带来的增值业务收入。

➤ **盈利预测及评级。**我们维持公司2012-2014年的EPS分别为1.00元、1.47元和2.08元，1月8日收盘价为37.9元，对应公司2012年动态PE为37.9倍，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	390.79	458.89	525.43	641.29	779.04
增长率	29.70%	17.43%	14.50%	22.05%	21.48%
归属母公司净	42.79	56.31	69.85	102.53	145.41
增长率	46.86%	31.60%	24.06%	46.78%	41.82%
每股收益	0.613	0.807	1.001	1.469	2.083
净资产收益率	20.85%	21.53%	21.08%	23.63%	25.10%

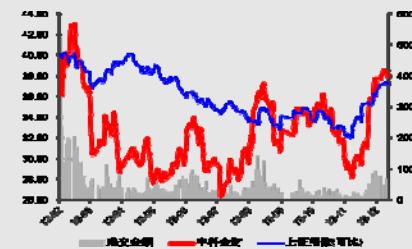
分析师

胡颖 S1180210020002

电话：010-88085957

Email：huying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	6979.75
流通股（万股）	1745
每股净资产	9.04
控股股东	沈飒
控股股东持股	22.72%
股价（1.8）	37.9

相关研究

业绩基本符合前期预期

2012. 10. 25

票据ATM机有望成为重要成长点

2012. 09. 18

时间：2012年1月8日

地点：北京市海淀区北航唯实大厦10层

参加人员：公司董秘李明珠、证券事务代表贺岩

调研内容

公司自2012年2月上市以来，专注于政府、银行、企业等行业客户的需求，坚持以应用软件开发、技术服务和系统集成服务为重点，以提高用户业务与管理水平为目标，致力于成为中国领先的高端IT综合服务提供商，大数据处理和移动电子商务领军企业。

图1：中科金财战略定位清晰



资料来源：公司官网

一、传统业务稳定增长

公司传统业务包括：数据中心建设、银行影像解决、IT服务管理。数据中心业务占总收入的64%，上半年收入同比下降9%，预期全年有望和去年持平并略有增长；银行影像解决方案占总收入的15%，主要客户是中国银行和华夏银行，其对影像产品的需求较为稳健，公司近两年业务增速都在25%左右。虽然这块收入上半年增速一般，但是公司方面表示去年未结算订单有2亿左右。公司传统业务开展较为平稳，截止6月31日公司员工有700多人，目前为1000多人。

（一）设立中科信息覆盖其他行业用户

公司2012年11月26日发布公告称，公司出资700万元投资设立控股子公司，即中科信息。中科信息注册资本为1000万元，公司出资700万元，占注册资本的70%。其他三位自然人股东出资300万元。

中科金财目前在数据中心建设领域主要面向政府、金融等行业客户，新成立的中科信息主要面向能源、电信、中小金融等行业客户。公司成立中科信息的目的在于快速进入新的业务领域，扩大业务的客户覆盖率，增加新的利润增长点，增强公司综合竞争力，保障

公司业务快速发展。

未来公司可能考虑对中科信息管理团队采取股权激励措施，考虑到后续发展，不排除进一步注资的可能。

(二) 发债补充营运资金

目前公司发行公司债募集资金的申请已经通过证监会发审委审核通过，可能会在春节之后进行市场询价，预计债券发行要到2013年年中。

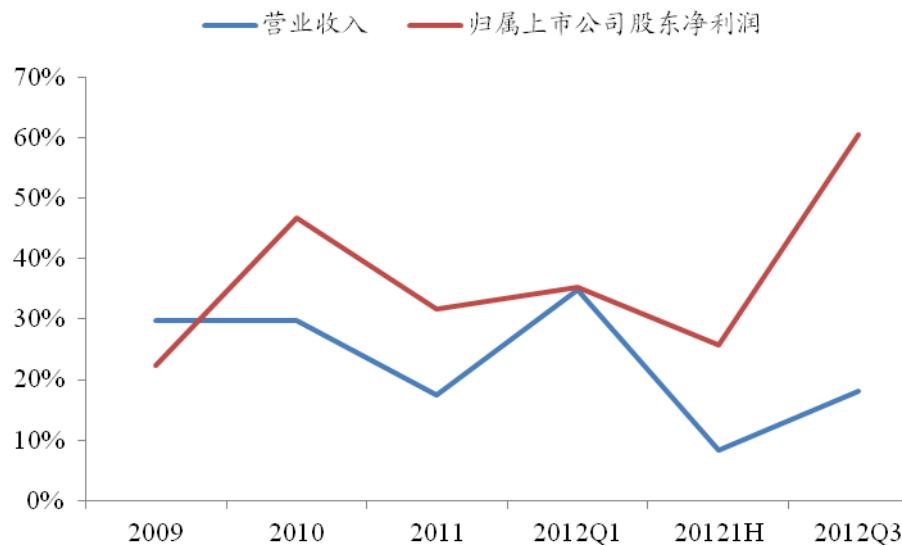
本次发行的公司债券票面总额不超过人民币2.4亿元(含2.4亿元)，期限为5年，可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模提请股东大会授权董事会根据相关规定及市场情况确定。

本次发行公司债主要是用于补充营运资金，让公司在2013年有一个较好的发展。因为是5年期的债权，债券的发行对公司的长期竞争布局有帮助，主要投向前期准备的项目，如票据ATM业务，其他研发项目及可能的并购机会等。

二、爆发性增长看票据ATM和银联商务

公司三季报显示，2012年1-9月份，公司实现营业收入3.38亿元，同比增长18.04%，实现营业利润2418.91万元，同比增长2.57%，实现归属于上市公司股东净利润3560.72万元，同比增长60.50%。公司前三季度利润增幅明显偏大的主要原因是增值税退税的及时到位，因去年增值税退税四季度才入账，税收对利润增长影响全年不会太大。

图2：营业收入增长稳健，净利润受退税影响增幅明显



资料来源：宏源证券研究所

(一) 票据ATM未来5年将高速发展

票据ATM，即票据自助受理机，主要服务于商业银行的企业和机构用户，代替柜面办理支票存款、汇款业务、支票出售和入账回单打印等业务。票据业务是商业银行对企业服务的核心。票据ATM的成功上线，能够帮助商业银行实现企业票据结算业务24小时错

时延时自助服务，有助于商业银行提高结算效率、提升对公服务水平，加速商业银行网点向营销型网点转型。

公司在票据 ATM 方面占据领先主导地位。公司参与了中国人民银行“票据自助柜员机（ATM）终端规范”金融行业标准的制定工作，而且一直从事银行影像相关产品及技术的研发，自主研发了票据印鉴识别技术、票据二维码防伪识别技术和票据荧光底纹防伪识别技术。正是这些技术使得公司在票据 ATM 上拥有核心竞争力，能有效保障未来银行大规模采购时的市场份额。

截止目前，公司票据 ATM 已经在上海农商行、苏州中行、上海中行等进行试用。交行总行 2012 年的招标中，公司与河北汇金机电入围中标，后续交行分行将陆续采购。苏州中行前期的票据 ATM 应用创新成功，预期后续有望在全国进行推广。总体来看，票据 ATM 开启银行对公自助设备蓝海，虽然公司 2012 年采购量不大，但是预计未来 5 年，票据 ATM 市场将高速发展。公司对此项业务非常重视，发行债券募集资金将支持票据 ATM 的生产和推广。随着银行开启票据 ATM 采购计划，这块收入将在公司 13 年业绩中有所体现。

（二）移动支付概念有望落地，产业空间巨大

移动支付，是指用户使用手机，接入通信网络或使用近距离通信技术完成信息交互，实现资金从支付方向受付方转移从而实现支付目的的一种支付方式。移动支付可以分为远程支付和近场支付。与之前的支付方式相比，移动支付实现了融合、跨界和 O2O（见图 3）。

图 3：移动支付平台带来支付方式的大融合



资料来源：艾瑞咨询

特别是随着智能手机普及率的不断提高，电信网络的不断提速，监管标准的统一以及个人消费习惯的改变和培育，移动支付未来几年面临爆发性增长机会。据工信部电信研究院和中国移动相关研究预测，到 2013 年中国的手机支付产业链总规模将超过 1500 亿元，未来几年内将保持 40% 左右的年增长率。

1、移动支付产业链参与者众多，合作共赢是王道

移动支付产业链参与者主要包括金融机构（银行、卡组织）、电信运营商、移动支付

平台、设备制造商、解决方案提供商、用户、商户等（见图 4）。国内移动支付产业链错综复杂、参与者众多、对资源的争夺激烈，没有一方能仅依靠自己的力量主导整个产业的发展，所以未来几年的发展将呈现出合作、开放式的商业模式。

公司作为中国银联、农信银在移动支付方面客户端系统开发和软件运营唯一服务商，有望在未来几年享受移动支付产业链爆发带来的业绩红利。

图 4：移动支付产业链绵长，行业生态系统尚未形成



资料来源：艾瑞咨询

2、与中国银联的战略合作奠定公司移动支付业务腾飞基础

公司控股子公司中科金财电子商务有限公司（中科商务），在移动支付领域研发无卡手机支付技术并获得了专利，与中国银联一起打造银联互联网手机支付平台，建立了移动电子商务平台、移动广告平台、移动多媒体互动电子杂志平台等核心业务平台，形成了公司在行业的独特优势。

目前，中国银联手机支付客户端“银联随行”，银联商务（中国银联子公司）手机支付客户端“全民付”、电子商务平台“全民乐享”均系中科商务提供技术支持。公司未来的主要看点是：（1）银联特殊的商业地位带来的不同于其他支付平台的相关功能，比如火车票购票；（2）“全民乐享”带来的增值业务收入。

（1）“银联随行”由银联手机支付大众版改名而来，主打支付功能，主要功能包括：便民缴费、信用卡还款、交易查询、余额查询、商旅服务、白金特惠、账户管理、手机充值等。

（2）“全民付”于 11 年 7 月 6 日正式推出以来，主打便民支付，主要功能包括信用卡还款、手机充值、账单号支付、跨行转账、余额查询、公共事业缴费、机票订购、目录销售、游戏充值、慈善捐款、彩票投注等。

（3）至于“全民乐享”，分手机端和 WEB 端，主打电商，目前处于试运营阶段，还没有正式上线。目前“全民乐享”活跃用户大约有 100 万，沈阳地区的线下商户转线上已经基本上完成，但是提升还不是很明显，2013 年主要看银联的规划情况。

中科商务与中国银联的合作不是简单的卖软件，双方在移动支付、移动电子商务方面有四种合作方式：一是公司开发客户端软件收取开发费和推广费，二是共同开发支付平台，交易手续费分成，三是增值业务收入，四是终端广告收入。目前，软件开发费仍是最主要的收入来源，但是公司开发系统收取的费用不足以抵消成本，中科商务上半年亏损 500 万左右。公司方面表示，下半年中科商务盈利有望持平，同时希望看到 2013 年中科商务开始盈利。

中科商务除与银联合作外还与包括国家气象局、国家质检总局、南水北调、农信银、华夏银行、民生银行等许多政府及金融行业客户开展业务。

三、盈利预测及评级

我们维持公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.47 元和 2.08 元，1 月 8 日收盘价为 37.9 元，对应公司 2012 年动态 PE 为 37.9 倍，维持“增持”评级。

表 2：财务报表预测

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	458.89	525.43	641.29	779.04	经营性现金净流量	64.52	21.90	53.57	119.27
减：营业成本	293.00	275.80	320.77	372.61	投资性现金净流量	-72.45	13.16	13.39	14.96
营业税金附加	5.29	9.98	12.18	14.80	筹资性现金净流量	1.91	-60.51	3.64	6.01
营业费用	13.67	42.03	50.02	59.21	现金流量净额	-6.02	-25.45	70.59	140.24
管理费用	91.71	136.61	160.32	186.97	财务指标汇总	2011A	2012E	2013E	2014E
财务费用	3.26	-7.49	-9.64	-12.01	毛利率	0.36	0.48	0.50	0.52
资产减值损失	2.55	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	0.24	0.33	0.31	0.30
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.15	0.16	0.19	0.22
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.19	0.18	0.21	0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.12	0.13	0.16	0.19
营业利润	49.42	68.49	107.63	157.46	ROE	0.22	0.21	0.24	0.25
加：其他非经	14.68	15.76	16.03	17.92	ROA	0.17	0.20	0.22	0.25
利润总额	64.10	84.25	123.66	175.38	ROIC	0.47	0.31	0.41	0.51
减：所得税	7.39	13.90	20.40	28.94	销售收入增长率	0.17	0.15	0.22	0.21
净利润	56.71	70.35	103.26	146.44	EBIT 增长率	0.34	0.23	0.45	0.41
减：少股损益	0.40	0.50	0.73	1.03	EBITDA 增长率	0.44	0.11	0.39	0.37
归母公净利润	56.31	69.85	102.53	145.41	净利润增长率	0.32	0.24	0.47	0.42
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产增长率	0.16	0.01	0.31	0.27
货币资金	151.92	126.47	197.06	337.30	股东权益增长率	0.27	0.27	0.31	0.34
应收预付款项	87.69	102.89	169.31	155.67	资产负债率	0.34	0.18	0.18	0.14
存货	78.24	105.63	108.22	140.19	投资资本/总资产	0.44	0.52	0.46	0.37
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.45	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.51	5.48	5.56	7.40
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.90	3.75	4.29	5.76
固资和在建	65.45	57.33	49.20	41.07	总资产周转率	1.14	1.28	1.19	1.14
无资产和开发	20.71	16.84	12.97	9.11	固定资产周转率	7.01	9.17	13.03	18.97
其他非流资产	0.16	0.08	0.00	0.00	应收账款周转率	7.18	12.77	7.36	11.34
资产总计	404.17	409.23	536.77	683.34	存货周转率	3.74	2.61	2.96	2.66
短期借款	62.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	67.28	82.76	120.02	169.37
应付预收款项	64.40	61.12	85.40	85.53	EBITDA	85.29	94.83	132.09	181.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	46.94	55.95	86.83	126.46
其他负债	12.92	12.92	12.92	12.92	净利润	56.31	69.85	102.53	145.41
负债合计	139.32	74.04	98.32	98.45	EPS	0.81	1.00	1.47	2.08
股本	52.35	52.35	52.35	52.35	BPS	3.75	4.75	6.22	8.30
资本公积	43.47	43.47	43.47	43.47	PE	43.03	34.68	23.63	16.66
留存收益	165.70	235.55	338.07	483.48	PEG	1.16	N/A	N/A	N/A
归属母公司	261.52	331.37	433.89	579.30	PB	9.26	7.31	5.58	4.18
少数股东权益	3.33	3.82	4.55	5.58	EV/EBIT	25.79	20.54	13.59	8.82
股东权益合计	264.84	335.19	438.45	584.89	EV/EBITDA	20.34	17.92	12.35	8.23
负债和权益合	404.17	409.23	536.77	683.34	ROIC-WACC	0.47	0.31	0.41	0.51

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。