

金证股份（600446）公司研究报告

把握“新市场”，探索“新模式”

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

研究助理：黄继晨

日期：2014年2月27日

www.lxzq.com.cn

要点：

1. 金证以券商 IT 业务起家，是国内领先的金融证券软件开发商和系统集成商。2010 年底董事会改选后，公司决定了专注金融领域 IT 服务的新战略。随后两年，公司着力研发，不但快速补足了基金业务、券商创新业务等 IT 产品线，还取得了一定的系统架构优势。经营上，公司也通过剥离非相关业务以集中资源支撑金融 IT 主业。13 年前三季度，公司整体净利润实现了 34% 的增长，Q3 单季度毛利率攀升至 22.21% 的历史较高水平，“新战略”成效初显。

2. 在可预见的未来，金证有望首先以“卖铲人”的身份受益于互联网金融创新和泛金融 IT 业务的增量需求。2013 年，除了在支撑“类余额宝”产品的系统对接方面，公司在区域股权交易中心领域、碳排放权交易中心领域和房产交易系统领域均有所斩获，而对于金证而言这是区别于原有业务的新市场。与此同时，公司也在调整组织管理架构，力求更为高效的发力“新市场”。

3. 我们认为公司有望通过外延扩张的方式探索跨界的商业模式、拥抱新的技术变革。如前所述，以公司现有业务在产业链上的位置难以触及互联网金融的核心要素环节，如果公司希望深度分享新产业的红利，未来在横向和纵向领域均存在相当的可能性，例如：向下游延伸涉足互联网 B2C 业务或是横向拓展业务至大数据分析。无论哪一种方式，以资本融合为先导的扩张模式都将为金证从供应商角色向合作者角色的转换铺平道路，而这也是我们对金证的主要想象空间所在。

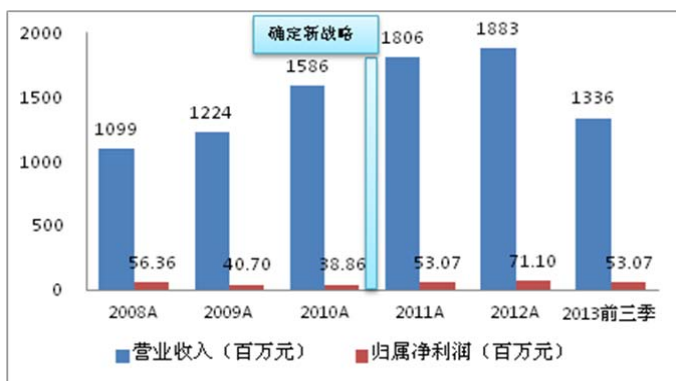
4. 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.33、0.42 和 0.59 元，对应 14 年和 15 年市盈率分别为：47 倍和 35 倍。在金融创新的大潮中，公司将以“卖铲人”的身份长期分享行业变革所带来的红利，未来应首先关注公司的交易性机会。而后续如能通过并购衍生出新的商业模式，那么公司长期成长价值将会得到凸显。首次覆盖，我们给予其“增持”评级。

风险提示：金融业创新进展逊于预期、人力成本攀升、系统性风险

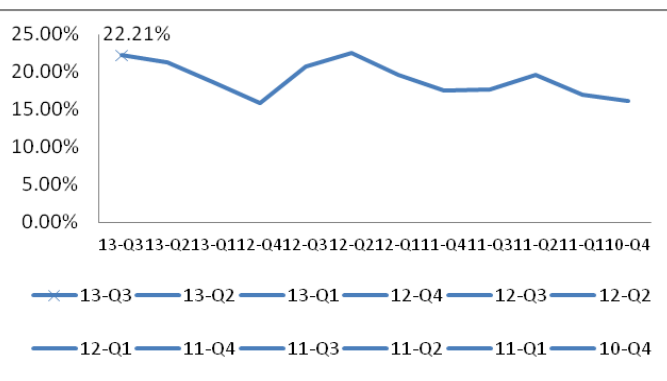
1、战略回归金融 IT 业务，三年苦修成果初显。

金证以券商 IT 业务起家，是国内领先的金融证券软件开发商和系统集成商。其于 03 年上市后逐步践行多元化发展之路，在其它行业的系统集成业务方面进行开拓，但经营成果难以令人满意。2010 年底董事会改选后，公司决定重回主业，专注金融领域 IT 服务的新战略。随后两年，在研发上，公司苦练内功，不但快速补足了基金业务、券商创新业务等 IT 产品线，还取得了一定的系统架构优势。经营上，公司也通过剥离部分非相关业务以集中优势资源支撑金融 IT 主业。13 年前三季度，公司整体净利润实现了 34% 的增长，Q3 单季度毛利率攀升至 22.21% 的历史较高水平，“新战略”成效初显。新近公布的 2013 年度业绩快报显示，公司 13 年净利润更是同比大幅上升 50%-60%，超出市场普遍预期，我们认为毛利率上升或为驱动业绩的关键因素。

图表1 新战略确立后业绩低谷回升



图表2 按季度-毛利率(%)回升至高点



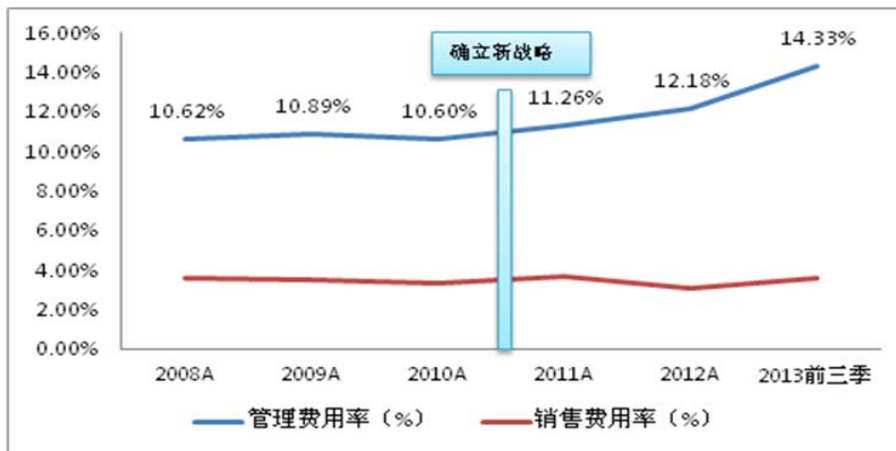
资料来源：Wind、联讯证券投资研究中心

资料来源：Wind、联讯证券投资研究中心

2、金融创新诉求旺盛推动研发投入居高不下。

公司在“回归金融 IT”的战略指引下着力产品研发，一方面加大了在金融创新、资管系统等方面的投入，另一方面决定设立南京研发中心。财务上，在包含了研发支出的管理费用科目中，我们也观测到了上述趋势。公司自 2011 年开始，管理费用率连年显著上升，当前达到了 14% 的历史高位。我们预计未来两年，泛金融领域的业务创新诉求将持续旺盛，公司作为相关 IT 系统服务商也必然会与时俱进，因此研发投入维持高位亦是大概率事件。

图表3 按季度-费用率(%)



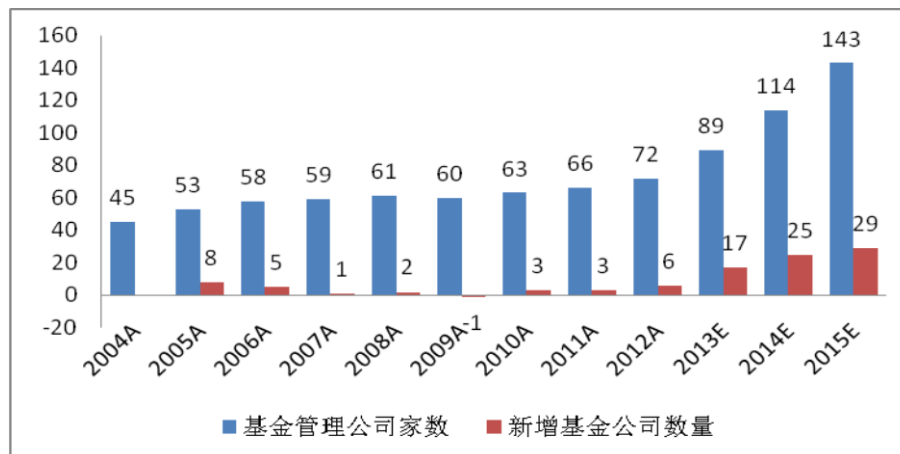
资料来源: Wind、联讯证券投资研究中心

3、基金 IT 业务：顺应趋势，后发制人。

3.1 新设基金公司客户拓展良好。

在公募基金领域，公司目前已拥有开放式基金注册登记（TA）系统、中登模式登记过户系统和开放式基金网上直销系统等产品。近年，金证采取后发制人的策略，凭借新版系统性能和服务优势在增量市场的争夺中占据了领先地位，13 年前三季度，在 12 家新设基金管理公司中，先后中标了其中的 8 家，增量市场占有率始终在 60% 以上的水平。

图表4 “新基金法”促新基金公司加速设立



资料来源: Wind、联讯证券投资研究中心

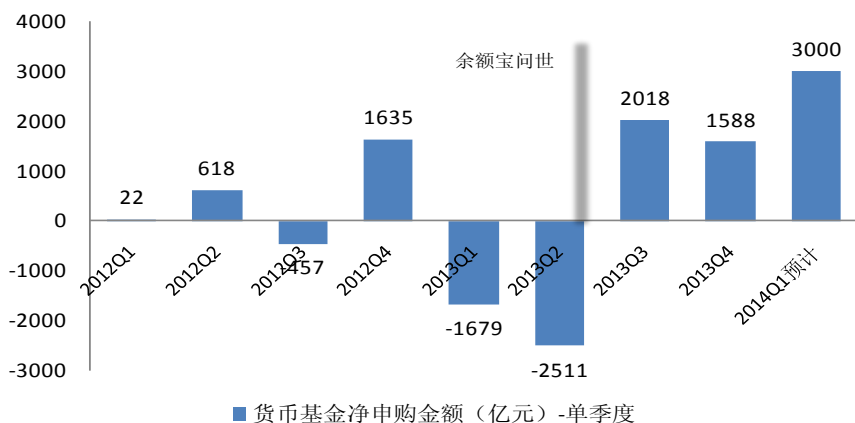
3.2 货基替代活期存款空间广阔，受益基金公司触网需求。

在存量市场方面，随着基金业务产品线的进一步完善，公司对老客户的拓展工作进展顺利，截至半年报已有超过 30 家基金采用了公司新一代的财富管理系统的相关模块产品。后续，随着与天弘基金、

光大保德信基金、华夏基金等合作的“XX 宝”类互联网创新项目的示范性辐射，公司面向基金公司和第三方支付平台的网上直销系统有望继续斩获订单。

余额宝的推出一方面将消费者的理财需求与网购场景有机的结合在了一起，另一方面通过引入第三方交易平台（支付宝）抵押收益权换取了更强的流动性。使消费者不仅可以享受高收益、低风险的产品，还获得了随时变现的权利。在“风险、收益与流动性”三大要素的权衡中，类“余额宝”产品相较银行活期存款已经具备了极强的吸引力，在可预见的未来，活期存款“搬家”的趋势在已经难以阻挡。截至 14 年 1 月末，我国居民储蓄余额约为 47 万亿，其中活期存款规模超过 16 万亿元。而截至今年 1 月底，国内货币基金总净值已超过 9500 亿，单纯从数字上看，国内货基规模尚不及居民活期存款的 6%，但其规模增长的速度已超乎市场想象。我们假设未来 2-3 年，以货基为代表的余额理财类产品对活期存款的替代率将达到 20%，那么国内货基总规模仍有 3 万亿以上的增长空间。我们进一步测算，假设 2014 年、2015 年，国内货币基金规模分别达到 1.5 万亿和 2.1 万亿（增量部分主要由互联网金融业务贡献），那么按照基金销售服务费率 0.25%，管理费率为 0.3% 推算，佣金收入的潜在空间将分别达到 82.5 亿元和 115.5 亿元。

图表 5 货币基金规模按季度大幅增长



资料来源：Wind、联讯证券投资研究中心

注：为实现开放式基金的登记过户、份额确认、账户管理、清算等功能与互联网平台商的对接，一般基金公司需要新增一套 TA 系统（份额登记结算系统）。

诱人的市场前景有望吸引大量传统基金管理公司和资产管理公司将自身产品与互联网第三方支付平台进行对接，从而对金证形成两方面利好：1) IT 系统对接需求将对公司业绩构成实质贡献：按照百万级的订单金额匡算，此部分增量市场对公司收入的贡献预计为 3000 - 4000 万/年，由于软件产品毛利率较高，其对公司净利润的贡献将更为显著；2) 由于互联网金融创新项目示范效应明显，金证有望凭借该“拳头”产品与众多此前未使用金证产品的公募客户建立商务关系，从而增加了日后向其提供其他产品或服务的可能性。我们认为，公司基金 IT 业务已步入高速增长阶段，未来业绩有望逐年释放。

图表6 对接光大保德信基金相应的业务系统由金证提供



资料来源：互联网公开信息、联讯证券投资研究中心

图表7 对接华夏基金的业务系统由金证提供

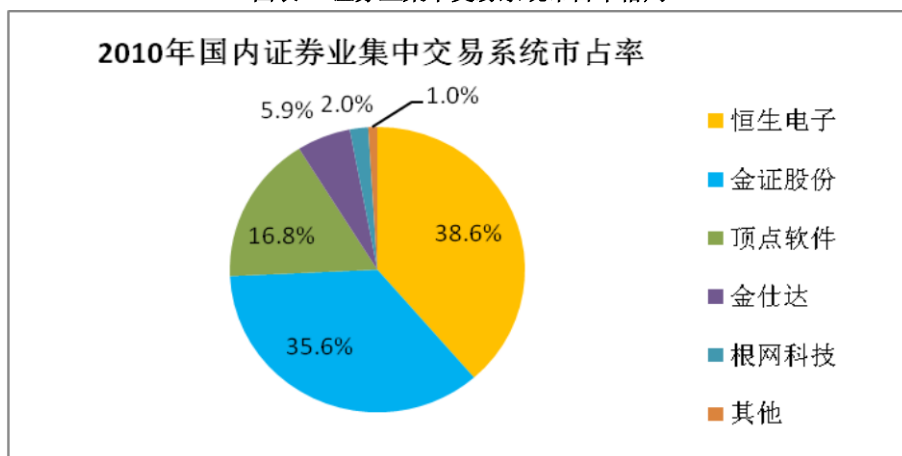


4、券商 IT 业务：市场份额相对稳定，分享创新业务红利。

国内券商 IT 服务市场发展至今，已基本形成了双寡头的竞争格局，根据赛迪顾问 2010 年的统计数据，金证与恒生合计客户占有率已超过 74%；而近两年该比例仍在持续攀升，当前双寡头的市场份额合计或已超过 85%。由于证券公司经纪类业务以及由其衍生出的众多创新业务都要依赖其核心交易系统，因而券商一旦使用了某一提供商的核心交易系统，其未来的增量 IT 需求也将优先考虑原有服务商。据此我们判断，在券商 IT 服务领域，金证将与其竞争对手恒生共同分享行业的创新红利，而两者的市场份额或难有大幅波动。随着券商创新业务的增加与试点范围的逐步扩大，双寡头有望在融资融券、券商资管、OTC 业务（含新三板）等领域持续收获订单。

以即将引入“做市交易制度”的新三板业务为例，“做市交易”将给参与券商带来长期的收入，并且将伴随挂牌企业数量的增加和交易活跃度的提升而显著增加。庞大的项目储备和可观的盈利潜力使得券商纷纷将目光聚焦于此；因而，随着相关股转系统的上线，券商为了开展“做市商业务”必将大范围配建 IT 系统，从而对金证的业务形成有力推动。

图表 8 证券业集中交易系统市占率格局



资料来源：赛迪顾问、联讯证券投资研究中心

图表9 新三板市场形成将大幅增加对做市交易系统的需求

时间	新三板业务发展时间表
2006 年 1 月 17 日	新三板诞生，其最初的定位是为高科技成长性企业提供股份流通的机会；但随着资本市场的发展，逐步发展成为为创新创业型、成长性中小微企业发展服务的场外股权交易市场。
2012 年 8 月	国务院批准扩大新三板试点，除原来的中关村科技园区外增加上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区。
2013 年 1 月	全国中小企业股份转让系统正式揭牌。2 月，一系列规章制度发布，对股票挂牌、转让、定向发行、主办券商、投资者适当性管理等内容做了较为明确的规定。
2013 年 7 月	国务院办公厅发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，明确要将试点扩大至全国。
2013 年 11 月	全国中小企业股份转让系统公司召开“扩大试点主办券商动员暨技术系统建设培训会”，明确了新三板未来的交易方式包括协议交易、做市交易和竞价交易，且股转系统全新技术系统将在 2014 年中旬上线，进而做市交易系统有望在 2014 年中下旬推出。
2014 年 1 月	有 266 家公司在新三板集中挂牌，从地域分布来看，已经打破了区域限制，实现全国性质的扩容。从挂牌公司的行业来看，也开始涉及除 IT 等高新技术行业的以外的行业（如证券业）。

资料来源：互联网公开信息、联讯证券投资研究中心

5、把握“新市场”，探索“新模式”——创新在路上。

2013 年，我们共同目睹了互联网金融浪潮的兴起，阿里余额宝规模破千亿成为佳话、浦发牵手腾讯共建互联网金融生态圈或已成定局、红杉资本千万美金领投创业公司“融 360”令人羡慕、苏宁设立保险销售公司引领电商“反扑”，一时间，互联网金融尘嚣四起，各路枭雄无不觊觎。徘徊在趋势和憧憬之间，我们建议投资者更为理性的看待相关产业链环节所能发挥的作用。对于 IT 服务提供商而言，

在这场旨在降低信息不对称程度、削减投融资环节进而以无边界的互联网为载体重构产业链的变革中，难以发挥决定性的作用，由于其既不掌握用户侧的海量行为数据（即“大数据”），又无从涉及资金供需双方的交易环节，凭借现有业务或难以构筑出颠覆式的商业模式。

在可预见的未来，我们认为金证将首先以“卖铲人”的身份受益于互联网金融创新和泛金融 IT 业务的增量需求。2013 年，除了在支撑“类余额宝”产品的系统对接方面，公司在区域股权交易中心领域、碳排放权交易中心领域和房产交易系统领域均有所斩获，而对于金证而言这是区别于原有业务的新市场。与此同时，公司也在调整组织管理架构（将资产管理 IT 业务子公司化），力求更为高效的发力“新市场”。

另一方面，我们认为公司有望通过外延扩张的方式探索跨界的商业模式、拥抱新的技术变革。如前所述，以公司现有业务在产业链上的位置难以触及互联网金融的核心要素环节，如果公司希望深度分享新产业的红利，未来在横向和纵向领域均存在相当的可能性，例如：向下游延伸涉足互联网 B2C 业务（搭建互联网金融平台）或是横向拓展业务至大数据分析。无论哪一种方式，以资本融合为先导的扩张模式都将为金证从供应商角色向合作者角色的转换铺平道路，而这也是我们对金证的主要想象空间所在。

6、给予“增持”评级。

基于业绩快报中所披露的数据，我们预计公司 2013 -2015 年 EPS 分别为 0.42、 0.56 和 0.75 元，对应 2014 年和 2015 年市盈率分别为：47 倍和 35 倍。在金融创新的大潮中，公司将以“卖铲人”的身份长期分享行业变革所带来的红利，未来应首先关注公司的交易性机会。而后续如能通过并购衍生出新的商业模式，那么公司长期成长价值将会得到凸显。首次覆盖，我们给予其“增持”评级。

7、风险提示：

金融业创新进展逊于预期、人力成本攀升、系统性风险

图表10 盈利预测表

单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	1883	2132	2475	2808
增长率(%)	-	13.24%	16.06%	13.44%
减：营业成本	1524	1691	1918	2136
毛利率(%)	19.07%	20.68%	22.52%	23.92%
营业税金及附加	14	8	8	9
减：销售费用	58	66	82	93
占收入百分比(%)	3.08%	3.10%	3.30%	3.30%
管理费用	229	271	314	354
占收入百分比(%)	12.16%	12.70%	12.70%	12.60%
财务费用	(30)	(38)	(28)	(25)
资产减值损失	5	7	8	9
加：投资收益	0	0	1	1
二、营业利润	83	127	174	233
营业利润率(%)	4.41%	5.96%	7.05%	8.30%
营业外收入	14	14	12	12
营业外支出	0	0	0	0
三、利润总额	97	141	186	245
减：所得税	12	18	24	32
四、净利润	85	123	162	213
归属净利润	73	109	146	196
净利润率(%)	3.88%	5.13%	5.90%	6.99%
少数股东损益	12	14	16	17
每股收益(元)	0.28	0.42	0.56	0.75

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。