



**谨慎
买入**

11% ↑

目标价格: 人民币 50.00

300377.CH

价格: 人民币45.17

目标价格基础: 市销率

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 赢时胜的市场占有率较高,客户黏性高
- 公司在托管与资管这两个平台上不断开展拓展和创新。
- 公司致力于新的业务增长点。
- 目前互联网金融处于高速蓬勃发展阶段。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	47.9	(12.8)	(31.9)	0.0
相对深证成指	14.8	(36.1)	(65.7)	(36.8)

发行股数(百万)	111
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,273
3个月日均交易额(人民币 百万)	185
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
唐球	28

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年1月6日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 互联网金融

孙洁妮

(8610)66229335

jienni.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514090001

赢时胜

互联网金融未来崛起的新星

作为一家互联网公司,赢时胜主营业务主要包括两大块:一个是为非银行金融机构提供资产管理业务的整体化信息管理方案;第二个是为银行金融机构提供托管业务方面的软件服务。产品可以应用于金融行业研究、分析、投资、交易、风控、监督、清算、核算估值、绩效估值、存托管、数据整合、账户管理、客户服务等各个环节。公司是我国最早研发并推广资产管理及托管业务信息系统解决方案的软件企业之一;也是较早在国内引入金融统一数据平台进行系统业务集成理念的软件企业;也是国内首个 QDII 资产管理软件的提供商。我们给予其**谨慎买入**的首次评级,目标价格**50.00**元。

支撑评级的要点

- 截至2014年3季度,赢时胜总资产达到4.14亿元,比上年度末增加77.61%;基本每股收益达到0.07元/股,归属于上市公司普通股股东的净利润为0.037亿元,比上年同期增加133.12%。
- 赢时胜的市场占有率较高。在资产托管端,国内有公募基金资产托管资格的银行有27家,24家都是其客户,市场占有率达到90%。在资产管理端,客户主要为公募基金、信托、保险、私募、证券等,其中公募基金的占有率超过90%。截至2014年8月,项目整体毛利率超过80%。在国际市场,美国的道富公司是其经营模式上学习的样板,在国内市场,目前仍无强劲的竞争对手。
- 公司在托管与资管这两个平台上不断开展拓展和创新。除了做好新一代资管系统和新一代托管系统这两个项目外,也在不断加强产品的升级换代以及金融资本市场的创新。比如SOFA自主开发平台,大大缩短了项目研发周期。
- 公司致力于新的业务增长点,比如外包服务,主要分为三部分,一是ITO,即Information Technology Outsourcing;二是BPO, Business Process Outsourcing;三是KPO, Knowledge Process Outsourcing。外包这块的业务利润率已达到40%。
- 目前互联网金融处于高速蓬勃发展阶段。近期出台的《众筹管理办法》,以及允许券商、期货、基金交叉持牌等利好政策,都将正面地对互联网金融板块产生积极影响。

评级面临的主要风险

- 互联网金融板块的估值集体较高,其他同业的去泡沫或对其产生负面的联动效应。

估值

- 公司的市销率在25倍左右,我们将它的估值和几家与其在业务模式上较为相似的上市公司进行了类比,包括美国道富。由于美国道富所在的美国市场与中国有一定的差异,因而我们着重去看其与国内其他相似公司间的估值差异,我们发现其估值还是处于比较高的位置,因而我们认为,公司股价大幅上涨已经在前期有所体现,考虑到其基本面有长期的持续性,特别是几乎垄断的市场占有率,我们认为估值仍有继续上扬的空间。我们给予其**谨慎买入**评级,目标价50.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	143.9	168.2	201.2	241.4	289.68
净利润(人民币 百万)	37.2	40.4	44.4	48.84	53.72
全面摊薄每股收益(人民币)	0.83	0.9	0.43	0.52	0.624
全面摊薄市盈率(倍)	NA	NA	110	120	130
每股现金流量(人民币)	0.51	0.2	0.47	0.31	0.31
企业价值/息税折旧前利润(倍)	NA	NA	102		
每股股息(人民币)	NA	0.19	0.19	0.19	0.19
股息率(%)	NA	0.43	0.4	0.43	0.43

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要优势

一、赢时胜的市场占有率较高

公司的客户涵盖了基金、证券、保险、信托、银行等金融领域。截至 2014 年 8 月，发行人与 86 家基金公司（占基金公司总数 90.56%）、47 家证券公司（占证券公司总数的 43.34%）、8 家信托公司（占信托总数的 24.11%）以及 24 家托管银行（占托管银行总数的 88.88%）、34 家保险公司（占保险公司总数的 24.11%）建立了业务合作关系。

图表 1. 赢时胜主要客户及市场覆盖率

行业	行业容量	公司客户数量	客户覆盖率(%)
基金	95	86	90.52
托管银行	27	24	88.88
证券	111	47	42.34
保险	141	34	24.11
信托	68	8	11.76
保险资产管理公司	18	10	55.56
其他		26	

资料来源：中银国际研究，赢时胜公司数据

二、公司在托管与资管这两个平台上拥有完备的产品线

公司对金融机构服务产品线包括：

- 商业银行的资产托管系列软件：估值核算、资金清算、投资监控、信息披露、托管服务等系统；管理的资产类别有：公募基金、基金专户、券商集合理财、信托、银行理财、私募、保险、社保、企业年金、QDII、QFII、RQFII 等全资产。
- 基金：赢时胜的估值核算系统在基金行业占有 90.56% 的绝对市场占有率，2013 年管理资产规模排在前十名的基金公司全部采用赢时胜的估值核算系列，管理的公募基金资产规模为 14381 亿元，占整个基金行业所有公募基金资产规模的 49%。
- 证券：赢时胜为券商资管提供估值核算、投资交易、TA 资金清算、投资监控、资产托管等系统。
- 保险：为保险行业提供投资交易管理系统、估值核算系统、风控与绩效评估系统、保险资产综合信息管理系统。
- 信托：提供信托业务运营核心系统-估值与核算系统、TA 系统、信息披露系统等。
- 私募及期货：投资交易、估值核算、TA 资金清算、信息披露等系统。
- 第三方基金销售：基金销售和资金清算系统。
- 金融监管机构：负责管理运营全国社会保障基金的一体化企业级数据中心，并基于同一数据中心搭建风控与绩效评估系统。

除了做好新一代资管系统和新一代托管系统这两个项目外，也在不断加强产品的升级换代以及金融资本市场的创新。比如 SOFA 自主开发平台，大大缩短了项目研发周期。

三、公司致力于新的业务增长点

比如外包服务, 主要分为三部分, 一是 ITO, 即 Information Technology Outsourcing; 二是 BPO, Business Process Outsourcing; 三是 KPO, Knowledge Process Outsourcing. 外包这块的业务利润率已达到 40%。

赢时胜的 ITO 主要是和赢时胜业务系统相关的系统开发外包, 主要涉及金融资产托管业务, 投入人员为 120 人, 目前主要分为两种模式: 一种是新一代资产托管项目开发外包; 另一个是资产托管独立版本项目开发外包。

BPO 主要涉及的是托管和资管, 投入人员为 70 人左右, 金融机构通过长期合同的形式, 将部分非核心业务委托给赢时胜进行管理维护。关于非核心的业务操作, 银行的中后台业务管理中有大量的数据录入业务, 重复性高, 占用人员多, 这部分交由赢时胜的话, 将节省大量时间, 后面的审核和复核则交给银行业务人员完成。而证券投资基金、证券公司集合管理计划、证券公司专户理财、基金公司专户理财等相对管理较严格, 保密要求较高等资产, 在外包给赢时胜后, 将提高其托管业务流程的效率。

因此, 在外包层面, 赢时胜因其市场中的龙头地位和其 产品对于金融机构的影响程度之大, 使得其客户黏度非常高。

四、目前互联网金融处于高速蓬勃发展阶段

资管业务方面, 允许证券、基金、期货等机构交叉持牌政策即将出台, 届时, 拥有资管牌照的金融机构有望扩容, 赢时胜有望获得增量客户资源。此外, 随着互联网理财及金融创新的不断深化, 国内的金融机构资管端的需求也将迎来另一波快速增长。

托管业务方面, 我国托管资产规模在快速增长, 随着国家对托管牌照的逐渐放开, 能取得托管资格的银行金融机构将持续增加, 这也就意味着赢时胜在这一块将有绝对的优势, 我们有理由相信, 赢时胜在其客户数量上将有突飞猛进的增长。

五、估值及投资建议

图表 2. 同类公司估值类比

证券代码	同类公司	市销率(PS,TTM)
300377.CH	赢时胜	25.0762
600446.CH	金证股份	5.2872
601519.CH	大智慧	12.2828
600570.CH	恒生电子	23.9688
300033.CH	同花顺	56.9142
STT	美国道富	3.1950

资料来源: 万得, 彭博, 中银国际研究

公司的市销率在 25 倍左右, 我们将它的估值和几家与其在业务模式上较为相似的上市公司进行了类比, 包括美国道富。由于美国道富所在的美国市场与中国有一定的差异, 因而我们着重去看其与国内其他相似公司间的估值差异, 我们发现其估值还是处于比较高的位置, 因而我们认为, 大幅上涨已经在前期有所体现, 考虑到其基本面有长期的持续性, 特别是几乎垄断的市场占有率, 我们认为估值仍有继续上扬的空间。我们给予其 **谨慎买入** 评级, 目标价 50.00 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012-12-31	2013-12-31
营业总收入	143,916,992.81	168,207,619.87
营业收入	143,916,992.81	168,207,619.87
其他业务收入(金融类)		0.00
营业总成本	102,060,485.21	128,094,028.72
营业成本	26,156,515.98	36,207,303.07
营业税金及附加	1,792,530.01	531,769.37
销售费用	3,557,031.12	5,638,546.96
管理费用	66,854,080.17	84,878,647.69
财务费用	1,000,564.84	600,149.13
资产减值损失	2,699,763.09	237,612.50
营业利润	41,856,507.60	40,113,591.15
加: 营业外收入	1,916,559.50	3,923,903.28
减: 营业外支出	128,014.57	73,486.71
其中: 非流动资产处置净损失	126,373.17	72,206.80
利润总额	43,645,052.53	43,964,007.72
减: 所得税	6,465,083.15	3,606,674.05
净利润	37,179,969.38	40,357,333.67
归属于母公司所有者的净利润	37,179,969.38	40,357,333.67
综合收益总额	37,179,969.38	40,357,333.67
归属于母公司普通股东综合收益总额	37,179,969.38	40,357,333.67
每股收益:		
基本每股收益	0.8300	0.9000
稀释每股收益	0.8300	0.9000

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012-12-31	2013-12-31
流动资产:		
货币资金	63,378,406.07	72,067,463.22
交易性金融资产		0.00
应收票据		0.00
应收账款	72,336,449.58	96,536,709.03
预付款项	1,613,042.09	644,444.38
应收利息		0.00
其他应收款	4,453,075.58	6,955,001.99
其他流动资产	422,950.92	0.00
其他金融类流动资产		0.00
流动资产合计	142,203,924.24	176,203,618.62
非流动资产:		
固定资产	54,192,442.99	54,080,225.34
无形资产	555,585.01	980,121.81
长期待摊费用	140,326.78	1,153,604.80
递延所得税资产	1,229,778.33	843,613.47
非流动资产合计	56,118,133.11	57,057,565.42
资产总计	198,322,057.35	233,261,184.04
流动负债:		
短期借款	5,000,000.00	0.00
应付账款	1,103,414.53	1,169,452.69
预收款项	1,666,922.71	4,268,903.25
应付职工薪酬	5,529,261.26	8,147,307.21
应交税费	8,968,950.20	5,706,158.77
应付利息	41,255.77	28,094.69
其他应付款	647,737.67	753,006.55
一年内到期的非流动负债	1,483,588.00	1,584,521.76
流动负债合计	24,441,130.14	21,657,444.92
非流动负债:		
长期借款	14,037,594.62	12,453,072.86
其他非流动负债	1,500,000.00	450,000.00
非流动负债合计	15,537,594.62	12,903,072.86
负债合计	39,978,724.76	34,560,517.78
所有者权益(或股东权益):		
实收资本(或股本)	45,000,000.00	45,000,000.00
资本公积金	10,587,464.99	10,587,464.99
盈余公积金	10,275,586.76	14,311,320.13
一般风险准备		0.00
未分配利润	92,480,280.84	128,801,881.14
归属于母公司所有者权益合计	158,343,332.59	198,700,666.26
少数股东权益		0.00
所有者权益合计	158,343,332.59	198,700,666.26
负债和所有者权益总计	198,322,057.35	233,261,184.04
显示币种	CNY	CNY
原始币种	CNY	CNY
转换汇率	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率
审计意见(境内)	标准无保留意见	标准无保留意见
审计意见(境外)		
公告日期	2014-01-08	2014-04-25
数据来源	公司公告值	公司公告值

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

赢时胜(300377.CH/人民币 41.06, 买入)

同花顺(300033.CH/人民币 45.60, 未有评级)

恒生电子(600570.CH/人民币 51.82, 未有评级)

金证股份(600446.CH/人民币 44.63, 未有评级)

大智慧(601519.CH/人民币 5.98, 未有评级)

以 2015 年 1 月 6 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371